

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

Chịu áp lực trong ngắn hạn

13/12/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

Đa dạng hoá danh mục cho vay hướng đến tăng trưởng bền vững

Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục cơ cấu danh mục theo hướng đa dạng hoá, với mức tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn 2025-2027 sẽ đạt 18-20% - thấp hơn GDP 2020-2023 khi tăng trưởng trên quy mô tín dụng lớn hơn. Cho vay kinh doanh hộ gia đình, thương mại và chế biến, chế tạo sẽ tiếp tục chiếm phần lớn trong danh mục cho vay, trong khi giải ngân với lĩnh vực rủi ro cao hơn như cho vay phát triển BĐS và TPĐN sẽ duy trì ở tỷ trọng vừa phải.

Sức ép suy giảm NIM đang hiện hữu trong ngắn hạn

KBSV đánh giá trong ngắn hạn NIM của MBB vẫn chịu sức ép suy giảm, điều này cũng dẫn đến những điều chỉnh trong dự phóng về NIM của chúng tôi. Theo đó, mức NIM dự phóng cho năm 2024 là 4.34% (-45bps YoY), sau đó sẽ hồi phục trong GDP 2025-2027 khi ngân hàng xử lý tốt hơn vấn đề chất lượng tài sản.

Chất lượng tài sản là yếu tố quan trọng cần phải theo dõi trong thời gian tới

Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn áp lực lên chất lượng tài sản của ngân hàng còn tương đối lớn đến từ TT02 hết hạn; đáo hạn các lô trái phiếu gia hạn 2 năm trước đó; khả năng phục hồi của khách hàng. Về dài hạn, những dự án BĐS, năng lượng tái tạo (có liên quan trực tiếp tới một số KH lớn của MB) đang được Chính phủ tháo gỡ khó khăn. Với giả định các dự án sẽ được tháo gỡ hoàn toàn trong một vài năm tới, đây sẽ là cơ sở để MBB đưa chất lượng tài sản quay trở lại nhóm ngân hàng có chất lượng tài sản tốt như giai đoạn trước.

Định giá - Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 34,300 VNĐ/CP

KBSV điều chỉnh thời điểm định giá về cuối năm 2025. Khuyến nghị MUA cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 34,300 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 41% so với giá đóng cửa ngày 12/12/2024.

MUA

Duy trì

Giá mục tiêu	VNĐ 34,300
Tăng/giảm (%)	41%
Giá hiện tại (12/12/2024)	VNĐ 24,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VNĐ 30,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	128.9/5.1

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	69.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	276.6/11.1
Sở hữu nước ngoài (%)	23.2%
Cổ đông lớn	Tập đoàn CN-VT Quân đội (14.14%)

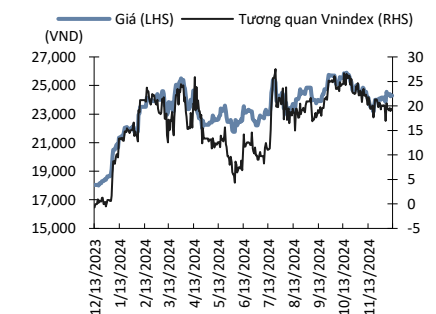
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.6	1.7	3.2	34.6
Tương đối	-1.1	0.4	5.8	20.9

Dự phóng KQKD & định giá

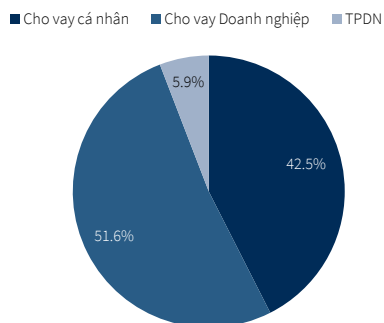
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	36,023	38,684	41,219	49,977
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	30,777	32,393	36,843	43,761
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	18,155	21,054	22,392	24,031
EPS (đồng/cổ phiếu)	3,856	3,966	4,201	4,487
Tăng trưởng EPS (%YoY)	15%	3%	6%	7%
PER (x)	6.3	6.1	5.8	5.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,559	18,548	22,097	25,984
PBR (x)	1.38	1.31	1.10	0.94
ROE (%)	25.6%	23.9%	21.1%	19.2%
Tỷ suất cổ tức	1.35%	1.87%	2.47%	2.47%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu tín dụng 2023



Hoạt động kinh doanh

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) được thành lập năm 1994 với định hướng hoạt động ban đầu là cung cấp các dịch vụ tài chính cho các doanh nghiệp quân đội. Sau hơn 30 năm phát triển, MBB hiện đã trở thành ngân hàng sở hữu quy mô tài sản và tín dụng lớn nhất trong nhóm NH TMCP tư nhân. Phát triển theo mô hình tập đoàn, MBB đi đầu trong lĩnh vực chuyển đổi số với số lượng khách hàng và tỷ lệ CASA đầu ngành.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng bình quân hàng năm của MBB sẽ duy trì khoảng 18-20% trong giai đoạn 2025-2027. Động lực tăng trưởng sẽ đến từ cả nhóm KHDN và KHCCN với định hướng chung là đa dạng hoá danh mục cho vay.

NIM chịu áp lực suy giảm trong ngắn hạn những vẫn ở mức cao so với toàn ngành nhờ vị thế dẫn đầu về CASA. Mức NIM dự phóng cho năm 2024 là 4.34% (-45bps YoY), sau đó sẽ hồi phục trong GĐ 2025-2027 khi ngân hàng xử lý tốt hơn vấn đề chất lượng tài sản.

Chất lượng tài sản kỳ vọng được cải thiện sau khi các dự án của KH lớn được Chính phủ tháo gỡ khó khăn.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

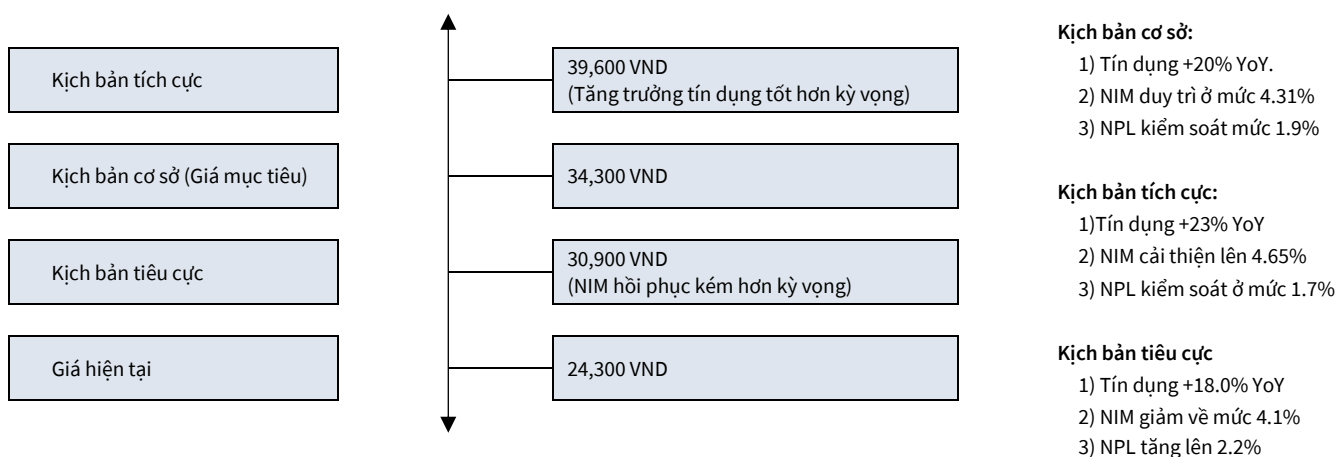
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần (NII)	41,219	49,977	-4%	-5%	41,056	49,256	0%	1%
Lợi nhuận trước DPRRTD	36,843	43,761	-4%	-2%	36,354	42,379	1%	3%
LNST ngân hàng mẹ	21,902	23,394	-3%	-4%	21,756	24,490	1%	-4%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

LNTT 9T2024 đi ngang so với cùng kỳ

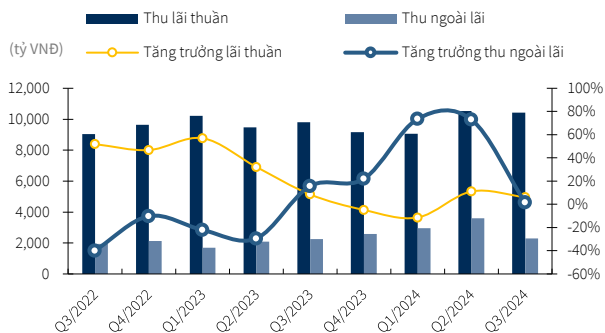
Tăng trưởng tín dụng quý 3 có phần chậm lại so với quý trước nhưng vẫn đạt 13.5% YTD tính đến cuối quý 3/2024 và cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành. Tổng thu nhập hoạt động quý 3/2024 giảm 10% QoQ do NIM (theo quý) giảm 34bps đã ảnh hưởng đến đà tăng của thu nhập lãi thuần; trong khi các nguồn thu ngoài lãi cũng giảm so với quý trước do điều kiện thị trường khó khăn hơn. Luỹ kế 9T đầu năm, MBB ghi nhận LNTT đạt 20,736 tỷ đồng – đi ngang so với cùng kỳ (+3.6% YoY). Tuy nhiên, chất lượng tài sản chuyển biến tiêu cực hơn trong quý 3 khi tỷ lệ nợ xấu tăng thêm 59bps QoQ lên mức 2.2%, từ đó làm ảnh hưởng đến kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cho những năm sau của chúng tôi.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024	+/-%QoQ	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (NII)	9,812	10,531	10,417	-1.1%	6.2%	Thu lãi thuần trong quý 3 giảm nhẹ trong quý trước nhưng tăng 6% so với cùng kỳ khi tín dụng hồi phục tốt hơn kể từ quý 2. Tuy nhiên, do NIM giảm mạnh nên mức tăng trưởng của NII chưa đạt với kỳ vọng của chúng tôi.
Thu nhập ngoài lãi (NOII)	2,253	3,598	2,287	-36.4%	1.5%	Thu ngoài lãi tăng trưởng đi ngang so với cùng kỳ năm trước, nhưng tăng trưởng chậm lại so với quý trước do thị trường khó khăn hơn: - Thu từ hoạt động dịch vụ 3Q2024 -34% QoQ, -18% YoY; ghi nhận giảm mạnh nguồn thu từ hoạt động môi giới chứng khoán (-26% QoQ) và sự suy giảm nhẹ mảng bancassurance (-5% QoQ). - Tuy vậy, hoạt động kinh doanh ngoại hối +68% QoQ và gặp đôi svck dù diễn biến thị trường và tỷ giá không thuận lợi.
Tổng thu nhập hoạt động	12,065	14,129	12,704	-10.1%	5.3%	
Chi phí hoạt động	(3,334)	(4,491)	(3,756)	-16.4%	12.7%	Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt giúp tỷ lệ CIR tiếp tục được cải thiện và giảm về mức 30% trong quý 3.
CIR	27.6%	31.8%	29.6%	-221bps	193bps	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(1,447)	(2,006)	(1,640)	-18.2%	13.3%	Chi phí dự phòng tiếp tục giảm so với quý trước mặc dù chất lượng tài sản đang xấu đi. Điều này cũng khiến LLCR của ngân hàng giảm từ 102% (2Q2024) xuống 69% (3Q2024).
LNTT	7,284	7,633	7,308	-4.3%	0.3%	
LNST	5,821	6,102	5,843	-4.2%	0.4%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	13.7%	9.4%	13.5%			Tăng trưởng tín dụng đạt 13.5% từ mức 9.4% cuối quý 2, được dẫn dắt chủ yếu từ cho vay KHDN (+19% YTD), nhóm KHCN cũng hồi phục tốt hơn trong quý 3, đạt 9.4% YTD. Trong khi đó dư nợ TPDN giảm 8% YTD.
Tăng trưởng huy động (YTD)	11.0%	3.6%	9.1%			
NIM	5.03%	4.58%	4.24%	-34bps	-78bps	Cạnh tranh cho vay gay gắt giữa các ngân hàng tiếp tục làm ảnh hưởng đến lợi suất sinh lời IEA, chi phí vốn tăng nhẹ khi mặt bằng LSHĐ tăng trong thời gian vừa qua. NIM theo quý giảm 20bps so với quý trước.
NPL	1.89%	1.64%	2.23%	59bps	34bps	Chất lượng tài sản suy giảm đáng kể trong quý 3, trong đó ghi nhận sự tăng mạnh của nợ nhóm 3 và 5 so với quý 2 (+65% và +59%). Điều này dẫn đến tỷ lệ NPL tăng mạnh lên 2.23% và LLCR giảm về 69% cuối quý 3.

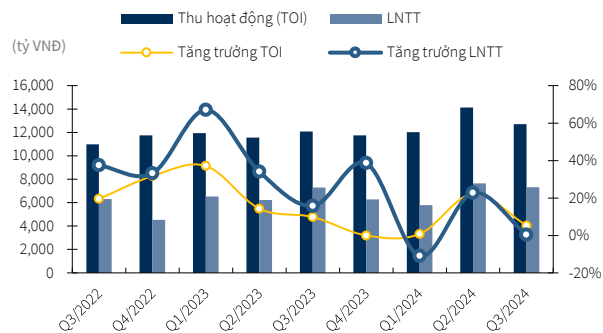
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng lãi thuần và thu ngoài lãi theo quý



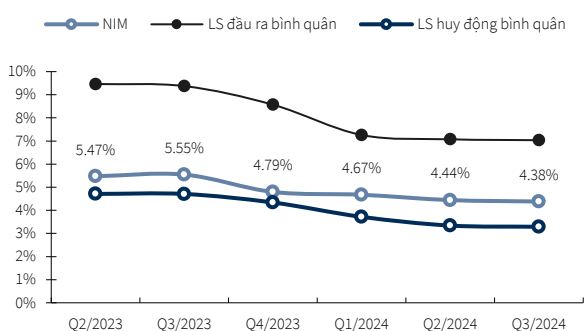
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNTT



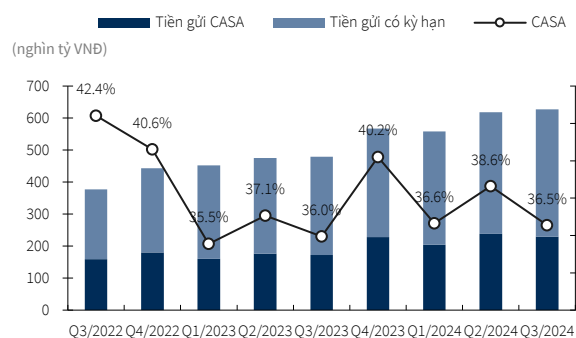
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 4. Biến động NIM theo quý



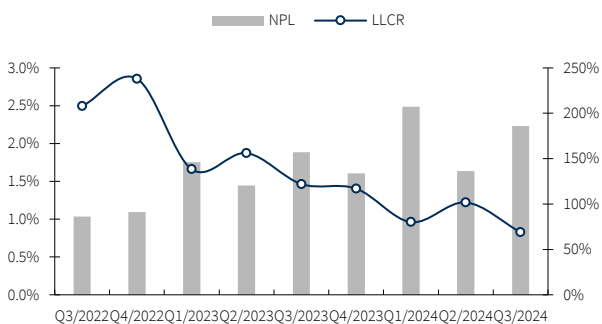
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 5. Cơ cấu huy động



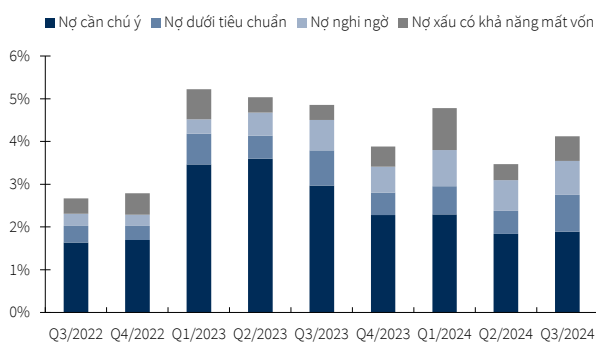
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 6. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu (LLCR)



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ trọng các nhóm nợ/tổng tín dụng



Nguồn: MBB, KBSV

Đa dạng hoá danh mục cho vay hưởng đến tăng trưởng bền vững

Tăng trưởng cho vay được dẫn dắt chủ yếu bởi nhóm KHDN kể từ năm 2023 đến nay trong khi dư nợ kênh TPDN giảm dần và chỉ còn đóng góp khoảng 5% danh mục tín dụng. Điều này cho thấy nhu cầu nhóm KHDN hồi phục tốt hơn nhóm KHCN bên cạnh việc nhiều khả năng có sự chuyển dịch một phần từ trái phiếu tái cơ cấu thành các khoản vay. Mặt khác, mặc dù tăng trưởng tương đối kém trong giai đoạn đầu năm, nhóm KHCN cũng đã cho thấy những dấu hiệu hồi phục trong 2 quý trở lại đây, với mức tăng trưởng 9.4% YTD sau 9T2024. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tín dụng từ nhóm khách hàng này sẽ phục hồi tốt hơn trong những tháng cuối năm do mùa lễ hội, Tết Nguyên Đán đang đến gần. Quý 4 cũng thường là thời điểm nhu cầu tín dụng cao, lưu ý rằng MBB có mức tăng trưởng từ 13.7% lên 28% trong 3 tháng cuối năm 2023. Do vậy KBSV kỳ vọng ngân hàng sẽ hoàn thành hạn mức tăng trưởng trong năm nay (20% theo dự phóng cũ của chúng tôi).

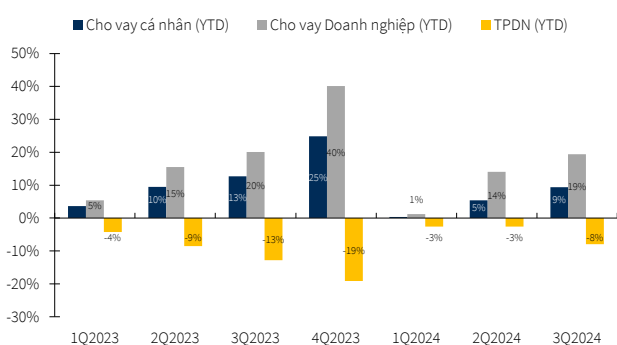
Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục cơ cấu danh mục theo hướng đa dạng hoá, với mức tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn 2025-2027 sẽ đạt 18-20% - thấp hơn GPĐ 2020-2023 khi tăng trưởng trên quy mô tín dụng lớn hơn. Cho vay kinh doanh hộ gia đình, thương mại và chế biến, chế tạo sẽ tiếp tục chiếm phần lớn trong danh mục cho vay, trong khi giải ngân với lĩnh vực rủi ro cao hơn như cho vay phát triển BĐS và TPDN sẽ duy trì ở tỷ trọng vừa phải (biểu đồ 10).

Hoàn tất nhận chuyển giao bắt buộc tổ chức tín dụng yếu kém (OceanBank)

Trong tháng 10/2024, MB đã hoàn tất quá trình nhận chuyển giao từ NHNN một ngân hàng “0 đồng” là OceanBank. Theo đó, MB sẽ tham gia vào hoạt động của OceanBank để đưa ngân hàng yếu kém quay về hoạt động bình thường, khắc phục lỗ lũy kế và đảm bảo các quy định về an toàn hoạt động của các TCTD. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước đây, việc tham gia tái cấu trúc các TCTD yếu kém sẽ giúp MB có lợi thế về hạn mức tín dụng được cấp hàng năm.

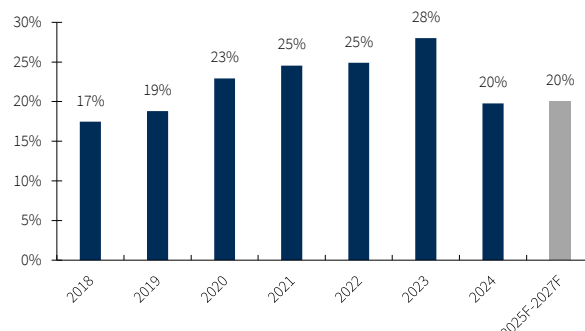
Ngày 18/12/2024, MB thông báo OceanBank sẽ đổi tên thành Ngân hàng TM TNHH MTV Việt Nam hiện đại, gọi tắt là MBV. Đồng thời, ngân hàng cũng bộ nhiệm một số thành viên trong HĐQT của MB đảm nhận những chức vụ quan trọng tại MBV.

Biểu đồ 8. Tăng trưởng tín dụng của các nhóm khách hàng



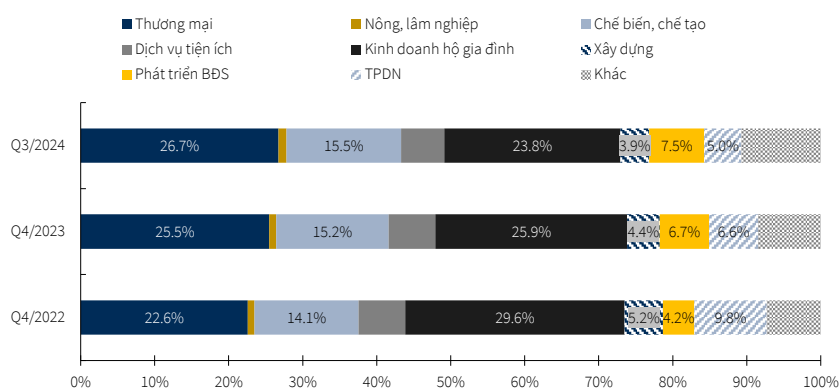
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 9. Dự báo tăng trưởng tín dụng



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 10. Tỷ trọng cho vay theo lĩnh vực ngành nghề



Nguồn: MBB, KBSV

Cho vay thương mại, kinh doanh hộ gia đình chiếm tỷ trọng trên 20% và trở thành động lực tăng trưởng tín dụng cho MBB. Cho vay các doanh nghiệp phát triển BĐS duy trì 6-8% và sẽ được duy trì ở mức dưới 10%. Trong khi đó, dự nợ cho TPDN giảm đáng kể trong 2 năm trở lại đây, giảm thiểu rủi ro với hoạt động cho vay của ngân hàng.

Sức ép suy giảm NIM đang hiện hữu trong ngắn hạn

Lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) giảm 30bps chủ yếu do (1) lãi suất cho vay cạnh tranh giữa các ngân hàng; (2) việc chậm trả của khách hàng ảnh hưởng đến thu lãi thuần (nợ xấu của MBB tăng mạnh trong quý này). Lợi suất giảm mạnh trong khi chi phí vốn tăng nhẹ 3bps đã khiến NIM quý 3/2024 giảm 34bps QoQ về mức 4.24%, sau sự hồi phục lên mức 4.58% trong quý trước. KBSV đánh giá trong ngắn hạn NIM của MBB vẫn chịu sức ép suy giảm, điều này cũng dẫn đến những điều chỉnh trong dự phóng về NIM của chúng tôi. Theo đó, mức NIM dự phóng cho năm 2024 là 4.26% (-53bps YoY), sau đó sẽ hồi phục dần trong GD 2025-2027 khi ngân hàng xử lý tốt hơn vấn đề chất lượng tài sản.

- (1) IEA có thể sẽ tiếp tục suy giảm trong 1-2 quý tới do: i) lãi suất cho vay dự kiến sẽ đi ngang trong nửa đầu năm 2025; ii) danh mục hiện tại cho thấy sự gia tăng tỷ trọng từ nhóm KHDN (lợi suất cho vay thấp hơn nhóm KHCN); iii) chất lượng tài sản cần thêm thời gian cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay hồi phục tốt hơn trong 2H2025, cùng với việc đẩy mạnh giải ngân theo đà hồi phục của nền kinh tế sẽ giúp NIM có cơ sở để hồi phục trở lại.
- (2) Mặt khác, chi phí vốn (CoF) trong năm 2024 phục hồi kém hơn kỳ vọng và dự kiến sẽ gia tăng trở lại do mặt bằng lãi suất huy động của MBB đã tăng 45-60bps (kỳ hạn 12 tháng và 6 tháng) từ mức đáy. Do vậy CoF nhiều khả năng sẽ tiếp tục khi nhu cầu huy động lớn hơn trong những tháng cuối năm để cân đối với đầu ra tín dụng. Dù vậy, lợi thế CASA sẽ hạn chế một phần tác động tiêu cực của việc gia tăng chi phí huy động.

Chất lượng tài sản là yếu tố quan trọng cần phải theo dõi trong thời gian tới

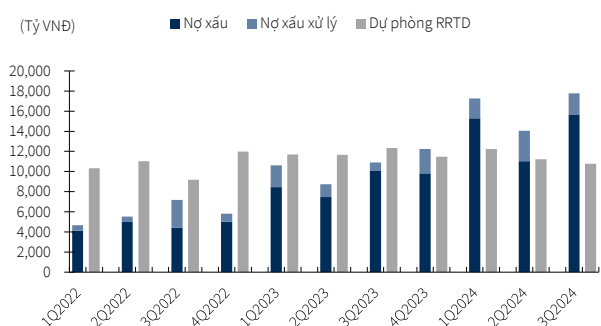
Sơ bộ diễn biến biến chất lượng tài sản trong quý 3: Nợ xấu ghi nhận tăng mạnh so với quý trước và cùng kỳ, đặc biệt nợ nhóm 3 và nhóm 5 tăng lần lượt 65% và 59% QoQ. Theo MBB, nợ xấu gia tăng trong quý này do nhiều khách hàng (bao gồm KH mới) gặp những khó khăn tài chính tạm thời dẫn đến việc chậm trễ thực hiện nghĩa vụ nợ. Mặc dù chất lượng tài sản suy yếu nhưng trích lập trong kỳ lại không được như mức chúng tôi kỳ vọng. Chi phí dự phòng RRTD quý 3 giảm 18% so với quý trước trong khi nợ xấu tăng 42% QoQ đã kéo theo tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ngân hàng giảm từ 102% (quý 2) về 69% (quý 3). Điều này có thể cho thấy đánh giá của ngân hàng với sự chậm trả của KH trong quý

vừa qua chỉ là yếu tố tạm thời, dự kiến sẽ quay trở lại nhóm nợ đủ tiêu chuẩn trong quý tới.

Dù vậy, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn áp lực lên chất lượng tài sản của ngân hàng còn tương đối lớn, đến từ: Thứ nhất, việc Thông tư 02/2023 hết hạn vào cuối năm nay và nhiều khả năng sẽ không được gia hạn sẽ làm gia tăng tỷ lệ nợ xấu và chi phí trích lập dự phòng. Lưu ý, dư nợ tái cơ cấu theo TT02 của MBB đang chiếm khoảng 0.5-0.6% tổng tín dụng – dưới 1% nhưng vẫn cao hơn một số ngân hàng TMCP cùng nhóm. Thứ hai, các khoản trái phiếu gia hạn 2 năm chuẩn bị đáo hạn vào năm 2025-2026. Thứ ba, những khó khăn tạm thời của KH cũng cần thời gian giải quyết, ít nhất 1-2 quý để có thể quay lại nhóm nợ tiêu chuẩn tùy vào mức độ hồi phục của nền kinh tế nói chung và thị trường BĐS nói riêng.

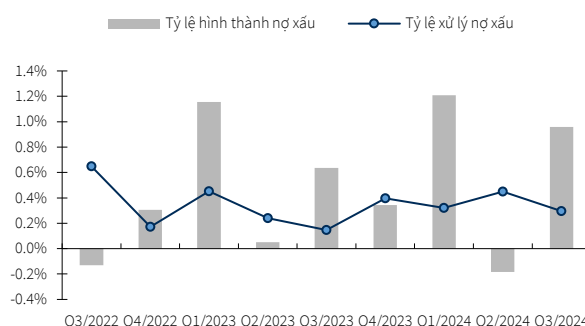
Về dài hạn, chúng tôi nhận thấy có những tín hiệu tích cực cho phục hồi của MBB, đến từ việc một số dự án BĐS và năng lực tái tạo đang được Chính phủ tập trung tháo gỡ khó khăn. Đây đều là những dự án này có liên đới trực tiếp tới một số khách hàng doanh nghiệp lớn của MBB. Với giả định các dự án sẽ được tháo gỡ hoàn toàn trong 1 vài năm tới, đây sẽ là cơ sở để MBB đưa chất lượng tài sản quay trở lại nhóm ngân hàng có chất lượng tài sản tốt như giai đoạn trước.

Biểu đồ 11. Nợ xấu, nợ xấu xử lý và dự phòng RRTD



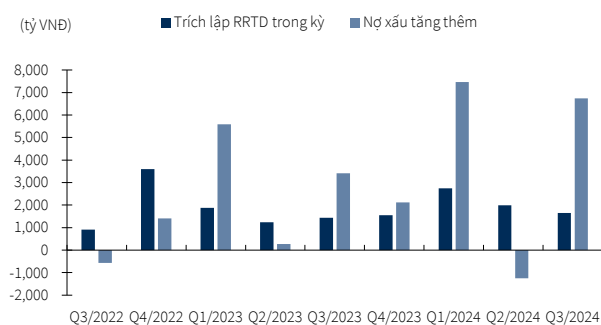
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 12. NPL và tỷ lệ nợ xấu hình thành



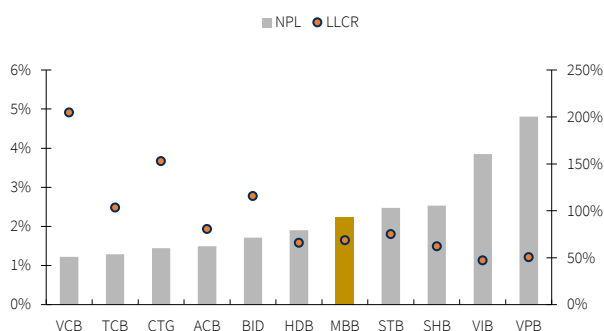
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 13. Nợ xấu và nợ xấu xử lý



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 14. Chất lượng tài sản của các ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Bảng 15. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (NII)	38,684	41,219	7%	49,977	21%	Giữ nguyên kỳ vọng tăng trưởng tín dụng nhưng dự phóng thu lãi thuần giảm do NIM dự kiến đi ngang hoặc giảm nhẹ trong quý 4. Động lực tăng trưởng năm 2025 được dẫn dắt bởi cả sự hồi phục từ tăng trưởng cho vay và NIM so với năm 2024.
Thu ngoài lãi (NOII)	8,622	11,792	37%	12,629	7%	Điều chỉnh giảm thu phí dịch vụ và hoạt động ngoại hối do tỷ giá căng thẳng hơn trong quý 4.
Tổng thu nhập hoạt động	47,306	53,011	12%	62,605	18%	
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng RRTD	32,393	36,843	14%	43,761	19%	
Chi phí trích lập dự phòng	(6,087)	(8,852)	45%	(13,722)	55%	Điều chỉnh nhẹ cho năm 2024 do trích lập thực tế thấp hơn kỳ vọng, nhưng cũng đồng nghĩa gia tăng trích lập cho năm 2025.
Lợi nhuận trước thuế	26,306	27,990	6%	30,039	7%	
NIM	4.79%	4.26%	-53bps	4.44%	18bps	Hạ kỳ vọng về NIM do diễn biến tiêu cực trong quý 3. NIM kỳ vọng đi ngang trong quý 4 và hồi phục nhẹ trong năm 2025.
Lãi suất đầu ra bình quân	8.57%	7.27%	-130bps	7.56%	29bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.34%	3.44%	-90bps	3.56%	12bps	
CIR	31.5%	30.5%	-102bps	30.1%	-40bps	
NPL	1.60%	2.00%	40bps	1.75%	-25bps	Tăng tỷ lệ NPL thêm 30bps so với dự phóng gần nhất do diễn biến tiêu cực về chất lượng tài sản.
Tổng tài sản	944,954	1,048,418	11%	1,268,964	21%	
Vốn chủ sở hữu	96,711	115,214	19%	135,480	18%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 34,300 VNĐ/CP

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu MBB.

(1) Phương Pháp định giá P/B

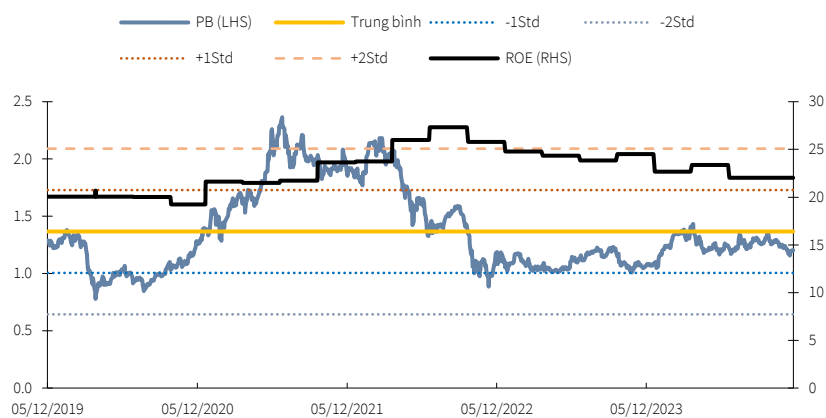
Những rủi ro về chất lượng tài sản và NIM suy giảm trong ngắn hạn vẫn đang hiện hữu có thể sẽ ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu. Do vậy, chúng tôi điều chỉnh P/B mục tiêu cho năm 2025 của MBB về mức 1.3x.

(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn.

Sau khi điều chỉnh thời điểm định giá về cuối năm 2025, giá mục tiêu mới cho cổ phiếu MBB là 34,300 VNĐ/cp. Khuyến nghị MUA cổ phiếu MBB với tiềm năng tăng giá 41% so với giá đóng cửa ngày 12/12/2024.

Bảng 16. Diễn biến ROE và chỉ số P/B của MBB



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 17. Cổ phiếu MBB – Định giá 2025 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế	24,031	29,308	37,563
Lợi nhuận thặng dư	3,157	4,527	7,643
Chi phí vốn (re)	15%		
Tăng trưởng (g)	3.0%		
Giá trị cuối cùng	28,721		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	182,039		
Giá trị cổ phiếu MBB	34,913		

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 18. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
Lợi nhuận thặng dư	34,913	50%	16,889
P/B	33,779	50%	17,456
Giá mục tiêu			34,300

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh						Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	26,200	36,023	38,684	41,219	49,977	Cho vay khách hàng	354,797	448,599	599,579	717,112	860,522
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	38,465	52,486	69,143	70,278	85,071	Chứng khoán kinh doanh	7,575	4,106	44,251	15,071	18,417
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(12,265)	(16,463)	(30,459)	(29,059)	(35,094)	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bất buộc)	3,475	3,744	3,675	4,927	6,021
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	4,367	4,136	4,085	4,532	6,345	Tài sản có sinh lời	574,482	697,256	916,370	1,017,280	1,233,234
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	3,254	2,142	2,428	2,557	2,615	Tài sản cố định và tài sản khác	38,176	38,836	34,928	41,043	47,978
Tổng thu nhập hoạt động	36,934	45,593	47,306	53,011	62,605	Tổng tài sản	607,140	728,532	944,954	1,048,418	1,268,964
Chi phí hoạt động	(12,377)	(14,816)	(14,913)	(16,168)	(18,844)	Tiền gửi của khách hàng	384,692	443,606	567,533	660,593	807,257
LN thuần trước CF DPRRTD	24,557	30,777	32,393	36,843	43,761	Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá	68,886	98,581	129,263	132,118	157,790
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(8,030)	(8,048)	(6,087)	(8,852)	(13,722)	Các khoản nợ chịu lãi	513,400	607,335	796,615	891,812	1,078,076
Thu nhập khác	4,211	3,026	3,458	3,652	3,718	Các khoản nợ khác	31,254	41,584	51,628	41,392	55,407
Chi phí khác	(956)	(884)	(1,030)	(1,096)	(1,103)	Tổng nợ phải trả	544,654	648,919	848,242	933,203	1,133,483
Tổng lợi nhuận trước thuế	16,527	22,729	26,306	27,990	30,039	Vốn điều lệ	37,783	45,340	52,141	52,141	52,141
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(3,306)	(4,574)	(5,252)	(5,598)	(6,008)	Thặng dư vốn cổ phần	869	869	869	869	869
LNST	13,221	18,155	21,054	22,392	24,031	Lợi nhuận chưa phân phối	12,915	19,064	25,560	44,333	64,599
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(524)	(672)	(377)	(490)	(637)	Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
LNST ngân hàng mẹ	12,697	17,483	20,677	21,902	23,394	Vốn chủ sở hữu	62,486	79,613	96,711	115,214	135,480

Chỉ số tài chính (%)						Định giá (đồng, X, %)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời						Chỉ số về giá					
ROE	23.5%	25.6%	23.9%	21.1%	19.2%	EPS cơ bản	3,361	3,856	3,966	4,201	4,487
ROA	2.4%	2.7%	2.5%	2.2%	2.1%	Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,538	17,559	18,548	22,097	25,984
ROE trước dự phòng	34.9%	34.6%	29.4%	27.8%	27.9%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	16,140	17,197	18,226	21,737	25,582
ROA trước dự phòng	3.6%	3.7%	3.1%	3.0%	3.0%	Chỉ số định giá					
Biên lãi ròng (NIM)	5.0%	5.7%	4.8%	4.3%	4.4%	PER	7.2	6.3	6.1	5.8	5.4
Hiệu quả hoạt động						PBR	1.5	1.4	1.3	1.1	0.9
LDR thuần	94.5%	103.8%	107.7%	111.0%	109.0%	ROE	23.5%	25.6%	23.9%	21.1%	19.2%
CIR	33.5%	32.5%	31.5%	30.5%	30.1%	An toàn vốn					
Tốc độ tăng trưởng						Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)	10.4%	11.3%	11.4%	>11%	>11%
Tăng trưởng tổng tài sản	22.7%	20.0%	29.7%	10.9%	21.0%	Chất lượng tài sản					
Tăng trưởng cho vay khách hàng	20.7%	26.4%	33.7%	19.6%	20.0%	NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.9%	1.1%	1.6%	2.0%	1.8%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	46.1%	25.3%	5.3%	13.7%	18.8%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	133.2%	174.1%	122.1%	80.1%	90.9%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	53.7%	37.7%	18.3%	5.9%	6.8%	SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	2.0%	2.8%	3.9%	3.8%	3.6%
Tăng trưởng EPS	13.8%	14.7%	2.8%	5.9%	6.8%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	60.6%	68.2%	50.5%	57.9%	62.1%
Tăng trưởng BVPS	-7.6%	6.2%	5.6%	19.1%	17.6%						

Nguồn: KBSV ước tính

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.