

NH TM CP Quân đội - MBB

Khả quan

Động lực tăng trưởng dài hạn vẫn nguyên vẹn

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND29.300

Consensus*: Mua:11 Giữ:2 Bán:0

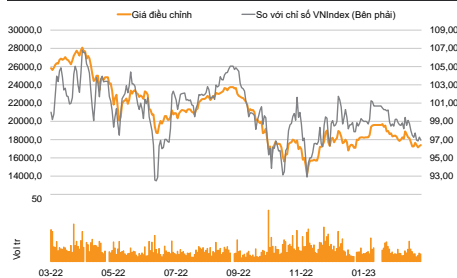
Giá mục tiêu / Consensus: -5%

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 |
| GTGDQB 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% |
| Phân 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 (tiền nội tệ) | Giá mục tiêu (tiền nội tệ) | Vốn hóa (tỷ đô) | P/B (x) | | P/E (x) | | Tăng trưởng EPS kép 2021-24 | ROE | | ROA | |
|---------------------------|--------------|-------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | | | | | | 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 HDKD | 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 HDKD | 74% | 70% | 77% | 75% | 65% | 74% | 75% | 71% | 72% | 80% | 82% | 82% |
| Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HDKD | 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

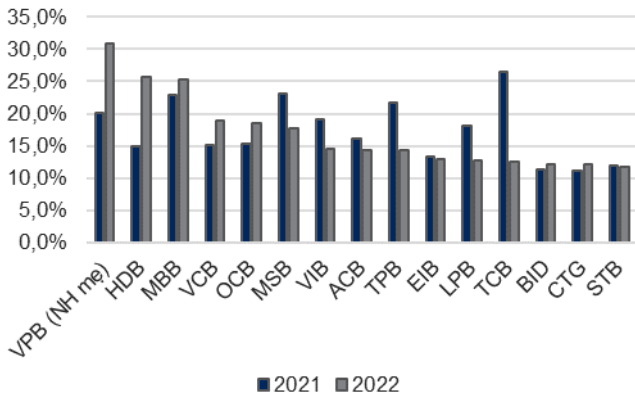
Trong 2022, tín dụng MBB tăng 25,0% svck, thuộc nhóm cao nhất hệ thống. Cho vay tăng trưởng mạnh 26,7% svck là động lực chính, với đóng góp lớn từ phân khúc Bán lẻ (+32,4% svck). Ngân hàng tiếp tục chuyển dịch cơ cấu tín dụng sang nhóm khách hàng này, hiện chiếm 48,1% tổng tín dụng (so với 46,0% trong 2021). Dự 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.

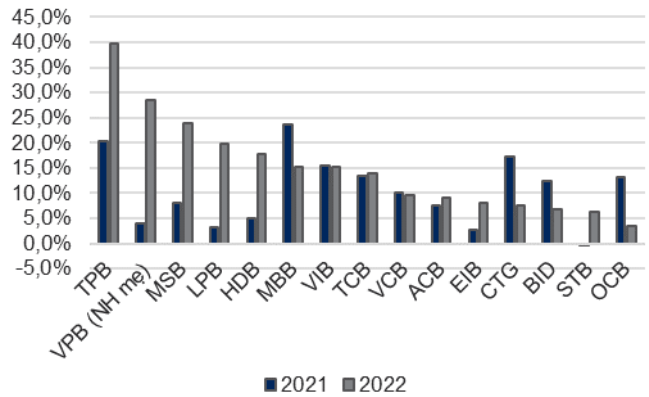
Về nguồn vốn, tiền gửi khách hàng tăng 15,3% svck, cao hơn mức 6,0% của hệ thống. Tăng trưởng tiền gửi mạnh mẽ tiếp tục cho thấy MBB là một trong những thương hiệu hàng đầu tại Việt Nam. Trong cơ cấu tiền gửi khách hàng, tiền gửi không kỳ hạn (CASA) giảm 3,9% svck trong 2022. Do vậy, tỷ lệ CASA đã giảm 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.

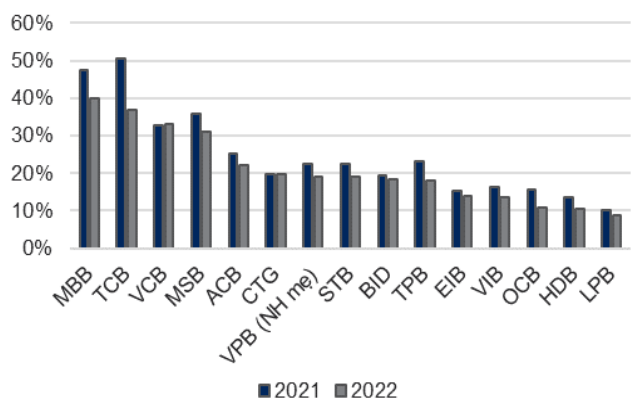
Chúng tôi dự phóng NIM hợp nhất trong 2023-24 ở mức 5,6%, giảm nhẹ so với mức 5,8% trong 2022. Chúng tôi cho rằng MBB có thể bù đắp phần lớn tác động của việc lãi suất tiền gửi/chi phí vốn tăng mạnh bằng việc tiếp tục cải thiện tỷ trọng Bán lẻ trong cơ cấu tín dụng và duy trì tỷ lệ CASA cao.

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

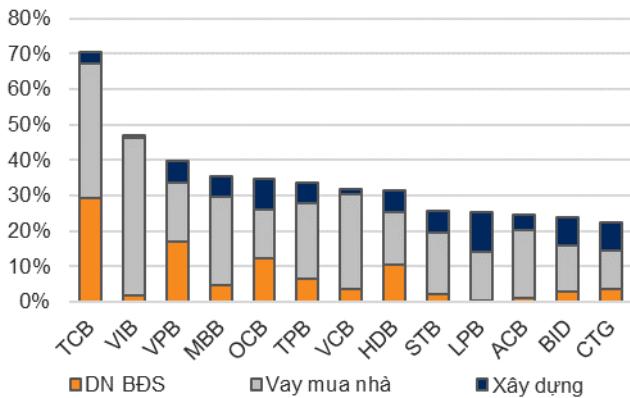
CIR được cải thiện 1,0đ% svck xuống 32,5% trong 2022 do MBB cải thiện đòn bẩy hoạt động từ việc tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động, dù cho tổng số CBNV đã tăng 6,3% svck và thu nhập bình quân trên mỗi nhân viên tăng 14,3% svck. Về chi phí hoạt động ngoài chi cho nhân viên, ban lãnh đạo cho biết ngân 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.

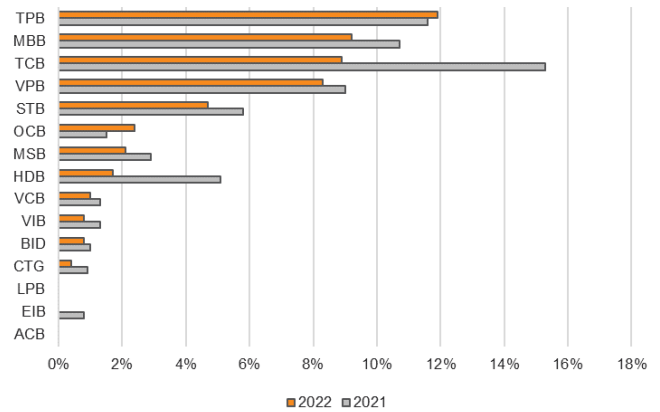
Về trích lập dự phòng, chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng trong giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 26%/14% svck lên 9,9 nghìn tỷ đồng/11,3 nghìn tỷ đồng, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về rủi ro nợ xấu gia tăng, đặc biệt là trong lĩnh vực bất động sản. Dự phóng chi phí dự phòng mới của chúng tôi trong 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



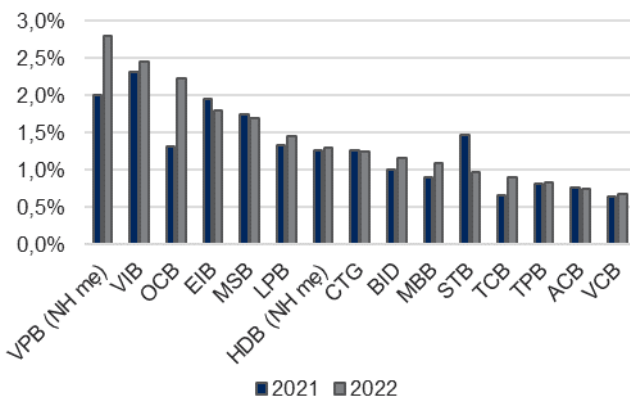
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

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



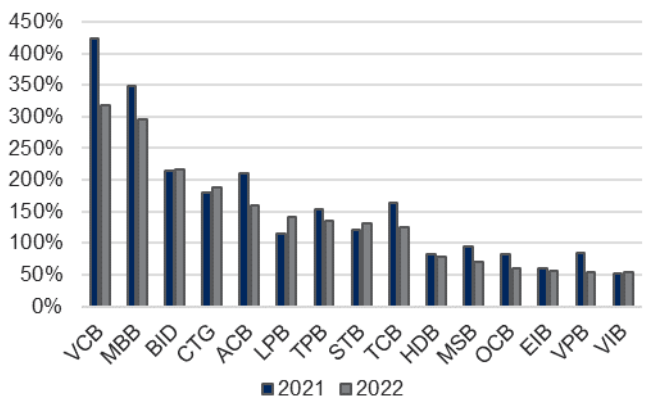
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

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

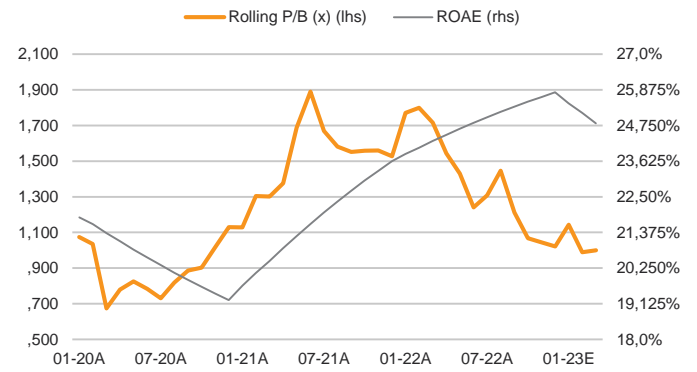
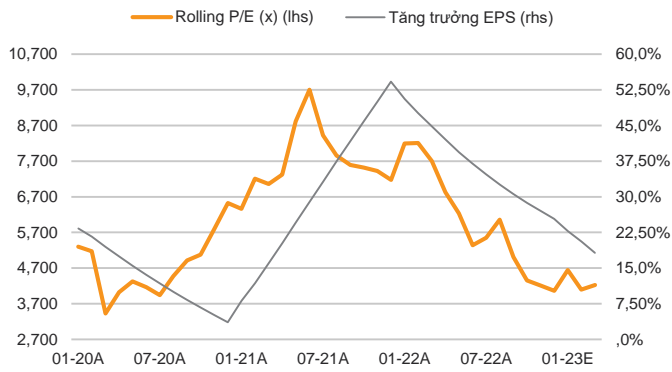
Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận ròng của MBB trong giai đoạn 2023-24 giảm lần lượt 4,5%/6,2%. Với dự phóng mới, lợi nhuận vẫn sẽ tăng trưởng tốt lần lượt ở mức 9,9%/16,0% trong 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng ROE của MBB sẽ được duy trì ở mức cao trong khoảng 21-23%.

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 HDKD

| (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 đàn hồi | | | |
| 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>