

17/03/2023

Chuyên viên Phân tích Tài chính
Nguyễn Đức Huy
huynd1@kbsec.com.vn

Dự phòng tăng mạnh khiến LNTT quý 4 giảm 2.8%YoY

Thu nhập lãi thuần quý 4 đạt 9,630 tỷ VND, tăng 34.3%YoY. Thu ngoài lãi giảm 28.1%YoY đã khiến TOI 4Q2022 tăng khoảng 16.2%YoY, đạt 11,751 tỷ VND. Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt khi chỉ tăng nhẹ 4.8%YoY. MBB đã trích lập tới 3,585 tỷ VND chi phí dự phòng chỉ trong quý 4 (+78.3%YoY). Lợi nhuận trước thuế quý 4 đạt 4,538 tỷ VND (-27.9%QoQ và -2.3%YoY). LNTT lũy kế cả năm tăng 37.5%YoY, đạt 22,731 tỷ VND – vượt 12% kế hoạch năm.

NIM ổn định nhờ tăng khách hàng bán lẻ và duy trì CASA cao

Lợi suất tài sản bình quân quý 4 tăng 1.8 điểm % nhờ cải thiện mạnh mẽ trong lợi suất từ cho vay khác hàng. Trong khi chi phí vốn bình quân chỉ tăng khoảng 1.03 điểm % nhờ (1) Tỷ lệ CASA đứng đầu ngành; (2) Bổ sung nguồn vốn trung và dài hạn qua kênh giấy tờ có giá trước khi lãi suất tăng cao. NIM quý 4 ổn định ở mức 5.87%. Tính chung cả năm NIM tăng 0.16 điểm %, đạt 5.67%.

Duy trì tăng trưởng tín dụng cao cho cả năm 2022

Tăng trưởng tín dụng cả năm 2022 đạt 25.2% phù hợp với room 26% được giao. Nguồn vốn huy động tăng 18.4% với động lực chính đến từ tiền gửi tăng mạnh 15.7% trong quý 4. Tỷ lệ LDR đạt 76.1%. Tỷ lệ SMLR theo ước tính đạt 21.3%.

Chất lượng tài sản hợp nhất giảm do Mcredit

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất là 1.09%, tăng 0.19 điểm %YoY. Nợ xấu NH mẹ là 0.88% và nợ xấu của Mcredit là 6.5%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở cả NH mẹ và Mcredit vẫn ở mức cao, lần lượt là 295.4% và 90.3%. Nợ nhóm 2 hợp nhất gấp 2 lần cùng kỳ trong đó Mcredit chiếm tới 60%.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 24,700 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm của cổ phiếu MBB là **24,700 VND/cp**, cao hơn 42.0% so với giá tại ngày 17/03/2023. Trong kịch bản MBB phải trích lập dự phòng cho các khoản vay và trái phiếu của Novaland thì giá mục tiêu có thể giảm xuống 23,214 VND/cp.

MUA

Giá mục tiêu	VND 24,700
Tăng/giảm	42.0%
Giá hiện tại (17/03/2023)	17,450
Giá mục tiêu thị trường	28,000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	80,478

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,200	36,023	45,104	54,491
LN trước CF DPRRD (tỷ VND)	24,557	30,777	38,934	46,940
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	12,697	17,483	23,623	28,712
EPS	3,362	3,856	4,342	4,398
Tăng trưởng EPS (%)	12.3%	14.7%	12.6%	1.3%
PER (x)	9.71	5.87	5.21	5.14
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,150	17,203	19,181	20,355
PBR (x)	2.02	1.32	1.18	1.11
ROE (%)	23.5%	25.6%	26.4%	24.7%
Tỷ lệ cổ tức (%)	35%	20%	20%	20%

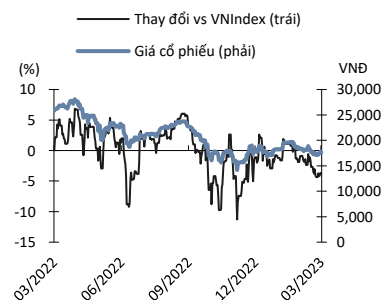
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	58.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	159.82
Sở hữu nước ngoài (%)	23.23%
Cơ cấu cổ đông lớn	Viettel (18.5%)
	SCIC (9.42%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.6	-3.0	-22.2	-32.7
Tương đối	-3.0	-2.8	-7.5	-5.9



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hoạt động kinh doanh

Dự phòng tăng mạnh khiến LNTT quý 4 giảm 2.8%YoY

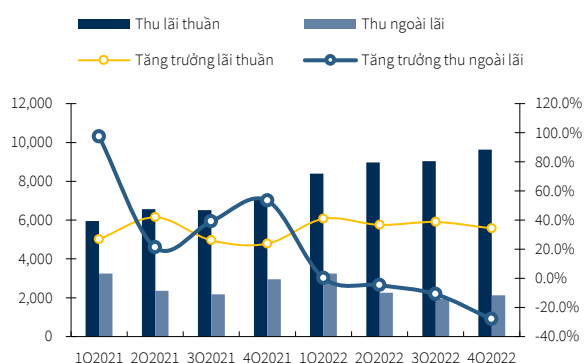
Thu từ hoạt động cổ lỗi vẫn duy trì tăng trưởng cao theo năm, cụ thể thu nhập lãi thuần quý 4 đạt 9,630 tỷ VND, tăng 34.3%YoY. Tuy nhiên, nguồn thu ngoài lãi vẫn có dấu hiệu bị thu hẹp khi giảm 28.1%YoY đã khiến tổng thu hoạt động quý 4 chỉ tăng khoảng 16.2%YoY, đạt 11,751 tỷ VND. Chi phí hoạt động (OPEX) vẫn được kiểm soát tốt khi chỉ giảm nhẹ 2.7%QoQ và tăng nhẹ 4.8%YoY. Đáng chú ý, MBB đã trích lập tới 3,585 tỷ VND chi phí dự phòng chỉ trong quý 4 – mức trích lập theo quý cao nhất từ trước tới nay. Từ đó, lợi nhuận trước thuế quý 4 chỉ đạt 4,538 tỷ VND (-27.9%QoQ và -2.3%YoY). Lũy kế cả năm 2022, MBB ghi nhận 22,731 tỷ VND lợi nhuận trước thuế, vẫn đạt được tăng trưởng cao khoảng 37.5%YoY nhờ lợi nhuận 9T2022 vẫn có kết quả khả quan. MBB đã đạt 112% mục tiêu lợi nhuận năm 2022 và tiến rất sát với mục tiêu thuộc nhóm ngân hàng có lợi nhuận đạt 1 tỷ USD.

NIM ổn định nhờ tăng khách hàng bán lẻ và duy trì CASA cao

Lợi suất đầu ra bình quân quý 4 đạt 9.33%, tăng 0.9 điểm % theo quý và 1.8 điểm % theo năm. Trong đó, đóng góp lớn nhất đến từ cho vay khi lợi suất bình quân từ cho vay khách hàng tăng mạnh lên mức 10.36% trong quý 4 nhờ (1) đẩy mạnh giải ngân dịp cuối năm sau khi được Ngân hàng Nhà nước cấp room tín dụng; (2) Lãi suất cho vay cao hơn sau điều chỉnh; (3) Đẩy mạnh khai thác tập khách hàng cá nhân và SME siêu nhỏ có lợi suất cao hơn.

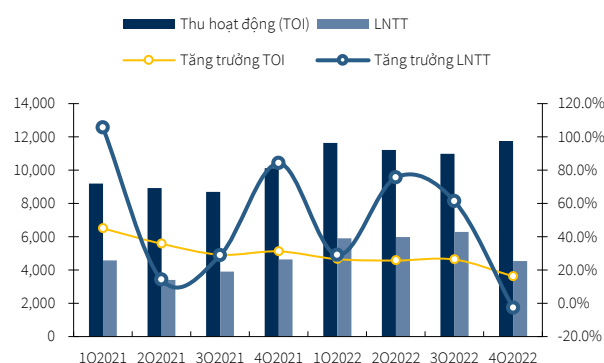
Dưới áp lực thanh khoản những tháng cuối năm cùng việc nâng lãi suất điều hành của Ngân hàng Nhà nước, MBB đã điều chỉnh tăng lãi suất huy động vào tháng 10 và 11 với mức tăng từ 2.1-2.6 điểm % cho kỳ hạn dưới 1 năm và từ 1.6-2.1 điểm % cho tiền gửi trung và dài hạn. Đáng chú ý dù trong bối cảnh lãi suất tăng cao mà số dư CASA của MBB chỉ giảm nhẹ 4.2%YoY cho thấy được sự vững chắc của nền tảng CASA được xây dựng trong giai đoạn 2020-2022 nhờ đẩy mạnh chuyển đổi số và nền tảng tập khách hàng quân đội. MBB từ đó vượt TCB trở thành ngân hàng có tỷ lệ CASA đứng đầu ngành ngân hàng, đạt 40%. Chi phí huy động từ giấy tờ có giá cũng không tăng quá mạnh do MBB chủ động phát hành vào 9T đầu năm – giai đoạn trước khi lãi suất tăng. Nhờ đó mà chi phí tiền gửi bình quân quý 4 của MBB chỉ tăng khoảng 0.75 điểm % theo quý. Biên lãi thuần (NIM) quý 4 từ đó cải thiện nhẹ theo quý lên 5.87%. NIM cả năm 2022 đạt 5.67%, tăng mạnh 0.63 điểm %YoY.

Biểu đồ 1. Thu nhập lãi thuần và thu ngoài lãi (Tỷ VND)



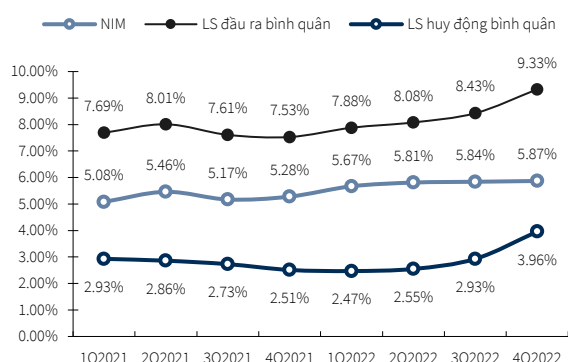
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 2. Tổng thu hoạt động và LNTT theo quý (Tỷ VND)



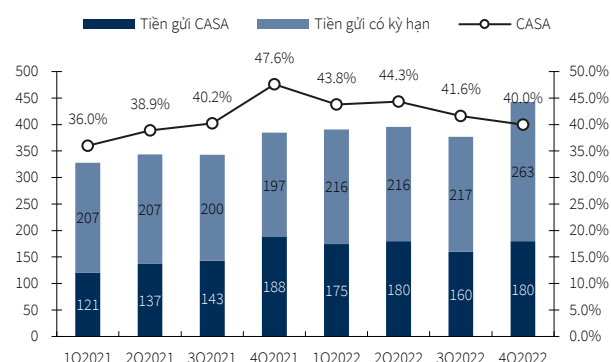
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 3. Biến động NIM theo quý 2021 - 2022



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 4. Tỷ lệ CASA của MBB theo quý giai đoạn 2021 - 2022

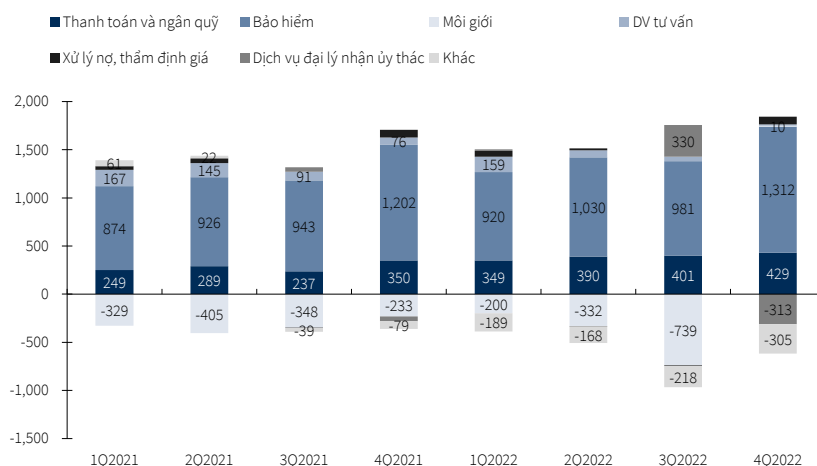


Nguồn: MBB, KBSV

Dịch vụ thanh toán và Bancassurance vẫn là nguồn thu dịch vụ chính

Thu thuần từ hoạt động dịch vụ quý 4 đạt 1,224 tỷ VND, tăng 55%QoQ và giảm nhẹ 9%YoY. Trong đó, thu thuần từ hoạt động thanh toán và ngân quỹ quý 4 đạt 429 tỷ VND (+7%QoQ và 23%YoY), lũy kế cả năm đạt 1,569 tỷ VND tăng 39.5% so với cùng kỳ; Thu thuần từ dịch vụ bảo hiểm quý 4 đạt 1,312 tỷ VND (+34%QoQ và +9%YoY) và lũy kế cả năm là 4,243 tỷ VND, tăng nhẹ 7.6%YoY. Chúng tôi nhận thấy doanh thu phí bảo hiểm thuần của MIG và MB Ageas Life vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan trong năm 2022, lần lượt ở mức 42.1%YoY và 13.6%YoY, tuy nhiên các chi phí liên quan hoạt động kinh doanh bảo hiểm có xu hướng tăng nhanh hơn trong năm nay khiến lợi nhuận gộp bị thu hẹp. Cho năm 2023, hoạt động của MIG vẫn được hỗ trợ bởi (1) Người dân quan tâm đến các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe con người hơn sau đại dịch Covid-19; (2) Bán chéo các sản phẩm bảo hiểm xe cơ giới, quy mô cho vay mua bán, sửa chữa ô tô, xe máy chiếm ~25% tổng danh mục cho vay của MBB. Mạng bảo hiểm nhân thọ của MB Ageas Life sẽ gặp nhiều khó khăn hơn do NHNN siết chặt hoạt động bán chéo bảo hiểm nhân thọ tại các ngân hàng. Thu từ dịch vụ môi giới lỗ 1,261 tỷ VND (-4.1%YoY) trong năm 2022 do bị bảo mòn bởi chi phí hoa hồng môi giới.

Biểu đồ 5. Cơ cấu thu thuần từ hoạt động dịch vụ theo quý giai đoạn 2021-2022

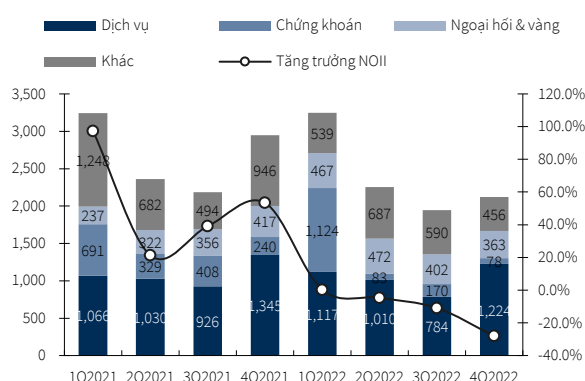


Nguồn: MBB, KBSV

Thu ngoài lãi quý 4 (NOII) giảm 28.1% so với cùng kỳ

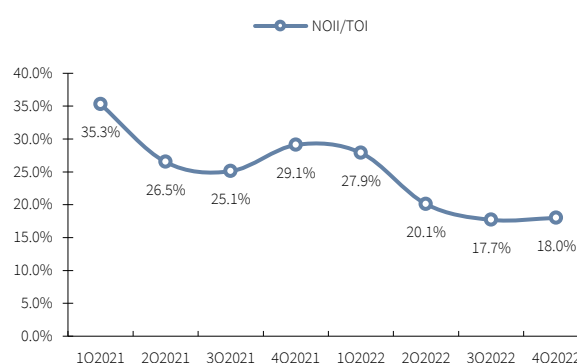
Thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng quý 4 đạt 363 tỷ VND (giảm 9.7%QoQ và -12.9%YoY). MBB ghi nhận lãi 78 tỷ thu từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư và kinh doanh trong quý 4 giảm tới 67.5% so với cùng kỳ. Thu từ các hoạt động khác đạt 456 tỷ VND, giảm 51.8% so với cùng kỳ. Các nguồn thu kém khả quan đặc biệt là từ chứng khoán khiến tổng nguồn thu ngoài lãi (NOII) quý 4 giảm 28% so với cùng kỳ, đạt 2,121 tỷ VND. Tỷ lệ NOII/TOI từ đó cũng giảm chỉ còn khoảng 18% thấp hơn nhiều so với mức 29.1% cùng kỳ năm trước. Lũy kế cả năm 2022, NOII đạt 9,566 tỷ VND, giảm 10.9%YoY.

Biểu đồ 6. Cơ cấu thu ngoài lãi theo quý 2021 - 2022 (tỷ VND)



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ lệ NOII/TOI theo quý giai đoạn 2021 - 2022 (%)



Nguồn: MBB, KBSV

Duy trì tăng trưởng tín dụng cao cho cả năm 2022

NHNN tiếp tục nới room tín dụng thêm 2% nâng tổng room cho cả năm 2022 của MBB lên mức 26% - cao thứ 2 toàn ngành chỉ sau VPB. Tính đến cuối năm 2022, quy mô dư nợ tín dụng của MBB đạt 507,444 tỷ VND, tăng 25.2% so với cùng kỳ. Cho vay khác hàng vẫn là động lực tăng trưởng tín dụng chính khi tăng 26.7% so với cùng kỳ, dư nợ cho vay tính đến cuối 2022 đạt 460,574 tỷ VND. Tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân và doanh nghiệp phân bổ tương đối đồng đều, lần lượt ở mức 48% và 41%. Đáng chú ý, dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản và xây dựng của MBB vẫn tăng mạnh 35.9% so với cuối năm 2021, đạt 47,802 tỷ VND (~11% tổng dư nợ cho vay).

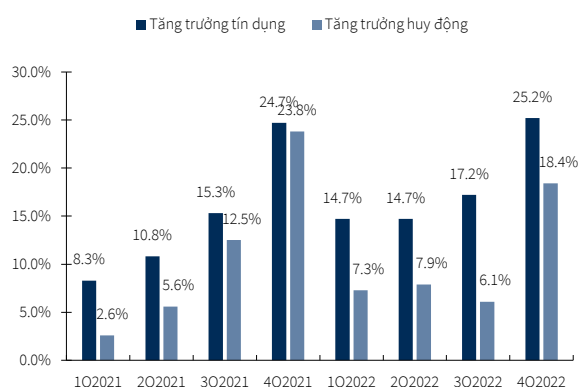
Giá trị danh mục trái phiếu doanh nghiệp của MBB có xu hướng tăng mạnh trong nửa đầu năm và giảm dần vào nửa cuối năm khi hạn mức tín dụng eo hẹp hơn. Tương tự các ngân hàng khác, MBB cũng phải chủ động cắt giảm danh mục trái phiếu để tập trung đẩy mạnh cho vay, do đó tính chung cả năm dư nợ trái phiếu doanh nghiệp chỉ tăng 10.6%YoY trong khi nửa đầu năm tăng 15.8%YTD. Tính đến cuối năm 2022, MBB đang là ngân hàng nắm giữ nhiều trái phiếu doanh nghiệp nhất hệ thống, khoảng 46 nghìn tỷ VND.

MBB đẩy mạnh huy động tiền gửi trong quý 4 nhằm đối phó với vấn đề căng thẳng thanh khoản sau sự việc tại SCB và chuẩn bị nguồn vốn để đẩy mạnh giải ngân những tháng cuối năm. Huy động tiền gửi cũng dễ dàng hơn với nền lãi suất ở mức cao. Tiền gửi khách hàng quý 4 từ đó tăng 17.6%QoQ trong khi 9 tháng đầu năm giảm 0.2%YTD (**Biểu đồ 10**). Đối với kênh giấy tờ có giá, MBB chủ yếu sử dụng chứng chỉ tiền gửi (~73% tổng giấy tờ có giá) để bổ sung nguồn vốn ngắn hạn. Ngân hàng cũng phát hành trái phiếu để bổ sung nguồn vốn trung và

dài hạn nhưng với quy mô nhỏ hơn. Tổng nguồn vốn huy động từ giấy tờ có giá đạt 96,578 tỷ VND, tăng 44.4%YoY.

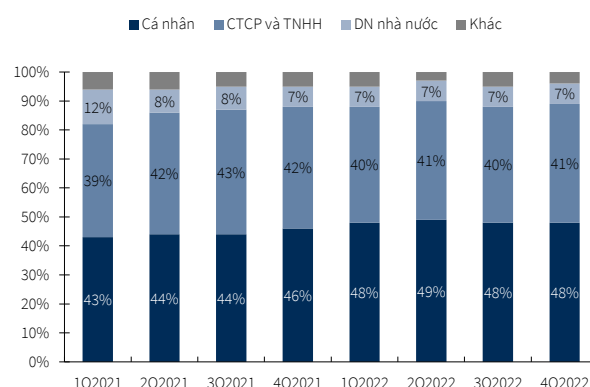
Tỷ lệ cho vay trên tổng nguồn vốn huy động (LDR) từ đó giảm từ mức đỉnh 78.8% của quý 3 xuống 76.1% vào cuối quý 4. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn chúng tôi ước tính là khoảng 21.3% vẫn đảm bảo mức quy định 34% của ngân hàng nhà nước.

Biểu đồ 8. Tăng trưởng tín dụng và huy động (%YTD)



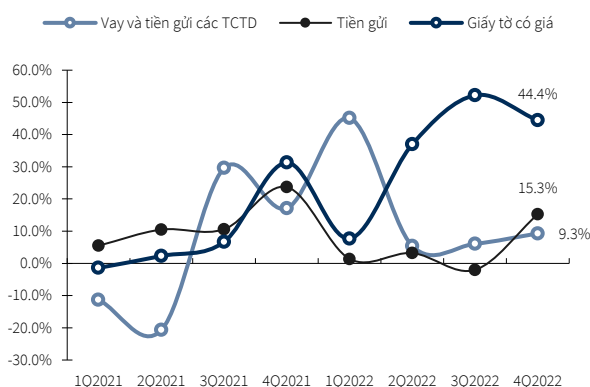
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 9. Cơ cấu cho vay theo tập khách hàng (%)



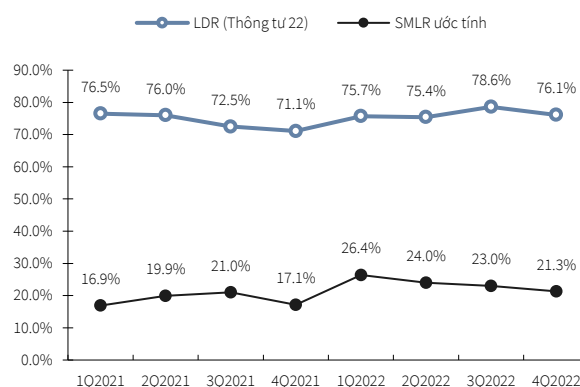
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 10. Tăng trưởng các nguồn vốn huy động (%YTD)



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 11. Tỷ lệ LDR và Vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn



Nguồn: KBSV ước tính

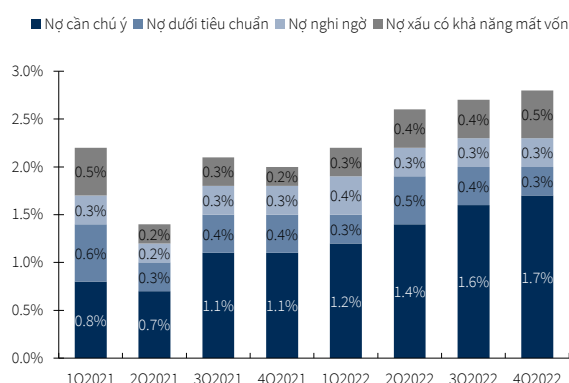
Chất lượng tài sản hợp nhất giảm do Mcredit

Chúng tôi đánh giá chất lượng tài sản của ngân hàng mẹ vẫn ở mức tốt trong khi tài sản của Mcredit kém hơn theo xu hướng chung của ngành tài chính tiêu dùng cùng việc đẩy mạnh cho vay trong năm nay nhằm chiếm lĩnh thị phần tài chính tiêu dùng (Mcredit đã vượt qua HDSaison để đứng thứ 3 về quy mô cho vay). Tỷ lệ nợ xấu tại ngân hàng mẹ cuối 2022 là 0.83%, tăng 0.15 điểm % so với cùng kỳ do tỷ lệ xóa nợ (write-off rate) thấp hơn khiến nợ nhóm 5 tăng 178%YoY. NPL của Mcredit đạt 6.5%, tăng 0.29 điểm %YoY. Ngân hàng cũng chủ động tăng bộ đệm dự phòng ở cả Ngân hàng mẹ và Mcredit, lần lượt là 295.4% và 90.3%. Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất từ đó tăng nhẹ 0.19 điểm %, đạt 1.09% và LLCR hợp nhất 238% (**Biểu đồ 14**).

Quy mô nợ nhóm 2 hợp nhất liên tục tăng theo quý trong năm 2022 và chiếm

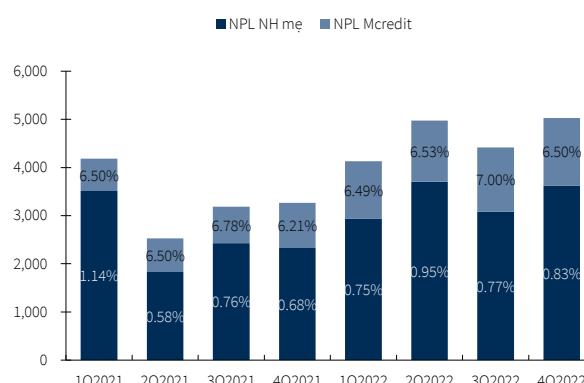
tới 1.7% trên tổng cho vay hợp nhất trong khi con số đầu năm chỉ khoảng 1.1% (**Biểu đồ 12**). Nợ nhóm 2 tăng chủ yếu đến từ Mcredit, quy mô dư nợ đạt 4,693 tỷ VND (+272%YoY) và chiếm tới 60% nợ nhóm 2 hợp nhất (thường dưới 50% trong các giai đoạn trước). Nợ cần chú ý của ngân hàng mẹ cũng có xu hướng tăng mạnh bắt đầu từ 3Q2022 mà chúng tôi cho rằng đến chủ yếu từ nợ tái cơ cấu khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào cuối 2Q2022 cũng như môi trường kinh doanh kém hơn trong bối cảnh lãi suất cao (**Biểu đồ 15**).

Biểu đồ 12. Cơ cấu nợ xấu và nợ cần chú ý hợp nhất (%)



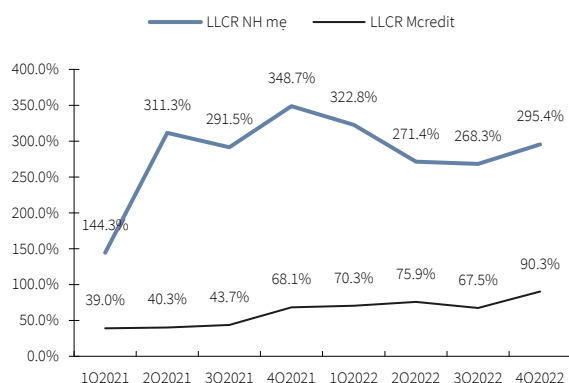
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 13. Quy mô nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của Ngân hàng mẹ và Mcredit (%)



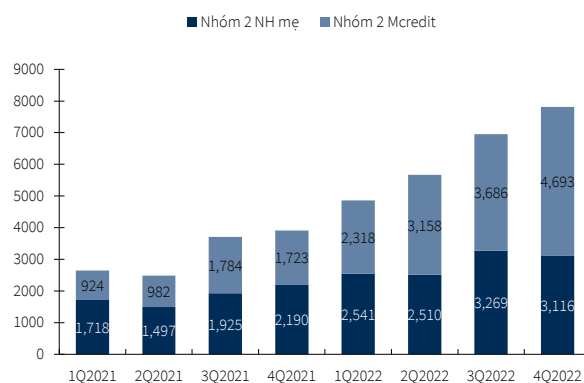
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 14. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của NH mẹ và Mcredit (%)



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 15. Cơ cấu nợ nhóm 2 hợp nhất (tỷ VND)



Nguồn: MBB, KBSV

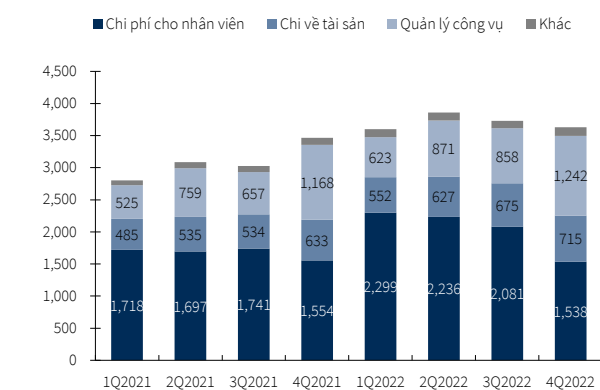
Tiếp tục đẩy mạnh chi đầu tư công nghệ thông tin và chuyển đổi số

Chi phí hoạt động (OPEX) quý 4 đạt 3,628 tỷ VND, giảm nhẹ 2.7%QoQ và tăng 4.8%YoY. Tỷ lệ CIR quý 4 giảm xuống 30.9% khi TOI vẫn ghi nhận tăng trưởng cao hơn ở mức 16.2%YoY. Tính chung cả năm 2022 hệ số CIR của MBB giảm xuống còn 33% từ mức 34% của năm 2021. Mặc dù thực hiện tối ưu hóa chi phí trong quản lý nhưng MBB vẫn đảm bảo thu nhập của người lao động tăng 15%/năm trong giai đoạn 2017-2021. Ngoài chi phí lương, chi cho hoạt động quản lý công vụ cũng chiếm tỷ trọng lớn khi MBB ưu tiên chi đầu tư công nghệ thông tin và chuyển đổi số cho chiến lược mở rộng khách hàng. Tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2018-2022 là khoảng 12.7%/năm.

MBB trích lập tới 3,585 tỷ VND chi phí dự phòng trong quý 4 – mức cao nhất

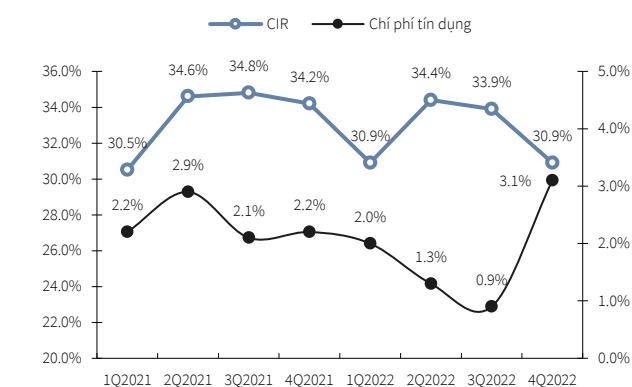
theo quý từ trước tới nay. Chi phí tín dụng quý 4 từ đó tăng mạnh lên mức 3.1% (**Biểu đồ 17**). Tuy nhiên, nhờ chi phí dự phòng 9T2022 thấp nên lũy kế cả năm đạt 8,048 tỷ VND tương đương cùng kỳ. MBB vẫn có thể phải đối mặt với rủi ro chi phí dự phòng tăng trong năm 2022 khi quy mô nợ nhóm 2 tại Mcredit có xu hướng tăng mạnh trong thời gian vừa qua.

Biểu đồ 16. Cơ cấu chi phí hoạt động (tỷ VND)



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 17. Tỷ lệ CIR và chi phí tín dụng theo quý (%)



Nguồn: KBSV ước tính

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

Chúng tôi đưa ra dự phóng cho MBB trong năm 2023 như sau:

- Chúng tôi đưa ra giả định thận trọng về tăng trưởng tín dụng trong năm 2023 của MBB là khoảng 21.1% với các luận điểm chính như sau (1) Tăng trưởng hoạt động cho vay cốt lõi vẫn sẽ ở mức cao là khoảng 25% với kỳ vọng kinh tế vĩ mô ổn định và mặt bằng lãi suất giảm vào nửa cuối năm sẽ kích thích nhu cầu tín dụng; (2) Danh mục trái phiếu giảm do đáo hạn và không có phát hành mới; (3) Room tín dụng vẫn sẽ ở mức do thuộc nhóm ngân hàng tham gia xử lý TCTD yếu kém.
- Dự phóng tổng nguồn vốn huy động tăng 19.7%YoY để đảm bảo hoạt động giải ngân được thuận lợi. Tỷ lệ LDR tương ứng là 79.4%.
- Dự phóng NIM 2023 giảm 0.13 điểm %, đạt 5.54% dù việc tiếp tục mở rộng tập khách hàng bán lẻ sẽ giúp cho MBB có lợi suất cho vay tốt hơn nhưng ngân hàng vẫn phải đối mặt với việc chi phí vốn cao trong nửa đầu năm nay. MBB đẩy mạnh huy động tiền gửi kỳ hạn từ 3-6 tháng vào cuối 2022 nên lãi suất vẫn cao cho đến quý 2.
- Dự phóng NPL đạt 0.99%, giảm nhẹ 0.11 điểm % so với cuối năm 2022. Dù nợ nhóm 2 có dấu hiệu tăng cao nhưng chúng tôi tin với bộ đệm dự phòng tốt (LLCR trên 200%) thì MBB có thể đẩy mạnh xử lý nợ.
- Dự phóng chi phí dự phòng tăng 25.4%YoY, đạt 10,093 tỷ VND.
- Dự phóng LNST cho cổ đông công ty mẹ năm 2023 đạt 20,890 tỷ VND, tăng 19.5% so với cùng kỳ.

Bảng 1. Dự phóng kết quả kinh doanh 2023

	2021	2022	2023F	%YoY2022	%YoY2023
Thu nhập lãi thuần	26,200	36,023	42,634	37.5%	18.4%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	4,367	4,136	7,699	-5.3%	86.1%
Tổng thu hoạt động	36,934	45,593	54,781	23.4%	20.2%
Chi phí dự phòng	-8,030	-8,048	-10,093	0.2%	25.4%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	12,697	17,483	20,890	37.7%	19.5%
NIM	5.04%	5.67%	5.54%	0.63ppts	-0.13ppts
Lãi suất đầu ra bình quân	7.40%	8.26%	8.51%	0.86ppts	0.21ppts
Lãi suất đầu vào bình quân	2.66%	2.95%	3.44%	0.29ppts	0.49ppts
CIR	33.5%	32.5%	32.0%	-1ppts	-0.5ppts
NPL	0.90%	1.10%	0.99%	0.2ppts	-0.11ppts
Tổng tài sản	607,140	728,532	880,176	20.0%	20.8%
Vốn chủ sở hữu	62,486	79,613	103,476	27.4%	30.0%

Nguồn: KBSV ước tính

Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 24,700 đồng/cổ phiếu

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 (Biểu đồ 16)

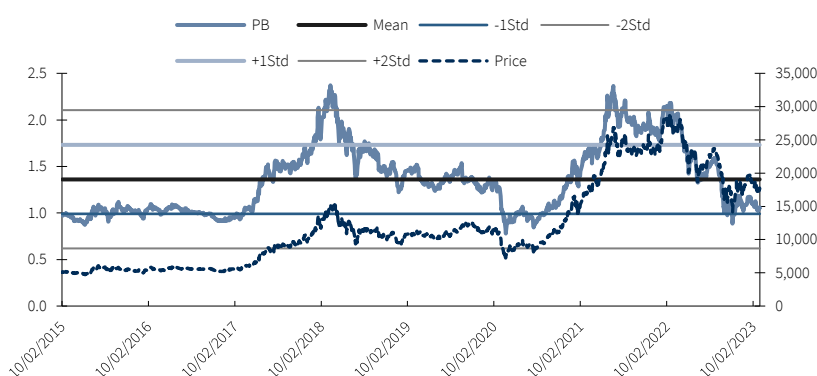
MBBank sở hữu hệ sinh thái tài chính toàn diện, có chất lượng tài sản tốt, hiệu quả hoạt động cao, có tốc độ tăng trưởng nhanh trong nhiều năm qua nhờ đi đầu trong hoạt động chuyển đổi số. Định giá PB hiện giờ của MBB giao dịch tại mức 0.98x mà chúng tôi đánh giá là đã phản ánh lo ngại của nhà đầu tư về danh mục trái phiếu và cho vay bất động sản. Ngoài ra, định giá PB cũng hấp dẫn với 1 ngân hàng có ROE

thuộc top cao trong ngành Dự phóng P/B mục tiêu của ngân hàng sẽ giao dịch quanh vùng 1.3x tương đương trung bình PB giai đoạn 2015 đến hiện tại.

(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (**Bảng 2**)

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. Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu MBB là 24,700 đồng/cổ phiếu, cao hơn 42.0% so với giá đóng cửa của ngày 17/03/2023 (**Bảng 3**). Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu mới thêm 9.6% do nền tảng CASA vững chắc trong năm 2022 cùng lợi suất tài sản sẽ tiếp tục cải thiện. Một số rủi ro có thể phát sinh giảm dự phóng của chúng tôi bao gồm: (1) Khả năng hồi phục của khách hàng không như dự kiến khiến chất lượng tài sản giảm sút; (2) Rủi ro liên quan đến đối tác là CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (**Bảng 4**).

Biểu đồ 18. Diễn biến giá và chỉ số P/B của MBB giai đoạn 2015-hiện tại



Nguồn: Bloomberg

Bảng 2. Cổ phiếu MBB – Định giá 2023 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế	21,693	23,265	29,686	38,361	49,746
Lợi nhuận thặng dư	3,610	1,405	2,631	4,578	7,235
Chi phí vốn (re)	16.7%				
Tăng trưởng (g)	3%				
Giá trị cuối cùng	25,130				
Tổng giá trị hiện tại (PV)	36,721				
Giá trị cổ phiếu MBB	25,302				

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 3. 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	25,302	50%	12,651
P/B	24,262	50%	12,131
Giá mục tiêu			24,782

Nguồn: KBSV ước tính

Rủi ro từ đối tác NVL ảnh hưởng trực tiếp tới định giá

MBBank và Novaland đã chính thức ký kết hợp tác chiến lược với Tập đoàn Novaland trong việc cung cấp các dịch vụ, giải pháp về tài chính, ngân hàng cho Novaland, các công ty thành viên của Novaland năm 2021. Mục tiêu chính

của MBB là có thể thông qua thỏa thuận này để mở rộng tập khách hàng bán lẻ thông qua cho vay cá nhân mua nhà của Novaland. Tính đến cuối năm 2022, dư nợ cho vay của MBB tại NVL chủ yếu là dài hạn với giá trị khoảng 3,100 tỷ VND. Ngoài ra, MBB cũng đang nắm giữ khoảng 6,177 tỷ trái phiếu của NVL. Nova Group gần đây đang gặp khó khăn và có dấu hiệu chậm trả lãi cho trái chủ nên đây có thể là rủi ro tiềm tàng ảnh hưởng tới định giá mục tiêu của chúng tôi cho MBB. Chúng tôi đưa ra tỷ lệ trích lập nợ vay theo tỷ lệ của nhóm 1 đến nhóm 5 với giả định quá trình xử lý tài sản đảm bảo thường sẽ kéo dài và ngân hàng chủ động trích dựa theo nợ gốc. Tỷ lệ trích lập dự phòng cho trái phiếu doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào năng lực và định hướng của từng ngân hàng. Ta có mức giá mục tiêu của kịch bản cơ sở (không trích dự phòng cho nợ của NVL) là 24,782 VND/cổ phiếu và kịch bản tiêu cực nhất là trích toàn bộ thì mức giá mục tiêu giảm còn 23,214 VND/cổ phiếu (**Bảng 1**). Ngoài ra, MBB cũng có thể sử dụng bộ đệm dự phòng vững chắc của mình (~12,000 tỷ) để xử lý nợ của NVL.

Bảng 4. Phân tích độ nhạy giữa tỷ lệ trích lập dự phòng cho NVL và giá mục tiêu

		Trích lập nợ vay				
		0%	5%	20%	50%	100%
Trích lập trái phiếu	0%	24,782	24,755	24,676	24,517	24,252
	20%	24,574	24,548	24,468	24,309	24,045
	40%	24,366	24,340	24,261	24,102	23,837
	60%	24,159	24,132	24,053	23,894	23,629
	80%	23,951	23,925	23,845	23,686	23,421
	100%	23,743	23,717	23,637	23,479	23,214

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F	(TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	38,465	52,486	65,505	81,230	TỔNG TÀI SẢN	607,140	728,532	880,176	1,079,181
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-12,265	-16,463	-22,871	-29,991	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,475	3,744	4,541	3,537
Thu nhập lãi thuần	26,200	36,023	42,634	51,239	Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	38,051	39,655	49,212	57,037
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	12,308	14,244	18,563	23,846	Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	35,983	32,937	40,183	48,822
Chi phí hoạt động dịch vụ	-7,941	-10,108	-10,864	-12,646	Chứng khoán kinh doanh	7,575	4,106	5,691	6,784
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	4,367	4,136	7,699	11,200	Cho vay khách hàng	354,797	448,599	561,844	697,682
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động ngoại hối và vàng	1,331	1,704	1,602	1,685	Chứng khoán đầu tư	128,806	159,580	171,968	210,065
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh c	221	141	127	147	Tài sản cố định và khác	167,259	199,491	218,705	265,319
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu t	1,446	1,315	1,118	1,230	NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	607,140	728,532	880,176	1,079,181
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	3,254	2,142	1,499	1,199	Tổng nợ phải trả	544,654	648,919	776,700	953,441
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	115	132	102	102	Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nan	262	32	0	0
Tổng thu nhập hoạt động	36,934	45,593	54,781	66,802	Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	59,560	65,117	78,140	68,998
Chi phí hoạt động	-12,377	-14,816	-17,530	-22,045	Tiền gửi của khách hàng	384,692	443,606	511,034	592,799
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CPDI	24,557	30,777	37,251	44,757	Phát hành giấy tờ có giá	66,887	96,578	135,596	224,411
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-8,030	-8,048	-10,093	-15,631	Các khoản nợ khác	31,254	41,584	51,930	67,233
Tổng lợi nhuận trước thuế	16,527	22,729	27,158	29,126	Vốn chủ sở hữu	62,486	79,613	103,476	125,741
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-3,306	-4,574	-5,465	-5,861	Vốn điều lệ	37,783	45,340	54,408	65,290
Lợi nhuận sau thuế	13,221	18,155	21,693	23,265	Thặng dư vốn cổ phần	869	869	869	869
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-524	-672	-803	-861	Quỹ của tổ chức tín dụng	7,341	9,289	12,109	15,599
Cổ đông của Công ty mẹ	12,697	17,483	20,890	22,404	Lợi nhuận chưa phân phối	12,915	19,064	29,234	37,352
Chỉ số tài chính					Định giá				
%	2021	2022	2023F	2024F	(đồng, x, %)	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng sinh lời					Chỉ số về giá				
ROAA	2.4%	2.7%	2.7%	2.4%	EPS cơ bản	3,362	3,856	3,840	3,431
ROAE	23.5%	25.6%	23.7%	20.3%	Giá trị sổ sách/CP (BPVS)	16,538	17,559	19,019	19,259
ROA trước dự phòng	3.0%	3.6%	3.7%	3.7%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	16,150	17,203	18,663	18,928
ROE trước dự phòng	29.9%	34.9%	34.7%	32.6%	Chỉ số định giá				
NIM	5.04%	5.67%	5.54%	5.45%	PER	7.39	4.54	4.56	5.10
Hiệu quả hoạt động					PBR	1.54	1.02	0.94	0.92
LDR	71.1%	76.1%	79.4%	80.6%	Tỷ lệ cổ tức	35.0%	20%	20%	20%
CIR	33.5%	32.5%	32.0%	33.0%	ROE	23.5%	26%	24%	20%
Tốc độ tăng trưởng					An toàn vốn				
Tăng trưởng Tổng tài sản	22.7%	20.0%	20.8%	22.6%	Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)	11.3%	11.4%	>8%	>8%
Tăng trưởng Cho vay	21.9%	26.7%	25.0%	24.0%	Chất lượng tài sản				
Tăng trưởng LN thuần trước DPRR	46.1%	25.3%	21.0%	20.1%	NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.90%	1.10%	0.99%	0.82%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	53.7%	37.7%	19.5%	7.2%	Độ bao phủ nợ xấu (nhóm 3-5)	267.7%	236.4%	243.4%	276.9%
Tăng trưởng EPS	12.3%	14.7%	-0.4%	-10.7%	SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	1.98%	2.79%	1.42%	1.28%
Tăng trưởng BVPS	-7.6%	6.2%	8.3%	1.3%	Độ bao phủ nợ xấu (nhóm 2-5)	122.0%	93.3%	169.3%	176.8%

Nguồn: KBSV ước tính

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyền – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@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 G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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:	Nắm giữ:	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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.