NH TM CP Quân đội - MBB

Khả quan

Động lực tăng trưởng dài hạn vẫn nguyên vẹn

Tài chính | CẬP NHẬT

Giá mục tiêu (12T)
VND29.300

Consensus*: Mua:11 Giữ:2 Bán:0

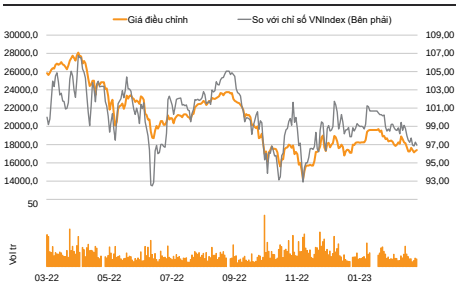
Giá mục tiêu / Consensus: -5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự báo lợi nhuận ròng 2023-24 lần lượt 4%/6%
- Giảm giá mục tiêu 4%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	30.600 đồng/cp
Giá thị trường	17.800 đồng/cp
Cao nhất 52 tuần (VND)	28.082
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.150
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	153.375
Thị giá vốn (tỷ VND)	79.798
Free float	52%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	4,6
P/B hiện tại (x)	1,1

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Viettel	18,5%
SCIC	9,4%
Tổng công ty trực thăng Việt Nam	8,6%
Khác	63,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

- Trong bối cảnh vĩ mô thách thức, VND kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MBB sẽ giảm tốc xuống 17% svck trong 2023-24 từ mức 25% trong 2022.
- Cùng với việc áp lực chi phí vốn và rủi ro tín dụng gia tăng, chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận (LN) ròng của MBB sẽ giảm xuống 10%/16% svck trong 2023-24 sau khi đạt tới 38% svck trong 2022.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 29.300 đ/cp.

Tăng trưởng tín dụng và NIM thúc đẩy tăng trưởng LN ròng năm 2022

MBB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 25% svck trong 2022 (top đầu trong coverage của chúng tôi), nhờ tăng trưởng cho vay mạnh mẽ 27% svck. Tiền gửi khách hàng cũng tăng mạnh 15% svck khi MBB đã thành công trong việc thu hút gần 7 triệu khách hàng mới trong 2022, nâng tổng số lượng khách hàng lên 20 triệu tính đến cuối năm. Nhờ đó, MBB đã vượt qua TCB để đạt tỷ lệ CASA cao nhất hệ thống là 40,6% vào cuối 2022 (-1,8đ% sv quý trước và -8,1đ% svck). NIM năm 2022 được cải thiện ~70 điểm cơ bản svck lên 5,8%, một trong những mức cao nhất trong hệ thống. Kết quả, MBB đạt mức tăng trưởng LN ròng lên đến 38% svck trong 2022.

Tỷ lệ nợ xấu vẫn trong tầm kiểm soát với LLR cao nhưng rủi ro đang gia tăng

Tỷ lệ nợ xấu MBB chỉ tăng 5 điểm cơ bản sv quý trước và 20 điểm cơ bản svck lên 1,1% cuối 2022. Trong 2022, ngân hàng đã sử dụng dự phòng để xử lý 4,4 nghìn tỷ đồng nợ xấu (+24% svck), tương ứng với tỷ lệ 1,1% trên dư nợ cho vay (không đổi svck). Đối với MBB và các ngân hàng có tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp (9% tổng tín dụng đối với MBB) và cho vay ngành bất động sản/xây dựng cao (30-35% tổng tín dụng, bao gồm vay mua nhà), chất lượng tài sản tiếp tục là mối quan tâm lớn nhất của các nhà đầu tư. Tuy nhiên, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của MBB vẫn tốt ở mức 238% vào cuối 2022 sv 268% vào cuối 2021. Điều này sẽ giúp giảm bớt gánh nặng dự phòng của MBB trong các kịch bản bất lợi. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng của ngân hàng sẽ tăng 26%/14% svck trong 2023-24, lên 9,9 nghìn tỷ đồng/11,3 nghìn tỷ đồng–tương đương với 2,0% dư nợ cho vay sv 1,9% trong 2022.

2023-24: tăng trưởng LN ròng chậm hơn nhưng khả năng sinh lời vẫn cao

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ giảm tốc xuống 17% svck trong giai đoạn 2023-24 từ mức 23-25% trong 3 năm qua, nhưng vẫn cao hơn định hướng của Ngân hàng nhà nước (NHNN) cho toàn hệ thống trong 2023 ở mức 14-15%. Chúng tôi dự phóng NIM sẽ giảm 15 điểm cơ bản xuống 5,6% trong 2023-24 sv năm 2022 do chi phí vốn cao hơn. Về chi phí hoạt động, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí/tổng thu nhập (CIR) sẽ cải thiện nhẹ về 32,3%/32,0% trong 2023-24 từ mức 32,5% trong 2022. Nhìn chung, LN ròng trong giai đoạn 2023-24 dự kiến sẽ tăng 10%/16% svck, đạt 19,2 nghìn tỷ /22,3 nghìn tỷ. ROE vẫn sẽ vẫn ở mức cao trong khoảng 21-23%.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 29.300 đ/cp

Chúng tôi cho rằng phần lớn những yếu tố bất lợi và rủi ro xung quanh chất lượng tài sản của MBB đã được phản ánh vào giá cp vì MBB hiện chỉ đang giao dịch ở mức 0,8 lần P/B 2023, thấp hơn nhiều so với mức TB 3 năm là 1,5 lần. Với mức định giá này, VND nhận thấy MBB vẫn hết sức hấp dẫn với các động lực tăng trưởng dài hạn còn nguyên vẹn bao gồm lợi thế chi phí vốn thấp nhờ tỷ lệ CASA đầu ngành và hệ sinh thái dịch vụ tài chính đa dạng. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn một chút là 29.300 đồng. Rủi ro giảm giá bao gồm nợ xấu cao hơn và tăng trưởng tín dụng thấp hơn sv dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	26.200	36.023	41.961	48.640
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,0%	5,7%	5,6%	5,6%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	36.934	45.593	51.537	59.244
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(8.030)	(8.048)	(9.928)	(11.307)
LN ròng (tỷ)	12.697	17.483	19.208	22.282
Tăng trưởng LN ròng	53,7%	37,7%	9,9%	16,0%
EPS điều chỉnh	3.154	3.954	3.982	4.620
BVPS	15.768	16.751	20.987	25.902
ROAE	23,6%	25,8%	22,5%	21,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng trưởng dài hạn vẫn nguyên vẹn

Luận điểm đầu tư

Tạm gác những bất ổn trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn của MBB vẫn hết sức hấp dẫn với những yếu tố sau: (1) tăng trưởng tín dụng trên trung bình được hỗ trợ bởi nguồn vốn dồi dào, việc tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém, và lợi thế ở các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao như năng lượng tái tạo hay bán lẻ, (2) lợi thế chi phí vốn thấp nhờ tỷ lệ CASA đầu ngành giúp duy trì NIM ở trong nhóm tốt nhất thị trường, và (3) hệ sinh thái dịch vụ tài chính đa dạng hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong dài hạn, bao gồm cho vay tiêu dùng, bảo hiểm (nhân thọ và phi nhân thọ), môi giới chứng khoán và quản lý quỹ. Các công ty con và liên kết cung cấp dịch vụ ngoài hoạt động cho vay truyền thống đã đóng góp vào 11% LN trước thuế hợp nhất của MBB trong năm 2022, với dư địa tăng trưởng đáng kể.

Hiện tại, MBB chỉ đang giao dịch ở mức 0,8 lần P/B 2023, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,5 lần. Chúng tôi nhận thấy mức định giá này là hết sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư đang tìm kiếm những doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Rủi ro giảm giá bao gồm nợ xấu cao hơn và tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với dự kiến.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 29.300 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 4% xuống 29.300 đồng sau khi điều chỉnh giảm LN ròng của MBB khoảng 4-6% trong giai đoạn 2023-24.

Cụ thể, đối với định giá P/B, chúng tôi duy trì P/B mục tiêu là 1,4 lần trên giá trị sổ sách cuối năm 2023 là ~21.000 đồng/cp. Cùng với tỷ trọng 50% của phương pháp định giá thu nhập thặng dư, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho MBB là 29.300 đồng. Rủi ro giảm giá bao gồm tăng trưởng tín dụng 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%	29.264	14.632
Hệ số P/B (1,4 lần P/B 2023)	50%	29.382	14.691
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			29.323
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			**29.300**

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	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%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%

Giá trị sổ sách đầu kỳ	75.949
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	26.294
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	30.439
Giá trị vốn chủ sở hữu	132.683
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	4.534
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	**29.264**

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh các DN trong ngành ngân hàng (dữ liệu ngày 09/03/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 2021-24	ROE		ROA	
			(tiền nội tệ)	(tiền nội tệ)	(tỷ đô)	2023	2024	2023	2024	%	2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	93.000	84.600	18,4	2,7	2,3	15,4	13,5	14,3%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	29.400	36.200	6,0	1,1	1,0	7,7	6,6	15,2%	16,4%	15,5%	1,0%	1,0%
VPBank	VPB VN	Khả quan	18.200	25.700	5,1	1,1	0,9	7,1	5,7	21,5%	16,3%	17,0%	2,8%	3,0%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	27.800	44.000	4,1	0,7	0,6	3,9	3,4	16,4%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.350	30.000	3,6	1,2	1,0	5,8	5,3	19,3%	22,5%	20,1%	2,4%	2,3%
HDBank	HDB VN	Khả quan	18.500	25.000	2,0	1,0	0,8	5,1	4,3	21,7%	23,2%	22,4%	2,2%	2,2%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	21.200	27.000	1,8	1,2	0,9	4,7	4,0	20,8%	29,3%	26,2%	2,6%	2,7%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	24.500	31.000	1,6	1,0	0,8	5,6	4,8	19,0%	19,4%	18,9%	2,0%	2,2%
NHTMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	14.800	15.700	1,1	0,9	0,8	5,7	5,0	23,2%	17,5%	16,7%	1,3%	1,3%
Trung bình						***1,2***	***1,0***	***6,8***	***5,8***	***19,0%***	***20,5%***	***19,4%***	***2,2%***	***2,2%***
NHTMCP Quân đội	*MBB VN*	*Khả quan*	*17.800*	*29.300*	*3,4*	*0,8*	*0,7*	*4,2*	*3,6*	*20,6%*	*22,5%*	*21,0%*	*2,4%*	*2,4%*

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

Tóm tắt KQKD Q4/22 và cả năm 2022: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh theo sát với kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu đến từ tăng trưởng thu nhập lãi

Hình 4: KQKD Q4/22 và cả năm 2022 (đơn vị tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

Kết quả kinh doanh	Q4/22	Q4/21	% svck	Q3/22	% sv quý trước	2022	2021	% svck	Dự báo năm 2022	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	9.630	7.170	34%	9.039	7%	36.023	26.200	37%	34.014	106%	NIM cao hơn kỳ vọng
Thu nhập ngoài lãi	2.122	2.947	-28%	1.948	9%	9.570	10.735	-11%	10.165	94%	Thu nhập từ phí dịch vụ và lãi kinh doanh chứng khoán thấp hơn chúng tôi dự báo
Tổng thu nhập HĐKD	11.751	10.117	16%	10.986	7%	45.593	36.934	23%	44.179	103%	
Chi phí hoạt động	(3.628)	(3.463)	5%	(3.729)	-3%	(14.816)	(12.377)	20%	(14.800)	100%	
Lợi nhuận trước dự phòng	8.123	6.654	22%	7.257	12%	30.777	24.557	25%	29.379	105%	
Chi phí dự phòng	(3.585)	(2.011)	78%	(962)	273%	(8.048)	(8.030)	0%	(6.946)	116%	Chúng tôi cho rằng MBB đã thận trọng trong việc trích lập dự phòng ở Q4/22
Lợi nhuận trước thuế	4.538	4.643	-2%	6.296	-28%	22.729	16.527	38%	22.433	101%	
Lợi nhuận sau thuế	3.434	3.526	-3%	4.879	-30%	17.483	12.697	38%	17.498	100%	

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 5: Các chỉ số tài chính của MBB theo quý

Các chỉ số chính	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	74%	70%	77%	75%	65%	74%	75%	71%	72%	80%	82%	82%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	26%	30%	23%	25%	35%	26%	25%	29%	28%	20%	18%	18%
NIM (Dự phóng cả năm)	4,8%	4,7%	5,1%	5,3%	5,0%	5,4%	5,1%	5,2%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,6%	1,4%	1,5%	1,1%	1,3%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,2%	1,0%	1,1%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	98%	121%	119%	134%	127%	236%	233%	268%	250%	221%	208%	238%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	3,3%	2,0%	1,3%	2,7%	2,3%	3,0%	2,1%	2,2%	2,2%	1,2%	0,9%	3,2%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	32%	37%	42%	42%	31%	35%	35%	34%	31%	34%	34%	31%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	49%	29%	23%	43%	28%	42%	31%	30%	26%	19%	13%	44%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

2023-24: Tăng trưởng LN chậm lại nhưng khả năng sinh lời vẫn ở mức cao

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc giữa bối cảnh vĩ mô đầy thách thức

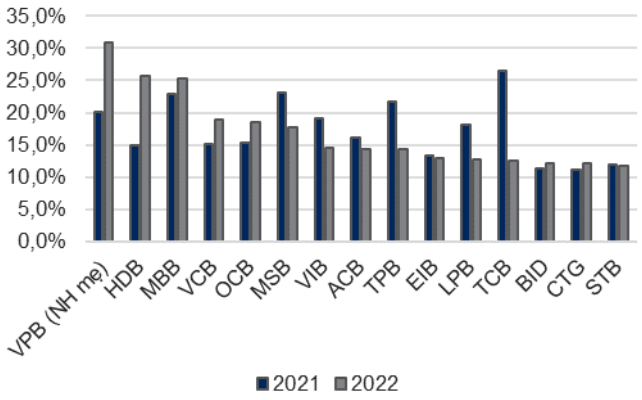
Trong 2022, tín dụng MBB tăng 25,0% svck, thuộc nhóm cao nhất hệ thống. Cho vay tăng trưởng mạnh 26,7% svck là động lực chính, với đóng góp lớn từ phân khúc Bán lẻ (+32,4% svck). Ngân hàng tiếp tục chuyển dịch cơ cấu tín dụng sang nhóm khách hàng này, hiện chiếm 48,1% tổng tín dụng (so với 46,0% trong 2021). Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tăng 9,5% svck nhưng giảm 4,7% sv quý trước do hoạt động phát hành mới gần như đã đóng băng.

Với bối cảnh nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn do chính sách tiền tệ bị thắt chặt, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của MBB trong 2023-24 sẽ giảm tốc xuống còn 17% từ mức 23-25% trong 3 năm qua. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay đạt 18-19% và TPDN đi ngang cho mỗi năm. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MBB sẽ chậm lại, nhưng chúng tôi tin rằng

vị thế thanh khoản tốt và việc ngân hàng tham gia hỗ trợ TCTD yếu kém sẽ giúp ngân hàng tiếp tục nhận được hạn mức tín dụng trên trung bình từ NHNN.

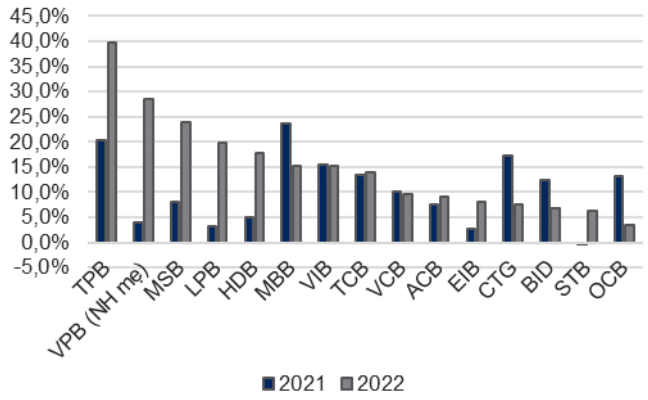
Về nguồn vốn, tiền gửi khách hàng tăng 15,3% svck, cao hơn mức 6,0% của hệ thống. Tăng trưởng tiền gửi mạnh mẽ tiếp tục cho thấy MBB là một trong những thương hiệu hàng đầu tại Việt Nam. Trong cơ cấu tiền gửi khách hàng, tiền gửi không kỳ hạn (CASA) giảm 3,9% svck trong 2022. Do vậy, tỷ lệ CASA đã giảm từ 48,7% cuối 2021 xuống 40,6% cuối 2022, một xu hướng hiện hữu ở hầu hết các ngân hàng. Tuy nhiên, MBB đã vượt qua TCB để đạt tỷ lệ CASA cao nhất ngành. Trong 2023-24, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tiền gửi ở mức ~16% để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng với tỷ lệ CASA được duy trì ở mức trên 40%.

Hình 6: Trong năm 2022, MBB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao thứ 3 trong coverage của VND



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: Tiền gửi khách hàng cũng tăng tốt trong 2022 ở mức 15,3% sau khi tăng mạnh trong 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

NIM 2023 sẽ chịu áp lực từ chi phí vốn tăng

MBB đã cải thiện NIM ~70 điểm cơ bản lên 5,8% trong 2022 nhờ tỉ suất sinh lời trên tài sản tăng ~80 điểm cơ bản lên 8,3% và chi phí vốn chỉ tăng ~25 điểm cơ bản lên 3,0%. Việc tăng tỷ trọng cho vay Bán lẻ và các lĩnh vực có rủi ro cao như bất động sản đã góp phần tăng tỉ suất sinh lời trên tài sản. Trong khi đó, chi phí vốn chỉ tăng nhẹ nhờ nguồn vốn từ CASA dồi dào cũng như việc MBB không phải tăng lãi suất tiền gửi cho đến cuối năm 2022 nhờ vị thế thanh khoản tốt.

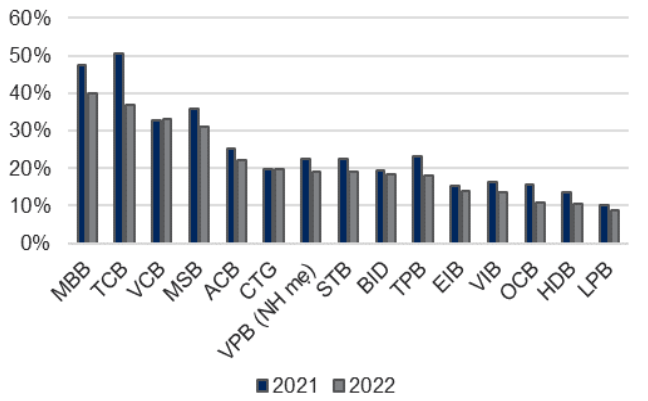
Chúng tôi dự phóng NIM hợp nhất trong 2023-24 ở mức 5,6%, giảm nhẹ so với mức 5,8% trong 2022. Chúng tôi cho rằng MBB có thể bù đắp phần lớn tác động của việc lãi suất tiền gửi/chi phí vốn tăng mạnh bằng việc tiếp tục cải thiện tỷ trọng Bán lẻ trong cơ cấu tín dụng và duy tỷ lệ CASA cao.

Hình 8: MBB đã cải thiện được NIM trong 2022 (Đơn vị: điểm cơ bản)

Ngân hàng	Asset yield	CoF	NIM
EIB	72	-36	106
STB	69	13	72
MSB	100	44	71
MBB	76	25	70
HDB	110	39	63
LPB	7	-20	38
VIB	65	52	34
OCB	63	31	34
ACB	28	3	25
VCB	16	5	24
VPB (NH mẹ)	40	50	20
BID	-5	-2	2
CTG	7	35	-3
TPB	7	43	-34
TCB	22	66	-41

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 9: MBB giành được vị trí số 1 về tỷ lệ CASA từ TCB trong 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Thu nhập ngoài lãi: Không kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong thời gian tới

Thu nhập ngoài lãi giảm 10,9% svck trong năm 2022 với sự sụt giảm ở hầu hết các khoản mục ngoại trừ lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối. Cụ thể, thu nhập từ hoạt động dịch vụ (chiếm 43% thu nhập ngoài lãi 2022) giảm 5,3% svck do thu nhập từ hoạt động môi giới chứng khoán suy yếu. Thu nhập khác (chiếm 22% thu nhập ngoài lãi), chủ yếu bao gồm thu nhập từ thu hồi nợ xấu, giảm 34,2% svck. Lãi từ giao dịch chứng khoán (15% thu nhập ngoài lãi) giảm 12,6% svck, khả năng cao là do lãi từ giao dịch trái phiếu giảm trong môi trường lãi suất tăng. Lãi từ tỷ giá hối đoái (18% thu nhập ngoài lãi) là điểm sáng duy nhất khi tăng 28,0% svck.

Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng tổng thể của thu nhập từ phí là 10% svck với động lực chính là dịch vụ thanh toán và ngân quỹ nhờ thu hút khách hàng mạnh mẽ. Đối với mảng môi giới (MBS), bảo hiểm nhân thọ (MB Ageas) và bảo hiểm phi nhân thọ (MBB sở hữu phần lớn cổ phần trong cả 3), chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nhập từ phí sẽ ở mức khiêm tốn do triển vọng tăng trưởng của các mảng này gắn chặt với triển vọng nền kinh tế.

Chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ

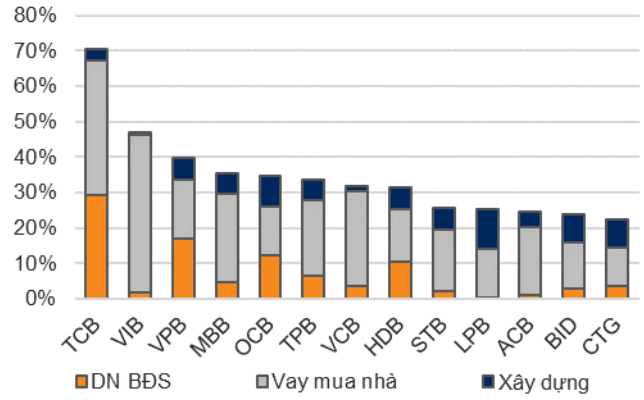
CIR được cải thiện 1,0đ% svck xuống 32,5% trong 2022 do MBB cải thiện đòn bẩy hoạt động từ việc tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động, dù cho tổng số CBNV đã tăng 6,3% svck và thu nhập bình quân trên mỗi nhân viên tăng 14,3% svck. Về chi phí hoạt động ngoài chi cho nhân viên, ban lãnh đạo cho biết ngân hàng sẽ tiếp tục ưu tiên đầu tư vào CNTT và số hóa để phục vụ cho chiến lược thu hút khách hàng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CIR sẽ giảm nhẹ lần lượt về 32,3%/32,0% trong giai đoạn 2023-24, từ mức 32,5% trong năm 2022 khi MBB sẽ tiếp tục cân đối giữa đầu tư vào quảng cáo/số hóa và tận dụng đòn bẩy hoạt động từ tăng trưởng tổng thu nhập.

Tỷ lệ nợ xấu hiện vẫn trong tầm kiểm soát nhưng rủi ro đang gia tăng

Chất lượng tài sản tại MBB suy giảm nhẹ trong 2022 với tỷ lệ nợ xấu tăng ~20 điểm cơ bản svck lên 1,1% vào cuối 2022, thuộc nhóm thấp trong hệ thống. Tuy nhiên, tỷ trọng nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ cho vay đã tăng thêm 60 điểm cơ bản svck lên 1,7% vào cuối 2022. LLR giảm 30đ% svck nhưng tăng 30đ% so với quý trước lên 238% vào cuối 2022, cao thứ 2 trong coverage của chúng tôi, chỉ sau VCB. LLR ở mức cao sẽ giúp MBB giảm thiểu gánh nặng dự phòng trong các kịch bản bất lợi. Chúng tôi lưu ý dư nợ TPDN của MBB và các khoản cho vay ngành bất động sản (bao gồm vay mua nhà) và xây dựng chiếm lần lượt 9% và 30-35% tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng, tính đến cuối 2022.

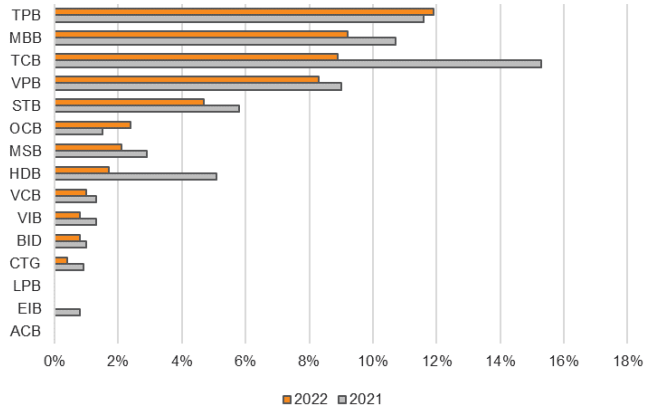
Về trích lập dự phòng, chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng trong giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 26%/14% svck lên 9,9 nghìn tỷ đồng/11,3 nghìn tỷ đồng, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về rủi ro nợ xấu gia tăng, đặc biệt là trong lĩnh vực bất động sản. Dự phóng chi phí dự phòng mới của chúng tôi trong 2023-24 tương đương với 2,0% dư nợ cho vay trung bình, tương tự như mức của năm 2022. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của MBB sẽ ổn định ở mức 1,1% trong 2023-24 với giả định ngân hàng sẽ mạnh tay trong việc sử dụng dự phòng để xử lý nợ xấu lần lượt ở mức 2,1%/1,7% dư nợ cho vay trung bình, cao hơn mức 1,1% trong giai đoạn 2021-22.

Hình 10: Tỷ trọng cho vay bất động sản / xây dựng ở MBB là tương đối cao trong ngành



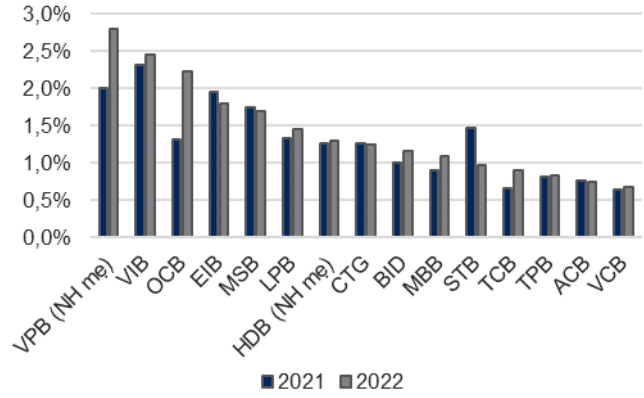
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 11: Tỷ trọng TPDN của ngân hàng cũng tương đối đáng kể



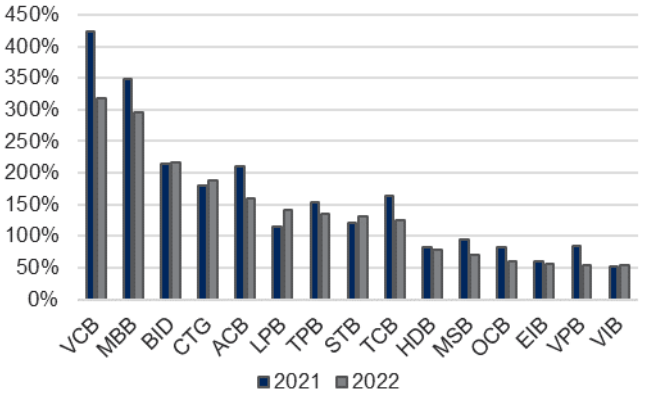
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu của MBB thuộc nhóm thấp trong coverage của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 13: … trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ngân hàng ở mức cao



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

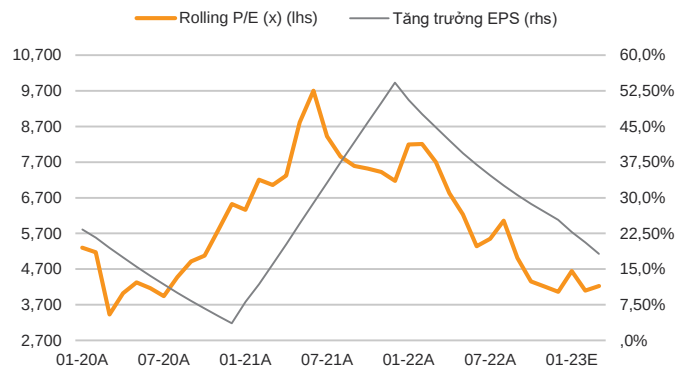
Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận ròng của MBB trong giai đoạn 2023-24 giảm lần lượt 4,5%/6,2%. Với dự phóng mới, lợi nhuận vẫn sẽ tăng trưởng tốt lần lượt ở mức 9,9%/16,0% trong 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng ROE của MBB sẽ được duy trì ở mức cao trong khoảng 21-23%.

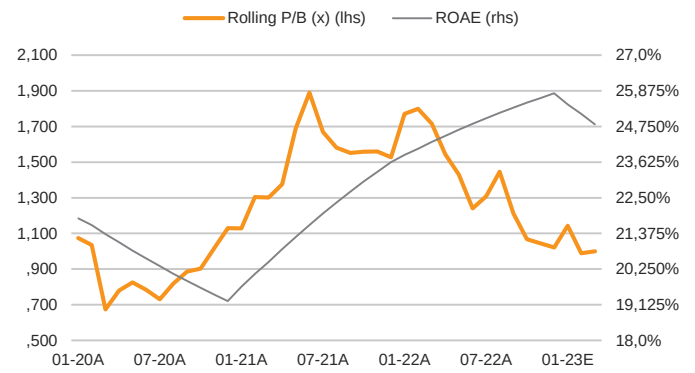
Hình 14: Thay đổi dự phóng LN ròng trong 2023-24 (đơn vị tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Thu nhập lãi	39.035	45.404	41.961	48.640	7,5%	7,1%	Chúng tôi nâng dự phóng NIM do kết quả Q4/22 tốt hơn dự kiến và tỷ lệ CASA tiếp tục được duy trì ở mức cao
Thu nhập ngoài lãi	11.891	13.907	9.577	10.605	-19,5%	-23,7%	Chúng tôi giảm thu nhập từ phí dịch vụ và thu nhập từ kinh doanh chứng khoán nhằm phản ánh kết quả kém hơn dự kiến trong năm 2022 và khó khăn chung của nền kinh tế trong 2023
Tổng thu nhập hoạt động	50.926	59.311	51.537	59.244	1,2%	-0,1%	
Chi phí hoạt động	(17.569)	(20.462)	(16.633)	(18.973)	-5,3%	-7,3%	Chúng tôi giảm dự phóng do kết quả 2022 tốt hơn dự kiến
LN trước dự phòng	33.356	38.849	34.905	40.271	4,6%	3,7%	
Chi phí dự phòng	(7.571)	(8.398)	(9.928)	(11.307)	31,1%	34,6%	Chúng tôi tăng dự phóng nhằm phản ánh rủi ro nợ xấu gia tăng đặc biệt là ở lĩnh vực bất động sản
LN trước thuế	25.786	30.451	24.976	28.964	-3,1%	-4,9%	
LN ròng	20.113	23.751	19.208	22.282	-4,5%	-6,2%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	**36.023**	**41.961**	**48.640**
Thu nhập lãi suất ròng	**9.570**	**9.577**	**10.605**
Tổng lợi nhuận hoạt động	**45.593**	**51.537**	**59.244**
Tổng chi phí hoạt động	(14.816)	(16.633)	(18.973)
LN trước dự phòng	**30.777**	**34.905**	**40.271**
Tổng trích lập dự phòng	**(8.048)**	**(9.928)**	**(11.307)**
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	**22.729**	**24.976**	**28.964**
Thuế	(4.574)	(4.995)	(5.793)
Lợi nhuận sau thuế	**18.155**	**19.981**	**23.171**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(672)	(773)	(889)
LN ròng	**17.483**	**19.208**	**22.282**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	460.574	546.188	647.717
Cho vay các ngân hàng khác	32.937	36.357	40.131
Tổng cho vay	**493.512**	**582.545**	**687.848**
Chứng khoán - Tổng cộng	164.089	181.124	199.927
Các tài sản sinh lãi khác	40.731	44.847	49.391
Tổng các tài sản sinh lãi	**698.331**	**808.516**	**937.166**
Tổng dự phòng	**(12.379)**	**(11.915)**	**(13.162)**
Tổng cho vay khách hàng	**448.599**	**534.719**	**635.047**
Tổng tài sản sinh lãi ròng	**685.952**	**796.601**	**924.004**
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.744	4.348	5.043
Tổng đầu tư	861	1.000	1.160
Các tài sản khác	37.975	44.100	51.153
Tổng tài sản không sinh lãi	**42.580**	**49.449**	**57.357**
Tổng tài sản	**728.532**	**846.049**	**981.361**
Nợ khách hàng	443.606	515.536	599.129
Dư nợ tín dụng	96.578	106.604	124.712
Tài sản nợ chịu lãi	540.184	622.140	723.841
Tiền gửi	65.149	71.909	84.117
Tổng tiền gửi	605.332	694.049	807.959
Các khoản nợ lãi suất khác	2.003	2.003	2.003
Tổng các khoản nợ lãi suất	**607.335**	**696.051**	**809.961**
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	41.584	50.404	48.634
Tổng nợ không lãi suất	**41.584**	**50.404**	**48.634**
Tổng nợ	**648.919**	**746.455**	**858.595**
Vốn điều lệ và	45.340	45.340	45.340
Thặng dư vốn cổ phần	2.257	2.257	2.257
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	19.064	38.272	60.554
Các quỹ thuộc VCSH	9.289	9.289	9.289
Vốn chủ sở hữu	**75.949**	**95.157**	**117.439**
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.664	4.437	5.327
Tổng vốn chủ sở hữu	**79.613**	**99.594**	**122.766**
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**728.532**	**846.049**	**981.361**

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,3%	16,2%	16,2%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	26,7%	18,6%	18,6%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	37,5%	16,5%	15,9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,3%	13,4%	15,4%
Tăng trưởng LN ròng	37,7%	9,9%	16,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	21,3%	16,1%	16,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.206	4.236	4.914
BVPS (VND)	16.751	20.987	25.902
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	25,4%	0,7%	16,0%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,6%	5,6%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,5%)	(32,3%)	(32,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,5%	1,4%	1,3%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,5%	1,4%	1,4%
LN/ TB cho vay	2,0%	2,0%	1,9%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	11,5%	11,6%	11,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	85,3%	87,8%	89,5%
Biên lợi và độ dàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,2%	9,5%	9,3%
Chi phí cho các quỹ	2,9%	4,6%	4,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,4%	5,3%	5,3%
ROAE	25,8%	22,5%	21,0%

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.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích
Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích Cao cấp
Email: quan.vuthe@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