

# NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)

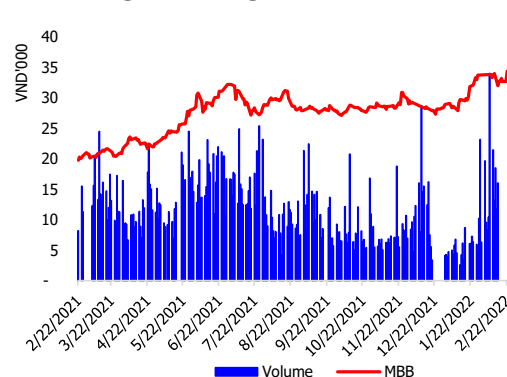


**MUA; Giá mục tiêu: 49,800 VND/cp**

## Luận điểm đầu tư

- Hệ sinh thái hoàn chỉnh giúp bổ sung được nhiều nguồn thu nhập.** Là ngân hàng có duy nhất có hệ sinh thái tài chính hoàn chỉnh. Bên cạnh ngân hàng mẹ, các công ty con cũng có được mức tăng trưởng cao trong những năm gần đây. Trong năm 2021, các công ty con của ngân hàng đều có mức tăng trưởng cao như MBS đạt tăng trưởng LNTT +119% YoY, Mcredit (+87% YoY), MBAMC (+66% YoY),... Chúng tôi cho rằng việc xây dựng hệ sinh thái không chỉ hỗ trợ lẫn nhau giữa các thành viên, còn giúp tối ưu hóa việc chuyển đổi số. Ngoài ra, việc hàng loạt các thương vụ bán vốn các công ty con nhằm bổ sung vốn cho ngân hàng mẹ khi điều kiện thuận lợi diễn ra gần đây cho thấy MBB hiện đang còn rất nhiều tài nguyên để phát triển cho chiến lược dài hạn.
- Tiềm năng tăng trưởng tín dụng cao.** Với việc room ngoại vẫn còn và có thể sẽ được nới thêm trong tương lai, cùng với hệ sinh thái các công ty thành viên đang có được tăng trưởng cao. Chúng tôi cho rằng, MBB có nhiều tài nguyên để có thể gia tăng thêm độ dày vốn khi cần thiết. Đây sẽ là một trong những yếu tố then chốt giúp ngân hàng duy trì được tăng trưởng tín dụng cao trong tương lai. Ngoài ra, tỷ trọng cho vay các ngành công nghiệp mới như năng lượng tái tạo gia tăng đáng kể trong thời gian gần đây cũng cho thấy được tầm nhìn của ngân hàng này trong việc tiếp cận các mảng kinh doanh mới có được nhiều sự hỗ trợ như mảng này.
- Hiệu quả cải thiện rõ rệt nhờ tập trung vào chuyển đổi số.** Tỷ lệ CIR liên tục được cải thiện, và hiện tại là một trong những ngân hàng có CIR thấp nhất. Cùng với đó, tỷ lệ CASA liên tục gia tăng được thúc đẩy bởi động lực chính là CASA từ các KHCN nhờ liên tục đầu tư vào chuyển đổi số. Ngoài ra, các nguồn thu nhập từ phí bảo hiểm được gia tăng nhờ thúc đẩy bán chéo thông qua hệ thống số của ngân hàng đi cùng với thủ tục thu hồi nợ xấu được cải thiện giúp mang lại nguồn thu nhập ngoài lãi ổn định cho MBB. Tỷ lệ NOI/TOI đạt hơn 29.1% trong năm 2021.
- Khả năng sinh lợi tiếp tục gia tăng.** NIM liên tục được gia tăng nhờ chi phí vốn thấp đến từ tăng trưởng CASA vượt trội và mảng cho vay KHCN liên tục tăng trưởng. Với định hướng chuyển đổi số toàn diện, đi cùng với tăng trưởng tín dụng cao thúc đẩy bởi mảng bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng NIM của MBB sẽ được duy trì trên mức 5% trong những năm tiếp theo. Trong năm 2022, với kỳ vọng lãi suất sẽ được duy trì hoặc tăng không đáng kể vì nền kinh tế vẫn cần được hỗ trợ, chúng tôi ước tính mức NIM của MBB sẽ đạt 5.4%.
- Chất lượng tài sản hàng đầu.** Với chính sách chủ động thực hiện mục tiêu cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, cùng với kết quả kinh doanh rất khả quan trong giai đoạn đại dịch. Chúng tôi cho rằng MBB có đủ năng lực đảm bảo được chất lượng tài sản của mình trong dài hạn, qua đó giúp ngân hàng duy trì được khả năng sinh lợi của mình.

## Diễn biến giá 12 tháng



	1M	3M	12M
<b>MBB (%)</b>	8.2%	17.8%	73.9%
<b>VNIndex (%)</b>	2.1%	3.9%	28.0%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021A	2022F	2023F
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>27,362</b>	<b>36,934</b>	<b>48,813</b>	<b>63,107</b>
<b>LN trước thuế và DPRRTD</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>16,807</b>	<b>24,557</b>	<b>32,943</b>	<b>43,221</b>
Tăng trưởng (%)	%	12.6%	46.1%	34.1%	31.2%
<b>Chi phí DPRRTD</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>6,118</b>	<b>8,030</b>	<b>10,387</b>	<b>13,591</b>
Tăng trưởng (%)	%	25.1%	31.2%	29.3%	30.9%
<b>LNTT</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>10,688</b>	<b>16,527</b>	<b>22,556</b>	<b>29,630</b>
Tăng trưởng (%)	%	6.5%	54.6%	36.5%	31.4%
<b>LNST</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>8,606</b>	<b>13,221</b>	<b>18,044</b>	<b>23,703</b>
Tăng trưởng (%)	%	6.7%	53.6%	36.5%	31.4%
<b>EPS cơ bản (VND)</b>	<b>VND/cp</b>	<b>2,993</b>	<b>3,861</b>	<b>4,177</b>	<b>4,630</b>
<b>Giá trị sổ sách (VND)</b>	<b>VND/cp</b>	<b>13,260</b>	<b>16,538</b>	<b>21,258</b>	<b>27,192</b>
ROAA (%)	%	1.9%	2.4%	2.7%	2.8%
ROAE (%)	%	19.1%	23.5%	25.3%	25.9%
<b>P/E</b>	<b>lần</b>	<b>11.5x</b>	<b>8.9x</b>	<b>8.2x</b>	<b>7.4x</b>
<b>P/B</b>	<b>lần</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.3x</b>

Nguồn: MBB FS, MBS Research

Ngày báo cáo	23/02/2022
Giá hiện tại	34,350 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>49,800 VND</b>
% Tăng	+45.0%
Vốn hóa thị trường	129,974 tỷ đồng ~5.5 tỷ USD
Diễn biến giá 52 tuần gần đây	17,700-34,400 VND
Giá trị giao dịch hàng ngày TB	558 tỷ đồng ~23.7 triệu USD
Giới hạn sở hữu NN	23.24%
Tỷ lệ sở hữu NN	23.24%

## NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)



**MUA; Giá mục tiêu: 49,800 VND/cp**

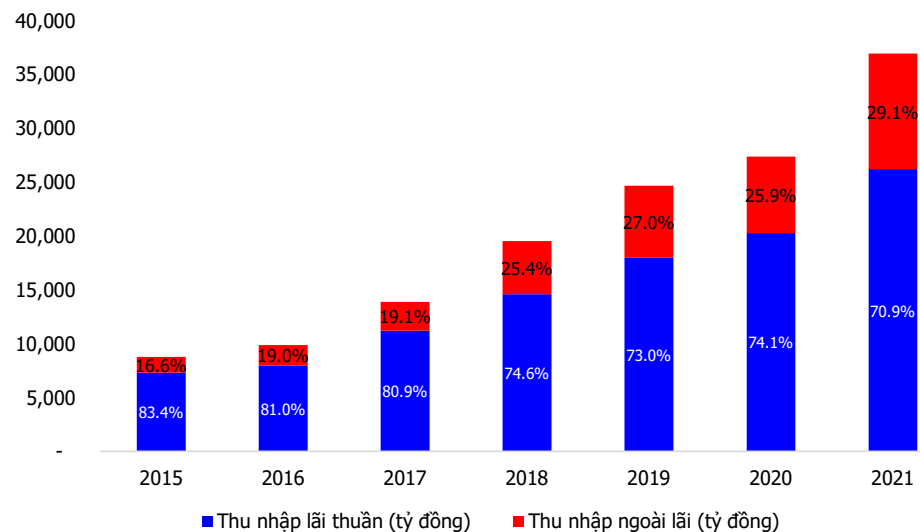
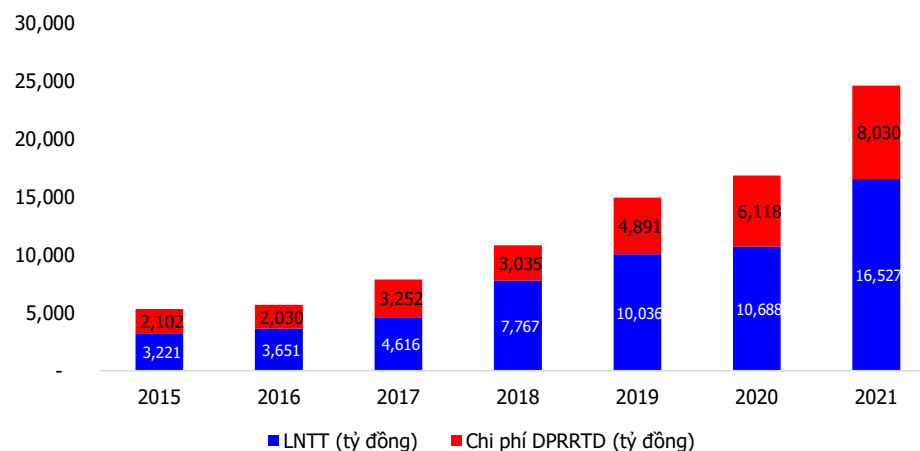
### Rủi ro đầu tư

- Luôn bị định giá chiết khấu so với trung bình của ngành dù chất lượng tài sản, tiềm năng tăng trưởng cùng khả năng sinh lợi nằm trong top đầu của ngành. Chúng tôi cho rằng vì MBB là một ngân hàng semi-SOE dẫn đến việc quản lý có thiên hướng đảm bảo lợi ích cho cổ đông liên quan đến quân đội nhiều hơn khiến giá cổ phiếu có xu hướng bị định giá thấp so với các ngân hàng tư nhân khác.
- Chúng tôi cho rằng việc sáp nhập Ocean bank sẽ khiến cho chất lượng tài sản cũng như khả năng sinh lợi của MBB bị ảnh hưởng do chi phí trích lập dự phòng đi kèm gia tăng.

### Dự phóng và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng trong năm 2021, tổng TNHĐ đạt 48,812 tỷ đồng (+32.2% YoY), LNTT đạt 22,556 tỷ đồng (+36.5% YoY), với kịch bản ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ trích lập 2.4% trên tổng dư nợ cho vay khách hàng. ROE và ROA lần lượt đạt 25.3% và 2.7% nhờ NIM gia tăng với kỳ vọng chi phí vốn đạt 3% và lãi vay trung bình đạt 9.5% cho cả năm 2021.

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB với mức giá mục tiêu **49,800 VND/cp** (+45.0% upside) theo 2 phương pháp Thu nhập thặng dư và so sánh P/B.



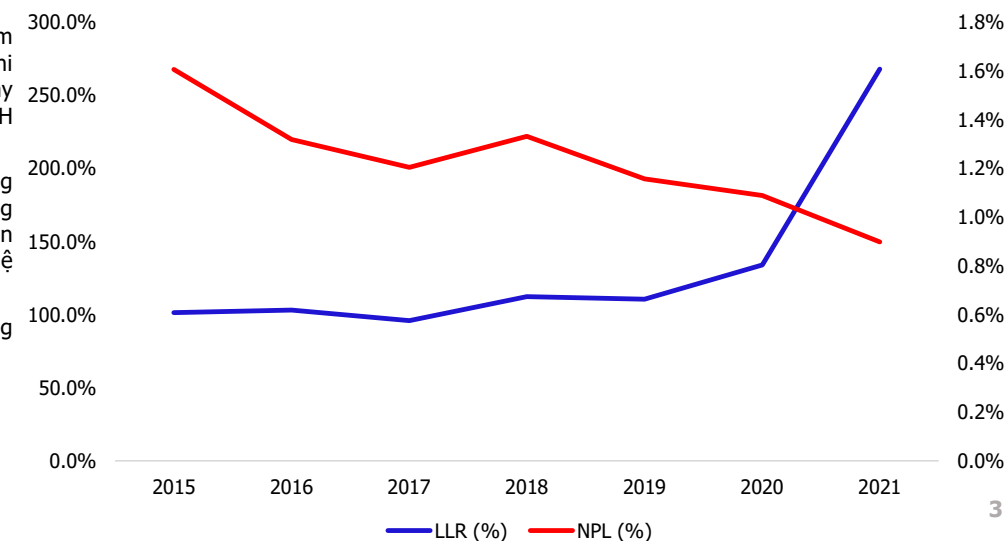
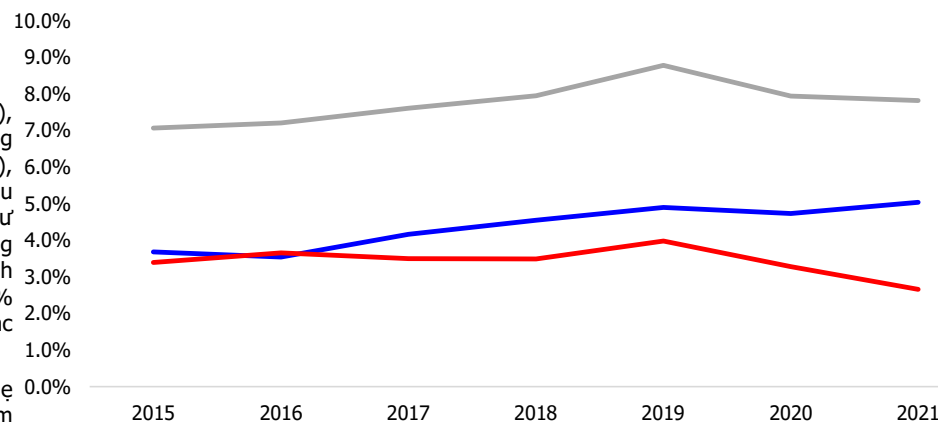
# NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)



**MUA; Giá mục tiêu: 49,800 VND/cp**

## Cập nhật KQKD Q4/2021 và FY2021

- Trong Q4/2021, MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động hợp nhất 10,117 tỷ đồng (+31.1% YoY), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 7,170 tỷ đồng (+23.7% YoY) và thu nhập ngoài lãi đạt 2,947 tỷ đồng (+53.5% YoY). Lũy kế cả năm 2021, MBB ghi nhận tổng TN hoạt động 36,934 tỷ đồng (+35% YoY), trong đó thu nhập từ lãi (NII) và thu nhập ngoài lãi (NOI) lần lượt +29.2% YoY và +51.5% YoY. Thu nhập ngoài lãi có sự gia tăng mạnh đến từ sự tăng trưởng mạnh các hoạt động dịch vụ, đầu tư chứng khoán, KD Forex và thu hồi nợ đã xử lý. Trong đó, hoạt động bảo hiểm và môi giới vẫn tăng trưởng lần lượt +43% YoY và +166% YoY nhờ hoạt động bán chéo được đẩy mạnh thông qua kênh số của Ngân hàng. Các mảng KD FX và đầu tư chứng khoán tăng trưởng lần lượt +69% YoY và 71% YoY nhờ điều kiện thị trường thuận lợi trong năm 2021. Việc thu hồi nợ đã xử lý giúp gia tăng các khoản thu nhập khác hơn +94% YoY, đạt 3,254 tỷ đồng.
- Cả năm 2021, LNTT hợp nhất đạt 16,527 tỷ đồng (+54.6% YoY). Chi phí hoạt động tăng trưởng nhẹ +17.3% YoY, đạt hơn 12,377 tỷ đồng giúp tỷ lệ CIR hợp nhất của MBB năm 2021 đạt 33.5% (giảm hơn 5% so với mức 38.6% của năm 2021). Điều này đạt được nhờ vào hiệu quả chuyển đổi số giúp gia tăng khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch thông qua kênh số của ngân hàng, giúp tiết kiệm chi phí. Ngoài ra, CASA của MBB cũng đạt mức kỷ lục 48.7%, đứng thứ 2 toàn ngành sau TCB.
- Tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt +24.4% so với cuối năm 2020, với tỷ trọng cho vay bán lẻ chiếm hơn 46%. NIM hợp nhất cả năm 2021 đạt 5.1%, cao hơn 30 bps so với năm 2020 nhờ vào việc chi phí vốn được cải thiện đáng kể xuống còn 2.7% so với mức 3.3% của năm 2020, mặc dù lãi vay trung bình cũng có sự suy giảm từ mức 9.1% xuống 8.9% do các chính sách giảm lãi nhằm hỗ trợ KH bị ảnh hưởng bởi dịch theo hướng dẫn của NHNN.
- Tỷ lệ nợ xấu được duy trì tương đương với Q3/2021 khi đạt 0.9%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 1.1%. Tổng quan, chất lượng tài sản không bị suy giảm đáng kể so với năm 2020 dù năm 2021 bị ảnh hưởng nặng nề bởi làn sóng dịch lần thứ 4 kéo dài toàn bộ thời gian quý 3/2021. Trong tình hình đó, ngân hàng đã chủ động trích lập dự phòng với chi phí DPRRTD đạt 8,030 tỷ đồng (+31.2% YoY). Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng nợ vay đạt 2.4%, tương đương với mức trích lập của năm 2020.
- Tổng tài sản đạt 607,140 tỷ đồng (+22.7% YoY). Về mặt huy động, tiền gửi khách hàng tăng 14.2%. Tỷ lệ an toàn vốn đạt 11%, cao hơn đáng kể so với mức 10.4% trong năm 2020.



# NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)



## MUA; Giá mục tiêu: 49,800 VND/cp

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022F	2023F	Tỷ số tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần	20,278	26,200	34,613	44,829	<b>Tăng trưởng</b>				
Thu nhập thuần từ HDDV	3,576	4,367	7,427	10,037	Tăng trưởng tài sản	20.3%	22.7%	21.3%	28.5%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	786	1,331	1,598	1,917	Tăng trưởng cho vay và đầu tư	18.8%	23.8%	26.2%	29.7%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	85	221	313	362	Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	18.1%	24.3%	21.0%	28.3%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	866	1,446	957	1,276	Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	12.6%	46.1%	34.1%	31.2%
Lãi thuần từ HĐKD khác	1,680	3,254	3,905	4,686	Tăng trưởng LNTT	6.5%	54.6%	36.5%	31.4%
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>27,362</b>	<b>36,934</b>	<b>48,813</b>	<b>63,107</b>	<b>An toàn vốn</b>				
Chi phí hoạt động	10,555	12,377	15,870	19,886	CAR	10.4%	11.2%	N/A	N/A
<b>Lợi nhuận trước thuế và trước DPRRTD</b>	<b>16,807</b>	<b>24,557</b>	<b>32,943</b>	<b>43,221</b>	VCSH/Tổng tài sản	9.9%	10.2%	10.6%	10.9%
Chi phí DPRRTD	6,118	8,030	10,387	13,591	Đòn bẩy tài chính	10.07	9.79	9.41	9.20
<b>LNTT</b>	<b>10,688</b>	<b>16,527</b>	<b>22,556</b>	<b>29,630</b>	<b>Chất lượng tài sản</b>				
Chi phí thuế TNDN	2,082	3,306	4,512	5,927	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
<b>LNST</b>	<b>8,606</b>	<b>13,221</b>	<b>18,044</b>	<b>23,703</b>	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%
LN cổ đông thiểu số	343	524	716	940	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	134.1%	268.0%	280.5%	284.7%
<b>LNST cho Ngân hàng</b>	<b>8,263</b>	<b>12,697</b>	<b>17,329</b>	<b>22,763</b>	<b>Thanh khoản</b>				
<b>Cân Đối Kế Toán</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	83.7%	86.5%	8.1%	8.3%
Tiền và tương đương tiền	3,109	3,475	3,307	2,834	TS thanh khoản cao/Tổng TS	34.6%	35.3%	31.4%	29.9%
Tiền gửi tại NHNN	17,297	38,051	26,112	34,316	TS thanh khoản/tiền gửi KH	47.3%	48.2%	42.1%	39.1%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	47,889	35,983	47,002	54,905	<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	3,085	7,575	7,558	9,933	ROA	1.9%	2.4%	2.7%	2.8%
Phái sinh và các TSTC khác	37	274	-	-	ROE	19.1%	23.5%	25.3%	25.9%
Cho vay khách hàng	298,297	363,555	474,772	623,923	NIM	4.7%	5.0%	5.4%	5.6%
Dự phòng cho vay	(4,354)	(8,758)	(9,853)	(11,283)	TN lãi thuần/Tổng TNHD	74.1%	70.9%	70.9%	71.0%
Chứng khoán đầu tư	99,714	128,806	147,148	180,935	Chi phí HD/Tổng TNHD (CIR)	38.6%	33.5%	32.5%	31.5%
Đầu tư dài hạn khác	885	803	817	797	<b>Định giá</b>				
Tài sản cố định	4,311	4,678	5,039	5,459	EPS cơ bản (VND)	2,993	3,861	4,177	4,630
BĐS đầu tư	248	269	280	292	Giá trị sổ sách (VND)	13,260	16,538	21,258	27,192
Tài sản Có khác	24,465	32,426	34,513	44,651	P/E	11.5x	8.9x	8.2x	7.4x
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>494,982</b>	<b>607,139</b>	<b>736,697</b>	<b>946,763</b>	P/B	2.6x	2.1x	1.6x	1.3x
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>444,883</b>	<b>544,654</b>	<b>656,376</b>	<b>844,023</b>					
Nợ NHNN, Chính phủ	15	262	131	217					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	50,876	59,560	53,614	69,450					
Tiền gửi của khách hàng	310,960	384,692	494,621	653,191					
Phái sinh và các công cụ TC khác	-	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	207	1,999	1,608	2,084					
Phát hành giấy tờ có giá	50,924	66,887	71,216	71,751					
Các khoản nợ khác	31,900	31,254	35,187	47,331					
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>50,099</b>	<b>62,486</b>	<b>80,320</b>	<b>102,739</b>					
Vốn điều lệ	27,988	37,783	45,180	53,147					
Thặng dư vốn cổ phần	1,178	869	869	869					
Cổ phiếu quỹ	(564)	-	-	-					
Vốn khác	125	666	666	666					
Quỹ của TCTD	6,225	7,341	9,937	13,347					
LN chưa phân phối	12,956	12,915	20,149	30,392					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,193	2,911	3,519	4,319					
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH</b>	<b>494,982</b>	<b>607,140</b>	<b>736,697</b>	<b>946,763</b>					