

Ngôi sao nổi bật của ngành ngân hàng nhưng cũng nhiều rủi ro

MUA [+87%]

Giá hợp lý

Giá hiện tại

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	4,553.9
Free float (triệu)	2,493.7
Vốn hóa (tỷ VND)	89,772
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	9,148,497
Sở hữu nước ngoài (%)	23.24%
Ngày niêm yết đầu tiên	01/11/2011

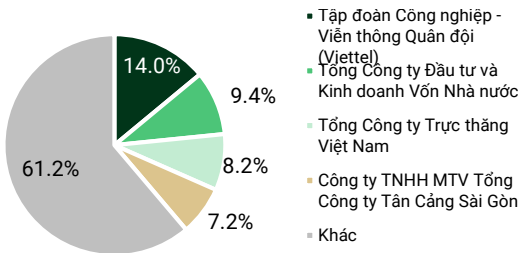
Ngày cập nhật:

06/10/2022

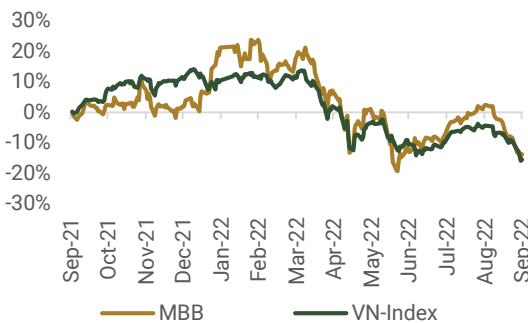
33,800 VND

18,100 VND

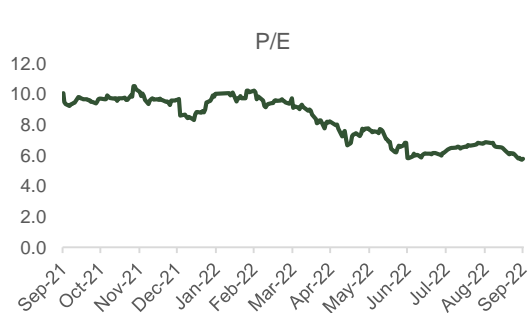
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Tổng quan ngân hàng: Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB) được thành lập từ năm 1994. MBB một tập đoàn tài chính đa năng với ngân hàng mẹ MB tại Việt Nam & nước ngoài (Lào, Campuchia) và các công ty thành viên (trong lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm, tài chính tiêu dùng, quản lý quỹ, quản lý tài sản, bảo hiểm nhân thọ). Ngân hàng đặt mục tiêu giai đoạn 2022-2026: (1) đạt quy mô 20 triệu khách hàng; (2) Tăng trưởng lợi nhuận kép (CAGR) tối thiểu ~23%/năm; (3) Các chỉ tiêu chất lượng, hiệu quả top 3 thị trường.

Điểm nhấn đầu tư:

Top 2 ngân hàng có Tỷ suất Lợi nhuận trên vốn (ROE) cao nhất toàn ngành. ROE của MBB liên tục cải thiện trong giai đoạn từ 2016-2021 từ 11.7% vào năm 2016 lên 23.5% vào năm 2021. Lũy kế 12 tháng gần nhất, ROE của MBB đạt 25.8%, cải thiện 2.3% so với cuối năm 2021, thuộc top 2 ngân hàng có ROE cao nhất ngành nhờ (1) NIM vượt trội và (2) Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt.

Nhận chuyển giao bắt buộc. MBB có các quyền lợi chính sau khi nhận chuyển giao bắt buộc 1 TCTD: (1) MB không phải thực hiện hợp nhất BCTC của TCTD được chuyển giao bắt buộc; MB được loại trừ TCTD được chuyển giao bắt buộc đó khi tính tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất; (2) Việc nhận chuyển giao bắt buộc một TCTD giúp MB tăng trưởng quy mô cao hơn mức tăng trưởng bình quân thị trường khoảng 1.5-2x 3-5 năm; (3) Việc tối ưu mạng lưới kênh phân phối của MB và TCTD được chuyển giao bắt buộc (dự kiến khoảng 401 điểm mạng lưới trên toàn quốc) sẽ tăng độ bao phủ phục vụ khách hàng và nâng cao giá trị thương hiệu cho MBB và những lợi ích khác.

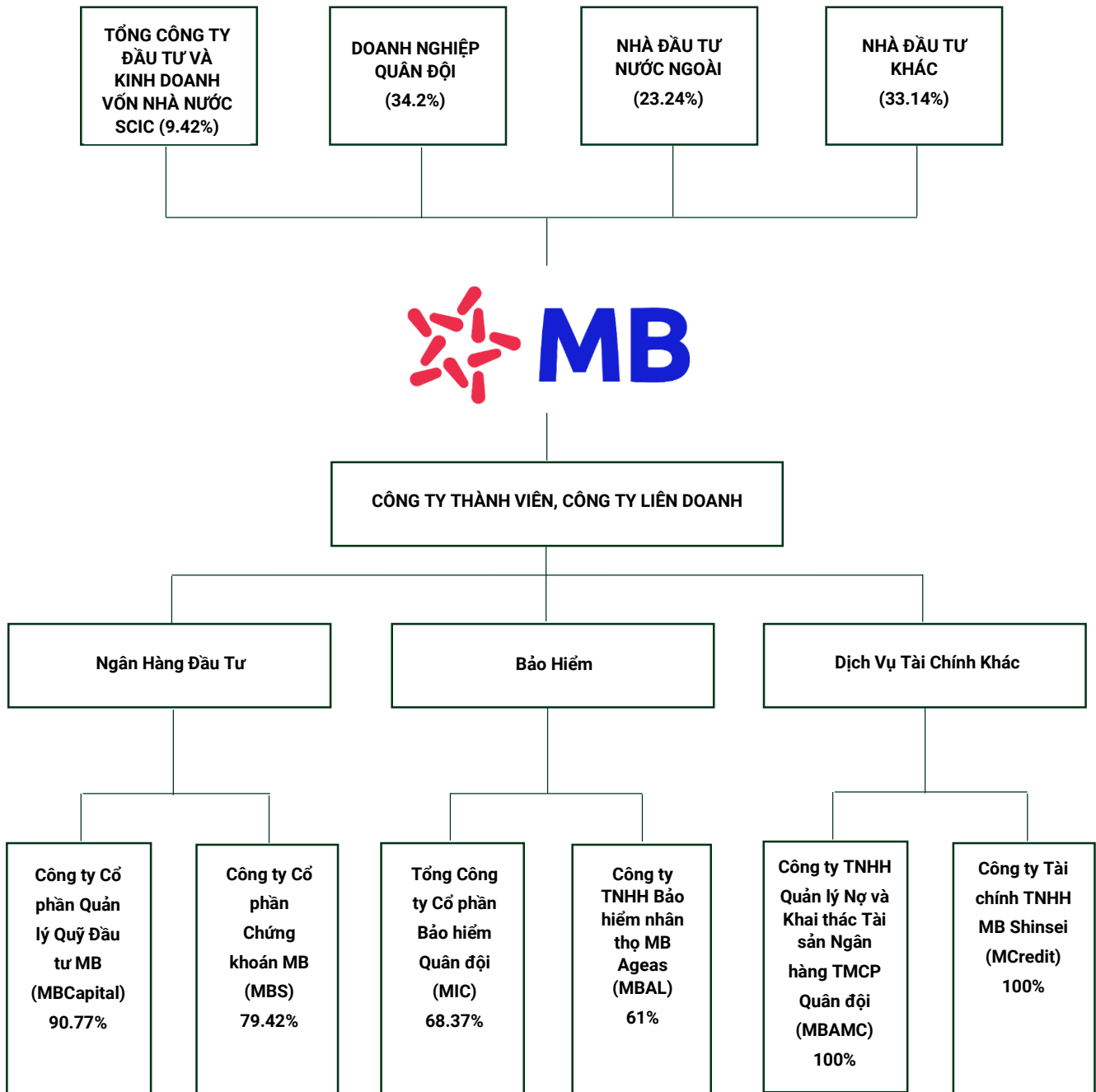
Định giá & khuyến nghị: Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2022 của MBB đạt 20.3%YTD, nhờ (1) Chất lượng tài sản tốt; (2) Nhận chuyển nhượng bắt buộc 1 TCTD. Nền kinh tế Việt Nam được World Bank dự báo tăng trưởng 6.7% trong năm 2023. Qua đó, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2023 của MBB đạt 18.4%YTD. Do áp lực gia tăng lãi suất huy động trong khi lãi suất cho vay được khuyến khích giữ ổn định, chúng tôi ước tính NIM của MBB đạt 5.34% vào năm 2022, tăng 18 bps so với cuối năm 2021. Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng lãi suất sẽ tiếp tục trong năm 2023, dù vậy, chúng tôi ước tính NIM của MBB sẽ cải thiện 4 bps so với cuối năm 2022 lên 5.38% nhờ (1) Tỷ lệ CASA vượt trội; (2) Được hỗ trợ nguồn vốn giá rẻ để cho vay Ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc; (3) danh mục trái phiếu doanh nghiệp góp phần mở rộng NIM, nhưng cũng mang lại cho MBB nhiều rủi ro; (4) LDR mở rộng.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu thu nhập thặng dư (Residual Income) và P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phiếu MBB là 33,800VND/CP. Khuyến nghị: Mua đối với cổ phiếu này.

Rủi ro: (1) Rủi ro lãi suất; (2) Rủi ro nợ xấu; (3) Rủi ro cạnh tranh; (4) Rủi ro trái phiếu doanh nghiệp.

Chỉ số tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	11,219	14,583	18,000	20,278	26,200	31,752
LNST (tỷ VND)	3,490	6,190	8,069	8,606	13,221	19,753
EPS (VND)	1,922	2,865	3,401	3,075	3,499	4,338
Tăng trưởng EPS (%)	14%	77%	30%	7%	54%	24%
Giá trị sổ sách (VND)	16,305	15,817	16,810	17,900	16,538	17,944
P/E	4.23	3.93	3.21	3.16	6.64	7.81
P/B	0.50	0.71	0.65	0.54	1.41	1.9
Cổ tức (VND)	0%	0%	0%	0%	0%	0%

MBB có hệ sinh thái đa dạng và sự hỗ trợ tốt nhất từ tập đoàn Viettel



Các công ty con của MBB gồm:

- (1) MBS: là công ty chứng khoán nằm trong top 7 công ty môi giới hàng đầu với Doanh thu H1 2022 đạt 1,139 tỷ đồng (+8%YoY), LNTT trong H1 2022 đạt 403 tỷ đồng (+39%YoY);
- (2) MB Capital: Nằm trong top công ty có ROE cao nhất với doanh thu H1 2022 đạt 263 tỷ đồng (+211%YoY), LNTT đạt 176 tỷ đồng (+197%YoY);
- (3) Mcredit: công ty tiêu dùng đã bán 50% vốn cho ngân hàng Shinsei Nhật Bản và đạt top 3 thị phần dư nợ;

- (4) MBAMC: Công ty quản lý tài sản với Doanh thu 6T: 565 tỷ đồng (+35.1%) và LNTT đạt 245 tỷ đồng (+50%YoY);
- (5) MBAgeas Life: Liên doanh với Ageas (29%) và Muang Thai Insurance (10%), đạt Top 9 về doanh thu;
- (6) MIC: Đang niêm yết trên HSX với vốn hóa đạt 3,855 tỷ đồng. MIC đạt top 4 về doanh thu bảo hiểm.

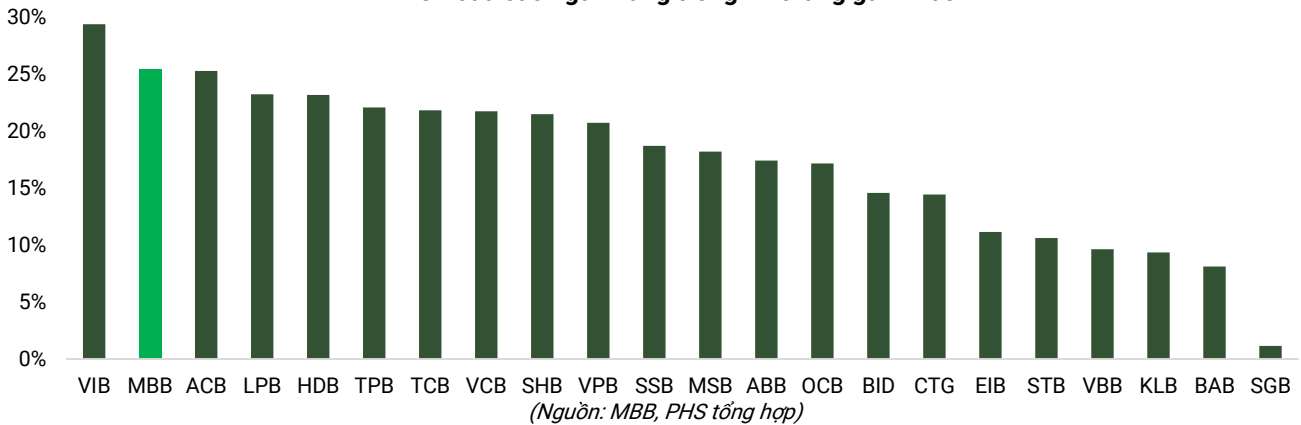
Ngày 25/12/2008, Thủ tướng Chính phủ đồng ý kế hoạch đầu tư của Viettel để chính thức trở thành cổ đông chiến lược của MB. Viettel đã triển khai các dịch vụ mới trên cơ sở kết hợp hạ tầng công nghệ của viễn thông và ngân hàng. Trong quá trình hợp tác, qua mạng di động Viettel, MB đã tiếp thị và kết nối các dịch vụ ngân hàng rộng khắp mà không phải mở rộng hạ tầng, nhân lực. Hơn nữa, Viettel đã hỗ trợ MBB mở rộng hoạt động sang Lào, và gần đây là chi nhánh tại Campuchia đang được xúc tiến triển khai.

Hơn nữa, các cổ đông khác cũng góp phần phát triển hoạt động kinh doanh của MBB. Vietcombank là đối tác hỗ trợ kinh nghiệm và phát triển sản phẩm dịch vụ. Tổng công ty Trực thăng Việt Nam, Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn, v.v. là những đầu mối để những sản phẩm, dịch vụ đó lan tỏa trên thị trường qua hệ thống công ty thành viên, kết nối đối tác và khách hàng.

Top 2 ngân hàng có Tỷ suất Lợi nhuận trên vốn (ROE) cao nhất toàn ngành

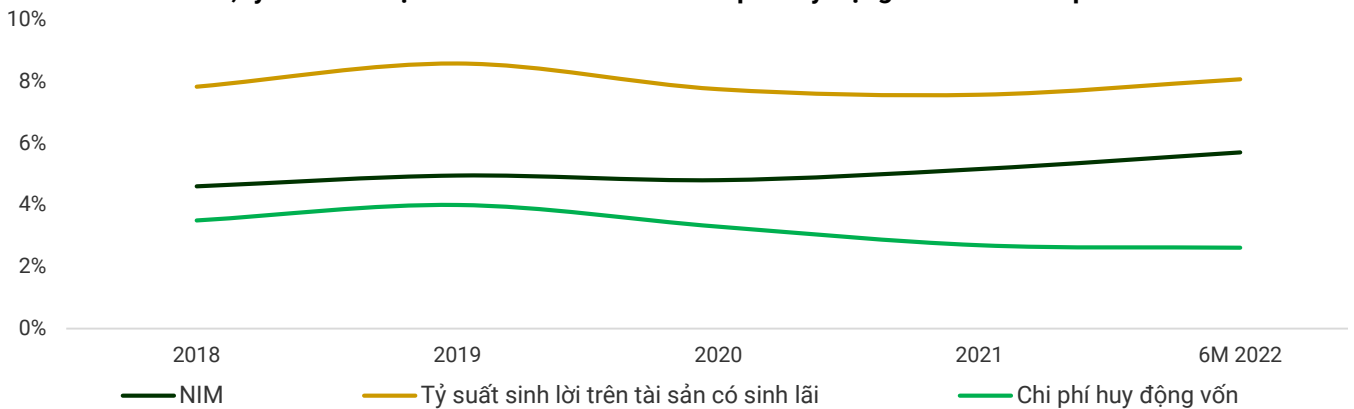
ROE của MBB liên tục cải thiện trong giai đoạn từ 2016-2021 từ 11.7% vào năm 2016 lên 23.5% vào năm 2021. Lũy kế 12 tháng gần nhất, ROE của MBB đạt 25.8%, cải thiện 2.3% so với cuối năm 2021, thuộc top 2 ngân hàng có ROE cao nhất ngành nhờ (1) NIM vượt trội và (2) Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt.

ROE của các ngân hàng trong 12 tháng gần nhất

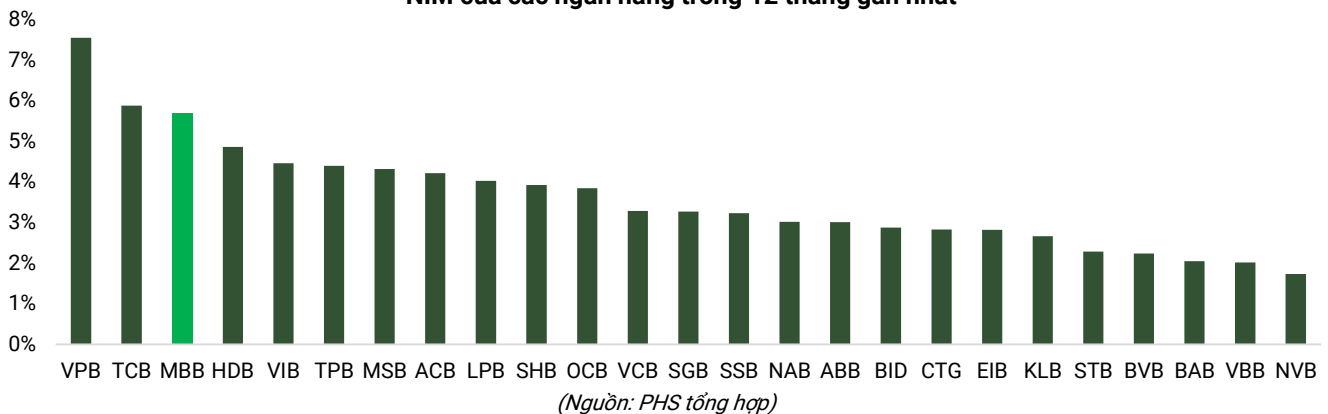


Lũy kế 12 tháng gần nhất (LTM), NIM của MBB đạt 5.7%, cải thiện 54 bps so với cuối năm 2021, thuộc top 3 ngân hàng có NIM cao nhất nhờ:

NIM, tỷ suất sinh lợi trên tài sản sinh lãi và chi phí huy động vốn của MBB qua các năm

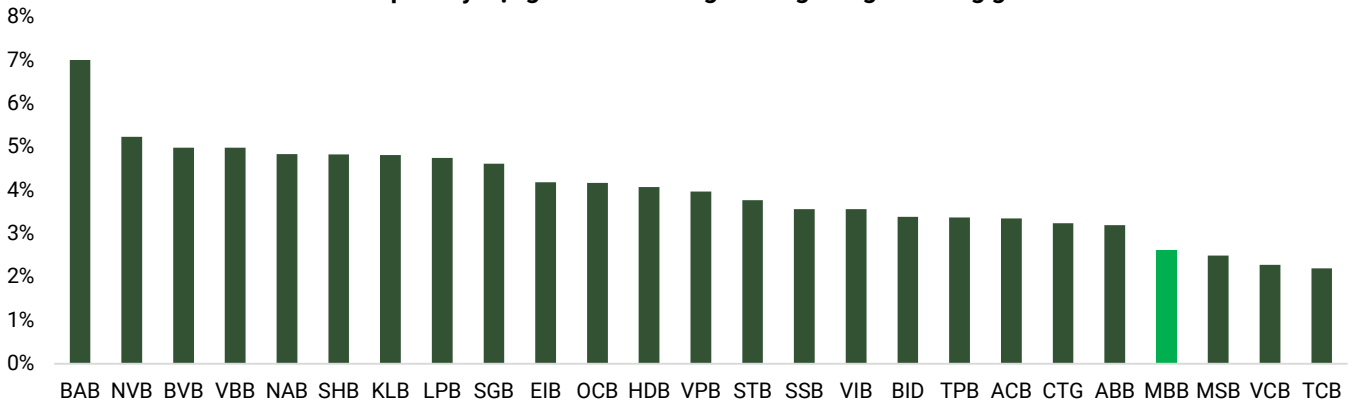


NIM của các ngân hàng trong 12 tháng gần nhất



(1) Tận dụng lợi thế từ chi phí huy động vốn rẻ. Lũy kế 12 tháng gần nhất, chi phí huy động vốn của MBB đạt 2.62%, giảm nhẹ 3 bps so với cuối năm 2021, thuộc top 25% ngân hàng có chi phí huy động vốn thấp nhất toàn ngành nhờ:

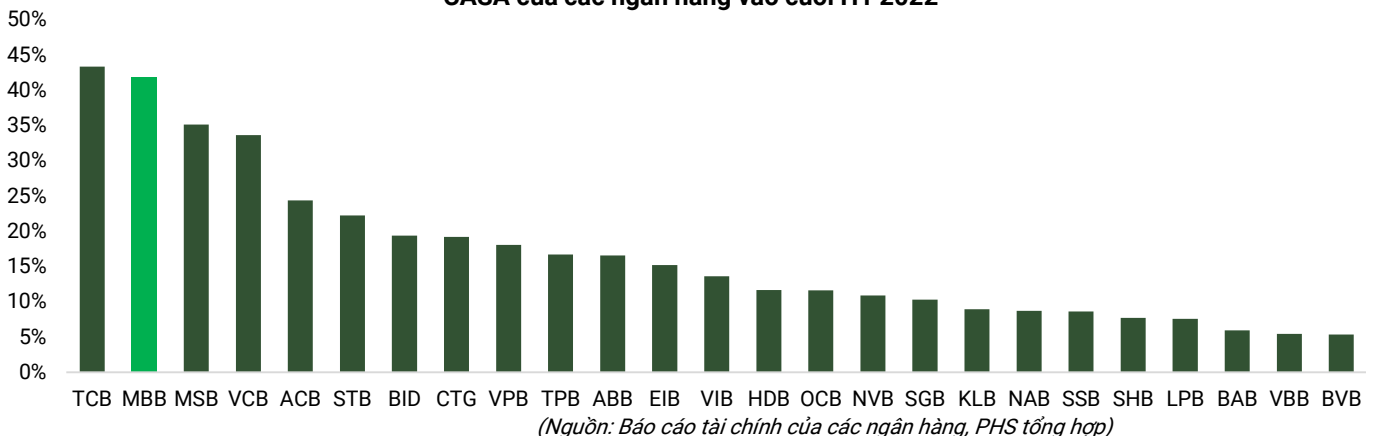
Chi phí huy động vốn của các ngân hàng trong 12 tháng gần nhất



(a) LTM Lãi suất tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn trung bình đạt 3.89%, giảm nhẹ 40 bps so với cuối năm 2021, thuộc top 25% ngân hàng có lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trung bình thấp nhất ngành.

(b) Kết thúc H1 2022, tỷ lệ CASA của MBB đạt 41.9%, giảm từ mức 44.6% vào cuối năm 2021. CASA của MBB trong H1 2022 dù giảm so với cuối năm 2021 nhưng vẫn duy trì lợi thế top 2 ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất. Nhờ các dự án kinh doanh như Customer Insight, Smart Channel, Smart Marketing, Digital Lending, Customer Onboarding đã giúp MBB có thêm 6 triệu khách hàng mới qua App MB Bank trong năm 2021 (bằng số lượng khách hàng lũy kế trong 26 năm phát triển).

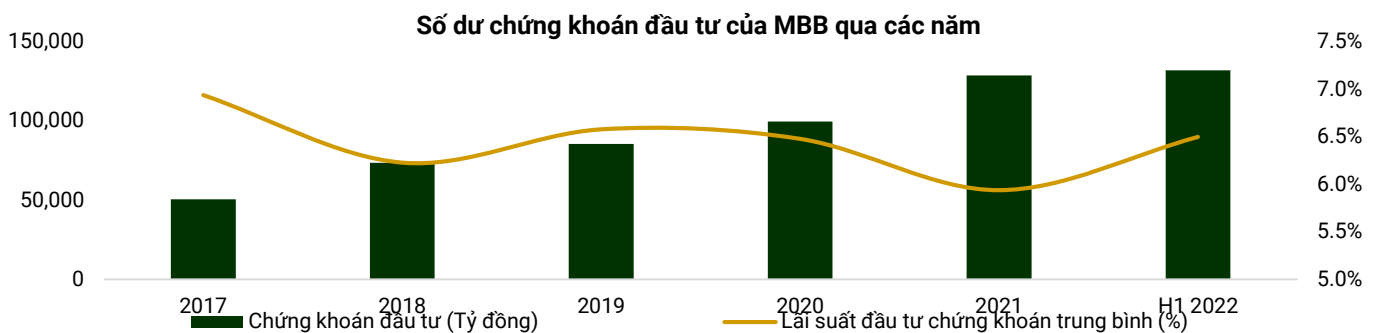
CASA của các ngân hàng vào cuối H1 2022



(c) LTM Lãi suất trung bình của giá tờ có giá đạt 3.78%, thuộc top 25% ngân hàng có Lãi suất trung bình của giá tờ có giá thấp nhất. Kết thúc H1 2022, danh mục phát hành giấy tờ có giá phát hành gồm trái phiếu (23.7 ngàn tỷ đồng (+97% YTD) ~ 26%) và chứng chỉ tiền gửi (67.9 ngàn tỷ đồng (+24 YTD) ~ 74%). Danh mục giấy tờ có giá vào cuối H1 2022 mở rộng nhờ MBB tăng phát hành trái phiếu kỳ hạn 12 tháng đến 5 năm (11 ngàn tỷ đồng (+1,020%YTD) vào cuối H1 2022, ~ 12%), và chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn dưới 12 tháng (30 ngàn tỷ đồng (+121%YTD), ~34%).

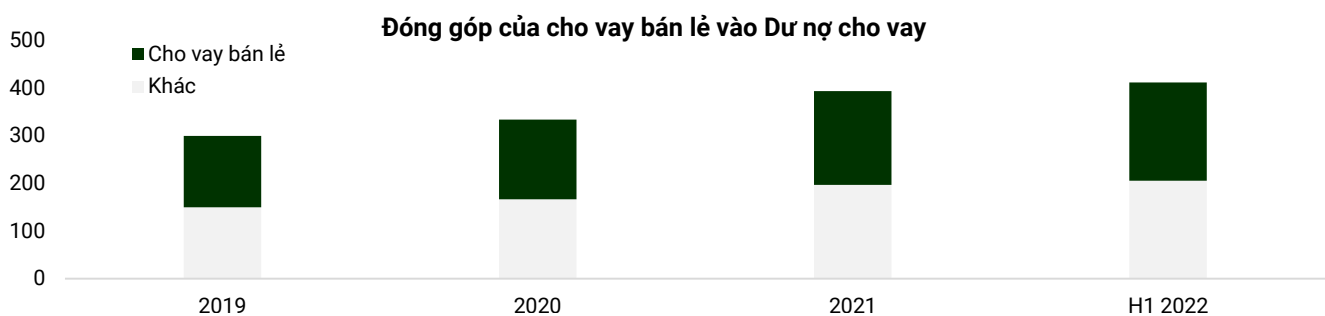
Qua đó, chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn của MBB sẽ tăng trong tương lai do NHNN đã có những động thái tăng lãi suất để ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát.

(2) LTM Tỷ suất sinh lời trên Tài sản Có sinh lãi của MBB đạt 8.07%, cải thiện 50 bps so với cuối năm 2021, thuộc top 25% ngân hàng có Tỷ suất sinh lời trên Tài sản Có sinh lãi cao nhất. Việc sở hữu danh mục chứng khoán đầu tư lớn đã đóng góp vào sự nổi bật này. Dù lãi suất cho vay trung bình (LTM) của MBB (8.78%) thấp hơn mức trung bình ngành (9.58%), nhưng lãi suất trung bình trên chứng khoán đầu tư (6.5%) cao hơn mức trung bình ngành (5.05%) đã góp phần thúc đẩy Tỷ suất sinh lời trên Tài sản Có sinh lãi. Kết thúc H1 2022, MBB sở hữu danh mục 132,055 tỷ đồng chứng khoán đầu tư, tương đương 20.1% Tổng Tài sản, cao hơn trung bình ngành là 14.6%. Trong đó, có 34,337 tỷ đồng trái phiếu chính phủ (5.2% Tổng Tài sản), 48,418 tỷ đồng chứng khoán nợ do các TCTD trong nước phát hành (7.4% Tổng Tài sản) và 49,720 tỷ đồng trái phiếu do các TCKT phát hành (7.6% Tổng Tài sản, +17.3%YTD). Năm giữ danh mục trái phiếu doanh nghiệp lớn chủ yếu là trái phiếu bất động sản làm gia tăng rủi ro của MBB.



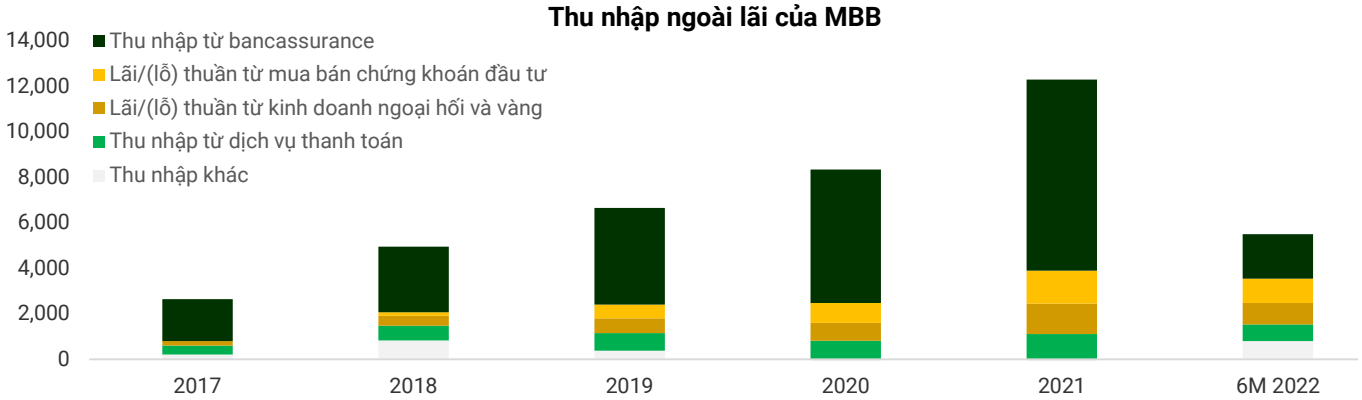
Tăng trưởng tín dụng

Kết thúc năm 2021, tăng trưởng tín dụng của MBB đạt 24.6%YoY, thuộc top 2 ngân hàng có tăng trưởng tín dụng cao nhất, chỉ sau TCB. Kết thúc H1 2022, tăng trưởng tín dụng của MBB đạt 14.6%YTD, là một trong những ngân hàng có mức tăng cao nhất nhờ nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém. Dự nợ cho vay mới đóng góp 90% vào tăng trưởng tín dụng, trong khi trái phiếu doanh nghiệp năm giữ tăng thêm chiếm 10% tăng trưởng tín dụng. Kiên định với mục tiêu đạt được 2.5-3 triệu khách hàng và hoàn thiện mô hình kinh doanh cho từng phân khúc bán lẻ, tỷ trọng dự nợ bán lẻ tăng từ 46% vào cuối năm 2021 lên 49% vào cuối H1 2022 với số dư dự nợ bán lẻ đạt 198 ngàn tỷ đồng (+19%YTD).



Thu nhập ngoài lãi

Trong giai đoạn 2018-2021, thu nhập ngoài lãi của MBB liên tục cải thiện và đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 27.1%, cao hơn mức trung bình ngành (23.6%). Thu nhập từ bancassurance là động lực chính thúc đẩy thu nhập ngoài lãi của MBB.



Năm 2021, thu nhập từ bancassurance của MBB đạt 8,410 tỷ đồng với CAGR (2018-2021) 42.7%, chiếm 78% thu nhập ngoài lãi. Trong tương lai, nỗ lực số hóa kênh phân phối bảo hiểm để gia tăng tính tiếp cận khách hàng sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh cho MBB, là động lực tăng trưởng doanh thu bancassurance. Đến tháng 06/2022, MBB là ngân hàng đi đầu phát triển hệ thống công nghệ cho phép khách hàng mua hợp đồng bảo hiểm 100% online trên App MBBank. Trong năm 2022, MBB đặt mục tiêu số hóa 100% tất cả các quy trình bán bảo hiểm. Cùng với đó, MBB tập trung đổi mới mô hình bán hàng theo mô hình UB (Universal banker), cung cấp dịch vụ chăm sóc chuyên biệt cho các tập khách hàng Priority, khách hàng tiền gửi, khách hàng CASA.

Nhận chuyển giao bắt buộc

Theo tài liệu ĐHCĐ 2022, MBB có các quyền lợi chính sau khi nhận chuyển giao bắt buộc 1 TCTD:

- (1) MB không phải thực hiện hợp nhất BCTC của TCTD được chuyển giao bắt buộc; MB được loại trừ TCTD được chuyển giao bắt buộc đó khi tính tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất; khoản góp vốn vào TCTD được chuyển giao bắt buộc không phải thực hiện trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư và được loại trừ khi tính giới hạn góp vốn, mua cổ phần của MB;
 - (2) Việc nhận chuyển giao bắt buộc một TCTD giúp MB tăng trưởng quy mô cao hơn mức tăng trưởng bình quân thị trường khoảng 1.5-2x 3-5 năm;
 - (3) Việc tối ưu mạng lưới kênh phân phối của MB và TCTD được chuyển giao bắt buộc (dự kiến khoảng 401 điểm mạng lưới trên toàn quốc) sẽ tăng độ bao phủ phục vụ khách hàng và nâng cao giá trị thương hiệu cho MBB;
 - (4) Chính sách cổ tức, chính sách phân phối lợi nhuận và các quỹ của MBB không phụ thuộc hoặc ảnh hưởng bởi phương án chuyển giao bắt buộc;
- và những lợi ích khác.

Cũng theo đó, MB được tham gia hỗ trợ TCTD được chuyển giao bắt buộc về quản trị, điều hành, đào tạo, triển khai hạ tầng công nghệ và các biện pháp hỗ trợ khác phù hợp với phương án chuyển giao bắt buộc. Ban lãnh đạo cho biết MBB có thể giải quyết dứt điểm lỗ lũy kế của ngân hàng này trong 7-8 năm. Nếu MBB tái cơ cấu không thành công thì MBB có thể bán đi như một khoảng đầu tư hoặc IPO chuyển thành ngân hàng cổ phần.

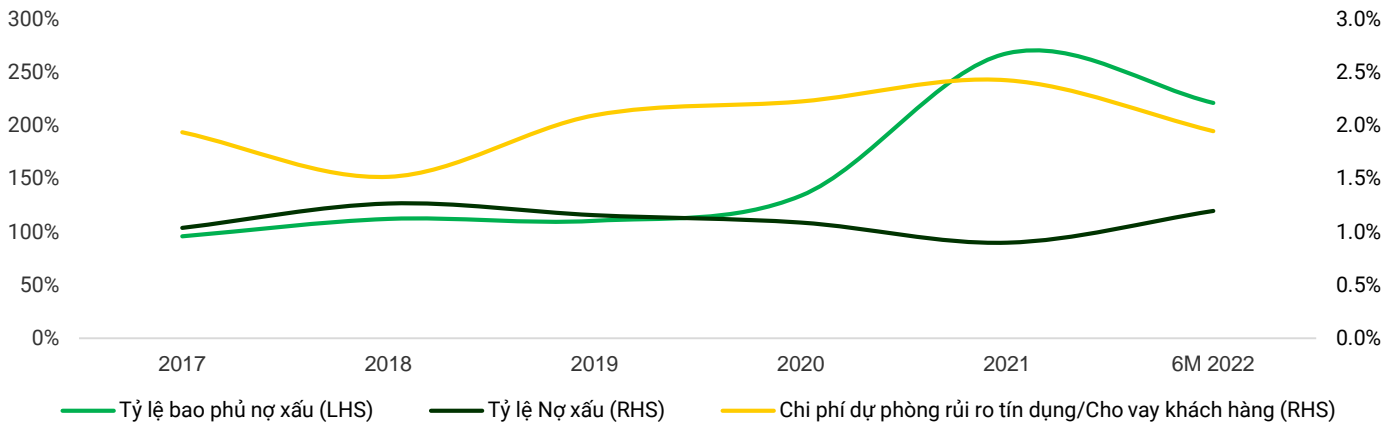
Chúng tôi cho rằng nhận chuyển giao bắt buộc 1 tổ chức tín dụng sẽ mang lại cho MBB nhiều cơ hội tăng trưởng hoạt động kinh doanh trong tương lai.

Chất lượng tài sản

Tỷ lệ Nợ xấu của MBB liên tục cải thiện từ 1.27% vào cuối năm 2018 còn 0.9% vào cuối năm 2021. Kết thúc H1 2022, Tỷ lệ Nợ xấu của MBB đạt 1.2%, thấp hơn mức trung bình ngành là 1.5%. Nợ cần chú ý tăng mạnh 44.9%YTD lên 5,668 tỷ đồng, chiếm 1.4% dư nợ.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của MBB cải thiện liên tục từ mức 112.3% vào năm 2018 lên mức 268.1% vào cuối năm 2021. Kết thúc H1 2022, Tỷ lệ này đạt 221.4%, thuộc top 25% ngân hàng có Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/ dư nợ liên tục tăng từ 1.52% vào năm 2018 lên 2.43% vào năm 2021. Hơn nữa, việc nắm giữ danh mục lớn trái phiếu doanh nghiệp mang đến cho MBB nhiều rủi ro.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, Tỷ lệ Nợ xấu, và Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/Cho vay khách hàng của MBB

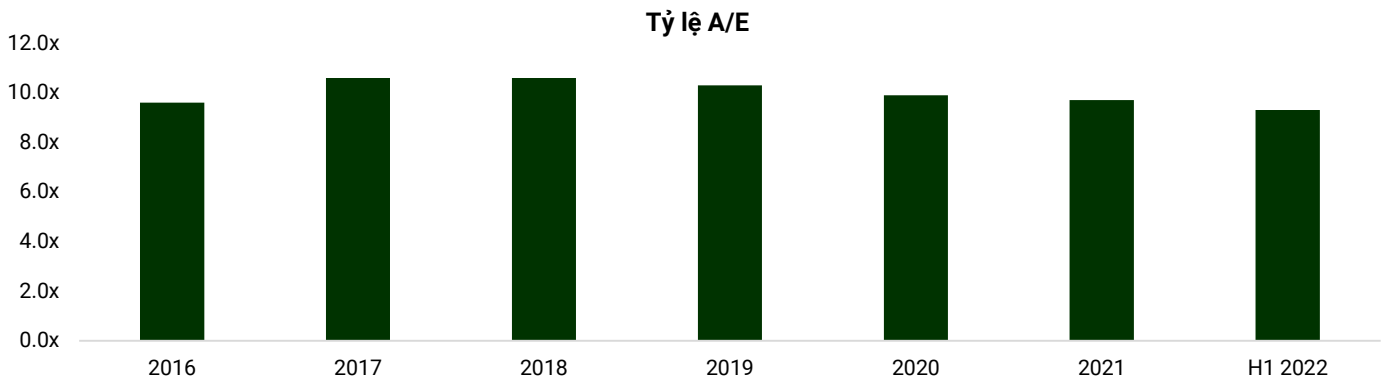


(Nguồn: MBB, PHS tổng hợp)

Gia tăng bộ đệm vốn, mở rộng hoạt động

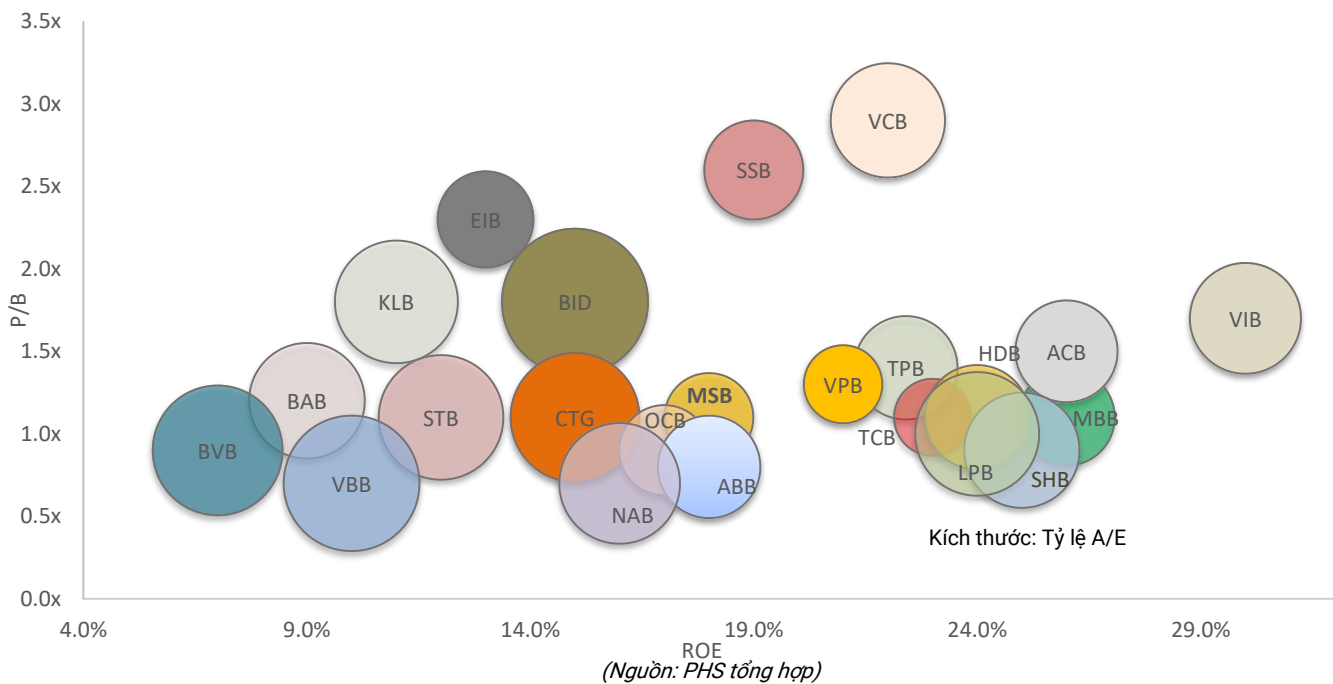
Bộ đệm vốn của MBB cải thiện qua các năm. Tỷ lệ Tài sản/ Vốn chủ sở hữu của MBB giảm từ 10.6x vào năm 2018 còn 9.3x vào H1 2022. Ngân hàng có bộ đệm vốn dày hơn mức trung bình ngành (12.3x).

Năm 2022, MBB sẽ tăng vốn điều lệ 24.1% YoY, tương đương với 9,099 tỷ đồng lên 46,882 tỷ đồng. Số tiền thu được từ đợt tăng vốn dự kiến là 8,207 tỷ đồng. Trong đó, 5,811 tỷ được sử dụng để đầu tư hệ thống công nghệ thông tin, đầu tư trụ sở, và 3,288 tỷ đồng dùng để bổ sung vốn hoạt động kinh doanh.



Định giá thị trường

Lũy kế 12 tháng gần nhất, MBB có Tỷ lệ Lợi nhuận trên vốn (ROE) đạt 26%, cao hơn mức trung bình ngành là 18%. Trong khi đó, P/B đạt 1.1x, tương đương mức trung bình ngành, và Tỷ lệ tài sản/ Vốn chủ sở hữu của MBB đạt 9.3x, thấp hơn mức trung bình ngành 12.3x.



Dự phóng kết quả kinh doanh 2022

Đvt : tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022E
Thu nhập lãi thuần	14,583	18,000	20,278	26,200	31,752
%YoY	30.0%	23.4%	12.7%	29.2%	21.2%
Thu nhập ngoài lãi	4,954	6,649	7,086	10,734	15,206
%YoY	87.1%	34.2%	6.6%	51.5%	42%
Lợi nhuận sau thuế	6,190	8,069	8,606	13,221	19,753
%YoY	77.4%	30.4%	6.7%	53.6%	49.4%
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần/ Tổng thu nhập HĐ	74.6%	73.0%	74.1%	70.9%	67.6%
Tỷ lệ chi phí hoạt động/ Tổng thu nhập HĐ	44.7%	39.4%	38.6%	33.5%	32.4%
Tỷ lệ trích Dự phòng/ Tổng thu nhập HĐ	15.5%	19.8%	22.4%	21.7%	15.0%

Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam năm 2022 được kỳ vọng có nhiều chuyển biến tích cực. Các tổ chức tài chính quốc tế đã có những dự báo lạc quan về tăng trưởng GDP Việt Nam 2022: World Bank (7.5%), Standard Charter (6.7%), Moody (8.5%), Ngân hàng UOB (7%), v.v. Ngân hàng nhà nước (SBV) thực hiện các chính sách để kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá. Đến 16/09/2022, tín dụng toàn nền kinh tế tăng trưởng 10.47% so với cuối năm 2021. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2022 của MBB đạt 20.3%YTD, nhờ (1) Chất lượng tài sản tốt; (2) Nhận chuyển nhượng bắt buộc 1 TCTD.

IMF dự báo GDP toàn cầu sẽ chậm lại từ mức 3.2% của năm 2022 còn 2.9% vào năm 2023 do lạm phát toàn cầu tăng vọt, sự suy thoái tồi tệ hơn dự kiến ở Trung Quốc và hậu quả đang diễn ra từ cuộc chiến ở Ukraine. Trong khi đó, nền kinh tế Việt Nam được World Bank dự báo tăng trưởng 6.7% trong năm 2023. Qua đó, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2023 của MBB đạt 18.4%YTD.

Kết thúc H1 2022, NIM của MBB đã cải thiện 54 bps so với cuối năm 2021. Do áp lực gia tăng lãi suất huy động trong khi lãi suất cho vay được khuyến khích giữ ổn định, chúng tôi ước tính NIM của MBB đạt 5.34% vào năm 2022, tăng 18 bps so với cuối năm 2021. Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng lãi suất sẽ tiếp tục trong năm 2023, dù vậy, chúng tôi ước tính NIM của MBB sẽ cải thiện 4 bps so với cuối năm 2022 nhờ (1) Tỷ lệ CASA vượt trội; (2) Được hỗ trợ nguồn vốn giá rẻ để cho vay Ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc; (3) danh mục trái phiếu doanh nghiệp góp phần mở rộng NIM, nhưng cũng mang lại cho MBB nhiều rủi ro; (4) Hệ số LDR thấp so với các ngân hàng khác nên khả năng mở rộng LDR là khá lớn, mang đến lợi thế duy trì NIM cho MBB.

Được hỗ trợ bởi ngân hàng số trong kinh doanh các sản phẩm bảo hiểm, chúng tôi ước tính Lợi nhuận từ mảng bảo hiểm của MBB trong năm 2022 và 2023 lần lượt là 5,615 tỷ đồng (+42%YoY) và 7,291 tỷ đồng (+30%YoY).

Ngân hàng Nhà Nước ban hành Thông tư 14/2021/TT-NHNN (Thông tư 14) sửa đổi Thông tư 01/2020/TT-NHNN (Thông tư 01) và Thông tư 03/2021/TT-NHNN cho phép kéo dài thời gian cơ cấu nợ đến ngày 30/06/2022. Kết thúc H1 2021, tỷ lệ Nợ xấu của MBB đạt 1.2%. Nhờ nguồn dự phòng đã trích lập trước đó tạo ra bộ đệm để MBB xử lý các khoản nợ xấu phát sinh, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu của MBB trong 2022 đạt 1.1%, và trong năm 2023 đạt 1.19%.

Hơn nữa, Thông tư 14 không điều chỉnh tiến độ trích lập dự phòng, tức là các ngân hàng sẽ tiếp tục thực hiện trích bổ sung phần chênh lệch theo tiến độ đã quy định tại Thông tư 01, tối thiểu là 30%, 60% và 100% số tiền dự phòng cụ thể phải trích bổ sung trong các năm 2021, 2022, 2023. Do trong năm 2021 MBB tăng mạnh trích lập dự phòng rủi ro, chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng năm 2022 của MBB giảm 12.1%YoY còn 7,059 tỷ đồng. Trong năm 2023, chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng của MBB đạt 28.7%YoY lên 9,082 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) và P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với MBB là 33,800 VNĐ/CP, tương ứng mức P/E và P/B forward 2022 lần lượt là 7.8x và 1.9x. Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: Mua cho cổ phiếu MBB, với upside so với giá hiện tại là 87%.

Định giá theo thu nhập thặng dư

Các tiêu chí (Đvt : tỷ đồng)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Chi phí VCSH	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
Chi phí VCSH dài hạn					14.9%
Tăng trưởng dài hạn sau 2026					3%
Lợi nhuận ròng	19,753	24,005	28,692	33,776	38,479
Thu nhập thặng dư	10,443	11,830	13,018	13,905	13,653
Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm)	9,085	8,991	8,592	7,926	6,827
Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng					59,087
Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư	100,507				
Vốn chủ sở hữu	62,486				
Cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	4.554				
Giá hợp lý	35,792				

Phương pháp P/B

Giá trị sổ sách/CP	17,944
P/B 3 năm	1.46x
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	26,198

	Residual Income	P/B	Giá hợp lý
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	35,792	26,198	33,800 VNĐ/cp
Tỷ trọng	80%	20%	

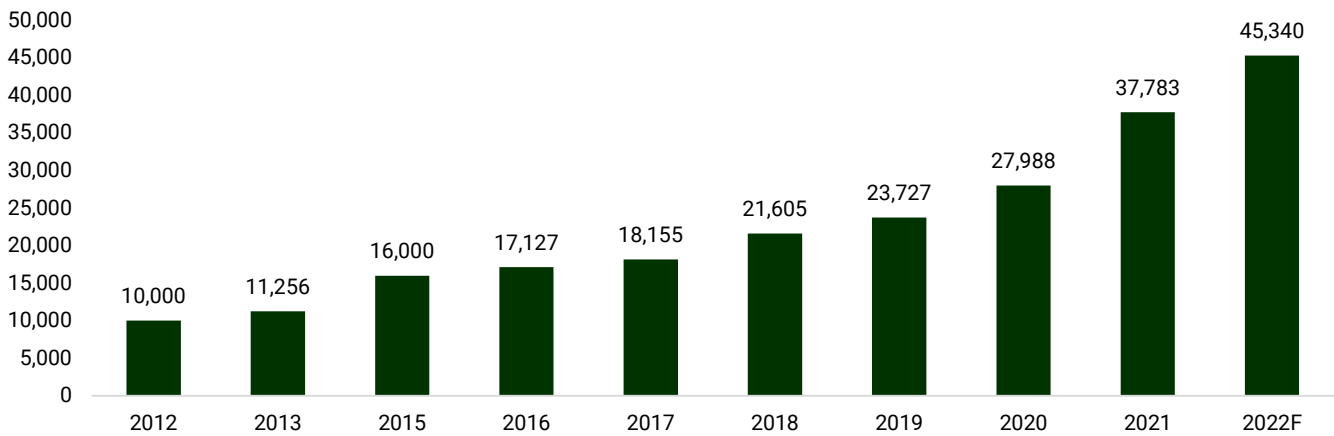


Sơ lược công ty

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB) được thành lập từ năm 1994 với mục tiêu ban đầu là đáp ứng nhu cầu dịch vụ tài chính cho các Doanh nghiệp Quân đội. Ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực huy động vốn, cấp tín dụng và các dịch vụ tài chính liên quan. Bên cạnh thị trường truyền thống ban đầu, Ngân hàng đã phát triển và đa dạng hóa nhiều sản phẩm dịch vụ tài chính để đáp ứng cho các đối tượng khách hàng khác nhau. MBB được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2001.

Quá trình tăng vốn (Tỷ VND)

Vốn điều lệ (Tỷ VND)



(Nguồn: MBB, PHS dự phóng)

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Thu nhập lãi	24,824	31,197	32,767	38,465	47,934
Chi phí lãi	(10,241)	(13,197)	(12,490)	(12,265)	(16,182)
Thu nhập lãi thuần	14,583	18,000	20,278	26,200	31,752
Thu nhập ngoài lãi	4,954	6,649	7,086	10,734	15,206
Tổng thu nhập hoạt động	19,537	24,650	27,362	36,934	46,958
Chi phí hoạt động	(8,734)	(9,724)	(10,555)	(12,377)	(15,210)
Lợi nhuận thuần trước dự phòng	10,803	14,926	16,807	24,557	31,748
Chi phí dự phòng	(3,035)	(4,891)	(6,118)	(8,030)	(7,059)
Tổng lợi nhuận trước thuế	7,767	10,036	10,688	16,527	24,689
Chi phí thuế	(1,577)	(1,968)	(2,082)	(3,306)	(4,936)
Lợi nhuận sau thuế	6,190	8,069	8,606	13,221	19,753

Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Tiền và tương đương tiền	1,737	2,344	3,109	3,475	3,713
Tiền gửi tại NHNN	10,548	14,347	17,297	38,051	28,468
Tiền gửi tại các TCTD	45,062	39,691	47,889	35,983	35,983
Đầu tư ngắn hạn	578	1,183	3,122	7,849	8,985
Cho vay Khách hàng	214,686	250,331	298,297	363,555	436,599
Dự phòng rủi ro cho vay	(3,211)	(3,201)	(4,354)	(8,758)	(7,523)
Chứng khoán đầu tư	73,731	85,629	99,714	128,806	137,170
Góp vốn, đầu tư dài hạn	728	887	885	803	803
Tài sản cố định	1,586	1,642	3,089	3,214	3,407
Tài sản khác	15,768	17,478	24,713	32,695	45,737
Tổng cộng tài sản	362,325	411,488	494,982	607,140	747,872
Tổng nợ phải trả	328,152	371,602	444,883	544,654	666,158
Nợ Chính phủ & NHNN	2,633	17	15	262	306
Tiền vay của các TCTD	60,471	50,314	50,876	59,560	113,454
Tiền gửi của khách hàng	239,964	272,710	310,960	384,692	412,573
Giấy tờ có giá	11,158	26,289	50,924	66,887	101,152
Các khoản nợ khác	13,927	22,273	32,107	33,253	38,673
Vốn chủ sở hữu	34,173	39,886	50,099	62,486	81,714
Tổng nguồn vốn	362,325	411,488	494,982	607,140	747,872

Chỉ tiêu tăng trưởng	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Tăng trưởng tín dụng	16.6%	16.6%	19.2%	24.6%	20.3%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	9.0%	13.6%	14.0%	23.7%	7.2%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	30.0%	23.4%	12.7%	29.2%	21.2%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	87.1%	34.2%	6.6%	51.5%	41.7%
Tăng trưởng thu nhập hoạt động	40.9%	26.2%	11.0%	35.0%	27.1%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	68.3%	29.2%	6.5%	54.6%	49.4%
Tăng trưởng tổng tài sản	15.4%	13.6%	20.3%	22.7%	23.2%
Tăng trưởng Tài sản Có sinh lãi (IEA)	16.4%	13.5%	18.6%	21.5%	13.1%
Tăng trưởng Nợ chịu lãi (IBL)	14.6%	11.2%	18.2%	23.9%	22.7%
Tăng trưởng Vốn điều lệ	19.0%	9.8%	18.0%	35.0%	20.0%

Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Khả Năng Sinh Lãi					
Tỷ trọng thu nhập lãi thuần	74.6%	73.0%	74.1%	70.9%	67.6%
Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi	25.4%	27.0%	25.9%	29.1%	32.4%
Tỷ suất LN ròng	31.7%	32.7%	31.5%	35.8%	42.1%
ROAA	1.8%	2.1%	1.9%	2.4%	2.8%
ROAE	19.4%	21.8%	19.1%	23.5%	26.7%
Chỉ số riêng					
Tỷ lệ Chi Phí/ Thu nhập HĐ (CIR)	44.7%	39.4%	38.6%	33.5%	32.4%
Tỷ lệ cho vay/ Tiền gửi (LDR) ^(*)	70.6%	74.9%	77.9%	77.7%	76.6%
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	4.6%	5.0%	4.8%	5.2%	5.3%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi cận biên (NNIM)	1.6%	1.8%	1.7%	2.1%	2.6%
Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA)	32.0%	33.9%	37.0%	44.6%	40.6%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.33%	1.16%	1.09%	0.90%	1.10%
Tỷ lệ quỹ DPRR/Nợ xấu (LLR)	112.3%	110.5%	134.1%	268.1%	156.6%
Tỷ lệ quỹ DPRR/Dư nợ cho vay KH	1.5%	1.3%	1.5%	2.4%	1.7%

(*) Tỷ lệ LDR được tính theo thông tư 36/2014/TT-NHNN

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thị Thảo Vy, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 8 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@pchs.vn / support@pchs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.pchs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân

Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị

Sáu, Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,

Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801