

MBBANK (MBB)

Khả quan (Duy trì)

TÀI CHÍNH

Giá hiện tại	VND24.450
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND25.900/18.003
Giá mục tiêu	VND30.000
Giá mục tiêu trước đó	VND31.200
Consensus	-0,4%
Tiềm năng tăng giá	22,7%
Tỷ suất cổ tức	2,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	24,7%

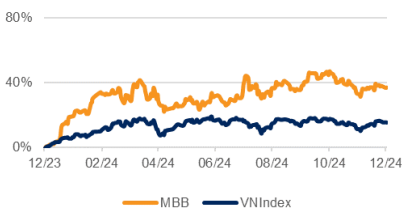
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	5.117,9
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	9,9
Sở hữu NN (tr USD)	-
Số CP lưu hành (tr)	5.323,2
Số CP sau pha loãng (tr)	5.323,2

	MBB	Ngành	VNI
P/E trượt	6,1x	8,7x	13,4x
P/B hiện tại	1,2x	1,2x	1,7x
ROA	2,1%	1,7%	2,1%
ROE	19,4%	18,5%	12,5%

*Tính đến ngày 24/12/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu	1T	3T	12T
MBB	2,1%	-5,0%	35,8%
VNIndex	3,2%	-1,0%	14,0%

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Viettel	14,8%
SCIC	9,9%
Tổng công ty Trực thăng Việt Nam	8,2%
Khác	67,1%

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) được thành lập năm 1994 với mục tiêu ban đầu là đáp ứng nhu cầu phục vụ tài chính của các Doanh nghiệp Quân đội, MBB có hệ sinh thái toàn diện bao gồm 3 công ty con và 4 công ty liên doanh cung cấp tất cả các sản phẩm tài chính thiết yếu.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thảo Linh

linh.nguyenthao3@vndirect.com.vn

Đón sóng năm đầu tư công

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 22,7% và lợi suất cổ tức 2,0%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 4% do giá cổ phiếu đã giảm 4% kể từ báo cáo trước.
- Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu xuống còn 30.000 đồng, do chúng tôi dự phóng ROE năm 2024 giảm sv năm 2023 bởi áp lực trích lập dự phòng kéo dài.
- P/B hiện tại của MBB là 1,2x cao hơn mức P/B mục tiêu của chúng tôi (1,1x). Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh mức ROE (21,6%) cao hơn mức trung bình ngành của MBB trong Q3/24.

Điểm nhấn tài chính

- Tổng thu nhập hoạt động (TOI) Q3/24 tăng 5,3% svck (-10,1% sv quý trước), chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (NII) tăng trưởng 6,2% svck (-1,1% sv quý trước).
- Tỷ lệ nợ xấu trong Q3/24 tăng 60 điểm cơ bản sv quý trước, lên mức 2,2%, sau khi giảm 85 điểm cơ bản sv quý trước trong Q2/24, với nợ nhóm 3 tăng mạnh nhất (+65,2% sv quý trước).
- Lợi nhuận ròng 9T24 hoàn thành 75,5% dự phóng của chúng tôi, nhờ MBB thận trọng trích lập dự phòng và duy trì tỷ lệ xóa nợ cao trong Q3/24.

Luân dòng đầu tư

Đầu tư công sẽ hỗ trợ thúc đẩy tín dụng Q4- mùa cao điểm tín dụng

Chúng tôi dự phóng tín dụng Q4/24 của MBB sẽ tăng mạnh 5,2% sv quý trước (+19% sv đầu năm) với động lực chính đến từ cho vay doanh nghiệp (chiếm 54,3% cơ cấu dư nợ Q3/24), nhờ đầu tư công tăng mạnh và kinh tế phục hồi. Trong 11T24, giải ngân vốn đầu tư công đạt 73,5% kế hoạch cả năm, và [chúng tôi dự phóng đầu tư công sẽ đạt 85% kế hoạch vào tháng 12](#). Chúng tôi kỳ vọng cho vay bán lẻ cũng sẽ phục hồi trong Q4/24, được thúc đẩy bởi thu nhập cá nhân cải thiện, tệp khách hàng lớn và thỏa thuận mới ký kết với F88.

NIM sẽ duy trì trong Q4/24 nhưng giảm nhẹ vào năm 2025 do lãi suất tiền gửi tăng

Chúng tôi dự phóng NIM sẽ duy trì ở mức 4,2% trong Q4/24 nhưng giảm nhẹ vào đầu năm 2025 do chi phí vốn sẽ tăng nhanh hơn lợi suất cho vay do lãi suất cho vay sẽ duy trì thấp nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế; tác động của gói hỗ trợ Yagi phủ bóng trong nửa đầu năm 2025; tỷ lệ cho vay/huy động của MBB tăng cao (81%), và áp lực tăng lãi suất tiền gửi nhằm đạt tăng trưởng GDP tham vọng. Điều này sẽ khiến NIM của MBB thu hẹp trong năm 2025.

Thu nhập phí thuần sẽ hồi phục nhờ thị trường bất động sản và bảo hiểm hồi phục

Chúng tôi dự phóng thu nhập ngoài lãi năm 2024 sẽ tăng trưởng 39,1%, nhờ thu nhập phí thuần Q4/24 tăng 15% svck, được thúc đẩy bởi thu nhập từ phí dịch vụ thanh toán và ngân quỹ cũng như thu nhập phí bảo hiểm tăng. MBB đã tận dụng tệp KHDN trong lĩnh vực bất động sản để bán chéo các dịch vụ thanh toán và ngân quỹ, và chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ tăng trong Q4/24 do Luật Đất đai mới và đầu tư công tăng sẽ hỗ trợ các nhà phát triển và nhà thầu BĐS. Thêm vào đó, chúng tôi dự phóng thu nhập phí bảo hiểm sẽ duy trì đã tăng khi thị trường bảo hiểm đang phục hồi.

Nợ xấu sẽ giảm nhưng áp lực dự phòng sẽ vẫn còn.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của MBB sẽ giảm xuống 1,96% trong Q4/24, từ mức 2,23% trong Q3/24, nhờ những nỗ lực của chính phủ trong việc giải quyết các vấn đề liên quan đến các dự án bất động sản và năng lượng tái tạo; sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ hơn và việc triển khai Thông tư 53. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ tăng lên 1,56% trong Q4/24 do Thông tư 02/23 hết hiệu lực vào cuối năm và Q4 là mùa cao điểm chạy tín dụng. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ xóa nợ sẽ giảm xuống 0,97%, hỗ trợ tỷ lệ bao phủ nợ xấu phục hồi lên 82% vào cuối năm 2024.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần svck	7,4%	5,3%	9,0%	20,7%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi svck	-9,9%	39,1%	5,0%	9,1%
Tăng trưởng chi phí dự phòng svck	-24,4%	50,7%	20,0%	38,2%
Tăng trưởng LN trước thuế svck	15,7%	4,6%	4,0%	10,4%
Tăng trưởng dư nợ cho vay svck	32,7%	21,2%	15,2%	15,2%
NIM	4,8%	4,2%	4,1%	4,3%
Tỷ lệ CASA	38,1%	37,0%	36,7%	36,7%
Tỷ lệ nợ xấu	1,6%	2,0%	1,8%	1,6%
Tỷ lệ nợ nhóm 2 / Tổng dư nợ	2,3%	1,7%	1,4%	1,4%
ROAE	23,5%	21,3%	18,8%	17,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

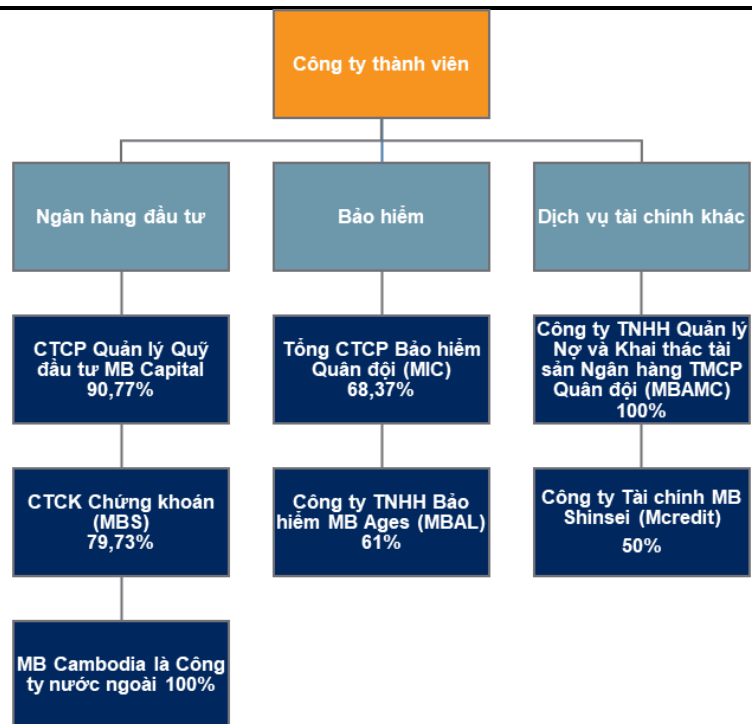
MBB - được thành lập với mục đích ban đầu là hỗ trợ các Doanh nghiệp Quân đội, sở hữu lợi thế của mô hình kinh doanh của cả ngân hàng quốc doanh (SOCBs) và ngân hàng tư nhân, bao gồm: được hỗ trợ bởi các cổ đông có tài chính mạnh và mô hình ngân hàng số.

MBB công bố đã nhận chuyển nhượng Oceanbank. Việc chuyển nhượng này giúp MBB nhận thêm 2% vào hạn mức tín dụng ban đầu (16%) của năm 2024.

MBB đi theo mô hình ngân hàng bán lẻ bằng cách tăng nhanh cho vay cá nhân lên gần 50%, với tốc độ tăng trưởng kép khách hàng cá nhân đạt 28% trong giai đoạn 2019-2023. Mô hình kinh doanh này mang lại cơ hội sinh lời cho ngân hàng trong việc bán chéo sản phẩm và thúc đẩy hơn nữa quy mô doanh thu. MBB đã xây dựng một hệ sinh thái toàn diện cung cấp tất cả các sản phẩm tài chính thiết yếu nhằm thúc đẩy hoạt động bán chéo. Các công ty con của MBB đóng góp khoảng 8% vào LNTT của Tập đoàn.

Nhờ mối quan hệ tốt với các doanh nghiệp thuộc Quân đội, MBB được biết đến với tỷ lệ CASA cao. Tỷ lệ CASA của MBB xếp cao nhất toàn ngành vào năm 2023, đạt 38,1%. Với 7/20 doanh nghiệp liên quan đến quân đội hoạt động trong xây dựng, MBB có lợi thế trong việc xây dựng hệ thống tài khoản thanh toán quy mô lớn trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Nhờ mối quan hệ với các tập đoàn thuộc quân đội, MBB có thể duy trì quy mô doanh thu trong bối cảnh nợ xấu gia tăng.

Hình 1: Hệ sinh thái của MBB



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Chất lượng tài sản suy giảm

Hình 2: So sánh KQKD (tỷ đồng trừ khi có ghi chú khác)

Kết quả kinh doanh	Q3/24	Q3/23	% svck	Q2/24	% sv quý trước	9T24	9T23	% svck	Dự phóng năm 2024	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	10.417	9.812	6,2%	10.531	-1,1%	30.010	29.520	1,7%	41.073	73,1%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi do tín dụng 9T24 tăng mạnh 13,4% (+3,7% sv quý trước, cao hơn dự phóng trước đó là +2% sv quý trước); tuy nhiên, NIM Q3/24 giảm xuống 4,24%, thấp hơn so với dự phóng 4,39%. Thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi do thu nhập phi thuần Q3/24, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu thu nhập ngoài lãi, giảm 17,7% svck, trái ngược với dự phóng trước đó là tăng +15% svck.
Thu nhập ngoài lãi	2.287	2.253	1,5%	3.598	-36,4%	8.840	6.035	46,5%	12.928	68,4%	Thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi do tỷ lệ chi phí/thu nhập Q3/24 giảm xuống 29,6%, thấp hơn dự phóng trước đó là 30,4%.
Tổng thu nhập HĐKD	12.704	12.065	5,3%	14.129	-10,1%	38.850	35.556	9,3%	54.001	71,9%	Thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi do MBB thận trọng trích lập dự phòng trong Q3/24 (dự phóng cụ thể: -5% sv quý trước, dự phòng chung: -58% sv quý trước).
Chi phí hoạt động	(3.756)	(3.334)	12,7%	(4.491)	-16,4%	(11.761)	(11.037)	6,6%	(16.575)	71,0%	Thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi do MBB thận trọng trích lập dự phòng trong Q3/24 (dự phóng cụ thể: -5% sv quý trước, dự phòng chung: -58% sv quý trước).
Lợi nhuận trước dự phòng	8.948	8.731	2,5%	9.639	-7,2%	27.089	24.519	10,5%	37.425	72,4%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Chi phí dự phòng	(1.640)	(1.447)	13,3%	(2.006)	-18,2%	(6.353)	(4.500)	41,2%	(9.897)	64,2%	
Lợi nhuận trước thuế	7.308	7.284	0,3%	7.633	-4,3%	20.736	20.019	3,6%	27.528	75,3%	
Lợi nhuận sau thuế	5.790	5.773	0,3%	6.027	-3,9%	16.350	15.690	4,2%	21.656	75,5%	

Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tỷ lệ chính của MBB theo quý

Các chỉ số chính	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	82,3%	81,9%	85,7%	82,0%	81,3%	78,0%	75,4%	74,5%	82,0%	
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	17,7%	18,1%	14,3%	18,0%	18,7%	22,0%	24,6%	25,5%	18,0%	
Tỷ lệ cho vay/huy động (trần quy định: 85%)	80,0%	77,4%	77,0%	77,9%	80,8%	77,8%	83,2%	82,1%	81,0%	
NIM (Dự phóng cả năm)	5,74%	5,72%	5,73%	5,37%	5,27%	4,95%	4,05%	4,27%	4,26%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,04%	1,09%	1,76%	1,44%	1,89%	1,60%	2,49%	1,64%	2,23%	
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	207,7%	238,0%	138,3%	156,1%	122,0%	117,0%	80,1%	101,7%	68,8%	
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	0,91%	3,23%	1,57%	0,96%	1,10%	1,11%	1,77%	1,24%	0,95%	
Chi phí / Thu nhập (CIR)	33,9%	30,9%	29,9%	35,8%	27,6%	33,0%	29,2%	31,8%	29,6%	
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	13,3%	44,1%	22,1%	16,2%	16,6%	20,2%	31,8%	20,8%	18,3%	
ROAE	26,6%	17,7%	24,4%	22,9%	26,6%	21,6%	18,3%	23,5%	21,6%	
ROAA	3,0%	2,0%	2,7%	2,5%	2,8%	2,3%	2,0%	2,6%	2,3%	
Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)	11,3%	11,5%	11,7%	11,3%	11,3%	10,8%	11,3%	11,1%	11,4%	

Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Thu nhập lãi trở lại là động lực chính cho doanh thu Q3/24

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong Q3/24 tăng 5,3% svck (-10,1% sv quý trước), chủ yếu nhờ thu nhập lãi (NII) tăng 6,2% svck (-1,1% sv quý trước). Tỷ trọng đóng góp của NII vào TOI đã nâng lên 82% trong Q3/24 (+7,5 điểm % sv quý trước), nhờ tăng trưởng tín dụng của MBB (+13,4% sv đầu năm, +3,7% sv quý trước) vượt xa trung bình ngành (+9% sv đầu năm) vào cuối Q3/24. Trong khi đó, MBB giảm tỷ trọng của thu nhập ngoài lãi (non-NII) vào doanh thu xuống còn 18% do Non-NII chỉ tăng 1,5% svck (-36,4% sv quý trước).

Ưu tiên tăng trưởng tín dụng hơn duy trì NIM

Biên lãi thuần giảm nhẹ xuống 4,2% trong Q3/24 (-79 điểm cơ bản svck, -34 điểm cơ bản sv quý trước) do tác động từ việc MBB tăng cho vay cho khách hàng doanh nghiệp (+3,5 điểm % svck, +0,3 điểm % sv quý trước); MBB tăng cho vay ngắn hạn (+2,7 điểm % svck, -0,4 điểm % sv quý trước) và tỷ lệ CASA của MBB giảm (-177 điểm cơ bản svck, -215 điểm cơ bản sv quý trước). Điều

này phần nào cho thấy MBB đã tận dụng tệp KHDN lớn của mình (chiếm hơn 55% tổng dư nợ) để đẩy tín dụng dưới áp lực của Ngân hàng Nhà nước.

Trích lập dự phòng thận trọng thúc đẩy lợi nhuận

Tỷ lệ chi phí/ thu nhập (CIR) Q3/24 giảm xuống còn 29,6%, từ 31,8% trong Q2/24, dẫn đến tỷ lệ CIR 9T24 giảm 77 điểm cơ bản. Cùng với đó, tỷ lệ chi phí tín dụng giảm xuống còn 1,3% (-19 điểm cơ bản sv quý trước), khiến chi phí dự phòng 9T24 chỉ hoàn thành 62% dự báo cả năm của chúng tôi. Điều này đã hỗ trợ lợi nhuận ròng 9T24 hoàn thành 75,5% dự báo.

Chất lượng tài sản suy giảm do áp lực từ các khoản nợ liên đới CIC

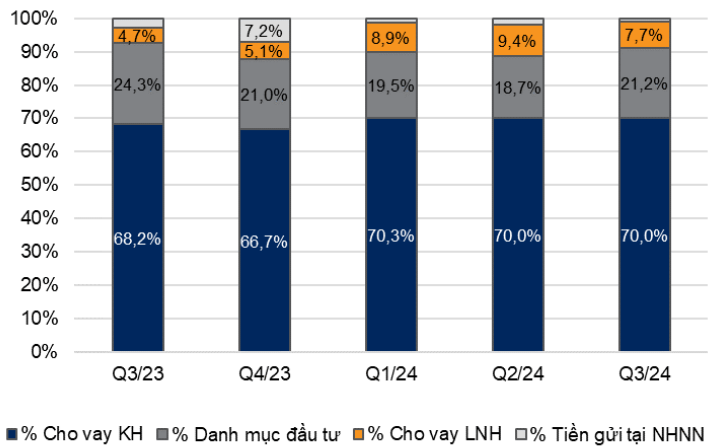
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) Q3/24 tăng trở lại lên mức 2,2% (+60 điểm cơ bản sv quý trước) sau khi giảm 85 điểm cơ bản trong Q2/24, trong đó nợ nhóm 3 tăng mạnh nhất (+65,2% sv quý trước). Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên 1,89% (+5 điểm cơ bản sv quý trước) do ngân hàng đẩy thêm tín dụng trong Q3/24, sau khi tín dụng đã tăng vọt trong Q2/24 và doanh số bán lẻ tăng trưởng yếu do ảnh hưởng của bão Yagi.

Mặc dù nợ xấu gia tăng, MBB vẫn trích lập chi phí dự phòng khá thận trọng (chi phí dự phòng cụ thể: -5% sv quý trước) và duy trì tỷ lệ xóa nợ cao (Q3/24: 1,21% so với Q3/23: 0,60% và Q2/24: 1,88%) để hỗ trợ lợi nhuận. Điều này đã làm giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu của MBB xuống còn 69%, mức thấp nhất kể từ cuối năm 2017, và do vậy nếu ngân hàng có động thái tăng cường trích lập dự phòng trong Q4/24 có thể gây ảnh hưởng đến lợi nhuận cuối năm.

Figure 4: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của MBB

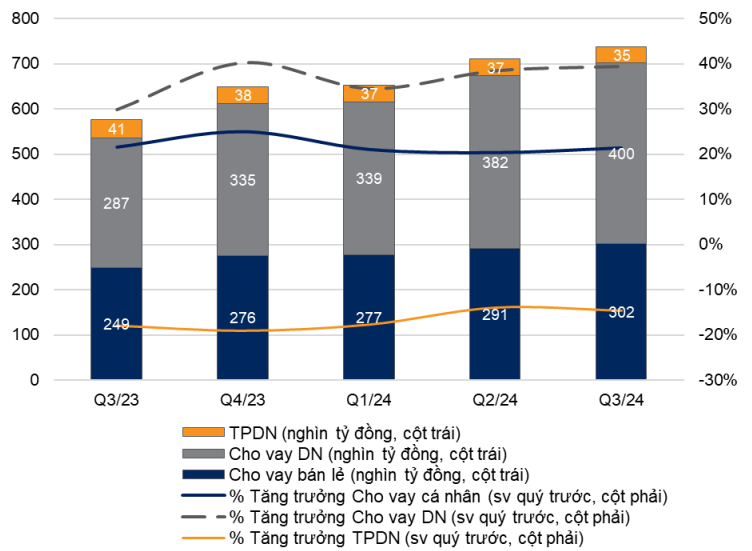
Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Tăng cho vay khách hàng và trái phiếu TCTD để hưởng lãi suất cao hơn

- Tài sản sinh lãi (IEA) tăng +4% sv quý trước (+27,5% svck) trong Q3/24 nhờ tăng trưởng cho vay khách hàng (+4% sv quý trước, +30,9% svck) và danh mục đầu tư (+18% sv quý trước, +11% svck). Đến cuối 9T24, cho vay khách hàng, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong IEA (70%), tăng 14,9% sv đầu năm, được dẫn dắt bởi cho vay doanh nghiệp (+19,4% sv đầu năm, cao hơn cho vay bán lẻ: +9,4% sv đầu năm). Tỷ trọng của danh mục đầu tư trong IEA tăng lên 21,2% (+2,5 điểm % sv quý trước) do MBB tăng đầu tư vào trái phiếu của các tổ chức tín dụng (TCTD) (+36,2% sv quý trước, +64,4% svck)
- Ngược lại, tỷ trọng của cho vay liên ngân hàng (LNH) và tiền gửi tại NHNN trong IEA giảm xuống lần lượt còn 7,7% (-1,6 điểm % sv quý trước) và 1,1% (-0,8 điểm % sv quý trước) trong Q3/24, do MBB tập trung mở rộng cho vay khách hàng và đầu tư trái phiếu TCTD, mang lại lãi suất cao hơn so với cho vay trên thị trường liên ngân hàng hoặc gửi tại NHNN.



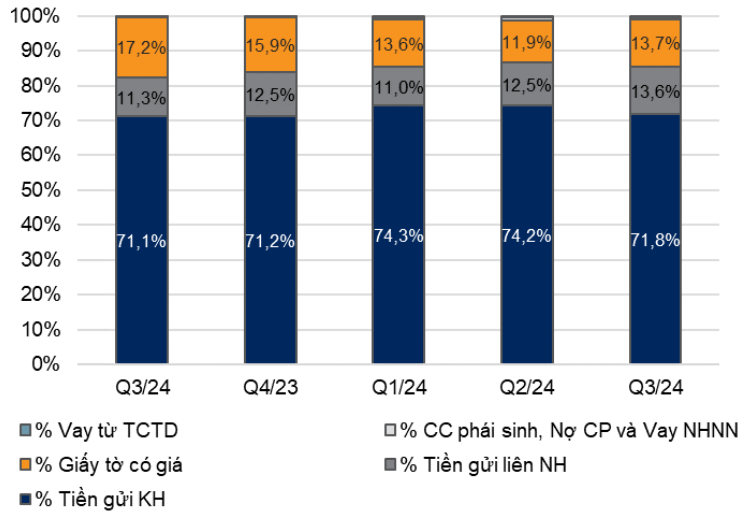
Cơ cấu tín dụng và tăng trưởng: Cho vay KHDN thúc đẩy tăng trưởng tín dụng 9T24

- Trong Q3/24, MBB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 13,4% sv đầu năm (+3,7% sv quý trước), mức tăng trưởng tín dụng cao thứ 5 trong hệ thống (Hình 6). MBB tiếp tục tận dụng tệp khách hàng doanh nghiệp (KHDN) để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong Q3/24, khi tăng trưởng cho vay KHDN (+39,4% svck, +19,4% sv đầu năm) vẫn cao hơn đáng kể so với tăng trưởng cho vay bán lẻ (+21,3% svck, +9,4% sv đầu năm).
- Trong Q3/24, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) của MBB giảm -14,6% svck (-9,1% sv đầu năm). Tuy nhiên, tốc độ giảm của TPDN đã chậm lại khi thị trường TPDN xuất hiện những dấu hiệu phục hồi tích cực, với giá trị phát hành TPDN, dẫn đầu bởi các đợt phát hành riêng lẻ, tăng mạnh trong Q3/24 (+29,8% sv quý trước và +33,9% svck).



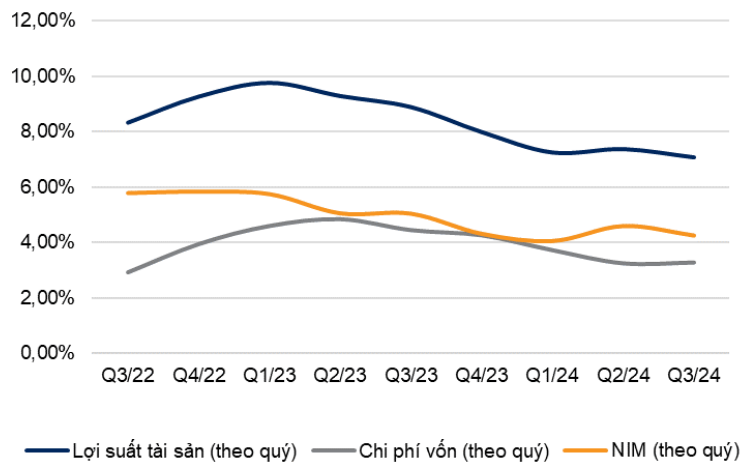
Cơ cấu huy động (IBL): Tăng huy động từ tiền gửi liên ngân hàng và giấy tờ có giá

- Trong Q3/24, tổng cơ cấu huy động (IBL) của MBB tăng 4,8% sv quý trước (+29,6% svck), nhờ tăng trưởng tiền gửi khách hàng (+1,4% sv quý trước), tiền gửi liên ngân hàng (+13,8% sv quý trước), giấy tờ có giá (+20,3% sv quý trước), và huy động từ các tổ chức tín dụng khác (+1,6% sv quý trước). Tiền gửi KH trong 9T24 tăng 10,6%, thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng tín dụng (14,9% trong cùng kỳ), chủ yếu được dẫn dắt bởi tiền gửi cá nhân (+19,6% sv đầu năm). Điều này đã thúc đẩy MBB tăng huy động từ các kênh khác. Do đó, tỷ trọng của tiền gửi LNH và giấy tờ có giá trong tổng IBL đã tăng lên lần lượt 13,6% (+1,1 điểm % sv quý trước) và 13,7% (+1,8 điểm % sv quý trước), trong khi tỷ trọng huy động từ các tổ chức tín dụng khác vẫn duy trì ở mức 0,4% (+0 điểm % sv quý trước).
- Ngược lại, tỷ trọng CC phái sinh cùng với các khoản nợ Chính phủ và tiền gửi NHNN trong IBL giảm 0,4 điểm % sv quý trước



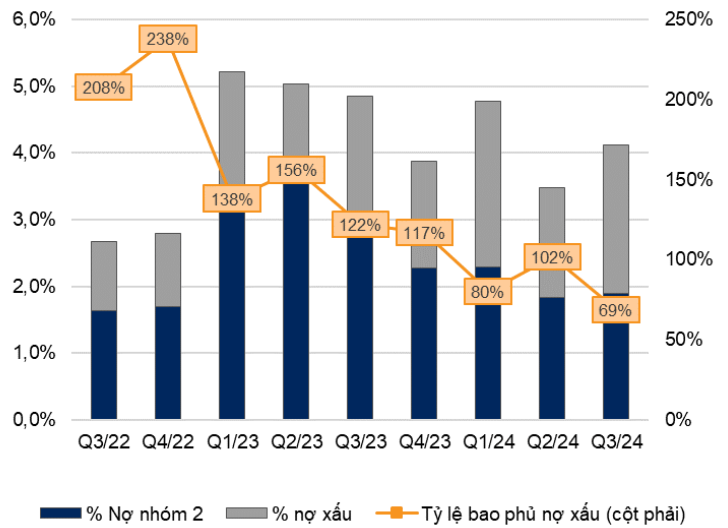
Diễn biến biên lợi nhuận (NIM): NIM không duy trì được đà phục hồi

- NIM Q3/24 giảm xuống còn 4,24% (-34 điểm cơ bản sv quý trước) sau khi đã phục hồi lên 4,58% trong Q2/24 (+54 điểm cơ bản sv quý trước), do lợi suất tài sản (AY) (-30 điểm cơ bản sv quý trước, -179 điểm cơ bản svck), giảm nhiều hơn chi phí vốn (COF) (+3 điểm cơ bản sv quý trước, -118 điểm cơ bản svck). Lợi suất tài sản giảm do MBB: 1) triển khai các gói lãi suất hỗ trợ sau bão Yagi, 2) chịu tác động kéo dài của việc giảm lãi suất trong năm 2023, và 3) tăng cho vay doanh nghiệp trong bối cảnh nhu cầu vay bán lẻ yếu trong năm 2024, với lãi suất thấp hơn cho vay bán lẻ.
- Ngược lại, COF trong Q3/24 tăng nhẹ lên 3,27% từ mức 3,24% trong Q2/24, do MBB: 1) tăng lãi suất tiền gửi để thu hút thêm tiền gửi khách hàng, và 2) phát hành tổng giá trị trái phiếu 14 nghìn tỷ đồng (tương đương ~12% tổng giá trị giấy tờ có giá Q3/24 của MBB) với lãi suất 5,45% nhằm hỗ trợ cho vay trung và dài hạn.



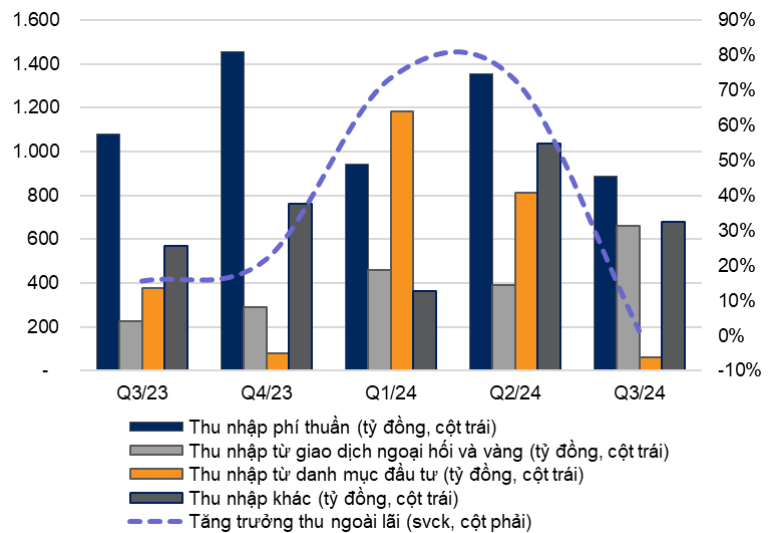
Chất lượng tài sản: Nợ xấu tăng vọt do nợ liên đới CIC

- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) trong Q3/24 tăng lên 2,23% (+60 điểm cơ bản sv quý trước, +35 điểm cơ bản svck), trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhẹ lên 1,89% (+5 điểm cơ bản sv quý trước, -108 điểm cơ bản svck). MBB cho biết nguyên nhân chính dẫn đến nợ xấu tăng trong Q3/24 là do các khoản nợ liên đới CIC (chi tiết về nợ liên đới CIC trong [báo cáo trước đây của chúng tôi](#)). Đối với các khoản nợ liên đới CIC, ngay cả khi nợ xấu không bắt nguồn từ MBB, các khoản nợ này vẫn phản ánh rằng khách hàng của MBB đang gặp khó khăn trong việc trả nợ.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống 69%, là mức thấp nhất từ cuối năm 2017, do tác động của nợ xấu gia tăng, chi phí tín dụng giảm còn 1,3% (-19 điểm cơ bản sv quý trước) và tỷ lệ xóa nợ cao (Q3/24: 1,21% so với Q3/23: 0,6%). Mặc dù NPL tăng, dự phòng cụ thể của MBB đã giảm 5% sv quý trước (+12% svck), từ đó, chúng tôi cho rằng các khoản nợ xấu liên đới nhiều khả năng đến những khách hàng cũ của MBB, với các khoản vay đã được trích lập dự phòng trước đó. Dự phòng chỉ tăng nhẹ đã giúp cải thiện ROE của MBB, khi vốn điều lệ của MBB sẽ tăng lên 53,1 nghìn tỷ đồng trong Q4/24, khi 19 triệu cổ phiếu phát hành qua ESOP được niêm yết.



Cơ cấu thu nhập ngoài lãi (Non-IL): Tăng trưởng nhẹ do thu nhập phí thuần giảm.

- Thu ngoài lãi Q3/24 tăng nhẹ 1,5% svck (-36,4% sv quý trước), ảnh hưởng bởi thu nhập từ phí thuần (NFI) (-17,7% svck, -34,4% sv quý trước) và thu nhập từ danh mục đầu tư (-84,0% svck, -92,6% sv quý trước) giảm. Thu nhập từ phí thuần, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu Non-IL (39%), giảm do thu nhập từ dịch vụ chứng khoán và môi giới giảm mạnh (-37,9% svck) cùng với các khoản thu nhập phí khác giảm (-20,6% svck).
- Ngược lại, thu nhập từ kinh doanh vàng và ngoại hối tăng 194% svck (+67,9% sv quý trước), nhờ môi trường thuận lợi cho các công cụ phái sinh tiền tệ (thu nhập từ công cụ phái sinh Q3/24: +17,5% svck, +24,9% sv quý trước).
- Thu nhập khác trong Q3/24 tăng 18,8% svck (nhưng giảm -34,5% sv quý trước), với thu nhập từ thu hồi nợ xấu, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu thu nhập khác (77%), tăng 35% svck do MBB đẩy mạnh hoạt động thu hồi nợ.



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2024-25: Động lực từ tăng trưởng đầu tư công

Hình 5: Thay đổi dự phóng KQKD (Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới				Thay đổi		Nhận xét
	2024	2025	2024	%svck	2025	%svck	2024	2025	
Thu nhập lãi	41.073	46.107	40.734	5,3%	44.407	9,0%	-0,8%	-3,7%	Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng tín dụng của MBB ở mức 21%. Tăng trưởng tín dụng 9T24 đạt 14,9% (~70% so với dự phóng) và chúng tôi kỳ vọng dư nợ cho vay khách hàng sẽ tăng mạnh trong quý cuối cùng, do cho vay KH của MBB trong quý 4 trung bình tăng 9% sv quý trước trong 5 năm gần đây. Chúng tôi dự phóng NIM cuối năm 2024 sẽ giảm nhẹ do: 1) lãi suất cho vay dự kiến duy trì ở mức thấp; 2) lãi suất tiền gửi tăng nhẹ; và 3) huy động vốn qua giấy tờ có giá với lãi suất cao hơn tăng.
Thu nhập ngoài lãi	12.928	13.841	11.994	39,1%	12.598	5,0%	-7,2%	-9,0%	Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng thu nhập phí (theo quý) ở mức 15% svck, với kỳ vọng MBB sẽ đẩy mạnh thu nhập phí cùng với đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong Q4/24. Tuy nhiên, dự phóng tăng trưởng thu nhập phí thuần (theo năm) của chúng tôi giảm xuống còn 19% svck (từ 27,6% svck), do thu nhập phí thuần Q3/24 giảm mạnh. Trong khi đó, chúng tôi duy trì dự phóng thu nhập từ ngoại hối và tỷ giá (theo quý) sẽ giảm 5% svck, do chúng tôi tin rằng các đợt cắt giảm lãi suất của FED trong tương lai sẽ hạn chế hoạt động giao dịch ngoại hối do chênh lệch lãi suất giữa USD và VND thu hẹp.
Tổng thu nhập hoạt động	54.001	59.948	52.729	11,5%	57.006	8,1%	-2,4%	-4,9%	
Chi phí hoạt động	(16.575)	(18.478)	(16.049)	-207,6%	(17.384)	8,3%	-3,2%	-5,9%	Chúng tôi giảm nhẹ dự phóng tỷ lệ CIR xuống còn 30,4%, từ mức 30,7%, chủ yếu do CIR trong Q3/24 giảm xuống 29,6%, thấp hơn dự phóng trước đó của chúng tôi là 31,4%.
LN trước dự phóng	37.425	41.470	36.680	13,2%	39.622	8,0%	-2,0%	-4,5%	
Chi phí dự phóng	(9.897)	(10.459)	(9.170)	-250,7%	(11.008)	20,0%	-7,3%	5,3%	Chúng tôi nâng dự phóng chi phí tín dụng (theo quý) lên 1,56%, từ 1,49%, do chúng tôi cho rằng MBB sẽ tăng cường trích lập dự phòng khi LLR Q3/24 giảm xuống còn 69%, mức thấp kỷ lục. Tuy nhiên, dự phóng chi phí tín dụng (theo năm) của chúng tôi giảm xuống còn 1,36%, từ 1,47% trong dự phóng trước đó, do chi phí tín dụng Q3/24 giảm còn 1,3%, thấp hơn đáng kể so với dự phóng trước đó của chúng tôi là 1,49%.
LN trước thuế	27.528	31.011	27.510	4,6%	28.614	4,0%	-0,1%	-7,7%	
LN ròng	21.656	24.365	21.716	5,0%	22.671	4,4%	0,3%	-7,0%	

Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

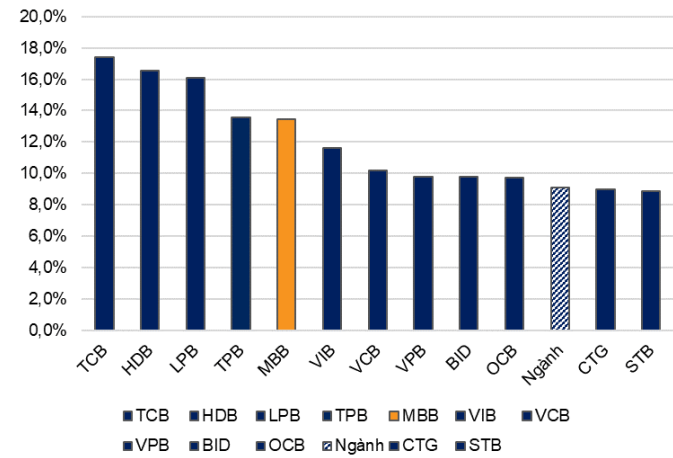
Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhờ cho vay doanh nghiệp và phục hồi từ thu nhập cá nhân

Chúng tôi kỳ vọng dư nợ tín dụng của MBB trong Q4/24 sẽ tăng mạnh 5,2% sv quý trước (+19% sv đầu năm), nhờ cho vay doanh nghiệp và thu nhập cá nhân phục hồi, từ đó thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) và tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong năm 2024, lần lượt đạt 5,3% svck và 11,5% svck. Tín dụng 9T24 chủ yếu được dẫn dắt bởi cho vay doanh nghiệp, với tỷ trọng trong cơ cấu cho vay khách hàng mở rộng liên tiếp trong ba quý, đạt 54,3% trong Q3/24. Chúng tôi kỳ vọng khách hàng doanh nghiệp sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng Q4/24 nhờ: 1) đầu tư công tăng để thúc đẩy nền kinh tế, giúp các doanh nghiệp liên quan đến quân đội được hưởng lợi; và 2) kinh tế sẽ phục hồi rõ nét hơn khi bước sang năm 2025.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng cho vay bán lẻ sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong Q4 dựa trên kỳ vọng về: 1) thu nhập cá nhân tại Việt Nam sẽ phục hồi rõ rệt hơn; 2) MBB sẽ tận dụng tốt cơ sở khách hàng rộng lớn và mối quan hệ với các doanh nghiệp liên quan đến quân đội; và 3) MBB tận dụng quan hệ đối tác với các tổ chức tín dụng khác để mở rộng tập khách hàng bán lẻ. Theo quý, chúng tôi nhận thấy cho vay bán lẻ của MBB (+4,7% sv quý trước, +21,3% svck) bắt đầu phục hồi nhanh hơn so với cho vay doanh nghiệp (+3,8% sv quý trước) trong Q3/24, nhờ thu nhập cá nhân cải thiện lên mức 7,6 triệu đồng (+1,9% sv quý trước, +7,3% svck). Vào ngày 16/12, MBB và [F88](#), công ty dịch vụ tài chính nổi bật của Việt Nam chuyên về cho vay cá nhân và dịch vụ cầm đồ, đã chính

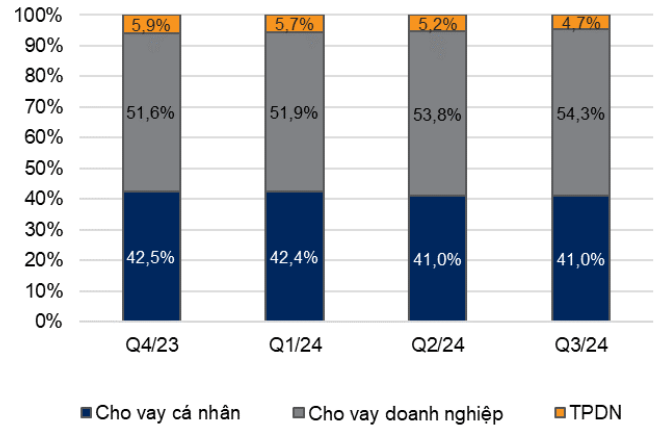
thức ký kết thỏa thuận hợp tác toàn diện. Chúng tôi kỳ vọng sự hợp tác này sẽ giúp MBB mở rộng tệp khách hàng bán lẻ tại nông thôn và tăng cường cung cấp các khoản vay bán lẻ qua nền tảng F88.

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng 9T24 của MBB xếp thứ 5 trong toàn ngành ngân hàng



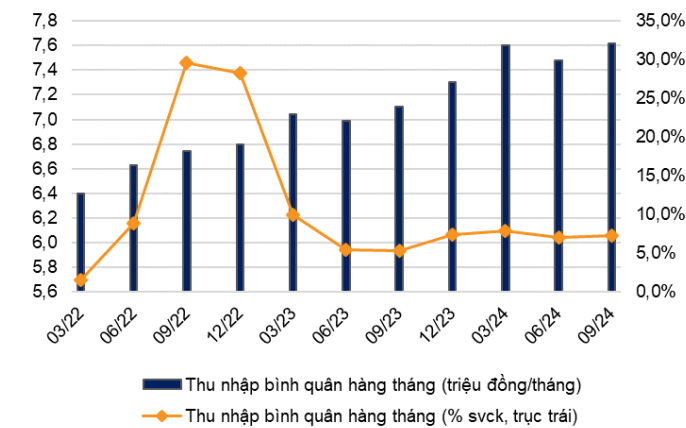
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tỷ trọng cho vay doanh nghiệp trong cho vay khách hàng mở rộng trong ba quý liên tiếp



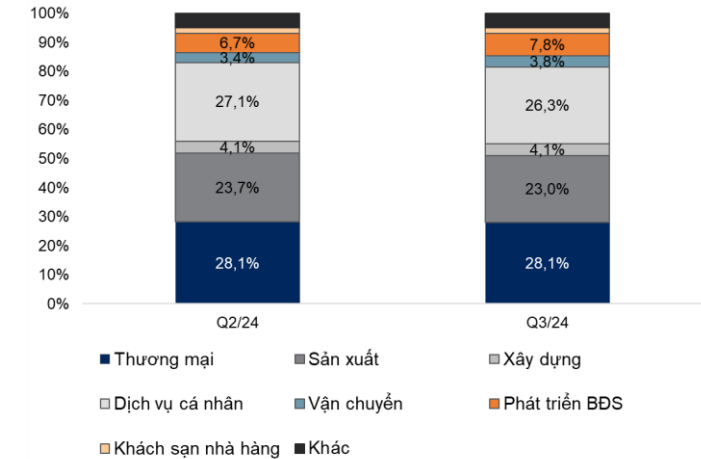
Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Thu nhập bình quân hàng tháng của cá nhân tại Việt Nam phục hồi trong Q3/24 với tốc độ tăng trưởng svck cao hơn Q3/23 (Q3/24: +7,3% svck, Q3/23: +5,3% svck)



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tỷ trọng cho vay bất động sản tăng lên trong Q3/24



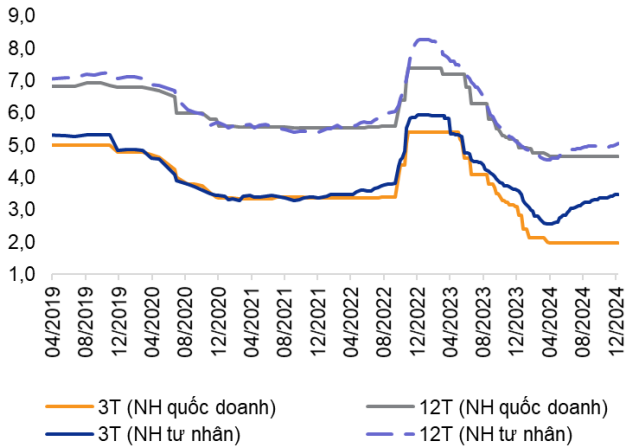
Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

NIM sẽ duy trì ổn định trong Q4/24 nhưng thu hẹp nhẹ trong năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ duy trì ở mức 4,2% trong Q4/24 trước khi giảm nhẹ vào đầu năm 2025, do chi phí huy động vốn (COF) sẽ tăng nhanh hơn lợi suất tài sản (AY). Chúng tôi dự báo COF sẽ tăng mạnh hơn AY do: 1) lãi suất cho vay vẫn được duy trì ở mức thấp để kích thích nền kinh tế; 2) tác động của các gói hỗ trợ hậu bão Yagi sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2025; và 3) lãi suất tiền gửi dự kiến sẽ tăng trong năm 2025.

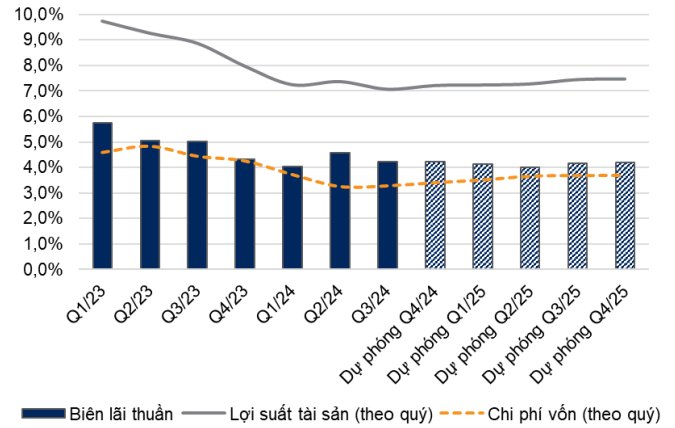
Thủ tướng Chính phủ muốn tăng trưởng GDP đạt 8% cho năm 2025, đòi hỏi hệ thống ngân hàng phải đạt được mức tăng trưởng tín dụng cao hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi sẽ tăng do các ngân hàng (đặc biệt với những ngân hàng có tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) cao) phải chạy đua huy động vốn nhằm đáp ứng tăng trưởng tín dụng tham vọng.

Hình 10: Lãi suất tiền gửi bắt đầu tăng từ T4/24. Chúng tôi dự phóng lãi suất tiền gửi 12 tháng sẽ tăng lên 4,9%-5,0% trong năm 2025.



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Chúng tôi dự phóng NIM sẽ giữ ổn định trong Q4/24 nhưng giảm nhẹ vào đầu năm 2025



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

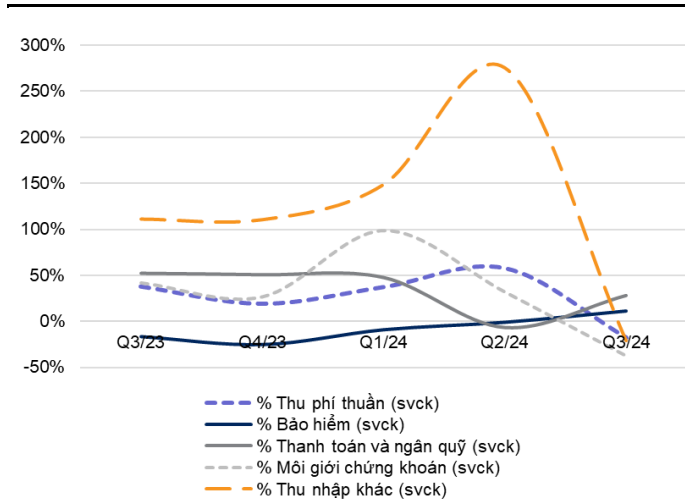
Thu nhập từ phí thuần sẽ phục hồi nhờ sự khởi sắc của thị trường bất động sản và bảo hiểm

Chúng tôi kỳ vọng Non-Il năm 2024 sẽ tăng mạnh 39,1%, với động lực chính là thu nhập phí thuần (NFI) tăng 15% svck trong Q4/24. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng của NFI sẽ được thúc đẩy bởi thu nhập từ phí thanh toán và ngân quỹ cùng với phí bảo hiểm tăng, nhờ thị trường bất động sản và bảo hiểm già đồng.

Thu nhập từ phí thanh toán và ngân quỹ Q3/24 tăng 29% svck (+5% sv quý trước), theo sau tăng trưởng cho vay BĐS (+1,2 điểm % sv quý trước, +1,4 điểm % svck) do MBB tận dụng tệp KHDN trong ngành này để bán chéo dịch vụ. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ mảng này sẽ tiếp tục tăng trong Q4/24, nhờ Luật Đất đai sửa đổi và đầu tư công tăng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà phát triển và nhà thầu bất động sản, qua đó thúc đẩy bán chéo dịch vụ này.

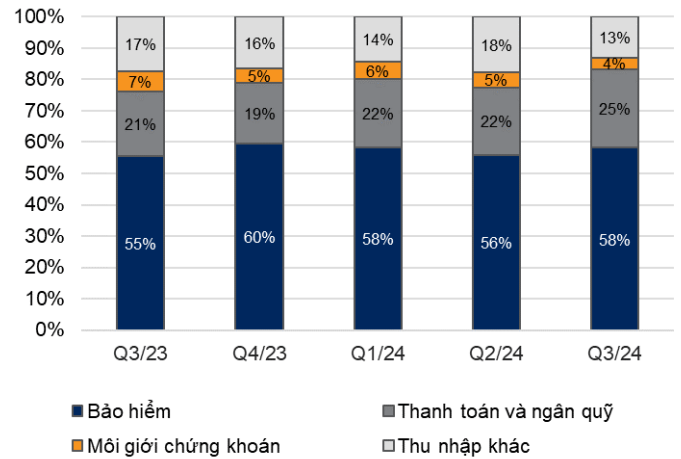
Thu nhập từ phí bảo hiểm cũng được kỳ vọng duy trì đà tăng nhờ thị trường bắt đầu phục hồi, góp phần thúc đẩy NFI. Thu nhập từ phí bảo hiểm của MBB trong Q3/24 tăng 11% svck (-4% sv quý trước), trong bối cảnh doanh thu phí bảo hiểm của ngành tăng 6,9% svck bất chấp tác động của bão Yagi, chủ yếu nhờ bảo hiểm phi nhân thọ. Đây cũng là quý đầu tiên kể từ Q2/23 mà doanh thu phí bảo hiểm ghi nhận tăng trưởng dương, cho thấy sự khởi sắc của thị trường này.

Hình 12: Thu nhập từ phí thanh toán và ngân quỹ và phí bảo hiểm là động lực chính thúc đẩy thu nhập phí thuần (NFI) trong Q3/24



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tỷ trọng thu nhập từ phí bảo hiểm của MBB trong NFI tăng nhẹ trong Q3/24 theo sau sự phục hồi của doanh thu phí bảo hiểm (+6,9% sv cùng kỳ)



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Nợ xấu sẽ giảm, nhưng áp lực trích lập dự phòng vẫn cao

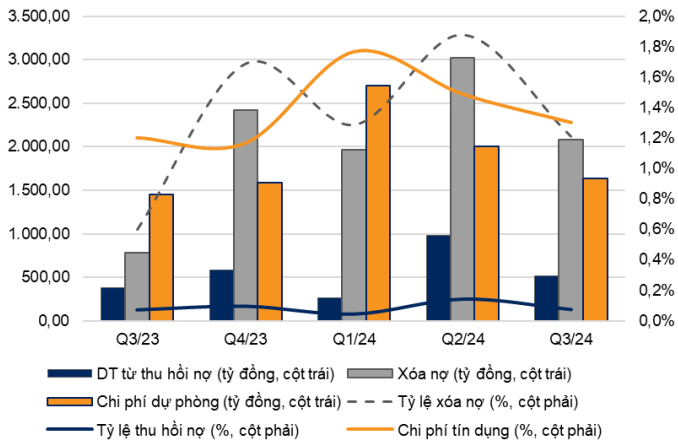
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL của MBB sẽ giảm xuống còn 1,96% trong Q4/24 từ mức 2,23% trong Q3/24, nhờ vào: 1) chính phủ tập trung tháo gỡ khó khăn cho các dự án bất động sản và năng lượng tái tạo; 2) sự phục hồi của nền kinh tế sẽ cải thiện khả năng trả nợ của người vay; 3) thông tư 53, quy định giữ nguyên nhóm nợ trước khi xảy ra bão Yagi, có hiệu lực từ ngày 4/12/2024.

Chúng tôi cho rằng các khoản nợ liên đới CIC trong Q3/24 đã được phân loại lại về nhóm 1 vào đầu Q4/24, khi các khách hàng cũ của MBB hoàn thành nghĩa vụ tài chính nhờ sự phục hồi của nền kinh tế. Tuy nhiên, MBB chưa công bố cụ thể số dư nợ được phân loại lại về nhóm 1.

Ngược lại, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng trong Q4/24 sẽ tăng lên 1,56%, từ mức 1,3% trong Q3/24, do: 1) thông tư 02/23 của Ngân hàng Nhà nước sẽ hết hiệu lực vào cuối năm nay, có thể làm tăng áp lực trích lập dự phòng trong Q4/24 và 2) Q4/24 sẽ là mùa cao điểm cho tăng trưởng tín dụng.

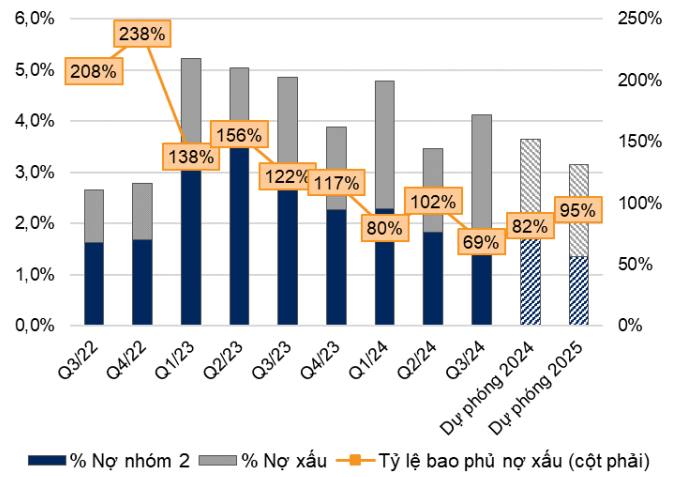
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ xóa nợ sẽ giảm xuống 0,97% trong Q4/24, từ mức 1,21% trong Q3/24, do: 1) nợ xấu trong hệ thống ngân hàng dự kiến sẽ giảm trong Q4/24; 2) MBB sẽ giảm tỷ lệ xóa nợ để hỗ trợ tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) thấp trong Q3/24 (69%). Trong trường hợp này, LLR sẽ phục hồi lên mức 82% vào cuối năm 2024.

Hình 14: MBB giảm tỷ lệ xóa nợ khi LLR giảm xuống 69%, mức thấp nhất được ghi nhận



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chúng tôi dự phóng tỷ lệ NPL sẽ giảm trong Q4/24, từ đó giúp LLR tăng lên 82% vào cuối năm 2024



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

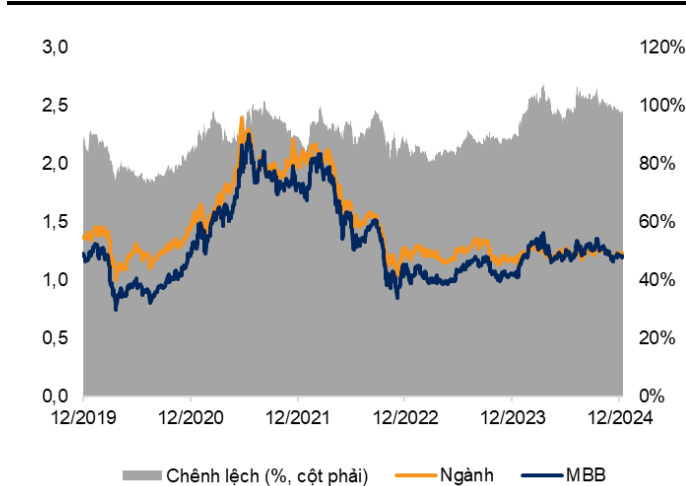
Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 30.000 đồng

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số 50% để đưa ra giá mục tiêu 30.000 đồng cho MBB. Chúng tôi điều chỉnh giả định chi phí vốn chủ sở hữu với mức lãi suất phi rủi ro thấp hơn là 2,66% (so với 2,79% trước đây), theo lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm của VBMA vào ngày 30/9, và duy trì tỷ lệ phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu ở mức 7,78% (theo [NYU](#)).

Với phương pháp định giá tương đối, chúng tôi áp dụng tỷ lệ P/B mục tiêu là 1,1x, tương đương với mức P/B hiện tại của ngành ngân hàng (1,2x) nhân với 90,2% - mức chênh lệch trung bình 5 năm giữa P/B của MBB và ngành. Hiện tại, MBB đang giao dịch ở mức P/B 1,21x (~ với mức chênh lệch 98,8%), và chúng tôi cho rằng mức giá này là hợp lý do chúng tôi dự phóng ROE cuối năm 2024 sẽ thấp hơn so với năm 2023.

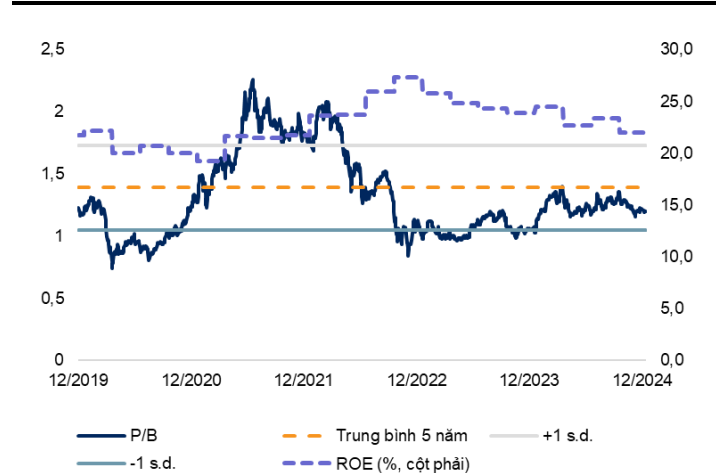
Vào ngày 25/12/2024, MBB đã thông báo phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 15%, ngày đăng ký cuối cùng là 08/01/2025. Nguồn vốn để phát hành cổ phiếu trả cổ tức được lấy từ lợi nhuận chưa phân phối trong năm 2023. Sau ngày giao dịch không hưởng quyền, giá cổ phiếu sẽ điều chỉnh giảm tương ứng với tỷ lệ cổ tức đã phân phối.

Hình 16: MBB đang giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu (1,4x) và P/B trung bình 5 năm của ngành (1,5x).



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/B của MBB vẫn duy trì dưới mức P/B trung bình 5 năm của ngân hàng do ROE giảm.



Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá thu nhập thặng dư, dựa trên các ước tính của chúng tôi.

Giả định chính	Q4/24	2025	2026	2027	2028	Nam cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Phần bù rủi ro	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
% ROE	21%	19%	18%	19%	18%	17%
Tăng trưởng dài hạn (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)						2,0%
Thu nhập thặng dư	2.468	8.470	8.400	11.315	12.279	80.928
Tỷ lệ chiết khấu	0,97	0,86	0,76	0,68	0,60	0,60
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	2.394	7.289	6.409	7.655	7.367	48.552
Giá trị sổ sách đầu kỳ	105.802					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	31.114					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	48.552					
Giá trị vốn chủ sở hữu	185.468					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5.306					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	34.952					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá mục tiêu, dựa trên ước tính của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	34.952	17.476
Hệ số P/B (1,1 lần giá trị sổ sách 2024-25)	50%	25.011	12.506
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			29.982
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			30.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với ROE cuối kỳ và chi phí vốn chủ

Chi phí vốn cổ phần	34.952	ROE				
		15,00%	16,00%	17,00%	18,00%	19,00%
11%	37.926	40.795	43.663	46.532	49.401	
12%	33.799	36.278	38.756	41.235	43.714	
13%	30.622	32.787	34.952	37.117	39.283	
14%	28.142	30.050	31.959	33.867	35.775	
15%	26.185	27.880	29.575	31.269	32.964	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (giá tính đến ngày 23/12/2024)

Mã CK	Tiềm năng tăng giá	Vốn hóa (triệu USD)	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
	(%)		12T	2024	12T	2024	Hiện tại	2024	12T	2024	%	12T	2024	12T	2024
VCB VN	18,6%	20.294,4	3,0%	3,0%	1,2%	1,1%	2,7	2,6	14,9	16,1	8,6%	1,9%	1,8%	19,8%	18,9%
CTG VN	10,7%	7.607,5	3,0%	2,9%	1,3%	1,4%	1,4	1,3	9,0	9,7	26,5%	1,0%	1,1%	16,5%	16,8%
BID VN	32,2%	10.476,3	2,5%	2,4%	1,5%	1,4%	2,0	1,6	11,4	11,1	23,7%	1,0%	0,9%	18,9%	17,5%
VPB VN	24,0%	5.908,3	5,9%	5,8%	4,8%	4,8%	1,1	1,1	11,4	10,2	36,1%	1,6%	1,7%	10,8%	10,7%
TCB VN	29,9%	6.649,2	4,3%	4,4%	1,1%	1,3%	1,2	1,1	7,5	7,5	28,2%	2,6%	2,5%	16,8%	16,3%
ACB VN	36,9%	4.370,6	4,0%	3,6%	1,5%	1,5%	1,4	1,3	6,8	7,0	9,9%	2,3%	2,1%	22,3%	20,9%
HDB VN	24,7%	3.193,3	6,2%	5,4%	2,2%	1,8%	1,6	1,5	6,2	6,5	23,3%	2,3%	2,0%	28,1%	25,7%
VIB VN	34,9%	2.212,7	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%	1,4	1,2	7,9	7,6	10,2%	1,7%	1,6%	18,9%	17,5%
TPB VN	30,4%	1.671,5	4,2%	3,8%	2,2%	2,1%	1,2	1,1	8,7	6,7	9,2%	1,3%	1,5%	14,2%	16,6%
LPB VN	-10,6%	3.351,9	3,3%	3,5%	1,4%	1,5%	2,1	2,0	8,8	9,2	10,3%	2,4%	2,2%	28,8%	23,8%
STB VN	23,7%	2.563,3	3,8%	3,8%	2,3%	2,5%	1,3	1,2	7,5	6,7	21,6%	1,3%	1,4%	18,4%	19,3%
OCB VN	23,5%	1.051,4	2,7%	3,3%	2,9%	2,5%	0,9	0,8	12,2	7,4	14,3%	0,9%	1,4%	7,4%	12,0%
<i>Trung bình</i>			4,0%	3,9%	2,2%	2,1%	1,5	1,4	9,1	8,6	17,6%	1,7%	1,7%	18,7%	18,2%
MBB VN	25,0%	5.004,6	4,5%	4,7%	2,5%	2,0%	1,2	1,1	5,9	6,3	6,3%	2,3%	2,2%	22,0%	21,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Báo cáo kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Thu nhập lãi thuần	18.000	20.278	26.200	36.023	38.684	40.734	44.407
Thu nhập ngoài lãi	6.650	7.084	10.735	9.569	8.622	11.994	12.598
Tổng thu nhập hoạt động	24.650	27.362	36.934	45.593	47.306	52.729	57.006
Chi phí hoạt động	9.724	10.555	12.377	14.816	14.913	16.049	17.384
LN trước trích lập	14.927	16.807	24.557	30.777	32.393	36.680	39.622
Chi phí trích lập dự phòng	4.891	6.118	8.030	8.048	6.087	9.170	11.008
Lợi nhuận trước thuế	10.036	10.688	16.527	22.729	26.306	27.510	28.614
Lợi nhuận sau thuế	8.069	8.606	13.221	18.155	21.054	21.986	22.880

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	14.347	17.297	38.051	39.655	66.322	10.684	10.684
Cho vay liên ngân hàng	39.691	47.889	35.983	32.937	46.344	79.333	87.569
Chứng khoán - tổng cộng	86.797	102.799	136.382	163.686	192.174	190.377	210.141
Cho vay khách hàng	247.130	293.943	354.797	448.599	599.579	728.771	838.387
Cho vay khách hàng (gộp)	250.331	298.297	363.555	460.575	611.049	740.631	852.919
Trích lập dự phòng	(3.201)	(4.354)	(8.758)	(11.976)	(11.470)	(11.859)	(14.532)
Tài sản cố định	2.798	4.311	4.678	5.074	4.854	4.969	5.652
Tài sản khác	26.321	37.366	46.606	48.730	45.389	43.557	49.540
Tổng tài sản	411.488	494.982	607.140	728.532	944.954	1.047.753	1.190.670
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và	17	15	262	32	9	3.785	1.198
Tiền gửi liên ngân hàng	50.314	50.876	59.560	65.117	99.810	120.338	132.712
Tiền gửi khách hàng	272.710	310.960	384.692	443.606	567.533	658.946	755.840
Giấy tờ có giá	26.289	50.924	66.887	96.578	126.463	121.776	134.297
Các khoản nợ khác	22.273	32.107	33.253	43.587	54.428	40.361	46.234
Tổng nợ	371.602	444.883	544.654	648.919	848.242	945.206	1.070.281
Vốn điều lệ	22.718	28.726	39.318	47.597	54.984	56.176	56.176
Quỹ của TCTD	4.937	6.225	7.341	9.289	12.194	15.149	15.149
Lợi nhuận giữ lại	10.342	12.956	12.915	19.064	25.560	39.843	58.813
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.888	2.193	2.911	3.664	3.973	4.271	4.479
Tổng VCSH	39.886	50.099	62.486	79.613	96.711	115.439	134.618
Tổng nợ và VCSH	411.488	494.982	607.140	728.532	944.954	1.047.753	1.190.670

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Các chỉ số tài chính

Các chỉ số chính

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá trị cổ phiếu							
Hệ số P/B	3,26	2,65	2,13	1,67	1,37	1,15	0,98
Tỷ suất cổ tức	6%	0%	0%	0%	3%	2%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	32%	0%	0%	0%	13%	12%	16%
Lãi cơ bản/cp (đồng)	1.461	1.491	2.288	3.143	3.647	3.830	3.999
Các chỉ số tăng trưởng svck							
Tín dụng	8,4%	19,3%	25,4%	12,2%	29,0%	-8,1%	10,0%
Tiền gửi khách hàng	13,6%	14,0%	23,7%	15,3%	27,9%	16,1%	14,7%
Thu nhập lãi thuần	23,4%	12,7%	29,2%	37,5%	7,4%	5,3%	9,0%
Thu nhập ngoài lãi	34,3%	6,5%	51,5%	-10,9%	-9,9%	39,1%	5,0%
Tổng thu nhập hoạt động	26,2%	11,0%	35,0%	23,4%	3,8%	11,5%	8,1%
LN sau thuế	28,0%	5,6%	53,7%	37,7%	18,3%	5,0%	4,4%
Các chỉ số lợi nhuận							
NIM	4,9%	4,7%	5,0%	5,7%	4,8%	4,2%	4,1%
Chi phí/Thu nhập HĐKD (CIR)	39,4%	38,6%	33,5%	32,5%	31,5%	30,4%	30,5%
LN trước trích lập / Thu nhập HĐKD	60,6%	61,4%	66,5%	67,5%	68,5%	69,6%	69,5%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HĐKD	31,7%	30,2%	34,4%	38,3%	43,7%	41,2%	39,8%
ROA (12 tháng)	2,0%	1,8%	2,3%	2,6%	2,5%	2,2%	2,0%
ROE (12 tháng)	22,1%	19,2%	23,6%	25,8%	24,5%	21,3%	18,8%
Chất lượng tài sản							
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1,2%	0,8%	1,1%	1,7%	2,3%	1,7%	1,4%
Nợ nhóm 2 hình thành svck							
Tỷ lệ nợ xấu	1,2%	1,1%	0,9%	1,1%	1,6%	2,0%	1,8%
Nợ xấu hình thành svck							
Tỷ lệ xử lý nợ xấu (write-off)	2,1%	1,8%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%	1,0%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	110,5%	134,1%	268,0%	238,0%	117,0%	81,8%	94,8%
Tỷ lệ cho vay/ huy động (LDR)	88,2%	86,5%	83,8%	77,4%	77,8%	81,7%	83,0%
Tỷ lệ đòn bẩy							
VCSH/Tổng tài sản	9,2%	9,7%	9,8%	10,4%	9,8%	10,6%	10,9%
Tỷ lệ CAR	10,1%	10,4%	11,2%	11,3%	11,3%	11,9%	12,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

- KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
- TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
- KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

- KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
- TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
- KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thảo Linh – Chuyên viên phân tích

Email: linh.thaonguyen3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>