

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP – MBB

NGÀY CẬP NHẬT: 11/12/2023



KHUYẾN NGHỊ CỔ PHIẾU	THEO DÕI MUA
Giá thị trường (VND)	18.150
Giá mục tiêu (VND)	23.300
Tăng/giảm	+28%
Vùng giải ngân	17.500 – 18.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Sàn giao dịch	HSX
Số lượng CP lưu hành (triệu)	5.214,08
KLGD bình quân 1 tháng (triệu)	8,378
Biến động giá 1 tuần	+0,55%
Biến động giá 1 tháng	+0,83%
Vốn hóa (tỷ)	94.896
Room ngoại	23,24%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Kết quả hoạt động kinh doanh khá tích cực so với xu hướng ngành chung.** Trong bối cảnh toàn ngành ghi nhận lợi nhuận sau thuế giảm nhẹ so với cùng kỳ, MBB vẫn ghi nhận tăng trưởng.
- **Chi phí vốn bắt đầu phản ánh xu hướng lãi suất giảm, kỳ vọng NIM tạo đáy.**
- **Chất lượng tài sản cần được theo dõi nhưng vẫn trong top đầu.** Tỷ lệ nợ xấu bật tăng trong quý 3 nhưng nợ nhóm 2 đã bắt đầu giảm và chúng tôi nhận thấy dấu hiệu tăng trưởng tín dụng chậm lại nhằm ưu tiên đảm bảo chất lượng tài sản của ban lãnh đạo khi sức khỏe nền kinh tế hồi phục chậm hơn dự kiến.

RỦI RO

- **Quá trình hồi phục NIM chậm lại do áp lực gia tăng nguồn vốn dài hạn**
- **Nợ xấu tiếp tục tăng mạnh và áp lực đáo hạn trái phiếu (MBB có tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp cao top đầu hệ thống)**

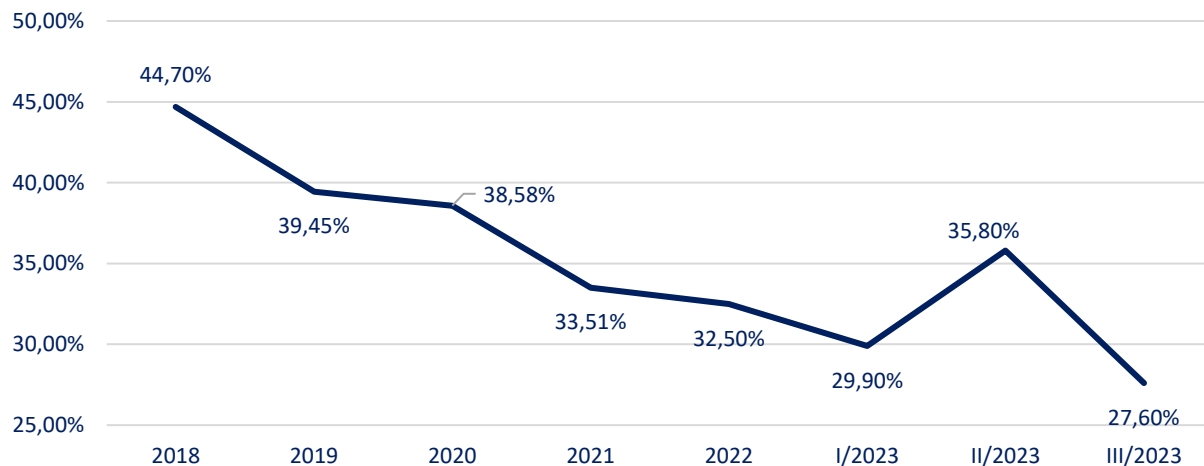
	2019	2020	2021	2022	2023F
Thu nhập lãi thuần	18.000,00	20.277,80	26.199,55	36.023,12	39.332
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	3.185,84	3.575,55	4.367,38	4.135,57	3.490
Tổng thu nhập hoạt động	24.650,45	27.362,17	36.934,50	45.592,63	47.621
Chi phí hoạt động	-9.723,71	-10.555,46	-12.377,19	-14.815,63	-14.762
Chi phí DPRRTD	-4.890,62	-6.118,44	-8.030,05	-8.047,68	-8.085
LNTT	10.036,12	10.688,28	16.527,26	22.729,32	24.773
LNST	8.068,60	8.606,04	13.221,44	18.155,19	19.818

1. Cập nhật KQKD quý 3: Tích cực hơn so với xu hướng chung của ngành

Kết thúc quý 3/2023, MBB ghi nhận 12.065 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+9,8% yoy) và 5.820 tỷ LNST (+15,6% yoy). Kết quả này cũng ghi nhận tăng trưởng so với quý 2 lần lượt 4,4% và 16,8%. **Chúng tôi đánh giá đây là một kết quả khá tích cực trong bối cảnh ngành ngân hàng (bao gồm các ngân hàng niêm yết) ghi nhận LNST giảm nhẹ 1,4% so với cùng kỳ.** Cụ thể:

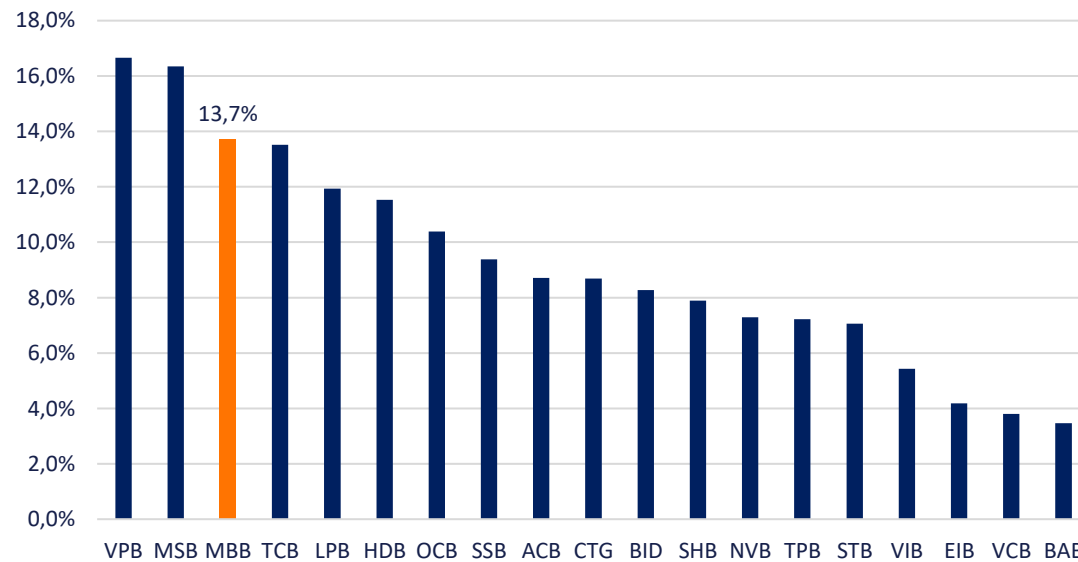
- Thu nhập lãi thuần đạt 9.812 tỷ (+8,6% yoy) nhờ tăng trưởng tín dụng đạt 13,7% YTD, cao hơn nhiều so với toàn hệ thống (7%) và chi phí vốn bắt đầu giảm quý đầu tiên
- Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ đạt 1.079 tỷ (+37,6% yoy) chủ yếu đến từ nguồn thu khác trong khi hầu hết các hoạt động đều suy yếu
- Chi phí hoạt động giảm mạnh xuống 27,6% chủ yếu nhờ giảm chi phí lương và phụ cấp trong bối cảnh kinh tế khó khăn là động lực giúp duy trì tăng trưởng lợi nhuận

Chi phí hoạt động



Tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại nhưng vẫn tích cực so với ngành: Tính đến hết quý 3, tăng trưởng tín dụng của MBB đạt 13,7%, thuộc top những ngân hàng có tỷ lệ tăng trưởng tích cực nhất trong bối cảnh toàn hệ thống chỉ ghi nhận tăng trưởng chưa đến 7% (tính đến hết tháng 9). Tuy nhiên có thể nhận thấy tốc độ tăng trưởng đã chậm lại trong quý 3 (đến cuối quý 2 đã đạt 10,6%). Chúng tôi đánh giá đây là diễn biến hợp lý khi sức khỏe nền kinh tế hồi phục chậm hơn kỳ vọng và tỷ lệ nợ xấu vẫn tiếp tục tăng mạnh trong quý 3. Việc giảm tốc tăng trưởng tín dụng cho thấy khả năng ban lãnh đạo đang ưu tiên đảm bảo chất lượng tài sản hơn.

Tăng trưởng tín dụng Q3/2023 (YTD) 2 sàn HSX và HNX



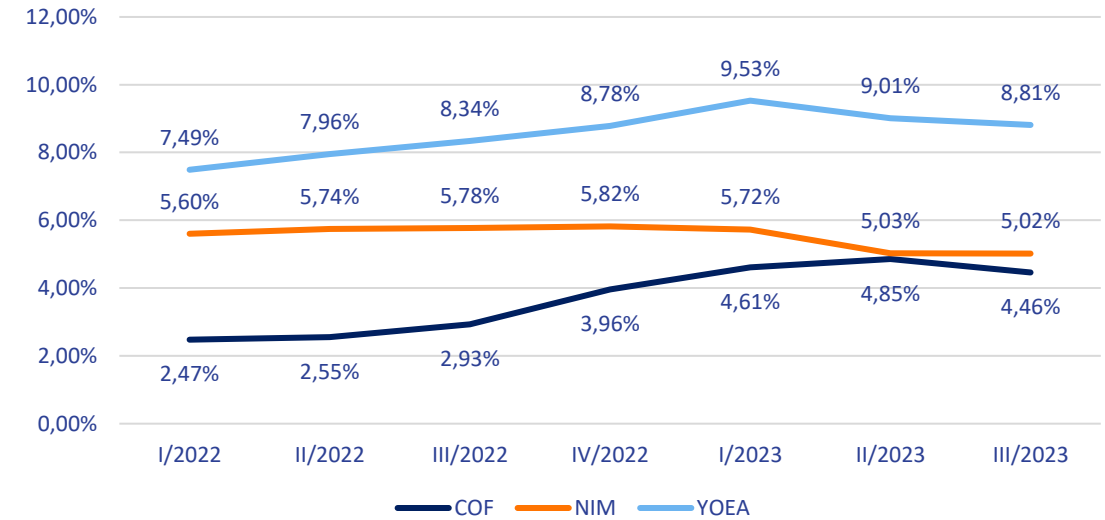
2. Chi phí vốn bắt đầu phản ánh xu hướng lãi suất giảm

Tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM) của MBB thu hẹp từ đầu năm do:

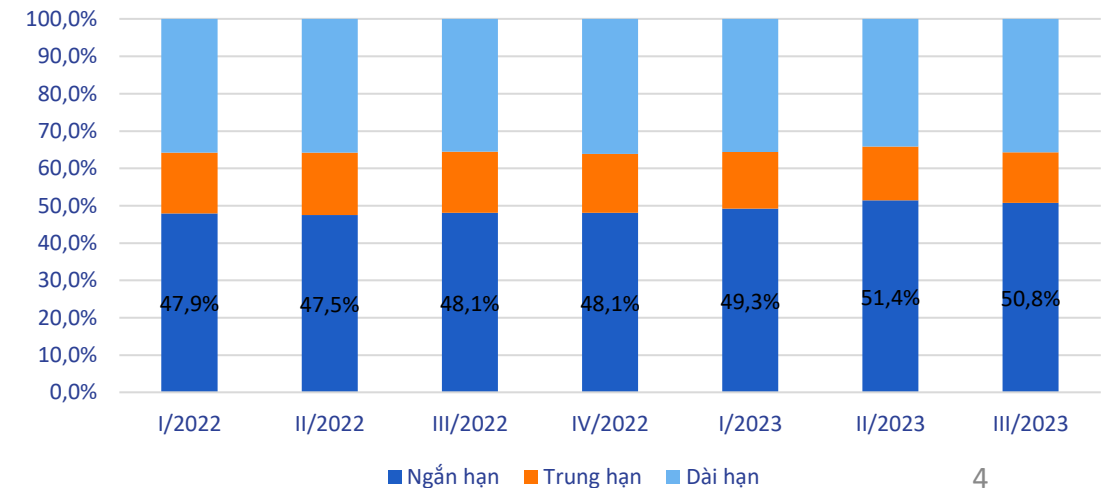
- Cơ cấu kỳ hạn cho vay ngắn hạn của MBB (với lãi suất thấp hơn so với cho vay dài hạn) có xu hướng tăng nhẹ trong nửa đầu năm khi:
 - Kinh tế khó khăn làm giảm nhu cầu vay dài hạn của doanh nghiệp (mở rộng sản xuất kinh doanh, đầu tư tài sản cố định...) và người dân (mua nhà...), chủ yếu gia tăng nhu cầu vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động.
 - Đáp ứng quy định mới về tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn áp dụng từ 01/10/2023
- Cho vay cá nhân (với lãi suất cao hơn) giảm nhẹ
- Lãi suất cho vay có trễ so với lãi suất huy động và NHNN chủ trương giữ lãi suất cho vay không quá cao để hỗ trợ nền kinh tế

Tuy nhiên trong quý 3, chi phí vốn (COF) của MBB đã ghi nhận quý đầu tiên giảm cân bằng lại tác động từ việc lợi suất tài sản sinh lãi (YOEA) tiếp tục giảm giúp NIM duy trì ổn định so với quý 2.

Chi phí vốn và thu nhập lãi thuần



Cho vay khách hàng theo kỳ hạn



2. Chi phí vốn bắt đầu phản ánh xu hướng lãi suất giảm

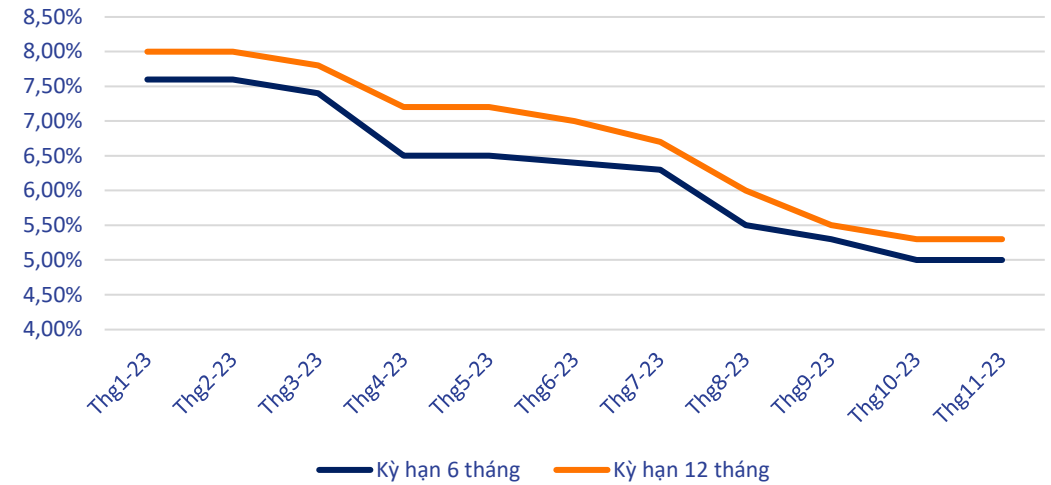
Chúng tôi kỳ vọng NIM có thể tạo đáy trong cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024 nhờ các vòng lãi suất mới sau khi được xác định lại sẽ phản ánh rõ ràng hơn trong những quý tiếp theo:

- Lãi suất huy động của ngân hàng liên tục giảm kể từ tháng 3 sau khi NHNN thực hiện cắt giảm lãi suất điều hành từ 7,6% xuống còn 5% (đến tháng 11) đối với kỳ hạn 6 tháng giúp hạ nhiệt chi phí huy động vốn
- Tại thời điểm kết thúc quý 1 có gần 70% nguồn vốn huy động của MBB sẽ được định lại lãi suất trong vòng dưới 6 tháng, cao hơn so với cơ cấu các khoản cho vay (hơn 60%) giúp MBB hưởng lợi từ chênh lệch kỳ hạn khi chi phí lãi thấp hơn nhờ được cơ cấu lại sớm hơn so với các khoản cho vay trong môi trường lãi suất giảm (*tác động ngược chiều với xu hướng lãi suất tăng*). Vì vậy chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn sẽ giảm nhanh hơn so với lãi suất cho vay giúp NIM bắt đầu hồi phục trong 1 đến 2 quý tới
- Nền tảng chi phí vốn rẻ từ nguồn cổ đông lớn quân đội và tỷ lệ CASA top 1 hệ thống đem đến lợi thế rất lớn

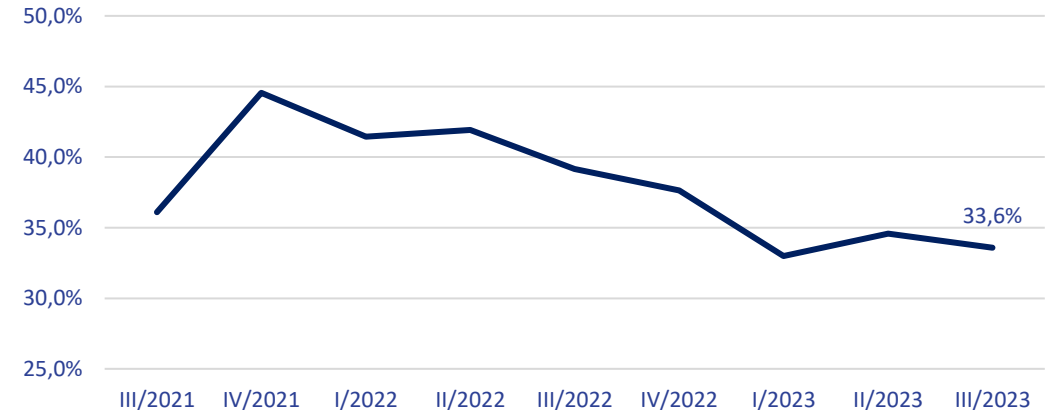
Tuy nhiên rủi ro áp lực huy động nguồn vốn trung, dài hạn có thể làm chậm quá trình hồi phục NIM:

Quy định mới về điều chỉnh giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay dài hạn từ 34% xuống 30% áp dụng từ 01/10/2023 tuy nhiên theo NHNN, tính đến hết tháng 9/2023 tỷ lệ SFL hệ thống đang duy trì ở mức 39%, cao hơn rất nhiều so với quy định mới. Như vậy khả năng MBB nói riêng cũng như hệ thống ngân hàng thương mại tư nhân sẽ cần gia tăng huy động vốn dài hạn hoặc điều chỉnh tỷ lệ cho vay dài hạn giảm xuống trong thời gian tới để kiểm soát rủi ro thanh khoản gây ảnh hưởng kém tích cực đến biên lợi nhuận (*bởi lãi suất huy động dài hạn cao hơn*).

Lãi suất huy động



Tỷ lệ CASA giảm nhẹ so với quý trước nhưng vẫn dẫn đầu toàn hệ thống nhờ nền tảng chuyển đổi số đem lại lợi thế nguồn vốn rẻ

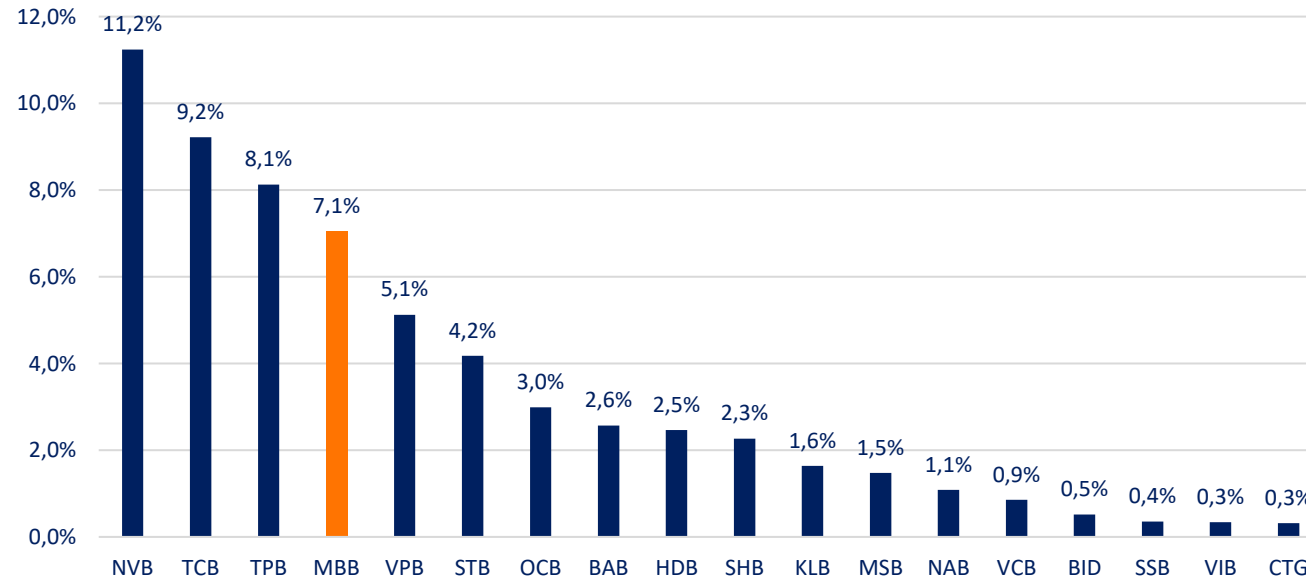


3. Chất lượng tài sản cần được theo dõi nhưng vẫn trong top đầu

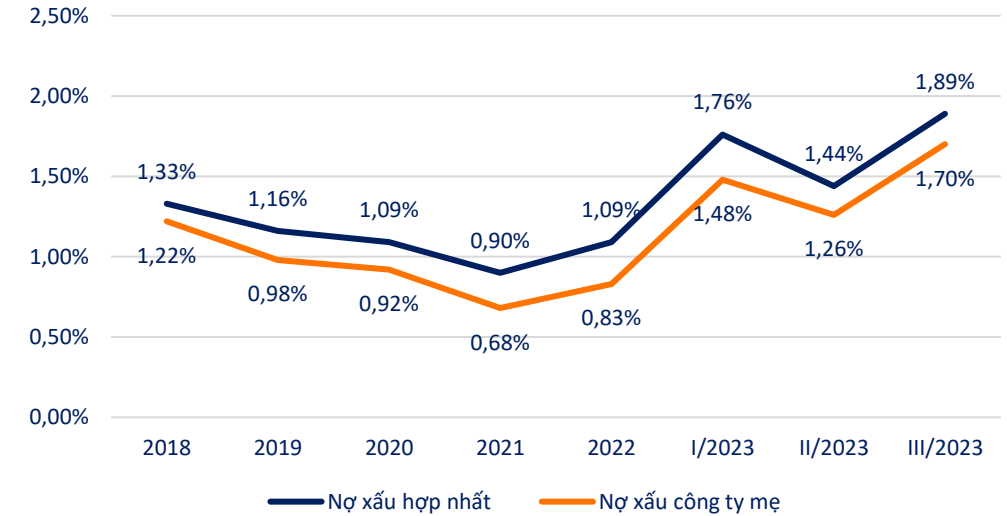
Chất lượng tài sản cần được theo dõi: Tỷ lệ nợ xấu của MBB bật tăng trở lại trong quý 3 theo xu hướng chung của toàn ngành, phản ánh sức khỏe nền kinh tế suy yếu. Tuy nhiên với tỷ lệ nợ xấu 1,89% MBB đã thiết lập mức cao nhất trong 7 năm gần nhất. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cũng ghi nhận tăng gấp 1,5 lần svck và hơn 20% so với quý trước. Tuy nhiên do tốc độ nợ xấu tăng nhanh hơn đã khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ngân hàng giảm xuống 122,1%, thấp nhất kể từ năm 2021

Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp của MBB liên tục giảm qua từng quý tuy nhiên về giá trị tuyệt đối vẫn xếp thứ 2 hệ thống (sau TCB) trong khi áp lực đáo hạn vẫn còn rất lớn trong cuối năm 2024 và 2025 vì vậy đây vẫn là vấn đề cần theo dõi

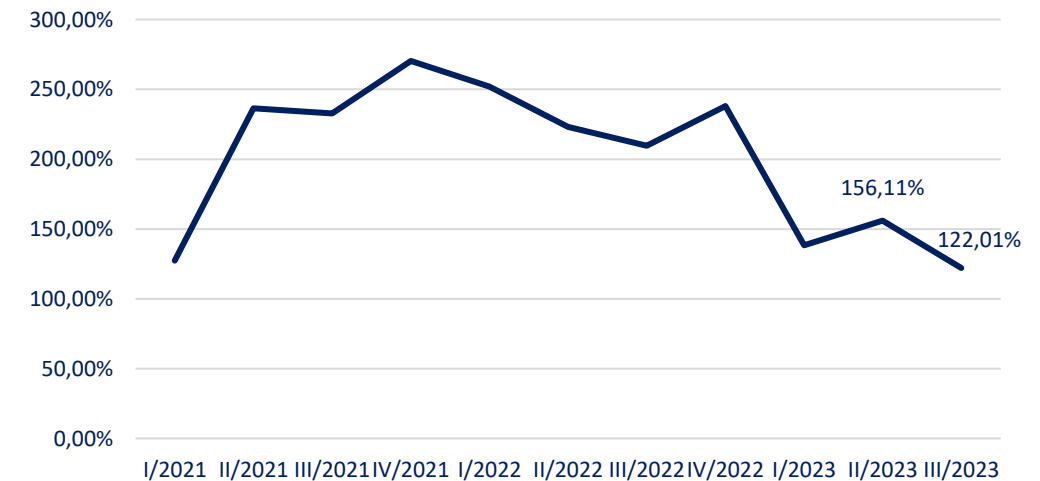
Tỷ lệ TPDN trên tổng tín dụng



Tỷ lệ nợ xấu



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu



3. Chất lượng tài sản cần được theo dõi nhưng vẫn trong vùng an toàn so với ngành

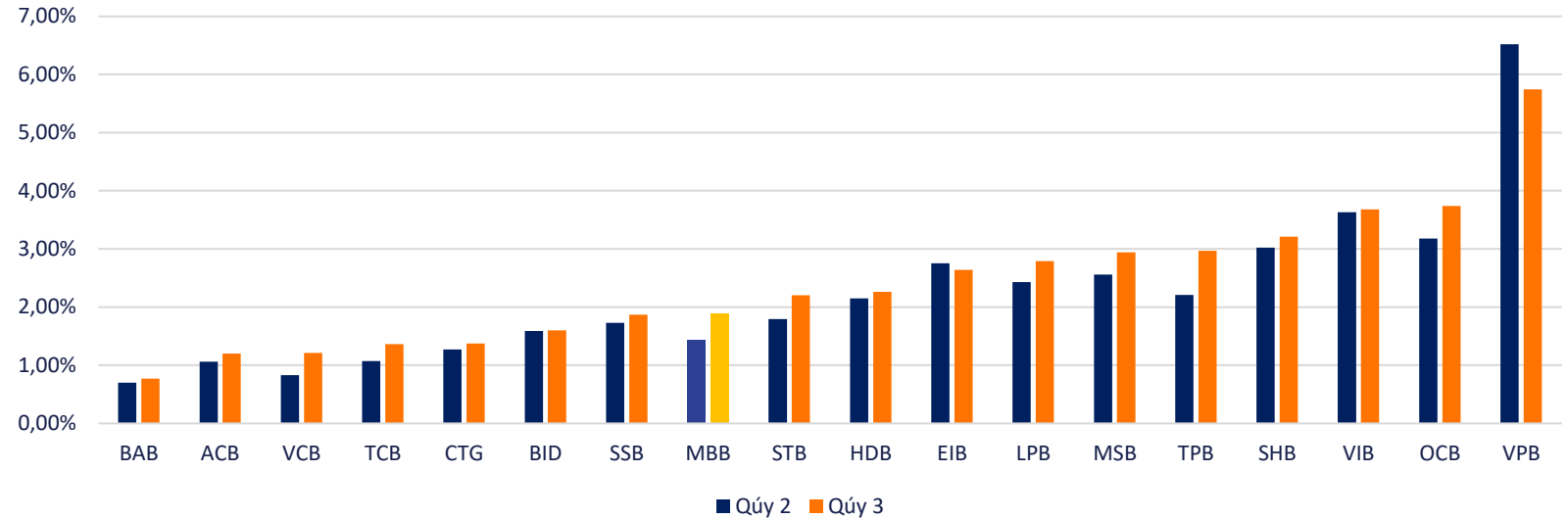
Nhưng vẫn nằm trong vùng an toàn:

Mặc dù ghi nhận chất lượng tài sản đi xuống nhưng chất lượng tài sản của MBB vẫn nằm trong vùng an toàn so với toàn hệ thống. Một điểm tích cực khác, nhờ được hỗ trợ từ thông tư 02 nợ nhóm 2 đã có quý đầu tiên giảm sau khi bật tăng mạnh trong 2 quý đầu năm giúp giảm áp lực nợ xấu gia tăng trong thời gian tới.

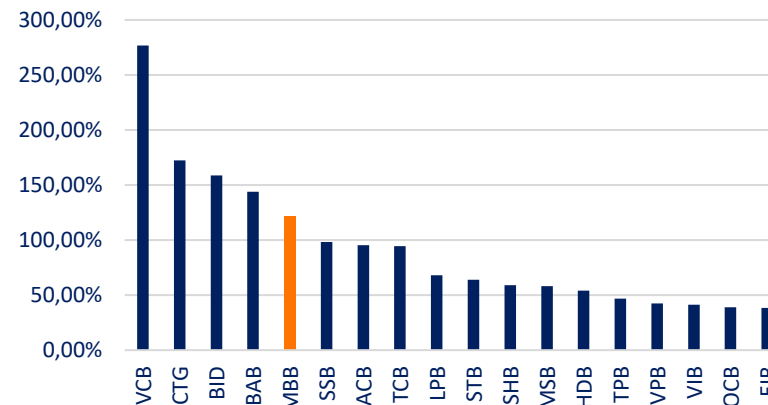
Vì vậy với quan điểm thận trọng của ban lãnh đạo trong suốt nhiều năm hoạt động, không đánh đổi chất lượng tài sản để theo đuổi lợi nhuận, chúng tôi dự báo MBB sẽ không sử dụng hết room tín dụng được cấp cũng như tăng cường trích lập, ưu tiên đảm bảo chất lượng tài sản.

=> Dự báo MBB sẽ không sử dụng hết room tín dụng được cấp trong năm nay là 24%, ước tính tăng trưởng tín dụng đạt 20% nhờ nhu cầu vốn gia tăng cho dịp lễ, tết cuối năm.

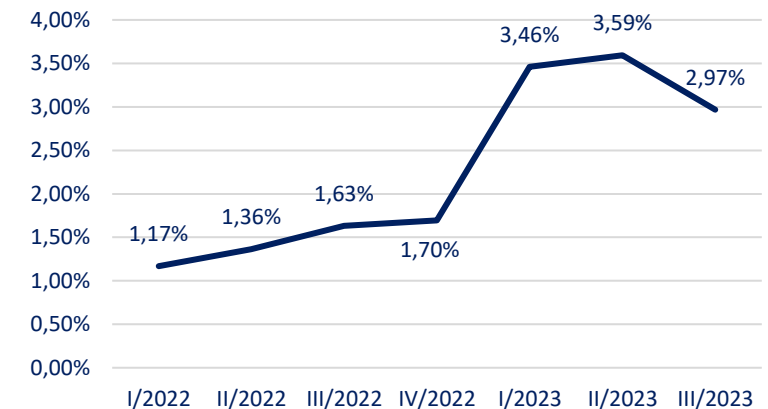
Tỷ lệ nợ xấu xu hướng tiếp tục tăng mạnh trong quý 3



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu



Nợ nhóm 2/Cho vay khách hàng

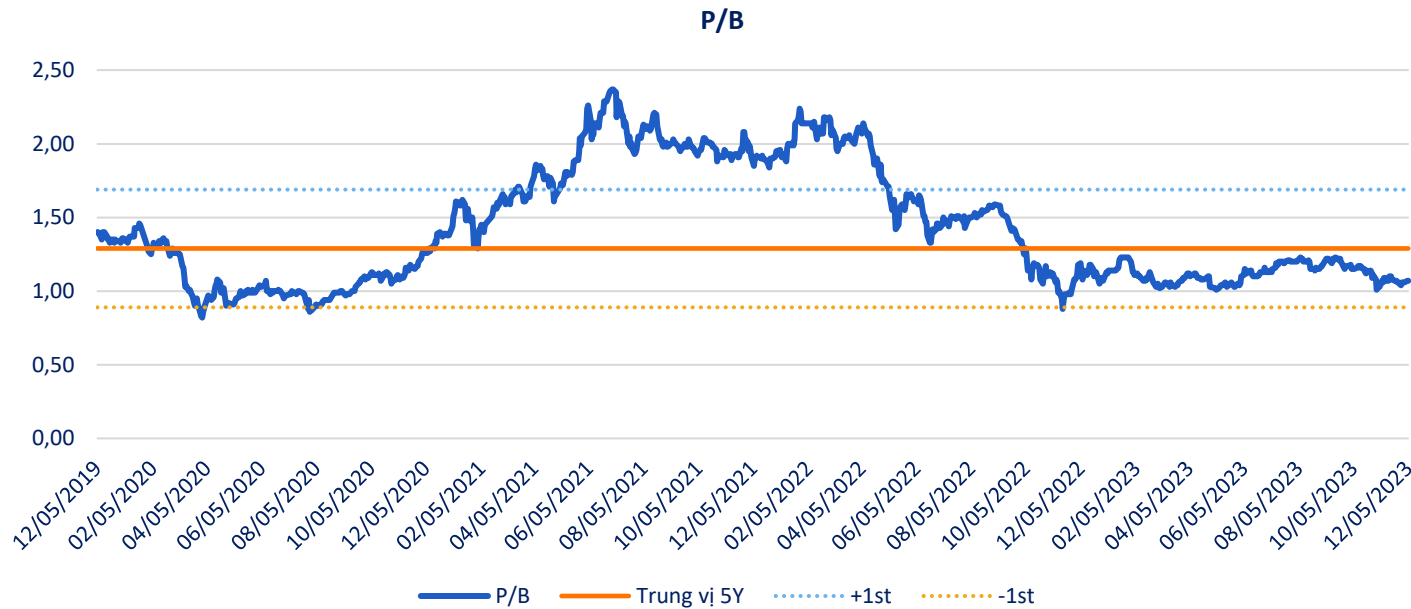


4. Dự phóng và định giá

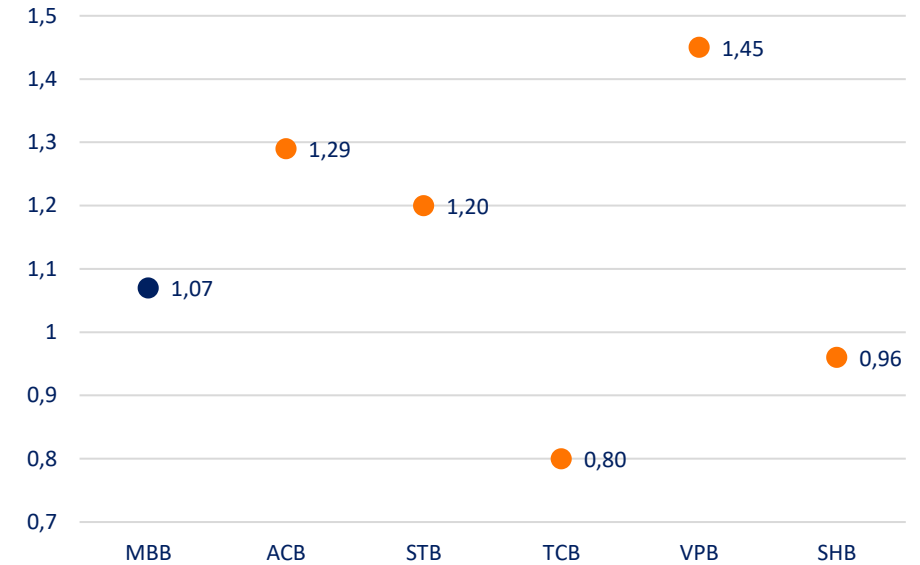
Đơn vị: Tỷ VND

	2022	2023F	=/-% YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	36.023	39.332	+9,2%	Tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại ưu tiên đảm bảo chất lượng tài sản tuy nhiên tốc độ tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 20% - vẫn cao hơn nhiều so với toàn hệ thống. Bên cạnh đó còn do NIM thu hẹp từ ảnh hưởng làn sóng tăng lãi suất năm 2022
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	4.135	3.490	-15,6%	Mảng bảo hiểm và thanh toán suy giảm, đặc biệt là mảng bảo hiểm
Tổng thu nhập hoạt động	45.592	47.621	+4,4%	
LN thuần trước chi phí DPRRTD	30.777	32.858	+6,8%	Chúng tôi kỳ vọng MBB có thể đưa tỷ lệ CIR về mục tiêu 30% trong năm 2023
Chi phí DPRRTD	-8.047	-8.085		
LNTT	22.729	24.773	+9%	
LNST	18.155	19.818	+9,2%	Tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc mạnh vì chúng tôi đánh giá MBB sẽ tiếp tục giữ quan điểm thận trọng và tăng cường trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trong năm 2023
NIM	5,76%	5,25%		NIM thu hẹp do áp lực chi phí vốn tăng mạnh trong nửa đầu năm và chủ trương duy trì lãi suất thấp để hỗ trợ doanh nghiệp nhưng vẫn cao top đầu trong hệ thống
NPL	1,09%	1,7%		Áp lực nợ xấu gia tăng

4. Dự phóng và định giá



P/B MBB so với nhóm tham chiếu (cùng quy mô TTS)



Quan điểm đầu tư: MBB là ngân hàng thương mại hàng đầu hệ thống về quy mô cũng như hiệu quả hoạt động và chất lượng tài sản. Chúng tôi đánh giá ngân hàng có lợi thế và nền tảng (nguồn vốn rẻ, top đầu trong xu hướng chuyển đổi số) để duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực trong dài hạn. Những nhịp điều chỉnh do điều kiện kinh tế suy yếu sẽ là cơ hội để NĐT có một mức định giá hấp dẫn.

Hiện tại MBB đang giao dịch với P/B 1,0x, thấp hơn trung vị 5 năm qua – 1,29 và trung bình nhóm tham chiếu (ACB, STB, TCB, VPB, SHB) – 1,12. Với mức sinh lợi hàng đầu hệ thống (ROE, ROA) chúng tôi đánh giá MBB xứng đáng với mức định giá P/B 1,2, tương đương giá trị cổ phiếu là **23.300 VND/CP, upside 28%** so với giá đóng cửa ngày 11/12/2023.

Vùng giải ngân: 17.500 – 18.000 VND, tương đương P/B quanh 1

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Đặng Thu Hiền	Chuyên viên phân tích	hien.dang@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.