

MUA

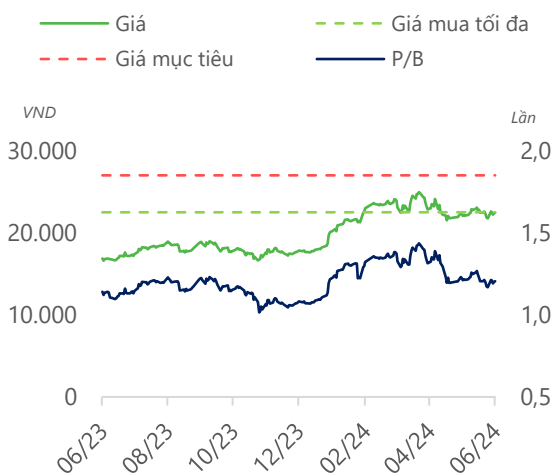
Giá mục tiêu 2024: **27.000 VND**
Upside: **17%**
Cập nhật: 18/6/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Kỳ vọng NIM tạo đáy nhờ lãi suất cho vay dự kiến đi ngang và chi phí vốn vẫn còn dư địa giảm, định giá chiết khấu về vùng hấp dẫn trong dài hạn.

Tiêu cực: Tăng trưởng tín dụng yếu, chất lượng tài sản suy giảm đáng kể.

Rủi ro: Tiến độ giải quyết các vấn đề pháp lý và dòng tiền của các doanh nghiệp như Novaland, Trung Nam diễn ra không thuận lợi



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Ngân hàng thương mại truyền thống
Giá hiện tại (VND)	23.100
Vốn hóa (Tỷ VND)	122.132
Số lượng CPLH (triệu cp)	5.287
EPS 4 quý gần nhất (VND)	3.861
P/B (lần)	1,3
Cao nhất 1 năm (VND)	25.145
Thấp nhất 1 năm (VND)	16.548

MBB

Ngân hàng TMCP Quân Đội

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của MBB sẽ đạt 55.873 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+18,1% YoY), 28.005 LNTT (+6,5% YoY).

Mặc dù ngân hàng đang gặp những áp lực nhất định nhưng chúng tôi kỳ vọng những gì khó khăn nhất đã diễn ra và mức định giá hiện tại vẫn tương đối hấp dẫn so với một ngân hàng tư nhân đứng đầu về quy mô cũng như những tiềm năng và lợi thế cạnh tranh để tăng trưởng trong dài hạn.

Chúng tôi khuyến nghị có thể đầu tư cổ phiếu MBB, tại vùng giá 22.500 - 23.500 VND/cp. Giá mục tiêu 12 tháng là 27.000 VND/cp (upside 17%).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng hồi phục trở lại

Tăng trưởng tín dụng chậm lại đáng kể trong Q1/2024 do bối cảnh nền kinh tế hồi phục chậm và các vấn đề liên quan đến chất lượng tài sản tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ trở lại mạnh mẽ kể từ quý 2 khi sức khỏe nền kinh tế có nhiều chuyển biến tích cực trong 2 tháng vừa qua cũng như ngân hàng đã có thời gian xử lý vấn đề nợ xấu liên đới.

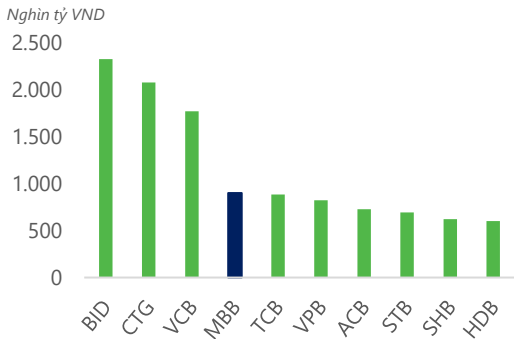
Biên lãi thuần chạm đáy

NIM của MB tiếp diễn xu hướng giảm trong quý 1/2024 khi ngân hàng mạnh tay giảm lãi suất cho vay hỗ trợ khách hàng và dư nợ quá hạn tăng mạnh. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng NIM đã chạm đáy và sẽ bắt đầu cải thiện trong những quý tiếp theo nhờ chi phí vốn tiếp tục giảm trong khi lợi suất tài sản sinh lãi dự báo đi ngang.

Định giá về vùng hấp dẫn trong dài hạn

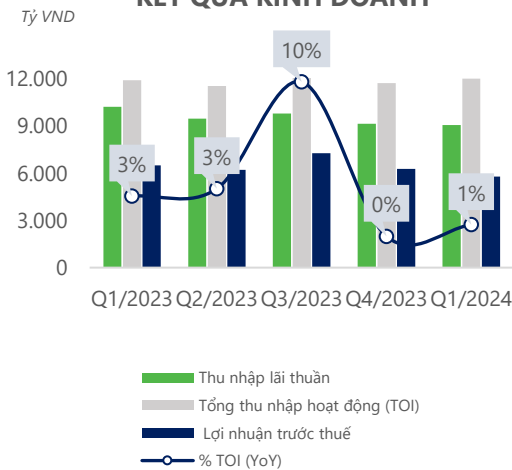
MB sở hữu quy mô tổng tài sản đứng đầu các ngân hàng thương mại tư nhân cùng với lợi thế cạnh tranh và tiềm năng tăng trưởng cao hơn trung bình ngành. Hiện MB đang giao dịch quanh mức P/B 1,28 lần và P/B fw 2024 ước tính quanh 1, mức định giá hấp dẫn với một ngân hàng có tỷ suất sinh lời ROE trên 20% trong dài hạn.

TOP CÁC NGÂN HÀNG CÓ QUY MÔ TỔNG TÀI SẢN LỚN NHẤT



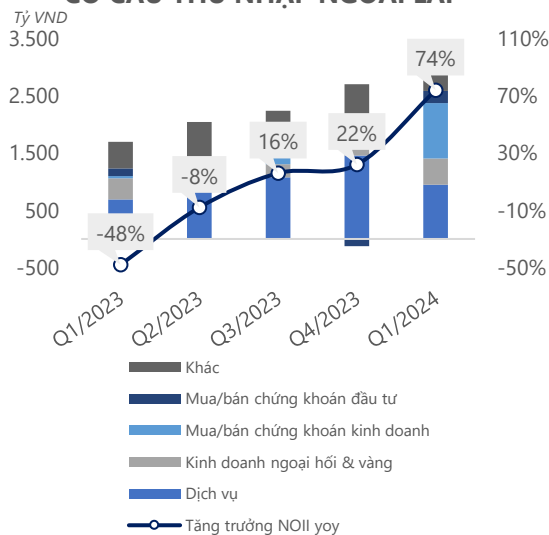
Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

CƠ CẤU THU NHẬP NGOÀI LÃI



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

TỔNG QUAN

MBB là ngân hàng thương mại tư nhân có quy mô tổng tài sản lớn nhất tính đến hết quý 1/2024, chỉ thấp hơn so với 4 ngân hàng quốc doanh. MBB được biết đến là một ngân hàng với mô hình tập đoàn tài chính toàn diện, đi đầu trong lĩnh vực chuyển đổi số, sở hữu tệp khách hàng và tỷ lệ CASA cao đầu ngành.

Trong những năm tiếp theo, ngân hàng sẽ tiếp tục đẩy mạnh kế hoạch tăng trưởng tín dụng bán lẻ, gia tăng dư địa mở rộng NIM và nguồn thu ngoài lãi thông qua hình thức bán chéo trong tập đoàn.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Một mùa KQHĐKD âm ảm

Tổng thu nhập hoạt động ghi nhận 12.017 tỷ (+1% yoy, +2,3% qoq) và LNTT đạt 5.795 tỷ (-11% yoy, -7,8% qoq), tương đối thấp so với kế hoạch đề ra, chỉ đạt khoảng 20%. Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 9.062 tỷ (-11,4% yoy, -1,1% qoq) do tăng trưởng tín dụng chững lại, chỉ đạt 0,4% trong 3 tháng đầu năm và NIM tiếp diễn đà giảm do ngân hàng mạnh tay giảm lãi suất cho vay cộng với tình trạng nợ quá hạn tăng đột biến.

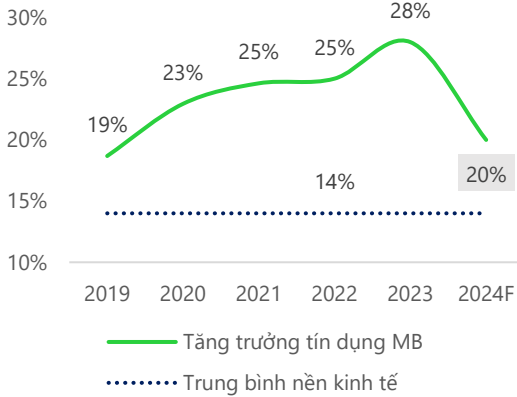
Ngược lại, nguồn thu ngoài lãi hồi phục tốt, đạt 2.954 tỷ (+73,5% yoy, +14,2% qoq) nhờ hoạt động kinh doanh ngoại hối và mua bán trái phiếu khả quan bù đắp cho sự suy yếu của hoạt động bảo hiểm. Tỷ lệ chi phí hoạt động giảm từ 33% xuống 29% cũng hỗ trợ cho kết quả hoạt động kinh doanh.

Tổng kết lại, mặc dù lợi nhuận HĐKD trước trích lập ghi nhận tăng trưởng nhưng LNTT vẫn giảm khá mạnh do tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro tăng mạnh từ 1% năm 2023 lên 1,76% trong quý 1/2024.

LUẬN ĐIỂM 1:

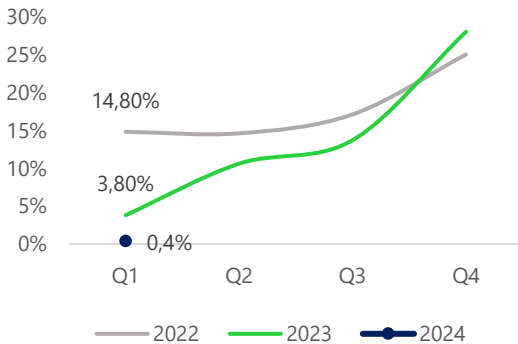
Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng hồi phục trở lại

TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG GIAI ĐOẠN 2019 - 2023



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG YTD



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

MBB

Ngân hàng TMCP Quân Đội

DSC

Tốc độ tăng trưởng tín dụng dẫn đầu ngành trong nhiều năm

Kết thúc Q1/2024, MBB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 0,4% YTD, tương đương tốc độ toàn ngành và thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá diễn biến này tương đối phù hợp và tốc độ giải ngân sẽ bắt đầu cải thiện kể từ quý 2.

MB là một trong những ngân hàng có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong nhiều năm qua, trung bình 24%/năm giai đoạn 2019 - 2023, cao hơn nhiều tốc độ tăng trưởng toàn hệ thống quanh 12 - 14%/năm. Trong đó, riêng năm 2023 ghi nhận tăng 28%, tập trung vào quý 4 vì vậy trong bối cảnh nền kinh tế hồi phục yếu và chất lượng tài sản suy giảm bất ngờ, lựa chọn giải ngân thận trọng, tập trung vào xử lý tài sản trong quý đầu năm nay được đánh giá là hợp lý.

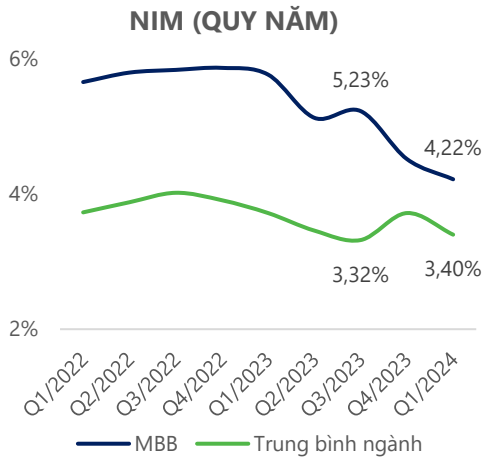
Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu chuyển biến tích cực hơn của nền kinh tế trong khoảng 2 tháng gần đây, tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng ghi nhận cải thiện so với 3 tháng đầu năm (2,41% tính đến hết tháng 5 so với 0,26% trong 3 tháng đầu năm). Bên cạnh đó, động thái liên tục tăng lãi suất huy động kể từ đầu tháng 6 của MB trên tất cả các kỳ hạn thay vì chỉ tăng ở một số kỳ hạn là dấu hiệu cho thấy tín dụng có thể đang rục rịch trở lại.

Với danh mục cho vay đa dạng tập trung vào vào lĩnh vực ưu tiên, tỷ trọng khách hàng doanh nghiệp cao (chiếm 55% - là nhóm đóng góp tăng trưởng tín dụng chủ yếu trong những tháng đầu năm) và mức lãi suất cho vay đã giảm nhanh hơn so với trung bình ngành, chúng tôi kỳ vọng việc thu hút và giải ngân sẽ không gặp quá nhiều khó khăn trong các quý sau.

Năm 2024, MBB đã được NHNN cấp room tín dụng 15%, tuy nhiên theo quan sát ngân hàng thường được nới room tín dụng trong nửa cuối năm, DSC dự báo tăng trưởng tín dụng của MB sẽ đạt khoảng 20% trong năm nay. Đây là mức tăng tương đối thấp so với những năm trước nhưng vẫn cao hơn trung bình ngành.

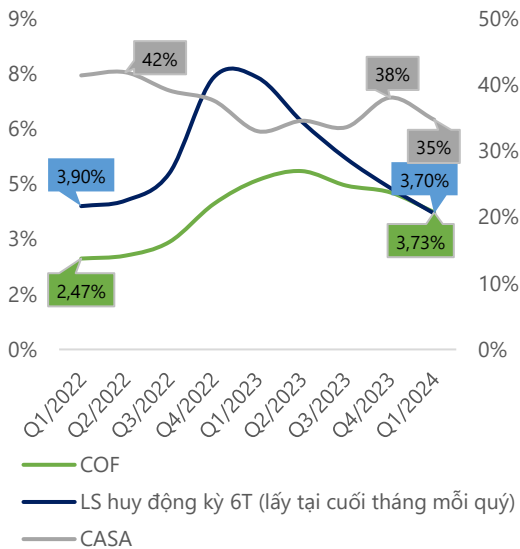
LUẬN ĐIỂM 2:

Biên lãi thuần chạm đáy



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

COF (QUY NĂM) & LÃI SUẤT HUY ĐỘNG



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

TỶ TRỌNG NGUỒN HUY ĐỘNG VỐN



Nguồn: MBB, DSC tổng hợp

MBB

Ngân hàng TMCP Quân Đội

DSC

Áp lực chi phí vốn kéo dài

Kết quả hoạt động kinh doanh trong quý 1 của MB tương đối thấp so với kế hoạch đề ra, quá trình hồi phục cũng đang chậm hơn so với xu hướng chung của ngành. Trong đó NIM là yếu tố lớn nhất gây ảnh hưởng.

MB là một trong những ngân hàng mạnh tay giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng, thêm vào đó số dư nợ quá hạn tăng đột biến hơn 30% qoq đã khiến lợi suất tài sản sinh lãi giảm nhanh hơn chi phí vốn. Tuy nhiên ban lãnh đạo chia sẻ sẽ duy trì lãi suất cho vay đi ngang hoặc có thể tăng vào cuối năm. Đối với các khoản cho vay quá hạn sẽ phụ thuộc vào chất lượng tài sản cũng như tình hình sức khỏe nền kinh tế vì vậy chúng tôi vẫn tương đối thận trọng trong vấn đề này. Tình trạng này có thể tiếp diễn trong 1 đến 2 quý tới khiến NIM chưa thể hồi phục mạnh.

Về phía chi phí vốn, MB là một trong những ngân hàng chịu ảnh hưởng nhất từ xu hướng tăng lãi suất. Việc phải gia tăng huy động trong giai đoạn lãi suất cao (Q4/2022 - Q2/2023) trên cả hình thức tiền gửi khách hàng và GTCG đã đẩy chi phí vốn của MB tăng cao. Trong khi tỷ lệ CASA quý 1 đột ngột giảm từ 38% xuống 34,7% khiến tốc độ giảm COF của ngân hàng chậm hơn.

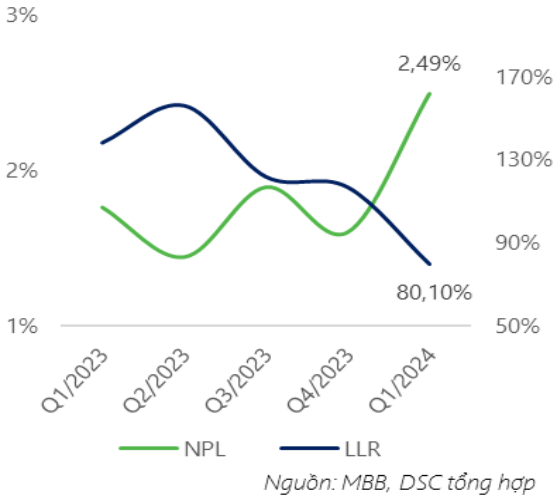
Kỳ vọng NIM đã chạm đáy

Hiện tại chi phí vốn của MB vẫn đang cao hơn nhiều so với giai đoạn trước khi tăng lãi suất bất chấp các động thái tăng lãi suất huy động trở lại gần. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn sẽ tiếp tục giảm trong ít nhất 1 đến 2 quý tiếp theo nhờ: (1) Các khoản huy động lãi suất cao tiếp tục đáo hạn, (2) Tỷ trọng huy động từ GTCG (hình thức huy động có lãi suất cao nhất) có dấu hiệu giảm xuống, (3) Tỷ lệ CASA hồi phục trở lại: Tỷ lệ CASA của MB có xu hướng giảm trong quý các đầu năm, ban lãnh đạo cũng chia sẻ đây là yếu tố vụ mùa và tỷ lệ này sẽ hồi phục trong những quý sau. Chi phí vốn giảm nhanh hơn so với lợi suất sinh lãi sẽ giúp NIM bắt đầu xu hướng hồi phục kể từ quý 2/2024.

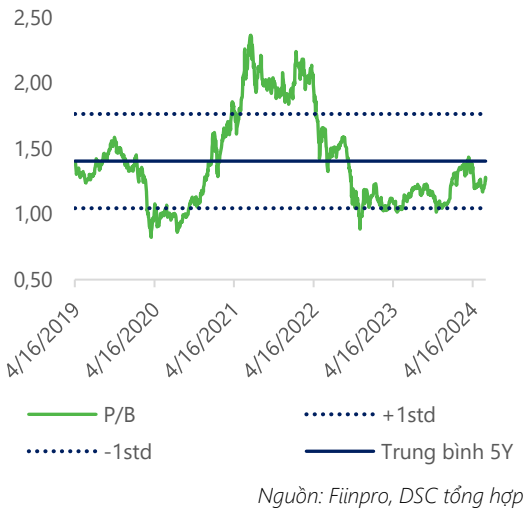
LUẬN ĐIỂM 3:

Định giá về vùng hấp dẫn trong dài hạn

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN



P/B



TOP 5 NGÂN HÀNG ROE CAO NHẤT

CP	ROE	NPL	P/B
HDB	25,8%	2,24%	1,47
VIB	23,0%	3,60%	1,51
ACB	23,0%	1,45%	1,48
MBB	22,4%	2,45%	1,28
LPB	21,6%	1,39%	1,87

Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

MBB

Ngân hàng TMCP Quân Đội

DSC

Áp lực từ chất lượng tài sản

Chất lượng tài sản đang là vấn đề lo ngại nhất đối với MB hiện tại khi tỷ lệ nợ xấu tăng vọt từ 1,6% lên 2,5% trong quý 1/2024, đây cũng là mức cao nhất trong nhiều năm. Nguyên nhân được chia sẻ là do một khách hàng lớn bị dính nợ xấu liên đới CIC và ngân hàng đang nỗ lực để giải quyết vấn đề này. Nợ xấu tăng đột ngột cũng khiến cho tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm mạnh từ 117% xuống 80%. Do diễn biến nợ xấu của ngân hàng phụ thuộc nhiều vào khả năng xử lý với khách hàng lớn này cũng như ngân hàng liên đới vì vậy chúng tôi giữ quan điểm thận trọng với chất lượng tài sản của MB trong năm 2024. Áp lực trích lập dự phòng dự báo cũng sẽ tiếp diễn trong suốt năm do ngân hàng đã giảm trích lập trong suốt năm 2023 để đạt được mục tiêu về lợi nhuận trong khi áp lực nợ xấu vẫn đang căng thẳng.

Định giá tương đối hấp dẫn trong dài hạn

Những diễn biến kém tích cực của chất lượng tài sản đã khiến định giá của cổ phiếu chiết khấu về vùng tương đối hấp dẫn trong dài hạn. Hiện MB đang giao dịch với P/B quanh vùng 1,28 lần, tương đương mức trung bình ngành và thấp hơn so với trung bình 5 năm của cổ phiếu là 1,4 lần. Với tỷ lệ ROE đạt 22,4%, thuộc top đầu ngành (đứng thứ 4/5 ngân hàng có ROE TTM cao nhất tính đến hết quý 1/2024), định giá P/B của MBB đang thấp hơn trung bình của 4 ngân hàng còn lại (1,6 lần). Theo ước tính của chúng tôi, P/B fw của MBB đã về quanh vùng 1 lần, đây là mức định giá hấp dẫn đối với một cổ phiếu có ROE trên 20% và có tiềm năng duy trì mức sinh lời này trong dài hạn. Nhờ có:

(1) Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn nhiều so với trung bình ngành (dự báo đạt trên 20%/năm trong 5 năm tới nhờ đẩy mạnh tín dụng bán lẻ - nhóm tín dụng còn nhiều không gian mở rộng và được ưu tiên cấp room tín dụng cao hơn khi nhận chuyển giao TCTD yếu kém), (2) Lợi thế chi phí vốn nhờ tỷ lệ CASA dẫn đầu, (3) Tiềm năng mở rộng nguồn thu nhập phí với mô hình tập đoàn tài chính cung cấp toàn diện các sản phẩm trên nền tảng tệp khách hàng lớn mạnh và sự hỗ trợ quan trọng từ cổ đông chiến lược là Viettel.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của MBB sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2024 do mức nền cao và ngân hàng cần tập trung xử lý nợ xấu, tăng cường trích lập dự phòng.

Cụ thể, chúng tôi dự phóng MBB sẽ đạt 55.873 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+18,1% yoy) và LNTT đạt 28.005 tỷ LNTT (+6,5% yoy)

Định giá

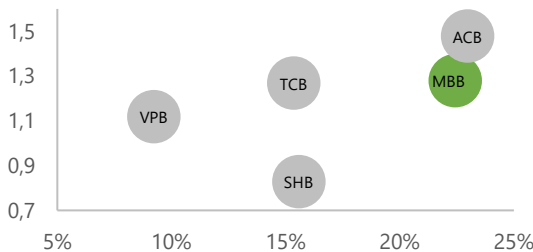
Theo chúng tôi ước tính, BVPS fw năm 2024 của MBB là 22.500 VND/ CP tương ứng P/B fw năm 2024 là 1 lần (tương đương vùng P/B thấp nhất trong quá khứ của giai đoạn tái cấu trúc từ 2012 - 2016). Mặc dù ngân hàng đang gặp những áp lực nhất định nhưng mức định giá hiện tại tương đối hấp dẫn so với một ngân hàng tư nhân đứng đầu về quy mô cũng như những tiềm năng và lợi thế cạnh tranh để tăng trưởng trong dài hạn.

Sử dụng mức P/B mục tiêu thận trọng là 1,2 lần, giá cổ phiếu của MBB năm 2024 là 27.000 VND/cp, tương đương upside 17% so với giá đóng cửa ngày 14/06/2024.

Theo thống kê các CTCK, mức giá mục tiêu năm 2024 của MBB đạt 27.400 VND/CP, upside 19% so với giá đóng cửa ngày 14/06/2024.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Thu nhập lãi thuần	36.023	38.684	47.257
Tổng thu nhập hoạt động	45.593	47.306	55.873
% TOI (YoY)	23,4%	3,8%	18,1%
Lợi nhuận trước thuế	22.729	26.306	28.005
% LNTT (YoY)	37,5%	15,7%	6,5%

TƯƠNG QUAN P/B & ROE CÁC NGÂN HÀNG CÙNG QUY MÔ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

ĐỊNH GIÁ P/B

BV 2023 (tỷ)	96.711
BV fw2024 (tỷ)	119.385
P/B hợp lý	1,2
Giá trị hợp lý (tỷ)	143.262
SLCP (triệu cp)	5.306
Giá cổ phiếu (vnd)	27.000

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Đặng Thu Hiền

Chuyên viên Phân tích
hien.dt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎️ (024) 3880 3456

✉️ info@dsc.com.vn