

## Báo cáo lần đầu **MBB – MUA**

Ngày 19/04/2021

---

## Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

### Khuyến nghị

### MUA

HOSE: MBB

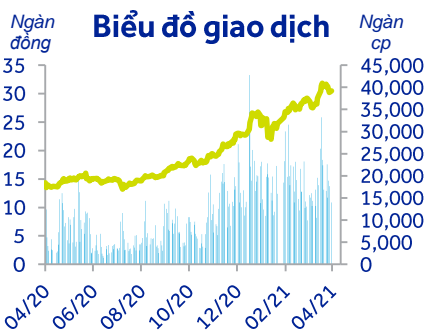
Ngân hàng

Giá hiện tại (VND)	30.500
Giá mục tiêu (VND)	35.200
Tỷ lệ tăng giá	+15,4%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	+17,4%

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	33,8	5,4	12,9	112,4
Tương đối	19,4	0,4	9,1	51,0

Nguồn: Bloomberg



### Cổ đông

Viettel	14,0%
SCIC	9,3%
TCT Tân Cảng Sài Gòn	7,1%
TCT Trực thăng Việt Nam	8,5%
Vietcombank	4,3%

### Thông kê

19/04/2021

#### Mã Bloomberg

MBB VN

Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	13.140-32.050
SL lưu hành (triệu cp)	2.799
Vốn hóa (tỷ đồng)	85.362
Vốn hóa (triệu USD)	3.685
Room khối ngoại còn lại (%)	0,4
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	65,8
KLGD TB 3 tháng (cp)	18.158.410
VND/USD	23.165
VNIndex / HNX	1260,58/295,75

## NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 1 năm là 35.200 đồng/cp. Việc trích lập dự phòng quyết liệt trong quá khứ cùng với kỳ vọng chất lượng tín dụng cải thiện là cơ sở cho dự phóng tăng trưởng lợi nhuận của chúng tôi đối với MBB trong năm 2021.

Lợi thế về tập khách hàng doanh nghiệp sẵn có giúp MBB luôn đạt được kết quả kinh doanh tích cực và ổn định. Nhờ nguồn tiền gửi không kỳ hạn lớn với lãi suất gần 0% từ các khách hàng doanh nghiệp, MBB là một trong những ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất (31/12/2020: 41%) và chi phí vốn thấp nhất ngành (năm 2020: 3,3%). Năm 2020, MBB đạt được kết quả kinh doanh tích cực với ROA và ROE lần lượt là 1,7% và 18,1% bất chấp những khó khăn do dịch Covid-19.

Tín dụng tăng trưởng mạnh trong quá khứ khiến nợ xấu gia tăng, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu phát sinh mới và chi phí dự phòng sẽ giảm trong năm 2021. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng tín dụng trong năm 2021 sẽ giảm xuống mức 1,6% dư nợ từ mức 2,1% trong năm 2020, nhờ (1) Nợ xấu phát sinh từ mảng cho vay tiêu dùng của MCredit và cho vay doanh nghiệp SME được kỳ vọng sẽ giảm trong năm 2021, (2) Nợ tái cơ cấu do Covid đến 31/12/2020 giảm một nửa so với 30/06/2020 xuống chỉ còn 2.800 tỷ đồng, chiếm 0,9% dư nợ và (3) MBB cũng đã chủ động trích lập dự phòng với tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức cao (31/12/2020: 134%).

CASA từ khách hàng cá nhân đang tăng trưởng nhanh chóng. Mặc dù CASA cá nhân mới chỉ chiếm tỷ trọng 10% tổng tiền gửi khách hàng nhưng đã tăng trưởng gấp đôi trong năm 2020 và được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng gấp đôi trong năm 2021 nhờ MBB đang tích cực phát triển ứng dụng số và áp dụng các sáng kiến để thu hút khách hàng trẻ tuổi. Chúng tôi cho rằng CASA cá nhân sẽ là động lực tăng trưởng CASA chính của MBB trong những năm tới.

Định giá vẫn ở mức hấp dẫn. Chúng tôi dự phóng LNTT tăng trưởng 33% trong năm 2021 và kết quả kinh doanh tích cực sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Sử dụng phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 1 năm của MBB là 35.200 đồng/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E và P/B dự phóng năm 2021 là 9,3 lần và 1,68 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý so với khả năng sinh lời cao của MBB và môi trường vĩ mô thuận lợi cho hệ thống ngân hàng Việt Nam.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	17,5%	18,8%	21,4%	21,2%	17,0%	15,0%
NIM	4,59%	4,94%	4,77%	4,82%	4,77%	4,77%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	25%	27%	26%	23%	23%	22%
Tăng trưởng tổng thu nhập	41%	26%	11%	16%	15%	14%
CIR	45%	39%	39%	37%	37%	37%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,97%	-1,21%	-1,54%	-1,08%	-1,14%	-1,20%
LN trước thuế	7.767	10.036	10.688	14.222	16.255	18.365
Tăng trưởng	68,3%	29,2%	6,5%	33,1%	14,3%	13,0%
LN thuộc về cổ đông	5.773	7.373	7.788	10.187	11.521	12.878
EPS điều chỉnh (VND)	2.672	3.170	2.808	3.640	4.116	4.601
BVPS (VND)	15.109	16.338	17.275	20.157	23.473	27.075
ROA điều chỉnh	1,7%	1,9%	1,7%	1,9%	1,8%	1,8%
ROE điều chỉnh	19,0%	20,9%	18,1%	19,5%	18,9%	18,2%
P/E	14,8	11,6	11,0	8,4	7,4	6,6
P/B	2,6	2,2	1,8	1,5	1,3	1,1
Cổ tức mỗi cp (VND)	600	600	-	600	800	1.000
Tỷ suất cổ tức	2,0%	2,0%	0,0%	2,0%	2,6%	3,3%

### Quy mô lớn với thế mạnh về khách hàng doanh nghiệp

**Tập đoàn tài chính đa năng.** Ngân hàng TMCP Quân đội (HOSE: MBB) được thành lập vào năm 1994 với mục tiêu ban đầu là đáp ứng nhu cầu dịch vụ tài chính cho các doanh nghiệp quân đội.

Trải qua 26 năm hoạt động và phát triển, MBB trở thành một tập đoàn tài chính đa năng với ngân hàng mẹ hoạt động tại Việt Nam, Lào, Campuchia và 6 công ty con trong lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm phi nhân thọ, tài chính tiêu dùng, quản lý quỹ, quản lý nợ và khai thác tài sản. Điều này giúp các khách hàng của MBB được tiếp cận đa dạng các dịch vụ tài chính và giúp MBB tối ưu hóa nguồn thu nhập từ việc bán chéo các sản phẩm trong tập đoàn.

Công ty con	Lĩnh vực hoạt động chính	Tỷ lệ sở hữu của MBB	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	LNTT 2020 (tỷ đồng)
MB AMC	Quản lý nợ và khai thác tài sản	100,0%	666	n/a
MBS	Chứng khoán	81,9%	1.643	336
MB Capital	Quản lý quỹ	90,8%	324	47
MCredit	Tài chính tiêu dùng	50,0%	800	320
MIC	Bảo hiểm phi nhân thọ	68,4%	1.300	242
MB Ageas	Bảo hiểm nhân thọ	61,0%	1.500	265

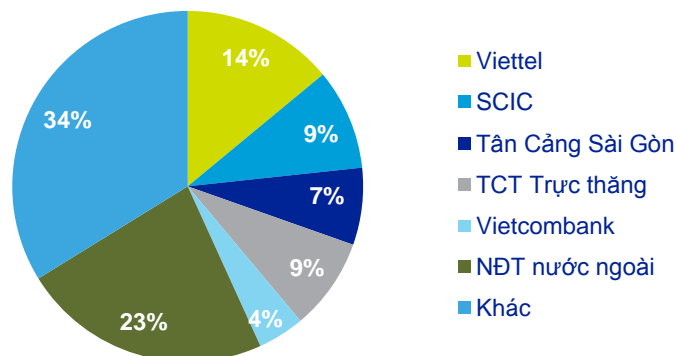
Nguồn: MBB

Khác với đa số các ngân hàng khác, MBB không liên kết với công ty bảo hiểm bên ngoài mà liên kết với các công ty con MB Ageas Life và MIC để phân phối các sản phẩm bảo hiểm cho khách hàng. Mô hình này giúp quy trình bán hàng được vận hành hiệu quả và giúp MBB luôn nằm trong nhóm các ngân hàng có doanh số bán bảo hiểm qua kênh bancassurance cao nhất.

Công ty tài chính tiêu dùng MCredit có dư nợ hơn 10.000 tỷ đồng, chỉ chiếm 3,4% quy mô tín dụng hợp nhất của MBB, nhưng có tốc độ tăng trưởng rất nhanh. Tính đến cuối năm 2020, thị phần tín dụng của MCredit đứng thứ 4 trong số các công ty tài chính tiêu dùng tại Việt Nam.

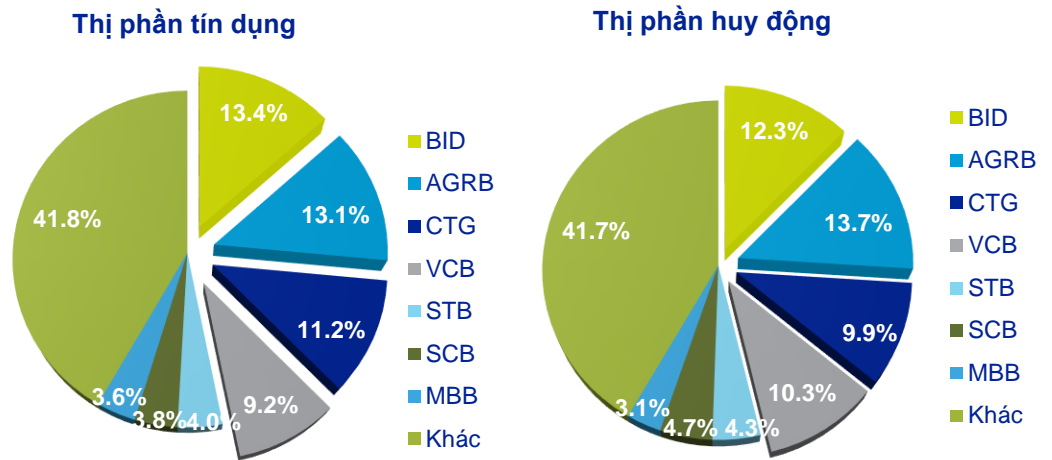
Các công ty con khác trong tập đoàn cũng có hoạt động hiệu quả và khả năng sinh lời tốt.

**Cơ cấu cổ đông độc đáo.** Tại 31/12/2020, nhóm cổ đông nhà nước sở hữu 43%, trong đó các doanh nghiệp quân đội (Viettel, Tân Cảng Sài Gòn và Tổng Công ty Trục Thẳng Việt Nam) sở hữu 30%. Đây là điểm đặc biệt và cũng là lợi thế của MBB so với các ngân hàng tư nhân khác khi có thể tận dụng được nguồn khách hàng là các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp quân đội, trong khi hoạt động kinh doanh không hoàn toàn bị chi phối bởi nhóm doanh nghiệp này.



Nguồn: MBB, tại 31/12/2020

**Quy mô tín dụng và huy động lớn.** MBB có dư nợ tín dụng và huy động cao thứ 3 trong nhóm các ngân hàng tư nhân và cao thứ 7 hệ thống. Đến cuối năm 2020, thị phần tín dụng và huy động của MBB lần lượt đạt 3,6% và 3,1%.



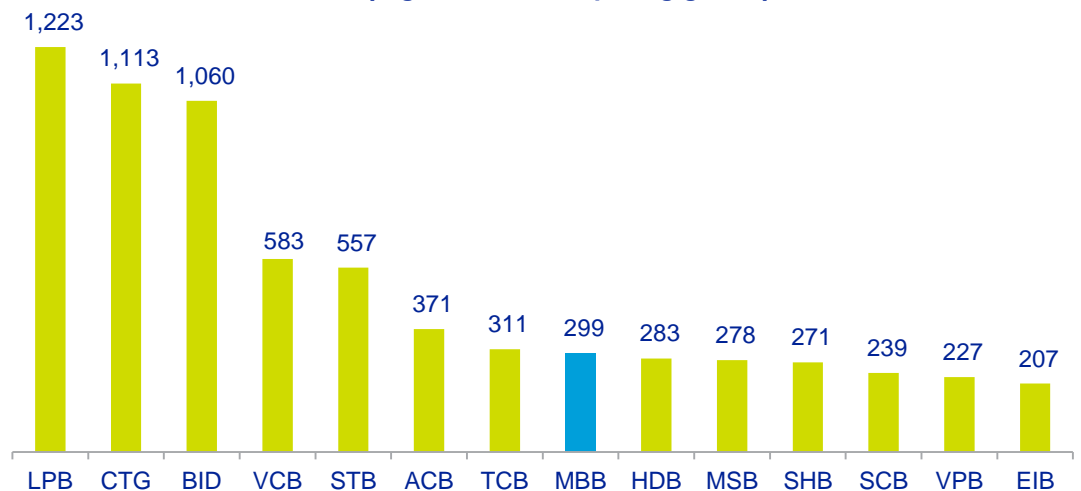
*Chú thích: BID, AGRB, CTG và VCB là các ngân hàng quốc doanh.  
Nguồn: ACBS ước tính*

**Tập khách hàng lớn và tăng trưởng nhanh.** Đến 31/12/2020, MBB có 6 triệu khách hàng, tăng thêm 2 triệu khách hàng trong năm 2020 do MBB đang đẩy mạnh phát triển kênh ngân hàng số và áp dụng các sáng kiến để thu hút khách hàng trẻ tuổi.

**Mạng lưới hoạt động rộng.** Tại ngày 31/12/2020, MBB có 299 chi nhánh và phòng giao dịch tại Việt Nam, Lào, Campuchia và 01 văn phòng đại diện tại Nga.

Đối với công ty tài chính tiêu dùng MCredit, ngoài việc tận dụng kênh phân phối của ngân hàng mẹ, MCredit còn hợp tác với hơn 1.100 điểm giao dịch của Viettel.

### Số lượng chi nhánh và phòng giao dịch

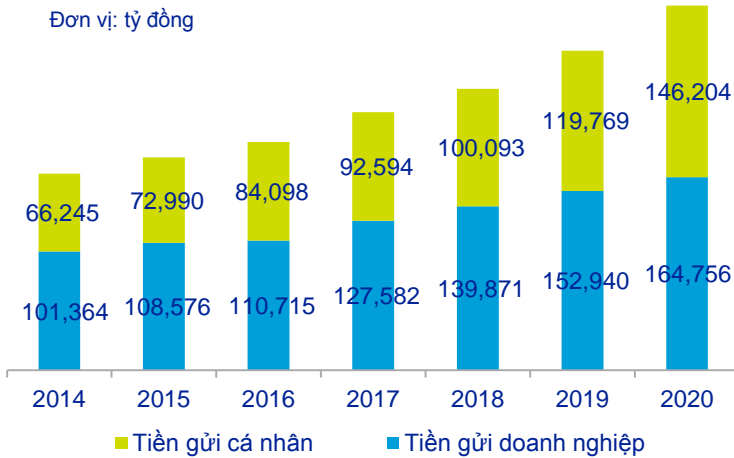


*Nguồn: ACBS tổng hợp*

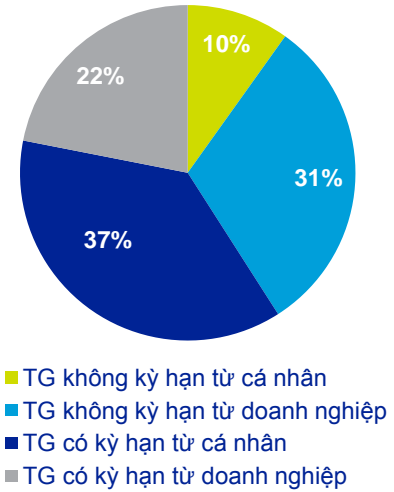
Tại 31/12/2020, toàn tập đoàn có 14.852 nhân viên, trong đó 9.783 nhân viên của ngân hàng mẹ, giảm nhẹ so với đầu năm.

**Tiền gửi của khách hàng doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu nguồn vốn.** Nhờ mối quan hệ với các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp quân đội, MBB luôn nhận được lượng tiền gửi lớn từ các khách hàng doanh nghiệp. Mặc dù đang có xu hướng giảm dần nhưng tỷ trọng tiền gửi của khách hàng doanh nghiệp luôn chiếm trên 50% tổng tiền gửi khách hàng của MBB và đóng góp một lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cho MBB.

**Cơ cấu tiền gửi khách hàng qua các năm**



**Cơ cấu tiền gửi khách hàng**

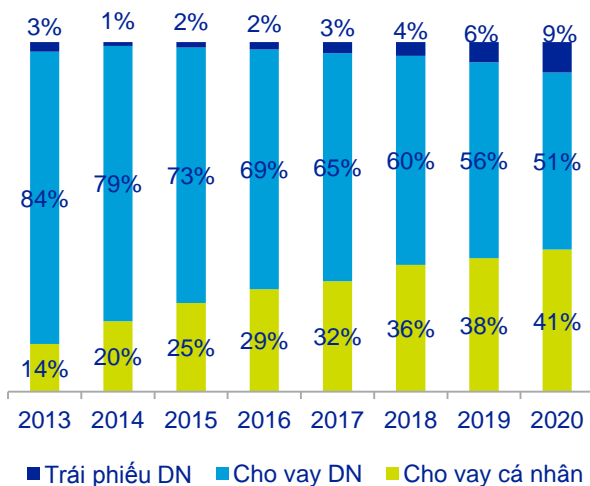


Nguồn: MBB

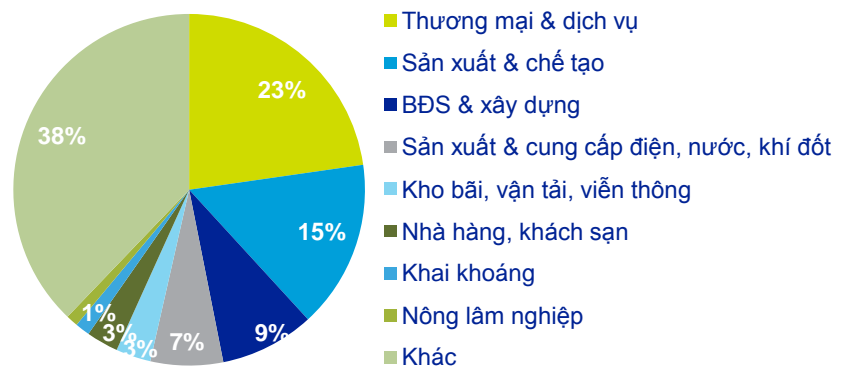
**Cơ cấu cho vay đang dịch chuyển về bán lẻ.** Tỷ trọng cho vay cá nhân và SME chiếm 72% tổng dư nợ tín dụng, còn lại cho vay doanh nghiệp lớn và trái phiếu doanh nghiệp (chủ yếu là của doanh nghiệp lớn) chiếm 28%.

Các lĩnh vực cho vay chủ yếu của MBB là thương mại, dịch vụ, sản xuất, chế tạo và cho cá nhân vay mua nhà. Các ngành nghề có rủi ro cao như bất động sản, xây dựng, nhà hàng, khách sạn chỉ chiếm tổng cộng 12% dư nợ.

**Cho vay cá nhân chiếm tỷ trọng ngày càng lớn**



**Cơ cấu cho vay theo ngành**

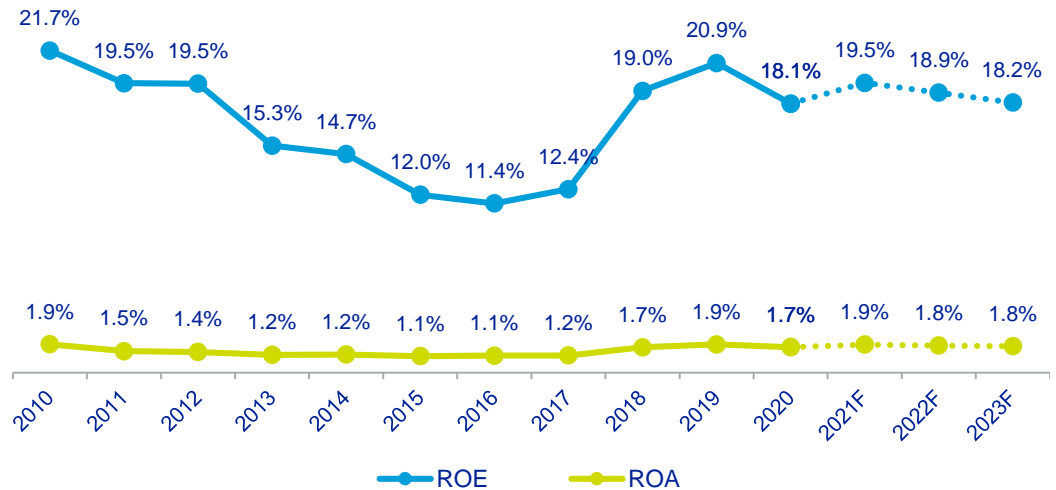


Nguồn: MBB, ACBS

### Khả năng sinh lời cải thiện sau giai đoạn xử lý tài sản tồn đọng

Với lợi thế về tập khách hàng doanh nghiệp và nguồn vốn rẻ, MBB là một trong những ngân hàng có khả năng sinh lời cao và ổn định nhất trong ngành. Sau giai đoạn 2011-2015 khó khăn chung của ngành ngân hàng và giai đoạn 2016-2017 xử lý tài sản tồn đọng do sáp nhập Công ty Tài chính Sông Đà, khả năng sinh lời của MBB đã phục hồi mạnh mẽ kể từ năm 2018 đến nay.

Khả năng sinh lời của MBB qua các năm



Nguồn: MBB, ACBS

ROA và ROE của MBB giảm nhẹ trong năm 2020 do:

- Lợi nhuận trước thuế năm 2020 chỉ tăng nhẹ 6,5% do tác động của dịch Covid-19 lên thu nhập và chi phí dự phòng;
- MBB không trả cổ tức tiền mặt trong khi phát hành riêng lẻ khiến vốn chủ sở hữu tăng mạnh trong năm 2020.

(Đơn vị: tỷ đồng)

Khoản mục	2019	2020	Tăng trưởng	2021F
Dư nợ tín dụng	265.498	322.278	21,4%	390.668
Tiền gửi khách hàng	272.710	310.960	14,0%	357.604
Thu nhập lãi thuần	18.000	20.278	12,7%	24.251
Thu nhập ngoài lãi	6.650	7.084	6,5%	7.438
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>24.650</b>	<b>27.362</b>	<b>11,0%</b>	<b>31.689</b>
Chi phí hoạt động	(9.724)	(10.555)	8,6%	(11.763)
Chi phí dự phòng	(4.891)	(6.118)	25,1%	(5.704)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>10.036</b>	<b>10.688</b>	<b>6,5%</b>	<b>14.222</b>

Nguồn: MBB, ACBS dự phóng

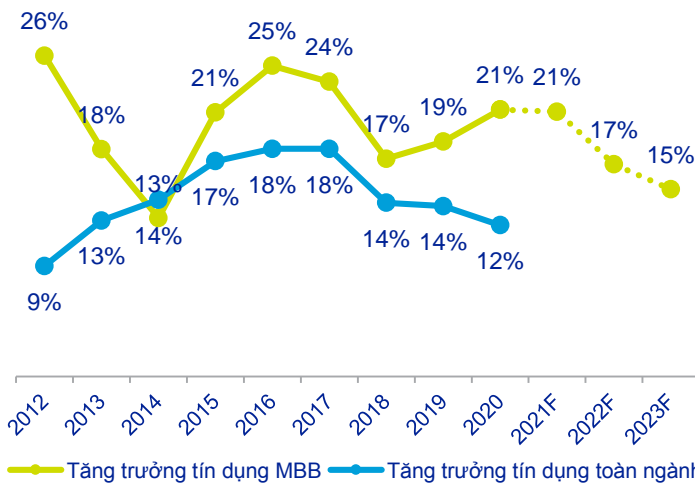
Chúng tôi kỳ vọng tích cực vào kết quả kinh doanh năm 2021 của nhờ tăng trưởng tín dụng cao, NIM cải thiện và chi phí dự phòng giảm. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế năm 2021 của MBB sẽ tăng trưởng 33%, đạt 14.222 tỷ đồng, EPS đạt 3.640 đồng, ROA và ROE lần lượt đạt 1,9% và 19,5%.

## Tín dụng tăng trưởng mạnh trong quá khứ khiến nợ xấu gia tăng, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng nợ xấu phát sinh mới và chi phí dự phòng sẽ giảm trong năm 2021

Trong 10 năm qua, tốc độ tăng trưởng tín dụng của MBB thường cao hơn tốc độ tăng trưởng của ngành. Sự tham gia mảng tài chính tiêu dùng của MCredit kể từ năm 2016 cũng góp phần giúp quy mô của MBB được mở rộng nhanh chóng. Tuy nhiên, điều này khiến rủi ro tín dụng tăng lên trong giai đoạn này.

Tuy nhiên, MBB là một trong những ngân hàng trích lập dự phòng quyết liệt. Việc trích lập dự phòng và xóa sổ nợ xấu mạnh tay trong năm 2019-2020 giúp chất lượng tài sản của MBB vẫn được duy trì ở mức tốt, tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn đến cuối năm 2020 ở mức là 1,1% và 1,9%.

Tăng trưởng tín dụng ở mức cao...



Nguồn: MBB, NHNN

... khiến chi phí dự phòng (trên dư nợ) tăng lên, nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ trở lại mức trung bình kể từ năm 2021

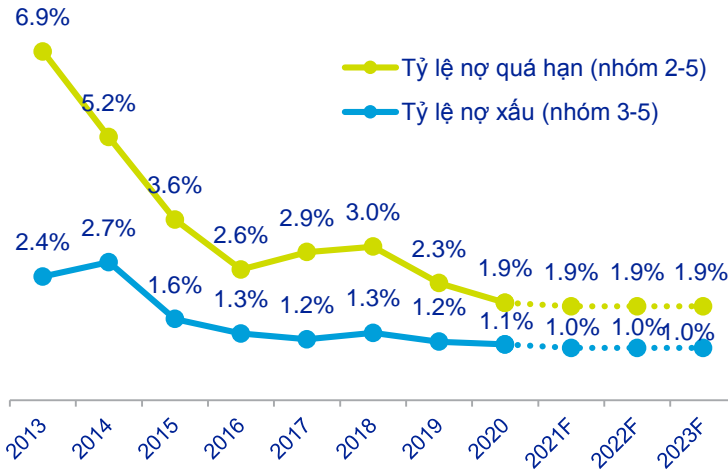


Nguồn: MBB, ACBS

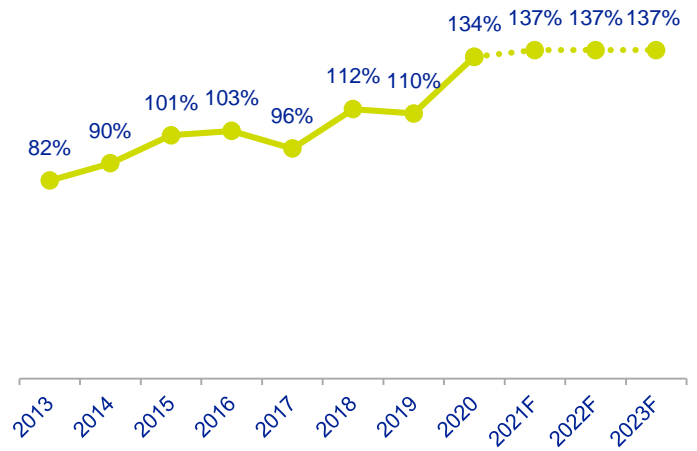
Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu phát sinh mới sẽ giảm xuống, nhờ:

- Công ty tài chính MCredit đã siết chặt chính sách tín dụng kể từ đầu năm 2020 và không còn chú trọng tăng trưởng tín dụng nhanh như giai đoạn trước;
- Các khoản vay doanh nghiệp vừa và nhỏ (với dư nợ chiếm 30% cơ cấu tín dụng) vốn là phân khúc dễ tổn thương do dịch Covid-19, nhiều khả năng sẽ phục hồi trong năm 2021 do Việt Nam đã kiểm soát rất tốt dịch bệnh;
- Đến 31/12/2020, nợ tái cơ cấu do Covid-19 chỉ còn 2.800 tỷ đồng, giảm hơn một nửa so với cuối Q2/2020 và chiếm 0,9% dư nợ. Dư nợ được tái cơ cấu của MBB ít tập trung vào các lĩnh vực bị ảnh hưởng nhiều bởi dịch bệnh như nhà hàng và khách sạn;
- Trái phiếu doanh nghiệp mà MBB đang nắm giữ chủ yếu bao gồm các doanh nghiệp lớn hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và năng lượng tái tạo. Mặc dù gặp một số khó khăn trong năm 2020 do dịch Covid-19 và tình trạng quá tải mạng lưới điện, tuy nhiên, chúng tôi chưa thấy dấu hiệu nợ xấu có thể gia tăng một cách đáng kể trong các ngành này;
- Định hướng tăng tỷ trọng cho vay cá nhân và giảm tỷ trọng cho vay doanh nghiệp cũng giúp giảm rủi ro tập trung của MBB;
- Tuy nhiên, việc tăng trưởng tín dụng ở mức cao có thể khiến MBB gặp khó khăn trong việc kiểm soát chất lượng tín dụng của các khoản vay mới.

**Tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn vẫn được giữ ở mức thấp**



**Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đang được cải thiện và ở mức khá an toàn**



Nguồn: MBB

Cho năm 2021, chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng sẽ giảm 6,8%, đạt 5.704 tỷ đồng, chiếm 1,6% dư nợ tín dụng, giảm so với mức 2,1% năm 2020. Dự phóng lạc quan của chúng tôi đến từ việc:

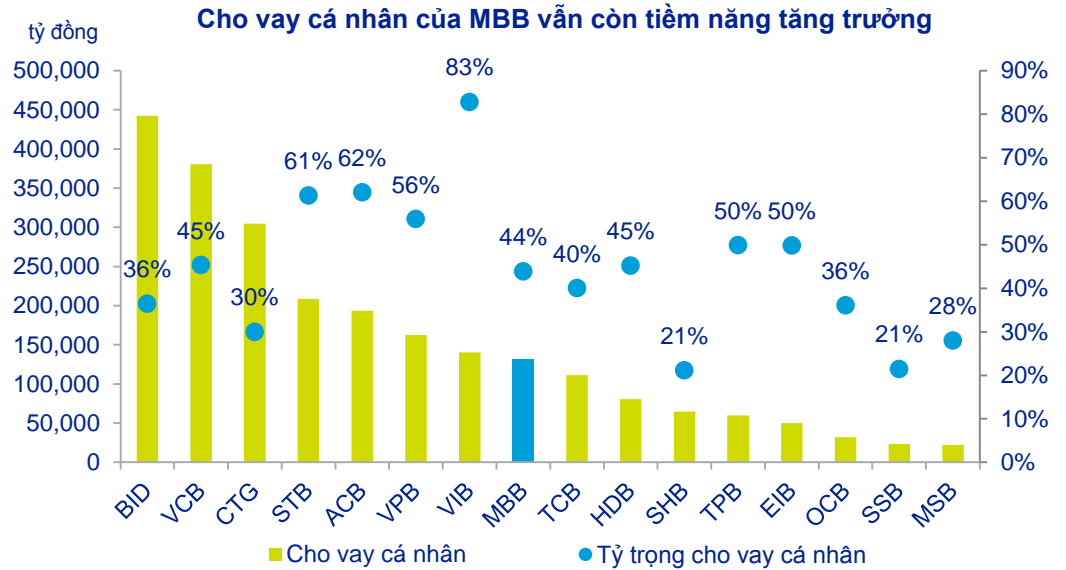
- MBB đã chủ động trong việc trích lập dự phòng với tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên mức 134% tại 31/12/2020, cao thứ 4 trong ngành, chỉ sau VCB, TCB và ACB;
- Lợi nhuận trước thuế (không chính thức) tăng gấp đôi trong Q1/2021, đạt 4.600 tỷ đồng, chủ yếu nhờ nợ xấu giảm và chi phí dự phòng giảm. Kết quả kinh doanh xuất sắc trong Q1/2021 hỗ trợ kỳ vọng lạc quan của chúng tôi.

### NIM có thể tăng nhẹ trong năm 2021

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng NIM của MBB sẽ cải thiện nhẹ 5 điểm cơ bản nhờ:

- Tình hình tài chính của các khách hàng đã cải thiện và các khách hàng bắt đầu trả lãi vay cho MBB sau thời gian ưu đãi lãi suất kể từ Q3/2020. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm 2021 và sẽ hỗ trợ trong thu nhập lãi của MBB;
- MBB vẫn còn khả năng duy trì mức tăng trưởng tín dụng cao hơn huy động. Các chỉ số giới hạn cấp tín dụng và an toàn vốn của MBB vẫn đang ở mức an toàn. Tại 31/12/2020, tỷ lệ LDR chỉ ở mức 72,3%, thấp hơn nhiều so với giới hạn tối đa 85% của NHNN và CAR theo Thông tư 41 (Basel 2) đạt 10,4%, cao hơn mức tối thiểu 8% trong khi MBB chưa sử dụng vốn cấp 2. Tăng trưởng tín dụng ở mức cao sẽ giúp cải thiện lợi suất tài sản và NIM của MBB;
- Tín dụng cá nhân vẫn còn khả năng tăng trưởng với động lực từ cho vay mua nhà và cho vay tiêu dùng (của MCredit). Đây là những mảng thường có lãi suất cao hơn so với cho vay doanh nghiệp. Tỷ trọng cho vay cá nhân của MBB vẫn còn thấp so với các ngân hàng tư nhân khác như STB, ACB, VPB và VIB;
- CASA từ khách hàng cá nhân, mặc dù mới chỉ chiếm 10% tổng tiền gửi khách hàng, vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng. CASA tăng lên sẽ giúp MBB giảm chi phí vốn và cải thiện NIM.

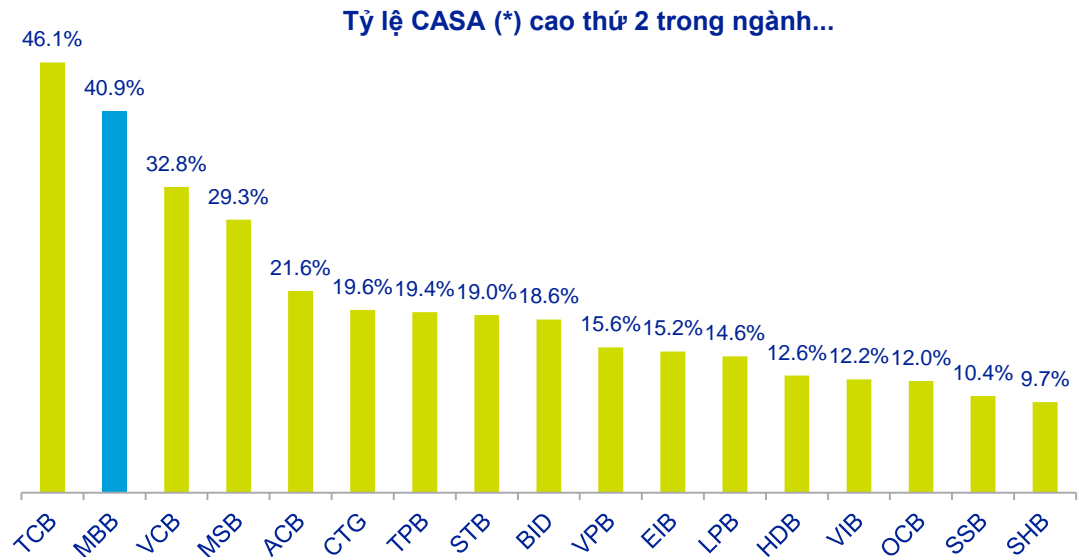




Nguồn: các ngân hàng

### CASA đang được cải thiện nhờ phát triển kênh ngân hàng số

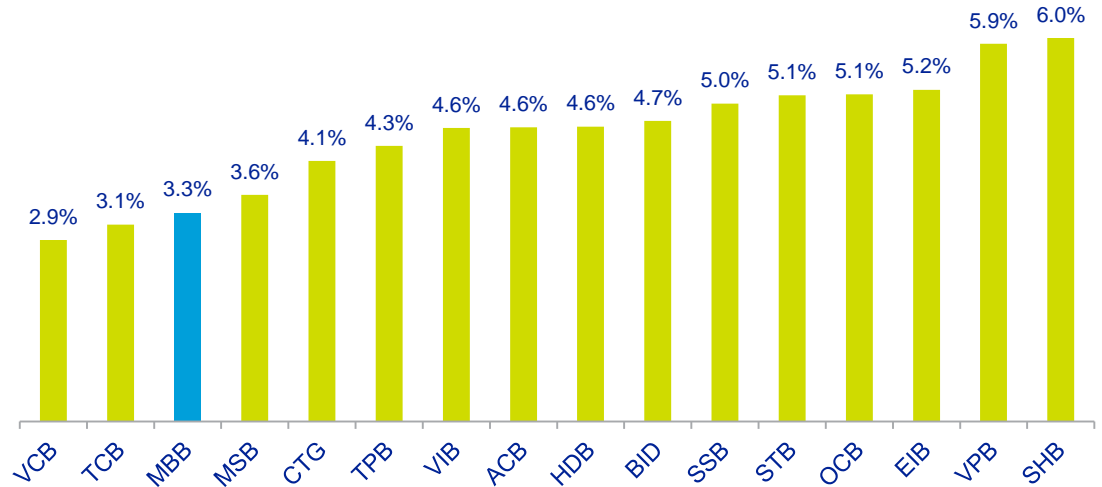
Với lợi thế về nguồn khách hàng doanh nghiệp sẵn có, MBB nhận được lượng huy động tiền gửi không kỳ hạn (CASA) lớn với lãi suất gần 0%. Tỷ lệ CASA của MBB tại 31/12/2020 đạt 41%, cao thứ 2 trong ngành. Nhờ đó, MBB cũng là một trong những ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất ngành (năm 2020: 3,3%).



(\*): CASA bao gồm tiền gửi không kỳ hạn, tiền gửi kỳ quỹ và tiền gửi cho mục đích riêng biệt

Nguồn: các ngân hàng, ACBS

### ... đem lại nguồn vốn rẻ cho MBB



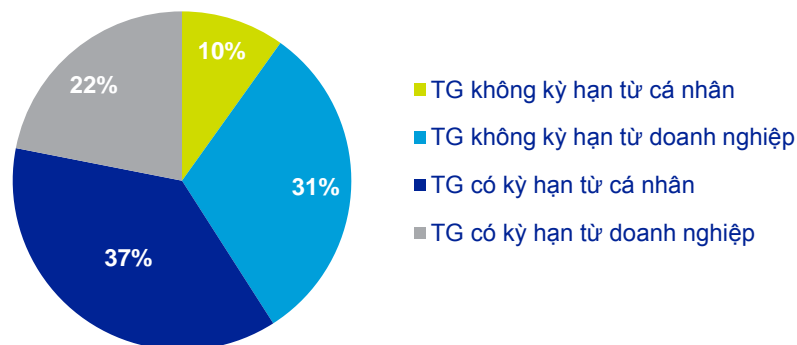
Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng CASA từ khách hàng cá nhân sẽ là động lực tăng trưởng CASA chính trong những năm tới do CASA từ khách hàng cá nhân có tính bền vững cao hơn so với CASA của khách hàng doanh nghiệp và còn nhiều dư địa để các ngân hàng thu hút.

Hiện tại, MBB đang hợp tác với IBM để xây dựng hệ thống công nghệ thông tin và IBM sẽ tư vấn cho MBB về các xu hướng công nghệ mới nhất của các ngân hàng quốc tế. Cộng với những thế mạnh sẵn có về tập khách hàng và đi tiên phong trong việc phát triển ứng dụng số, MBB sẽ là một trong những ngân hàng mạnh mẽ nhất trong cuộc đua giành thị phần CASA từ phân khúc cá nhân. Trong năm 2020, số lượt giao dịch qua kênh ngân hàng số của MBB đạt 90 triệu lượt, tăng gấp 3 lần so với năm 2019.

Mặc dù tỷ trọng CASA của khách hàng cá nhân vẫn còn thấp (chiếm 10% tổng tiền gửi khách hàng tại 31/12/2020) nhưng đã tăng gấp đôi trong năm 2020 nhờ giới thiệu ứng dụng ngân hàng số trên điện thoại vào năm 2019 và áp dụng các sáng kiến như mở tài khoản số đẹp để thu hút các khách hàng trẻ tuổi. CASA từ cá nhân đã tăng 50% trong Q1/2021 và MBB kỳ vọng sẽ tăng gấp đôi trong năm 2021.

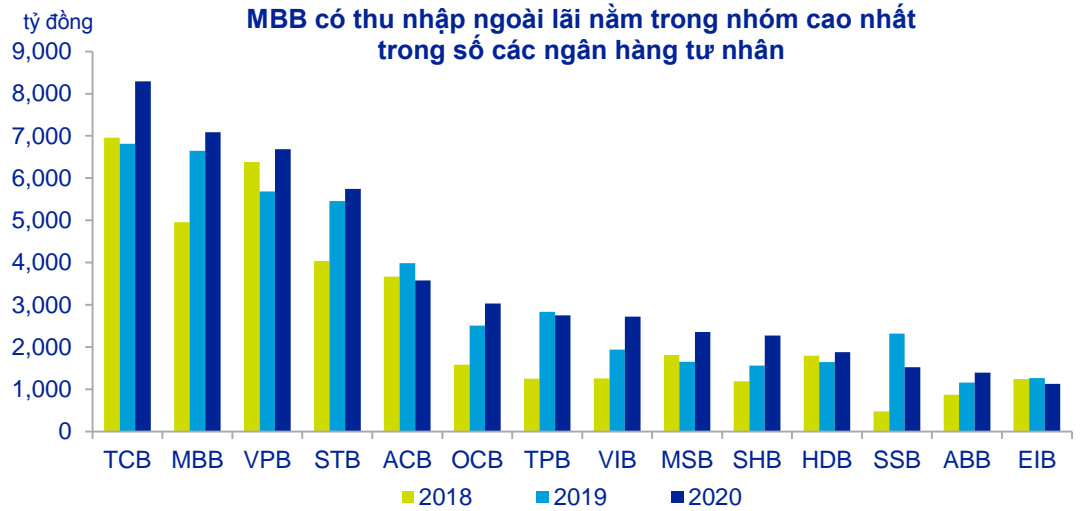
### Tiền gửi không kỳ hạn từ cá nhân chưa chiếm tỷ trọng lớn, nhưng sẽ tăng trưởng nhanh chóng



Nguồn: MBB, ACBS. Tại 31/12/2020.

## Thu nhập ngoài lãi có thể tăng nhẹ trong năm 2021

Cơ cấu tổ chức theo mô hình tập đoàn đa năng giúp MBB có thể tối ưu và đa dạng hóa nguồn thu nhập từ việc bán chéo các sản phẩm tài chính trong tập đoàn. Nhờ đó, thu nhập phi từ các mảng dịch vụ như thanh toán, bảo hiểm, môi giới chứng khoán, bảo lãnh phát hành, quản lý quỹ và các hoạt động tự doanh như kinh doanh ngoại hối, mua bán chứng khoán thường xuyên đem lại thu nhập ngoài lãi rất lớn cho MBB.

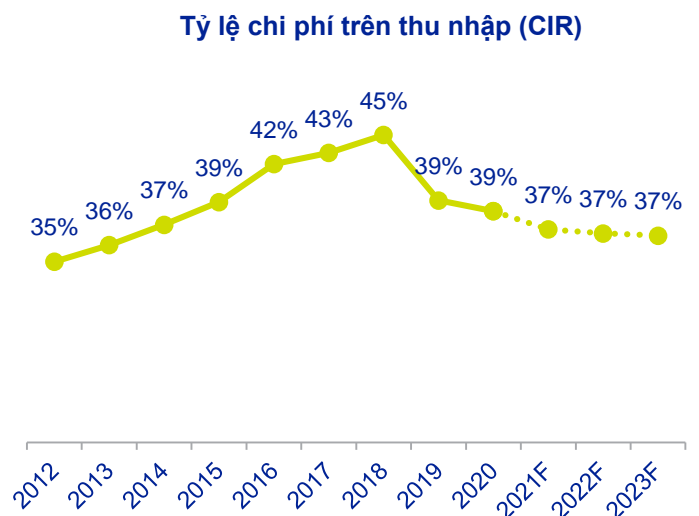
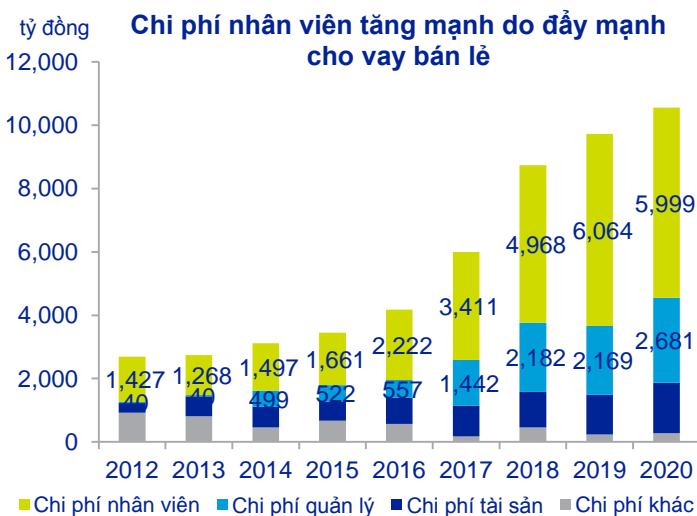


Nguồn: các ngân hàng

Mặc dù chúng tôi dự phóng thu nhập từ phí dịch vụ sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2021, tuy nhiên, chúng tôi dự phóng thu nhập ngoài lãi sẽ chỉ tăng 5% do thu nhập từ mua bán chứng khoán sẽ gặp khó khăn do lãi suất trái phiếu chính phủ trong năm 2021 khó có khả năng giảm mạnh như trong năm 2020.

## Chi phí hoạt động được quản lý ở mức hợp lý

MBB từng là một trong những ngân hàng có tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) thấp nhất ngành. Tuy nhiên, kể từ năm 2014 trở đi, do đẩy mạnh hoạt động cho vay bán lẻ nên ngân hàng tăng cường tuyển dụng và khiến chi phí cho nhân viên tăng mạnh trong giai đoạn này.



Nguồn: MBB

Tuy nhiên, với khả năng tạo ra doanh thu mạnh mẽ, tỷ lệ CIR đã giảm xuống mức 39% kể từ năm 2019. Mặc dù CIR vẫn được giữ ở mức hợp lý nhưng thu nhập của nhân viên MBB luôn nằm trong nhóm cao nhất trong ngành.

Năm 2021, MBB quản lý chi phí hoạt động theo mục tiêu giữ CIR ở mức 36% (ngân hàng mẹ), tương đương với năm 2020. Trong dài hạn, MBB hướng đến mục tiêu giảm dần tỷ lệ CIR nhờ chuyển đổi số để tiết kiệm chi phí hoạt động.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ CIR hợp nhất của MBB sẽ ở mức 37% trong giai đoạn 2021-2023.

## Định giá vẫn ở mức hấp dẫn

Chúng tôi định giá cổ phiếu MBB bằng hai phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư sử dụng những dự phóng và giả định cho giai đoạn 2021-2023 như sau:

- Tín dụng tăng trưởng bình quân 17,7%/năm.
- Tiền gửi khách hàng tăng trưởng bình quân 14,0%/năm.
- Thu nhập lãi thuần tăng trưởng bình quân 16,2%/năm.
- Tổng thu nhập tăng trưởng bình quân 14,5%/năm.
- Chi phí hoạt động tăng trưởng bình quân 13,1%/năm và CIR duy trì ở mức 37%.
- Chi phí dự phòng ở mức 1,9% dư nợ tín dụng trong năm 2021 và giảm về mức 1,8% trong những năm sau.
- Tỷ lệ trích quỹ khen thưởng phúc lợi chiếm 6% lợi nhuận sau thuế.
- Chi phí vốn chủ sở hữu 15% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 7%.

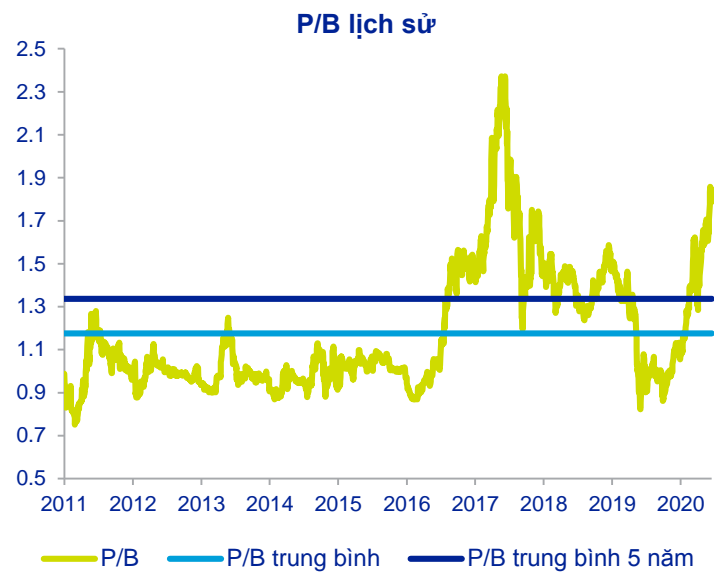
(Đơn vị: tỷ đồng)

Khoản mục	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Lợi nhuận sau thuế	6.113	7.823	8.263	10.809	12.224	13.663
(trừ) trích quỹ khen thưởng phúc lợi	(339)	(450)	(475)	(621)	(703)	(786)
(trừ) chi phí vốn chủ sở hữu	(4.225)	(4.896)	(5.700)	(7.186)	(8.462)	(9.854)
Thu nhập thặng dư	1.548	2.476	2.088	3.001	3.059	3.023
Chi phí vốn chủ sở hữu %	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Tăng trưởng dài hạn						7%
Giá trị cuối kỳ dự phóng						40.437
Hệ số chiết khấu				1,00	0,87	0,76
Hiện giá thu nhập thặng dư				3.001	2.660	2.286
Tổng hiện giá thu nhập thặng dư				7.947		
(cộng) Hiện giá của giá trị cuối kỳ				30.577		
(cộng) Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu				56.415		
Giá trị vốn chủ sở hữu				94.938		
Số lượng cổ phiếu (triệu)				2.799		
<b>Giá cổ phiếu cuối 2021 (VND)</b>				<b>33.900</b>		
<b>Giá cổ phiếu cuối Q1/2022 (VND)</b>				<b>35.200</b>		

Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E và P/B dự phóng năm 2021 là **9,3** lần và **1,68** lần.

- P/E và P/B theo giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn P/E và P/B hiện tại của MBB là 11,0 lần và 1,8 lần. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do bội số hiện tại đã phần nào phản ánh kỳ vọng khả quan vào kết quả kinh doanh năm 2021 của MBB.

- P/E và P/B theo giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn trung bình lịch sử do khả năng sinh lời cao của MBB và môi trường vĩ mô thuận lợi cho hệ thống ngân hàng Việt Nam.



Nguồn: Fiinpro, ACBS

### Tiềm năng tăng giá

- Tác động không đáng kể của Covid-19 dẫn đến nợ xấu phát sinh thấp hơn dự kiến và khả năng sinh lời cao hơn dự kiến.
- Tình trạng dư thừa thanh khoản trong hệ thống ngân hàng kéo dài hơn dự kiến, dẫn đến lãi suất huy động giảm và NIM được cải thiện.

### Rủi ro giảm giá

- Tình trạng giãn cách xã hội kéo dài dẫn đến sự phục hồi chậm hơn dự kiến của phân khúc cho vay tiêu dùng và cho vay SME, dẫn đến nợ xấu phát sinh cao hơn dự kiến.

(Đơn vị: tỷ đồng)	Giá trị trường (VND):	30,500	Giá mục tiêu (VND):	35,200	Vốn hóa (tỷ đồng):	85,362	
<b>KẾT QUẢ KINH DOANH</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Thu nhập lãi thuần	11.219	14.583	18.000	20.278	24.251	28.120	32.237
Lợi nhuận từ dịch vụ	1.131	2.561	3.186	3.576	4.112	4.688	5.297
Lợi nhuận khác	1.517	2.392	3.465	3.509	3.326	3.640	3.847
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>13.867</b>	<b>19.537</b>	<b>24.650</b>	<b>27.362</b>	<b>31.689</b>	<b>36.447</b>	<b>41.380</b>
Tăng trưởng (%)	40,7%	40,9%	26,2%	11,0%	15,8%	15,0%	13,5%
Chi phí hoạt động	(5.999)	(8.734)	(9.724)	(10.555)	(11.763)	(13.410)	(15.154)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>7.868</b>	<b>10.803</b>	<b>14.927</b>	<b>16.807</b>	<b>19.926</b>	<b>23.037</b>	<b>26.227</b>
Chi phí dự phòng	(3.252)	(3.035)	(4.891)	(6.118)	(5.704)	(6.782)	(7.862)
<b>LN trước thuế</b>	<b>4.616</b>	<b>7.767</b>	<b>10.036</b>	<b>10.688</b>	<b>14.222</b>	<b>16.255</b>	<b>18.365</b>
<b>LN thuộc về cổ đông</b>	<b>3.308</b>	<b>5.773</b>	<b>7.373</b>	<b>7.788</b>	<b>10.187</b>	<b>11.521</b>	<b>12.878</b>
Tăng trưởng (%)	21,0%	74,5%	27,7%	5,6%	30,8%	13,1%	11,8%
<b>EPS điều chỉnh (VND)</b>	<b>1.822</b>	<b>2.672</b>	<b>3.170</b>	<b>2.808</b>	<b>3.640</b>	<b>4.116</b>	<b>4.601</b>
LN từ HĐKD cốt lõi	6.771	9.100	12.248	14.278	17.709	20.648	23.782
Tăng trưởng (%)	39,6%	34,4%	34,6%	16,6%	24,0%	16,6%	15,2%
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN)	190.238	223.440	265.498	322.278	390.668	457.082	525.644
Tăng trưởng (%)	23,6%	17,5%	18,8%	21,4%	21,2%	17,0%	15,0%
Tiền gửi khách hàng	220.176	239.964	272.710	310.960	357.604	407.669	460.666
Tăng trưởng (%)	13,0%	9,0%	13,6%	14,0%	15,0%	14,0%	13,0%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>313.878</b>	<b>362.325</b>	<b>411.488</b>	<b>494.982</b>	<b>581.995</b>	<b>676.414</b>	<b>766.454</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>28.170</b>	<b>32.643</b>	<b>37.998</b>	<b>47.907</b>	<b>56.415</b>	<b>65.696</b>	<b>75.775</b>
BVPS (VND)	15.516	15.109	16.338	17.275	20.157	23.473	27.075
<b>CHỈ SỐ</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1,2%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu (%)	96%	112%	110%	134%	137%	137%	137%
NIM (%)	4,2%	4,6%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
CIR (%)	43%	45%	39%	39%	37%	37%	37%
ROA (%)	1,2%	1,8%	2,0%	1,8%	2,0%	1,9%	1,9%
ROE (%)	13,2%	20,1%	22,1%	19,2%	20,7%	20,0%	19,3%
ROA điều chỉnh (%)	1,2%	1,7%	1,9%	1,7%	1,9%	1,8%	1,8%
ROE điều chỉnh (%)	12,4%	19,0%	20,9%	18,1%	19,5%	18,9%	18,2%
P/E (x)	25,8	14,8	11,6	11,0	8,4	7,4	6,6
P/B (x)	3,0	2,6	2,2	1,8	1,5	1,3	1,1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	2,0%	2,6%	3,3%

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM

Tel: (+84 28) 3823 4159

Fax: (+84 28) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (+84 4) 3942 9395

Fax: (+84 4) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Phó phòng phân tích

**Nguyễn Bình Thanh Giao**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

**CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**

**Lương Thị Kim Chi**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

**CVPT – Bất động sản**

**Phạm Thái Thanh Trúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

**CVPT – Tài chính, Ngân hàng**

**Cao Việt Hùng, CFA**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

**CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**

**Trần Nhật Trung**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

**CVPT – Dầu khí**

**Phan Việt Hưng**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

**CVPT – Công nghiệp**

**Huỳnh Anh Huy**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

**NVPT – Công nghiệp**

**Trần Trí An Phúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

**NVPT – Khối KHCN**

**Trịnh Viết Hoàng Minh**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

**NVPT – Kỹ thuật**

**Lương Duy Phước**

(+84 28) 3823 4159 (x250)

[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung, CFA**

(+84 28) 54 043 070

[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận GDKHĐC

**Chu Thị Kim Hương**

(+84 28) 54046630 (x308)

[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

**NV Quan hệ doanh nghiệp**

**Lê Thị Mai Như**

(+84 28) 3823 3834

[nhultm@acbs.com.vn](mailto:nhultm@acbs.com.vn)

**NV Chăm sóc khách hàng**

**Lê Nguyễn Tiến Thành**

(+84 28) 3823 4798

[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

**Chuyên viên GDKHĐC**

**Trần Thị Thanh**

(+84 28) 3824 7677

[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

**Chuyên viên GDKHĐC**

**Chu Thị Minh Phương**

(+84 28) 3823 4159 (ext:357)

[phuongctm@acbs.com.vn](mailto:phuongctm@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Lý Ngọc Dung**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)

[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**

**Nguyễn Phương Nhi**

(+84 28) 3823 4159 (ext:315)

[nhinp@acbs.com.vn](mailto:nhinp@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2021). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.