

# Ngân hàng TMCP Quân Đội

(HOSE: MBB)

## Phát triển nền tảng vững chắc

**Mua**  
(Báo cáo cập nhật)**Giá mục tiêu:**  
VND28,200  
LNKV: +23%

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Tôn Đạt Quân, quan.td@miraeasset.com.vn

### Luận điểm đầu tư

#### LNTT 2024 vượt kế hoạch năm:

- Lũy kế năm 2024, MB đạt tổng thu nhập hoạt động 55.413 tỷ đồng (+17% svck), thu nhập lãi thuần đạt 41.152 tỷ (+6% svck), lợi nhuận trước thuế 28.829 tỷ đồng (+9,6% svck, 101.5% của KH 2024), và lợi nhuận sau thuế 22.951 tỷ đồng (+9% svck, 99.6% của KH 2024).

#### Nợ xấu cải thiện dần trong 2024:

- Chất lượng tài sản của MB cải thiện rõ rệt trong Q4/24. Tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5 ở Q4/24 giảm so với quý trước đạt 1,62% (+2bps svck; -61bps sv Q3/24). Tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) cũng giảm còn 3,19% (-69bps svck; -93bps sv Q3/24). LLR đạt 92% cuối 2024 (-24%p svck; +23%p sv.Q3/24). Trích lập dự phòng trong Q4/24 đạt 3.223 tỷ (+103% svck; +97% sv.Q3/24), nâng tổng chi phí tín dụng/tổng danh mục vay lên 1,23% trong 2024 (+0,23%p sv 2023).

#### Thu nhập phí phục hồi nhẹ trong khi các nguồn thu khác đóng góp tích cực:

- MB ghi nhận thu nhập phí đạt 4.368 tỷ (+6.9% svck; 2023: +6.2% svck). Mảng bảo hiểm mặc dù lợi nhuận giảm 26% sv 2023, tuy nhiên trong Q3/24 và Q4/24 đã có sự hồi phục về doanh thu đáng kể. Ngoài ra lợi nhuận mảng dịch vụ IB tăng trưởng trở lại đạt 280 tỷ (+82% svck).
- MBB ghi nhận lợi nhuận từ tài sản tài chính với chứng khoán đầu tư (2.803 tỷ đồng, +834% svck) và chứng khoán kinh doanh (1.756 tỷ, +224% svck). Ngoài ra, thu nhập khác từ các khoản nợ đã xử lý cũng cải thiện đáng kể (2.451 tỷ đồng, +43%). Lợi nhuận từ kinh doanh ngoại hối và vàng cũng tăng mạnh 65% svck, đạt 2.000 tỷ đồng.

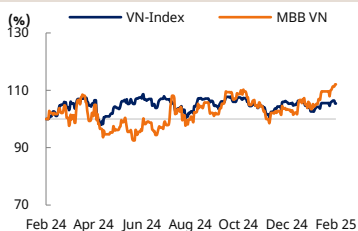
### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Tăng Tỷ Trọng lên **Mua** với CP MBB với giá mục tiêu 12T là 28.200 VNĐ/cp (tương đương P/B 1,5x mục tiêu) dựa trên hai phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư. Điểm nhấn đầu tư của MBB: (i) Tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng duy trì ở mức 10-15% trong giai đoạn 2024-2026, nhờ tín dụng tăng trưởng ổn định và hệ sinh thái tài chính sinh động của tập đoàn giúp đa dạng hóa nguồn thu; (ii) Chi phí tín dụng kỳ vọng đã tạo đỉnh trong 2024.

### Rủi ro chính

- LLR suy giảm trong các quý gần đây hạn chế bộ đệm dự phòng đối với các biến động của thị trường lên bảng thu nhập của ngân hàng.
- NIM có thể tiếp tục thu hẹp khi cho vay KHDN với thời hạn ngắn hạn có phần vượt trội, trong khi chi phí vốn vay gia tăng và gây áp lực lên việc cân đối giữa tín dụng và huy động.

### Dữ liệu



|                                   |        |                                  |         |
|-----------------------------------|--------|----------------------------------|---------|
| Giá hiện tại (2/14/2025, đồng)    | 22,850 | Vốn hóa (tỷ đồng)                | 139,331 |
| LNHĐ (25F, tỷ đồng)               | 31,679 | SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)        | 6,102   |
| Tăng trưởng EPS (25F, %)          | 2.3    | Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 55      |
| Tăng trưởng EPS của Index(25F, %) | n/a    | Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)           | 23.24   |
| P/E (25F, x)                      | 5.9    | Beta (12T)                       | 1.36    |
| P/E Index (x)                     | 14.8   | Thấp nhất 52 tuần (đồng)         | 18,700  |
| VN-Index                          | 1,270  | Cao nhất 52 tuần (đồng)          | 23,000  |

### Biến động giá

| (%)       | 1T  | 6T   | 12T  |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 8.3 | 13.3 | 12.1 |
| Tương đối | 5.6 | 10.0 | 6.7  |

### Lợi nhuận và mức định giá các năm

| FY                           | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng) | 26,200 | 36,023 | 38,684 | 41,152 | 47,906 | 56,424 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng) | 10,735 | 9,570  | 8,622  | 14,261 | 13,330 | 13,184 |
| LNHĐ (tỷ đồng)               | 16,527 | 22,729 | 26,306 | 28,829 | 31,679 | 35,634 |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng) | 12,697 | 17,483 | 20,677 | 22,634 | 25,342 | 28,506 |
| EPS (VNĐ)                    | 3,229  | 3,673  | 3,764  | 4,021  | 4,092  | 4,185  |
| P/E (x)                      | 7.5    | 6.6    | 6.4    | 6.0    | 5.9    | 5.8    |
| GTSS (VNĐ)                   | 15,892 | 16,727 | 17,604 | 20,794 | 21,743 | 23,487 |
| P/B (x)                      | 1.5    | 1.4    | 1.4    | 1.2    | 1.1    | 1.0    |

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam dự phóng

## Kết quả kinh doanh FY24

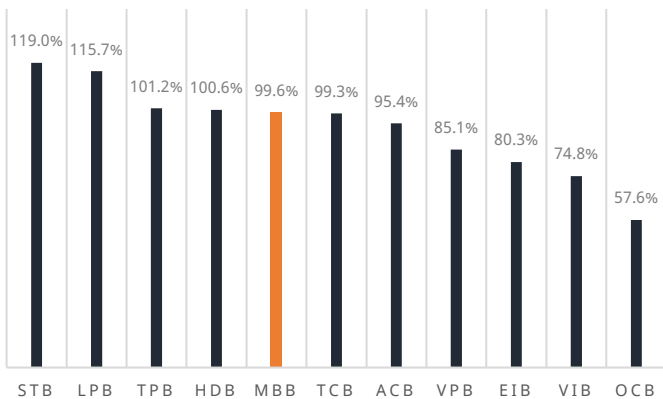
**Bảng 1. KQKD 2024 của MB**

| (Đơn vị: tỷ đồng)                         | 4Q24          | 4Q23          | +/- Svck    | FY24          | FY23          | +/- Svck     |
|---|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Thu nhập thuần từ lãi</b>              | <b>11,142</b> | <b>9,163</b>  | <b>22%</b>  | <b>41,152</b> | <b>38,684</b> | <b>6.4%</b>  |
| • Doanh thu từ lãi                        | 18,452        | 16,996        | 9%          | 69,062        | 69,143        | -0.1%        |
| • Chi phí lãi                             | -7,310        | -7,883        | -7%         | 27,910        | 30,459        | -8.4%        |
| <b>Thu nhập thuần từ dịch vụ</b>          | <b>1,181</b>  | <b>1,456</b>  | <b>-19%</b> | <b>4,368</b>  | <b>4,085</b>  | <b>6.9%</b>  |
| • Doanh thu                               | 4,149         | 3,758         | 10%         | 14,603        | 13,138        | 11.2%        |
| • Chi phí                                 | -2,968        | -2,302        | 29%         | -10,234       | -9,052        | 13.1%        |
| Thu nhập từ vàng & FX                     | 485           | 289           | 68%         | 2,000         | 1,210         | 65.3%        |
| Thu nhập từ CK kinh doanh                 | 118           | 197           | -40%        | 1,756         | 542           | 224.0%       |
| Thu nhập từ CK đầu tư                     | 2,412         | -124          | N/A         | 2,803         | 300           | 834%         |
| Thu nhập các mảng khác                    | 1,203         | 761           | 58%         | 3,281         | 2,428         | 35.1%        |
| Thu nhập cổ tức                           | 22            | 7             | 214%        | 53            | 57            | -7.0%        |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>            | <b>16,564</b> | <b>11,750</b> | <b>41%</b>  | <b>55,413</b> | <b>47,306</b> | <b>17.1%</b> |
| <b>Chi phí hoạt động</b>                  | <b>-5,247</b> | <b>-3,876</b> | <b>35%</b>  | <b>17,007</b> | <b>14,913</b> | <b>14.0%</b> |
| <b>Thu nhập hoạt động trước trích lập</b> | <b>11,317</b> | <b>7,874</b>  | <b>44%</b>  | <b>38,406</b> | <b>32,393</b> | <b>18.6%</b> |
| <b>Chi phí dự phòng</b>                   | <b>-3,224</b> | <b>-1,587</b> | <b>103%</b> | <b>9,577</b>  | <b>6,087</b>  | <b>57.3%</b> |
| Lợi nhuận trước thuế                      | 8,093         | 6,287         | 29%         | 28,829        | 26,306        | 9.6%         |
| Thuế DN                                   | -1,711        | -1,242        | 38%         | 5,878         | 5,252         | 11.9%        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>6,284</b>  | <b>4,986</b>  | <b>26%</b>  | <b>22,951</b> | <b>21,054</b> | <b>9.0%</b>  |

Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

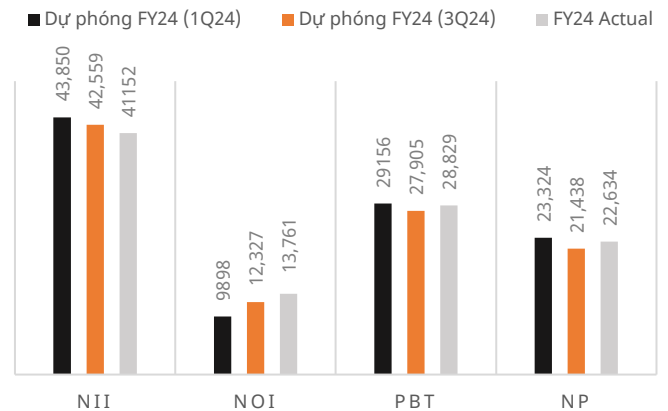
- MB ghi nhận kết quả kinh doanh quý 4/24** tích cực với tổng thu nhập hoạt động đạt 16.564 tỷ đồng (+30,4% sv.Q3). Động lực tăng trưởng đến từ lợi nhuận thuần từ lãi (+22% svck), thu nhập từ kinh doanh vàng & ngoại hối (+68% svck), thu nhập chứng khoán đầu tư tăng đột biến. Ngược lại, thu nhập phí trong Q4 giảm 19% do chi phí hoa hồng & môi giới tăng. Chi phí hoạt động trong quý cũng tăng mạnh 35% svck lên 5.247 tỷ đồng, nhưng thu nhập hoạt động trước trích lập vẫn tăng 44% lên 11.317 tỷ đồng, nhờ các nguồn thu ngoài lãi tích cực. Chi phí dự phòng tăng gấp đôi lên 3.224 tỷ đồng (+96,6%), phản ánh tình hình còn nhiều khó khăn. Lợi nhuận trước thuế đạt 8.093 tỷ đồng (+29%), tương đương lợi nhuận sau thuế tăng 26% đạt 6.382 tỷ đồng.
- Lũy kế năm 2024**, MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động với 55.413 tỷ đồng (+17,1% svck) và lợi nhuận trước thuế đạt 28.829 tỷ đồng (+9,6%). Tuy tăng trưởng lợi nhuận có phần chưa tương xứng với bảng cân đối, tuy nhiên, trong bối cảnh khó khăn thì ngân hàng cũng đã nỗ lực đa dạng hóa nguồn thu nhằm duy trì tăng trưởng lợi nhuận dương trong năm 2024.

**Hình 1. Thực hiện LNST sv. KHKD 2024 của các ngân hàng**



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

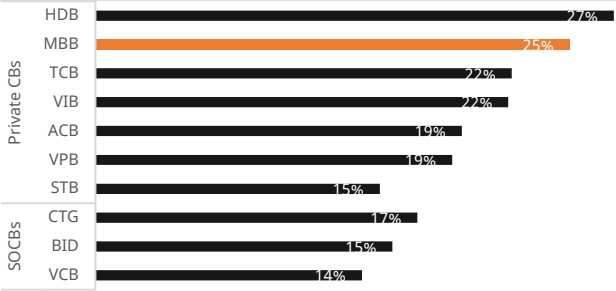
**Hình 2. So sánh các dự phóng trước với KQKD thực tế**



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

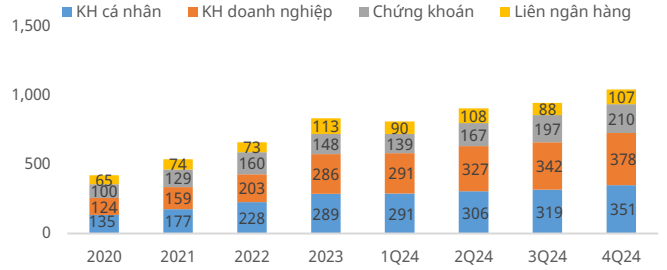
## Tăng trưởng tín dụng & nợ xấu

Hình 3. Tăng trưởng tín dụng ngành ngân hàng (2024)



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 4. MB tăng trưởng ổn định theo chiến lược trong 2024 (nghìn tỷ)



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Trong năm 2024, **tăng trưởng tín dụng** của MB đạt 24,8%, đứng thứ hai trong nhóm các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi, chỉ sau HDB. Danh mục cho vay đạt 765.048 tỷ đồng (+27,6% YoY), trong khi chứng khoán đầu tư tăng mạnh 41,7% YoY lên 209.637 tỷ đồng.

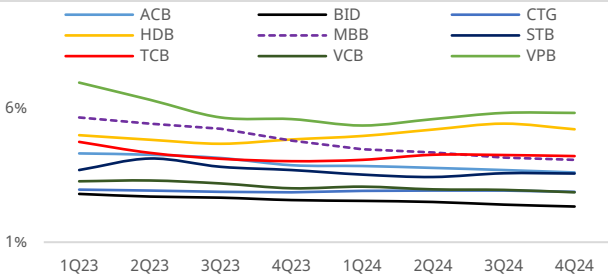
**Cơ cấu tín dụng của MB** trong 2024 phản ánh sự dịch chuyển theo chu kỳ kinh tế và phù hợp với định hướng của chính phủ khi gia tăng tài trợ cho các hoạt động sản xuất và tiêu dùng.

- **Mảng cho vay cá nhân:** chiếm 42,7% tổng dư nợ (-250bps sv 2023). Dù doanh số cho vay cá nhân vẫn tăng trưởng 20,2% svck trong năm 2024, tỷ trọng của mảng này trong tổng danh mục đã liên tục giảm kể từ quý 1/2022 do thị trường bán lẻ gặp khó khăn.
- **Mảng cho vay doanh nghiệp:**
  - Các ngành tăng tỷ trọng sv 2023: Bán buôn - bán lẻ phương tiện: đạt 28,7% (+160bps); Vận tải kho bãi: 3,3% (+70bps); Bất động sản: 8,26% (+117bps)
  - Các ngành giảm tỷ trọng: Xây dựng: 4,11% (- 60bps); Cho vay margin chứng khoán: 1,3% (-20bps)
- **Đối với năm 2025,** MB dự kiến dành ít nhất 50% hạn mức tăng trưởng tín dụng cho phân khúc bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), đặc biệt tập trung vào lĩnh vực sản xuất.

**Biến động NIM:** Lợi suất chứng khoán đầu tư đã giảm từ mức 7% năm 2023 xuống 4,9% trong 2024, một phần do NHNN bắt đầu cắt giảm lãi suất điều hành từ năm 2023. Điều này đã đẩy lợi suất hiện tại xuống mức thấp nhất trong nhiều năm. Lợi suất danh mục vay cũng giảm mạnh từ 10,3% (2023) xuống 8,2% (2024), với mức giảm liên tục qua các quý (Q1/24: 10,2%; Q2/24: 9,3%; Q3/24: 9%; Q4/24: 8,2%), cho thấy MB đã chủ động hạ biên lãi suất để thúc đẩy tăng trưởng cho vay. Do đó, NIM của MB thu hẹp từ 3,77% (Q1/23) xuống 3,53% (Q4/24), duy trì ở mức trung bình của ngành.

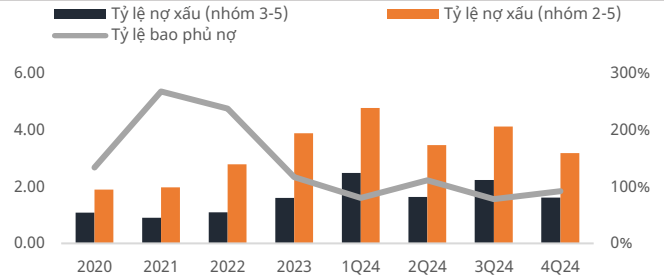
Chi phí vốn giảm từ 4,3% (2023) xuống 3,2% (2024), nhưng vẫn chưa bắt kịp mức giảm của lợi suất. CASA giảm nhẹ 39.3% (-0.9%p svck), phần nào phản ánh tiêu dùng trong nước tăng trưởng có phần chậm lại, dù vậy MBB vẫn duy trì được vị thế đầu ngành.

Hình 5. Diễn biến NIM Q1/23-Q4/24 (%)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6. Nợ xấu chuyển biến tích cực ở MB trong Q4/24 (%)

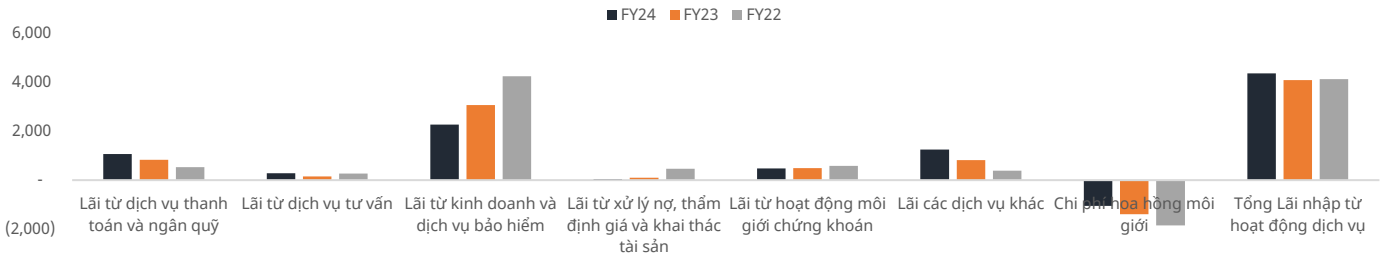


Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Chất lượng tài sản của MB cải thiện rõ rệt trong Q4/24. Tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5 ở Q4/24 giảm so với quý trước đạt 1,62% (+2bps svck; -61bps sv Q3/24). Tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) cũng giảm còn 3,19% (-69bps svck; -93bps sv Q3/24). LLR đạt 92% cuối 2024 (-24%p svck; +23%p sv.Q3/24). Trích lập dự phòng trong Q4/24 đạt 3.223 tỷ (+103% svck; +97% sv.Q3/24), nâng tổng chi phí tín dụng/tổng danh mục vay lên 1,23% trong 2024 (+0,23%p sv 2023). Nhìn chung, mặc dù tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5 có lúc đã tăng mạnh lên 2,5% trong 1Q24, chịu ảnh hưởng ở nhóm KH lớn, MB đã nỗ lực cải thiện các chỉ số trong giai đoạn sau của 2024 như họ đã chia sẻ trong các buổi cập nhật kết quả kinh doanh. Tuy nhiên, với việc tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống dưới mức mục tiêu 100%, chi phí tín dụng của MBB vẫn có thể chịu áp lực lớn trong 2025, đặc biệt khi ngân hàng mở rộng lại tín dụng ngành BĐS.

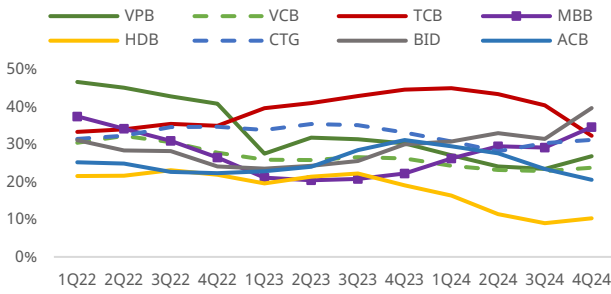
## Thu nhập ngoài lãi & hiệu quả hoạt động

Hình 7. Thu nhập phí cải thiện nhẹ với động lực đến từ dịch vụ thanh toán và dịch vụ khác (tỷ đồng)



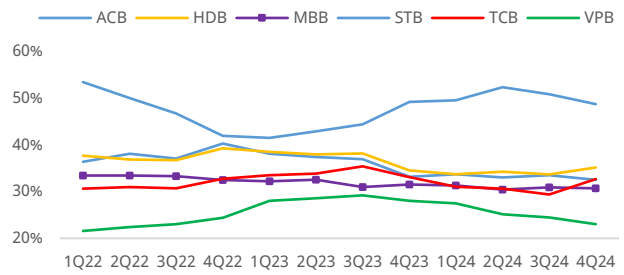
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. MBB tiếp tục đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi với tỷ trọng thu nhập ngoài lãi/ thu nhập lãi tăng cao



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 9. CIR MBB duy trì ở mức thấp sv nhóm ngân hàng tư nhân



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

### Bền vững từ phí dịch vụ

Trong năm 2024, Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) đã đạt được những kết quả đáng chú ý trong việc tăng cường thu nhập từ phí dịch vụ, góp phần vào sự bền vững của nguồn thu. Tỷ trọng thu nhập lãi thuần (NII) so với tổng thu nhập hoạt động (TOI) giảm xuống còn 74%, giảm 8% svck năm trước (2023: 82%; 2022: 79%). Tổng thu nhập thuần từ phí dịch vụ đạt 4.368 tỷ đồng, tăng 6,9% sv 2023 (2023: +6,2% svck). Tuy nhiên, biên lợi nhuận của mảng này có xu hướng giảm khi doanh thu chỉ tăng 11%, trong khi chi phí tăng 13%, chủ yếu do biên LN mảng kinh doanh bảo hiểm thu hẹp. Cụ thể:

- **Dịch vụ thanh toán và ngân quỹ** đạt 1.074 tỷ đồng (-14.1% svck).
- **Mảng bảo hiểm (MB Ageas Life và MIC)** đóng góp 2.269 tỷ đồng lợi nhuận (-26% svck). Mặc dù doanh thu đạt 8.443 tỷ đồng (+2,6% svck), chi phí cùng tăng lên 6.174 tỷ đồng (+19,5% svck). Theo Bộ Tài chính, tổng doanh thu phí bảo hiểm trong 11 tháng đầu năm 2024 ước đạt 204.109 tỷ đồng (+6,63%), trong đó lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ đạt 71.905 tỷ đồng (+13,02%), còn bảo hiểm nhân thọ đạt 132.204 tỷ đồng (-5,5%). Điều này cho thấy MB đang đối mặt với sự chững lại chung trong ngành bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá triển vọng hồi phục của mảng là khả quan khi theo Bộ Tài Chính, tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm của Việt Nam hiện ở mức 2,3-2,8% GDP, thấp hơn so với mức trung bình của ASEAN (3,35%), châu Á (5,37%) và thế giới (6,3%). Ngoài ra, mức độ giảm doanh thu của ngành bảo hiểm nhân thọ tiếp tục thu hẹp rõ rệt trong nửa cuối năm 2024.
- **Mảng môi giới chứng khoán (MBS) có sự phân hóa:** đóng góp 482 tỷ đồng lợi nhuận (-1.8% svck). Động lực từ KQKD 2024 của chứng khoán MBS đến từ thu nhập các tài sản FVPL đạt 983 tỷ (+598% sv 2023) và lãi cho vay margin đạt 1.056 tỷ (+59% svck). Tuy nhiên chi phí hoạt động tăng cao lên 1.410 tỷ (+147% svck) đã thu hẹp phần nào lợi nhuận. Ngoài môi giới, MBS ghi nhận mảng tư vấn đầu tư (IB) tăng trưởng mạnh, đạt 280 tỷ đồng (+82% svck). Năm 2024, tổng giá trị phát hành TPDN đạt 443.700 tỷ đồng, tăng 26,8% so với năm 2023. Xu hướng tăng trưởng này dự kiến tiếp tục trong năm 2025, với sự tham gia tích cực từ các TCTD và doanh nghiệp bất động sản.

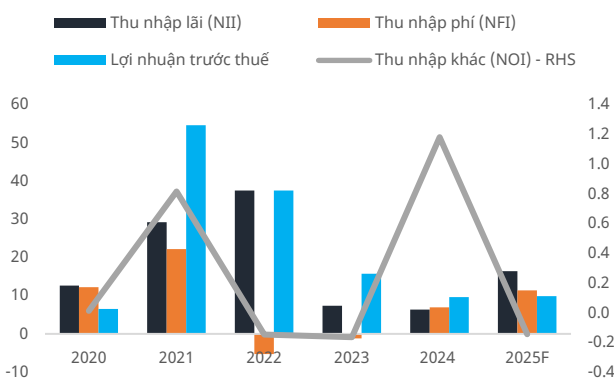
### Đột phá từ tài sản tài chính và thu hồi nợ xấu đã xử lý

- MBB ghi nhận lợi nhuận từ chứng khoán tăng đột biến, đạt 4.559 tỷ đồng (+442% svck), chủ yếu nhờ khoản lãi từ chứng khoán đầu tư (2.803 tỷ đồng, +834% svck). Ngoài ra, thu nhập khác từ các khoản xử lý nợ cũng cải thiện đáng kể (2.451 tỷ đồng, +43%). Lợi nhuận từ kinh doanh ngoại hối cũng tăng mạnh 65% svck, đạt 2.000 tỷ đồng.

### Dự phóng 2025

| Chỉ tiêu                               | 2023  | 2024 | 2025F | Ghi chú   |
|--|-------|------|-------|---|
| <b>Tăng trưởng quy mô</b>              |       |      |       |   |
| Tổng tài sản (% svck)                  | 29.7  | 19.5 | 21.8  | Tín dụng MB tăng mạnh (+27,1% svck) trong 2024, dẫn dắt bởi cho vay ngắn hạn (+31,2%), phản ánh nhu cầu vốn lưu động cao. MB đạt mục tiêu tăng trưởng tổng tài sản lên 1,3 triệu tỷ đồng (+22%) trong 2025, với tín dụng và huy động vốn đều vượt 1 triệu tỷ đồng (+26% và +25%). Đây là mức tăng trưởng khá tham vọng, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu tín dụng có phần chậm bên cạnh nhiệm vụ hỗ trợ MBV (ngân hàng vừa được nhận chuyển giao bắt buộc) . Ngược lại, ngân hàng cũng nhận lại nhiều ưu đãi chính sách từ phía NHNN.  |
| Cho vay khách hàng (% svck)            | 33.7  | 27.6 | 25.8  |   |
| Tăng trưởng tín dụng (% svck)          | 27.9  | 24.7 | 24.8  |   |
| Tăng trưởng tiền gửi (% svck)          | 27.9  | 25.8 | 24.4  |   |
| CASA (%)                               | 40.2  | 39.3 | 39.0  |   |
| <b>Biên NIM</b>                        |       |      |       |   |
| Lợi suất IEA (%)                       | 8.7   | 6.9  | 7.0   | NIM có sự phân hóa mạnh giữa các nhóm ngân hàng. Cung tín dụng có phần vượt trội (với mục tiêu tăng trưởng cao) có thể sẽ khiến cho NIM của nhiều ngân hàng tư nhân cũng như MBB khó cải thiện trong ngắn hạn. Tuy nhiên, lãi suất bình quân danh mục cho vay có thể phục hồi tăng lên nhờ sự phục hồi của tín dụng bất động sản (BDS cả kinh doanh và mua nhà) trong 2025.   |
| COF (%)                                | 4.3   | 3.5  | 3.4   |   |
| NIM (%)                                | 4.9   | 4.1  | 4.0   |   |
| <b>Nợ xấu</b>                          |       |      |       |   |
| NPL (%)                                | 1.60  | 1.62 | 1.40  | MB đã kiểm soát tốt rủi ro liên quan đến nhóm nợ lớn khi các khoản vay của Trung Nam và Novaland đã được thanh toán theo tiến độ cập nhật đến cuối 2024. Đặc biệt Aqua City và Novaworld Phan Thiết - hai dự án trọng điểm của Novaland - có khả năng được tháo gỡ pháp lý trong 6T25. Nếu đúng tiến độ, dòng tiền từ các dự án này sẽ hỗ trợ Novaland duy trì thanh khoản và hạn chế rủi ro tín dụng cho MB. Chi phí tín dụng tương đối của ngân hàng kỳ vọng giảm phần nào khi LLR đã đưa về tiệm cận mức mục tiêu là 100%.   |
| NPL mở rộng (%)                        | 3.88  | 3.19 | 3.00  |   |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)               | 117.0 | 92.2 | 95.9  |   |
| Chi phí dự phòng/ danh mục vay (%)     | 1.00  | 1.23 | 1.10  |   |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận</b>           |       |      |       |   |
| Tăng trưởng lãi thuần (%svck)          | 7.4   | 6.4  | 16.4  | MBB đang nỗ lực giảm dần sự phụ thuộc vào thu nhập từ hoạt động cho vay, thay vào đó đẩy mạnh thu nhập phí và các mảng ngoài lãi, một chiến lược phù hợp trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng chịu áp lực từ cạnh tranh lãi suất và các quy định kiểm soát rủi ro chặt chẽ hơn. Trong 2025, chúng tôi dự phóng lợi nhuận mảng bảo hiểm cải thiện trong khi thu nhập từ chứng khoán đầu tư và chứng khoán đạt 2.369 tỷ (-48% svck) so với mức cao ghi nhận trong năm 2024.  |
| Tăng trưởng thu nhập phí (%svck)       | -1.2  | 6.9  | 11.4  |   |
| Tăng trưởng ngoài lãi (%svck)          | -0.2  | 1.2  | -0.1  |   |
| Tăng trưởng LN trước trích lập (%svck) | 5.3   | 18.6 | 10.5  |   |
| Tăng trưởng LNST (%svck)               | 18.3  | 9.5  | 12.0  |   |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>              |       |      |       |   |
| ROA (%)                                | 2.5   | 2.2  | 2.02  | Trong năm 2024, MB duy trì hiệu quả hoạt động với ROE đạt 21,2% và ROA ở mức 2,2%. Ngân hàng tiếp tục kiểm soát tốt chi phí, giữ tỷ lệ CIR ở mức thấp 30,7%. Chi phí nhân sự cũng được quản lý chặt chẽ dù mức lương bình quân của CBNV tăng 9,4% so với năm trước (cao hơn mức tăng 8% và 8,2% của 2023 và 2022). Đáng chú ý, thu nhập bình quân trên mỗi nhân viên tăng 23% so với cùng kỳ, cho thấy hiệu suất hoạt động đang tăng nhanh hơn chi phí. MBB tiếp tục hướng tới việc tích hợp những dịch vụ tài chính mới trên ứng dụng MBBank (ví dụ: phân phối CCQ qua nền tảng DigiTrading được tích hợp trong 2024) giúp đẩy mạnh chuyển đổi số. |
| ROE (%)                                | 23.5  | 21.2 | 20.1  |   |
| CIR (%)                                | 31.5  | 30.7 | 30.7  |   |
| Tăng CP hoạt động (% svck)             | 0.7   | 14.0 | 10.5  |   |

Hình 10. Tăng trưởng thu nhập các mảng KD & dự phóng 2025 (%)



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 11. Định giá P/B 5 năm gần nhất



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng Quân Đội (MBB VN)

**Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)**

| (Tỷ đồng)                       | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Doanh thu từ lãi</b>         | 69,143 | 69,062 | 84,517 | 98,264 |
| Chi phí lãi vay                 | 30,459 | 27,910 | 36,611 | 41,841 |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>       | 38,684 | 41,152 | 47,906 | 56,424 |
| Thu nhập từ dịch vụ             | 4,085  | 4,368  | 4,867  | 5,485  |
| Thu nhập khác                   | 4,537  | 9,893  | 8,463  | 7,700  |
| <b>Thu nhập từ HĐKD</b>         | 47,306 | 55,413 | 61,235 | 69,608 |
| Chi phí hoạt động               | 14,913 | 17,007 | 18,790 | 21,139 |
| <b>Lợi nhuận trước dự phòng</b> | 32,393 | 38,406 | 42,446 | 48,469 |
| Tổng chi phí dự phòng           | 6,087  | 9,577  | 10,767 | 12,835 |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | 26,306 | 28,829 | 31,679 | 35,634 |
| Thuế TNDN                       | 5,252  | 5,878  | 6,336  | 7,128  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>       | 21,054 | 22,951 | 25,342 | 28,506 |
| LNST (trừ CĐTS)                 | 20,677 | 22,634 | 25,342 | 28,506 |

**Cân đối kế toán (tóm tắt)**

| (Tỷ đồng)                              | 2023    | 2024      | 2025F     | 2026F     |
|--|---------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Tiền và các khoản tương đương</b>   | 3,675   | 3,349     | 3,517     | 3,692     |
| Chứng khoán                            | 192,174 | 217,569   | 220,315   | 242,140   |
| Cho vay                                | 645,923 | 841,835   | 1,048,557 | 1,249,429 |
| Tài sản cố định hữu hình               | 3,194   | 3,751     | 4,833     | 5,225     |
| Tài sản khác                           | 99,987  | 62,298    | 97,316    | 121,129   |
| <b>Tổng tài sản</b>                    | 944,954 | 1,128,801 | 1,374,539 | 1,621,616 |
| Tiền gửi                               | 567,533 | 714,154   | 888,208   | 1,080,424 |
| Nợ vay                                 | 102,619 | 121,119   | 132,597   | 148,039   |
| GCTG                                   | 126,463 | 128,964   | 167,046   | 175,918   |
| Khoản nợ khác                          | 51,628  | 47,504    | 52,043    | 57,248    |
| <b>Tổng nợ</b>                         | 848,242 | 1,011,741 | 1,239,894 | 1,461,629 |
| Vốn góp chủ sở hữu                     | 54,938  | 56,296    | 61,925    | 68,118    |
| Thặng dư vốn cổ phần                   | 869     | 1,304     | 1,304     | 1,304     |
| Cổ phiếu quỹ                           | 0       | 0         | 0         | 0         |
| Quỹ dự trữ                             | 11,371  | 13,830    | 13,693    | 13,693    |
| Lợi nhuận giữ lại                      | 25,560  | 40,718    | 57,722    | 76,872    |
| <b>Lợi ích cổ đông không kiểm soát</b> | 3,973   | 4,911     | 0         | 0         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>             | 96,711  | 117,060   | 134,645   | 159,987   |

| <b>Phân tích DuPont (%)</b>                | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|--|------|------|-------|-------|
| <b>Thu nhập từ lãi</b>                     | 8.26 | 6.66 | 6.75  | 6.56  |
| Chi phí lãi                                | 3.64 | 2.69 | 2.92  | 2.79  |
| <b>Lợi nhuận từ lãi</b>                    | 4.62 | 3.97 | 3.83  | 3.77  |
| Thu nhập ròng từ dịch vụ                   | 0.49 | 0.42 | 0.39  | 0.37  |
| Thu nhập ròng khác                         | 0.54 | 0.95 | 0.68  | 0.51  |
| <b>Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh</b> | 5.65 | 5.34 | 4.89  | 4.65  |
| Tổng chi phí hoạt động kinh doanh          | 1.78 | 1.64 | 1.50  | 1.41  |
| <b>PPOP</b>                                | 3.87 | 3.70 | 3.39  | 3.24  |
| Tổng chi phí dự phòng                      | 0.73 | 0.92 | 0.86  | 0.86  |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                | 3.14 | 2.78 | 2.53  | 2.38  |
| Thuế thu nhập                              | 0.63 | 0.57 | 0.51  | 0.48  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế (CĐTS)</b>           | 0.05 | 0.03 | 0.00  | 0.00  |
| <b>ROA</b>                                 | 2.47 | 2.18 | 2.02  | 1.90  |
| <b>Đòn bẩy (x)</b>                         | 9.5  | 9.7  | 9.9   | 10.2  |
| <b>ROE</b>                                 | 23.5 | 21.2 | 20.1  | 19.4  |

| <b>Chất lượng tài sản (%)</b>         | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tỷ lệ nợ xấu                          | 1.60   | 1.62   | 1.40   | 1.30   |
| Tỷ lệ nợ xấu mở rộng                  | 3.88   | 3.19   | 3.00   | 3.40   |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu                  | 117.0  | 92.2   | 95.9   | 95.77  |
| Dự phòng trên tổng dư nợ              | 1.56   | 1.29   | 1.19   | 1.12   |
| Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)     | 1.00   | 1.23   | 1.10   | 1.10   |
| Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)    | 0.67   | 0.88   | 0.82   | 0.83   |
| <b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b> |        |        |        |        |
| EPS (trung bình)                      | 3,764  | 4,021  | 4,092  | 4,185  |
| GTSS                                  | 17,604 | 20,794 | 21,743 | 23,487 |
| LN trước dự phòng/CP                  | 5,896  | 6,822  | 6,854  | 7,115  |
| Cổ tức                                | 0      | 0      | 0      | 0      |

| <b>Các chỉ số chính (%)</b>          | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng (CK)</b>              |       |       |       |       |
| Cho vay                              | 33.7  | 27.6  | 25.8  | 19.8  |
| Cho vay và phải thu                  | 36.7  | 22.4  | 24.9  | 19.2  |
| Tiền gửi                             | 27.9  | 25.8  | 24.4  | 21.6  |
| Vốn chủ sở hữu                       | 21.5  | 21.0  | 15.0  | 18.8  |
| Tổng tài sản                         | 29.7  | 19.5  | 21.8  | 18.0  |
| Thu nhập ròng từ lãi                 | 7.4   | 6.4   | 16.4  | 17.8  |
| Thu nhập dịch vụ                     | -1.2  | 6.9   | 11.4  | 12.7  |
| LN Trước Dự Phòng                    | 5.3   | 18.6  | 10.5  | 14.2  |
| Lợi nhuận HĐKD                       | 15.7  | 9.6   | 9.9   | 12.5  |
| LNST                                 | 18.3  | 9.5   | 12.0  | 12.5  |
| <b>Tỷ suất sinh lời</b>              |       |       |       |       |
| Chênh lệch lãi ròng                  | 4.4   | 3.4   | 3.6   | 3.7   |
| NIM                                  | 4.9   | 4.1   | 4.0   | 4.0   |
| Biên LNTDP                           | 46.8  | 55.6  | 50.2  | 49.3  |
| ROA                                  | 2.5   | 2.2   | 2.0   | 1.9   |
| ROE                                  | 23.5  | 21.2  | 20.1  | 19.4  |
| <b>Thanh khoản</b>                   |       |       |       |       |
| LDR (loại trừ GTCG)                  | 105.6 | 107.1 | 108.4 | 106.7 |
| Cho vay trên tài sản                 | 63.5  | 67.8  | 70.0  | 71.1  |
| <b>Capital adequacy</b>              |       |       |       |       |
| CAR                                  | 10.7  | 11.7  |       |       |
| Tier 1                               | 10    | 10.8  |       |       |
| Tier 2                               | 0.7   | 0.9   |       |       |
| <b>Hiệu quả hoạt động kinh doanh</b> |       |       |       |       |
| Chi phí trên thu nhập                | 31.5  | 30.7  | 30.7  | 30.4  |
| Chi phí trên tài sản                 | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |

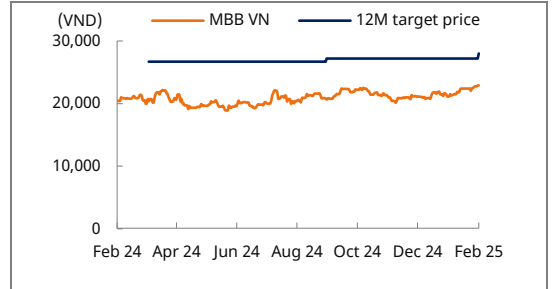
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research estimates

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

| Công ty (mã cổ phiếu) | Ngày       | Khuyến nghị   | Giá mục tiêu |
|-----------------------|------------|---------------|--------------|
| Ngân Hàng Quân Đội    | 2/14/2025  | Mua           | 28,200       |
| Ngân Hàng Quân Đội    | 11/18/2024 | Tăng Tỷ Trọng | 27,200       |
| Ngân Hàng Quân Đội    | 9/10/2024  | Tăng Tỷ Trọng | 27,200       |
| Ngân Hàng Quân Đội    | 3/14/2024  | Tăng Tỷ Trọng | 26,700       |
| Ngân Hàng Quân Đội    | 12/12/2023 | Tăng Tỷ Trọng | 22,500       |



### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

- Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
- Tăng Tỷ Trọng : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
- Nắm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
- Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

### Thang đánh giá ngành

- Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
- Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
- Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

### Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây. Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

---

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

---

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

---

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190

Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

---

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

---

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

---

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

---

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

---

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

---

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

---

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

---

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

---

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

---

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

---

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

---

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336

---