

15/12/2021

 Chuyên viên phân tích – Lê Anh Tùng  
 tungla@kbsec.com.vn

### KQKD Q3 của MBB khả quan, bất chấp việc bùng phát làn sóng Covid-19 thứ 4

MBB công bố KQKD Q3/2021 với TOI của ngân hàng đạt mức VND 8,700 tỷ (-2.5% QoQ, 29.2% YoY) và PBT đạt mức VND 3,898 tỷ (+14.4% QoQ, +29.3% YoY). Lũy kế 9 tháng 2021, TOI và PBT lần lượt đạt VND 26,817 tỷ (+36.5% YoY) và VND 11,884 tỷ (+46.1% YoY).

### Chất lượng tài sản của MBB suy giảm nhẹ nhưng vẫn được kiểm soát tốt

Tỷ lệ nợ xấu nhích nhẹ, tăng lên mức 0.9% trong Q3 từ mức 0.8% của quý 2 cùng với tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên mức 1.1% trong bối cảnh doanh nghiệp chịu tác động mạnh bởi các biện pháp giãn cách chống dịch thời gian qua. MBB thực hiện trích lập thấp hơn quý trước nhưng vẫn ở mức cao VND 1,778 tỷ (-26.9% QoQ, +101% YoY), giúp MBB duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) trên 200% và cao thứ 2 trong toàn ngành (chỉ sau VCB).

### Dịch bệnh Covid-19 đã khiến dư nợ tái cơ cấu tăng trở lại

Dư nợ tái cơ cấu tăng, ở mức khoảng 3 nghìn tỷ VND (+11% QoQ), tương đương 0.9% tổng dư nợ và có khả năng tiếp tục tăng lên trong Q4.

### Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 34,000

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của MBB trong năm 2021 có thể đạt mức 20%. Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA (duy trì) đối với cổ phiếu MBB. Giá mục tiêu là VND 34,000, cao hơn 19.3% so với giá tại ngày 15/12/2021.

## MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND34,000
Tăng/Giảm (%)	19.3%
Giá hiện tại (15/12/21)	VND28,500
Giá mục tiêu consensus	VND35,600
Vốn hóa thị trường (tr USD)	USD4,681 tr

#### Dữ liệu giao dịch

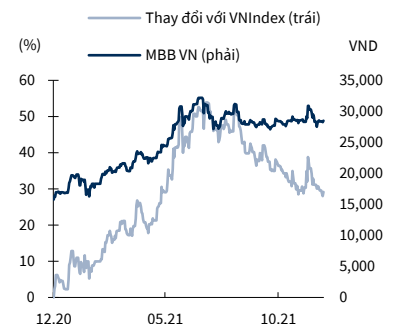
Tỉ lệ free-float (%)	56.9%
GTGD TB 3 tháng (tr USD)	USD14.1 tr
Room NĐTNN còn lại (%)	0.0%
Cổ đông lớn (%)	Viettel (14.14%)

#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.3	3.8	-2.1	74.5
Tương đối	-0.3	-5.3	-9.3	26.2

#### Dự phóng KQKD & định giá

Nhãn tài chính	2020A	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	20,277,795	25,122,065	29,111,253	32,827,954
TOI (triệu VND)	27,362,173	34,402,151	39,476,546	44,371,401
PBT (triệu VND)	10,688,276	15,485,660	18,189,625	21,534,593
EPS (VND)	2,187	3,036	3,567	4,222
BVPS (VND)	12,679	17,287	19,853	23,198
P/E (x)	7.7	8.1	9.5	8.8
P/B (x)	1.3	1.4	1.7	1.6
ROAA (%)	1.8%	2.2%	2.2%	2.3%
ROAE (%)	19.2%	21.1%	20.0%	20.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Cập nhật kết quả kinh doanh

MBB công bố KQKD Q3/2021 với TOI của ngân hàng đạt mức VND 8,700 tỷ (-2.5% QoQ, 29.2% YoY) và PBT đạt mức VND 3,898 tỷ (+14.4% QoQ, +29.3% YoY). Lũy kế 9 tháng 2021, TOI và PBT lần lượt đạt VND 26,817 tỷ (+36.5% YoY) và VND 11,884 tỷ (+46.1% YoY).

**Bảng 1. Tóm tắt kết quả kinh doanh**

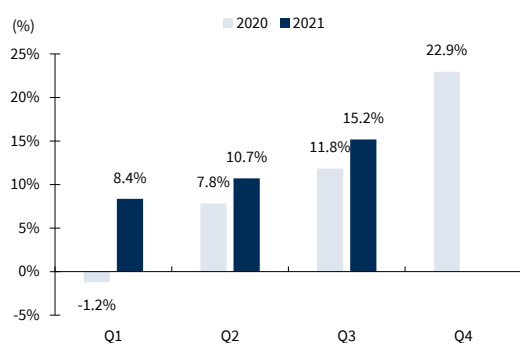
(Triệu VND)	3Q 2021	3Q 2020	% YoY
Thu nhập lãi thuần	6,515,194	5,164,677	26.1%
Thu nhập ngoài lãi	2,184,983	1,570,761	39.1%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	8,700,177	6,735,438	29.2%
Chi phí hoạt động	(3,023,716)	(2,836,321)	6.6%
Chi phí dự phòng	(1,778,158)	(883,677)	101.2%
LNTT (PBT)	3,898,303	3,015,440	29.3%

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, KB Securities Vietnam

### Thu nhập lãi thuần Q3/2021 tăng 26.1% YoY đến từ:

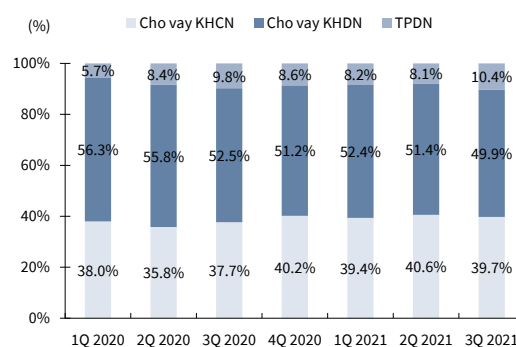
- Hoạt động tín dụng tích cực, thúc đẩy từ động lực khách hàng bán lẻ. Tín dụng tăng trưởng 15.2% với đóng góp mạnh mẽ của mảng TPDN (+35% YoY) và mảng cho vay khách hàng cá nhân (+33% YoY).
- Chúng tôi kì vọng MBB sẽ đẩy mạnh tín dụng trong Q4, với tăng trưởng tín dụng cả năm 2021 ước khoảng 20% nhờ (1) kì vọng nguồn cầu tín dụng phục hồi tốt trong Q4 khi Việt Nam nới lỏng các hoạt động giãn cách; (2) nhu cầu tín dụng lớn từ các doanh nghiệp năng lượng tái tạo và bất động sản.

**Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng 2020 – 2021 (%)**



Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

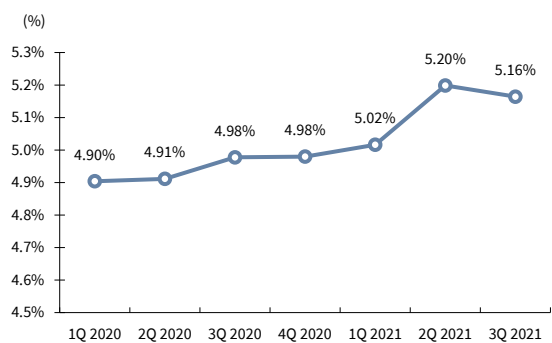
**Biểu đồ 2. Tỷ trọng tín dụng (%)**



Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

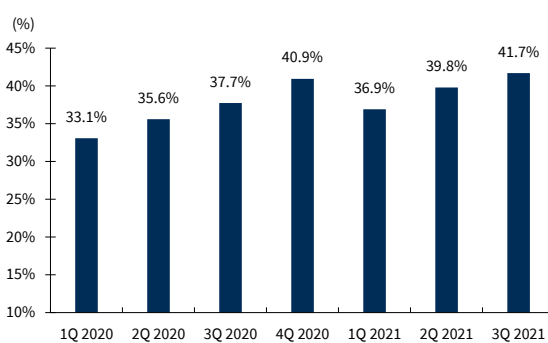
— **NIM giảm nhẹ** do lãi suất cho vay có xu hướng giảm, nhưng đã được bù đắp bởi chi phí vốn giảm trong Q3/2021 nhờ (1) lãi suất huy động ở mặt bằng thấp và (2) tỷ lệ CASA được tăng lên.

**Biểu đồ 3. NIM (%)**



Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 4. Tỷ lệ CASA (%)**

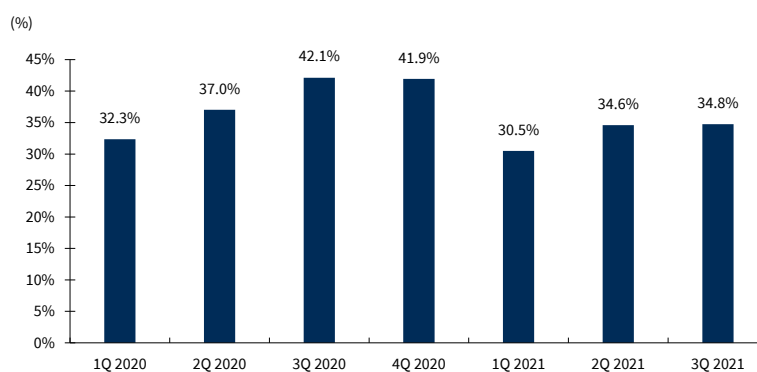


Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

**Thu nhập ngoài lãi tăng 39.1%**, trong đó thu nhập phí thuần tăng 22% YoY so với cùng kỳ từ các nguồn bao gồm dịch vụ thanh toán, dịch vụ bancassurance (+44% YoY).

**OPEX tăng 6.6% YoY**, và tỷ lệ CIR tăng nhẹ lên 34.8% từ mức 34.6% trong Q2. Tuy nhiên, tỷ lệ CIR bình quân 9 tháng 2021 (33.3%) vẫn thấp hơn đáng kể so với 9 tháng năm ngoái (37.2%) cho thấy nỗ lực tiết giảm chi phí của MBB.

**Biểu đồ 5. Tỷ lệ CIR (%)**

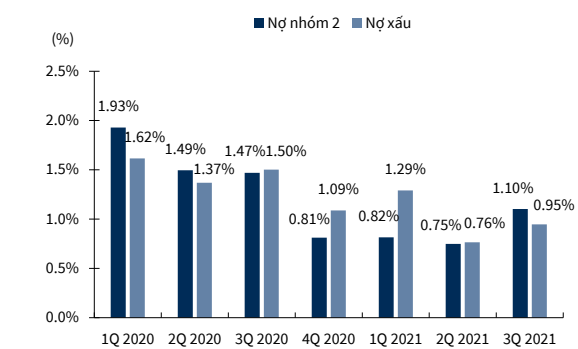


Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

**Tỷ lệ nợ xấu nhích nhẹ**, tăng lên mức 0.9% trong Q3 từ mức 0.8% của quý 2 cùng với tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên mức 1.1% trong bối cảnh doanh nghiệp chịu tác động mạnh bởi các biện pháp giãn cách chống dịch thời gian qua. MBB thực hiện trích lập thấp hơn quý trước nhưng vẫn ở mức cao VND 1,778 tỷ (-26.9% QoQ, +101% YoY), giúp MBB duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) trên 200% và cao thứ 2 trong toàn ngành (chỉ sau VCB).

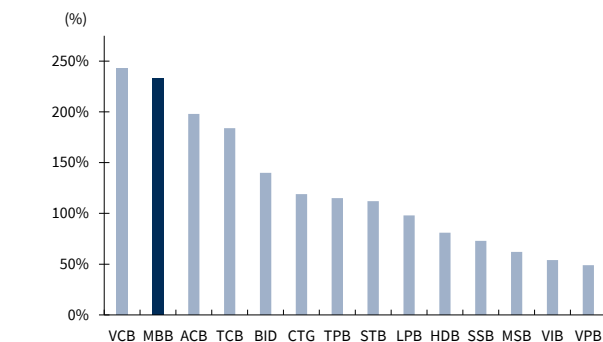
**Dư nợ tái cơ cấu tăng**, ở mức khoảng 3 nghìn tỷ VND (+11% QoQ), tương đương 0.9% tổng dư nợ và có khả năng tiếp tục tăng lên trong Q4.

**Biểu đồ 6. Tỷ lệ nợ nhóm 2 & tỷ lệ nợ xấu (%)**



Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

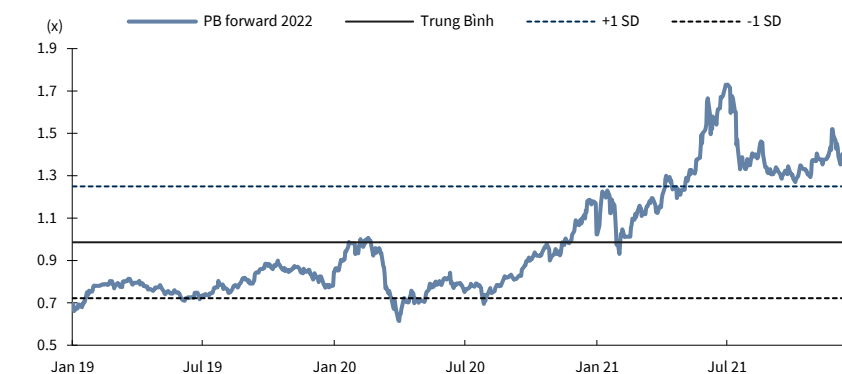
**Biểu đồ 7. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)**



Nguồn: Fiinpro, MBB, KB Securities Vietnam

MBB hiện được giao dịch với mức giá P/B forward 12 tháng 2022 đạt 1.4x, cao hơn mức trung bình 3 năm (0.99x).

**Biểu đồ 5. Chỉ số P/B forward 12 tháng (x)**



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Dự phóng và định giá

Trong năm 2021, chúng tôi dự báo MBB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt ở mức VND 34,402 tỷ (+25.7% YoY) và VND 15,485 tỷ (+44.9% YoY) với các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng hợp nhất ở mức 20%
- NIM ở mức 5.0%. Lãi suất cho vay giảm được bù đắp bởi mặt bằng lãi suất huy động ở mức thấp, tỷ lệ CASA cao (42%) và hệ số LDR cao.
- Tỷ lệ NPL có thể tăng lên mức 1%

MBB hiện được giao dịch với mức giá P/B forward 12 tháng 2022 đạt 1.4x và thấp hơn mức trung bình trong toàn ngành. Với chất lượng tài sản được kiểm soát tốt trong khi MBB đã chủ động trích lập mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng P/B 2022 của MBB có thể duy trì cao hơn mức trung bình toàn ngành. Chúng tôi kỳ vọng kinh tế Việt Nam phục hồi hậu Covid sẽ giúp dư nợ tái cơ cấu của MBB giảm dần và mức độ trích lập sẽ giảm đi trong thời gian tới.

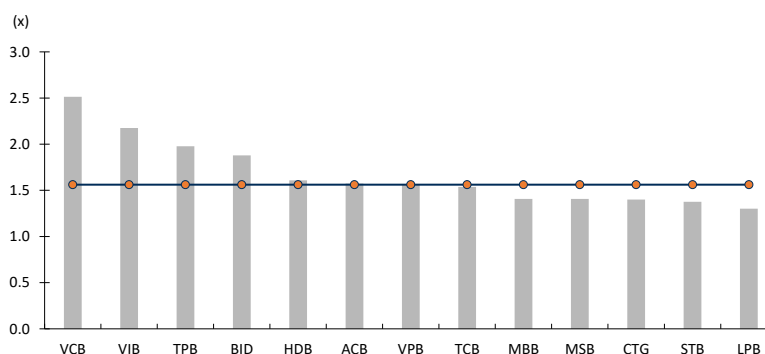
Dựa trên kết quả định giá theo phương pháp P/B, chúng tôi khuyến nghị MUA (duy trì) đối với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu là VND 34,000/cp, cao hơn 19.3% so với giá tại ngày 15/12/2021. Dù vậy, chúng tôi đánh giá MBB là một cổ phiếu tốt để đầu tư trong trung và dài hạn.

**Bảng 2. Dự phóng KQKD 2021 - 2023**

	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	25,122,065	29,111,253	32,827,954
TOI (triệu VND)	34,402,151	39,476,546	44,371,401
PBT (triệu VND)	15,485,660	18,189,625	21,534,593
ROAA (%)	2.2%	2.2%	2.3%
ROAE (%)	21.1%	20.0%	20.5%
CIR (%)	34.0%	36.0%	36.0%
CASA (%)	41.9%	42.0%	42.5%

Nguồn: KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 9. P/B forward 2022 của ngành ngân hàng (x)**



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Ngân hàng Quân Đội (MBB) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2020A - 2023E

## Báo cáo kết quả HDKD

(Triệu VND)	2020A	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi	32,767,393	38,812,597	46,072,177	53,247,928
Chi phí lãi	(12,489,598)	(13,690,532)	(16,960,924)	(20,419,974)
Thu nhập lãi thuần	20,277,795	25,122,065	29,111,253	32,827,954
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	3,575,553	5,005,774	5,806,698	6,677,703
Lãi thuần từ đầu tư ngoại hối	785,809	1,092,275	1,201,502	1,321,652
Lãi thuần từ chứng khoán KD	85,086	106,358	127,629	153,155
Lãi thuần từ chứng khoán đầu tư	865,869	995,749	1,045,537	1,097,814
Lãi thuần từ hoạt động khác	1,772,061	2,079,931	2,183,927	2,293,124
Tổng thu nhập hoạt động	27,362,173	34,402,151	39,476,546	44,371,401
Chi phí hoạt động	(10,555,457)	(11,696,731)	(14,211,557)	(15,973,704)
Lợi nhuận thuần trước DPRR	16,806,716	22,705,420	25,264,989	28,397,696
Chi phí DPRR	(6,118,440)	(7,219,759)	(7,075,364)	(6,863,103)
Lợi nhuận trước thuế	10,688,276	15,485,660	18,189,625	21,534,593
Thuế	(2,082,237)	(3,016,840)	(3,543,613)	(4,195,263)
Lợi nhuận sau thuế	8,606,039	12,468,821	14,646,013	17,339,330
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(343,380)	(497,505)	(584,374)	(691,837)
Lợi nhuận sau thuế ngân hàng mẹ	8,262,659	11,971,316	14,061,638	16,647,493
EPS	2,187	3,036	3,567	4,222
DPS	-	-	-	-
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	2,799	3,778	3,778	3,778

## Chỉ số tài chính

(%)	2020A	2021E	2022E	2023E
Hiệu quả hoạt động				
ROEA	19.2%	21.1%	20.0%	20.5%
ROAA	1.8%	2.2%	2.2%	2.3%
Biên lãi ròng (NIM)	4.8%	5.0%	4.9%	4.8%
CIR	38.6%	34.0%	36.0%	36.0%
CASA	40.9%	41.9%	42.0%	42.5%
Chi phí vốn	3.3%	3.0%	3.2%	3.3%
Lợi suất tài sản sinh lời	7.7%	7.7%	7.7%	7.8%
Thanh khoản				
LDR	n.a	82.0%	83.0%	83.5%
Dự nợ cho vay so với tổng tài sản	63.3%	65.1%	66.4%	67.4%
Tốc độ tăng trưởng				
Tăng trưởng tổng tài sản	20.3%	21.2%	15.2%	13.1%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	18.9%	23.1%	14.5%	14.5%
Tăng trưởng tiền gửi	14.0%	21.2%	15.7%	14.5%
Tăng trưởng TOI	11.0%	25.7%	14.8%	12.4%
Tăng trưởng PBT	6.5%	44.9%	17.5%	18.4%

## Bảng cân đối kế toán

(Triệu VND)	2020A	2021E	2022E	2023E
Tổng tài sản	494,982,162	599,720,228	691,030,743	781,383,472
Tiền mặt, vàng & đá quý	3,109,230	3,917,126	4,671,161	4,861,602
Tiền gửi tại NHNN	17,296,506	21,085,807	25,144,759	26,169,898
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	47,888,802	58,340,177	69,570,480	72,406,833
Chứng khoán KD & đầu tư	102,798,873	118,311,261	136,167,167	156,721,118
Cho vay khách hàng	293,942,764	361,770,022	414,226,675	474,289,543
Tài sản cố định	4,558,817	4,700,539	5,000,640	5,335,267
Tài sản khác	25,387,170	31,595,295	36,249,861	41,599,211
Tổng nợ	444,882,667	531,750,537	612,820,944	689,881,118
Nợ chính phủ & NHNN	15,383	80,795	92,511	105,925
Tiền gửi & vay TCTD khác	50,876,472	65,118,604	74,560,802	85,372,118
Tiền gửi khách hàng	310,960,354	376,843,773	436,028,079	499,252,150
Phát hành giấy tờ có giá	50,923,563	57,883,203	66,276,268	75,886,327
Các khoản nợ khác	32,106,895	31,824,161	35,863,285	29,264,598
Vốn chủ sở hữu	50,099,495	67,969,691	78,209,799	91,503,355
Vốn điều lệ	27,987,569	37,783,218	37,783,218	37,783,218
Thặng dư vốn cổ phần	1,177,563	869,327	869,327	869,327
Cổ phiếu quỹ	(564,397)	-	-	-
Vốn khác	8,542,772	10,537,756	12,951,227	15,939,024
Lợi nhuận chưa phân phối	12,955,988	18,779,390	26,606,027	36,910,786

## Định giá

(đồng, X, %)	2020A	2021E	2022E	2023E
Chỉ số về giá				
EPS	2,187	3,036	3,567	4,222
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	12,679	17,287	19,853	23,198
Chỉ số định giá				
PE	7.7x	8.1x	9.5x	8.8x
PB	1.3x	1.4x	1.7x	1.6x
Tỉ lệ cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
An toàn vốn				
CAR	10.4%	11.0%	11.0%	11.0%
Tỷ lệ đòn bẩy	9.9x	8.8x	8.8x	8.5x
Chất lượng tài sản				
Nợ nhóm 2	0.8%	1.2%	1.1%	1.0%
Nợ xấu	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
Nợ xấu + VAMC	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
Lãi dự thu so với vay	1.3%	1.5%	1.6%	1.5%
Chi phí tín dụng	2.3%	2.2%	1.8%	1.5%
Bao phủ nợ xấu	134.1%	216.6%	198.7%	182.2%

Nguồn: Báo cáo công ty &amp; KB Securities Vietnam

## KHỐI 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

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Lê Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng  
tungla@kbsec.com.vn

**Nguyễn Ngọc Hiếu**  
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng  
hieunn@kbsec.com.vn

**Phạm Nhật Anh**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
anhpn@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@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

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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.