

Ngân hàng TMCP Quân đội

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (MBB VN) | Reuters Code (MBB.HM)

MUA

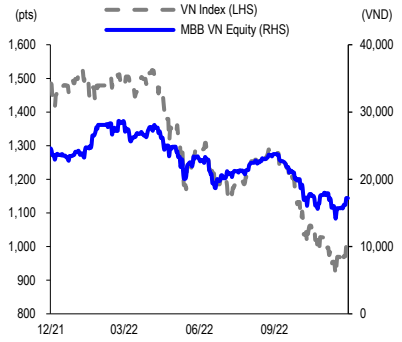
Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**29,700 VND**
Giá hiện tại (30/11/2022)	17,400 VND
Suất sinh lời (%)	70.7%

VNINDEX	1,048
HNXINDEX	209
Vốn hóa (tỷ VND)	78,891
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,534
Tự do giao dịch (triệu CP)	2,672
52-tuần cao/thấp (VND)	28,700/14,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	10.76
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	195
Sở hữu nước ngoài (%)	23.2

Cổ đông lớn (%)	Viettel	18.5
	SCIC	9.4

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.1	27.7	59.2
So với VN-Index (%)	-8.2	-5.5	1.4



Nguồn: Bloomberg

Mở tài khoản

[Chuyên viên]

Xuân Nguyễn

☎ (84-28) 6299-8004

✉ xuan.nht@shinhan.com

Shinhan Securities

Khẳng định vị thế

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 29,700 đồng

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) có nhiều thành tích nổi bật trong những năm hoạt động gần đây, thể hiện qua chất lượng tài sản, lợi nhuận vượt trội cùng với xếp hạng tín nhiệm được đánh giá cao bởi các tổ chức xếp hạng quốc tế. MBB tiếp tục tập trung phát triển CNTT, chuyển đổi số hướng tới mục tiêu "Trở thành Doanh nghiệp số, Tập đoàn tài chính dẫn đầu". Chúng tôi định giá lần đầu MBB ở mức giá 29,700 đồng tương ứng với mức sinh lời 70.7%.

Lợi thế chi phí vốn thấp, NIM còn tiềm năng mở rộng

MBB có nguồn chi phí thấp, nhờ vào CASA luôn thuộc nhóm đứng đầu ngành, đạt 42% tại Q3/2022. Tuy nhiên, CASA có khả năng giảm trong thời gian tới do lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng liên tục tăng. Trong bối cảnh này, MBB có lợi thế từ mối quan hệ lâu bền đến từ các doanh nghiệp lớn trong nước. NIM tại MBB tiếp tục tăng đạt 5.9% cuối Q3/2022, với ưu thế về chi phí vốn thấp, đạt 2.8% cuối Q3/2022, MBB vẫn có nhiều tiềm năng mở rộng NIM.

Thu nhập lãi tăng nhờ tín dụng tiếp tục tăng trưởng mạnh, thu nhập ngoài lãi đóng góp quan trọng

Trong 9T2022, tăng trưởng tín dụng của MBB tăng 17.2%, thuộc nhóm các ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng cao. MBB đã điều chỉnh đa dạng hóa danh mục cho vay và tập trung phát triển mảng cho vay bán lẻ giúp tăng thu nhập lãi cũng như cải thiện NIM. Việc thành lập ngân hàng liên doanh tại Campuchia ngày càng khẳng định vị thế của mình, và thực hiện mục tiêu phát triển mảng bán lẻ. Đồng thời, MBB tăng cường thực hiện chuyển đổi số thu hút khách hàng và mở rộng bán chéo bancassurance.

Tài sản tốt với nguồn vốn vững chắc, tỷ lệ đòn bẩy an toàn

Tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp với 0.9% cuối năm 2021, tăng nhẹ lên 1.0% tại Q3/2022. Trong khi đó, MBB tiếp tục thuộc nhóm các ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao, đạt 208% cuối Q3/2022. MBB thực hiện tăng vốn thông qua các đợt phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2 nhằm tăng vốn hoạt động cũng như duy trì tỷ lệ an toàn vốn CAR.

Rủi ro (1) Rủi ro kinh tế tăng trưởng chậm/suy thoái; (2) Rủi ro tín dụng bất động sản; (3) Rủi ro nợ xấu tăng.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,200	32,908	38,571	47,155	57,493
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,735	12,061	13,821	16,116	18,876
TNHĐ (tỷ VND)	36,935	44,969	52,392	63,271	76,369
TNHĐ trước dự phòng (tỷ VND)	24,557	30,330	34,966	42,493	51,464
LNST (tỷ VND)	13,221	17,958	21,005	24,370	31,691
EPS (đồng)	3,499	3,961	4,633	5,375	6,990
Tăng trưởng EPS (%)	13.8	13.2	17.0	16.0	30.0
P/E (x)	4.9	4.3	3.7	3.2	2.5
P/B (x)	1.0	1.0	0.8	0.6	0.5
ROA (%)	2.30	2.66	2.72	2.68	2.92
ROE (%)	22.56	24.28	22.52	21.05	22.08

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

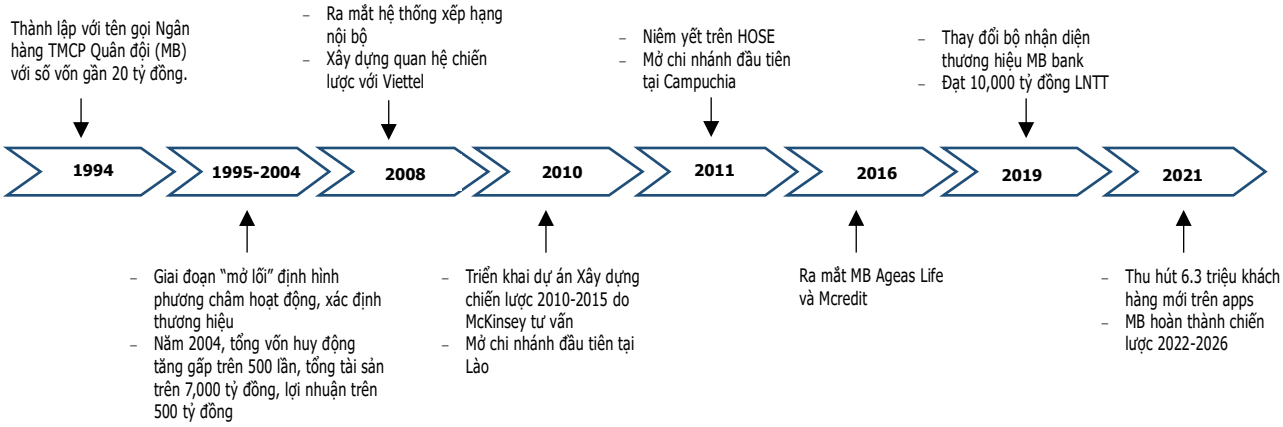
11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

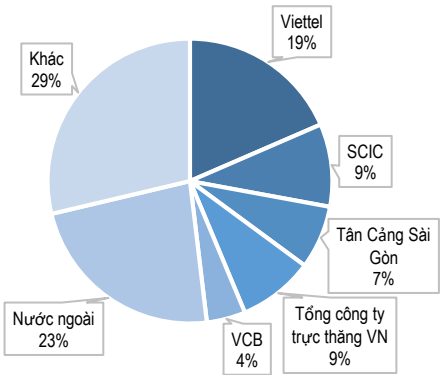
16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử doanh nghiệp

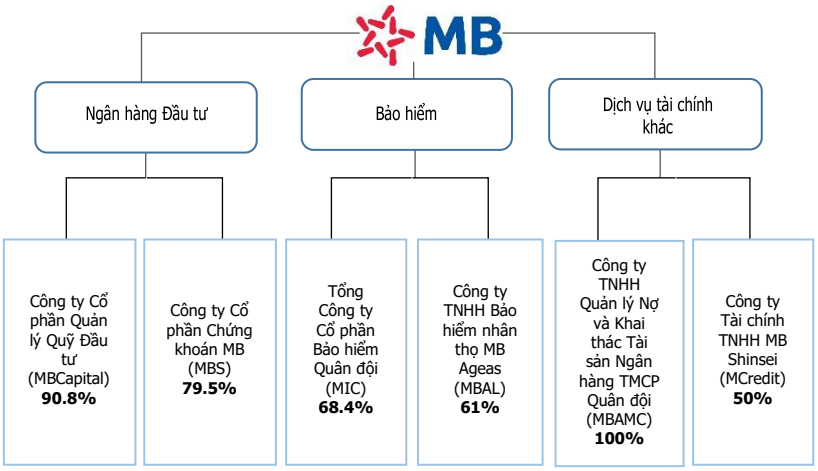


Cơ cấu cổ đông 30/09/2022



Mô hình quản trị

MBB sở hữu nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính và phi tài chính, bao gồm:



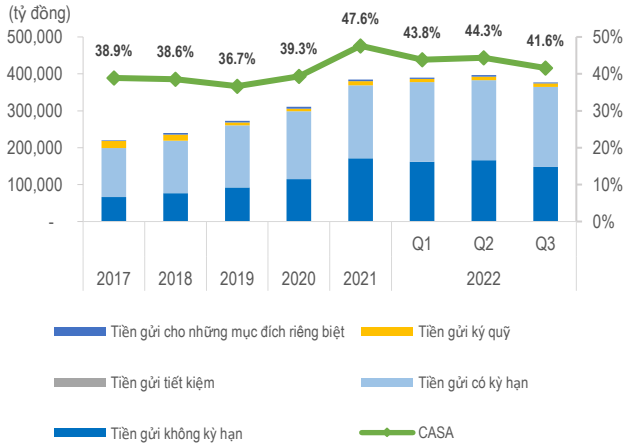
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Quan điểm đầu tư

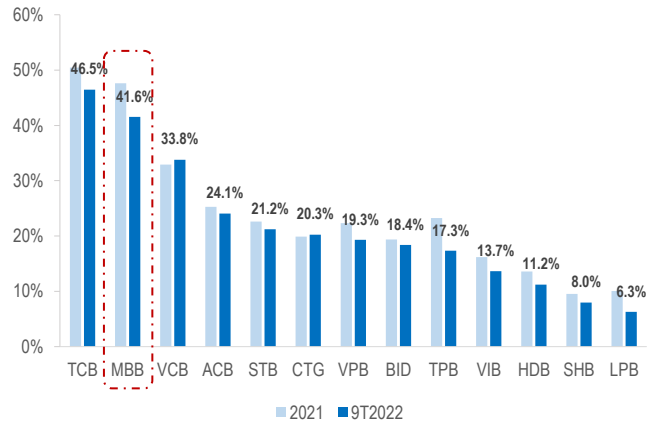
Lợi thế chi phí vốn thấp, NIM còn tiềm năng mở rộng

1. Nguồn vốn dồi dào từ CASA, và nhờ vào mối quan hệ bền vững với các doanh nghiệp lớn trong nước

Cấu phần tiền gửi của khách hàng tại MBB



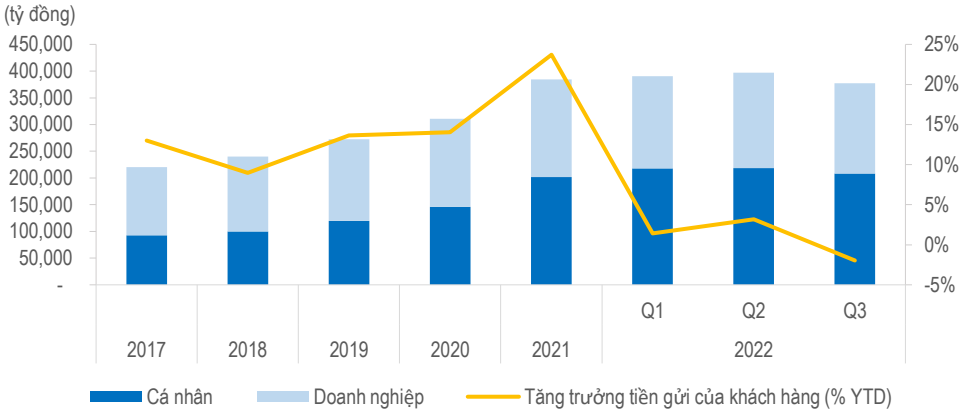
Tỷ lệ CASA của các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ CASA chỉ xếp sau TCB với tỷ lệ 41.6% tại T9/2022, có sự sụt giảm từ cuối 2021. Trong hai năm gần đây tỷ lệ CASA tăng dường như nhờ vào công cuộc chuyển đổi số của Ngân hàng thu hút lượng khách hàng mới. Cụ thể, năm 2021, MBB đã đánh dấu nhiều thành công lớn, giữ vững vị thế tiên phong, như thu hút được gần 6.3 triệu khách hàng mới (tương đương số lượng khách hàng MB phát triển được trong 26 năm trước đó). Tuy nhiên, CASA của ngân hàng trong thời gian tới sẽ gặp khó khăn khi lãi suất huy động tiền gửi của khách hàng liên tục tăng tại các ngân hàng.

Tiền gửi của các tổ chức kinh tế và cá nhân tại MBB



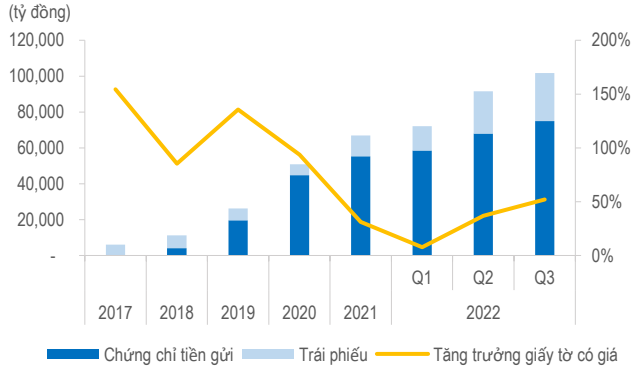
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng tại MBB có sự giảm nhẹ trong Q3/2022 khi tổng tiền gửi của khách hàng tại Q3/2022 đạt 377,145 tỷ đồng (-1.96% YTD). Đây là tình hình chung của ngành ngân hàng trong 9T2022 khi tiền gửi của khách hàng toàn ngành chỉ tăng 4.06% so với cuối 2021, thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng. Cùng với tình hình các ngân hàng trung ương trên thế giới tăng lãi suất nhằm kiểm soát lạm phát, MBB và toàn ngành nói chung gặp nhiều áp lực trong việc huy động tiền gửi. Trong bối cảnh trên, mối quan hệ lâu bền giữa MBB với các doanh nghiệp lớn như Viettel, Vinaconex, Saigon Newport,... cũng là một lợi thế. Tỷ trọng tiền gửi từ doanh nghiệp trên tổng tiền gửi của khách hàng tại MBB khá cao, duy trì ở mức 45%.

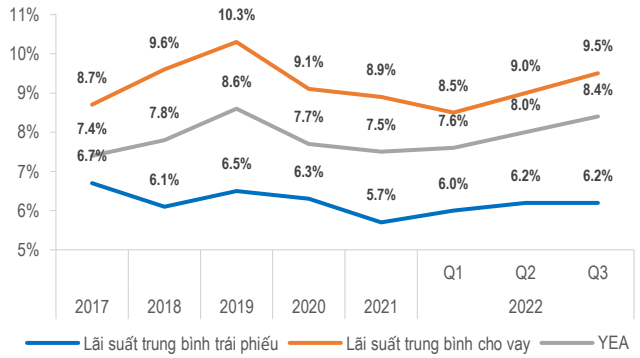
2. Phát hành giấy tờ có giá giảm áp lực lên huy động tiền gửi của khách hàng

Việc tăng cường phát hành chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu đã giúp MBB bớt gánh nặng trong việc huy động vốn, là ưu thế cạnh tranh cho MBB khi duy trì được chi phí vốn thấp. Tại Q3/2022, trái phiếu của MBB đạt 26,870 tỷ đồng (+132.86% YTD), đồng thời MBB cũng phát hành thêm chứng chỉ tiền gửi lên mức 74,903 tỷ đồng (+35.33% YTD). Quan trọng hơn, lãi suất trái phiếu của MBB từ 3.80% đến 8.70%, lãi suất chứng chỉ tiền gửi từ 1.00% đến 8.50%. Như vậy trung bình lãi suất trái phiếu kì hạn dưới 5 năm và chứng chỉ tiền gửi hiện thấp hơn lãi suất tiền gửi, nên chi phí vốn của MBB được duy trì ở mức thấp.

Cấu phần phát hành giấy tờ có giá của MBB



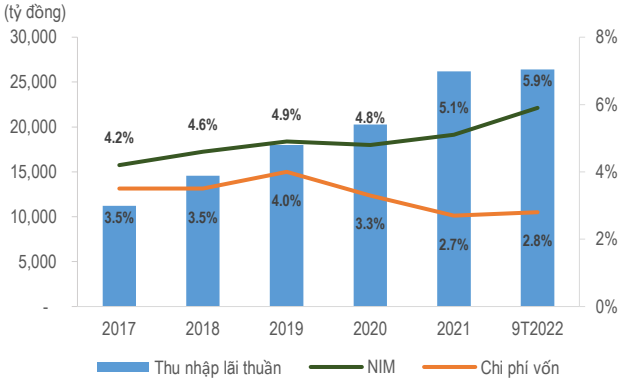
Lãi suất trái phiếu- Lãi suất cho vay của MBB



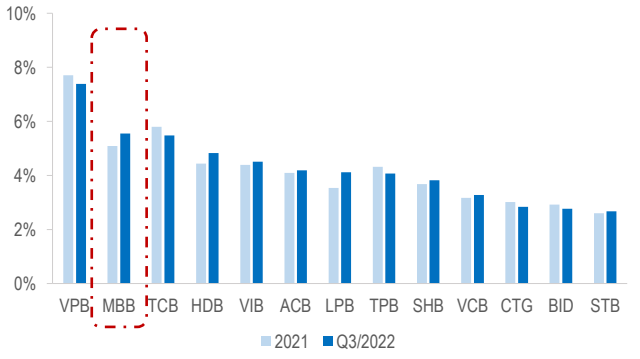
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Khả năng sinh lời cao

Thu nhập lãi thuần, NIM và chi phí vốn của MBB



NIM (TTM) của các ngân hàng



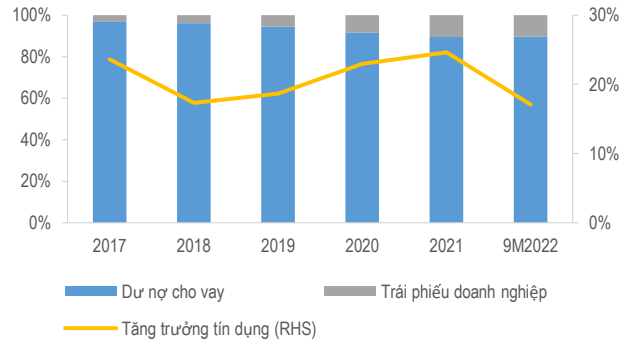
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nhờ lợi thế từ nguồn vốn, chi phí vốn của MBB cải thiện qua các năm và duy trì ở mức thấp, đạt mức 2.8% tại Q3/2022. Bên cạnh đó, NIM mở rộng khá nhanh trong 9T2022 từ 5.1% cuối năm 2021 lên 5.9%, mặc dù MBB cũng đã thực hiện tăng lãi suất tiền gửi trong cuộc đua huy động vốn. MBB hiện đứng thứ 2 trong ngành về chỉ số NIM tại T9/2022, chỉ sau VPB do ngân hàng có mô hình kinh doanh với rủi ro khá cao. Với cơ sở CASA cao dẫn đầu, chi phí vốn thấp, NIM của MBB có nhiều cơ hội được bảo toàn hoặc chỉ điều chỉnh nhẹ so với các ngân hàng khác trong cuối 2022 và đầu năm 2023, nhưng sẽ còn nhiều tiềm năng mở rộng sau đó. Nhờ ưu thế chi phí vốn thấp, thu nhập lãi thuần của MBB cũng ghi nhận tăng qua các năm đạt 26,294 tỷ đồng (+38.70% YoY) trong 9T2022.

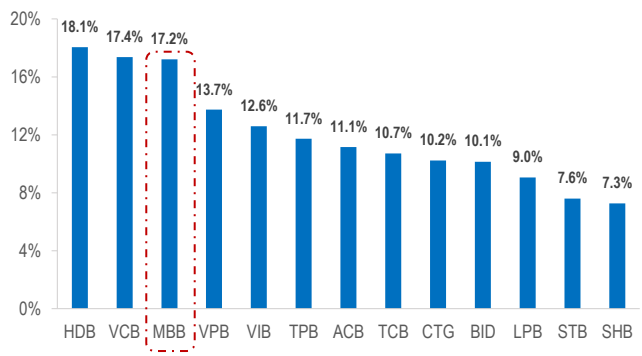
Thu nhập lãi tăng nhờ tín dụng tiếp tục tăng trưởng mạnh, thu nhập ngoài lãi đóng góp quan trọng

1. Tăng trưởng tín dụng cao, đầu tư nhiều vào trái phiếu doanh nghiệp

Cấu phần tín dụng và tăng trưởng tín dụng của MBB



Tăng trưởng tín dụng 9T2022 của các ngân hàng

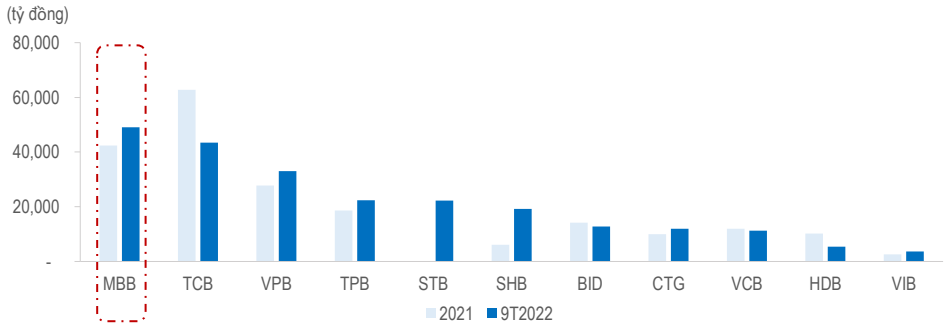


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dư nợ tín dụng của MBB tăng 17.2% so với cuối năm 2021 tương đương 475,291 tỷ đồng bao gồm dư nợ cho vay và trái phiếu doanh nghiệp, cao hơn mức tăng 15.18% cùng kỳ năm ngoái. Tăng trưởng tín dụng trong 9T2022 của MBB thuộc nhóm cao nhất ngành, cho thấy ngân hàng được đánh giá cao về chất lượng tài sản, cũng như quản trị rủi ro. Ngoài ra, MBB và VCB có kế hoạch nhận chuyển giao bắt buộc một ngân hàng yếu kém từ chỉ đạo của NHNN, điều này cũng sẽ góp phần được nới room tín dụng cho MBB. Hạn mức tăng trưởng tín dụng cao tạo động lực mở rộng NIM cũng như tăng thu nhập lãi cho MBB.

Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tại MBB cũng là điểm đáng chú ý khi tỷ trọng của trái phiếu trên tổng dư nợ tín dụng tại Ngân hàng quanh mức 10% năm 2021 và 9T2022. Đến Q3/2022, MBB vượt lên TCB dẫn đầu ngành về giá trị TPDN tại ngân hàng. Ngoài ra, theo tìm hiểu của chúng tôi, trong tổng số trái phiếu doanh nghiệp tại tập đoàn MBB, trái phiếu từ doanh nghiệp bất động sản như NVL chiếm khoảng 18.40% tổng TPDN. Trong khi thị trường bất động sản cũng như trái phiếu được phát hành bởi những công ty này đang còn nhiều rủi ro tiềm ẩn có thể sẽ ảnh hưởng đến Ngân hàng. Tuy nhiên với năng lực trong việc quản lý rủi ro, cũng như chất lượng tài sản tốt của MBB, Ngân hàng có khả năng quản lý tốt trong giai đoạn này.

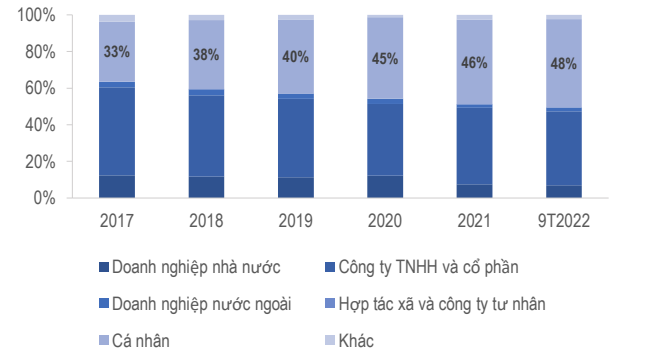
TPDN của các ngân hàng



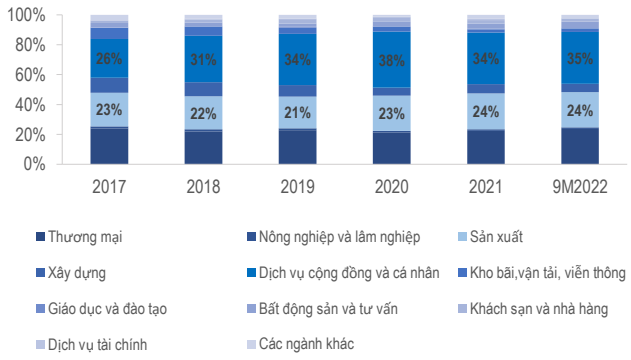
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

2. Chuyển sang danh mục bán lẻ, và tập trung vào các ngành nghề ít rủi ro hơn

Dư nợ cho vay theo đối tượng khách hàng của MBB



Dư nợ cho vay theo ngành nghề của MBB



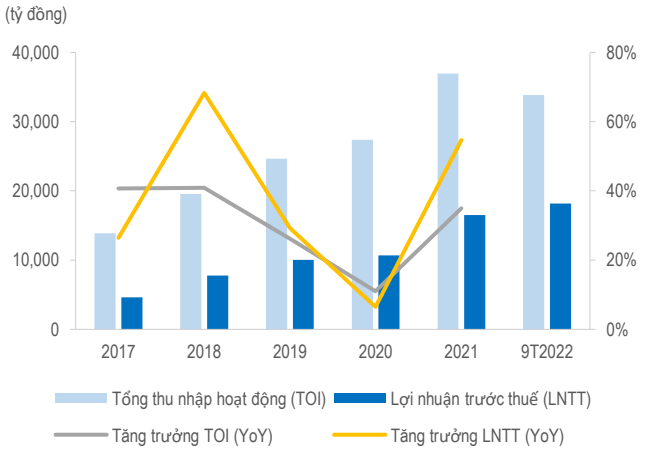
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Danh mục cho vay của MBB chuyển dần sang tập trung vào bán lẻ khi tỷ trọng cho vay cá nhân tăng từ 46% cuối năm 2021 lên 48% cuối Q3/2022, đạt 205,873 tỷ đồng (+38.18% YoY). Điều này đem lại nhiều thuận lợi cho Ngân hàng khi lãi suất cho vay cá nhân cao hơn. Ngoài ra, thỏa thuận hợp tác giữa MBB và Shinsei Bank cuối năm 2021 về việc triển khai liên doanh Ngân hàng thương mại tại Campuchia, và đã được NHNN chấp thuận vào T7/2022 vừa qua càng khẳng định vị thế trong nước và cả quốc tế của MBB, cũng như định hướng phát triển mảng bán lẻ của Ngân hàng. MBB và Shinsei bank đặt mục tiêu ngân hàng liên doanh tại Campuchia sẽ trở thành một ngân hàng bán lẻ phát triển trên kênh số hàng đầu tại thị trường Campuchia.

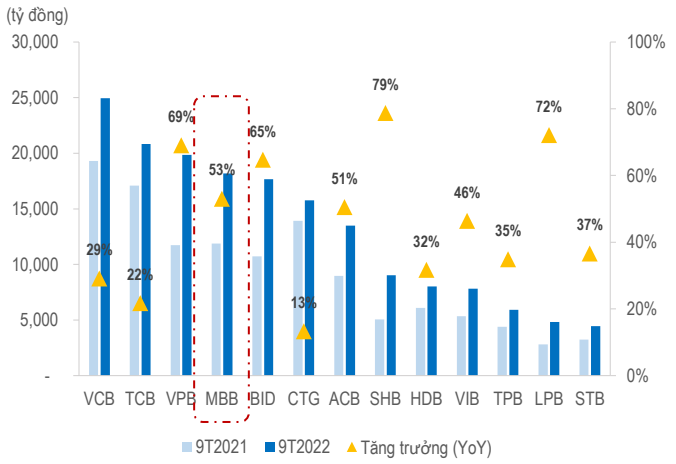
Đối với nhóm ngành cho vay tại MBB, cho vay doanh nghiệp liên quan tới hoạt động bất động sản duy trì ở mức 3-4% tỷ trọng dư nợ cho vay. Thương mại và sản xuất là hai ngành cho vay chính tại MBB đều chiếm khoảng 24% tổng dư nợ cho vay, đây là những ngành nghề ít rủi ro hơn, cũng như hỗ trợ phục hồi, phát triển nền kinh tế trong nước sau dịch.

3. Thu nhập ngoài lãi đóng góp quan trọng trong tổng thu nhập hoạt động

Tổng thu nhập hoạt động- Lợi nhuận trước thuế của MBB



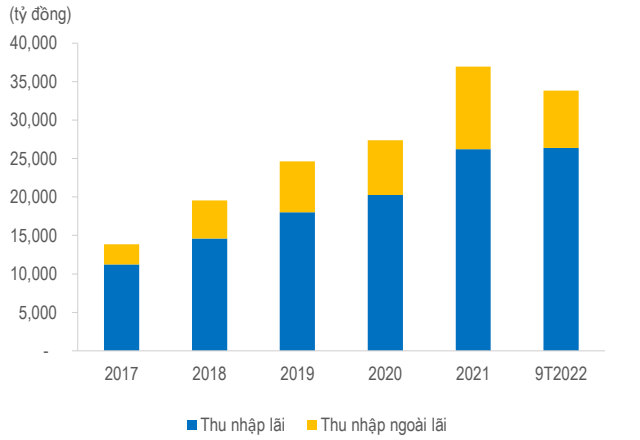
Lợi nhuận trước thuế của các ngân hàng



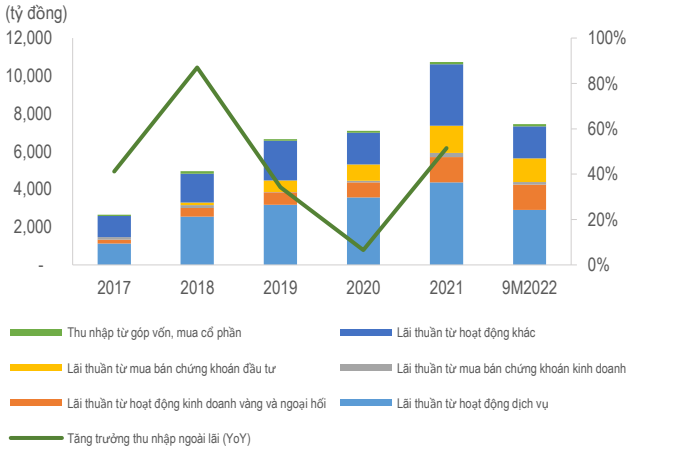
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

TOI và LNTT tăng trưởng chậm trong năm 2019 và 2020 thời điểm dịch Covid-19 khi kinh tế có nhiều khó khăn, bên cạnh đó MBB cũng đã thực hiện dành nhiều gói hỗ trợ tín dụng cho các doanh nghiệp lớn, ưu đãi lãi suất cho vay đối với khách hàng cá nhân và cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Cả TOI và LNTT của MBB đã tăng bật trở lại trong năm 2021 lần lượt tăng 35% và 55% YoY. LNTT của MBB luôn thuộc nhóm đứng đầu ngành, khi 9T2022 đạt 18,192 tỷ đồng (+53.07% YoY).

Thu nhập lãi- Thu nhập ngoài lãi của MBB



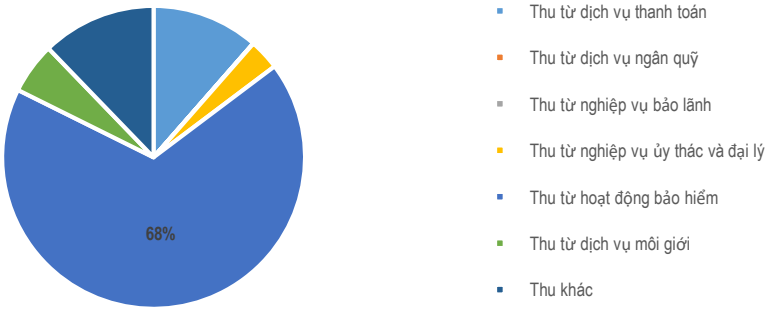
Các nguồn thu nhập ngoài lãi của MBB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận tăng nhờ đóng góp quan trọng từ thu nhập ngoài lãi, tỷ trọng thu nhập ngoài lãi đa dạng, và tăng đều qua các năm, chiếm 29% TOI năm 2021 và 22% trong 9T2022. Đặc biệt, nguồn thu ngoài lãi của MBB chủ yếu đến từ mảng hoạt động dịch vụ, với sự đóng góp chủ yếu của bancassurance, chiếm 68% thu nhập dịch vụ trong 9T2022, và đến hoạt động từ dịch vụ thanh toán chiếm 11%. MBB tiếp tục chuyển đổi số nhằm đưa các sản phẩm dễ dàng đến với khách hàng hơn, cũng như thực hiện mục tiêu chiếm 20-30% doanh số bancassurance toàn ngành.

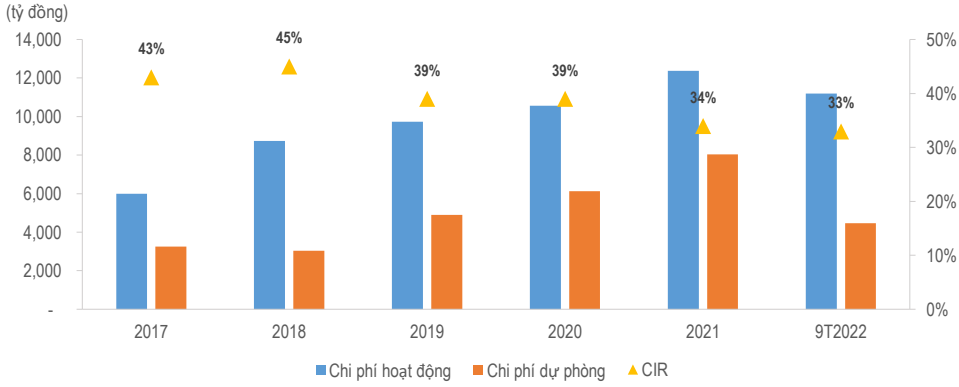
Cấu phần doanh thu từ hoạt động dịch vụ 9T2022 của MBB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

4. Quản lý chi phí hiệu quả

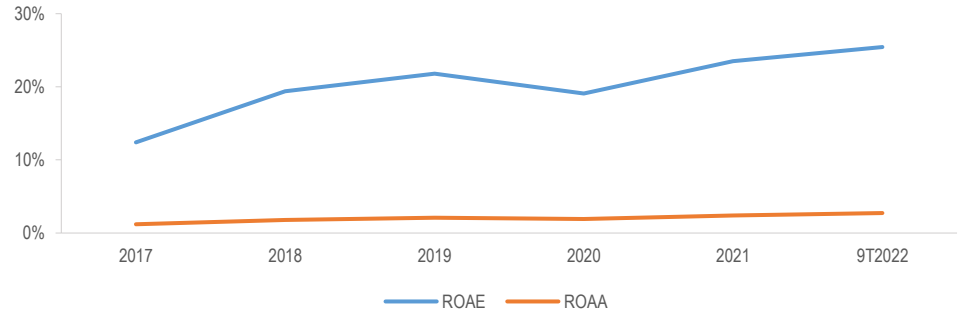
Chi phí hoạt động- Chi phí dự phòng của MBB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận của MBB duy trì tăng một phần nhờ vào khả năng quản lý chi phí chặt chẽ của MBB, khi tỷ lệ CIR giảm dần qua các năm, cụ thể từ 43% năm 2017 xuống còn 33% 9T2022. Bên cạnh đó, chi phí dự phòng giảm đáng kể đạt 4,462 tỷ đồng (-25.86% YoY, -44.43% YTD) đã giúp tăng trưởng lợi nhuận của Ngân hàng so với cùng kỳ.

ROAE và ROAA của MBB



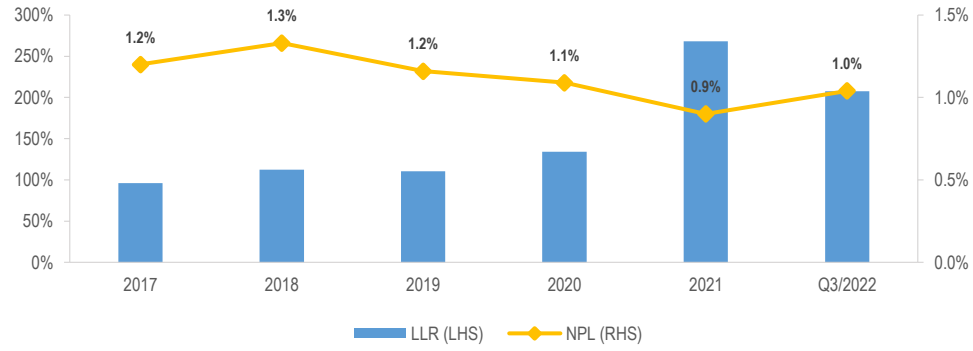
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với chỉ số ROAE và ROAA, hai chỉ số này tiếp tục tăng kể từ năm 2017 cho thấy MBB đang hoạt động hiệu quả. ROAE sau khi giảm trong năm 2020 đã tăng bật trở lại đạt 27.10% (12 tháng gần nhất) tính đến cuối Q3/2022, ROAA cũng tăng đáng kể đạt 2.73%. Chúng tôi kì vọng hai chỉ số này tại MBB sẽ có nhiều tiềm năng cải thiện khi (1) thu nhập từ lãi tăng nhờ mở rộng cho vay bán lẻ; (2) thu nhập ngoài lãi tiếp tục đóng góp quan trọng nhờ vào chuyển đổi số và bancassurance; (3) hoàn nhập nguồn dự phòng đã trích lập từ những năm trước.

Tài sản tốt với nguồn vốn vững chắc, tỷ lệ đòn bẩy an toàn

1. Tỷ lệ nợ xấu được duy trì thấp, và tỷ lệ bao phủ nợ xấu thuộc nhóm cao nhất ngành

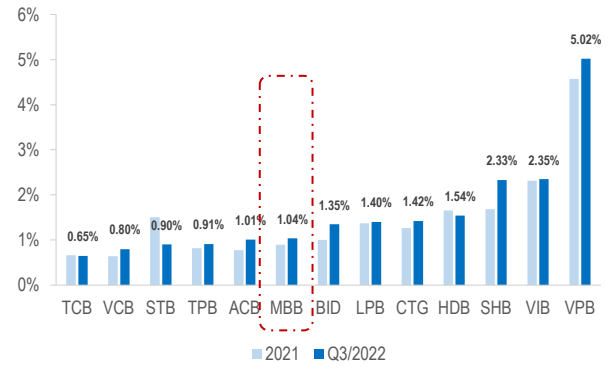
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của MBB



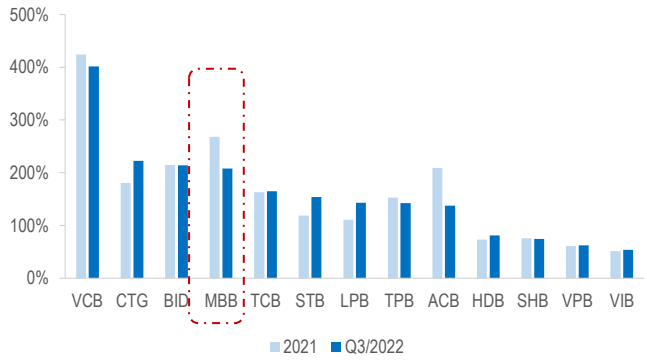
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chất lượng tài sản MBB được thể hiện rõ qua tỷ lệ NPL khi Ngân hàng kiểm soát ở mức dưới 2% như cam kết tại ĐHCĐ, mặc dù tỷ lệ NPL có sự tăng nhẹ từ 0.9% cuối năm 2021 lên 1.0% cuối Q3/2022. Trong khi đó, MBB vẫn thực hiện trích lập đầy đủ, đặc biệt tỷ lệ LLR tăng lên đạt 268% cuối năm 2021, và 208% cuối Q3/2022. Với tỷ lệ dự phòng cao giúp MBB có nhiều khả năng kiểm soát được nợ xấu trong tình hình kinh tế nhiều khó khăn và Thông tư 14/2021/TT-NHNN về tái cơ cấu nợ hết hạn. MBB luôn thuộc nhóm các ngân hàng có tỷ lệ NPL thấp và LLR cao.

Tỷ lệ nợ xấu NPL của các ngân hàng



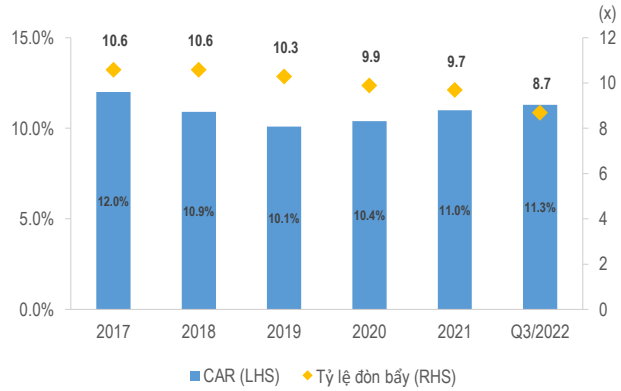
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR của các ngân hàng



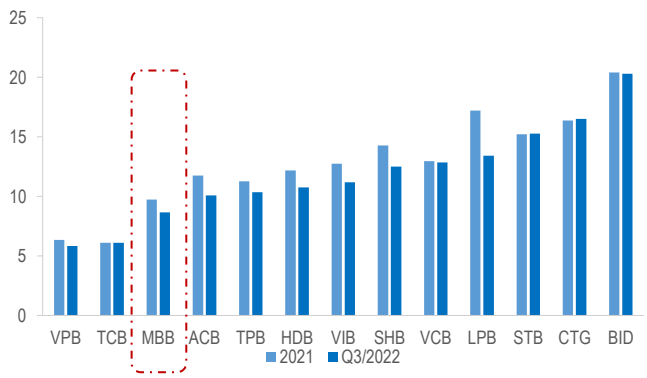
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ an toàn vốn CAR của MBB luôn duy trì cao hơn mức quy định của NHNN là 8%, cụ thể CAR của MBB đạt 11.3% cuối Q3/2022, tăng từ 11.0% cuối năm 2021. Trong khi đó, tỷ lệ đòn bẩy giảm qua các năm xuống còn 8.7x cuối năm Q3/2022, thuộc nhóm các ngân hàng có tỷ lệ đòn bẩy thấp trong ngành. Điều này phù hợp với chiến lược của MBB trong việc cân bằng giữa khả năng sinh lời và rủi ro. MBB thực hiện nhiều đợt phát hành trái phiếu nhằm tăng vốn cấp 2 và cải thiện tỷ lệ CAR. Đây cũng là nguồn vốn trung dài hạn giúp MBB tăng quy mô vốn hoạt động khi tăng trưởng tín dụng của MBB tăng 17.2%, trong khi tăng trưởng huy động chỉ 6.1% trong 9T2022, và nhằm đáp ứng nhu cầu cho vay trung dài hạn.

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)- Tỷ lệ đòn bẩy (Tài sản/ Vốn CSH) của MBB



Tỷ lệ đòn bẩy của các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng kết quả kinh doanh

Một số chỉ tiêu chính	2021	2022	YoY	2023	YoY
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN) (tỷ đồng)	405,924	478,990	+18.0%	560,418	+16.0%
Tiền gửi khách hàng (tỷ đồng)	384,692	425,929	+10.7%	476,686	+11.9%
NPL (%)	0.9	2.0		2.5	
NIM (%)	5.1	5.4		5.5	
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,200	32,908	+25.6%	38,571	+17.2%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,735	12,061	+12.4%	13,821	+14.6%
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	36,935	44,969	+21.8%	52,392	+16.5%
Chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(8,030)	(7,882)	-1.8%	(8,710)	+10.5%
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	(12,377)	(14,639)	+18.3%	(17,426)	+19.0%
LNTT (tỷ đồng)	16,527	22,448	+35.8%	26,256	+17.0%

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2022 của MBB là 18% dựa trên kết quả hoạt động kinh doanh và chất lượng tài sản khá tốt của Ngân hàng cũng như kì vọng có thêm một đợt nới room nữa từ NHNN. Tiền gửi của khách hàng tiếp tục đà tăng tương đương 10.7% khi MBB cũng đã thực hiện tăng lãi suất tiền gửi, và phát triển các sản phẩm trên nền tảng số thu hút được lượn lớn khách hàng .

Trong bối cảnh nợ xấu được kì vọng sẽ tăng nhanh khi Thông tư 14/2021/TT-NHNN hết hạn vào T6/2022, nợ xấu tại MBB tăng lên trong Q3/2022 đạt 1.0%. Chúng tôi dự phóng nợ xấu cả năm 2022 của MBB tăng lên 2% và năm 2023 đạt 2.5% do Ngân hàng đang đầu tư lượng lớn TPDN, và trong bối cảnh TPDN đang có nhiều biến động. Bên cạnh đó, chi phí dự phòng năm 2022 giảm 1.8%. Do đã trích lập dự phòng nhiều từ các năm trước nên chi phí dự phòng được dự phóng không còn áp lực trích lập thêm vào năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng trích lập dự phòng cho năm 2023 tăng lại 10.5%.

Với các dự phóng trên, chúng tôi kì vọng thu nhập lãi thuần tăng 25.6% năm 2022. Trong khi đó NIM cả năm 2022 có điều chỉnh còn 5.4% (giảm 0.5 điểm phần trăm so với Q3/2022) do Ngân hàng đã thực hiện tăng lãi suất tiền gửi trong tháng 10 và 11 tại nhiều kì hạn. Thu nhập ngoài lãi được kì vọng tiếp tục tăng 12.4% với kì vọng nguồn thu nhập từ dịch vụ và bancassurance tăng nhờ chuyển đổi số. Lợi nhuận trước thuế dự phóng sẽ tăng 35.8% năm nay và 17.0% trong năm 2023. Ngoài ra, MBB có kế hoạch nhận chuyển giao bắt buộc một ngân hàng yếu kém từ chỉ đạo của NHNN, điều nào sẽ góp phần mở rộng quy mô kinh doanh, cơ sở khách hàng và mạng lưới. Dự phóng này chưa bao gồm việc hợp nhất bắt buộc ngân hàng yếu kém (nếu có).

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 29,700 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 29,700 đồng tương ứng với mức tăng 70.7%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, MBB có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Lợi thế chi phí vốn thấp, NIM còn tiềm năng mở rộng;

2) Thu nhập lãi tăng nhờ tín dụng tiếp tục tăng trưởng, thu nhập ngoài lãi đóng góp quan trọng;

3) Tài sản tốt với nguồn vốn vững chắc, tỷ lệ đòn bẩy an toàn.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá thu nhập thặng dư (residual income- RI) và P/B với tỷ trọng lần lượt 60%/40% để định giá MBB.

Phương pháp RI

(Đơn vị: tỉ VND)	Q4/2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Chi phí vốn	15.37%	15.37%	15.37%	15.37%	15.37%
Chi phí vốn sau 2026					15.37%
LNST	3,403	21,005	24,370	31,691	38,454
Lợi nhuận thặng dư (RI)	1,001	8,769	9,062	12,818	14,946
Giá trị hiện tại RI	**961**	**7,366**	**6,525**	**8,075**	**8,071**

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	**119,994**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.00%

Giá trị hiện tại RI	30,998
Giá trị hiện tại dài hạn	64,797
Vốn ban đầu	75,910
Tổng giá trị	171,705
Số lượng cổ phiếu (triệu)	4,534
Giá mục tiêu	**34,341**

Chi phí vốn	**15.37%**
Beta	1.50
Beta điều chỉnh	1.33
Lãi suất phi rủi ro	5.00%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	7.80%

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

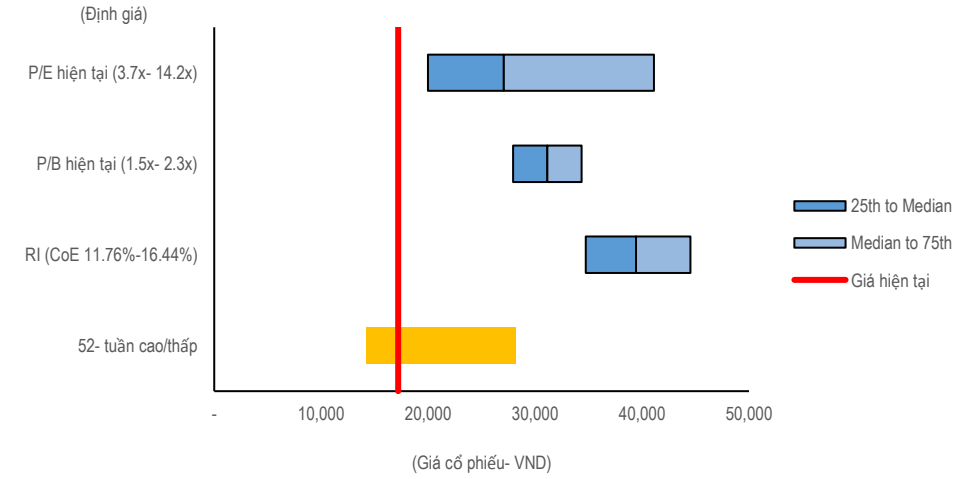
Đối với phương pháp P/B, chúng tôi lấy giá trị P/B trung bình 5 năm gần nhất của MBB tính đến ngày 25/11/2022 là 1.5x.

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	34,341
P/B trung bình (1.5x)	40%	22,773
Giá mục tiêu	**29,714**	

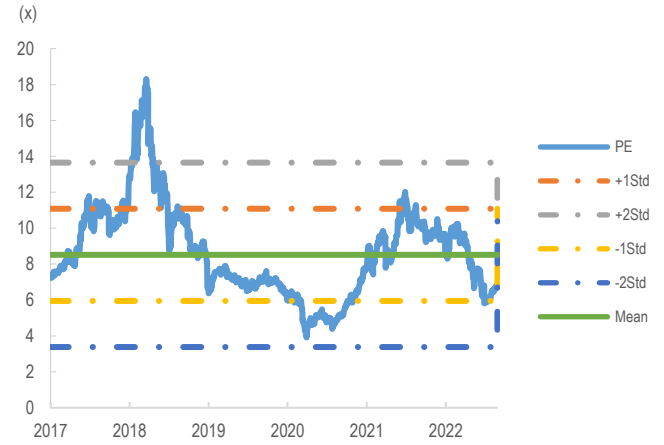
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Định giá theo Football field



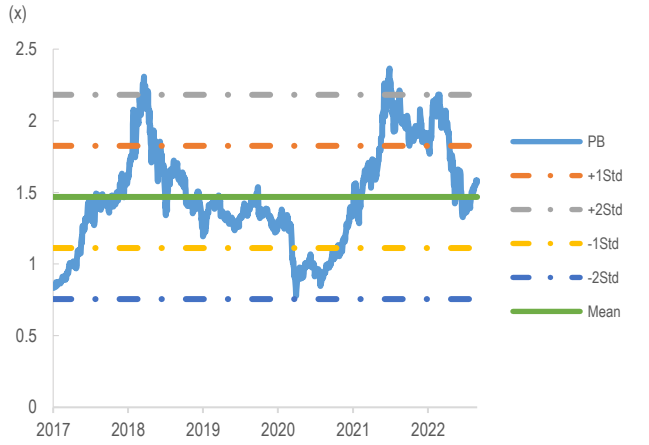
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của MBB



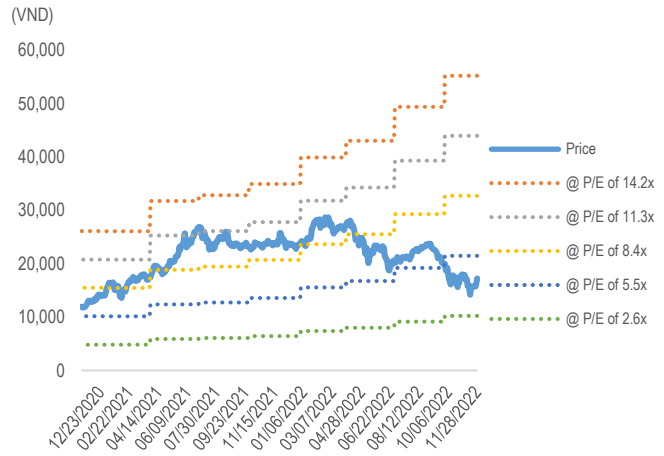
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của MBB



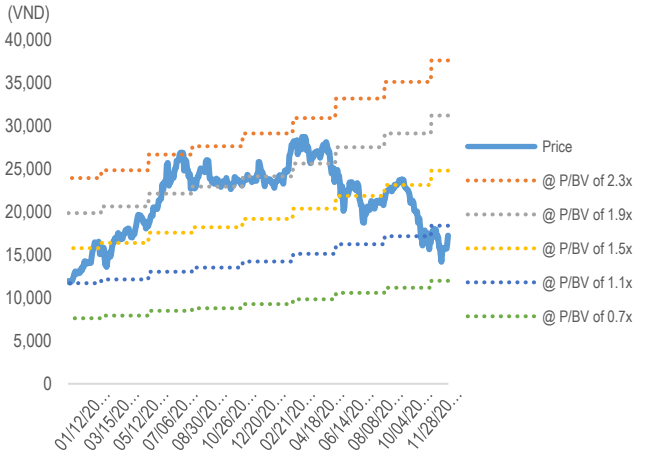
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ biên độ giá theo PER của MBB



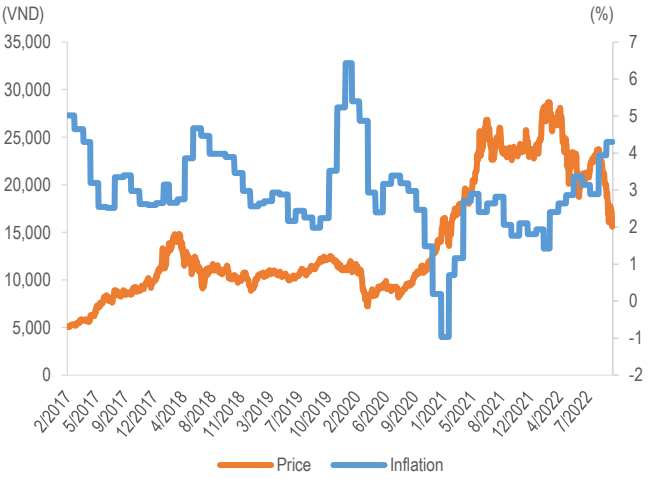
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ biên độ giá theo PBR của MBB



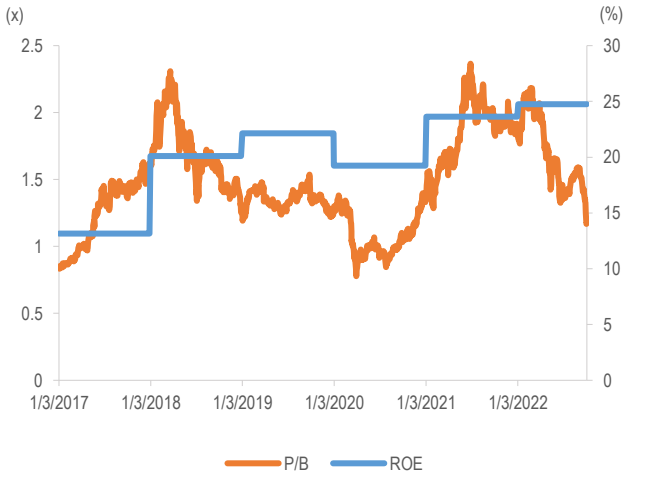
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu MBB và lạm phát



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của MBB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của MBB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro kinh tế tăng trưởng chậm lại/ suy thoái

Rủi ro lạm phát lan rộng trong thời gian tới, xuất phát từ bối cảnh lạm phát tăng cao trên thế giới buộc các ngân hàng trung ương phải tăng lãi suất. Tháng 9 và tháng 10, 2022 NHNN đã tăng lãi suất điều hành dẫn đến áp lực tăng lãi suất huy động tăng cao, kéo theo lãi suất vay tăng, tuy nhiên sẽ trễ pha hơn lãi suất huy động, dẫn đến biên lợi nhuận có thể bị thu hẹp.

Rủi ro tín dụng bất động sản

Đầu tư TPDN trong danh mục tín dụng tại MBB đang dẫn đầu ngành, đặc biệt TPDN được phát hành bởi các công ty bất động sản chiếm tỷ trọng lớn. Trong tình hình hiện nay, Ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt với rủi ro vỡ nợ chéo từ các khoản vay thế chấp bằng bất động sản, và TPDN được các công ty bất động sản phát hành còn nhiều rủi ro tiềm ẩn.

Rủi ro nợ xấu tăng cao

Nợ xấu có nguy cơ tăng cao, tiềm ẩn rủi ro toàn hệ thống. Đặc biệt là khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào ngày 30/06/2022, những khoản nợ được tạo điều kiện cơ cấu giữ lại xếp hạng nhóm nợ 1 và 2 trong thời gian chịu ảnh hưởng bởi đại dịch, nếu không thể hồi phục kịp sẽ bắt buộc bị chuyển sang nợ xấu.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**494,982**	**607,140**	**688,159**	**794,806**	**952,723**
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,109	3,475	3,443	4,083	5,508
Tiền gửi tại NHNN	17,297	38,051	31,304	24,319	29,335
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	47,889	35,983	43,213	52,726	63,288
Chứng khoán kinh doanh	3,085	7,575	5,302	5,567	6,124
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	37	274	288	302	318
Cho vay khách hàng	293,943	354,797	417,028	494,769	590,560
Hoạt động mua nợ		2	2	2	2
Chứng khoán đầu tư	99,714	128,806	142,555	158,725	190,992
Góp vốn, đầu tư dài hạn	885	803	850	900	952
Tài sản cố định	4,311	4,678	4,842	4,999	5,484
Bất động sản đầu tư	248	269	269	269	269
Tài sản Có khác	24,465	32,426	39,063	48,145	59,894
Tổng nợ	**444,883**	**544,654**	**608,570**	**695,235**	**829,961**
Nợ chính phủ và NHNN	15	262	302	347	399
Tiền gửi và vay các TCTD khác	50,876	59,560	60,744	70,286	84,209
Tiền gửi của khách hàng	310,960	384,692	425,929	476,686	565,106
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác			-	-	-
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	207	1,999	2,299	2,643	3,040
Phát hành giấy tờ có giá	50,924	66,887	83,609	104,511	130,639
Các khoản nợ khác	31,900	31,254	35,688	40,762	46,569
Vốn chủ sở hữu	**50,100**	**62,486**	**79,589**	**99,571**	**122,762**
Vốn của tổ chức tín dụng	28,726	39,318	47,416	47,957	48,498
Quỹ của tổ chức tín dụng	6,225	7,341	10,301	13,787	17,883
Lợi nhuận chưa phân phối	12,956	12,915	18,249	33,371	50,958
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2,193	2,911	3,623	4,456	5,423
Tổng cộng nguồn vốn	**494,982**	**607,140**	**688,159**	**794,806**	**952,723**

Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	19.16	21.88	19.50	18.50	18.00
Tiền gửi của khách hàng	14.03	23.71	10.72	11.92	18.55
Vốn chủ sở hữu	25.61	24.72	27.37	25.11	23.29
Tổng tài sản	20.29	22.66	13.34	15.50	19.87
Thu nhập lãi thuần	12.65	29.20	25.60	17.21	22.26
Thu nhập ngoài lãi	6.53	51.54	12.35	14.59	16.61
PPOP	12.59	46.12	23.51	15.29	21.53
LNTT	6.50	54.63	35.83	16.96	16.02
LNST	6.66	53.63	35.83	16.97	16.02
Lợi nhuận (%)					
NIM	4.73	5.04	5.35	5.46	5.70
ROAA	1.82	2.30	2.66	2.72	2.68
ROAE	18.36	22.56	24.28	22.52	21.05
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (LDR)	77.9	77.7	80.9	82.2	81.2
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	9.88	9.72	8.65	7.98	7.76
Tỷ lệ NPL (%)	1.09	0.90	2.00	2.50	1.50
Tỷ lệ LLR (%)	134.01	267.99	200.48	155.79	185.79
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	1.34	2.16	3.64	3.61	2.60
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	2.05	2.21	1.81	1.69	1.98
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	1.88	1.98	1.65	1.57	1.85
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	3,075	3,499	3,961	4,633	5,375
BPS	17,117	15,768	16,755	20,978	25,880
PPOP/share	6,005	6,499	6,689	7,712	9,372

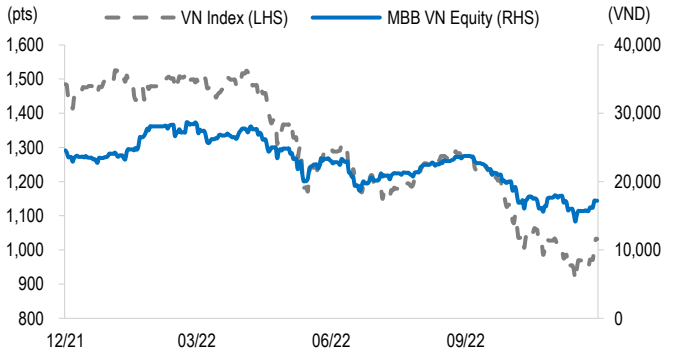
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

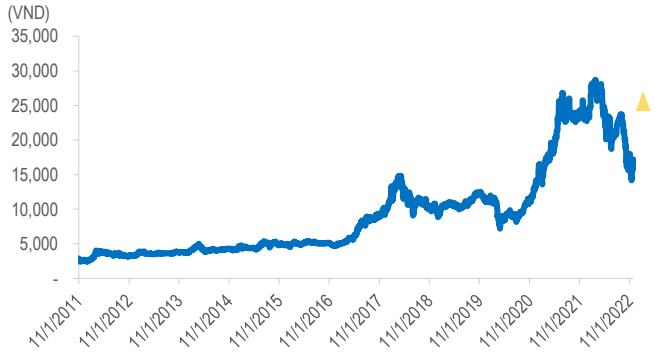
Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thu nhập lãi	32,767	38,465	50,452	60,714	73,970
Chi phí lãi	-12,490	-12,265	-17,544	-22,143	-26,815
Thu nhập lãi thuần	**20,278**	**26,200**	**32,908**	**38,571**	**47,155**
Từ hoạt động dịch vụ	3,576	4,367	5,703	6,936	8,386
Từ hoạy động kinh doanh ngoại hối vàng	786	1,331	1,798	2,248	2,810
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	85	221	188	169	177
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	866	1,446	1,157	1,041	1,093
Từ hoạt động khác	1,680	3,254	3,083	3,282	3,490
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	93	115	132	145	160
Tổng thu nhập ngoài lãi	**7,084**	**10,735**	**12,061**	**13,821**	**16,116**
Tổng thu nhập hoạt động	**27,362**	**36,935**	**44,969**	**52,392**	**63,271**
Chi phí hoạt động	-10,555	-12,377	-14,639	-17,426	-20,778
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	16,807	24,557	30,330	34,966	42,493
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-6,118	-8,030	-7,882	-8,710	-12,031
Tổng lợi nhuận trước thuế	**10,688**	**16,527**	**22,448**	**26,256**	**30,462**
Thuế TNDN	-2,082	-3,306	-4,490	-5,251	-6,092
Tổng lợi nhuận sau thuế	**8,606**	**13,221**	**17,958**	**21,005**	**24,369**
LNST thuộc về công ty mẹ	8,263	12,697	17,246	20,172	23,403

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
30/11/2022 (BC lần đầu)	MUA	29,700	23.9	3.5/52.4

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Xuan Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: MBB VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000