

NH TM CP Quân đội - MBB

Khả quan

Cơ hội nhiều hơn rủi ro

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND29.300

Consensus*: Mua:12 Giữ:2 Bán:0

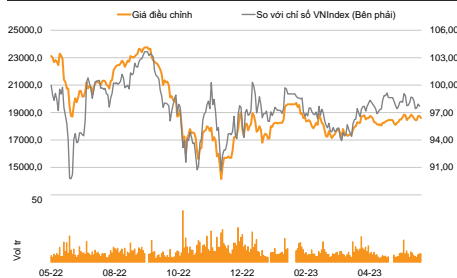
Giá mục tiêu / Consensus: -1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng dự phóng EPS 2023-24 lần lượt 2,2%/3,0%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND29.300
Giá thị trường	VND18.600
Cao nhất 52 tuần (VND)	23.750
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.150
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	125.656
Thị giá vốn (tỷ VND)	85.012
Free float	52%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	4,7
P/B hiện tại (x)	1,1

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Viettel	18,5%
SCIC	9,4%
Tổng công ty trực thăng Việt Nam	8,8%
Khác	63,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/23 của MBB tăng 10,5% svck lên 5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 26% dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi.
- Xét đến mức định giá thấp so với ROE bền vững 20%+, MBB rõ ràng là một trong những cơ hội đầu tư hấp dẫn nhất ngành ngân hàng hiện nay.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 29.300đ/cp.

Q1/23: Thu nhập lãi tăng trưởng mạnh và chi phí dự phòng được kiểm soát tốt

Thu nhập lãi thuần trong Q1/23 tăng 22% svck, nhờ tăng trưởng tín dụng 13% svck và NIM tăng 10 điểm cơ bản. Thu nhập ngoài lãi giảm 48% svck do (1) thu nhập từ phí dịch vụ giảm 38% do hoạt động môi giới chứng khoán/bảo hiểm kém tích cực, (2) thu nhập từ mua bán chứng khoán giảm 85% và (3) thu nhập từ HĐKD ngoại hối giảm 21%. Chi phí dự phòng và chi phí hoạt động được kiểm soát tốt và giảm lần lượt 13% và 1% svck. Nhìn chung, tổng thu nhập hoạt động tăng 3% svck và LN ròng tăng 11% svck, vượt dự báo của chúng tôi.

NIM được duy trì với tăng trưởng tín dụng và huy động vốn tương đối tốt

Lợi suất tài sản của MBB tăng 190 điểm cơ bản svck trong khi chi phí vốn tăng 210 điểm cơ bản svck trong Q1/23. NIM tăng thêm 10 điểm cơ bản svck lên 5,7% (-10 điểm cơ bản sv quý trước), tiếp tục ở top đầu ngành và vượt xa kỳ vọng của chúng tôi. Tỷ lệ CASA của MBB, mặc dù giảm trong quý như hầu hết các ngân hàng khác, nhưng vẫn đầu ngành ở mức 35,5% (-5,1đ% sv quý trước) và góp phần duy trì NIM. MBB đạt mức tăng trưởng tín dụng 3,8% sv đầu năm, cao hơn mức tăng trưởng toàn hệ thống là 2,1%. Tăng trưởng tiền gửi ổn định ở mức 2,0% sv đầu năm với tiền gửi cá nhân tăng 10,5% và tiền gửi doanh nghiệp giảm 8,4%.

Chất lượng tài sản suy giảm nhưng TT 02/23 sẽ giúp MBB kiểm soát nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu tăng 75 điểm cơ bản svck và 65 điểm cơ bản sv quý trước lên 1,8% vào cuối Q1/23. Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng mạnh 230 điểm cơ bản svck và 180 điểm cơ bản sv quý trước lên 3,5%. Khả năng cao chất lượng tài sản suy giảm chủ yếu ở mảng bất động sản (BDS), bao gồm cả cho vay các DN phát triển BDS và cho vay mua nhà. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của MBB đã giảm từ 238% cuối 2022 xuống còn 138% cuối Q1/23 do nợ xấu tăng đột biến. Mặc dù tỷ lệ nợ xấu/ nợ nhóm 2 gia tăng là đáng quan ngại, chúng tôi tin rằng MBB vẫn sẽ có thể kiểm soát tốt nợ xấu/dự phòng trong năm nay khi xét đến khả năng hưởng lợi từ Thông tư 02/23 và những diễn biến tích cực gần đây trong lĩnh vực BDS và năng lượng tái tạo (NLTT), hai ngành MBB có mức dự nợ tín dụng đáng kể.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 29.300đ/cp

Với kết quả Q1/23 tốt hơn kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí dự phòng và nâng dự báo LN ròng giai đoạn 2023-24 tăng nhẹ 2,2%/3,0% lên 19,6/22,9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi đã cập nhật cổ tức tiền mặt 500đ/cp (lợi suất 2,7%) vào định giá. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng phần lớn những yếu tố bất lợi và rủi ro xung quanh chất lượng tài sản của MBB đã được phản ánh vào giá cp vì MBB hiện chỉ đang giao dịch ở mức 0,9 lần P/B 2023, thấp hơn nhiều so với TB 3 năm là 1,5 lần. Với mức định giá này, chúng tôi tiếp tục nhận thấy MBB vẫn hết sức hấp dẫn nhờ các động lực tăng trưởng dài hạn bao gồm lợi thế chi phí vốn thấp nhờ tỷ lệ CASA đầu ngành và hệ sinh thái dịch vụ tài chính đa dạng. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 29.300đ/cp. Rủi ro giảm giá bao gồm nợ xấu cao hơn và tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	26.200	36.023	42.077	49.688
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,0%	5,7%	5,5%	5,6%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	36.934	45.593	50.968	59.989
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(8.030)	(8.048)	(9.120)	(11.120)
LN ròng (tỷ)	12.697	17.483	19.639	22.947
Tăng trưởng LN ròng	53,7%	37,7%	12,3%	16,8%
EPS điều chỉnh	3.154	3.954	4.072	4.757
BVPS	15.768	16.751	20.571	25.032
ROAE	23,6%	25,8%	23,2%	22,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ hội nhiều hơn rủi ro

Luận điểm đầu tư

Tạm gác những bất ổn trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn của MBB vẫn hết sức hấp dẫn với những yếu tố sau: (1) tăng trưởng tín dụng trên trung bình được hỗ trợ bởi nguồn vốn dồi dào, việc tham gia tái cơ cấu tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém, và lợi thế ở các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao như NLTT hay bán lẻ, (2) lợi thế chi phí vốn thấp nhờ tỷ lệ CASA đầu ngành giúp duy trì NIM ở trong nhóm tốt nhất thị trường, và (3) hệ sinh thái dịch vụ tài chính đa dạng hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong dài hạn, bao gồm cho vay tiêu dùng, bảo hiểm (nhân thọ và phi nhân thọ), môi giới chứng khoán và quản lý quỹ. Các công ty con và liên kết cung cấp dịch vụ ngoài hoạt động cho vay truyền thống đã đóng góp vào 11% LN trước thuế hợp nhất của MBB trong năm 2022, với dư địa tăng trưởng đáng kể.

MBB hiện đang giao dịch ở mức P/B năm 2023 là 0,9 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,5 lần. Ở mức định giá này, chúng tôi nhận thấy MBB hiện là một trong những cơ hội đầu tư hấp dẫn nhất trong ngành ngân hàng, đặc biệt đối với các nhà đầu tư có tầm nhìn dài hạn đang tìm kiếm những DN có tiềm năng tăng trưởng cao và bền vững.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 29.300đ/cp

Đối với định giá P/B, chúng tôi duy trì P/B mục tiêu là 1,4 lần trên giá trị sổ sách năm 2023 là ~20.600đ/cp. Với tỷ trọng 50-50 giữa phương pháp định giá thu nhập thặng dư và định giá P/B, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho MBB là 29.300đ/cp. Rủi ro giảm giá bao gồm nợ xấu cao hơn dự kiến và tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	29.532	14.766
Hệ số P/B (1,4 lần P/B 2023)	50%	29.005	14.503
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			29.269
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			29.300

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phân bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	75.949					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	29.074					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	28.873					
Giá trị vốn chủ sở hữu	133.897					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	4.534					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	29.532					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh các DN trong ngành ngân hàng (dữ liệu ngày 31/05/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 2021-24	ROE		ROA	
						2023	2024	2023	2024	%	2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	94.000	108.700	18,9	2,7	2,2	12,8	11,3	21,4%	23,1%	21,5%	1,8%	1,9%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	28.000	35.900	5,7	1,1	0,9	7,2	5,9	17,1%	16,2%	16,9%	1,0%	1,2%
VPBank	VPB VN	Khả quan	19.300	24.800	5,5	1,1	1,0	9,9	7,5	19,5%	12,0%	13,9%	1,8%	2,4%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	29.950	42.000	4,5	0,8	0,7	4,8	4,1	12,1%	17,9%	17,4%	3,0%	3,0%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.400	30.000	3,7	1,2	1,0	5,5	4,8	23,1%	24,1%	22,5%	2,4%	2,4%
HDBank	HDB VN	Khả quan	18.400	25.000	2,0	1,0	0,8	5,1	4,2	22,1%	22,6%	22,5%	2,1%	2,2%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	21.400	27.000	1,9	1,2	0,9	4,7	4,0	20,7%	26,6%	25,2%	2,6%	2,7%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	25.000	31.000	1,7	1,0	0,8	5,7	4,9	19,0%	19,4%	18,9%	2,0%	2,2%
NHTMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	14.500	17.400	1,1	0,9	0,7	5,2	4,5	25,1%	18,4%	17,7%	1,4%	1,5%
Trung bình						1,2	1,0	6,8	5,7	20,0%	20,0%	19,6%	2,0%	2,2%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	18.600	29.300	3,6	0,9	0,7	4,3	3,7	21,8%	23,2%	22,2%	2,5%	2,5%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

Tóm tắt KQKD Q1/23: tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi với NIM được duy trì ở mức cao và chi phí dự phòng được kiểm soát tốt

Hình 4: KQKD Q1/23 (đơn vị tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

Kết quả kinh doanh	Q1/23	Q1/22	% svck	Q4/22	% sv quý trước	Dự báo cũ năm 2023	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	10.227	8.385	22%	9.630	6%	41.961	24%	NIM cao hơn kỳ vọng
Thu nhập ngoài lãi	1.703	3.248	-48%	2.122	-20%	9.577	18%	Thu nhập từ phí dịch vụ thấp hơn dự kiến
Tổng thu nhập HĐKD	11.930	11.633	3%	11.751	2%	51.537	23%	
Chi phí hoạt động	(3.568)	(3.598)	-1%	(3.628)	-2%	(16.633)	21%	
Lợi nhuận trước dự phòng	8.362	8.035	4%	8.123	3%	34.905	24%	
Chi phí dự phòng	(1.850)	(2.126)	-13%	(3.585)	-48%	(9.928)	19%	Chi phí dự phòng và xử lý nợ xấu thấp hơn dự kiến
Lợi nhuận trước thuế	6.512	5.910	10%	4.538	44%	24.976	26%	
Lợi nhuận sau thuế	5.024	4.546	11%	3.434	46%	19.208	26%	Tốt hơn dự kiến

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng

Hình 5: Các chỉ số tài chính của MBB theo quý

Các chỉ số chính	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	70%	77%	75%	65%	74%	75%	71%	72%	80%	82%	82%	86%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	30%	23%	25%	35%	26%	25%	29%	28%	20%	18%	18%	14%
NIM (Dự phóng cả năm)	4,7%	5,1%	5,3%	5,0%	5,4%	5,1%	5,2%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,7%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,4%	1,5%	1,1%	1,3%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,2%	1,0%	1,1%	1,8%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	121%	119%	134%	127%	236%	233%	268%	250%	221%	208%	238%	138%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	2,0%	1,3%	2,7%	2,3%	3,0%	2,1%	2,2%	2,2%	1,2%	0,9%	3,2%	1,6%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	37%	42%	42%	31%	35%	35%	34%	31%	34%	34%	31%	30%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	29%	23%	43%	28%	42%	31%	30%	26%	19%	13%	44%	22%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng

Triển vọng 2023-24: duy trì quan điểm rằng tăng trưởng LN chậm lại nhưng khả năng sinh lời vẫn ở mức cao

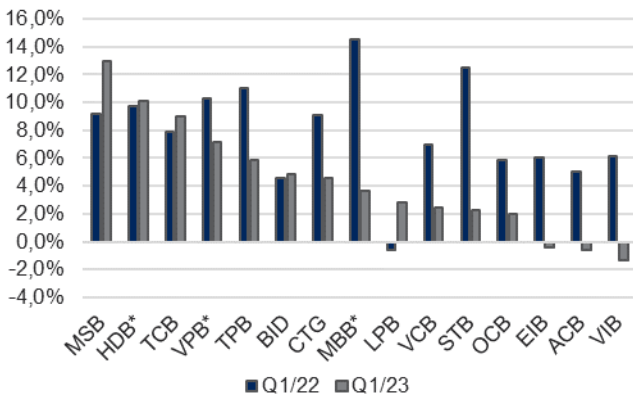
Tăng trưởng tín dụng giảm tốc giữa bối cảnh vĩ mô đầy thách thức

Trong Q1/23, tín dụng MBB tăng 3,8% so với đầu năm, cao hơn tăng trưởng hệ thống là 2,1% nhưng thấp hơn nhiều ngân hàng khác trong coverage của chúng tôi. Tăng trưởng cho vay đạt 4,5% so với đầu năm là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, với sự đóng góp đáng kể từ khách hàng cá nhân (+3,4% so với đầu năm, 48% tổng dư nợ). Trong khi đó, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) giảm 3,0% so với quý trước do hoạt động phát hành mới gần như bị đóng băng. Về khía cạnh huy động vốn, tiền gửi của khách hàng tăng 2,0% so với đầu năm, tốt hơn so với hệ thống là 0,8% nhưng thấp hơn nhiều ngân hàng

khác trong coverage của chúng tôi. Tỷ lệ CASA của MBB, mặc dù giảm trong quý như hầu hết các ngân hàng khác, nhưng vẫn top đầu ngành ở mức 35,5% (-5,1đ% so với quý trước)

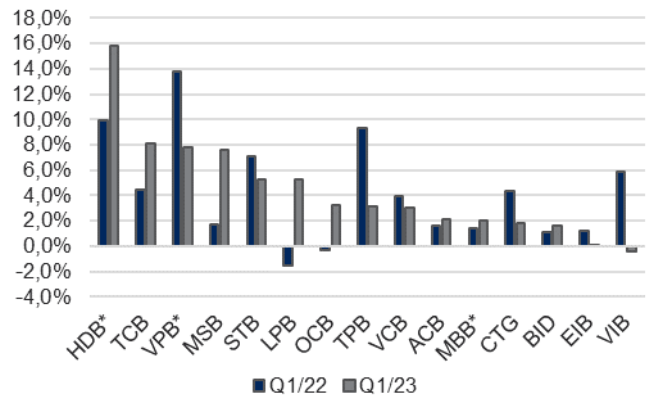
Với bối cảnh nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn với hoạt động xuất khẩu, công nghiệp, và xây dựng suy yếu, chúng tôi tiếp tục dự phóng tăng trưởng tín dụng của MBB trong giai đoạn 2023-24 sẽ giảm tốc xuống còn 17% từ mức 23-25% trong 3 năm qua. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay là 19-20%, TPDN giảm 10% trong năm 2023, sau đó đi ngang trong năm 2024. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MBB sẽ chậm lại, nhưng chúng tôi tin rằng vị thế thanh khoản tốt và việc MBB tham gia hỗ trợ một tổ chức tín dụng yếu kém sẽ giúp ngân hàng nhận được hạn mức tín dụng trên mức trung bình từ NHNN. Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi của khách hàng hàng năm là ~16% để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cũng dự báo tỷ lệ CASA sẽ phục hồi về mức trên dưới 40%.

Hình 6: MBB ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt trong Q1/23



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng. *Ngân hàng mẹ.

Hình 7: Tăng trưởng tiền gửi ổn định trong Q1/23



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng. *Ngân hàng mẹ.

NIM chịu ít áp lực giảm hơn chúng tôi dự kiến

MBB đã tăng NIM hợp nhất thêm 10 điểm cơ bản svck lên 5,7% trong Q1/23 nhờ tỷ suất sinh lời trên tài sản tăng ~190 điểm cơ bản lên 9,7% và chi phí vốn tăng ~210 điểm cơ bản lên 4,6%. So với quý trước, NIM của MBB chỉ giảm 10 điểm cơ bản, kết quả tốt hơn nhiều so với các ngân hàng cùng có tỷ trọng cao ở mảng cho vay lĩnh vực BĐS và đầu tư TPDN. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ CASA đầu ngành và việc MBB không phải tăng lãi suất huy động cho đến cuối năm 2022 nhờ vị thế thanh khoản dồi dào đã góp phần giúp duy trì NIM ở mức cao.

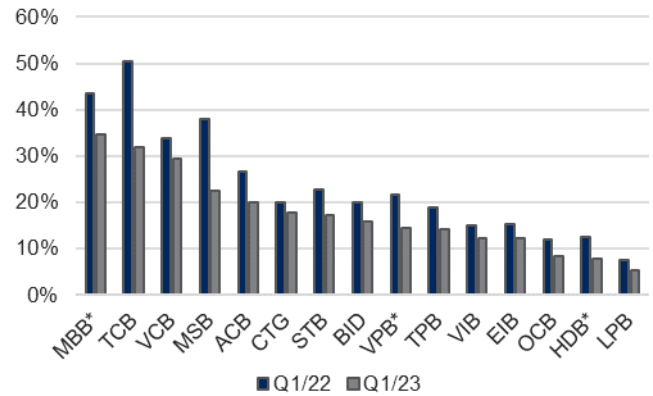
Chúng tôi dự phóng NIM hợp nhất trong 2023-24 ở mức 5,6%, giảm nhẹ so với mức 5,8% trong 2022. Chúng tôi cho rằng MBB có thể bù đắp phần lớn tác động của lãi suất tiền gửi/chi phí vốn tăng mạnh bằng việc tiếp tục cải thiện tỷ trọng cho vay bán lẻ trong cơ cấu tín dụng và duy trì tỷ lệ CASA cao. Ngoài ra, lãi suất huy động đang nằm trong xu hướng giảm khi NHNN đã cắt giảm lãi suất điều hành hai lần trong vòng 2 tháng qua. Do đó, chúng tôi kỳ vọng áp lực chi phí vốn từ lãi suất tiền gửi cao hơn sẽ giảm bớt trong thời gian còn lại của năm.

Hình 8: MBB đã cải thiện NIM svck trong Q1/23 (ĐV: điểm cơ bản)

Ngân hàng	Lợi suất tài sản	Chi phí vốn	NIM
STB	383	220	193
VIB	279	268	48
MSB	222	253	35
HDB*	305	271	32
CTG	178	157	28
MBB	193	213	12
OCB	249	288	-1
ACB	192	221	-2
BID	120	149	-20
VCB	72	110	-22
EIB	171	227	-28
VPB*	200	260	-50
TPB	139	207	-58
LPB	106	203	-70
TCB	89	288	-179

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng. *Ngân hàng mẹ.

Hình 9: MBB duy trì vị trí số 1 về tỷ lệ CASA trong Q1/23



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng. *Ngân hàng mẹ.

Chất lượng tài sản suy yếu nhưng Thông tư 2 sẽ giúp kiểm soát nợ xấu/trích lập dự phòng

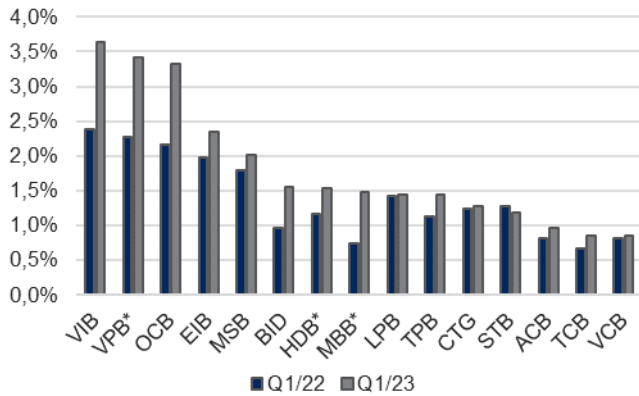
Chất lượng tài sản tại MBB suy giảm khá đáng kể trong Q1/23 khi tỷ lệ nợ xấu của MBB tăng 75 điểm cơ bản svck và 65 điểm cơ bản so với quý trước lên 1,8% vào cuối Q1/23. Tỷ trọng nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ cũng tăng mạnh 230 điểm cơ bản svck và 180 điểm cơ bản so với quý trước lên 3,5%. Chúng tôi cho rằng sự suy yếu chủ yếu đến từ cho vay mảng BĐS, bao gồm cả các khoản cho vay các DN phát triển BĐS và cho vay mua nhà. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của MBB đã giảm trong quý từ 238% vào cuối năm 2022 xuống còn 138% vào cuối Q1/23 do nợ xấu tăng đột biến.

Mặc dù sự gia tăng của nợ nhóm 2/nợ xấu khá là đáng quan ngại, chúng tôi vẫn tin rằng MBB sẽ có thể kiểm soát được nợ xấu/dự phòng trong năm nay. Đầu tiên, chúng tôi nhận thấy đang có nhiều chuyển biến theo chiều hướng tích cực trong ngành BĐS và NLTT, hai ngành mà MBB có mức dư nợ tín dụng đáng kể. Ví dụ như Novaland, một khách hàng lớn của MBB trong ngành BĐS, đã có thể tái khởi động một số dự án quy mô lớn nhờ sự hỗ trợ về mặt pháp lý đến từ Chính phủ – điều này sẽ cho phép công ty hoàn thành các dự án và cải thiện dòng tiền. Về ngành NLTT, nhiều chủ đầu tư dự án không kịp COD đã có thể nhận được mức giá mua điện tạm thời trong khi đàm phán về cơ chế giá điện với EVN, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro vỡ nợ.

Quan trọng hơn, Thông tư 02 gần đây của NHNN sẽ rất có lợi cho ngành ngân hàng trong việc kiểm soát nợ xấu vì nó cho phép các ngân hàng tái cơ cấu/duy trì phân loại nợ đối với các khoản nợ đáp ứng các tiêu chí nhất định và phân bổ chi phí dự phòng cho các khoản nợ được tái cơ cấu này trong 2 năm.

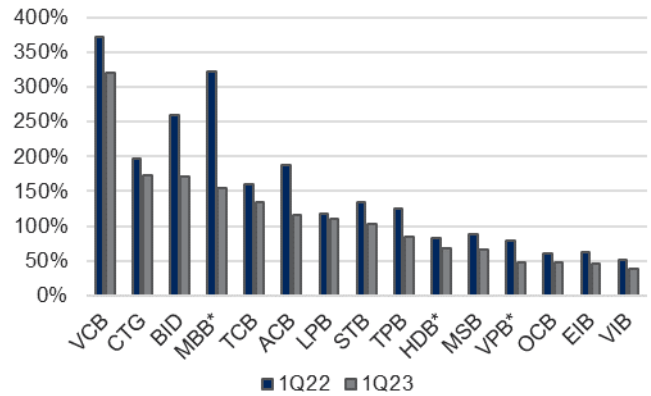
Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí dự phòng trong giai đoạn 2023-24 từ 9,9 nghìn tỷ đồng/11,3 nghìn tỷ đồng xuống 9,2 nghìn tỷ đồng/11,1 nghìn tỷ đồng, dựa trên kết quả Q1/23 tốt hơn dự kiến và tiềm năng hưởng lợi từ Thông tư 02. Mức chi phí dự phòng này tương đương với ~1,8% dư nợ cho vay bình quân, gần giống mức của năm 2022. Chúng tôi nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu lên 1,5-1,6% trong giai đoạn 2023-24 do kết quả Q1/23 kém hơn kỳ vọng. Chúng tôi giả định rằng MBB sẽ tiếp tục mạnh tay xử lý nợ xấu bằng dự phòng lần lượt ở mức 2,0%/1,7% dư nợ cho vay bình quân, cao hơn mức chỉ 1,1% trong giai đoạn 2021-22.

Hình 10: Giống như nhiều ngân hàng có tỷ trọng cho vay ngành BĐS lớn, tỷ lệ nợ xấu của MBB tăng mạnh trong Q1/23



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng. *Ngân hàng mẹ.

Hình 11: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của MBB giảm trong Q1/23 do nợ xấu tăng đột biến nhưng vẫn cao hơn hầu hết các ngân hàng tư nhân



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo ngân hàng. *Ngân hàng mẹ.

Thu nhập ngoài lãi: tăng trưởng chậm trong thời gian tới

Thu nhập ngoài lãi giảm mạnh 47,6% svck trong Q1/23 với sự sụt giảm diễn ra ở nhiều mảng. Cụ thể, thu nhập từ phí dịch vụ (chiếm 41% thu nhập ngoài lãi Q1/23) giảm 38,3% svck do hoạt động môi giới chứng khoán và bảo hiểm kém tích cực cũng như thu nhập phí từ hoạt động quản lý nợ và khai thác tài sản thấp hơn. Thu nhập khác (chiếm 27% thu nhập ngoài lãi), chủ yếu bao gồm thu hồi nợ khó đòi, giảm 13,2% svck. Lãi từ giao dịch chứng khoán (chiếm 10% thu nhập ngoài lãi) giảm 84,7%, khả năng cao là do lãi từ giao dịch trái phiếu giảm trong môi trường lãi suất tăng. Lãi từ HĐKD ngoại hối (chiếm 22% thu nhập ngoài lãi) giảm 20,6% svck.

Do kết quả Q1/23 kém hơn kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ trong 2023 về mức giảm 3% từ mức tăng 10% trước đó, nhưng nâng dự báo tăng trưởng năm 2024 lên tăng 15% so với mức tăng 10% trước đó. Chúng tôi kỳ vọng động lực chính cho tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ trong năm nay sẽ là dịch vụ thanh toán và ngân quỹ vốn nhờ vào việc quy mô khách hàng tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian qua. Đối với mảng môi giới chứng khoán (MBS), bảo hiểm nhân thọ (MB Ageas) và bảo hiểm phi nhân thọ (MBB sở hữu phần lớn cổ phần trong cả 3 mảng), chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nhập phí sẽ ở mức khiêm tốn trong năm nay và cải thiện trong năm tới do triển vọng tăng trưởng của các mảng này gắn chặt với nền kinh tế.

Chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) cải thiện 1,0 điểm % svck lên 29,9% trong Q1/23 do MBB tiếp tục quản lý chặt chẽ chi phí nhân sự. Về chi phí hoạt động ngoài nhân sự, ngân hàng sẽ tiếp tục ưu tiên đầu tư vào CNTT và số hóa để hỗ trợ chiến lược thu hút khách hàng trong dài hạn. Chúng tôi tiếp tục dự báo CIR của MBB sẽ cải thiện nhẹ lần lượt lên 32,1%/31,9% trong giai đoạn 2023-24, so với 32,5% trong năm 2022 khi ngân hàng sẽ tiếp tục cân đối giữa đầu tư vào quảng cáo/số hóa và tận dụng đòn bẩy hoạt động từ tăng trưởng tổng thu nhập.

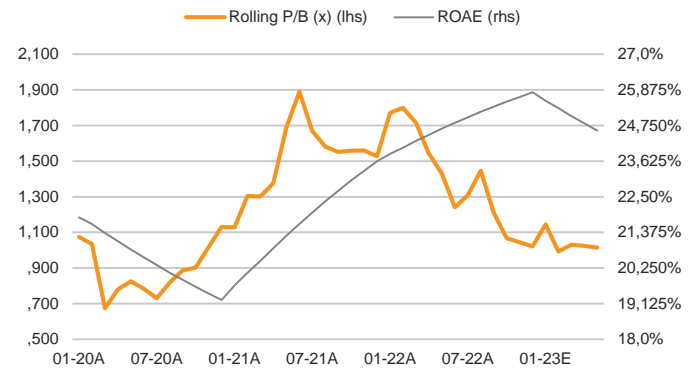
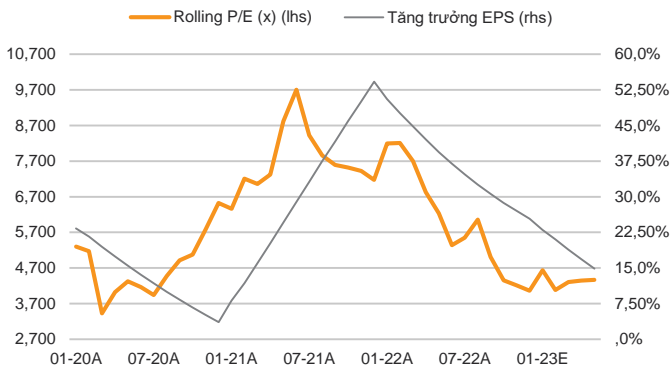
Nhìn chung, chúng tôi thay đổi dự phóng LN ròng của MBB trong giai đoạn 2023-24 lần lượt tăng 2,2%/3,0%. Với dự phóng mới, LN sẽ tăng trưởng khá tốt lần lượt ở mức 12,3%/16,8% trong giai đoạn 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng ROE của MBB sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao trong khoảng 22-23%, đưa ngân hàng lên top các ngân hàng có khả năng sinh lời cao nhất ngành.

Hình 12: Thay đổi dự phóng LN ròng trong 2023-24 (đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Thu nhập lãi	41.961	48.640	42.077	49.688	0,3%	2,2%	Tăng nhẹ giả định NIM trong năm 2024
Thu nhập ngoài lãi	9.577	10.605	8.891	10.301	-7,2%	-2,9%	Giảm dự phóng tăng trưởng phí dịch vụ do KQ Q1/23 kém khả quan
Tổng thu nhập hoạt động	51.537	59.244	50.968	59.989	-1,1%	1,3%	
Chi phí hoạt động	(16.633)	(18.973)	(16.360)	(19.111)	-1,6%	0,7%	
LN trước dự phòng	34.905	40.271	34.608	40.878	-0,8%	1,5%	
Chi phí dự phòng	(9.928)	(11.307)	(9.120)	(11.120)	-8,1%	-1,6%	Giảm dự phóng chi phí dự phòng do KQ Q1/23 tốt hơn dự kiến
LN trước thuế	24.976	28.964	25.488	29.758	2,0%	2,7%	
LN ròng	19.208	22.282	19.639	22.947	2,2%	3,0%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	36.023	42.077	49.688
Thu nhập lãi suất ròng	9.570	8.891	10.301
Tổng lợi nhuận hoạt động	45.593	50.968	59.989
Tổng chi phí hoạt động	(14.816)	(16.360)	(19.111)
LN trước dự phòng	30.777	34.608	40.878
Tổng trích lập dự phòng	(8.048)	(9.120)	(11.120)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	22.729	25.488	29.758
Thuế	(4.574)	(5.102)	(5.952)
Lợi nhuận sau thuế	18.155	20.386	23.807
Lợi ích cổ đông thiểu số	(672)	(748)	(860)
LN ròng	17.483	19.639	22.947

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	460.574	551.819	654.394
Cho vay các ngân hàng khác	32.937	34.745	38.352
Tổng cho vay	493.512	586.564	692.746
Chứng khoán - Tổng cộng	164.089	212.285	234.323
Các tài sản sinh lãi khác	40.731	22.723	24.855
Tổng các tài sản sinh lãi	698.331	821.572	951.924
Tổng dự phòng	(12.379)	(11.441)	(12.405)
Tổng cho vay khách hàng	448.599	540.897	642.563
Tổng tài sản sinh lãi ròng	685.952	810.130	939.520
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.744	3.337	3.870
Tổng đầu tư	861	1.051	1.219
Các tài sản khác	37.975	41.637	48.287
Tổng tài sản không sinh lãi	42.580	46.025	53.376
Tổng tài sản	728.532	856.156	992.896
Nợ khách hàng	443.606	520.715	599.814
Dư nợ tín dụng	96.578	113.101	130.956
Tài sản nợ chịu lãi	540.184	633.816	730.769
Tiền gửi	65.149	83.721	96.033
Tổng tiền gửi	605.332	717.537	826.803
Các khoản nợ lãi suất khác	2.003	1.069	1.069
Tổng các khoản nợ lãi suất	607.335	718.606	827.871
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	41.584	39.868	46.257
Tổng nợ không lãi suất	41.584	39.868	46.257
Tổng nợ	648.919	758.474	874.128
Vốn điều lệ và	45.340	45.340	45.340
Thặng dư vốn cổ phần	2.257	2.257	2.257
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	19.064	36.426	56.652
Các quỹ thuộc VCSH	9.289	9.247	9.247
Vốn chủ sở hữu	75.949	93.270	113.496
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.664	4.412	5.272
Tổng vốn chủ sở hữu	79.613	97.681	118.768
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	728.532	856.156	992.896

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,3%	17,4%	15,2%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	26,7%	19,8%	18,6%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	37,5%	16,8%	18,1%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,3%	12,4%	18,1%
Tăng trưởng LN ròng	37,7%	12,3%	16,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	21,3%	18,1%	16,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.206	4.331	5.061
BVPS (VND)	16.751	20.571	25.032
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	25,4%	3,0%	16,8%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,5%	5,6%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,5%)	(32,1%)	(31,9%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,5%	1,5%	1,4%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,5%	1,5%	1,4%
LN/ TB cho vay	2,0%	1,8%	1,8%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	11,5%	33,5%	32,6%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	85,3%	87,1%	89,5%
Biên lợi và độ đàn trả			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,2%	9,4%	8,9%
Chi phí cho các quỹ	2,9%	4,4%	3,8%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,4%	5,3%	5,4%
ROAE	25,8%	23,2%	22,2%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: quan.vuthe@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>