



CẬP NHẬT QUÝ

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB: HOSE)

Giá mục tiêu: 25.200 Đồng

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**

Tăng giá: 26%

16/09/2026



Triển vọng tăng trưởng tích cực, tuy nhiên cần theo dõi sự cải thiện về nguồn vốn và huy động

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với MBB với giá mục tiêu 12 tháng là **25.200 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá 26%. Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2027 và giảm hệ số P/B mục tiêu xuống 1,4x, thấp hơn giá định trước nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn về định giá ngành ngân hàng cũng như điều kiện hiện tại về tương quan giữa tín dụng và nguồn vốn/huy động của MBB.

KQKD quý 2 cùng có quan điểm tích cực của chúng tôi về hoạt động cốt lõi của MBB. MBB tiếp tục là một trong những ngân hàng dẫn đầu tốc độ tăng trưởng toàn ngành, với tăng trưởng tín dụng mạnh giúp lợi nhuận phục hồi đáng kể khi biên lãi ròng cải thiện. Ở mức **P/B dự phóng khoảng 1,2x**, trong khi **ROE dự phóng đạt 21-22%**, chúng tôi cho rằng MBB sở hữu một trong những câu chuyện tăng trưởng nổi bật nhất ngành ngân hàng Việt Nam.

Luận điểm đầu tư

- Tăng trưởng tốt và khả năng sinh lời vượt trội.** MBB ghi nhận lợi nhuận trước thuế (LNTT) Q2/2026 đạt 10,6 nghìn tỷ đồng, tăng 41% svck. Lũy kế 6T2026, LNTT đạt 20,2 nghìn tỷ đồng, tương đương 49% dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2026 đạt 41,1 nghìn tỷ đồng (+20% svck) và năm 2027 đạt 47,4 nghìn tỷ đồng (+15% svck), được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng khoảng 27%. Với dự báo này, ROE nằm trong nhóm dẫn đầu ngành ở mức 21-22%.
- NIM phục hồi hỗ trợ lợi nhuận.** NIM đạt **4,16% trong Q2/2026**, tăng 35 điểm cơ bản so với quý trước, chủ yếu nhờ lợi suất cho vay tăng mạnh khi ngân hàng mở rộng danh mục cho vay trung và dài hạn, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản. Khả năng điều chỉnh lợi suất tài sản nhanh hơn tốc độ gia tăng chi phí vốn giúp MBB duy trì lợi nhuận tốt trong Q2/2026. Tuy nhiên, việc duy trì đà cải thiện này trong những quý tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hiệu quả quản trị chi phí vốn huy động.
- Triển vọng trong dài hạn phụ thuộc vào khả năng khai thác hệ sinh thái 38 triệu khách hàng.** Bên cạnh tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tài sản chiến lược quan trọng nhất của MBB là tệp khách hàng hiện đang mở rộng nhanh chóng. Mặc dù ngân hàng đã thành công mở rộng quy mô thông qua hệ sinh thái số, cơ hội lớn hơn nằm ở khả năng chuyển đổi lượng khách hàng này thành các mối quan hệ có giá trị cao hơn qua tài chính tiêu dùng, cho vay tín chấp và bán chéo sản phẩm dịch vụ. Nếu thành công, đây sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng biên lợi nhuận trong dài hạn.

Rủi ro

- Nguồn vốn là điểm cần cải thiện.** Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của MBB hiện ở mức **10,7%** (Cấp 1: 9,9%), tương đối thấp xét đến mục tiêu tăng trưởng tham vọng của ngân hàng. Mặc dù đợt phát hành quyền mua cùng kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ góp phần cải thiện hệ số an toàn vốn, chúng tôi ước tính tỷ lệ CAR sẽ chỉ tăng khoảng 70 điểm cơ bản, cho thấy MBB có thể sẽ cần tiếp tục tăng vốn trong những năm tới để duy trì tốc độ tăng trưởng bằng cân đối như hiện nay.
- Áp lực huy động vốn vẫn hiện hữu.** Tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt tốc độ tăng trưởng huy động, khiến LDR thuần tăng lên 104,7%, trong khi LDR theo quy định tăng lên 82,8%, tiệm cận giới hạn theo quy định. Theo đó, tăng trưởng cho vay trong thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng huy động tiền gửi cũng như tiếp cận các nguồn vốn quốc tế.
- Chất lượng tài sản cần được theo dõi.** Mặc dù chất lượng tín dụng hiện vẫn trong tầm kiểm soát với tỷ lệ nợ xấu cuối Q2/2026 đạt 1,45%, tốc độ tăng trưởng tín dụng cao cùng tỷ lệ cho vay gia tăng đối với lĩnh vực bất động sản có thể làm tăng nhu cầu trích lập dự phòng trong trường hợp tốc độ hấp thụ dự án chậm lại hoặc môi trường kinh tế suy yếu.

Kết luận

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với MBB, nhờ tốc độ tăng trưởng dẫn đầu ngành, lợi nhuận ổn định và mức định giá hấp dẫn. Tuy nhiên, trọng tâm câu chuyện đầu tư hiện không còn nằm ở việc MBB có thể tiếp tục tăng trưởng tín dụng hay không, mà là liệu ngân hàng có thể đảm bảo đủ **nguồn huy động và vốn** để duy trì tốc độ tăng trưởng đó trong khi vẫn kiểm soát tốt chất lượng tài sản hay không. Chúng tôi cho rằng đây là sẽ yếu quyết định đối với tăng trưởng lợi nhuận cũng như tiềm năng tái định giá của MBB trong thời gian tới.

Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

Giá CP - VND (15/09/26)	20.000
Vốn hóa (USDmn):	7.590
SLCP lưu hành (triệu cp):	10.069
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	13,5
Giá cao/thấp 52T (k VND):	23,2/18
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	11,9
Tỷ lệ SHNN (%):	22,1
GTNN còn được mua (USDmn):	85,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	43,2

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

MBB được thành lập vào năm 1994 để cung cấp các dịch vụ tài chính cho các doanh nghiệp quân đội. Sau 20 năm, MBB trở thành một trong mười ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất tính theo tổng tài sản (2014), cung cấp dịch vụ đa dạng cho các phân khúc khách hàng khác nhau. Trong tháng 11/2011, MBB niêm yết trên HOSE.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng thu nhập hoạt động	47.306	55.413	67.693	80.288	94.482
Lợi nhuận trước thuế	26.306	28.829	34.268	41.052	47.410
Tăng trưởng LNTT (%)	15,7%	9,6%	18,9%	19,8%	15,5%
Tăng trưởng tín dụng (%)	28,0%	24,7%	36,7%	26,7%	26,6%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	28,5%	21,5%	31,5%	26,1%	26,3%
ROE (%)	25,0%	22,4%	22,1%	21,6%	20,9%
NIM (%)	4,80%	4,08%	3,87%	3,69%	3,65%
CIR (%)	31,5%	30,5%	29,5%	29,0%	29,0%
NPL (%)	1,60%	1,62%	1,29%	1,35%	1,45%
LLCR (%)	117%	92%	94%	97%	96%
BVPS (VND)	17.786	21.509	16.901	16.682	19.293
P/B (x)	1,14	0,94	1,20	1,22	1,05
P/E (x)	5,4	5,0	5,4	6,1	5,7

Nguồn: MBB, SSI Research

Cập nhật KQKD Q2/2026

MBB ghi nhận lợi nhuận trước thuế (LNTT) Q2/2026 đạt 10,6 nghìn tỷ đồng (+40,7% svck, +9,7% so với quý trước), cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi, dù mức tăng trưởng svck được hỗ trợ một phần từ mức nền thấp trong Q2/2025. Thu nhập lãi thuần phục hồi mạnh, tăng 36,5% svck và 13,3% so với quý trước, nhờ NIM cải thiện lên 4,16% (+35 điểm cơ bản so với quý trước), trong khi vẫn duy trì kỷ luật chi phí tốt (CIR ở mức 27,5%), chi phí dự phòng giảm (-11,3% svck). Lũy kế 6T2026, LNTT đạt 20,2 nghìn tỷ đồng (+27,1% svck), tương đương 49% dự báo lợi nhuận năm 2026 của chúng tôi.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính của Báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2Q2026	2Q2025	YoY	1Q2026	QoQ	6T2026	6T2025	YoY
Thu nhập lãi thuần	16.894	12.372	+36,5%	14.913	+13,3%	31.807	24.064	+32,2%
Thu nhập thuần ngoài lãi	3.541	4.874	-27,3%	2.517	+40,7%	6.058	8.504	-28,8%
Tổng thu nhập hoạt động	20.434	17.246	+18,5%	17.430	+17,2%	37.865	32.568	+16,3%
Chi phí hoạt động	5.627	4.956	+13,5%	4.347	+29,5%	9.974	8.906	+12,0%
CIR	27.5%	28.7%		24,9%		26,3%	27,3%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	4.247	4.786	-11,3%	3.455	+22,9%	7.702	7.773	-0,9%
Lợi nhuận trước thuế	10.560	7.503	+40,7%	9.628	+9,7%	20.188	15.889	+27,1%
NIM	4,16%	4,14%		3,81%				
Chi phí tín dụng (theo năm)	1,45%	2,28%		1,25%		1,33%		

Nguồn: MBB, SSI Research

Bảng 2: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	30/6/26	30/6/25	YoY	31/12/25	YTD
Tổng tài sản	1.733.013	1.289.644	+34,4%	1.615.764	+7,3%
Cho vay khách hàng (bao gồm TPDN)	1.227.554	879.889	+39,5%	1.084.019	+13,2%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	1.197.319	953.559	+25,6%	1.108.604	+8,0%
Tỷ lệ nợ xấu (TT.02)	1,45%	1,60%		1,29%	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	93,6%	88,9%		93,8%	
LDR thuần	104,7%	95,4%		99,9%	
Vốn chủ sở hữu	149.337	122.643	+21,8%	136.136	+9,7%
BVPS (VND)	18.540	20.098	-7,8%	16.901	+9,7%

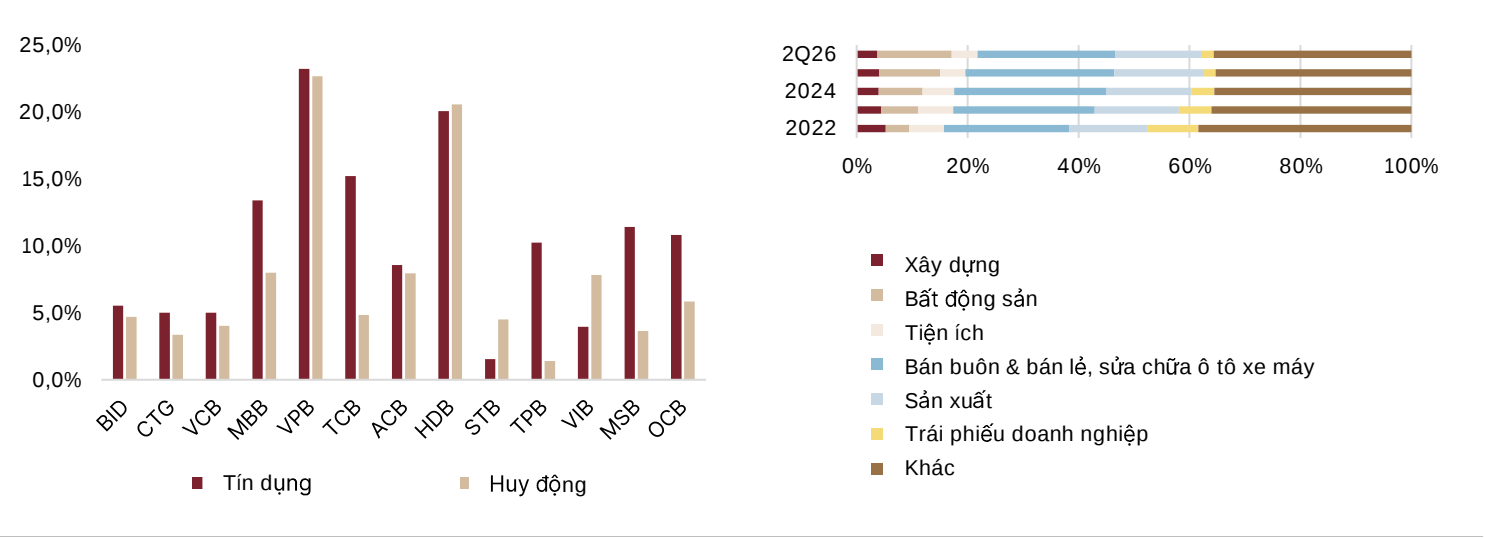
Nguồn: MBB, SSI Research

Tăng trưởng tín dụng thuộc nhóm dẫn đầu ngành, được thúc đẩy bởi cho vay bất động sản và hộ kinh doanh

Dư nợ tín dụng hợp nhất của MBB đạt 1.228 nghìn tỷ đồng, tăng 13,2% tính từ đầu năm và 39,5% svck, thuộc nhóm có tốc độ tăng trưởng cao nhất ngành. Tính riêng Q2/2026, dư nợ tín dụng tăng thêm 107 nghìn tỷ đồng so với quý trước (+9,5%). Động lực tăng trưởng được ghi nhận trên nhiều phân khúc, trong đó: cho vay chủ đầu tư bất động sản tăng 36 nghìn tỷ đồng (chiếm 1/3 mức tăng trưởng tín dụng trong quý), đưa dư nợ phân khúc này lên 167 nghìn tỷ đồng (13,6% tổng dư nợ); bán buôn, bán lẻ và sửa chữa ô tô xe máy tăng 18 nghìn tỷ đồng; cho vay công ty chứng khoán tăng 15 nghìn tỷ đồng; sản xuất chế biến chế tạo tăng 14 nghìn tỷ đồng; và kinh doanh hộ gia đình tăng 12 nghìn tỷ đồng. Theo đó, năm nhóm ngành trên đóng góp 87% mức tăng trưởng tín dụng trong quý. Việc tập trung vào cho vay bất động sản và các khoản cho vay doanh nghiệp kỳ hạn dài là yếu tố tích cực đối với NIM trong Q2/2026, nhưng cũng là điểm cần được theo dõi chặt chẽ hơn trong thời gian tới. Trong ngắn hạn, cho vay doanh nghiệp, bao gồm tài trợ cho các dự án quy mô lớn, vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính của MBB.

Tăng trưởng tín dụng và huy động

Dư nợ tín dụng theo ngành



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Chúng tôi lưu ý về hai diễn biến tài sản đáng chú ý. Thứ nhất, MBB đẩy mạnh các khoản tài trợ thương mại mang tính chất tín dụng: giá trị khoản phải thu không truy đòi gần như tăng gấp đôi tính từ đầu năm lên 16,2 nghìn tỷ đồng (so với 8,0 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025 và +43% so với quý trước). Thứ hai, danh mục đầu tư chứng khoán có sự dịch chuyển cơ cấu trong quý 2. MBB gia tăng tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp (+3,2 nghìn tỷ đồng so với quý trước lên 26,3 nghìn tỷ đồng), đồng thời giảm nắm giữ trái phiếu ngân hàng/tổ chức tín dụng (-19 nghìn tỷ đồng so với quý trước). Động thái này phần nào đảo ngược xu hướng gia tăng nắm giữ giấy tờ có giá lợi suất thấp của ngân hàng trong quý 1, qua đó hỗ trợ cải thiện lợi suất tài sản.

Huy động vốn: LDR tăng, MBB tăng cường huy động vốn USD từ nước ngoài

Tăng trưởng huy động vốn chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng. Tiền gửi khách hàng chỉ tăng 4,6% tính từ đầu năm và chứng chỉ tiền gửi tăng 24,7% từ đầu năm giúp tổng nguồn vốn huy động (bao gồm chứng chỉ tiền gửi) tăng 8,0% từ đầu năm. Sự chênh lệch giữa tốc độ tăng trưởng tín dụng và huy động đã đẩy LDR thuần lên 104,7%, so với 99,9% vào cuối năm 2025 và 95,4% cách đây một năm. Xét theo các chỉ tiêu quản lý của NHNN, bức tranh thanh khoản có phần trái chiều. Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn ở mức 27,5%, vẫn thấp hơn đáng kể so với ngưỡng trần 40%. Tuy nhiên, LDR theo quy định đã tăng lên 82,8%, tiệm cận mức trần 85%, cho thấy MBB sẽ phải đẩy mạnh thu hút tiền gửi để duy trì đà tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cho rằng chi phí vốn tăng nhanh trong thời gian tới có thể gây áp lực đáng kể lên NIM.

Ban lãnh đạo cũng đang chủ động tìm kiếm huy động nguồn vốn quốc tế. Trong 6T2026, MBB đã hoàn tất huy động khoảng 550 triệu USD vốn vay nước ngoài, bao gồm cả các khoản vay hợp vốn và vay song phương từ các định chế tài chính quốc tế như Standard Chartered, Wells Fargo, Landesbank Baden-Württemberg và OCBC. Thương vụ này diễn ra sau khi ngân hàng hoàn tất khoản vay hợp vốn xanh trung hạn trị giá 500 triệu USD đầu tiên vào cuối năm 2025. Mặc dù nguồn vốn quốc tế giúp đa dạng hóa cơ cấu huy động, chúng tôi cho rằng khả năng huy động tiền gửi trong nước vẫn là yếu tố then chốt quyết định đà tăng trưởng của MBB trong những năm tới.

Kế hoạch tăng vốn đang được triển khai

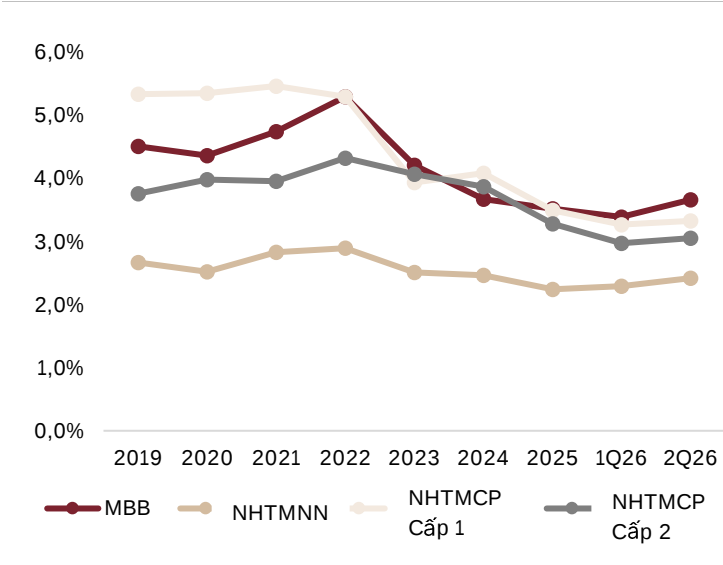
Tính đến cuối Q2/2026, hệ số an toàn vốn (CAR) của ngân hàng đạt 10,7%, trong khi CAR cấp 1 ở mức 9,9%. Chúng tôi cho rằng mức này chưa tương xứng với mục tiêu tăng trưởng tham vọng của MBB và đang thấp hơn so với các NHTMCP cùng quy mô. MBB hiện đang triển khai hai phương án tăng vốn. Thứ nhất là đợt chào bán cho cổ đông hiện hữu khoảng 805,5 triệu cổ phiếu (khoảng 10% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) với giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Đợt phát hành này về cơ bản đã hoàn tất khi thời gian đăng ký và nộp tiền kết thúc vào đầu tháng 9/2026, qua đó huy động khoảng 8,1 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu mới. Thứ hai là kế hoạch phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu theo phương án đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua, tuy nhiên vẫn chưa được thực hiện. Chúng tôi ước tính hai đợt phát hành này có thể giúp CAR tăng khoảng 70 điểm cơ bản, phụ thuộc vào giá phát hành riêng lẻ (chúng tôi giả định bằng giá thị trường). Điều này sẽ phần nào giảm bớt áp lực nhưng chưa thể giải quyết hoàn toàn hạn chế về nguồn vốn trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng tín dụng hiện nay. Do đó, mức giá và tiến độ thực hiện đợt phát hành riêng lẻ vẫn sẽ là các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng cũng như ROE của MBB trong thời gian tới.

NIM phục hồi lên 4,16% nhờ lợi suất cho vay tăng mạnh

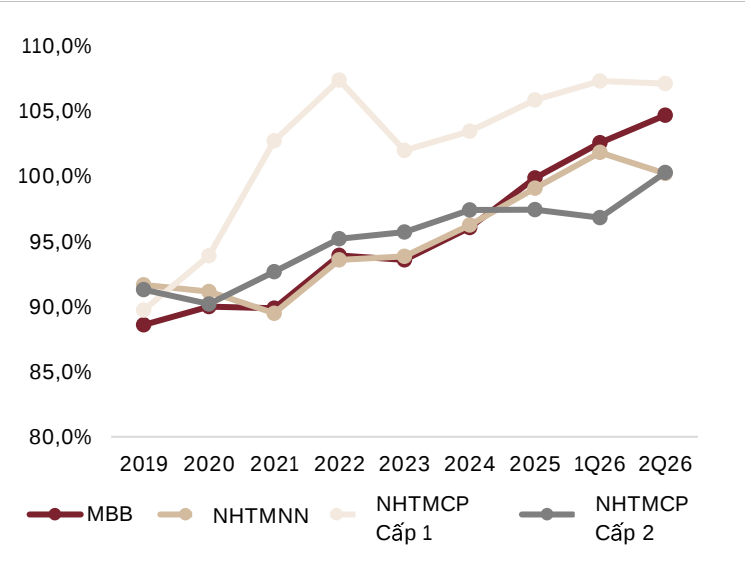
NIM tăng 35 điểm cơ bản so với quý trước lên 4,16%, tương đương mức cùng kỳ năm trước (4,14%) sau khi giảm xuống 3,81% trong Q1/2026. Nhờ đó, thu nhập lãi thuần đạt 16,9 nghìn tỷ đồng (+13,3% so với quý trước và +36,5% svck), vượt kỳ vọng của chúng tôi. Sự phục hồi của NIM chủ yếu đến từ lợi suất cho vay tăng mạnh. Lợi suất cho vay bình quân tăng 103

điểm cơ bản so với quý trước (lên 9,2%), vượt xa mức tăng 69 điểm cơ bản của chỉ phí huy động, phản ánh việc MBB đẩy mạnh các khoản cho vay trung và dài hạn có lợi suất cao hơn (đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản). Tuy nhiên, sự cải thiện của NIM diễn ra trong bối cảnh nguồn vốn chịu áp lực lớn, với LDR thuần đạt 104,7%, cho thấy khả năng duy trì NIM quanh mức 4% trong nửa cuối năm 2026 sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào việc kiểm soát chỉ phí huy động vốn, thay vì tiếp tục tăng lợi suất tài sản.

Chênh lệch lợi suất tài sản sinh lãi và chi phí vốn



LDR của các ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Thu nhập ngoài lãi: chịu áp lực từ hoạt động kinh doanh nguồn vốn và ngoại hối

Thu nhập ngoài lãi trong Q2/2026 đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (-27,3% svck, nhưng tăng 40,7% so với quý trước nhờ mức nền thấp trong Q1/2026). Lũy kế 6T2026, thu nhập ngoài lãi giảm 28,8% svck, một phần do mức nền cao của mảng kinh doanh nguồn vốn: Q2/2025 ghi nhận khoản lãi đáng kể từ giao dịch Trái phiếu Chính phủ (lãi thuần từ chứng khoán đầu tư & chứng khoán kinh doanh đạt 1.000 tỷ đồng, so với 500 tỷ đồng trong Q2/2026), đồng thời hoạt động kinh doanh ngoại hối cũng tích cực hơn. Với bối cảnh hiện nay, chúng tôi không kỳ vọng hoạt động này có thể lập lại mức lợi nhuận như vậy trong năm 2026.

Trong khi đó, thu nhập phí nhìn chung tương đối tích cực, dù có sự phân hóa giữa các mảng hoạt động. Thu nhập phí gộp tăng 14% svck trong Q2/2026, tuy nhiên thu nhập phí thuần giảm 5,7% do chi phí tăng nhanh hơn. Mảng cần theo dõi là thanh toán, khi kết quả thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi sau khi Q1/2026 ghi nhận tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng diễn biến này có thể mang tính thời vụ và tăng trưởng lũy kế 6T2026 nhìn chung vẫn khả quan. Hoạt động môi giới chứng khoán cũng suy yếu, phản ánh xu hướng giảm chung của thị trường chứng khoán. Điểm sáng là mảng bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm phi nhân thọ, với tăng trưởng được dẫn dắt bởi sản phẩm bảo hiểm tai nạn và sức khỏe con người. Đáng chú ý, nền tảng số của MBB tiếp tục ghi nhận lợi nhuận ổn định. Thu nhập phí từ BaaS/API duy trì tích cực dù giá trị giao dịch trên mini-app giảm. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu phản ánh sự suy yếu của nhu cầu chi tiêu bán lẻ hơn là dấu hiệu cho thấy động lực tăng trưởng của nền tảng số chậm lại. Nhìn chung, động lực thúc đẩy tăng trưởng từ mảng dịch vụ duy trì tích cực, trong đó mảng thanh toán cần được theo dõi sát trong các quý tới.

Bảng 3: Cơ cấu doanh thu phí gộp Q2/2026 (tỷ đồng)

	1Q26	2Q26	YoY	QoQ	1H26	YoY
Dịch vụ thanh toán và quản lý tiền mặt	1.460	1.104	19%	-24%	2.565	53%
Bảo hiểm	2.118	2.933	18%	38%	5.051	10%
Môi giới chứng khoán	241	164	-15%	-32%	405	24%
Khác	764	1.049	3%	37%	1.812	10%
Tư vấn	148	205	-53%	39%	353	-34%
Xử lý nợ/Thẩm định	39	42	-66%	7%	81	-68%
Khác (bao gồm BaaS/API)	569	802	76%	41%	1.371	63%

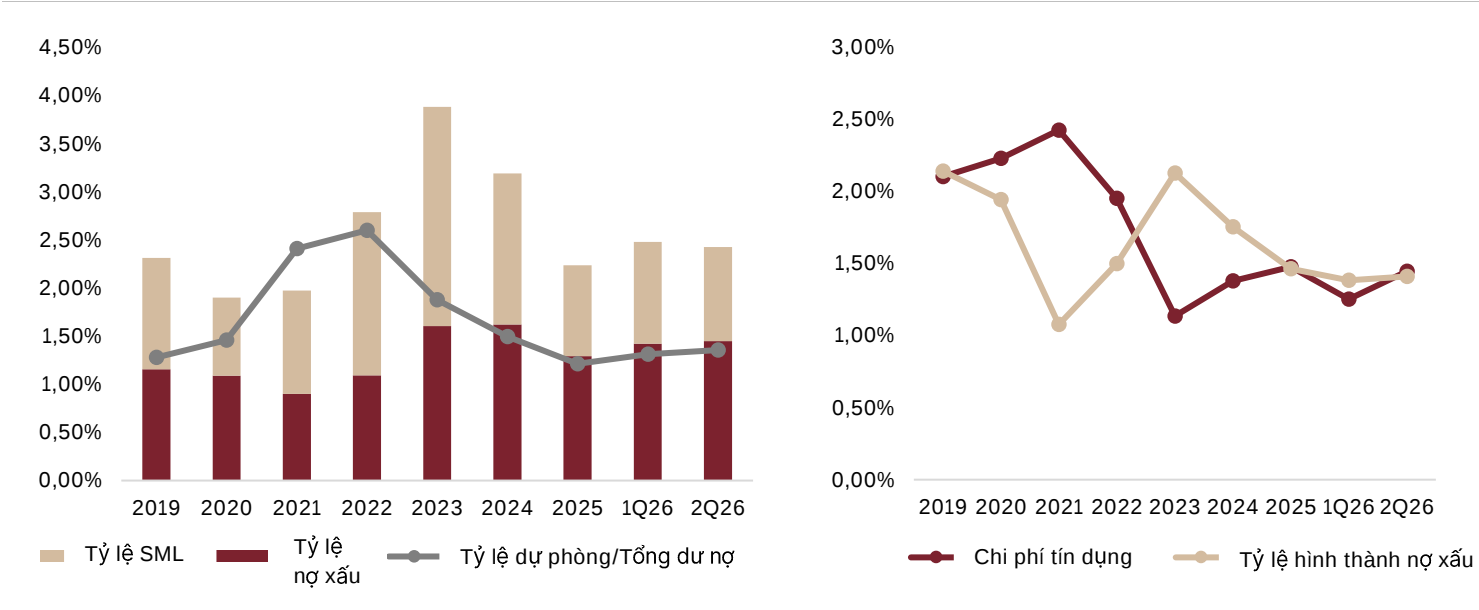
Nguồn: MBB, SSI Research

Chất lượng tài sản suy giảm nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,45% (từ 1,29% vào cuối năm 2025 và 1,42% trong Q1/2026). Giá trị nợ xấu tăng 12% so với quý trước và 26,9% tính từ đầu năm, lên 17,8 nghìn tỷ đồng. Nợ Nhóm 2 nhìn chung ổn định ở mức 12,0 nghìn tỷ đồng (0,98% tổng dư nợ). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu duy trì quanh 94% (93,6% so với 93,8% vào cuối năm 2025). Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đạt 4,2 nghìn tỷ đồng, giảm 11,3% svck nhưng tăng 22,9% so với quý trước. Theo đó, chi phí tín dụng trong quý 2 duy trì ở mức 1,45% (quy đổi theo năm), trong khi bình quân 6T2026 là 1,33%.

Việc mở rộng tín dụng với tốc độ nhanh (+39,5% svck) trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng nhìn chung không phải là môi trường thuận lợi cho chất lượng tài sản. Do đó, mặc dù chất lượng tài sản hiện vẫn trong tầm kiểm soát, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi sát diễn biến hình thành nợ xấu ở nhóm doanh nghiệp SME và siêu nhỏ, cũng như xu hướng dịch chuyển từ nợ Nhóm 2 sang nợ xấu.

Chất lượng tài sản của MBB



Nguồn: MBB, SSI Research

Động lực tăng trưởng dài hạn nằm ở khả năng khai thác hiệu quả tệp khách hàng gần 38 triệu người

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng quan trọng nhất của MBB nằm ở khả năng khai thác hiệu quả tệp khách hàng hiện đã đạt 37,8 triệu người tính đến cuối Q2/2026, so với chỉ 12,5 triệu khách hàng vào năm 2021. Tệp khách hàng này được xây dựng chủ yếu thông qua nền tảng kết nối Open API, hệ sinh thái khách hàng của cổ đông lớn Viettel cũng như quá trình mở rộng mạng lưới truyền thống. Nền tảng số của MBB tiếp tục mở rộng trong 6T2026, với hầu hết các chỉ tiêu hoạt động đều ghi nhận tăng trưởng tích cực. Số lượng API nội bộ tăng lên 1.800, từ 1.210 API cùng kỳ năm trước, trong đó có thêm 210 API mới trong nửa đầu năm. Số lượng đối tác trên nền tảng BaaS gần như tăng gấp đôi, đạt 1.496 đối tác, so với 783 đối tác trong năm 2024. MBB cũng thu hút thêm 706 khách hàng trên nền tảng mới, cao hơn đáng kể so với 228 khách hàng trong 6T2025. Tuy nhiên, ngoại lệ đáng chú ý là quy mô giao dịch. Tổng giá trị giao dịch trên các mini-app của MBB giảm xuống còn 5 triệu tỷ đồng trong 6T2026, từ 8 triệu tỷ đồng trong 6T2025 (-38% svck), dù số lượng mini-app vẫn tăng từ 91 lên 100. Chúng tôi cho rằng tiêu dùng suy yếu trong bối cảnh lãi suất tiền gửi duy trì ở mức cao có thể là một yếu tố tác động. Dù vậy, doanh thu từ nền tảng số nhìn chung vẫn tăng trưởng ổn định. Điều quan trọng hơn là MBB sẽ khai thác tệp khách hàng này như nào. Những bước đi ban đầu đã xuất hiện ở phân khúc hộ kinh doanh và kinh doanh siêu nhỏ, nơi ngân hàng đang triển khai các giải pháp chuyên biệt như tài khoản thanh toán, MBSeller và các công cụ thanh toán điện tử.

Mặc dù đã xây dựng được tệp khách hàng lớn, khả năng khai thác giá trị trên mỗi khách hàng của MBB vẫn còn nhiều dư địa cải thiện. Hiện nay, phần lớn khách hàng chủ yếu sử dụng các dịch vụ giao dịch cơ bản như mở tài khoản, chuyển tiền và thanh toán. Về dài hạn, cơ hội lớn nhất của MBB nằm ở việc phát triển hiệu quả các sản phẩm cho vay tín chấp và tài chính tiêu dùng trên quy mô lớn đối với tệp khách hàng bán lẻ này. Đây là chiến lược phức tạp và thách thức hơn đáng kể so với hoạt động cho vay hộ kinh doanh có tài sản bảo đảm mà ngân hàng đang đẩy mạnh hiện nay. Nếu triển khai thành công, mô hình này có thể thúc đẩy tăng trưởng biên lợi nhuận cao và bền vững hơn, đồng thời mở rộng đáng kể dư địa tăng trưởng của MBB. Ngược lại, nếu việc mở rộng cho vay tín chấp không đi kèm kiểm soát rủi ro phù hợp, ngân hàng có thể phải đối mặt với áp lực gia tăng chi phí tín dụng và nợ xấu. Đây sẽ là một trong những yếu tố mang tính quyết định đối với tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn của MBB.

Trong ngắn hạn: Tăng trưởng Q3 tích cực, nhưng cần theo dõi diễn biến phát hành thêm

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận của Q3/2026 sẽ mạnh mẽ từ mức nền thấp trong Q3/2025 với động lực là tăng trưởng tín dụng ở mức cao (dự báo đạt khoảng 18-19% tính đến cuối tháng 9/2026). Ở chiều ngược lại, chúng tôi lưu ý giá cổ phiếu có thể chịu áp lực trong ngắn hạn, khi lượng cổ phiếu phát hành theo quyền mua cho cổ đông hiện hữu với giá ưu đãi 10.000 đồng/cổ phiếu chính thức được giao dịch.

Điều chỉnh ước tính lợi nhuận

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026 xuống 26,7% (từ 31,7%), phản ánh quan điểm thận trọng hơn về nguồn vốn, và tăng giả định về thu từ nợ xấu đã xử lý và tỷ lệ bao phủ nợ xấu. Nhìn chung, các điều chỉnh này không làm thay đổi đáng kể dự báo lợi nhuận, với LNTT năm 2026 dự kiến đạt 41 nghìn tỷ đồng (+19,8% svck).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo năm 2027 với LNTT đạt 47,4 nghìn tỷ đồng (+15,5% svck) được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng và huy động vốn lần lượt ở mức 26,6% và 26,3%. Do động lực tăng trưởng tín dụng dự kiến tiếp tục đến từ các khoản cho vay trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng NIM duy trì tương đối ổn định (-4 điểm cơ bản). Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất dự kiến duy trì ở mức cao trong thời gian dài, tỷ lệ nợ xấu có thể tăng thêm khoảng 10 điểm cơ bản lên 1,45%. Với giả định chi phí tín dụng ổn định ở mức 1,3%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu dự kiến giảm nhẹ xuống 95,7%. Theo đó, ROE của MBB dự kiến duy trì quanh mức 21-22%, tiếp tục thuộc nhóm cao nhất ngành.

Bảng 4: Những thay đổi chính trong dự báo

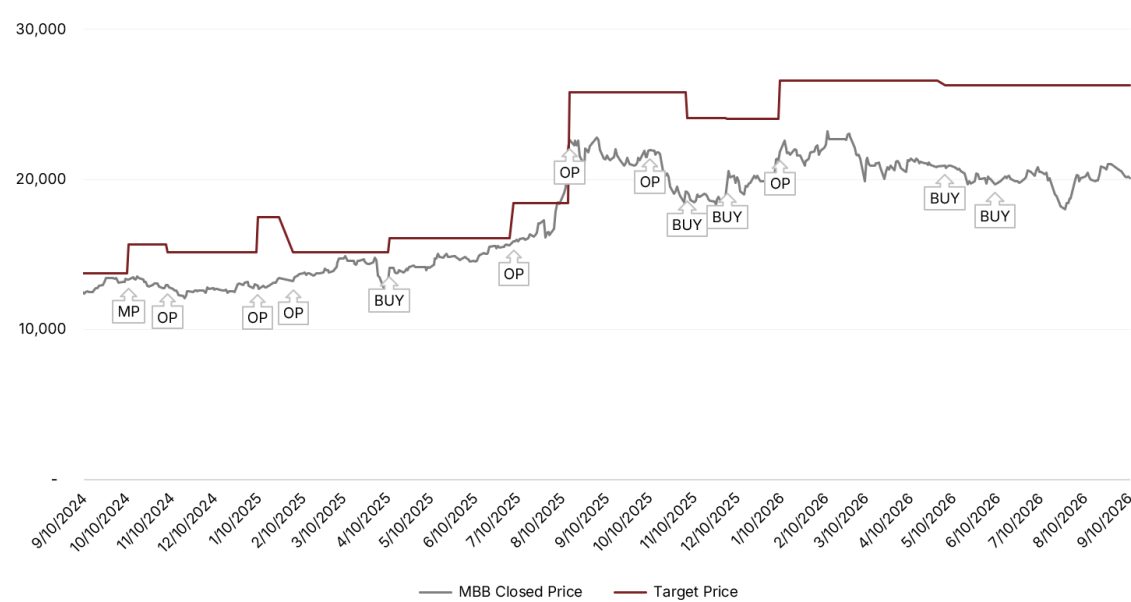
	2026F Cựu	2026F Mới	2027F
Tăng trưởng tín dụng	31,7%	26,7%	26,6%
Tăng trưởng huy động	31,2%	26,1%	26,3%
NIM	3,70%	3,69%	3,65%
CIR	29,0%	29,0%	29,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,35%	1,35%	1,45%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	94,5%	97,0%	95,7%
Chi phí tín dụng	1,3%	1,3%	1,3%
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	65.484	64.381	78.065
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	15.965	15.907	16.418
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	41.195	41.052	47.410
% svck	20,2%	19,8%	15,5%

Nguồn: SSI Research

Định giá

Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2027 (BVPS khoảng 18.000 đồng) và giảm hệ số P/B mục tiêu xuống 1,4x, phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng ngành ngân hàng cũng như những áp lực rõ nét hơn về nguồn vốn huy động và chất lượng tài sản của MBB. Tác động từ việc giảm hệ số P/B phần lớn được bù đắp bởi sự gia tăng của giá trị sổ sách dự phóng khi chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2027, qua đó giúp giá mục tiêu hầu như không thay đổi đáng kể. Theo đó, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với MBB là 25.200 đồng/cổ phiếu, và khuyến nghị KHẢ QUAN. Tại mức giá 20.000 đồng/cổ phiếu, MBB hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng là khoảng 1,2x, trong khi ROE khoảng 22%. Chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức định giá khá hấp dẫn so với các ngân hàng khác.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3.675.394	3.349.166	4.965.786	5.352.067	3.873.754
+ Tiền gửi tại NHNN	66.321.652	29.825.253	68.494.426	78.768.590	82.707.019
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	46.343.813	76.785.622	182.923.726	219.508.471	252.434.742
+ Chứng khoán kinh doanh	44.250.788	7.931.655	4.653.229	5.090.798	5.572.125
+ Cho vay khách hàng	599.579.267	765.047.985	1.070.868.777	1.361.353.853	1.725.403.375
+ Chứng khoán đầu tư	147.923.205	209.637.377	225.574.850	238.379.199	262.924.500
+ Đầu tư dài hạn	615.785	609.477	468.396	468.396	468.396
+ Tài sản cố định	4.854.186	5.430.416	5.616.547	7.147.091	9.065.435
+ Tài sản khác	29.218.094	28.998.487	49.531.482	52.008.056	54.608.459
Tổng tài sản	944.953.640	1.128.801.062	1.615.763.927	1.968.360.053	2.397.417.438
+ Các khoản nợ NHNN	8.738	8.156.285	47.474.800	37.979.840	34.181.856
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	99.810.466	110.169.585	248.017.489	285.220.112	313.742.124
+ Tiền gửi của khách hàng	567.532.577	714.154.479	921.368.132	1.159.700.959	1.467.834.268
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	0	191.545	698.507	733.432	770.104
+ Phát hành giấy tờ có giá	126.463.110	128.964.033	187.236.104	237.789.852	297.237.315
+ Các khoản nợ khác	51.627.727	47.312.101	65.033.537	68.285.214	77.356.927
Tổng nợ phải trả	848.242.481	1.011.741.481	1.473.741.402	1.793.622.243	2.195.035.427
+ Vốn	53.010.168	54.367.575	81.854.333	101.991.833	101.991.833
Vốn điều lệ	52.140.841	53.063.241	80.549.999	100.687.499	100.687.499
Thặng dư vốn cổ phần	869.327	1.304.334	1.304.334	1.304.334	1.304.334
Vốn khác	0	0	0	0	0
+ Dự phòng	12.193.931	14.996.847	19.390.884	26.177.468	32.964.052
+ Chênh lệch tỷ giá	45.939	137.797	202.211	202.211	202.211
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	0	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	25.559.753	40.718.224	32.577.391	37.485.618	57.327.814
Tổng vốn chủ sở hữu	90.809.791	110.220.443	134.024.819	165.857.130	192.485.910
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	3.973.110	4.910.880	5.886.495	6.769.469	7.784.890
Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	943.025.382	1.126.872.804	1.613.652.716	1.966.248.842	2.395.306.227

Tăng trưởng					
Huy động	28,5%	21,5%	31,5%	26,1%	26,3%
Tín dụng	28,0%	24,7%	36,7%	26,7%	26,6%
Tổng tài sản	29,7%	19,5%	43,1%	21,8%	21,8%
Vốn chủ sở hữu	22,1%	20,9%	21,4%	23,4%	15,9%
Thu nhập lãi thuần	7,4%	6,4%	25,4%	24,7%	22,5%
Thu nhập ròng từ phí và hoa hồng	-1,2%	6,9%	50,6%	25,0%	18,0%
Thu nhập ngoài lãi	-9,9%	65,4%	12,8%	-1,1%	3,2%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	3,8%	17,1%	22,2%	18,6%	18,7%
Chi phí hoạt động	0,7%	14,0%	15,7%	18,3%	18,7%
Lợi nhuận trước thuế	15,7%	9,6%	18,9%	19,8%	16,8%
Lợi nhuận sau thuế	16,0%	9,0%	19,3%	19,9%	16,8%

Định giá					
P/E	4,25	6,15	6,67	6,13	5,70
P/B	0,95	1,17	1,50	1,23	1,06
Tỷ suất cổ tức	2,95%	1,99%	1,19%	4,87%	4,87%

Cơ cấu tài sản					
Tiền và tương đương tiền + Tiền gửi tại NHNN	7,4%	2,9%	4,5%	4,3%	3,6%
Liên ngân hàng	4,9%	6,8%	11,3%	11,2%	10,5%
Công cụ VCSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Công cụ nợ	20,3%	19,3%	14,2%	12,4%	11,2%
Cho vay khách hàng	63,5%	67,8%	66,3%	69,2%	72,0%
Khác	3,9%	3,2%	3,6%	3,0%	2,7%

Nguồn: MBB, SSI Research

VND Million	2023	2024	2025	2026F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh					
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	69.143.043	69.061.893	89.088.116	122.559.712	152.903.050
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-30.459.195	-27.909.674	-37.477.999	-58.178.934	-74.056.081
Thu nhập lãi thuần	38.683.848	41.152.219	51.610.117	64.380.778	78.846.968
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	13.137.624	14.602.602	18.062.236	22.577.795	26.641.798
Chi phí hoạt động dịch vụ	-9.052.399	-10.234.353	-11.483.555	-14.354.444	-16.938.244
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	4.085.225	4.368.249	6.578.681	8.223.351	9.703.554
Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối	1.209.825	2.000.164	1.756.922	878.461	1.010.230
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	541.566	1.756.022	668.384	534.707	267.354
Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	300.404	2.803.105	1.590.093	916.611	458.306
Thu nhập khác	2.428.111	3.280.820	5.314.474	5.179.662	4.793.348
Thu nhập thuần từ đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	57.083	52.643	174.344	174.344	184.962
TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	47.306.062	55.413.222	67.693.015	80.287.914	95.264.722
TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	-14.912.941	-17.007.250	-19.681.153	-23.283.495	-27.626.769
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	32.393.121	38.405.972	48.011.862	57.004.419	67.637.953
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-6.087.032	-9.576.644	-13.743.504	-15.952.329	-19.672.157
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	26.306.089	28.829.328	34.268.358	41.052.090	47.965.796
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-5.252.297	-5.878.064	-6.885.380	-8.210.418	-9.593.159
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	21.053.792	22.951.264	27.382.978	32.841.672	38.372.636
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-377.004	-317.507	-604.039	-524.605	-222.133
LỢI NHUẬN RÒNG	20.676.788	22.633.757	26.778.939	32.317.067	38.150.504
EPS (VND)	3.728	4.080	3.125	3.017	3.603
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	500	300	1.000	1.000
Tỷ lệ cổ tức cổ phiếu	15%	15%	32%	15%	0%
BVP (VND)	17.786	21.509	16.901	16.682	19.327

Nhu cầu vốn					
Hệ số an toàn vốn- CAR (Basel II)	10,8%	11,8%	11,3%	10,8%	10,8%
Vốn CSH/Tổng tài sản	9,8%	9,9%	8,4%	8,5%	8,1%

Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	1,6%	1,6%	1,3%	1,4%	1,5%
Tỷ lệ nợ quá hạn	3,9%	3,2%	2,2%	2,8%	2,8%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	117,0%	92,2%	93,7%	97,0%	95,7%
Nợ xấu/VCSH	10,6%	11,2%	10,3%	11,1%	13,0%
Nợ xấu/Vốn điều lệ	18,8%	23,7%	17,4%	18,5%	25,2%

Hệ số về quản lý					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	31,5%	30,5%	29,5%	29,0%	29,0%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	18,8%	24,9%	28,6%	28,0%	29,1%
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	2.339	2.490	2.766	2.982	3.217
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	1.300	1.296	1.400	1.525	1.620
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	141.212	165.413	192.310	228.091	270.638

Lợi nhuận					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	4,80%	4,08%	3,87%	3,69%	3,69%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	18,2%	25,7%	23,8%	19,8%	17,2%
ROA - trung bình	2,5%	2,2%	2,0%	1,8%	1,8%
ROE - trung bình	25,0%	22,4%	22,1%	21,6%	21,2%

Thanh khoản					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	93,6%	96,1%	99,9%	100,4%	100,7%

Nguồn: MBB, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này,

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới,

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới,

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới,

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới,

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới,

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn,

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này, Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào, Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo, Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo, Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào, SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó,

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI, Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại, SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI, SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này, Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro,

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext, 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Ngân hàng

Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321