

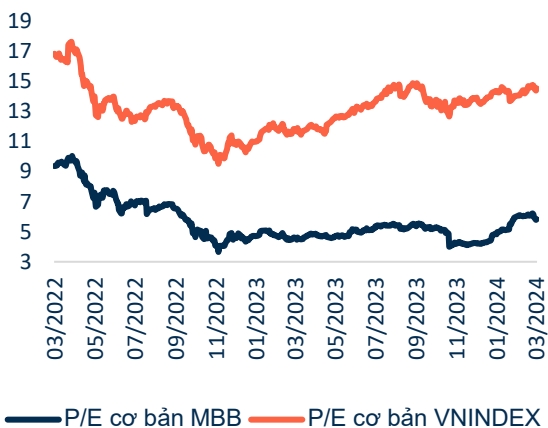
Thông tin cổ phiếu (29/03/2024)

Giá hiện tại	25,400 VND
Giá mục tiêu	30,150 VND
Giá cao nhất 52 tuần	25,700 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	15,250 VND
KLGD TB 3 tháng	22,918,061 CP
SL CPLH	5,287 Triệu CP
Tỷ lệ SHNN	23.24%
Vốn hóa TT	134,292 Tỷ VND
BVPS	17,761
Beta (6 tháng)	1.10

DIỄN BIẾN GIÁ MBB VÀ VNINDEX



P/E VNINDEX VÀ MBB



Luận điểm đầu tư:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) với mức giá mục tiêu 30,150 đồng/cp, upside 18.7% so với giá 25,400 đồng/cp tại ngày 29/03/2024 dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư (RI), P/E, P/B và tỷ trọng 33.33% cho mỗi phương pháp với một số điểm nhấn sau (1) ROE của MBB luôn duy trì trên 19% trong vòng 5 năm trở lại đây, (2) tăng trưởng tổng tài sản 4 năm (CAGR) đạt 23.1% (3) tỷ lệ CASA duy trì top 1-2 ngành ngân hàng. Ngoài ra chúng tôi thể hiện quan điểm lạc quan ở năm 2024 và 2025 cho cổ phiếu MBB bởi:

- Mặc dù tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống chỉ đạt 13.7% trong năm 2023, MBB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng đạt 28% nguyên nhân chính đến từ tăng trưởng ở mảng cho vay bán lẻ khi dư nợ bán lẻ và micro-SME chiếm tới 51%.
- Kỳ vọng nợ xấu của MBB tiếp tục xu hướng giảm khi nợ nhóm 3, 4 ở Q4/2023 lần lượt giảm 27.1%, 3.3% so với Q3/2023 (QoQ). Bên cạnh đó nợ nhóm 2 cũng ghi nhận giảm làm giảm bớt áp lực “nhảy” nhóm nợ.
- NIM ở năm 2023 đạt 4.95% cao top 2 toàn ngành chỉ sau VPB. Ngoài ra, chúng tôi dự báo NIM có khả năng phục hồi trong năm 2024 về mức 5.13% (quanh mốc bình quân 5 năm của chính ngân hàng) bởi một lượng tiền gửi lãi suất cao sẽ đáo hạn ở cuối Q4/2023 và đầu năm 2024 giúp làm giảm chi phí vốn vay (COF) của MBB.

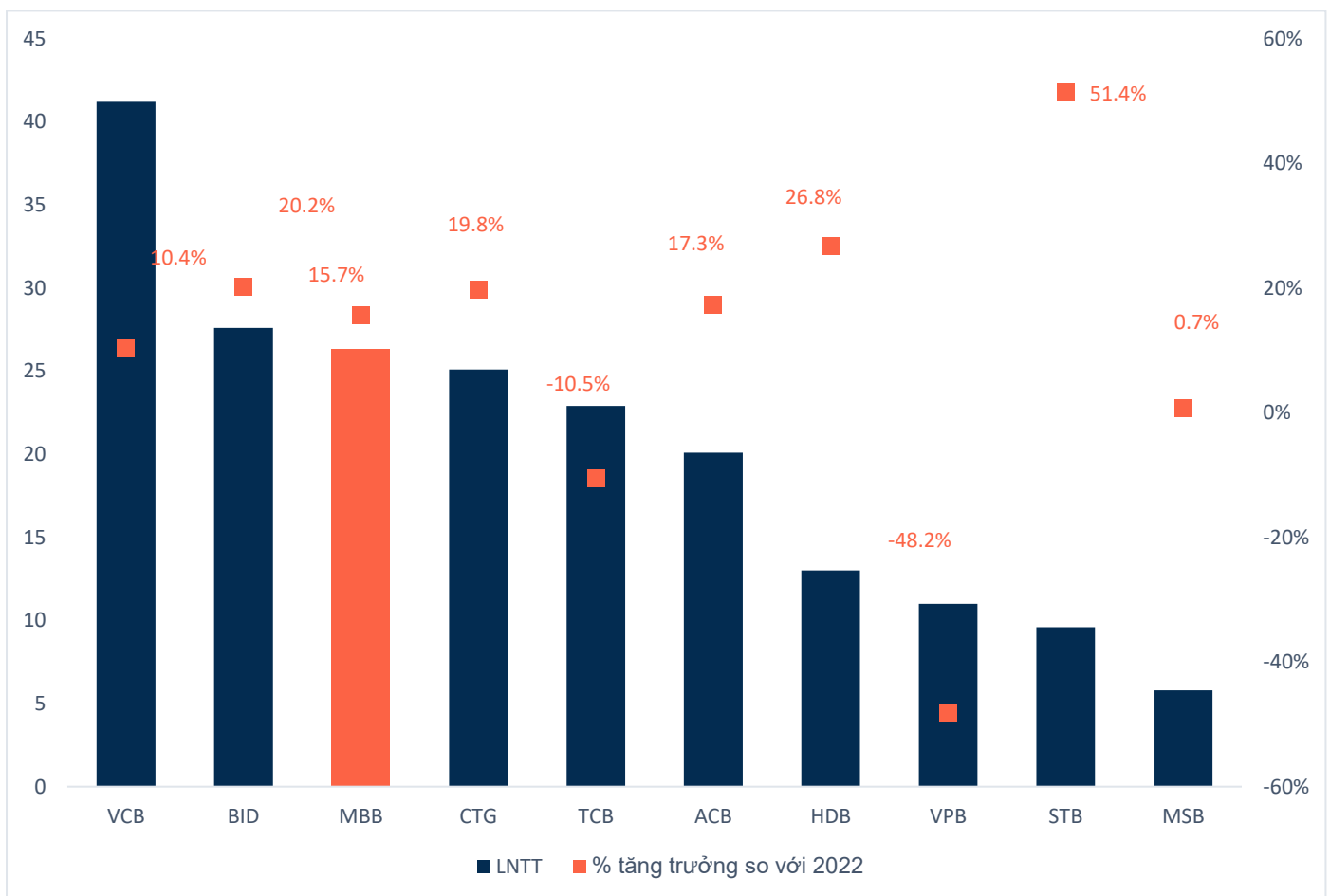
Rủi ro giảm giá:

- Tình hình nợ xấu có thể bất ngờ tăng mạnh hơn dự kiến, đến từ Novaland, Trung Nam (mặc dù dư nợ của các tập đoàn này vẫn ở nhóm 1). Ngoài ra việc hết hiệu lực thông tư 02 vào giữa năm 2024 có thể làm tăng tỷ lệ nợ xấu (NPL).
- Nhu cầu tín dụng của nền kinh tế thấp hơn dự kiến trong bối cảnh kinh tế khó khăn dẫn đến tăng trưởng tín dụng không đạt như kỳ vọng.
- Tỷ giá tăng mạnh hơn dự kiến khi (1) nhu cầu USD trong nước tăng cao trong ngắn hạn (2) FED duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài làm ảnh hưởng tới chính sách tiền tệ của Việt Nam.

Cập nhật KQKD:

Trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế khi tăng trưởng tín dụng tính toán hệ thống đến hết năm 2023 đạt 13.7% so với con số 14.2% ở năm 2022, MBB vẫn ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng đạt 28%. Q4/2023 thu nhập lãi thuần (NII) của MBB đạt 9,163.5 tỷ đồng giảm 5.1% so với cùng kỳ năm 2022 (YoY), trong khi đó lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng 19% YoY đạt 1,455.7 tỷ đồng, tổng thu nhập hoạt động đạt 11,750 tỷ đồng xấp xỉ so với năm 2022. CASA thuộc топ đầu ngành khi đạt 40.2%. NIM đạt 4.79% ở Q4/2023 giảm lần lượt 87 điểm cơ bản YoY và 81 điểm cơ bản QoQ. Chất lượng tài sản được duy trì ở mức tốt khi nợ xấu (NPL) ở mức 1.6% giảm 29 điểm cơ bản so với 1.89% ở Q3/2023, từ đó làm giảm áp lực lên chi phí dự phòng rủi ro tín dụng khi con số này đạt 1,587.2 tỷ đồng tương ứng với giảm 55.7% YoY. Kết thúc năm 2023 tăng trưởng tín dụng của MBB đạt 28.3%, trong đó tăng trưởng cho vay khách đạt 33.7% YoY, trái phiếu doanh nghiệp giảm 21.6% YoY đạt 38,448.2 tỷ đồng. Tăng trưởng tiền gửi đạt mức 31%. Lợi nhuận sau thuế (LNST) của ngân hàng đạt 21,053.8 tỷ đồng tăng 15.97% YoY.

Lợi nhuận trước thuế 2023 và % tăng trưởng so với năm 2022



Nguồn: BCTC, FNS Research

TÓM TẮT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2023

Đv: tỷ VND	2023	2022	+/-% YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	38,638.9	36,023.1	+7.2%	Thu nhập lãi thuần tăng 7.2% YoY do thu nhập lãi cho vay tăng 35.39% đạt 53,081.1 tỷ đồng
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	4,085.2	4,135.6	-1.2%	Với nghị định 67/2023/NĐ-CP khi Bộ Tài chính (MoF) cấm NHTM bán bảo hiểm khi ngân hàng đang giải ngân cho vay tránh hiện tượng “bia kèm lạc”, mảng thu nhập từ bảo hiểm giảm 19% YoY. Ngoài ra mảng môi giới chứng khoán ghi nhận mức sụt giảm 14% YoY.
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	47,306.1	45,592.6	+3.8%	TOI ghi nhận mức tăng trưởng dương 3.8% nhờ đóng góp chính đến từ thu nhập lãi thuần (NII). Các ngân hàng có cùng quy mô tổng tài sản (TTS) như TCB, VPB ghi nhận mức giảm, trong khi đó TOI của STB gần như đi ngang.
Chi phí hoạt động	-14,912.9	-14,815.6	+0.7%	Chi phí hoạt động có xu hướng giảm kể từ năm 2018. Chi phí hoạt động của năm 2023 xấp xỉ năm 2022 do chi phí thưởng theo hiệu quả công việc giảm, trong khi đó chi phí lương và các chi phí khác không thay đổi nhiều.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-6,087	-8,047.7	-24.4%	Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm đến từ việc chi phí dự phòng rủi ro cho vay khách giảm 22.34% YoY.
LNST	20,676.8	17,482.7	+18.3%	
Tăng trưởng tín dụng	+27.9%	+24.8%		Tăng trưởng tín dụng được đóng góp bởi sự tăng trưởng mạnh trong mảng cho vay doanh nghiệp (+40% YoY) và tăng trưởng trong cho vay cá nhân (+25% YoY). Ngoài ra, ở Q4/2023 cho vay doanh nghiệp và bán lẻ tăng trưởng mạnh trong năm đạt 17% QoQ.
Tăng trưởng huy động	+28.5%	+19.6%		Huy động từ khách hàng +28.5% YoY trong đó tăng trưởng mạnh ở tiền gửi cá nhân +34.3%. Ngoài ra, huy động từ giấy tờ có giá (GTCG) và huy động từ các tổ chức lần lượt tăng 30% và 35% YoY

NPL	1.60%	1.09%	Nợ dưới tiêu chuẩn (nợ nhóm 3) và nợ nghi ngờ (nợ nhóm 4) tăng lần lượt 111.62% và 203.43% YoY góp phần làm tăng tỷ lệ nợ xấu (NPL). Ngoài ra nguyên nhân một phần đến từ nợ liên đới.
CASA	40.2%	41%	Cải thiện đáng kể so với 36.0% ở Q3/2023. Tiền gửi không kì hạn của khách hàng và tổ chức tín dụng (TCTD) tăng 29% và 578.3% YTD.
NIM	4.95%	5.72%	Chi phí vốn (COF) có thể giảm từ Q1 khi các khoản huy động lãi suất cao kì hạn 12 tháng sẽ đáo hạn vào đầu năm 2024 từ đó là chất xúc tác để cải thiện NIM.

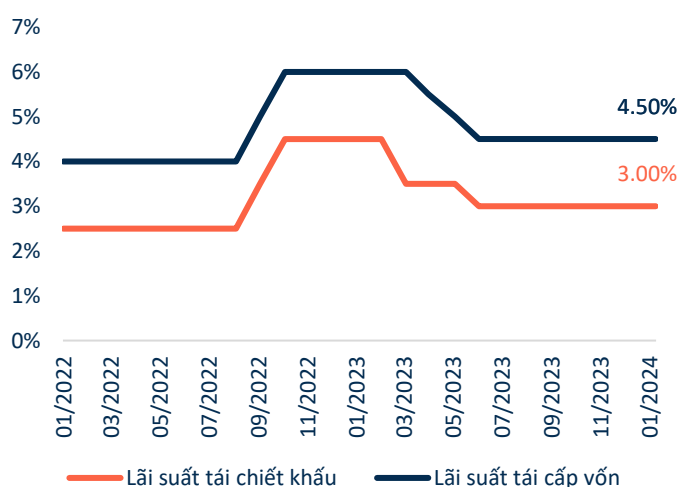
VĨ MÔ

Tỷ giá và mặt bằng lãi suất

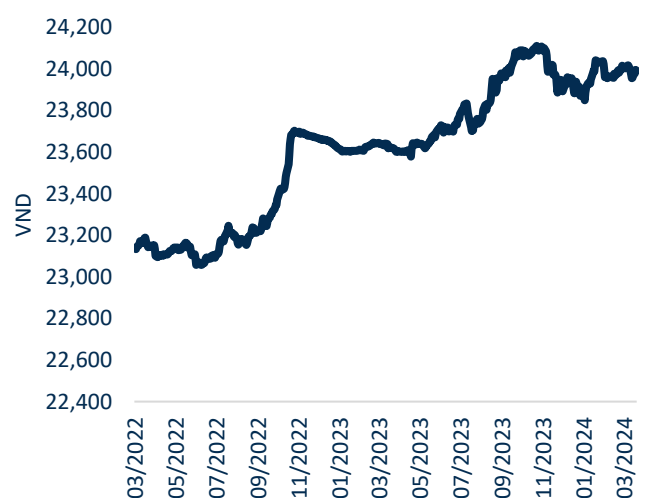
Mặc dù chịu áp lực từ chính sách thắt chặt tiền tệ của FED khi đã neo giữ lãi suất trong phạm vi từ 5.25% - 5.5% trong năm 2023, tỷ giá USD/VND vẫn được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) kiểm soát tốt. Kết thúc 2023, tỷ giá trung tâm ở mức 23,866 VND tăng 3.1% so với đầu năm 2022, đây là một mức thấp khi so với các đồng tiền trong khu vực như Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan.

Tính tới ngày 11/03/2024 tỷ giá trung tâm đạt mốc 23,972 tăng 0.4% so với đầu năm 2024, nguyên nhân đến từ việc xu hướng nắm giữ đồng USD tăng cao khi Swap liên tục âm, ngoài ra còn đến từ việc FED chậm hạ lãi suất hơn dự kiến.

Lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn



Tỷ giá trung tâm

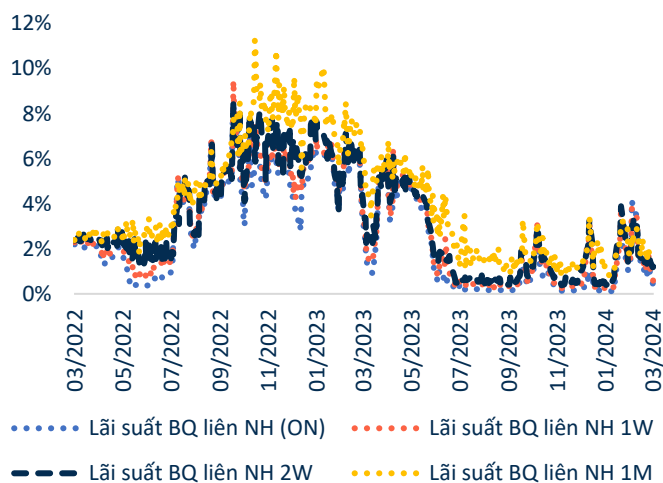


Nguồn: Fiinpro, FNS Research

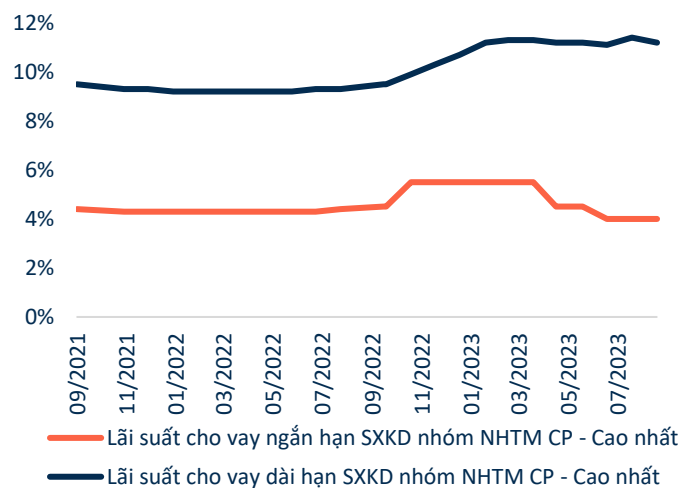
Qua năm 2024 chúng tôi kì vọng chính sách tiền tệ của FED phần nào được “nới lỏng” khi chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Mỹ đạt 3.1% ở tháng 1/2024, có khả năng tiếp tục hạ nhiệt. Do vậy chúng tôi kì vọng FED có khả năng hạ lãi suất cuối Q2/2024, và chỉ số Dollar Index (DXY) sẽ có khả năng về dưới mốc 100 trong năm 2024. Từ đó NHNN sẽ có nhiều dư địa hơn trong việc điều hành tỷ giá.

Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất VND **KHÓ** có khả năng duy trì ở mức thấp trong thời gian dài do (1) áp lực tăng từ tỷ giá khi tính từ đầu năm đến ngày 11/03/2023 tỷ giá đã tăng 0.44% đạt mốc 23,972 và (2) hiện trạng thừa thanh khoản trong hệ thống ngân hàng khó kéo dài lâu. Vì vậy chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất thấp có thể duy trì hết Q1, Q2/2024 và nhích nhẹ kể từ Q3/2024 tuy nhiên vẫn duy trì ở **NỀN THẤP**.

Lãi suất bình quân liên ngân hàng



Lãi suất nhóm NHTM CP - Cao nhất



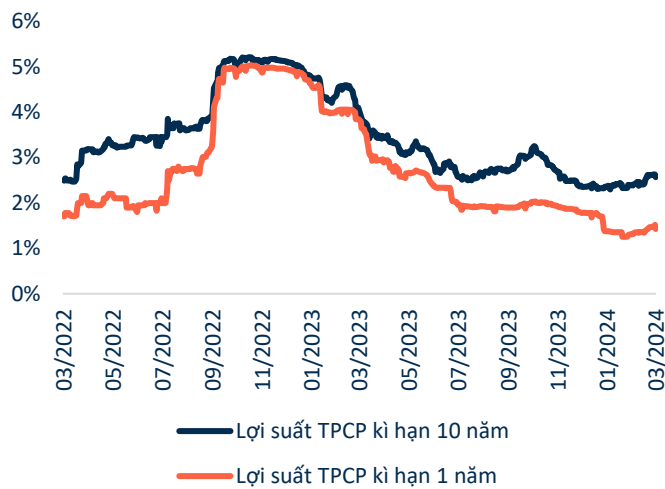
Nguồn: Fiipro, FNS Research

Lãi suất cho vay ngắn hạn SXKD nhóm NHTM CP kể từ đầu năm 2023 có xu hướng giảm phần nào cho thấy nhu cầu sử dụng vốn lưu động của doanh nghiệp và cá nhân suy giảm. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay dài hạn vẫn tiếp tục neo cao trong bối cảnh kinh tế phục hồi chưa mạnh mẽ, từ đó chưa thể kích thích nhu cầu vay vốn dài hạn của doanh nghiệp và cá nhân. Tình trạng này có khả năng dẫn đến hiện tượng dư thừa thanh khoản trong hệ thống ngân hàng khi một lượng tiền lớn cho vay ngắn hạn vẫn tồn đọng.

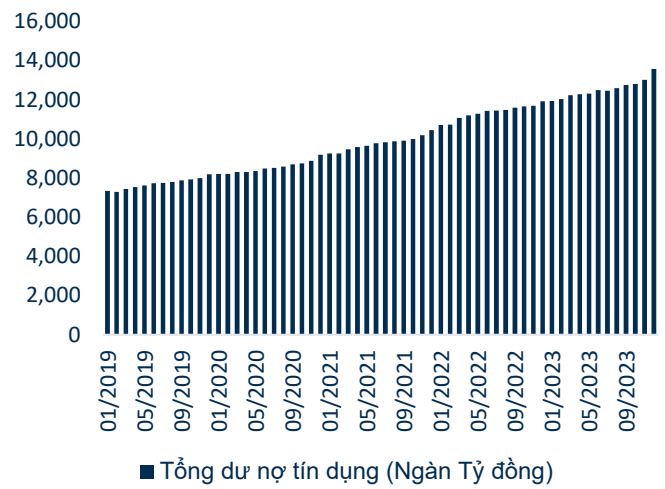
Hơn thế nữa với việc lãi suất huy động được giảm về quanh mức 4.73% - 4.98%/năm, người dân có khả năng dịch chuyển từ tiền gửi kì hạn dài xuống tiền gửi ở những kì hạn ngắn hạn hơn, từ đó làm ảnh hưởng đến tỷ lệ ngắn hạn cho vay trung dài hạn (MTL) nghĩa là ngân hàng có thể sẽ thiếu vốn cho vay trung dài hạn, và thừa vốn cho vay ngắn hạn.

Ngoài ra tăng trưởng tín dụng toàn ngành ngân hàng ở năm 2023 đạt 13.7%, trong khi đó tăng trưởng huy động đạt mốc 14% so với năm 2022 đạt 13.5 triệu tỷ đồng, điều này phần nào thể hiện dòng vốn trong nền kinh tế đang bị nghẽn.

Lợi suất trái phiếu chính phủ



Tổng dư nợ tín dụng tính tới tháng 12/2023



Nguồn: Fiinpro, FNS Research

Nhiều chính sách được sửa đổi bổ sung và kéo dài ảnh hưởng tới ngành Ngân hàng

Bảng tóm tắt

Thông tư	Nội dung chính	Tác động
TT02/2023	<p>Phó Thống đốc Đào Minh Tú cho biết NHNN nhất trí kéo dài thông tư 02 về việc cơ cấu nợ giữ nguyên nhóm nợ đến hết ngày 30/06/2024</p> <p>Nội dung thông tư 02/2023/TT-NHNN</p> <ol style="list-style-type: none"> Cơ cấu thời hạn trả nợ <ol style="list-style-type: none"> Số dư nợ được cơ cấu không quá hạn đến 10 ngày Thời gian cơ cấu lại thời hạn trả nợ phải phù hợp với mức độ khó khăn và không quá 12 tháng Giữ nguyên nhóm nợ đối với khoản nợ được cơ cấu thời gian trả nợ Trích lập dự phòng rủi ro (số tiền dự phòng cụ thể phải trích bổ sung) <ol style="list-style-type: none"> Đến 31/12/2023: Tối thiểu 50% số tiền dự phòng cụ thể phải trích bổ sung Đến 31/12/2024: Trích thêm số còn lại để đủ 100% số tiền dự phòng cụ thể phải trích bổ sung 	<p>Mặc dù không làm thay đổi bản chất của nợ xấu, nhưng việc gia hạn về giữ nguyên nhóm nợ giúp giảm áp lực tỷ lệ nợ xấu (NPL) cho ngành ngân hàng, ngoài ra doanh nghiệp được hưởng lợi có khả năng tiếp cận được vốn vay mới khi không được liệt vào danh sách nợ xấu và có thời gian để trả nợ.</p>

TT22/2023	Sửa đổi, bổ sung TT41/2016	<p>Làm giảm hệ số Risk-Weighted Assets (RWA) đối với một số khoản cấp tín dụng cho BĐS KCN, nông nghiệp, nhà ở xã hội từ đó giúp cải thiện nhẹ chỉ số CAR. Bên cạnh đó cũng hỗ trợ đà tăng trưởng tín dụng của ngân hàng đặc biệt là ngân hàng Big 4.</p>
	<ol style="list-style-type: none"> Hệ số rủi ro (HSRR) đối với tài sản là khoản cấp tín dụng cho dự án BĐS được giữ nguyên ở mức 200% HSRR đối với tài sản là khoản cấp tín dụng áp dụng cho BĐS KCN giảm xuống 160% (từ 200%) HSRR đối với khoản cấp tín dụng cho vay cá nhân phục vụ phát triển nông nghiệp là 50% HSRR đối với cho vay mua nhà ở xã hội là 50% HSRR là 0% đối với các khoản cho vay, bảo lãnh, tiền gửi của các TCTD theo diện chuyển giao bắt buộc 	
TT26/2022	Sửa đổi, bổ sung TT22/2019	<p>Các ngân hàng Big 4 như VCB, BID, CTG được hưởng lợi trực tiếp về mặt tỷ lệ LDR từ TT26/2022 khi KBNN để tiền ở những ngân hàng này. Trong khi đó các NH TMCP hưởng lợi gián tiếp trong việc xử lý tỷ lệ LDR khi có thể vay interbank từ Big 4.</p>
	<p>Tiền gửi Kho bạc Nhà nước (KBNN) sẽ được tính vào tổng huy động với tỷ lệ khấu trừ</p> <ol style="list-style-type: none"> Từ ngày Thông tư này có hiệu lực thi hành đến 31/12/2023: 50% số dư tiền gửi của KBNN Từ ngày 01/01/2024 đến 31/12/2024: 60% số dư tiền gửi của KBNN Từ ngày 01/01/2025 đến 31/12/2025: 80% số dư tiền gửi của KBNN Từ ngày 01/01/2026: 100% số dư tiền gửi của KBNN 	

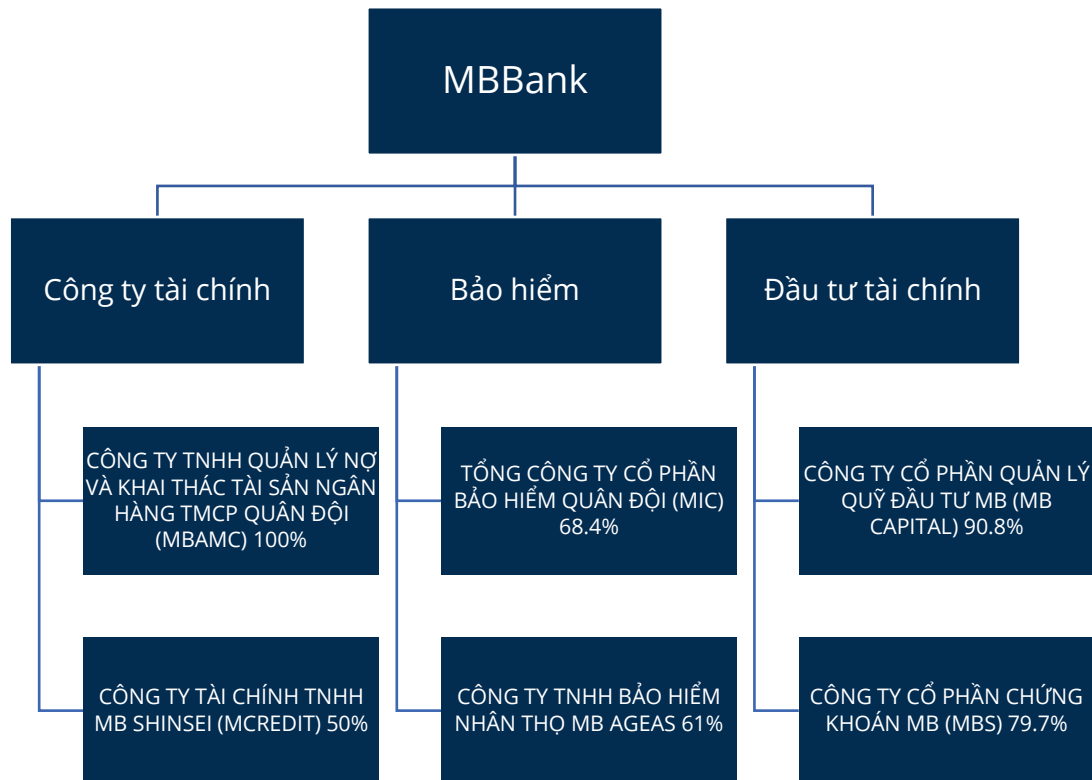
Nguồn: CSDL Quốc gia về VBPL, FNS Research

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử, sơ đồ tổ chức và cơ cấu cổ đông của MBB

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 2011. So với cùng kỳ 2022, năm 2023 Biên lãi thuần (NIM) ở mức 4.95%, giảm 0.77%. Tỷ lệ nợ xấu ở mức 1.60%, tăng 0.51%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 117% tại Q4/2023, giảm so với con số 121% tại Q3/2023. Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 20,676.79 tỷ đồng, tăng 18.27%. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) ở mức 23.88%, giảm 1.67%.

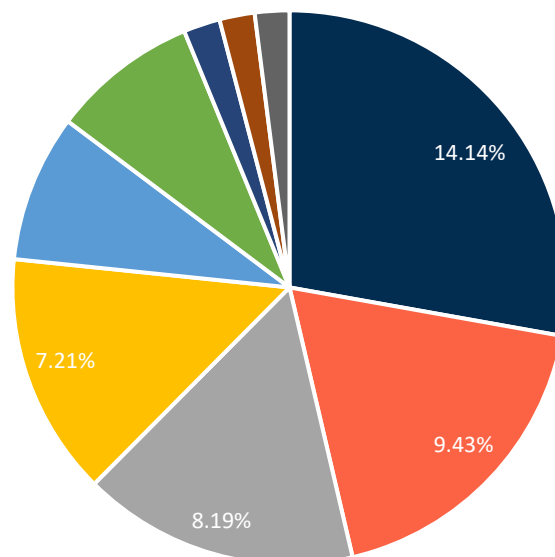
Cơ cấu và tỷ lệ sở hữu của MBBank tại các công ty con (31/12/2022)



Nguồn: MBB, FNS Research

Cơ cấu cổ đông (31/12/2023)

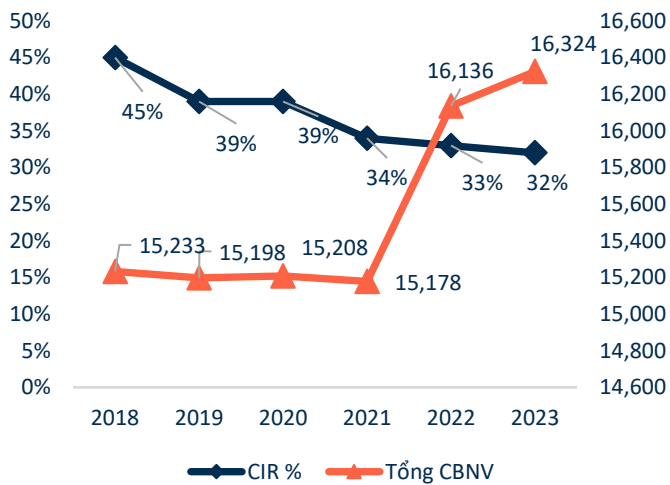
- Tập đoàn Công nghiệp - Viễn thông Quân đội
- Tổng Công ty Đầu Tư Và Kinh Doanh Vốn Nhà Nước
- Tổng Công Ty Trực Thăng Việt Nam
- Công Ty TNHH Một Thành Viên Tổng Công Ty Tân Cảng Sài Gòn
- Công Ty TNHH Nhà Nước Một Thành Viên Thương Mại Và Xuất Nhập Khẩu Viettel
- Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam
- Cttc Vietnam Equity Fund
- Norges Bank
- Vietnam Enterprise Investments Limited



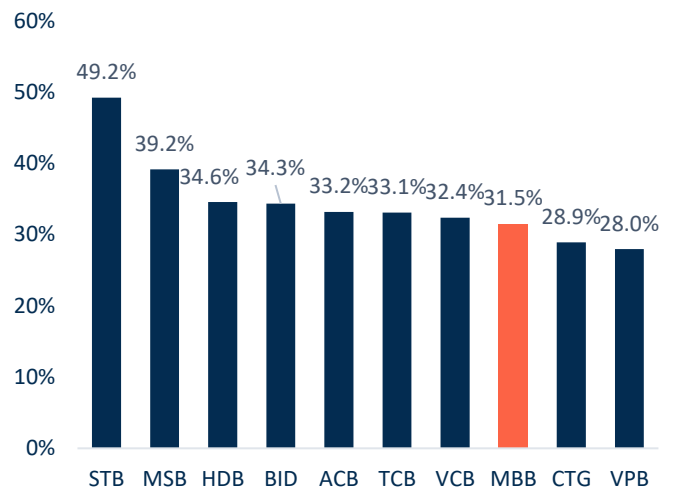
Nguồn: FiinPro, FNS Research

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập và tổng CBNV

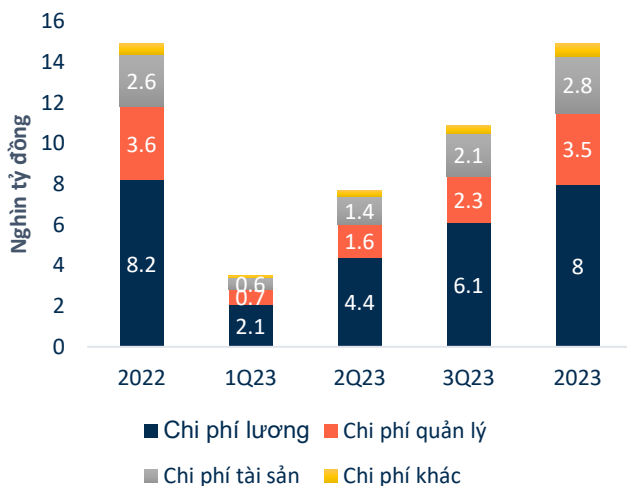


Tỷ lệ chi phí trên thu nhập Q4/2023



Nguồn: FiinPro, FNS Research

Cơ cấu chi phí của MBB



Nguồn: MBB, FNS Research

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) được duy trì ở mức tốt

Kể từ năm 2021 số lượng CBNV của MBB liên tục ghi nhận mức tăng trưởng cao từ 15,178 lên 16,324 CBNV tương ứng với tăng 7.6%. Trong khi đó tỷ lệ CIR liên tục ghi nhận mức sụt giảm từ 34% ở năm 2021 xuống còn 32% ở năm 2023 cho thấy MBB không chỉ mở rộng về mặt quy mô, mà còn hiệu quả trong việc quản lý chi phí. Tuy nhiên, chi phí nhân sự cho năm 2023 thấp hơn năm 2022 là do tiền thưởng bị suy giảm trong bối cảnh kinh tế khó khăn, không đến từ việc cắt giảm nhân viên. Ngoài ra

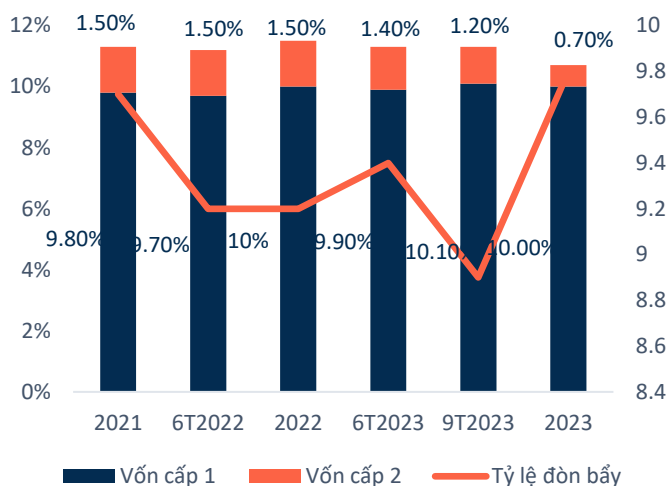
mặc dù tối ưu hóa chi phí hoạt động, nhưng thu nhập bình quân/CBNV của MBB vẫn tăng trưởng kép 7.6% trong giai đoạn từ 2020 đến 2023.

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) duy trì ở mức hợp lý

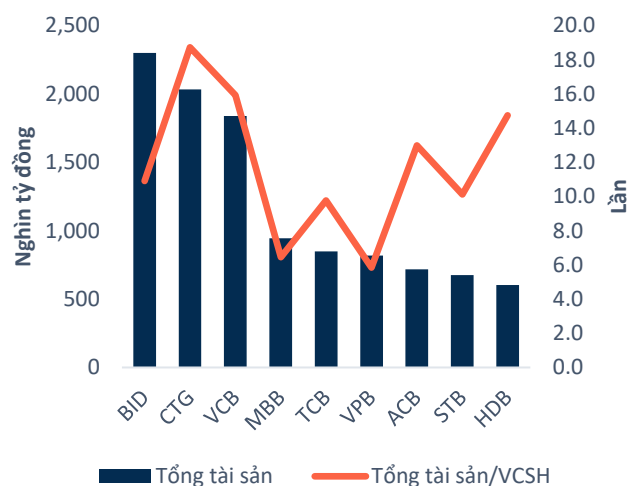
Tỷ lệ CAR của MBB ở năm 2023 đạt mức 10.7% lớn hơn mức 8% theo thông tư 41/2016/TT-NHNN. Tỷ lệ này của MBB sau TCB (14.4%) đối thủ trực tiếp của MBB. Bên cạnh đó tỷ lệ TTS/VCSH (A/E) ở mức 9.8 lần. Tỷ lệ CAR của MBB không quá vượt trội, tuy nhiên phù hợp với chiến lược cân bằng giữa rủi ro và khả năng sinh lời của ngân hàng.

Tính đến hết năm 2023 quy mô tổng tài sản (TTS) của MBB đạt 944.95 ngàn tỷ đồng đứng top 4 ngành ngân hàng (không tính Agribank) chỉ sau BID, CTG, VCB. Tổng tài sản của MBB đạt tăng trưởng kép 23.10% trong giai đoạn từ 2019 tới 2023. Đây là một mức tăng trưởng hết sức ấn tượng đối với một ngân hàng có quy mô TTS trên 900 ngàn tỷ đồng.

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR theo thông tư 41)



So sánh quy mô TTS và tỷ lệ A/E ở năm 2023

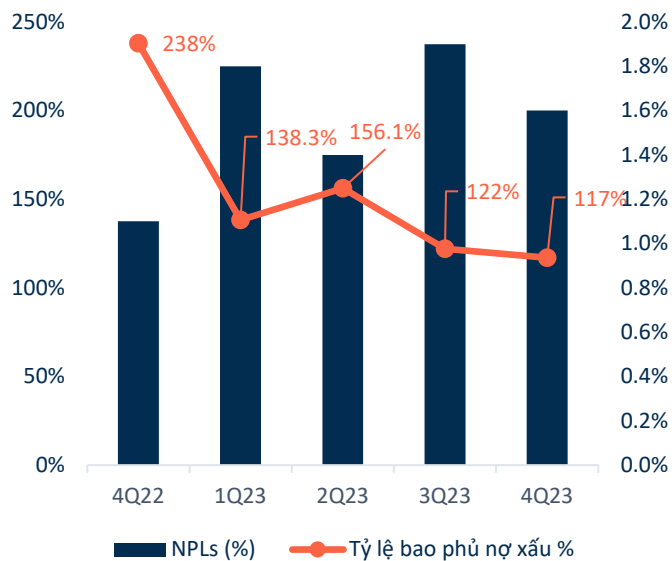


Nguồn: Fiiipro, MBB, FNS Research

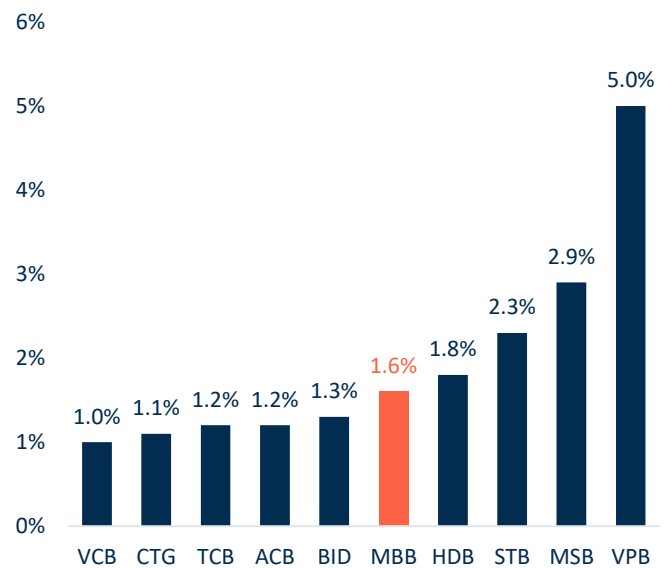
Kỳ vọng NPL đã đạt đỉnh ở Q3/2023

Ở Q4/2023 tỷ lệ nợ xấu của MBB đạt mức 1.6% tăng 56 điểm cơ bản (BPS) YoY, tuy nhiên giảm 29 BPS QoQ. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ việc cho vay thế chấp mua nhà khi tỷ trọng dư nợ cho vay hoạt động kinh doanh BĐS tăng từ 4.64% ở đầu năm lên 7.09%. Một điểm tích cực cho MBB là nợ cần chú ý (nợ nhóm 2) đạt 13,917.9 tỷ đồng tăng 78.23% YTD, tuy nhiên giảm 12.66% QoQ và có dấu hiệu tạo đỉnh so với Q2/2023 cho thấy chất lượng tài sản của ngân hàng có phần cải thiện. Ngoài ra so với Q3/2023 nợ dưới tiêu chuẩn (nợ nhóm 3) cũng ghi nhận mức cải thiện giảm còn 3,210.7 tỷ đồng (-27.08% QoQ). Từ đó làm giảm áp lực lên việc trích lập dự phòng của MBB khi ở Q3/2023 tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng đạt mốc 1.89% và trích lập dự phòng (+50.5% YoY). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tiếp tục giảm về mốc 117%, ngoài ra trong năm 2024 ban lãnh đạo đề ra mục tiêu giữ tỷ lệ LLR trên mức 100%.

NPL và LLR



Tỷ lệ nợ xấu (NPL) riêng lẻ

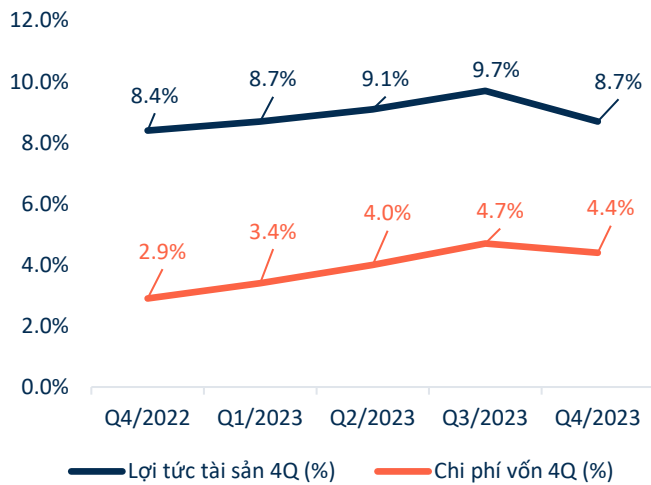


Nguồn: Fiinpro, MBB, BCTC, FNS Research

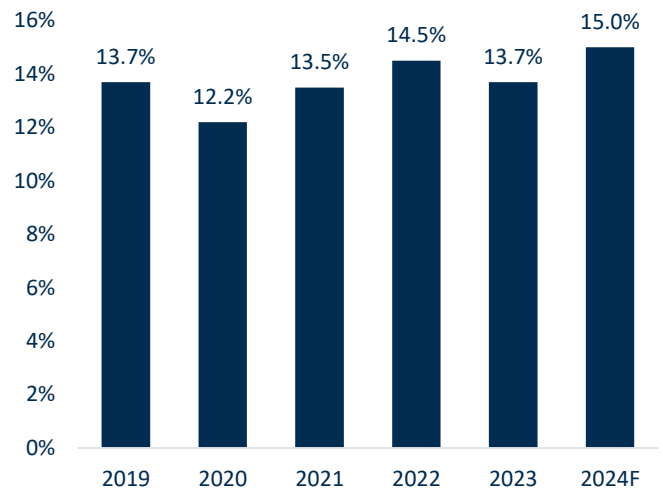
Tăng trưởng tín dụng ấn tượng (đạt 28%) bất chấp khó khăn chung của toàn ngành

Khách hàng doanh nghiệp chiếm 51.6% trong cơ cấu tín dụng của MBB tăng 40% YoY và 17% QoQ. Bên cạnh đó, khách hàng cá nhân chiếm 42.5% ghi nhận mức tăng trưởng 25% YoY và 11% QoQ. Ở chiều ngược lại, mảng trái phiếu doanh nghiệp MBB tiếp tục ghi nhận mức sụt giảm xuống còn 38,448.2 tỷ đồng (-18% YoY, -6% QoQ). Kết thúc năm 2023, tăng trưởng tín dụng của MBB đạt mức 28%, tổng dư nợ cho vay đạt 649,497.02 tỷ đồng (đã bao gồm cho vay margin chứng khoán và ứng trước khách hàng tại MBS). Có được kết quả này một phần đến từ việc MBB đã hỗ trợ điều chỉnh giảm lãi suất với mức giảm từ 2% - 4%. Bên cạnh đó doanh nghiệp cũng tập trung vào phân khúc cho vay bán lẻ khi chiếm 51% và các khoản cho vay doanh nghiệp là động lực tăng trưởng chính. Việc MBB nhận chuyển giao bắt buộc đối với ngân hàng Ocean, góp phần giúp MBB thúc đẩy tăng trưởng tín dụng khi (1) được hưởng lợi từ mạng lưới khách hàng của Ocean, (2) MBBank không phải hợp nhất báo cáo tài chính của TCTD. Đây là một kết quả rất ấn tượng trong bối cảnh cầu tín dụng của toàn ngành ngân hàng chỉ đạt 13.7%. Mặc dù vậy với việc tăng lên trong dư nợ cho vay ngắn hạn (+44.3% YTD) đạt 314.08 nghìn tỷ đồng (chiếm 52.2% dư nợ cho vay khách hàng) dẫn đến lợi suất tài sản tại Q4/2023 giảm còn 8.7%.

Lợi tức tài sản và chi phí vốn 4Q

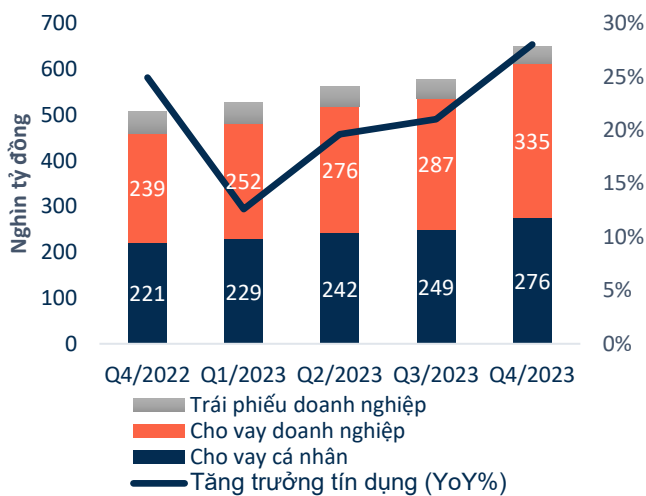


Tăng trưởng tín dụng ngành ngân hàng %

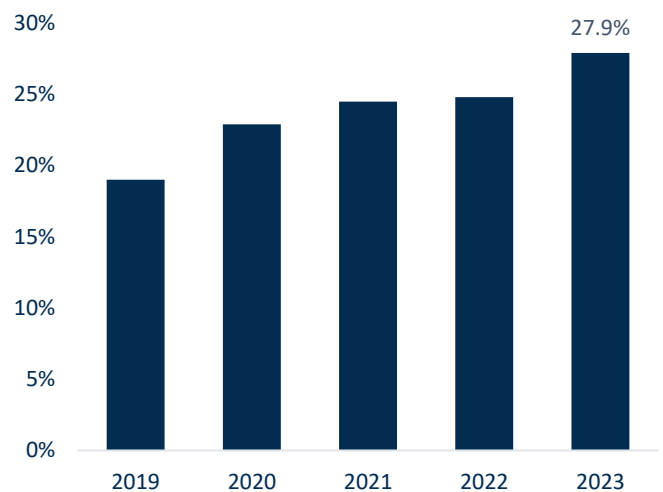


Nguồn: MBB, FNS Research

Cơ cấu tín dụng



Tăng trưởng tín dụng của MBB 2019-2023

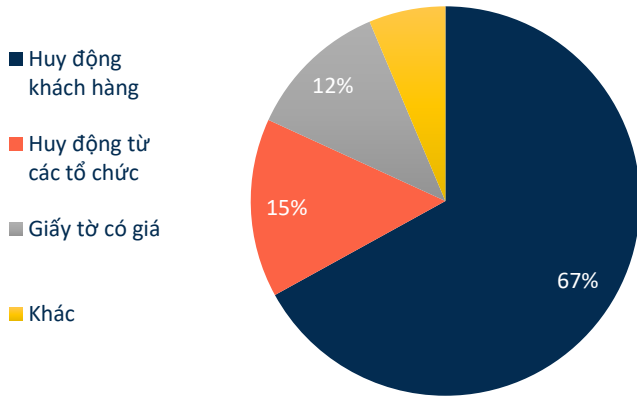


Nguồn: MBB, FNS Research

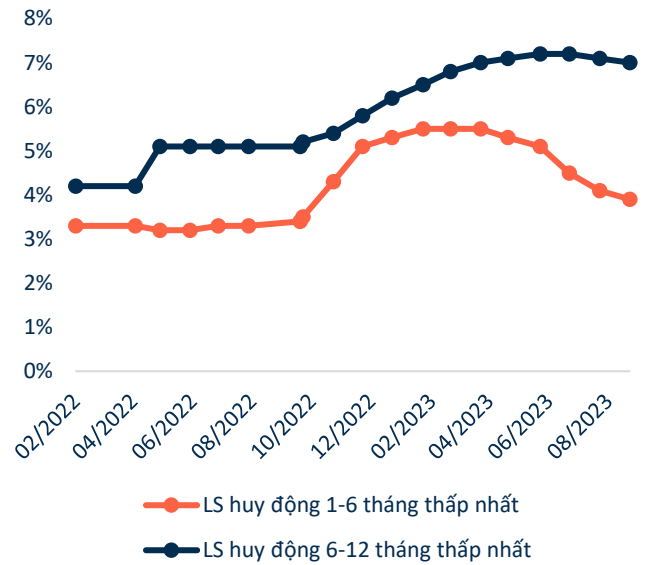
Huy động

Tính đến hết năm 2023 tăng trưởng huy động của MBB đạt 28.5%, trong đó tăng trưởng tiền gửi khách hàng tăng 27.9% YTD, tuy nhiên tăng trưởng tiền gửi khách hàng trong năm nay không theo kịp tăng trưởng tín dụng do vậy ngân hàng đẩy mạnh huy động từ giấy tờ có giá (+30% YTD) đạt 126.5 ngàn tỷ đồng, và huy động từ các tổ chức tín dụng (+54% YTD) đạt 99.8 ngàn tỷ đồng. Bên cạnh đó, kể từ năm 2019 tăng trưởng tiền gửi khách hàng của MBB liên tục tăng xen kẽ quanh 15% và 25%. Do vậy chúng tôi kì vọng tăng trưởng tiền gửi khách hàng của MBB trong năm 2024 đạt mức 15%.

Cơ cấu vốn tại Q4/2023

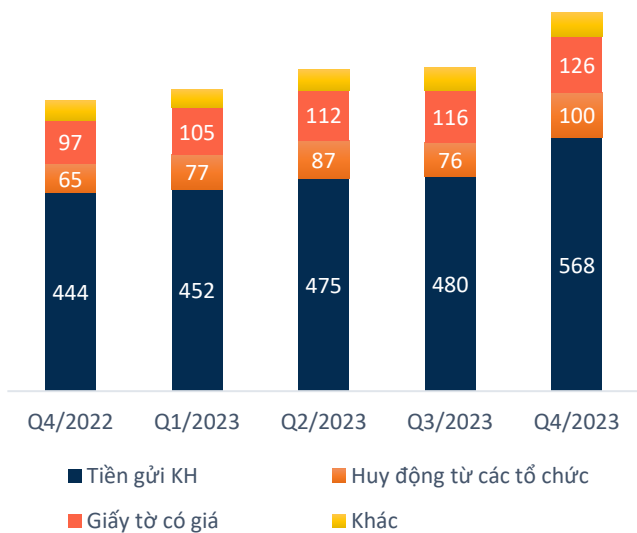


Lãi suất huy động bình quân bằng VND

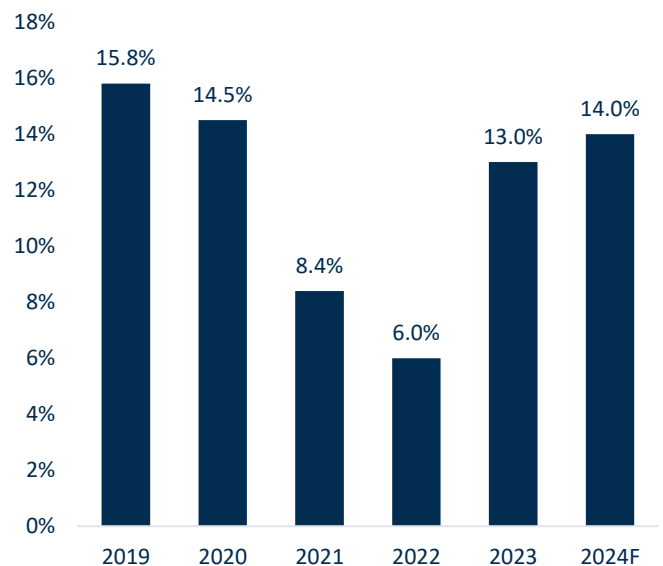


Nguồn: FiinPro, MBB, FNS Research

Cơ cấu vốn nghìn tỷ đồng



Tăng trưởng huy động ngành ngân hàng %

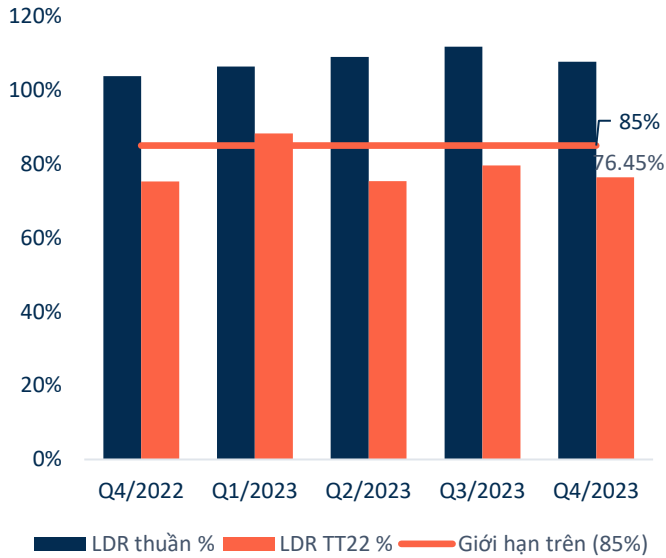


Nguồn: FiinPro, MBB, CEIC, FNS Research

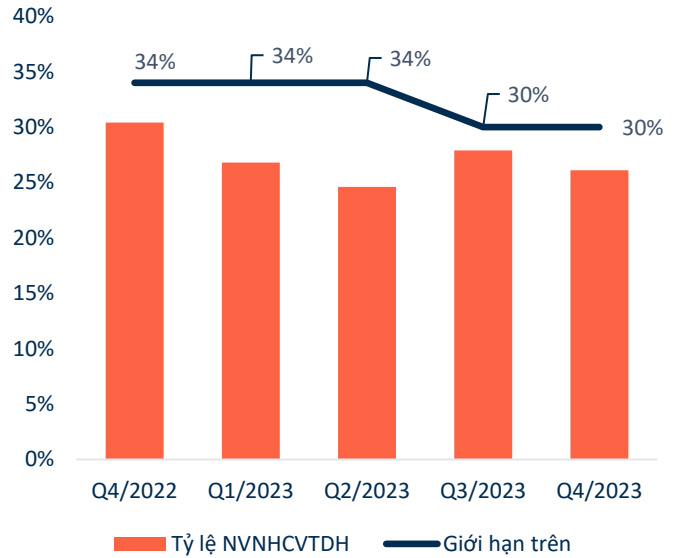
Tỷ lệ dư nợ trên tín dụng (LDR) vẫn còn dư địa tăng

Ở Q4/2023 tỷ lệ LDR theo thông tư 22/2019/TT-NHNN (LDR TT22) của MBB đạt 76.45% giảm so với 79.6% ở Q3/2023, cho thấy ngân hàng vẫn còn dư địa trong việc cho vay.

Tỷ lệ LDR của MBB

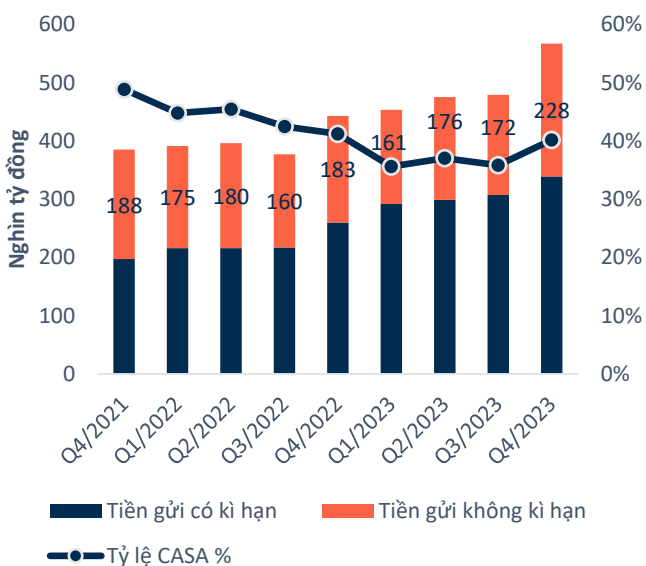


Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của MBB

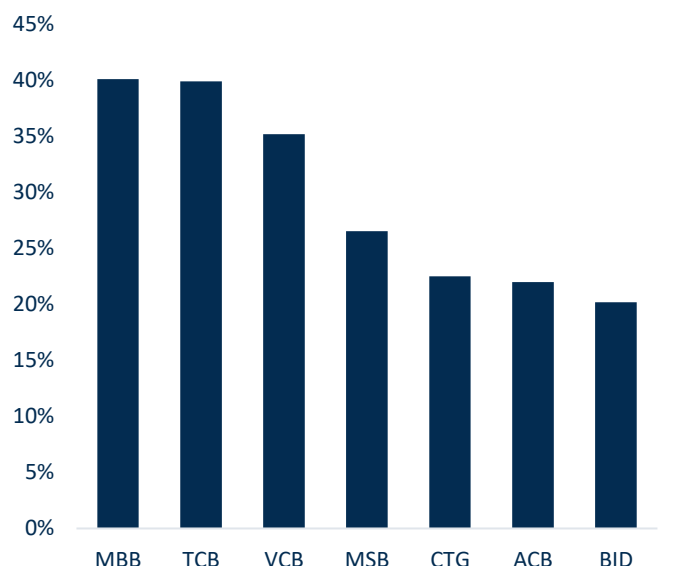


Nguồn: FiinPro, MBB, FNS Research

Cơ cấu tiền gửi và tỷ lệ CASA của MBB

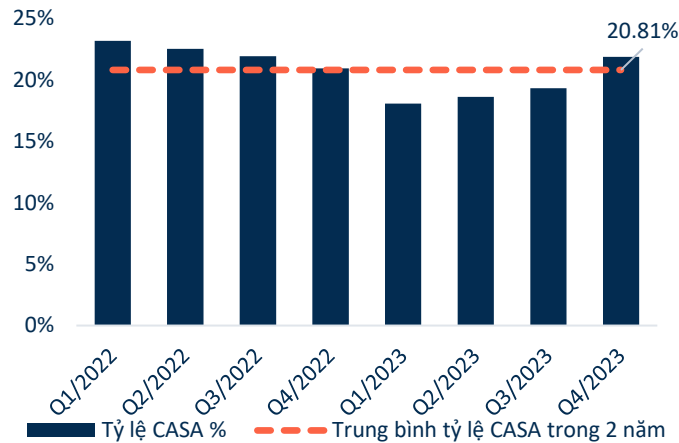


So sánh tỷ lệ CASA giữa các ngân hàng ở Q4/2023



Nguồn: BCTC, MBB, FNS Research

Tỷ lệ CASA của ngành ngân hàng



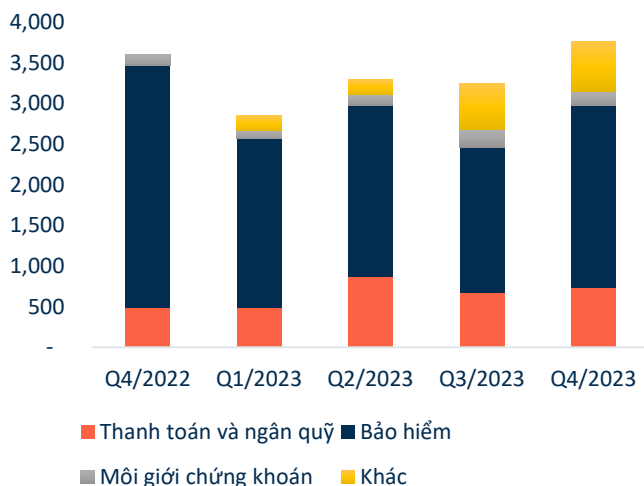
Nguồn: Widata.vn, FNS Research

Tỷ lệ CASA vẫn duy trì vị trí top 1 ngành ngân hàng

Tính đến hết Q4/2023, tỷ lệ CASA của MBB đạt mức 40.2% giảm 8 điểm cơ bản so với Q4/2022, tuy nhiên đã hồi phục từ mức 36% ở Q3/2023. Trong đó, tiền gửi không kì hạn của khách hàng (+29.4% YTD) và tiền gửi không kì hạn của TCTD (+578.3% YTD) lần lượt đạt 216.09 và 13.45 nghìn tỷ đồng. Nguyên nhân một phần đến từ lãi suất huy động của MBB đã cắt giảm mạnh kể từ tháng 6/2023 (giảm từ 0.5 – 1.7% ở mọi kì hạn). Bên cạnh đó so với các ngân hàng khác, MBB tiếp tục giữ vững ngôi vị quán quân trong đua CASA kể từ cuối 2022 nhờ vào nền tảng công nghệ khi thu hút được thêm 6.3 triệu khách hàng mới nâng tổng số khách hàng lên 26.3 triệu khách hàng. Chúng tôi kì vọng trong Q1/2024 tỷ lệ CASA của MBB tiếp tục phục hồi do mặt bằng lãi suất huy động ở các kì hạn dài được duy trì ở mức thấp dẫn đến người dân có xu hướng để tiền ở các kì hạn ngắn hơn.

Thu nhập ngoài lãi (mảng bảo hiểm) tiếp tục suy giảm

Thu từ hoạt động dịch vụ



Tính đến hết năm 2023 thu nhập từ hoạt động dịch vụ của MBB giảm 7.8% YoY đạt 13,137.6 tỷ đồng, trong đó thu từ dịch vụ thanh toán và ngân quỹ đạt 2,744.4 tỷ đồng (+60.95% YoY), ở chiều ngược lại thu từ kinh doanh và dịch vụ bảo hiểm giảm 19.2% YoY đạt 8,228.4 tỷ đồng nguyên nhân một phần chịu tác động bởi việc thanh tra ngân hàng bán chéo bảo hiểm trong năm 2023. Ngoài ra với thông tư 67/2023/TT-BTC, chúng tôi cho rằng mảng bảo hiểm nhân thọ (MB Ageas Life) của MBB sẽ tiếp tục bị chịu tác động tiêu cực

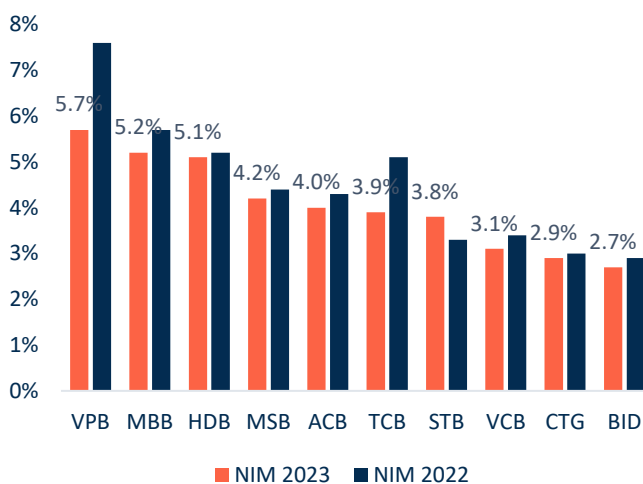
Nguồn: MBB, FNS Research trong năm 2024 khi Bộ Tài chính quy định ngân hàng không được chào bán bảo hiểm trong khoản thời gian 60 ngày trước và sau khi giải ngân toàn bộ khoản vay.

Kỳ vọng NIM hồi phục nhẹ trong năm 2024

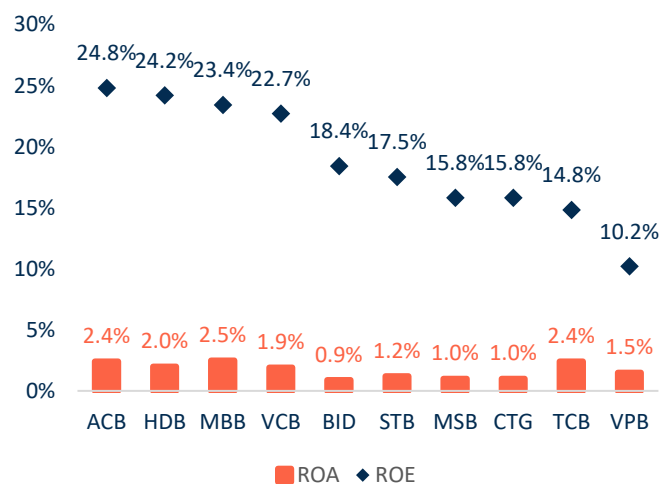
Tính đến hết Q4/2023 NIM của MBB đạt 4.95% tiếp tục suy giảm (giảm 41 BPS QoQ và 77 BPS YoY). Nguyên nhân một phần đến từ việc chi phí vốn giảm chậm, khi tốc độ tăng trưởng tiền gửi của khách hàng (+27.94% YTD) không theo kịp tăng trưởng cho vay khách hàng (+32.67% YTD) dẫn đến MBB phải phát hành giấy tờ có giá và vay tổ chức tín dụng (TCTD) khác. Bên cạnh đó, MBB đã chủ động hạ lãi suất huy động 0.4% cho kỳ hạn 6-8 tháng xuống còn 4.3%/năm, tuy nhiên một lượng tiền lớn gửi vào đầu năm 2023 vẫn chưa đáo hạn nên chưa phản ánh hết vào chi phí vốn.

Mặc dù NIM của MBB có phần suy giảm do xu thế chung của ngành ngân hàng, nhưng vẫn đạt top 2 chỉ sau VPB (5.69%). Hơn thế nữa nếu tính từ 2019 đến nay, NIM của MBB vẫn duy trì một mức ổn định quanh mốc 5%. Q4/2023 chi phí vốn 4Q bắt đầu ghi nhận mức giảm xuống còn 4.4% sau một chuỗi tăng tính từ Q4/2022. Với việc luôn duy trì được top đầu về CASA sẽ giúp hỗ trợ chi phí vốn (COF) của MBB. Tuy nhiên với việc MBB đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vào Q4/2023 (+12% QoQ, +28% YTD) khi mặt bằng lãi suất cho vay ở mức thấp sẽ kiềm hãm sự phục hồi mạnh của NIM. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng NIM của MBB sẽ hồi phục nhẹ trong năm 2024 và đạt quanh mức 5.13% xấp xỉ với bình quân 5 năm.

NIM giữa các ngân hàng

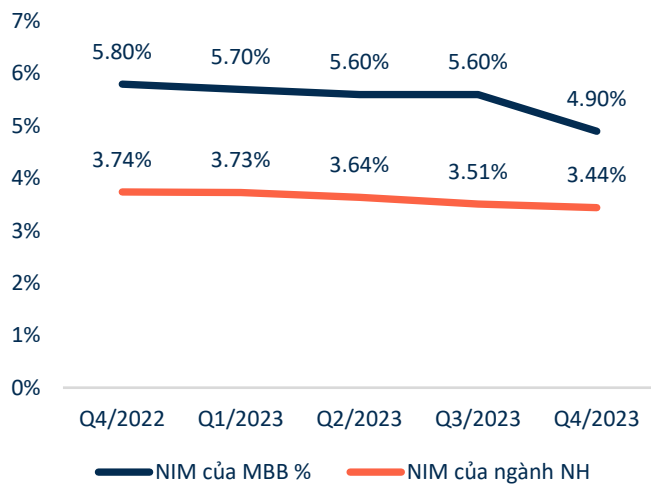


ROE và ROA Q4/2023

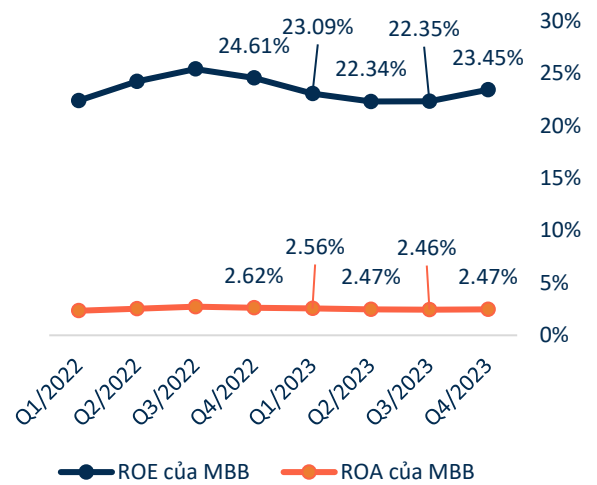


Nguồn: MBB, BCTC, FNS Research

NIM của MBB và trung bình ngành ngân hàng



ROE và ROA của MBB



Nguồn: MBB, WiData, FiinPro, FNS Research

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

1) Chúng tôi kì vọng tăng trưởng cho vay trong năm 2024 đạt 20.52%

Năm 2024, mục tiêu tăng trưởng tín dụng của MBB dự kiến đạt 16% tuy nhiên chúng tôi kì vọng MBB sẽ đạt con số cao hơn dự kiến (cao hơn mức 15% của NHNN định hướng tăng mức tăng trưởng tín dụng toàn ngành ngân hàng) nhờ (1) Việt Nam đạt mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6%-6.5%, (2) kì vọng nới lỏng thông tư 16 về TPDN (3) tỷ lệ LDR vẫn còn có dư địa mở rộng, (4) ngân hàng luôn duy trì tăng trưởng tín dụng trên 19% trong vòng 5 năm trở lại đây, (5) hưởng lợi trong dài hạn từ việc nhận chuyển giao bắt buộc với ngân hàng Ocean. Bên cạnh đó MBB động lực tăng trưởng của MBB còn đến từ cho vay bán lẻ, tăng tốc chuyển đổi số.

2) Kỳ vọng NIM cải thiện nhẹ và duy trì top 2 của ngành ngân hàng

Chúng tôi kì vọng NIM của MBB sẽ phục hồi về quanh mốc trung bình 5 năm đạt 5.13% ở năm 2024 bởi vì (1) chi phí tiền gửi bình quân của MBB có dấu hiệu hạ nhiệt khi giảm xuống còn 3.7% ở Q4/2023 (do một lượng lớn tiền gửi lãi suất cao được đáo hạn trong cuối năm 2023 và đầu năm 2024), (2) kì vọng nền lãi suất huy động vẫn có khả năng được duy trì ở mức thấp ở nửa đầu năm 2024, (3) LDR của MBB đạt 76.45% và MTLT ở mức 26.1% giúp ngân hàng vẫn còn dư địa cho vay trung và dài hạn.

3) Nợ xấu có khả năng đi ngang hoặc suy giảm nhẹ

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) có dấu hiệu tạo đỉnh ở Q3/2023 khi đạt 1.89% và giảm 29 điểm cơ bản xuống còn 1.60% ở Q4/2023. Với hỗ trợ từ Thông tư 02/2023/TT-NHNN được kéo dài đến hết tháng 6/2024 giúp doanh nghiệp có thêm thời gian trong việc cơ cấu và xử lý nợ từ đó phần nào làm giảm nợ xấu ngân

hàng. Ngoài ra việc tăng trưởng tín dụng cao vào những doanh nghiệp tốt cũng góp phần làm giảm tỷ lệ nợ xấu.

Định giá và Khuyến nghị

Để định giá cổ phiếu MBB, chúng tôi sử dụng kết hợp giữa 3 phương pháp thu nhập thặng dư (RI), P/E, P/B, tỷ trọng 33.33% chia đều cho mỗi phương pháp, với mục tiêu giá là 30,150 đồng/cp trong vòng 12 tháng tới. Trong đó chúng tôi kỳ vọng P/B và P/E của MBB sẽ đạt được mức trung bình trong vòng 5 năm là 1.4 lần và 6.6 lần. Về phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi sử dụng bảng phân tích độ nhạy giả định tăng trưởng cho vay của MBB trong năm 2024 đạt 20.52% và tăng trưởng kép NIM hàng năm là 1.56% với dự phóng giá 40,330 đồng/cp.

Định giá theo thu nhập thặng dư Residual Income

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Terminal
Giá trị sổ sách đầu kỳ	96,711	116,140	140,720	173,064	215,205	
Giá trị sổ sách cuối kỳ	118,068	140,720	173,064	215,205	267,256	
Thu nhập thặng dư	9,802	13,880	18,826	22,413	9,802	149,420
Total PV (RI)	119,976					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	5,287					
Giá trị 1 cổ phiếu	41,176					

Giá mục tiêu

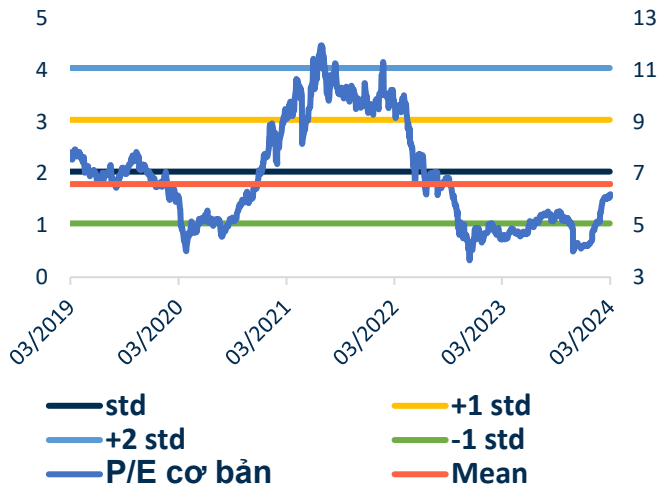
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Giá trị đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư (RI)	33.33%	40,330	13,440
P/E	33.33%	28,506	9,502
P/B	33.33%	21,640	7,210
Giá mục tiêu (đ/cp)			30,152
Giá mục tiêu (làm tròn, đ/cp)			30,150

Phân tích độ nhạy

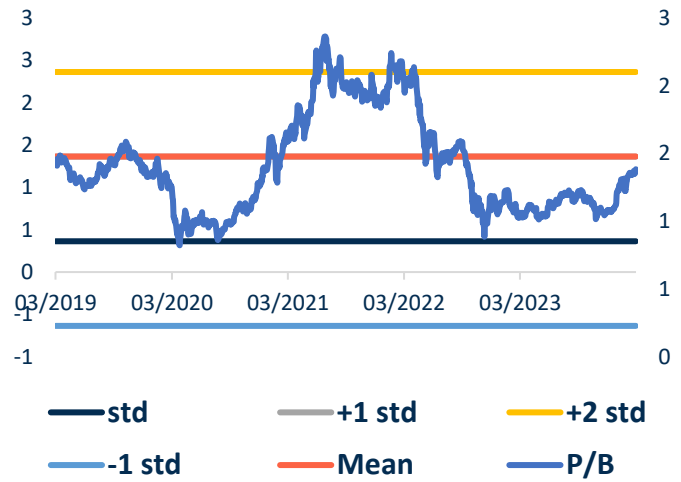
Tăng trưởng cho vay năm 2024

	19%	20%	21%	22%	23%	
Tăng trưởng kép NIM mỗi năm %	0%	37,703.8	38,098.1	38,494.1	38,891.5	39,290.6
	1%	39,499.5	39,913.8	40,329.6	40,747.2	41,166.4
	2%	41,349.4	41,784.1	42,220.6	42,658.8	43,098.7
	3%	43,254.4	43,710.3	44,167.9	44,627.4	45,088.7
	4%	45,215.8	45,693.4	46,172.8	46,654.2	47,137.5
	5%	47,234.6	47,734.5	48,236.4	48,740.4	49,246.3

P/E Trung bình



P/B Trung bình



Nguồn: FNS Research

PHỤ LỤC

Báo cáo tài chính tóm tắt của MBB

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	38,684	47,234	58,272
Tổng thu nhập hoạt động	47,306	56,208	68,817
Tổng chi phí hoạt động	-14,913	-17,719	-21,694
LN trước dự phòng	32,393	38,489	47,123
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-6,087	-9,462	-12,605
Tổng lợi nhuận trước thuế	26,306	29,027	34,518
Chi phí thuế TNDN	-5,252	-5,814	-6,918
Lợi nhuận sau thuế	21,054	23,212	27,600
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-377	-377	-377
Lợi nhuận Cổ đông của Công ty mẹ	20,677	22,835	27,223

Chỉ số tăng trưởng (YoY)	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng cho vay khách hàng	32.67%	20.52%	25.10%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	27.94%	15.00%	19.42%
Tăng trưởng tổng thu nhập	3.76%	18.82%	22.43%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	7.39%	22.10%	23.37%
Tăng trưởng lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	-1.22%	4.53%	21.47%
Tăng trưởng LNTT	15.74%	10.34%	18.92%
Giá trị sổ sách của 1 cp	17,786	21,726	26,447
EPS cơ bản	4,265	4,380	5,221

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
TỔNG TÀI SẢN	944,954	1,102,646	1,389,892
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,675	5,208	6,515
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	66,322	71,668	94,824
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	46,344	53,970	65,988
Chứng khoán kinh doanh	44,251	20,6934	33,595
Cho vay khách hàng	599,579	722,741	904,063
Chứng khoán đầu tư	147,923	180,055	224,755
Tài sản cố định	4,854	5,424	5,427
Tài sản Có khác	29,218	42,418	54,388
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	944,954	1,102,646	1,389,892
Tổng nợ phải trả	848,243	987,634	1,250,264
Các khoản nợ CP và NHNN Việt Nam	9	31	26
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	99,811	128,285	147,072
Tiền gửi của khách hàng	567,533	652,663	779,389
Phát hành giấy tờ có giá	126,463	137,979	238,103
Các khoản nợ khác	51,628	64,007	80,362
VỐN CHỦ SỞ HỮU	96,711	116,140	140,720
Vốn và các quỹ	92,738	112,167	136,746
Vốn khác	1,928	1,928	1,928
Quỹ của tổ chức tín dụng	12,194	15,070	18,697
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối lũy kế	25,560	42,912	63,901
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3,973	3,973	3,973

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295.9158

Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM

Tel : (028) 6295.9138

Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng

Tel : (0236) 377.9655

Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội

Tel : (024) 6283.3666

Fax: (024) 3206 8881