

BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ MBB

(Tháng 2/ 2023)



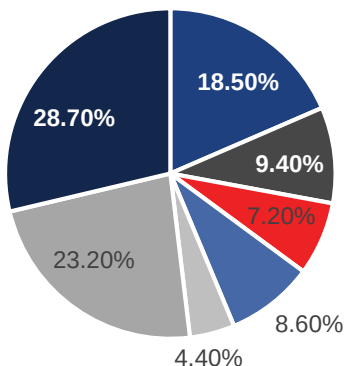
Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND) 31,250

Giá hiện tại (VND) – ngày 28/02/2023 17,250

Upside (%) 81.33%

Cơ cấu cổ đông (đến quý 3 2022)



Nguồn: MBB

- Viettel
- SCIC
- Tân Cảng Sài Gòn
- Tổng công ty trực thăng VN
- VCB
- Nước ngoài
- Khác

Định giá và luận điểm đầu tư:

Giá trị hợp lý của cổ phiếu MBB được xác định ở mức 31.250 VND/ cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá kết hợp Thu nhập thặng dư (Residual income), P/B, P/E với các luận điểm chính sau:

- **Chỉ số tài chính lành mạnh, thuộc top đầu ngành**, đặc biệt là **CASA**
- **Hệ sinh thái tài chính toàn diện** còn nhiều dư địa phát triển
- **Lợi nhuận tăng trưởng mạnh** gần đây do hoạt động chuyển đổi số hiệu quả

Khuyết điểm:

- Ngân hàng hoạt động theo chiến lược truyền thống **chưa có nhiều đột phá và lợi thế cạnh tranh quá khác biệt**
- Phân khúc cho vay **khá rủi ro trong bối cảnh năm 2023**, dư nợ cho vay NVL cao top đầu
- Không có **catalyst mạnh để tăng giá** trong ngắn hạn
- **Các công ty con** chưa đóng góp nhiều vào lợi nhuận

Đơn vị: Tỷ VND	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (VND)	36,023.12	34,353.17	42,500.13	47,584.13	58,134.26
<i>Tăng trưởng NII</i>	37.50%	-4.64%	23.72%	11.96%	22.17%
Thu nhập từ phí (VND)	4,135.57	5,144.97	5,916.72	6,804.23	7,824.86
<i>Tăng trưởng NFI</i>	-5.31%	24.41%	15.00%	15.00%	15.00%
Thu nhập trước thuế	22729.32	20773.38	27848.75	30474.22	38494.80
<i>Tăng trưởng PBT</i>	37.53%	-8.61%	34.06%	9.43%	26.32%

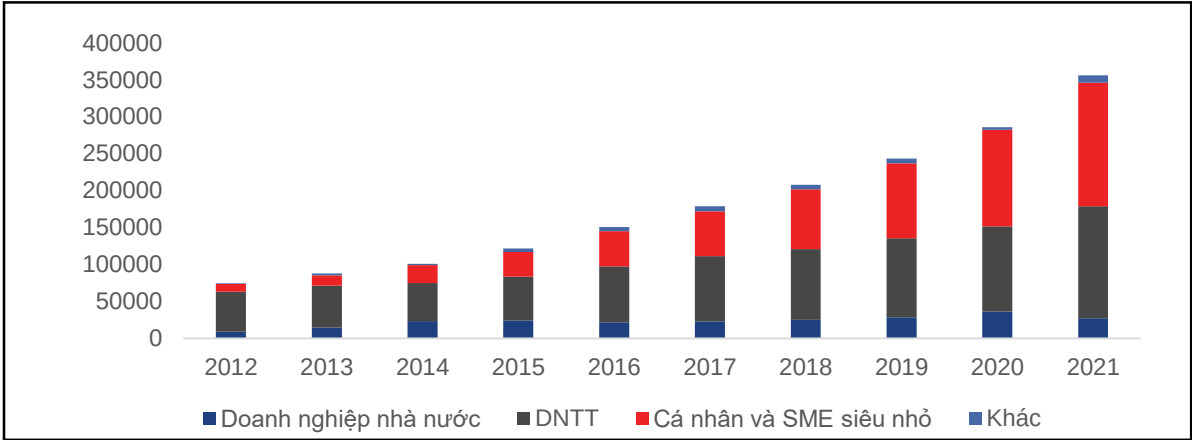
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



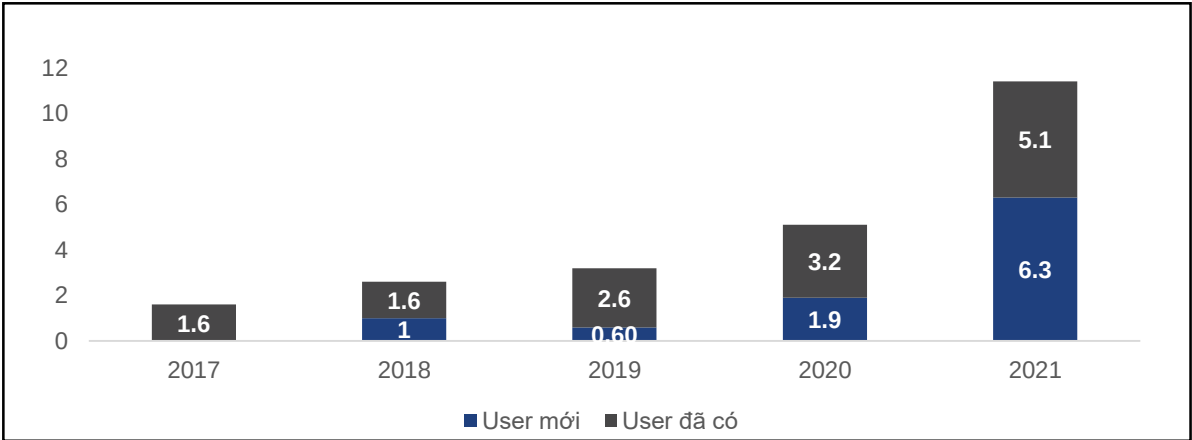
Thành lập vào năm 2004, MBB chủ yếu phục vụ doanh nghiệp nhà nước. Sau 2000, công ty dần gia tăng tỷ trọng DNTN, thu nhập chính từ cho vay vốn lưu động. Đến năm 2011, công ty định hướng dài hạn theo cho vay bán lẻ và dùng công nghệ làm lợi thế cạnh tranh chính

1994	Thành lập Tổ chức tín dụng phục vụ doanh nghiệp quân đội trong nhiệm vụ sản xuất kinh doanh thời kỳ tiền hội nhập
2004	Chào bán cổ phiếu ra công chúng Tập khách hàng mở rộng ra bao gồm cả các doanh nghiệp ngoài quân đội, nhưng chủ yếu vẫn hướng tới các tổng công ty, tập đoàn lớn để hưởng được nguồn tiền gửi không kỳ hạn lớn và các đối tác của họ
2011	Dẫn chuyển hướng sang cho vay bán lẻ Ngân hàng xác định động lực phát triển dài hạn là cho vay KHCHN và SME siêu nhỏ
2017 – hiện tại	Công ty đẩy mạnh chuyển đổi số

Cơ cấu dư nợ MBB theo đối tượng khách hàng



Số lượng người dùng app MBB (triệu tài khoản)



Bên cạnh mạng ngân hàng, MBB còn có hệ sinh thái tài chính trải dài từ bảo hiểm đến chứng khoán, giúp công bán chéo sản phẩm, và tận dụng được dữ liệu khách hàng



Chứng khoán, quỹ đầu tư

Công ty Cổ
phần Quản
lý Quỹ Đầu
tư MB
(MBCapital)

98%

Công ty Cổ
phần
Chứng
khoán MB
(MBS)

79.42%

Bảo hiểm

Tổng Công
ty Cổ phần
Bảo Hiểm
Quân đội
(MIC)

68.4%

Công ty
TNHH Bảo
hiểm nhân
thọ MB
Ageas
(MBAL)

61%

Các công ty tài chính khác

Công ty
TNHH Quản
lý Nợ và
Khai thác
Tài sản
Ngân hàng
TMCP Quân
đội (MBAC)

100%

Công ty Tài
chính TNHH
MB Shinsei
(Mcredit)

50%

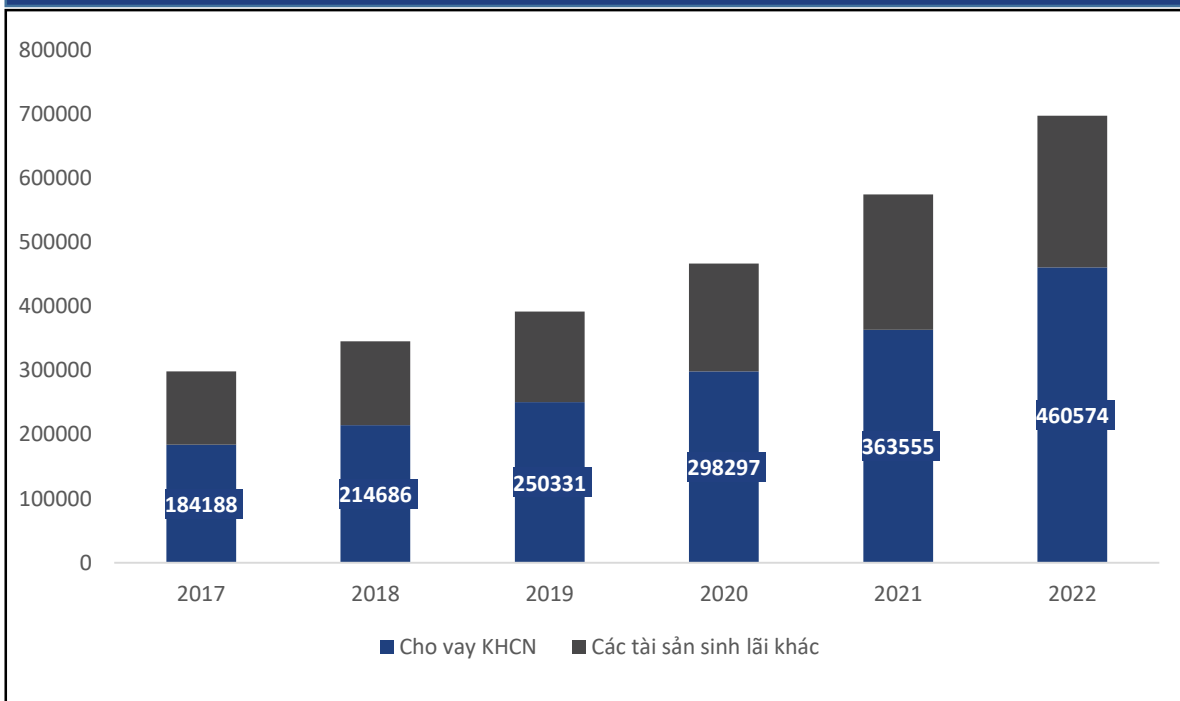


HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

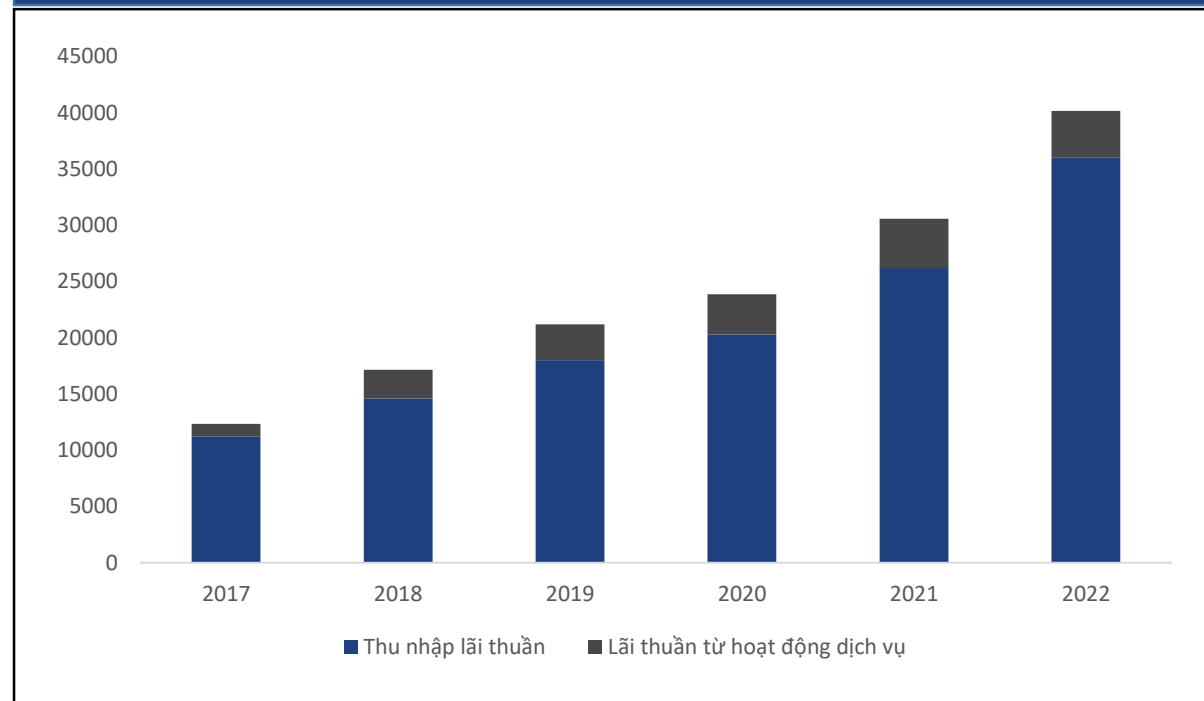


- Động lực tăng trưởng chính của MBB đến từ cho vay khách hàng với dư nợ tăng trưởng trung bình 20%/năm trong giai đoạn 2017 – 2022 và chiếm 66% cơ cấu tài sản sinh lãi.
- Với thu nhập từ phí, mức đóng góp vào lợi nhuận là không đáng kể và thu nhập chủ yếu đến từ các hoạt động truyền thống như bancassurance, thanh toán, trong khi đó mảng thẻ của MBB chưa được chú trọng phát triển.

Cơ cấu tài sản sinh lãi của MBB (tỷ VND)



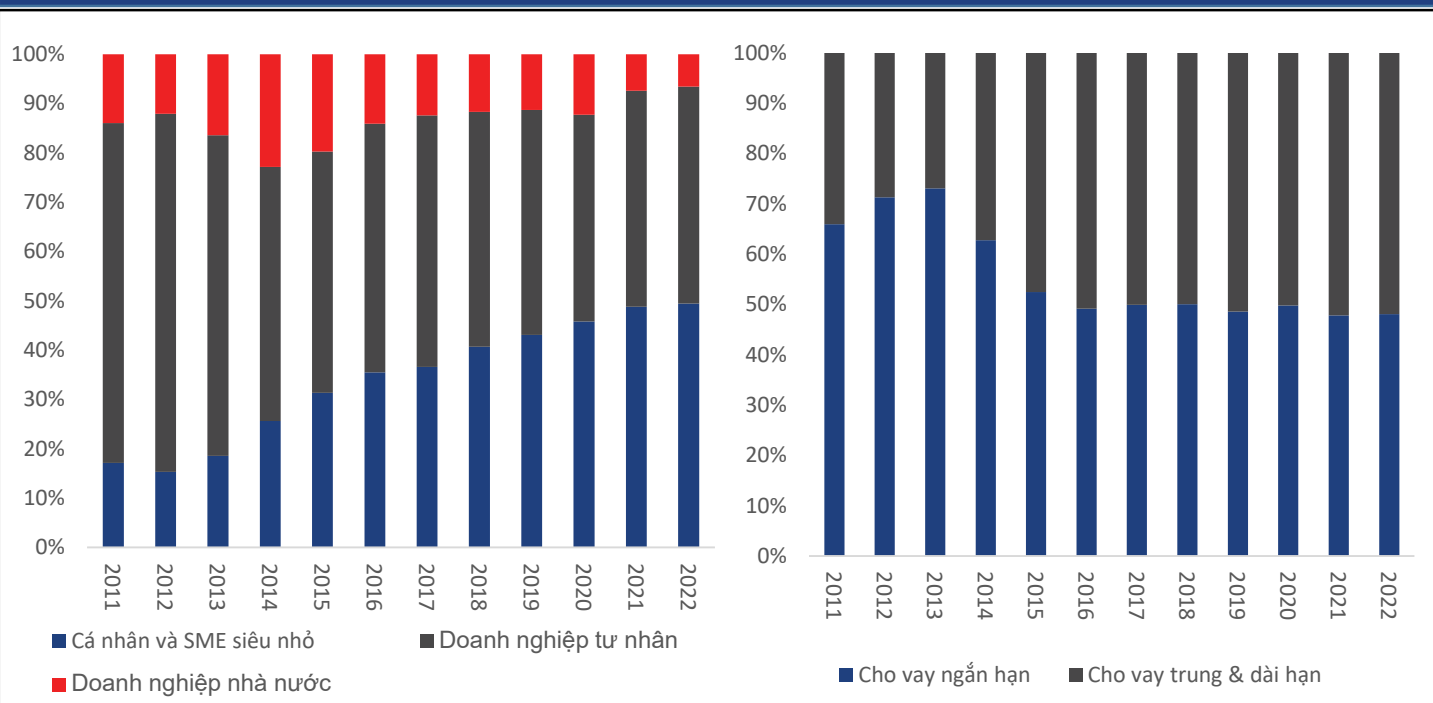
Cơ cấu thu nhập MBB (tỷ VND)



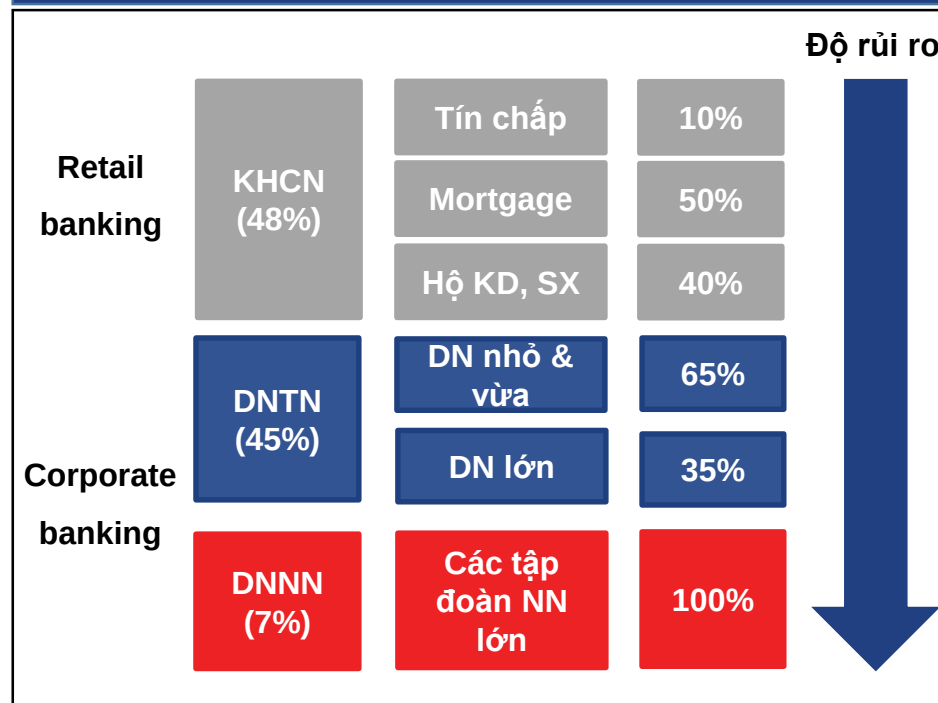
DANH MỤC CHO VAY HƯỚNG RETAIL BANKING, KHẨU VỊ RỦI RO KHẢ

- Thu nhập lãi thuần tăng mạnh trong gần đây vì từ sau 2011, danh mục cho vay của MBB có sự chuyển dịch rõ rệt sang mảng retail banking, trong khi tỷ trọng của DNNN và DNTN giảm. Hiện tại, rb chiếm ~50% cơ cấu cho vay, cb chiếm khoảng 43% và 7% là DNNN.
- Cùng với sự chuyển dịch cơ cấu cho vay, là sự gia tăng về rủi ro mà ngân hàng gặp phải, vì với DNTN và DNNN, cho vay chính là vốn lưu động ngắn hạn, trong khi với mảng retail banking, cho vay sẽ mang tính dài hạn cũng như nguồn tiền để trả nợ sẽ thiếu chắc chắn hơn

Cơ cấu danh mục cho vay MBB 2011 – 2022 theo đối tượng và kỳ hạn

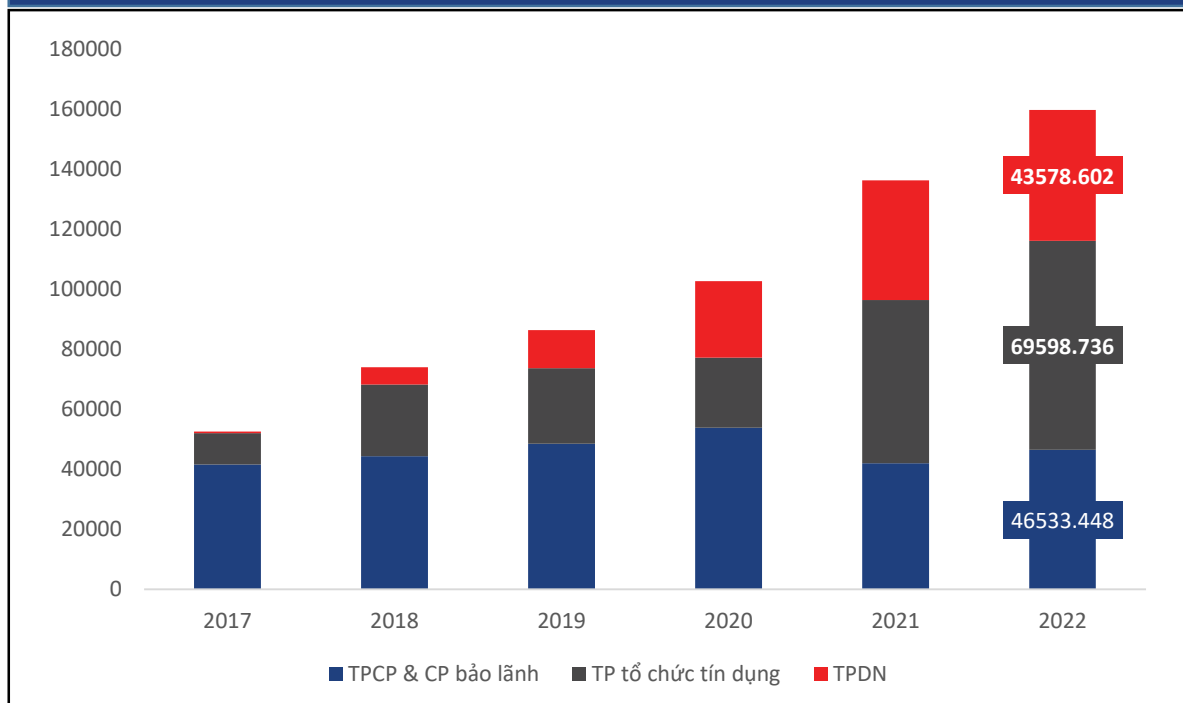


Cơ cấu danh mục cho vay theo tập Khách hàng (Q1 2022)

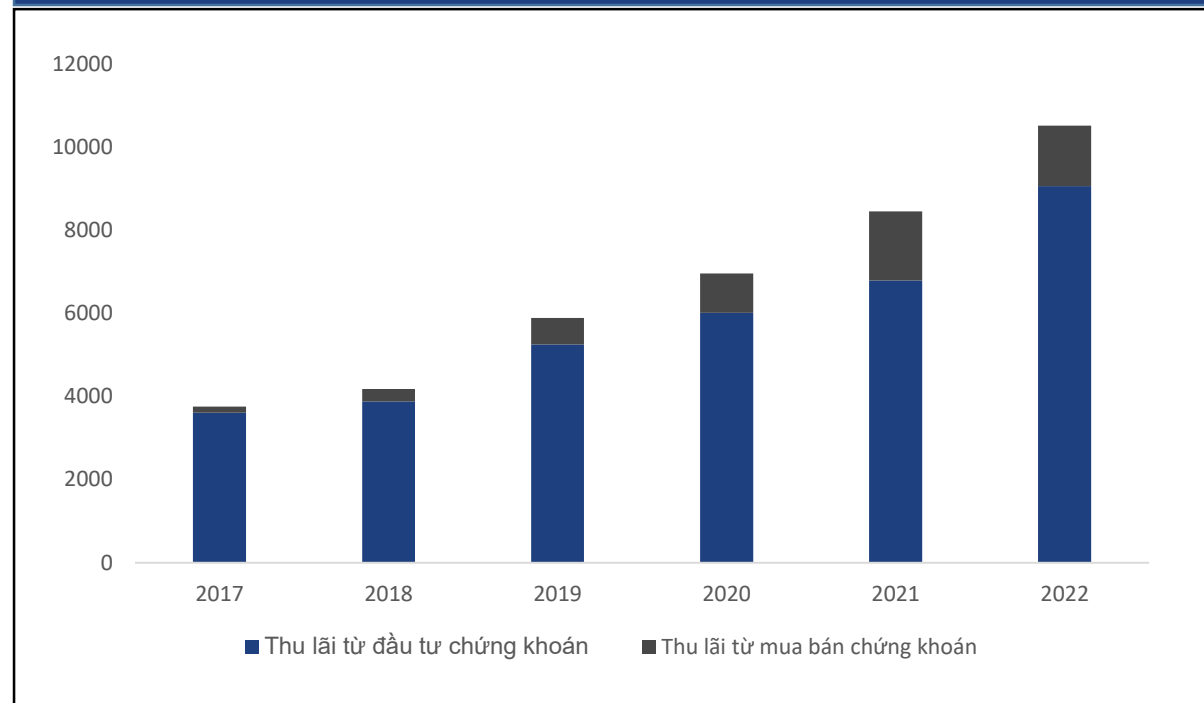


- Với hoạt động đầu tư, MBB gần như không đầu tư cổ phiếu mà chỉ tập trung vào trái phiếu.
- Khẩu vị rủi ro gia tăng cũng được thể hiện rõ qua xu hướng đầu tư của ngân hàng khi mà TPDN ngày càng chiếm một tỷ trọng lớn trong danh mục trái phiếu, tiếp đó là TP của tổ chức tín dụng khác, trong khi TPCP thì đi ngang.
- Lãi từ đầu tư và mua bán chứng khoán cũng có xu hướng gia tăng và đóng góp ngày càng lớn vào cơ cấu doanh thu của MBB

Cơ cấu chứng khoán đầu tư (MBB)

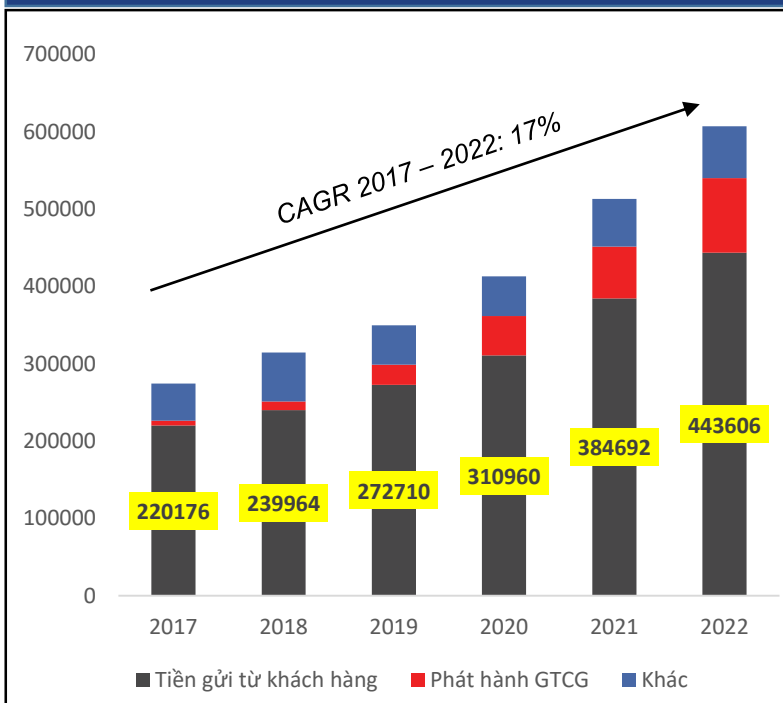


Thu lãi từ hoạt động kinh doanh, đầu tư chứng khoán nợ (nghìn tỷ VND)

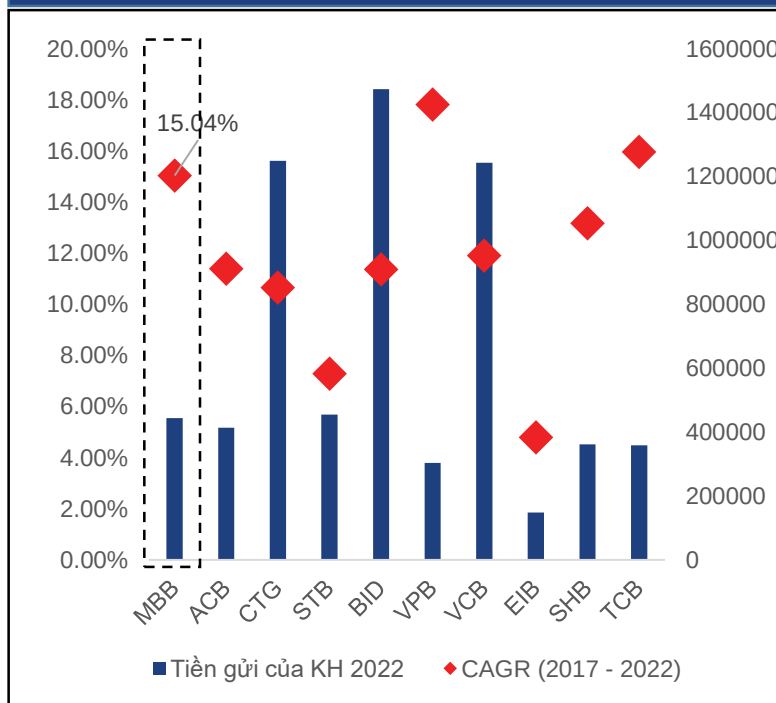


- Tăng trưởng huy động của MMB khoảng 15%/năm, đạt 600.000 tỷ vào năm 2022. Trong đó, Tiền gửi KH chiếm chủ đạo (74%), theo sau là GTCG (16%)
- Trong những năm gần đây, MMB có tốc độ tăng trưởng tiền gửi KHCN cao top đầu ngành với CAGR hàng năm khoảng 15% nhờ hiệu quả của việc chuyển đổi số
- Bên cạnh đó, hệ sinh thái “quân đội” cũng giúp MMB có lượng tiền gửi cao và bền vững, đặc biệt là CASA (định chế, doanh nghiệp lớn ~55% CASA, KHCN 25-30%, SMEs 17 – 20%) khi mà quân đội, các DN gốc quân đội như Viettel đều trả lương thông qua MMB

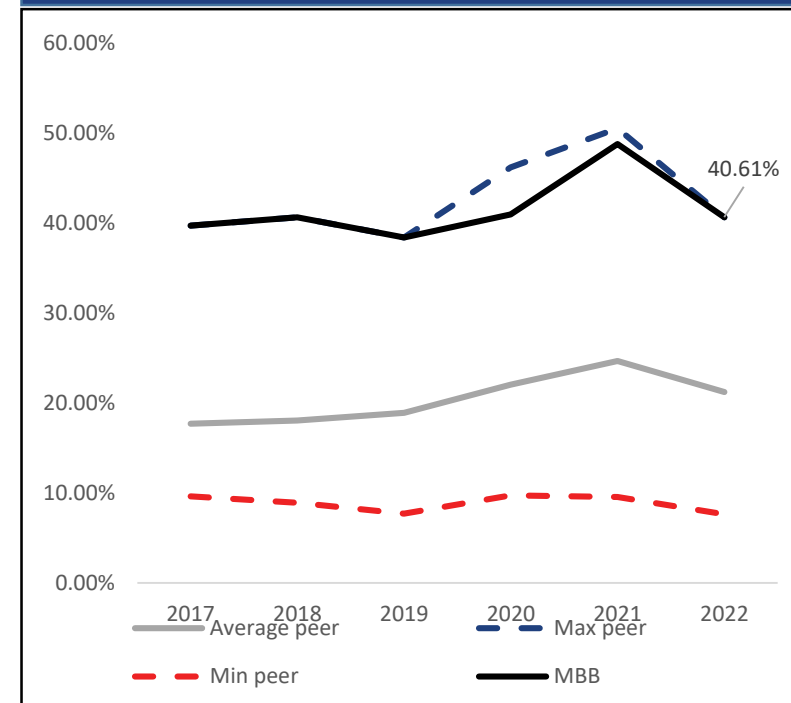
Cơ cấu vốn huy động MMB 2017 – 2022 (tỷ VND)



Tốc độ tăng trưởng tiền gửi KHCN



CASA của MMB và đối thủ 2017 – 2022 (*,) (%)**



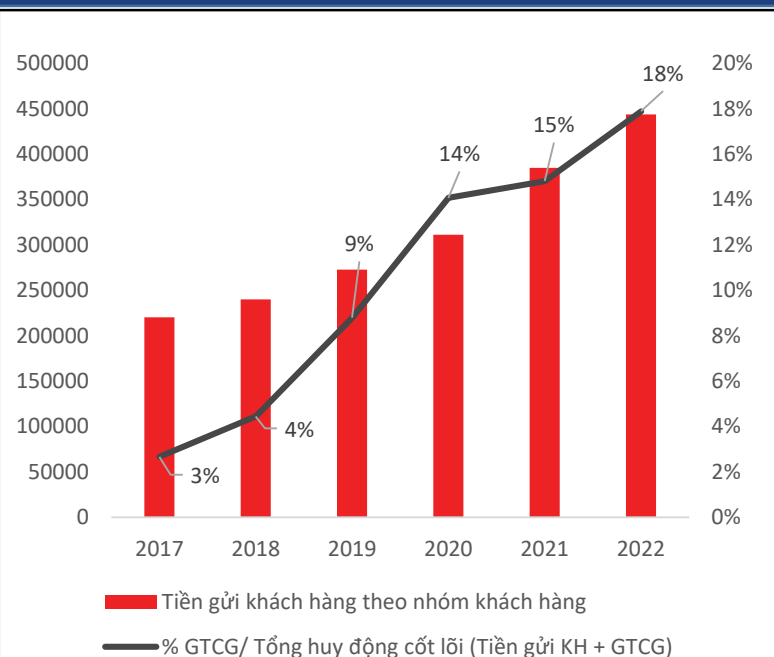
(*) CASA bao gồm cả tiền dung cho mục đích chuyên biệt và tiền ký quỹ để khớp với số liệu công bố của các ngân hàng

(**) Đối thủ trong ngành bao gồm: VCB, BID, CTG, ACB, STB, TCB, VPB, EIB, SHB

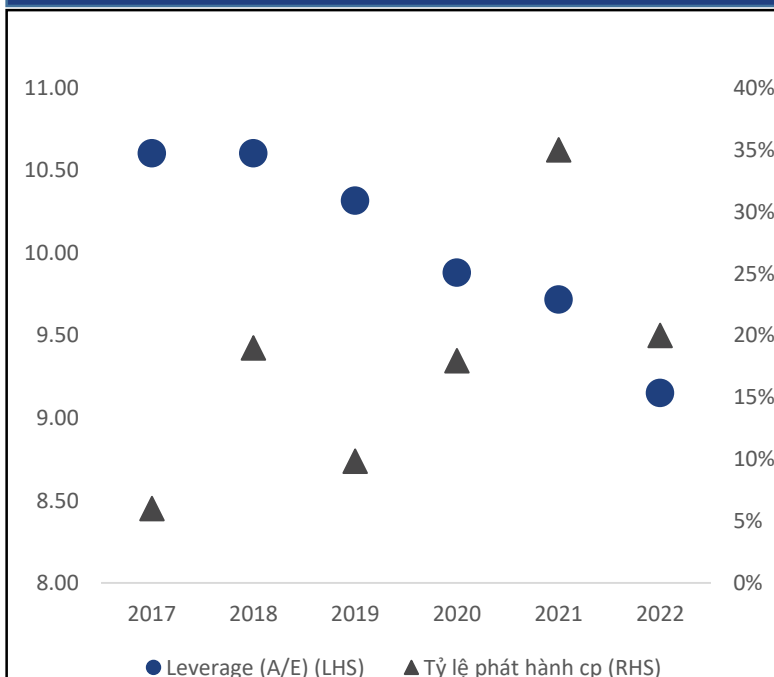
Nguồn: BCTC các ngân hàng

- Từ sau 2017, song song với việc gia tăng huy động của KH, giấy tờ có giá đã trở thành một nguồn huy động ngày càng quan trọng của MBB do nhu cầu vốn cao và đáp ứng các tỷ lệ an toàn (Vốn ngắn cho vay trung dài hạn, LDR,...)
- Vì phân khúc rủi ro gia tăng, ngân hàng cũng áp dụng chiến lược đòn bẩy thấp, giữ đòn bẩy ở mức 9-10x thông qua phát hành cổ phiếu. Chiến lược này sẽ được tiếp tục trong thời gian tới khi mà nhu cầu vay tiếp tục cao và thị trường huy động tiền gửi ngày càng cạnh tranh

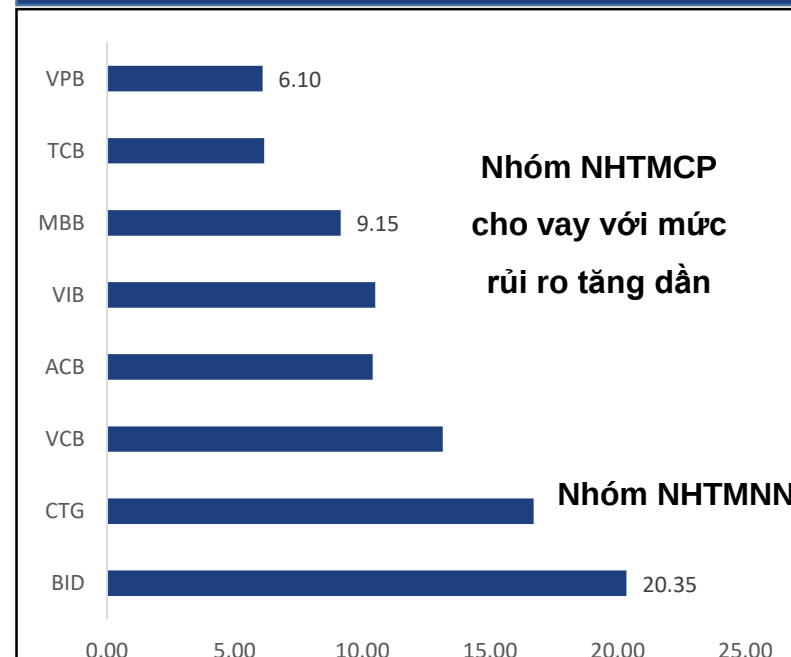
GTCG phát hành của MBB (tỷ VND) 2017 - 2022



Tỷ lệ đòn bẩy MBB và việc phát hành cp mới

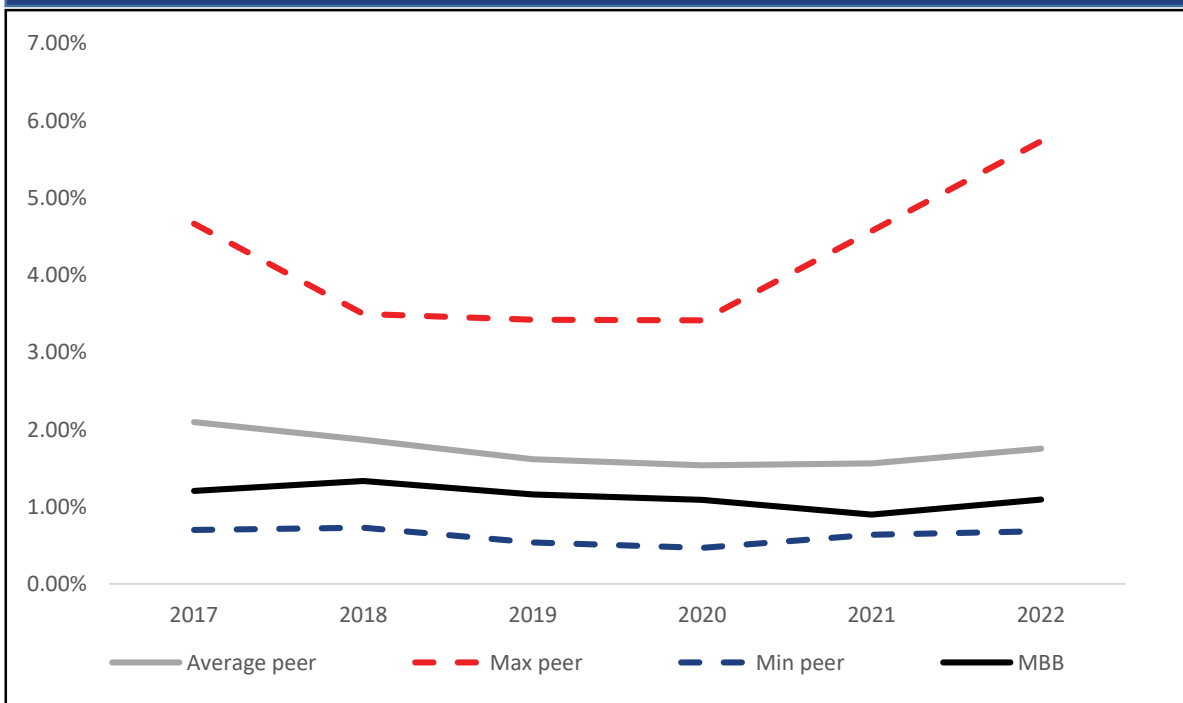


Tỷ lệ đòn bẩy so với đối thủ

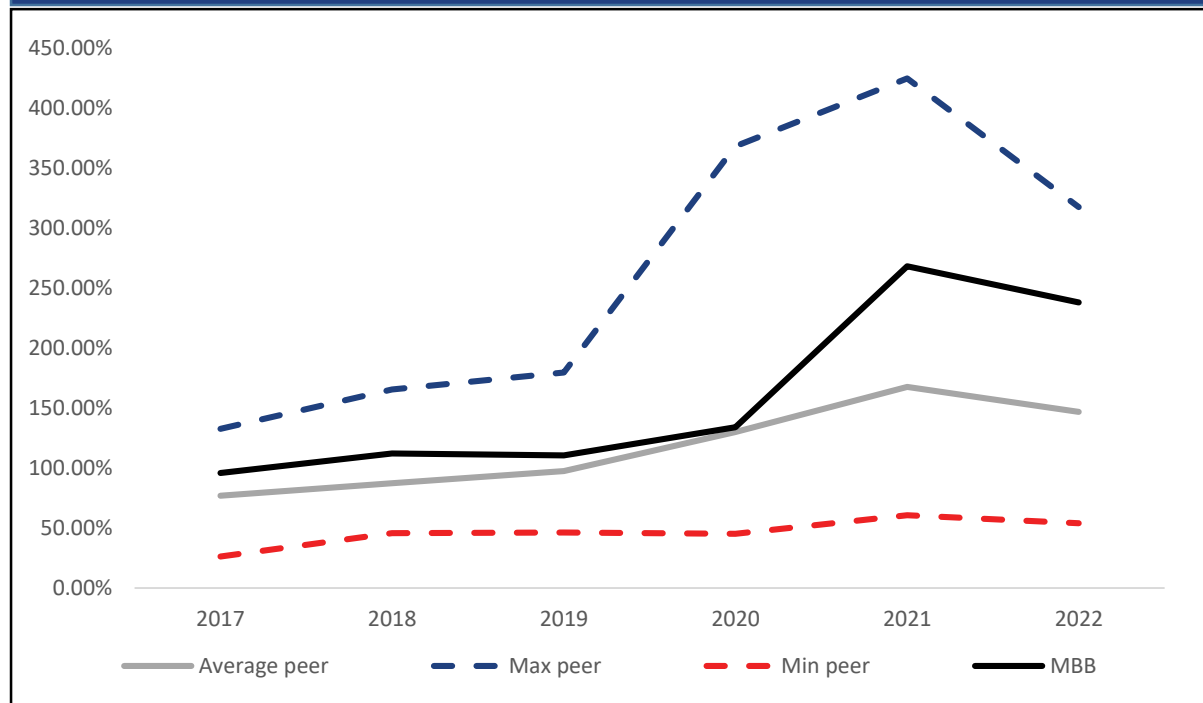


- Dù chuyển hướng phân khúc khách hàng, hoạt động cho vay của MBB vẫn thận trọng trong việc định giá và phê duyệt khoản vay. Vì thế, nợ xấu của ngân hàng duy trì mức thấp 1%
- Trong các năm 2021, 2022, ngân hàng cũng đã tích cực trích lập rất cao. Tỷ lệ bao nợ xấu lên đến hơn 200% giúp ngân hàng có một bộ đệm vững chắc khi bước vào năm 2023 đầy biến động

NPL của MBB so với đối thủ (*)

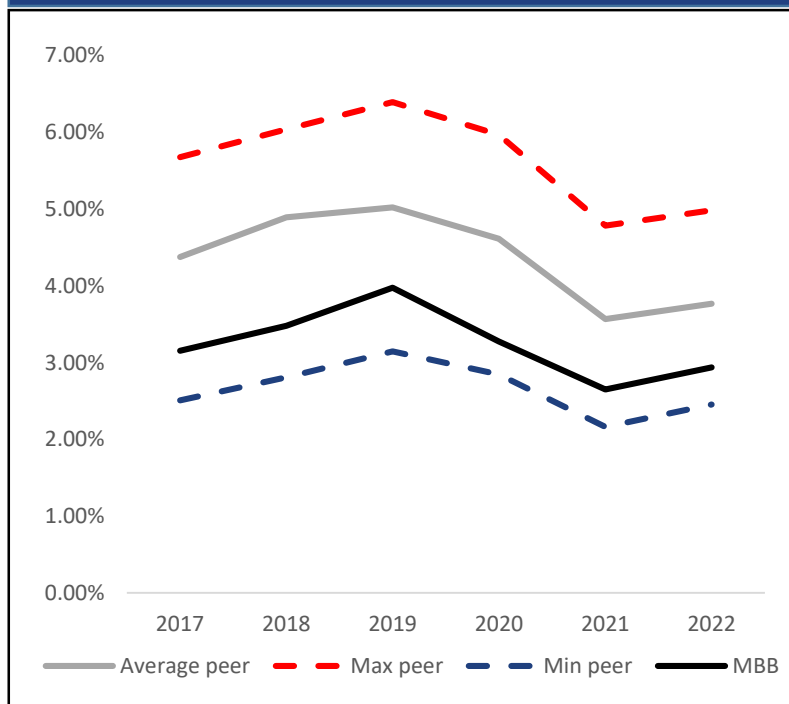


Tỷ lệ bao nợ xấu MBB so với đối thủ (*)

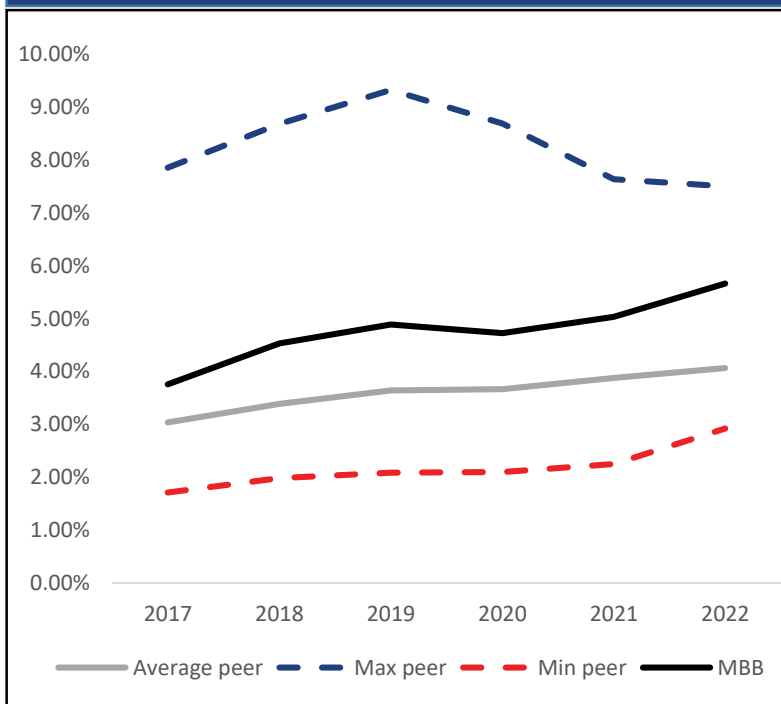


- Với nguồn CASA dồi dào, chi phí vốn của MBB chỉ dưới 3%, trong khi lãi suất đầu ra gia tăng, giúp NIM liên tục được cải thiện (hiện tại: 5.66%) và thuộc top cao của ngành
- ROE của ngân hàng cũng liên tục duy trì mức trên 20%

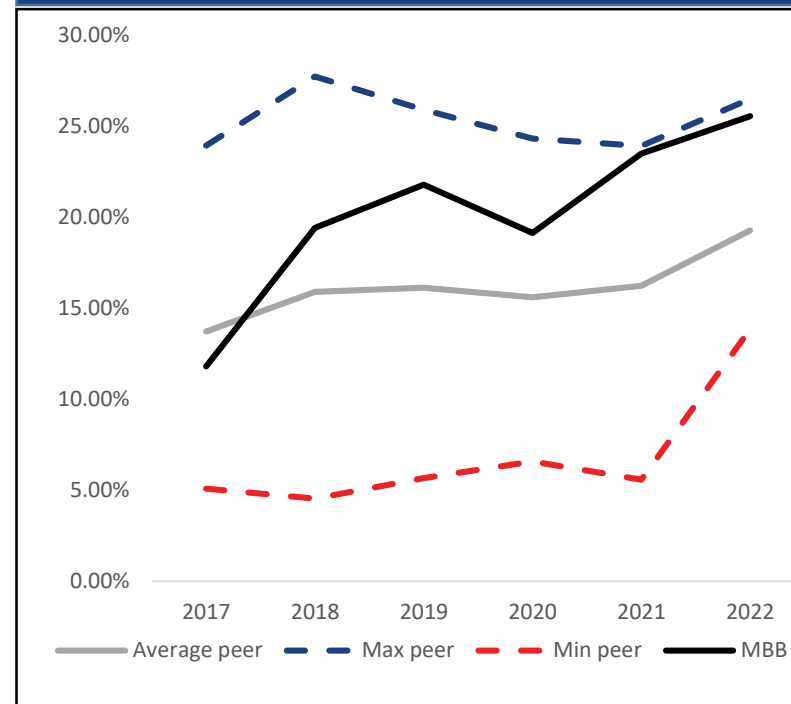
COF của MBB so với đối thủ (*)



NIM của MBB và đối thủ 2017 – 2022 (*)



ROE của MBB và đối thủ 2017 – 2022 (*)



(*) Đối thủ trong ngành bao gồm: VCB, BID, CTG, ACB, STB, TCB, VPB, EIB, SHB

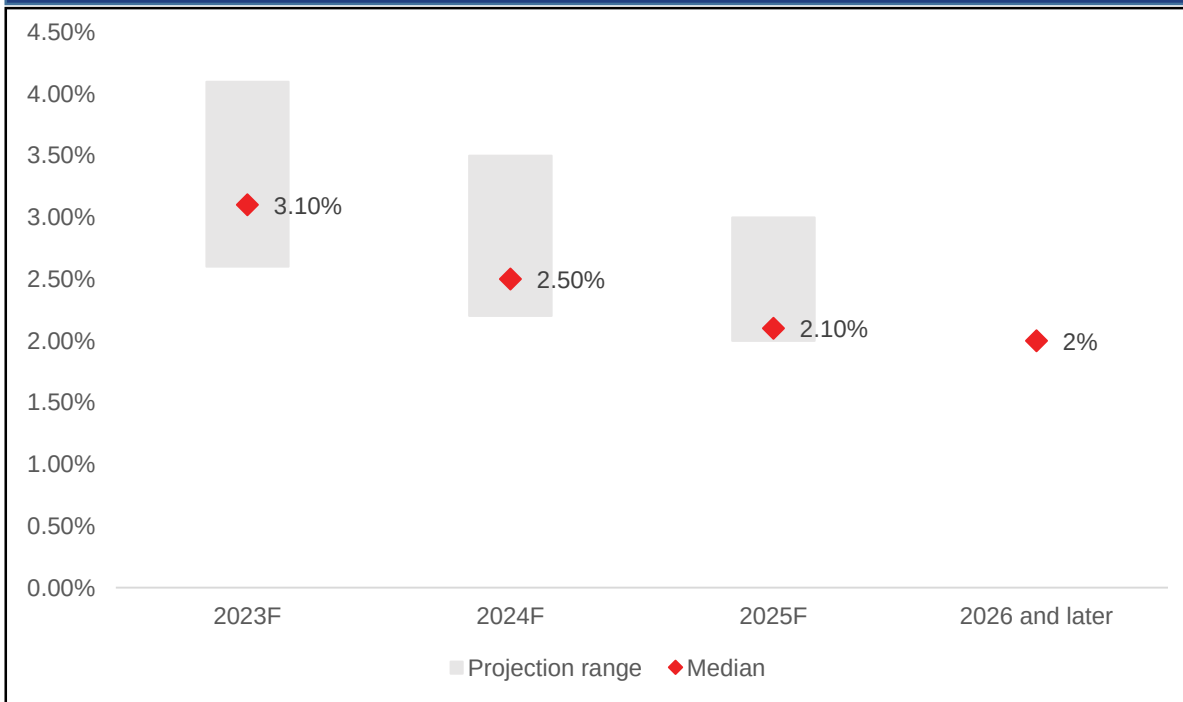
Nguồn: BCTC các ngân hàng

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VÀ DỰ PHÓNG KQKD MBB

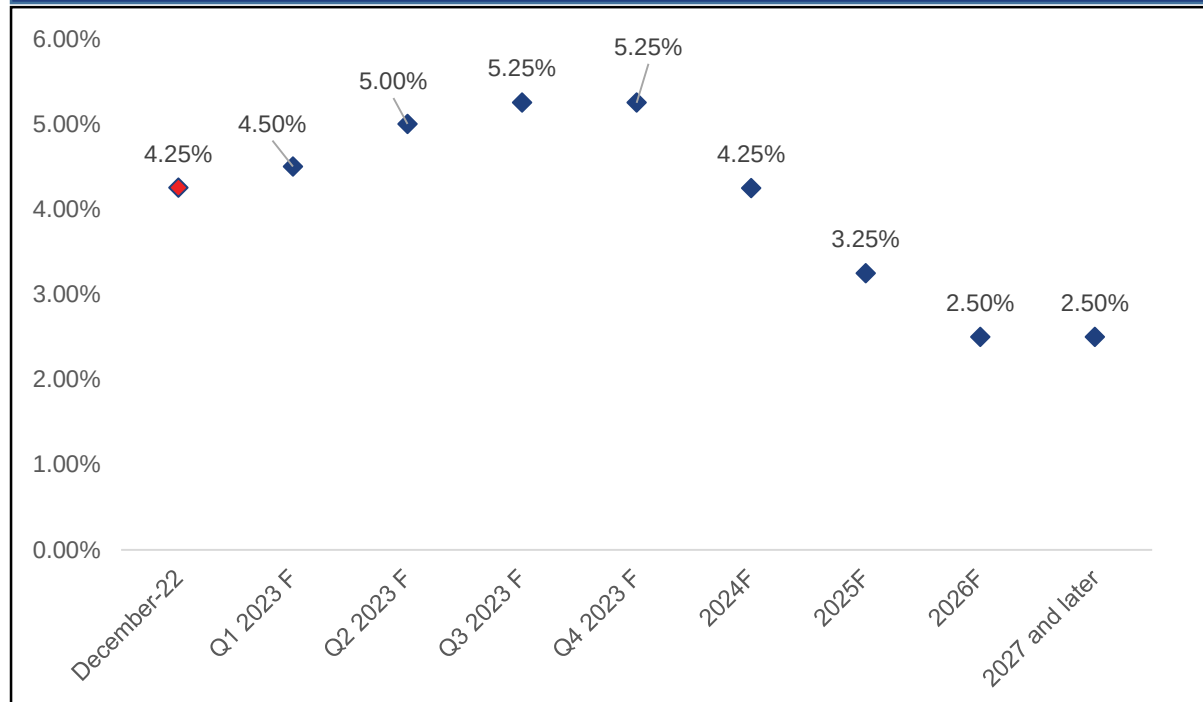


- Trong kỳ họp tháng 12, FED kỳ vọng lạm phát sẽ giảm về 3.1% trong năm 2023 và tiếp tục xu hướng giảm về mức 2% từ đó tới năm 2026
- Kế hoạch của họ là tăng lãi suất lên 5.25% và giữ mức ở mức cao đó đến cuối 2023 rồi giảm dần trong 2024
- Tuy nhiên, với việc lãi suất giảm chậm hơn kỳ vọng vào tháng 2/2023, sẽ có kịch bản cho việc lạm phát dai dẳng xảy ra và môi trường lãi suất cao kéo dài

Dự báo PCE inflation của FED

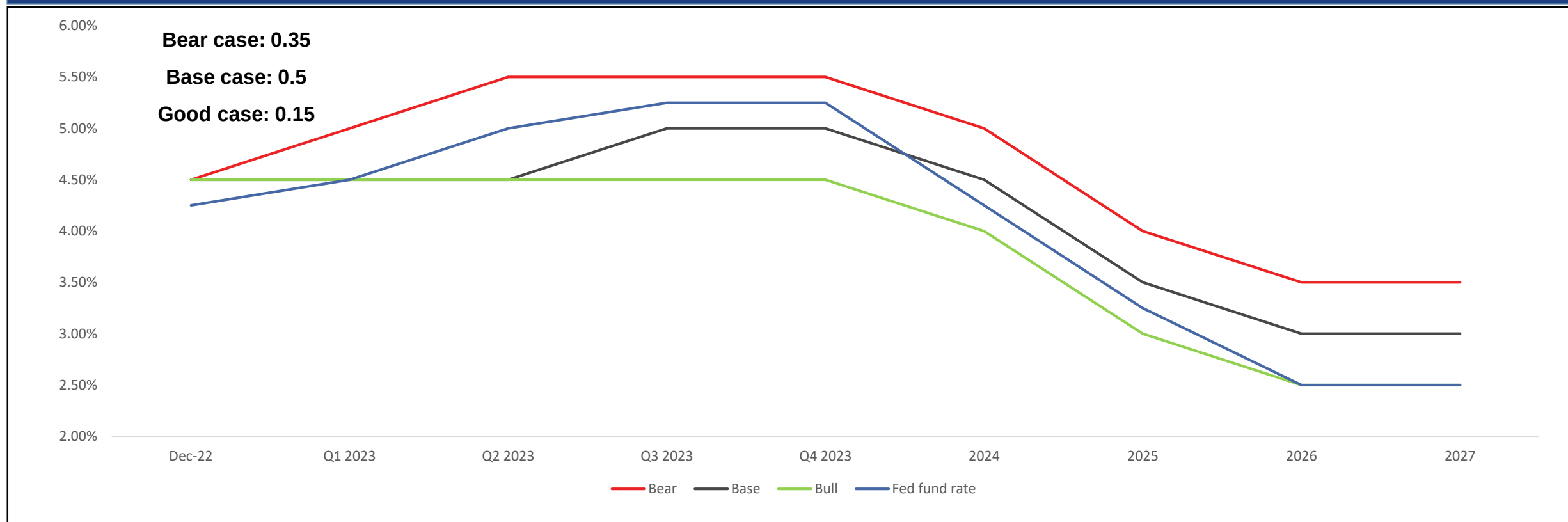


Kế hoạch tăng lãi suất của FED



- Với base case, LS VN có thể tăng nhẹ lên vào quý 3 khi lãi suất FED đạt đỉnh và giảm dần từ 2024 theo đà giảm của FED.
- Tuy nhiên, với tình huống tệ hơn, VN có thể sẽ phải nâng lãi suất sớm hơn từ Q2, khi đà tăng lãi của FED cao và kéo dài hơn dự kiến dòng tiền bị rút mạnh

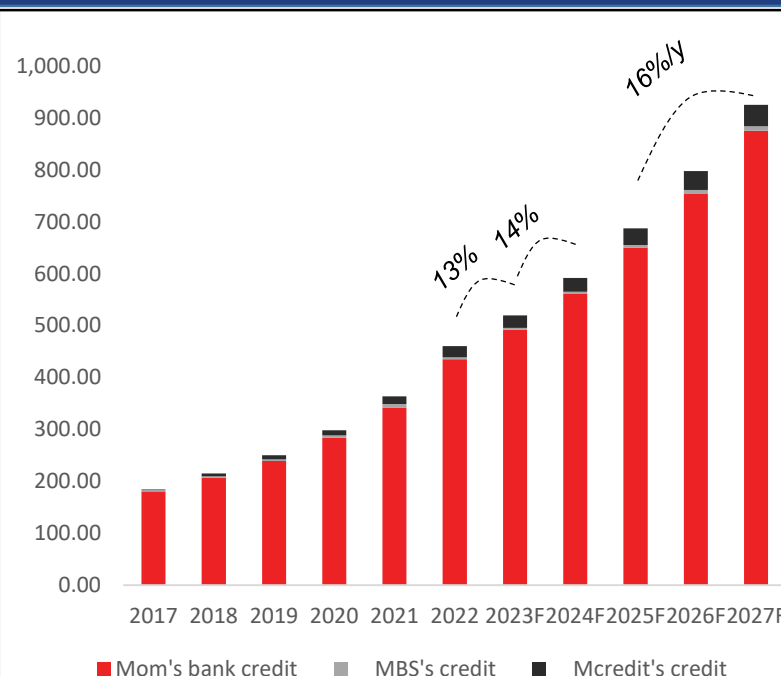
Các kịch bản lãi suất điều hành VN và lãi suất FED



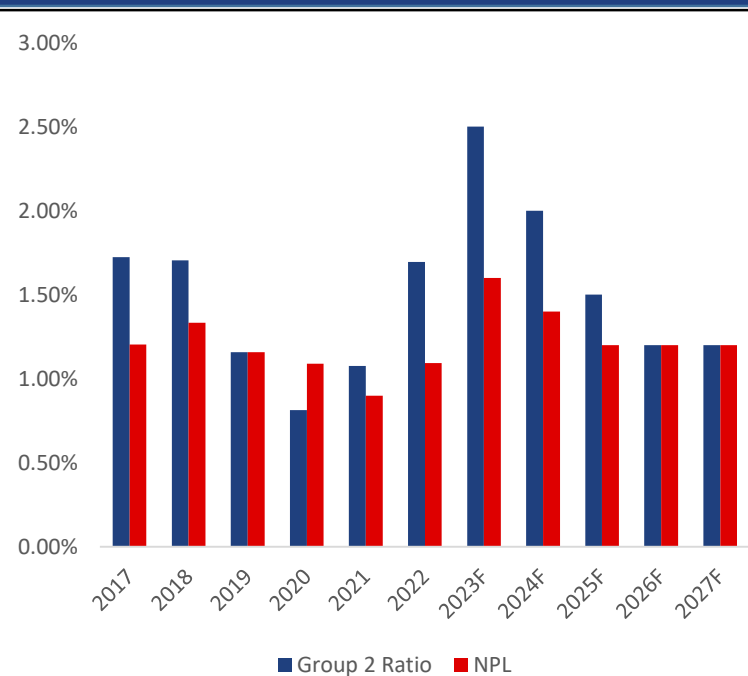
Nguồn: mô hình dự phóng

- Dư nợ cho vay ngân hàng mẹ năm 2023 được dự phóng tăng trưởng 13%, phản ánh nhu cầu vốn giảm do môi trường lãi suất và lạm phát cao. Đến năm 2024, kỳ vọng MBB sẽ đạt tăng trưởng 14% và 16%/năm trong các năm về sau khi mọi thứ dần bình ổn
- NPL của ngân hàng cũng sẽ tăng cao khi người vay gặp khó.
- Bên cạnh đó, lãi suất huy động đầu vào tăng, trong khi đầu ra không được tăng quá nhiều (dưới chỉ thị của SBV) cũng khiến lợi nhuận suy giảm

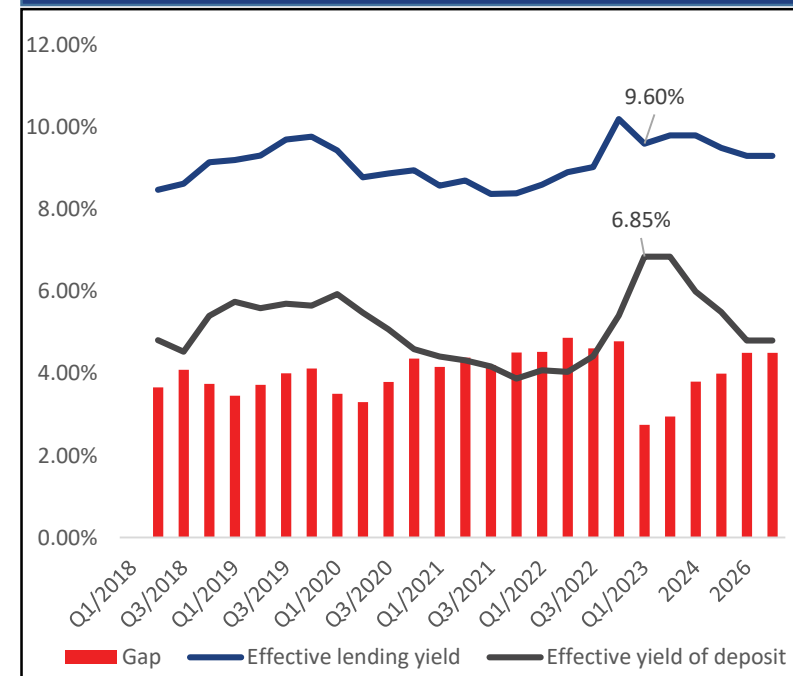
Dư nợ cho vay của MBB (nghìn tỷ VND)



NPL và nợ nhóm 2 của MBB



Diễn biến Is cho vay và Is tiền gửi MBB



(*) Kết quả dự phóng được trình bày dựa trên base case của mô hình dự phóng

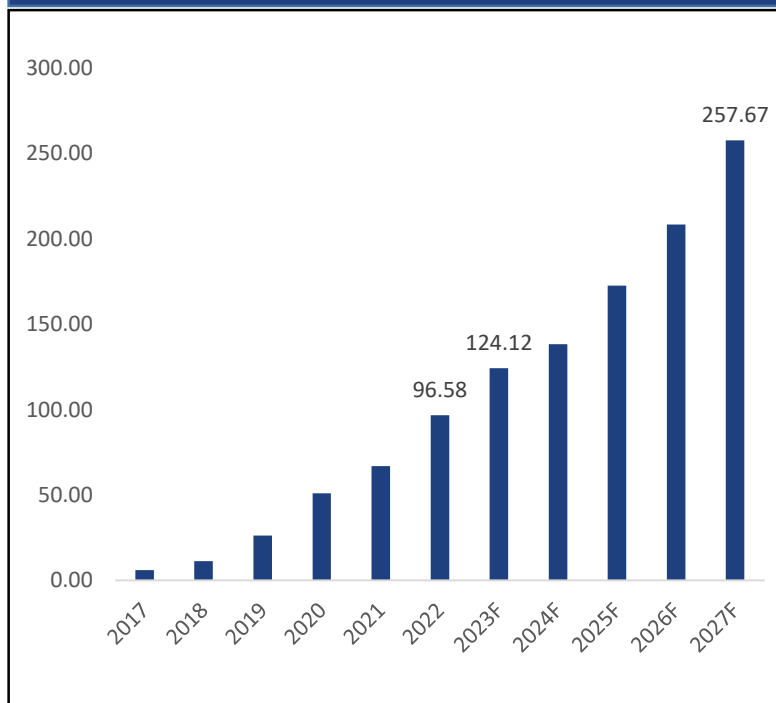
Nguồn: KQ dự phóng (*)

- CASA 2023 dự kiến sẽ tiếp tục giảm do người gửi chuyển sang tiền gửi kỳ hạn để hưởng lãi cao và tăng nhẹ ở các năm sau đó.
- Tổng huy động cả năm MBB sẽ tăng nhẹ (~7%), ngân hàng phải phát hành thêm GTCG để có vốn, do đó, chi phí vốn của ngân hàng tiếp tục tăng cao trong 2023 và giảm dần trong dài hạn khi lãi suất giảm, tuy nhiên vẫn cao hơn so với quá khứ do tỷ trọng GTCG tăng
- Lợi nhuận cả năm 2023 sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ và tăng trưởng trở lại từ 2024

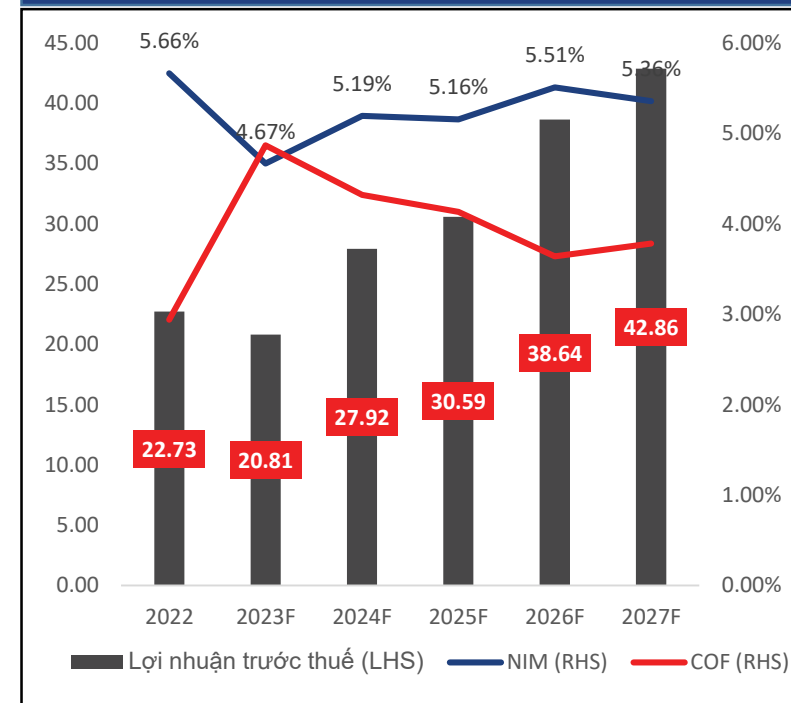
Huy động từ tiền gửi KHCN của MBB (nghìn tỷ)



Huy động từ GTCG của MBB (nghìn tỷ)



Diễn biến Is cho vay và Is tiền gửi MBB



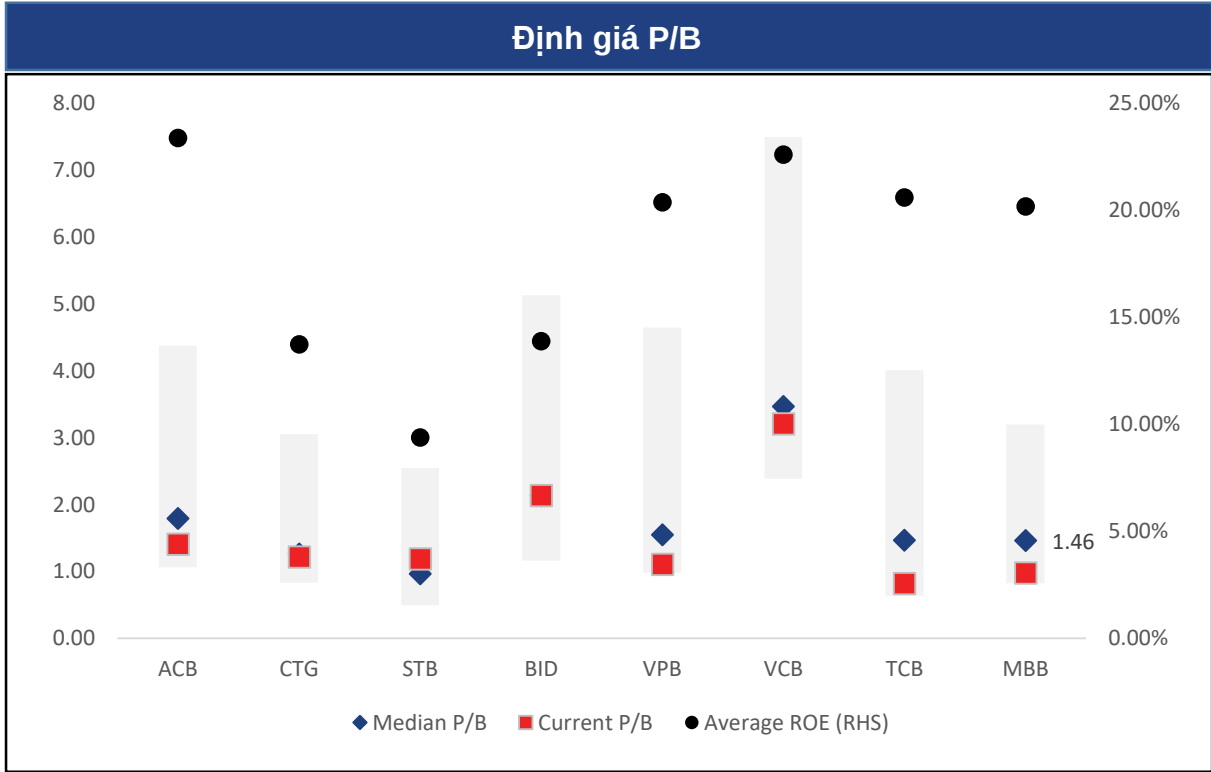
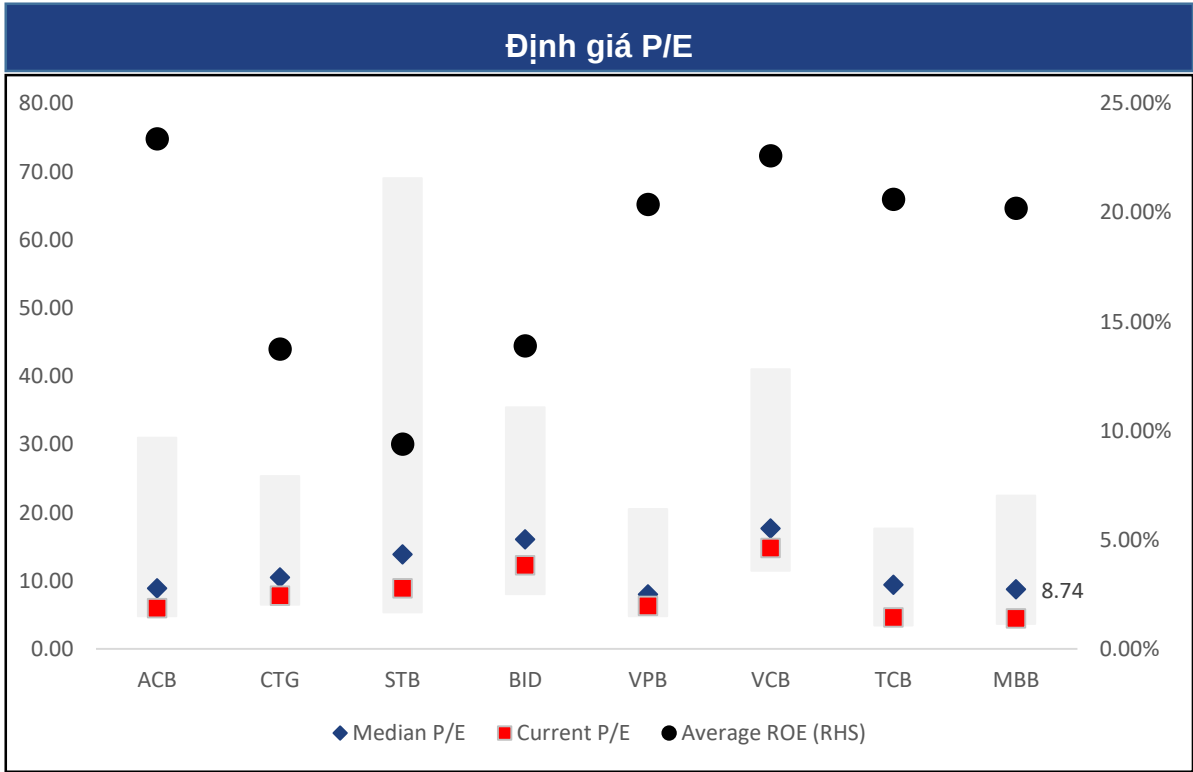
(*) Kết quả dự phóng được trình bày dựa trên base case của mô hình dự phóng

Nguồn: KQ dự phóng (*)

ĐỊNH GIÁ



- So với các đối thủ khác trong ngành, định giá của MBB luôn ở mức thấp hơn về cả P/B lẫn P/E
- P/E target 2023: 8.74x tương đương mức trung vị 5 năm của cổ phiếu
- P/B target 2023: 1.46x tương đương mức trung vị 5 năm của cổ phiếu



Nguồn: BCTC, dữ liệu giao dịch các ngân hàng

Các giả định của phương pháp Residual income

Lãi suất phi rủi ro (*)	Adjusted Beta(**)	Phần bù rủi ro thị trường (***)	Chi phí sử dụng VCSH	Tốc độ tăng trưởng trong dài hạn
6%	1.21	7.21%	14.74 %	0 %

Tỷ VND	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028 về sau
BV of equity	79,613.22						
Net income		16,618.70	22,279.00	24,379.37	30,795.84	34,098.37	
Discount period		0.83	1.83	2.83	3.83	4.83	
Discount factor		1.121	1.287	1.476	1.694	1.943	
Residual income		4356.69	8196.33	8566.29	11254.08	11507.81	11507.81
Terminal value						78084.10139	
Value of equity	163,671.88						
Shares outstanding	4533986133						
Value per share	36098.89						

(*) Lãi suất TPCPVN 10 năm lấy ngày 28/02/2023 + 1.5% (theo quan điểm tác giả, lãi suất sẽ tăng trong thời gian tới)

(**) Return hàng ngày của MBB so với VNINDEX từ 1/1/2017 – 28/02/2023

(***) Phần bù rủi ro dựa trên ERP thị trường Mỹ + default spread của VN (xếp hạng Baa)

(****) Kết quả dựa trên base case của mô hình dự phóng

Nguồn: KQ dự phóng (****)

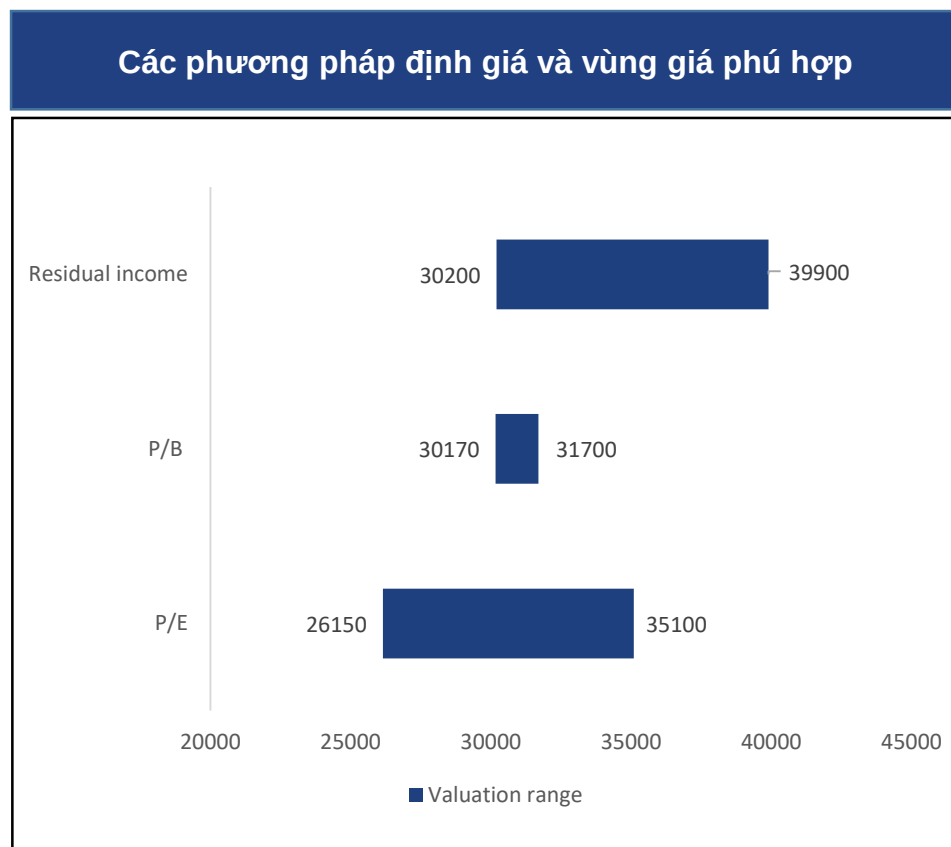
- Vì mô hình kinh doanh của MBB có động lực chính từ mảng cho vay, phương pháp P/B sẽ có tỷ trọng cao nhất, tiếp đó là P/E và cuối cùng là Residual income (do phương pháp này thiếu chắc chắn nhất)
- Dưới góc nhìn của tác giả, vĩ mô đang diễn biến theo chiều hướng khá xấu vì thế tỷ trọng bear case là 35% và base case là 50%

Phương pháp	Tỷ trọng
-------------	----------

P/B	0.5
P/E	0.3
RESIDUAL INCOME	0.2

Kịch bản	Tỷ trọng
----------	----------

Bear	0.35
Base	0.5
Bull	0.15



TARGET PRICE
31.250 VND/CP
81% UPSIDE



THANHCONG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC
T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn