

Ngân hàng TMCP Quân Đội

(MBB VN)

Tăng tỷ trọng
(Update)

Giá mục tiêu:
26,700 VNĐ
(Upside +12.9%)

Mở rộng chiến lược tăng trưởng bền vững

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Quan Ton, quan.td@miraeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ

- Đến cuối 2023, tổng danh mục cho vay của MBB đạt 611 nghìn tỷ đồng (+13.9% QoQ; +33.7% sv 2022). Lập trường thận trọng của ngân hàng đối với trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) được thể hiện qua việc giảm lượng sở hữu TPDN xuống còn 38,4 nghìn tỷ vào cuối năm 2023 (-5.5% QoQ; -18% sv 2022), từ 43,6 nghìn tỷ vào cuối năm 2022. Tổng tín dụng tăng lên 649,5 nghìn tỷ đồng (+28% sv 2022), vượt trội so với mức tăng trưởng trung bình của ngành là 13,5%.
- MBB, cùng với Vietcombank, HDBank và VPBank, đáp ứng các tiêu chí hoạt động của NHNN - dự kiến sẽ nhận chuyển giao bắt buộc các ngân hàng yếu kém. Đối lại, MBB kỳ vọng sẽ nhận được sự hỗ trợ ưu tiên từ NHNN, với mức room tăng trưởng tín dụng cao hơn 1.5-2 lần trong 3-5 năm tới. Tỷ lệ CAR của MBB vào cuối năm tài chính 2023 được ghi nhận ở mức 10,7%, vượt qua yêu cầu tối thiểu là 8% theo Thông tư số 41/2016.
- Trong năm tài chính 2024, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 18,6% và tăng trưởng cho vay đạt 19,1% sv 2023.

Thế mạnh CASA và chi phí vốn thấp giúp MB tránh được sự sụt giảm NIM

- Mức NIM nổi trội của MBB chủ yếu đến nhờ vị thế dẫn đầu về chi phí vốn từ CASA. Trong 2023, CASA của MBB đạt 228 nghìn tỷ đồng, chiếm 40.2% tổng số tiền gửi (+34.1% QoQ, +29.4% svck 2022), xếp hạng đầu trong hệ thống ngân hàng, theo sát sau là TCB và VCB. Chi phí vốn tổng thể của MBB giữ vị trí thấp thứ hai trong ngành, đạt 4.34% vào năm 2023 (chỉ sau VCB: 3.4%).

NPL cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2023

- NPL vào cuối năm tài chính 2023 ở mức 1.6%. Tỷ lệ cho vay nhóm 2 so với tổng số nợ cho vay nổi bật tăng từ 1.7% vào cuối năm tài chính 2022 lên 2.3% vào cuối năm tài chính 2023 (giảm từ 3% trong Q3 2023). Chúng tôi dự báo tỷ lệ bao phủ nợ và chi phí dự phòng của MBB sẽ đạt 119.2% và 8,925 tỷ (+46.6% svck 2023) vào năm tài chính 2024.

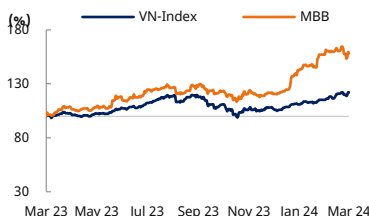
Rủi ro chính

1) Áp lực tăng trưởng tín dụng có thể ảnh hưởng đến mức nợ xấu. Thông tư số 02/2023/TT-NHNN (giữ nguyên nhóm nợ) hết hiệu lực trong năm 2024 sẽ phản ánh tình trạng thực tế của nền kinh tế 2) ngành bảo hiểm đối mặt với thử thách khi NHNN thắt chặt phân phối bảo hiểm nhân thọ.

Định giá

Sử dụng hai phương pháp định giá, P/B và thu nhập dư, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng và nâng giá mục tiêu trong 12 tháng của MBB là 26,700 VND (tăng 12.9%), tương ứng với P/B hợp lý là 1.68x. ROE dự báo là 21.3% cho năm tài chính 2024.

Dữ liệu



Giá hiện tại (03/14/2024, VND)	23,650	Vốn hóa (tỷ đồng)	124,355
LNHD (24F, tỷ đồng)	29,156	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	5,214
Tăng trưởng EPS (24F, %)	-2.4	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55
Tăng trưởng EPS của Index(24F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	39
P/E (24F, x)	6.5	Beta (12T)	1.04
P/E Index (x)	16	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	14,957
VN-Index	1,271	Cao nhất 52 tuần (đồng)	24,600

Biến động giá

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	0.6	21.9	52.8
Tương đối	-5.3	18.4	33.2

Lợi nhuận và mức định giá các năm

FY (Dec. 31)	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	26,200	36,023	38,684	43,850	49,412	55,861
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10,735	9,570	8,622	9,898	12,117	13,221
LNTT (tỷ đồng)	16,527	22,729	26,306	29,156	33,973	38,849
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	13,221	18,155	21,054	23,324	27,178	31,078
EPS (VND)	3,229	3,673	3,764	3,545	3,656	3,800
P/E (x)	7.4	6.5	6.4	6.5	6.3	6.1
GTSS (VND)	15,892	16,727	17,604	18,992	20,614	22,697
P/B (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research dự phóng

Mục lục

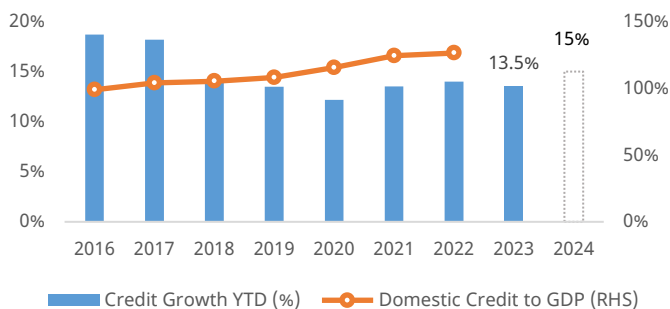
Ngành ngân hàng Việt Nam - Kiên cường giữa thách thức	3
MB tăng trưởng tín dụng vượt trội	4
Tăng trưởng tín dụng so với mức trung bình ngành	4
Thận trọng trong việc phân bổ tín dụng	5
Dự báo của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng của MBB trong FY24	6
Chiến lược xây dựng CASA, chi phí vốn thấp tạo lợi thế cạnh tranh bền vững	7
Hệ sinh thái tài chính đa dạng giúp phát triển thu nhập ngoài lãi	8
Chiến lược cung cấp dịch vụ tài chính đa dạng của MBB góp phần vào triển vọng các dòng thu nhập ngoài lãi	8
Triển vọng tích cực cho thu nhập phí với sự phục hồi của ngành bảo hiểm	8
Khẩu vị rủi ro thận trọng với triển vọng nợ xấu tiếp tục cải thiện	11
Hoạt động đầu tư và cho vay của ngân hàng	11
Triển vọng tích cực cho NPL với bước ngoặt trong Q3/2023	11
Định giá và dự báo lợi nhuận	13
Các giả định chính	14
Định giá	14

Ngành ngân hàng Việt Nam - Kiên cường giữa thách thức

- **Duy trì mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao vào năm 2024:** Trong 9T23, tăng trưởng tín dụng thấp hơn nhiều so với mục tiêu đặt ra vào đầu năm 2023 bởi NHNN, chỉ đạt 6.92%. Mức tăng trưởng tín dụng thấp thứ hai trong một thập kỷ đã được cân bằng bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 4 năm 2023, kết thúc năm tài chính với mức tăng trưởng tín dụng 13.5% cho toàn ngành. Tuy vậy, NHNN vẫn được cho là lạc quan khi đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% cho năm 2024, vượt qua mức bình thường trong lịch sử là 14%.
- **Kỳ vọng về ngành ngân hàng và tài chính tiêu dùng sẽ được củng cố qua việc sáp nhập tới năm 2025:** Xu hướng tái cấu trúc, đặc biệt nhằm vào việc chuyển giao bắt buộc các “ngân hàng yếu kém” với sự hỗ trợ từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) và các thương vụ mua M&A của ngân hàng Việt Nam (ví dụ, KEB Hana-BIDV, SMBC-VPBank...) góp phần minh họa cho xu hướng dài hạn này của ngành.
- **Điểm ngoặt:** Tỷ lệ NPL vẫn tăng trong quý 3 năm 2023, bị ảnh hưởng bởi sự trì trệ của ngành bất động sản, nhưng mức tăng đã chậm lại so với các quý trước. Mặc dù NPL đã có ảnh hưởng đáng kể đến tỷ lệ bao phủ nợ, các ngân hàng Việt Nam hiện vẫn duy trì được mức lợi nhuận vững chắc trong năm tài chính 2023. ROE của MBB, đạt mức 23.9% trong FY23, nằm hàng đầu trong số các ngân hàng. Sau điểm ngoặt này ở quý 3, quý 4 năm 2023 chứng kiến sự sụt giảm NPL ở hầu hết các ngân hàng, tạo hy vọng về sự phục hồi kinh tế.
- **Dự báo lâu dài cho ngành ngân hàng Việt Nam là tích cực,** với kỳ vọng về sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm năm tới, được thúc đẩy bởi điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và mức GDP liên tục tăng trưởng. Chúng tôi dự báo NIM ở mức 3.5-4% cho các ngân hàng thương mại truyền thống và mức cao hơn 6-8% cho các định chế tài chính đang đa dạng hóa vào lĩnh vực cho vay DN vốn nhỏ và cho vay tài chính tiêu dùng.

Tổng quan ngành ngân hàng

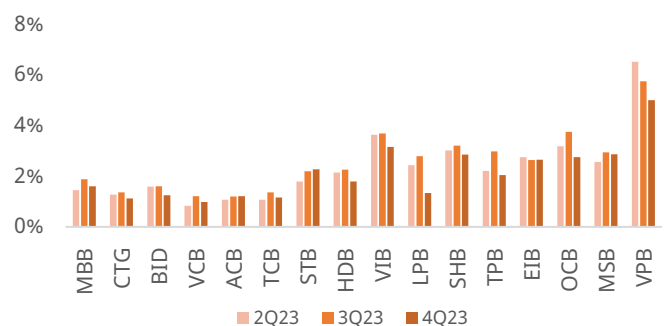
Hình 1. NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% trong năm 2024



(Ghi chú: Credit Growth YTD: tăng trưởng tín dụng; Domestic Credit to GDP (RHS): tỷ lệ tín dụng trong nước so với tổng GDP)

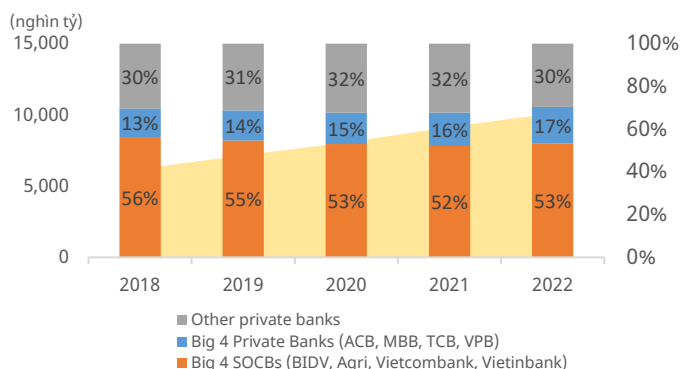
Nguồn: CEIC, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 2. Tình hình NPL được cải thiện trong các quý gần đây



Nguồn: SBV, World Bank, Mirae Asset Vietnam Research

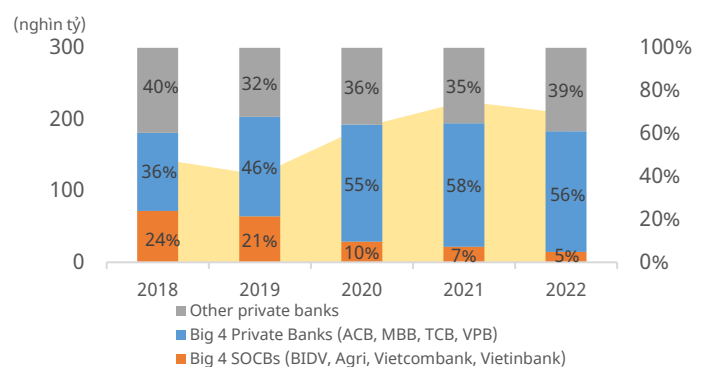
Hình 3. 4 ngân hàng tư nhân lớn tăng cường thị phần trên nền tảng của nền kinh tế mở rộng nhanh chóng



(Ghi chú: Other private banks: các ngân hàng tư nhân khác; Big 4 Private Banks: Big 4 ngân hàng tư nhân; Big 4 SOCBs: Big 4 ngân hàng TM nhà nước)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 4. Từ 2018-2022, 4 ngân hàng tư nhân đã chuyển dịch cơ cấu tài sản sang trái phiếu doanh nghiệp có lợi suất cao trong khi các ngân hàng TMNN giảm thị phần



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

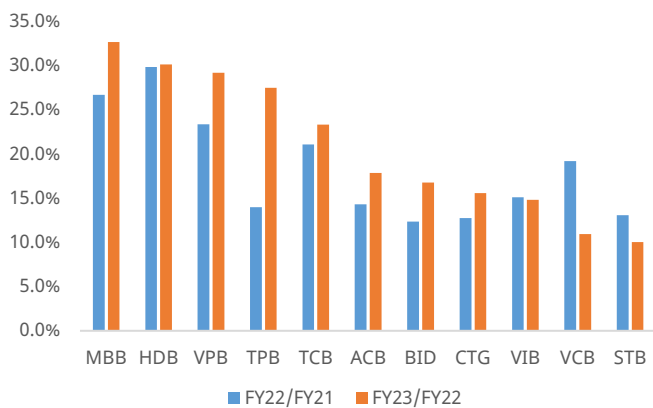
Luận điểm đầu tư

MB tăng trưởng tín dụng vượt trội

Tăng trưởng tín dụng so với mức trung bình ngành

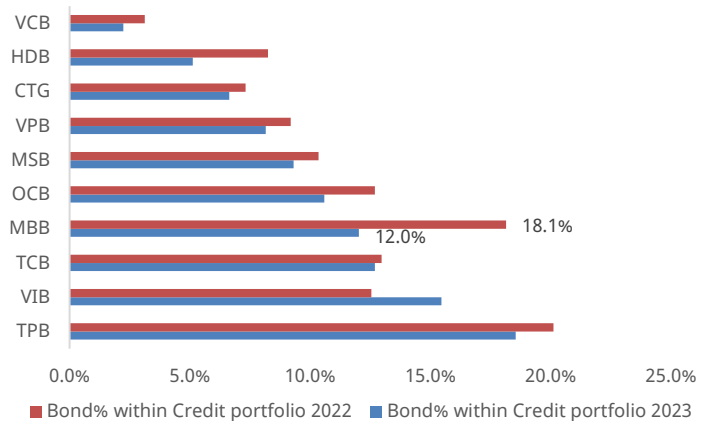
- **Cho vay khách hàng:** Đến cuối năm tài chính 2023, danh mục cho vay của MBB đạt 611 nghìn tỷ đồng (+13.9% QoQ; +33.7% svck).
- **Trái phiếu doanh nghiệp:** Sở hữu trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) của MBB chiếm 4.1% tổng tài sản trong năm 2023. Ngân hàng thể hiện lập trường thận trọng đối với TPDN qua việc giảm liên tục tỷ lệ sở hữu xuống còn 38,4 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023, giảm 5.5% so với quý trước và 18% so với cùng kỳ năm ngoái, từ 43,6 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2022. Tỷ lệ sở hữu TPDN trong tổng danh mục tín dụng đã giảm từ 18.1% tại cuối năm 2022 xuống còn 12% vào cuối năm 2023, trong bối cảnh chỉ có VIB và TPB là hai ngân hàng tăng cường vị thế sở hữu trái phiếu
- **Tổng mức tín dụng** do đó đạt mức 649,5 nghìn tỷ đồng (+28% so với cùng kỳ) trong năm tài chính 2023, vượt qua mức tăng trưởng trung bình của ngành là 13.5%.

Hình 5. MBB giữ vị trí dẫn đầu về tăng trưởng cho vay trong FY23 (%YTD)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

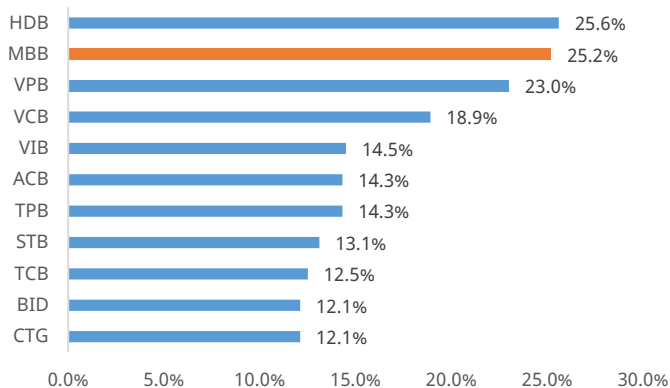
Hình 6. MBB cắt giảm sở hữu trái phiếu doanh nghiệp trong FY23



(Ghi chú: Bond% within credit portfolio: Tỷ lệ TPDN / tổng mức tín dụng)

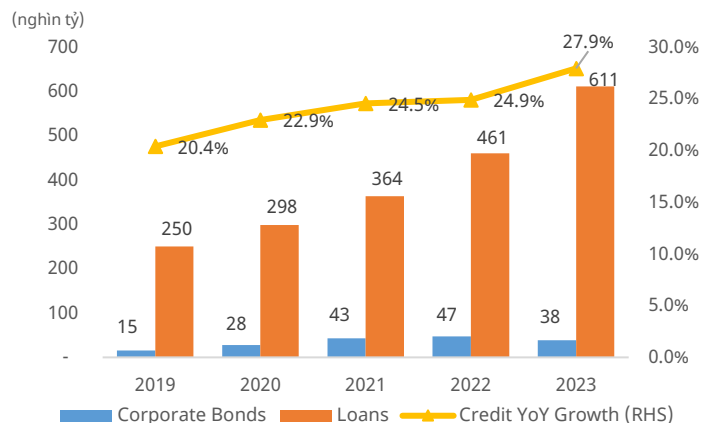
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 7. MBB đạt mức tăng trưởng tín dụng cao thứ hai trong FY22



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. MBB duy trì tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong 5 năm qua



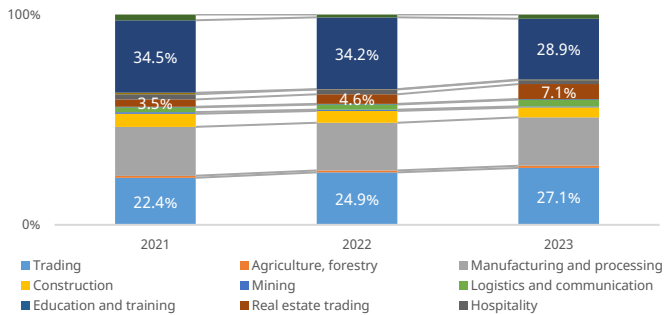
(Ghi chú: Corporate bonds: TPDN; Loans: danh mục cho vay; Credit YoY Growth: tăng trưởng tín dụng hàng năm)

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Thận trọng trong việc phân bổ tín dụng

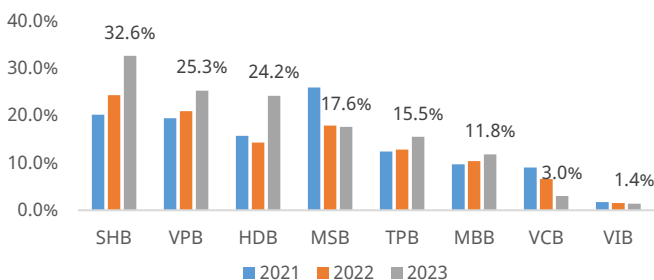
- Cho vay ngành bất động sản:** Danh mục cho vay của MBB đã phân bổ 71,9 nghìn tỷ đồng cho ngành BĐS trong năm 2023, chia thành 60% cho vay kinh doanh bất động sản và 40% cho vay xây dựng. Mục cho vay kinh doanh BĐS đã trải qua sự tăng trưởng đáng kể nhất so với các ngành nghề khác, tăng từ 21,4 nghìn tỷ đồng năm 2022 lên 43,3 nghìn tỷ đồng năm 2023 (+102,6% svck). Nhờ mức tăng này, tỷ lệ cho vay của ngành bất động sản trong tổng danh mục đã tăng từ 10,4% trong FY22 lên 11,8% trong FY23 mặc dù cho vay xây dựng chỉ có mức tăng khiêm tốn 8,6%. So với các ngân hàng, lượng cho vay ngành BĐS của MBB thật sự chỉ chiếm một tỷ lệ khiêm tốn là 11,8% trong tổng danh mục.
- Về rủi ro tập trung đến từ các nhà phát triển BĐS:** Với các khách hàng lớn, MBB đã thông tin trong Đại hội đồng cổ đông năm (AGM 2023) để bảo đảm với cổ đông ngân hàng rằng sẽ không có nợ xấu phát sinh từ các nhà phát triển này. Cụ thể: **1) Hưng Thịnh:** MBB thông tin không tham gia tài trợ dự án hoặc nắm giữ bất kỳ trái phiếu nào do Hưng Thịnh phát hành. Khoản vay của DN này đang ở mức tối thiểu và chỉ dành riêng cho mục đích xây dựng dự án. **2) Trung Nam:** Tổng mức cho vay của MBB đối với Trung Nam bao gồm khoảng vay 9 nghìn tỷ, bao gồm cả vay và trái phiếu. Khoản tín dụng này đang hỗ trợ ba dự án năng lượng tái tạo của Tập đoàn Trung Nam và chiếm 1,6% tổng danh mục vay của MBB **3) Novaland:** MB vẫn là một trong bốn chủ nợ lớn nhất của NVL. Tính đến Quý 2 năm 2023, tổng số dư tín dụng cho Novaland gần 7 nghìn tỷ, giảm 24% so với số dư 9,3 nghìn tỷ trong Quý 4 năm 2022, tương đương 1,2% tổng tài sản của MB vào cuối năm 2022. **Cập nhật 2024 - Hội nghị Nhà đầu tư MB (ngày 6 tháng 3 năm 2024):** Ông Lưu Trung Thái (Chủ tịch MBB) chia sẻ rằng tình hình với Novaland đang có những cải thiện khi doanh nghiệp này đã tích cực giải quyết các thủ tục pháp lý quan trọng tại hai dự án quy mô lớn, Aqua City và NovaWorld Phan Thiết. Mặc dù nợ của Novaland và các công ty con vẫn được phân loại vào hạng mục 1, MB đã giảm gần 50% số dư trái phiếu doanh nghiệp của Novaland trong năm 2023. Đối với nợ của SunGroup và các công ty liên quan, các khoản nợ này rơi vào nợ nhóm 1. MB hiện tập trung vào các dự án mạnh của nhóm công ty này, bao gồm các dự án du lịch có thể tạo ra dòng tiền.
- Cho vay bán lẻ:** Cho vay cá nhân đạt 189 nghìn tỷ vào cuối năm 2023 (+15.6% svck). Dù trước đây, phân khúc này ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng hơn 30% trong vòng 5 năm, thì năm 2023 lần đầu cho thấy sự tăng trưởng chậm lại, chỉ còn 28.9% sv 2022. Đáng chú ý, xu hướng này không chỉ xuất hiện tại MBB mà còn lan rộng sang các ngân hàng khác.

Hình 9. Mục kinh doanh thương mại & kinh doanh BĐS được cải thiện, vay cá nhân giảm trong cơ cấu tín dụng (%trên tổng danh mục)



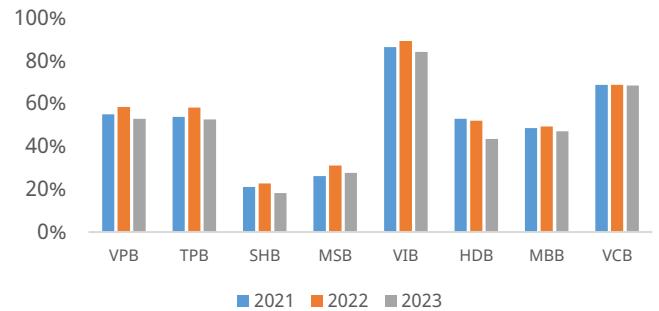
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 11. MBB chỉ tăng nhẹ danh mục cho vay BĐS trong 2023 trong bối cảnh các ngân hàng chọn lối tiếp cận khác nhau



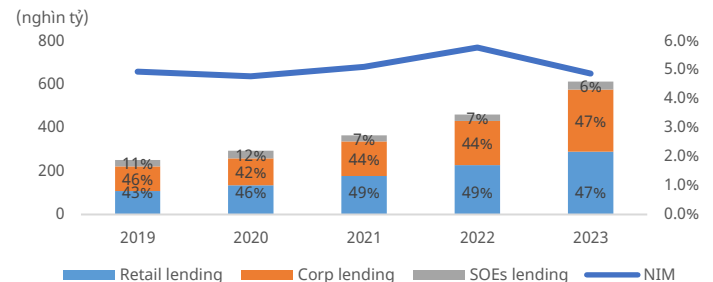
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 10. Xu hướng giảm cho vay bán lẻ rõ rệt trong năm 2023 với nhiều ngân hàng (%trên tổng danh mục)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 12. MBB, vốn từng ghi nhận lợi suất cao từ danh mục cho vay bán lẻ trong những năm qua, đã chứng kiến sự giảm sút trong năm 2023



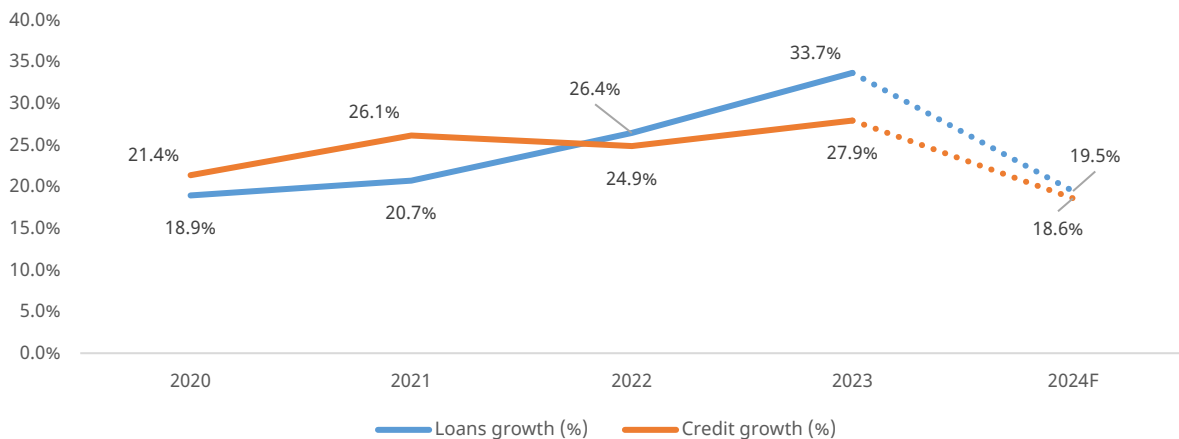
(Ghi chú: Retail lending: vay bán lẻ; Corp lending: vay DN tư nhân; SOEs lending: vay DN nhà nước)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Dự báo của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng của MBB trong FY24

- **Cho năm 2024, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng tín dụng năm là 18.6% và tăng trưởng cho vay là 19.1% cho MBB**, được hỗ trợ một phần bởi sự phục hồi của ngành bất động sản. Mặc dù cần có sự giám sát rủi ro, vị thế vững chắc của MBB được hỗ trợ bởi danh mục tín dụng đa dạng với tỷ lệ cho vay bất động sản thấp và hiệu quả hoạt động tốt, như hướng giảm dài hạn trong tỷ lệ chi phí trên doanh thu (CIR). Do đó, sự phục hồi của ngành BĐS mang lại cơ hội cho MBB cải thiện việc giải ngân tín dụng trong bối cảnh đa số ngân hàng gặp thách thức về tăng trưởng tín dụng khi nền kinh tế có sự hấp thụ vốn kém.
- **Nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém:** MBB, cùng với Vietcombank, HDBank và VPBank, qua việc đáp ứng được các chỉ số hoạt động của NHNN, được dự kiến là sẽ trải qua quá trình cơ cấu lại các ngân hàng yếu kém. Tỷ lệ CAR của MBB là 10.7% trong FY23 (11.53% trong năm 2022) vượt qua yêu cầu tối thiểu là 8% theo Thông tư Số 41/2016. Qua việc nhận chuyển giao này, MBB kỳ vọng sẽ nhận được sự hỗ trợ từ NHNN như việc NHNN sẽ ưu tiên cấp room tín dụng cao hơn 1.5-2 lần trong cho MBB trong 3-5 năm tới. MBB dự kiến khung thời gian là 8 năm để giải quyết các khoản lỗ lũy kế liên quan đến Oceanbank, ước tính khoảng 20 nghìn tỷ đồng.

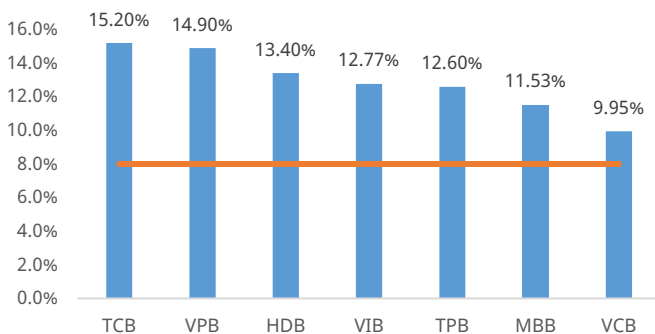
Hình 13. Dự báo tăng trưởng cho vay và tín dụng năm 2024



(Ghi chú: Loans growth: tăng trưởng cho vay; Credit growth: tăng trưởng tín dụng)

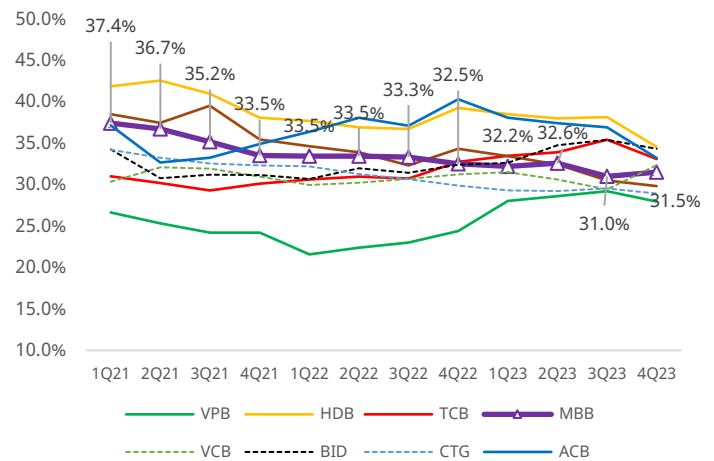
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 14. Tỷ lệ CAR - 2012



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 15. Tỷ lệ Chi phí trên Doanh thu (CIR) tăng trong quý 4 năm 2023



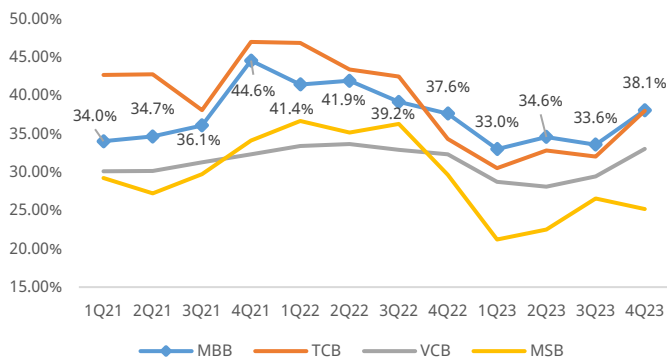
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Luận điểm đầu tư

Chiến lược xây dựng CASA, chi phí vốn thấp tạo lợi thế cạnh tranh bền vững

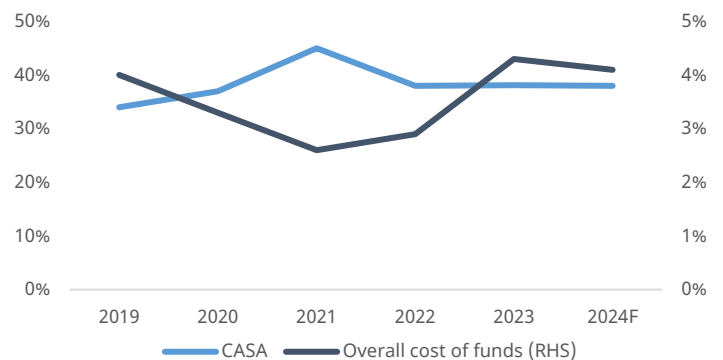
- **Chi phí vốn (CoF) giảm trong quý 4 năm 2023:** Chi phí vốn vào quý 4 năm 2023 đạt 3.7%, giảm từ mức cao nhất của năm 2023 là 4.2% trong quý 3 năm 2023. Mức NIM cao của MBB chủ yếu nhờ vào vị thế dẫn đầu về CASA. Tính đến năm tài chính 2023, CASA của MBB đạt 228 nghìn tỷ đồng, chiếm 40.2% tổng số tiền gửi (+34.1% QoQ, +29.4% svck 2022), xếp hạng đầu trong hệ thống ngân hàng, tiếp theo là TCB và VCB. Chi phí vốn tổng thể của MBB hiện đang duy trì ở vị trí thấp thứ hai trong ngành, đạt 4.34% vào năm 2023 (chỉ sau VCB: 3.4%).
- **Chuyển đổi số 2 ưu tiên thu hút khách hàng và xây dựng nền tảng:** MBB đã khéo léo áp dụng chiến lược chuyển đổi số, từ đó tối ưu hóa việc kết nối với khách hàng nhỏ lẻ. Vào tháng 11 năm 2023, nhờ vào sự phổ biến của ứng dụng MBBank, MBB đạt được mục tiêu hàng năm bằng cách mở rộng cơ sở khách hàng của mình lên đến 26 triệu người dùng (+7 triệu người dùng trong năm 2022). MB đặt mục tiêu đạt 30 triệu khách hàng vào năm 2026, với kỳ vọng 30% giao dịch ngân hàng được thực hiện qua các ứng dụng số MBBank và BIZ MBBank, khẳng định sự tiên phong trong khả năng phát triển ngân hàng số.
- **Tận dụng hệ sinh thái các doanh nghiệp quân đội:** Sự tích hợp của MBB trong các hệ sinh thái chính phủ và doanh nghiệp lớn, cùng với các sản phẩm được tùy chỉnh cho các ngành này, là một lợi thế nổi bật. Đáng chú ý, sự hợp tác của MBB với Viettel, phục vụ một mạng lưới rộng lớn với hơn 70 triệu thuê bao viễn thông trả phí, định vị MBB là nhà cung cấp dịch vụ ngân hàng chính của Viettel.

Hình 16. MBB hiện đang đứng đầu về CASA với TCB theo sát phía sau



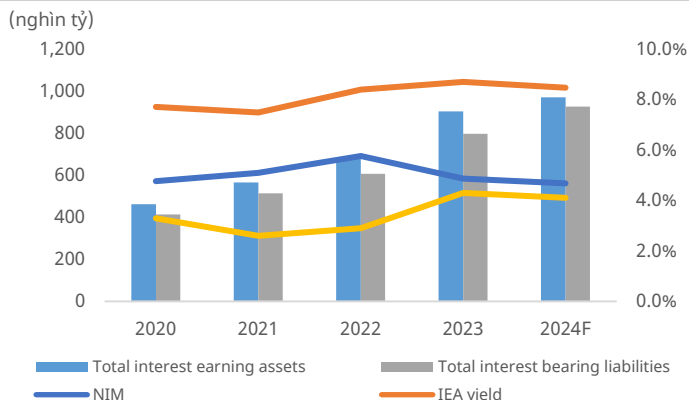
Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 17. CASA đã phục hồi mạnh mẽ trong năm 2023



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

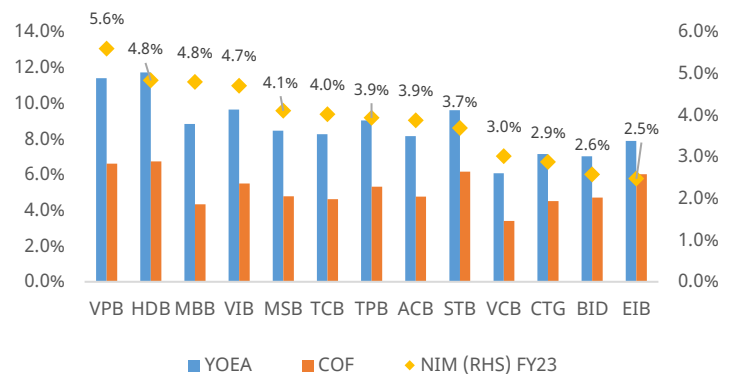
Hình 18. Sự sụt giảm NIM chủ yếu tới từ việc chi phí vốn tăng



(Ghi chú: Total interest earning assets: tổng tài sản sinh lời; Total interest bearing liabilities: tổng khoản nợ chịu lãi)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 19. MBB xếp thứ 3 về NIM trong năm 2023, sau khi đứng thứ 2 vào năm 2022



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

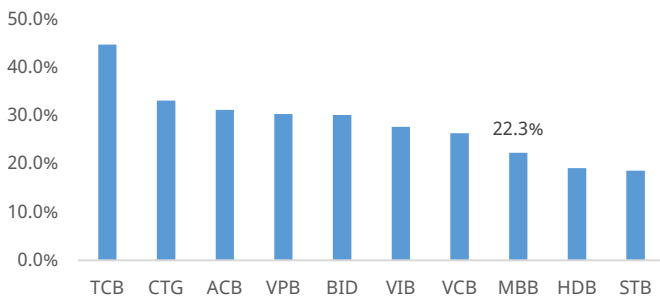
Luận điểm đầu tư

Hệ sinh thái tài chính đa dạng giúp phát triển thu nhập ngoài lãi

Chiến lược cung cấp dịch vụ tài chính đa dạng của MBB góp phần vào triển vọng các dòng thu nhập ngoài lãi

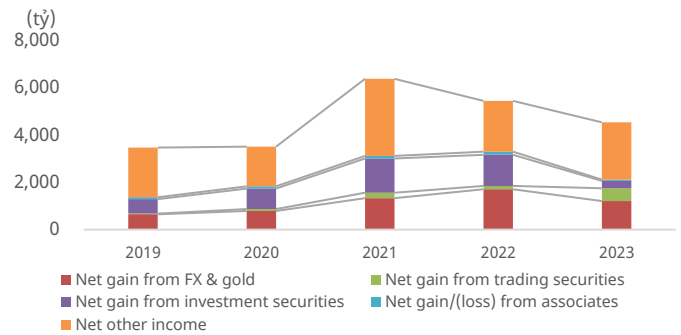
- Hệ sinh thái vững mạnh của MBB giúp đa dạng hóa các nguồn thu nhập của ngân hàng ngoài hoạt động tín dụng truyền thống, bao gồm cho vay tiêu dùng, bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, môi giới chứng khoán và quản lý quỹ. Mặc dù thu nhập ngoài lãi (bao gồm thu nhập phí và các thu nhập phi lãi suất khác) hiện chỉ chiếm 22.3% tổng thu nhập hoạt động của tập đoàn trong năm 2023 - một con số khiêm tốn so với các ngân hàng khác - điều này nhấn mạnh tiềm năng lớn chưa được khai thác của MBB trong các lĩnh vực ngân hàng phi truyền thống.
- Thu nhập phi lãi suất khác:** Trong FY23, lợi nhuận ròng từ hoạt động ngoại hối & vàng đạt 1,209 tỷ đồng (-29% svck) và lợi nhuận ròng từ chứng khoán đầu tư là 300 tỷ đồng (-77.2% svck). Điều này đã được cân bằng bởi lợi nhuận ròng từ chứng khoán kinh doanh, được ghi nhận ở mức 542 tỷ đồng (+283.7% svck). Tổng thu nhập khác phi lãi suất ròng trong năm 2023 đạt 4,537 tỷ đồng (-16.5% svck) và tỷ lệ thu nhập khác này so với tổng thu nhập hoạt động trong năm 2023 là 9.6%.

Hình 20. Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi của MBB so với tổng thu nhập vẫn còn tương đối thấp



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 21. Thu nhập khác phi lãi suất của MBB đã thu hẹp trong năm 2023 do lợi nhuận từ chứng khoán đầu tư giảm sút

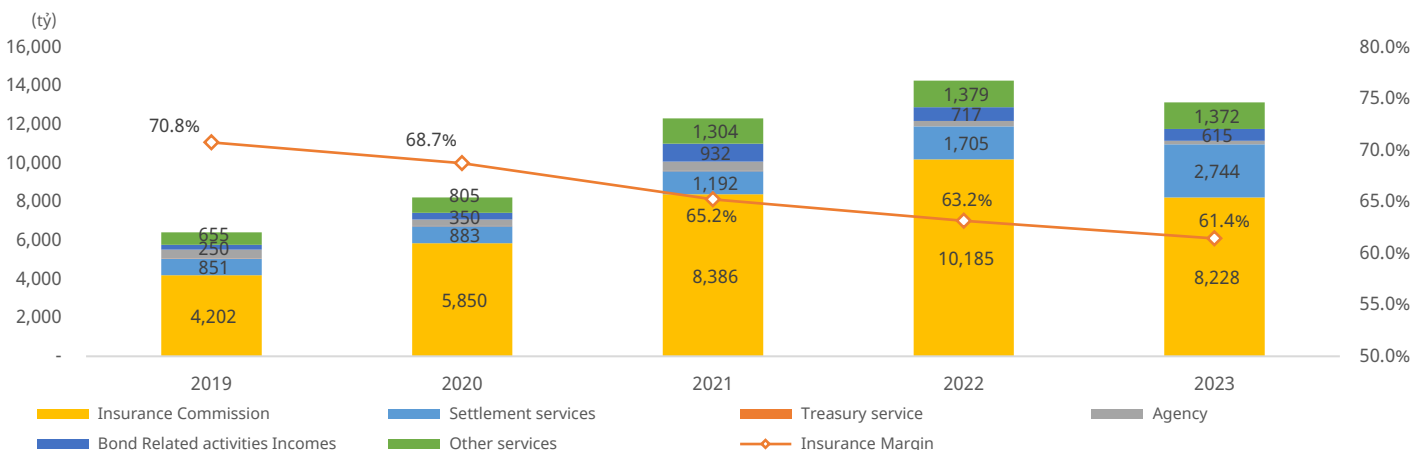


Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

MB Ageas – nhánh bảo hiểm nhân thọ của MB chịu thử thách chung của ngành

Thu nhập phí: Thu nhập phí của MBB trong 2023 đạt 4,085 tỷ đồng (-1% so với cùng kỳ), trong đó phí thanh toán đạt 2,744 tỷ đồng (+61% so với cùng kỳ), phí bảo hiểm đạt 8,228 tỷ đồng (-19% so với cùng kỳ), phí môi giới chứng khoán đạt 615 tỷ đồng (-14% so với cùng kỳ), và các loại phí khác ghi nhận doanh thu 1,550 tỷ đồng (-5% so với cùng kỳ). Phí bancassurance đã tăng trưởng với tỷ lệ CAGR 69.8%, và phí thanh toán tăng ở tỷ lệ CAGR 61.1% trong giai đoạn 2018-2022.

Hình 22. Bảo hiểm ngày càng đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu thu nhập phí (2019-2023)

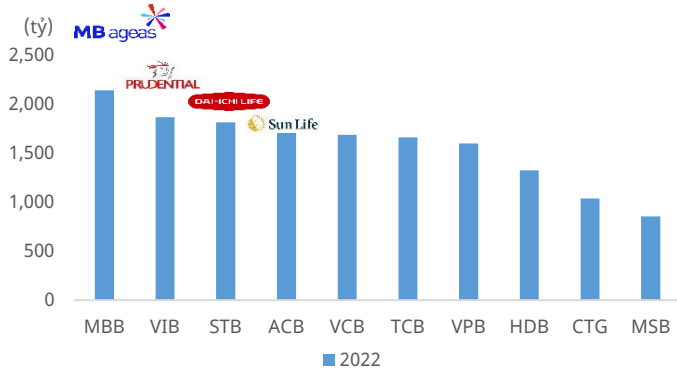


(Ghi chú: Insurance Commission: thu từ hoạt động bảo hiểm; Insurance Margin: biên thu nhập từ hoạt động bảo hiểm; Settlement services: thu từ dịch vụ thanh toán; Treasury service: Thu từ dịch vụ ngân quỹ; Agency: thu từ nghiệp vụ bảo lãnh; Bond Related activities Incomes: thu từ nghiệp vụ môi giới liên quan tới trái phiếu; Other services: thu từ dịch vụ khác)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

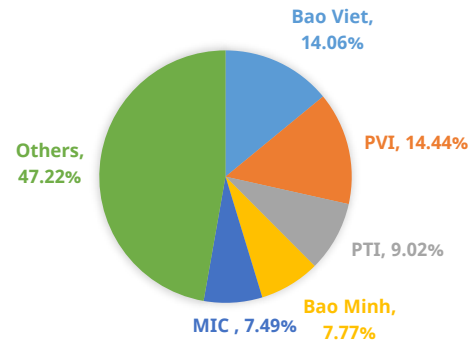
Bảo hiểm: Nhiều năm gần đây, doanh thu bảo hiểm đóng vai trò quan trọng tới cấu phần thu nhập của ngân hàng. Tới năm 2023, thu nhập bảo hiểm chiếm 62,6% trên tổng thu nhập phí và chiếm 17,4% trong tổng thu nhập của MB. Hiện nay, MB sở hữu hai công ty con trong lĩnh vực bảo hiểm: Tổng Công ty Bảo hiểm Quân đội - MIC (bảo hiểm phi nhân thọ) và Công ty TNHH Bảo hiểm Nhân thọ MB Ageas (bảo hiểm nhân thọ).

Hình 23. MB Ageas dẫn đầu doanh số bancassurance với mô hình kinh doanh độc đáo trong bối cảnh ngành bảo hiểm gặp khó khăn



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 24. Thị phần công ty Bảo hiểm Phi nhân thọ của MBB (MIC) trong năm 2022



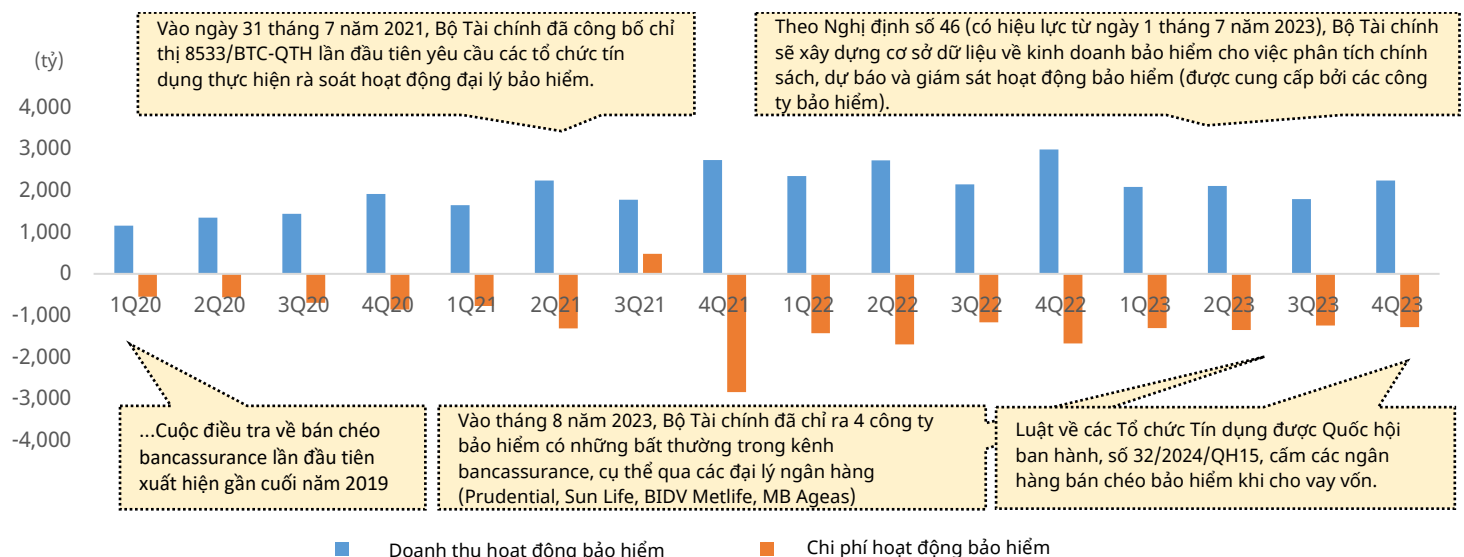
Nguồn: MoF, Mirae Asset Vietnam Research

MB Ageas Life là công ty bảo hiểm nhân thọ được xây dựng trên cơ sở liên doanh giữa 3 đối tác gồm Ngân hàng TMCP Quân đội (MBBank) của Việt Nam, Tập đoàn Ageas từ Bỉ và Công ty bảo hiểm nhân thọ Muang Thai từ Thái Lan (MB hiện đang sở hữu 61%). Tuy nhiên trong năm 2023, MB chứng kiến sự sụt giảm trong doanh thu kinh doanh bảo hiểm, ghi nhận 8.228 tỷ giảm 19,2% so với doanh thu 10.185 tỷ của 2022. Doanh thu phí bảo hiểm của MB Ageas giảm từ 3.397 tỷ VND trong 1H22 xuống còn 2.357 tỷ VND trong 1H23. Ngành bảo hiểm nhân thọ gặp thách thức:

(1) Tỷ lệ Chi phí/Doanh thu tăng cao: Từ năm 2019 đến cuối FY23, tỷ suất lợi nhuận bảo hiểm giảm từ 70,8% xuống còn 61,4%, làm nổi bật ảnh hưởng của việc tăng chi phí hoa hồng đến lợi nhuận.

(2) Sự giám sát của cơ quan quản lý: Theo sau chuỗi tranh cãi ảnh hưởng đến niềm tin của khách hàng vào ngành bảo hiểm, các cơ quan quản lý đã áp dụng những hướng dẫn chặt chẽ hơn cho các hoạt động bancassurance.

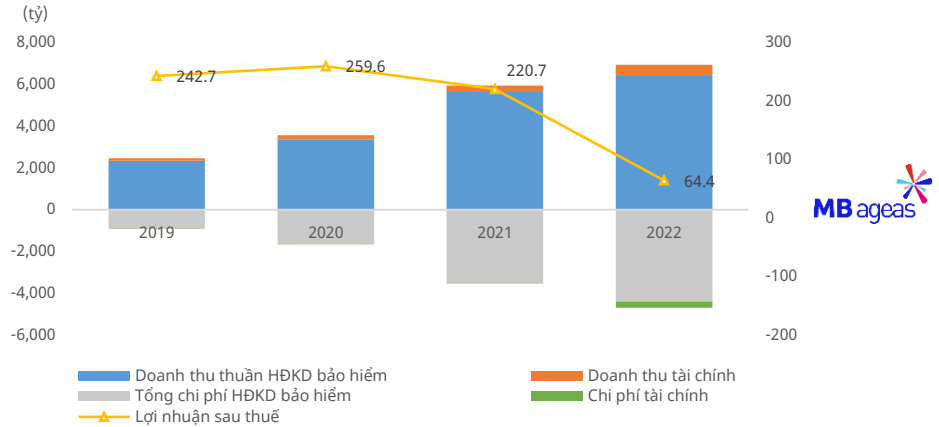
Hình 25. Ngành bancassurance đối mặt áp lực từ cuộc điều tra kéo dài nhiều năm, nhưng những thay đổi trong quy định bán chéo sản phẩm bảo hiểm được kỳ vọng sẽ cải thiện triển vọng lâu dài niềm tin của người tiêu dùng



Nguồn: MoF, FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Việc hạn chế hoạt động bán chéo bảo hiểm qua kênh bancassurance sẽ tạo ảnh hưởng đáng kể đến phần thu nhập phí của các ngân hàng:

Hình 23. Tình hình kinh doanh của MB Ageas (2019-2022)



Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Vào tháng 6 năm 2023, Bộ Tài chính công bố kết luận thanh tra chuyên đề tại 4 công ty bảo hiểm. Cuộc thanh tra dẫn đến các thay đổi trong hoạt động nghiệp vụ tư vấn và yêu cầu các công ty, bao gồm cả MB Ageas, phải khai báo thêm thu nhập thuế. Các điều chỉnh đáng chú ý về thu nhập chịu thuế được ghi nhận cho Prudential (700 tỷ VND), Sun Life (trên 600 tỷ VND), BIDV Metlife (174 tỷ VND) và MB Ageas (2,5 tỷ VND).

Theo Luật số 32/2024/QH15, Ngân hàng vẫn tiếp tục tham gia làm đại lý bảo hiểm nhưng không được phép gắn với cung ứng sản phẩm, dịch vụ của ngân hàng. Mặc dù ngân hàng vẫn có thể hoạt động như một đại lý bảo hiểm, các hợp đồng mới không được phép tích hợp với sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư.

Do môi trường hoạt động bancassurance vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện, chúng tôi dự phóng thu phí từ bảo hiểm sẽ giảm đáng kể trong ngắn hạn, xuống còn 5.760 tỷ đồng (-30% svck) trong năm 2024 từ 8.228 tỷ đồng sau khi đã ghi nhận giảm 19.2% trong năm 2023.

Đáng chú ý, khoản phí đã trả trước từ các thỏa thuận bán bảo hiểm độc quyền qua ngân hàng sẽ tiếp tục được ghi nhận trong sổ sách. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ việc tái ký HĐ sẽ giảm, phản ánh thực tế mới của ngành bancassurance.

Mặc dù gặp những thách thức này, chúng tôi vẫn tin rằng ngành bảo hiểm tại Việt Nam đang sẵn sàng cho một sự phục hồi trong dài hạn, được hỗ trợ bởi một số yếu tố chính:

- **Mức độ thâm nhập bảo hiểm thấp:** Ủy ban Kinh tế của Quốc hội nhấn mạnh thị trường bảo hiểm nhân thọ có nhiều không gian để phát triển. Với tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ chỉ 2.6% và bảo hiểm phi nhân thọ là 0.73% vào năm 2022, các con số của Việt Nam thấp hơn đáng kể so với cả thị trường mới nổi và phát triển. Hơn nữa, chỉ tiêu bảo hiểm bình quân đầu người tại Việt Nam thấp hơn đáng kể so với các quốc gia khác, nhấn mạnh tiềm năng mở rộng.
- **Củng cố bởi kế hoạch phát triển thị trường bảo hiểm đến năm 2030 được trình bày trong Quyết định 07/QĐ-TTg 2023:** Kế hoạch chiến lược này đặt ra các mục tiêu tăng trưởng tham vọng cho các doanh nghiệp bảo hiểm, hướng tới một CAGR 15% từ 2021-2025 và CAGR 10% từ 2026-2030. Ngoài ra, nó tìm cách tăng tỷ lệ bao phủ bảo hiểm nhân thọ lên 15% dân số vào năm 2025 và 18% vào năm 2030. Fitch Solutions hỗ trợ quan điểm tích cực này, dự báo CAGR 12% trong tổng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ trong giai đoạn 2022-2025.
- **Tiêu chuẩn hóa hợp đồng bancassurance:** Chúng tôi cho rằng sự phát triển của một khung pháp lý dẫn đến việc có một hợp đồng bảo hiểm "tiêu chuẩn" đi kèm với các điều khoản và nghĩa vụ nhất quán sẽ là yếu tố then chốt để nâng cao sự tăng trưởng lâu dài của ngành bảo hiểm trong khi bảo vệ quyền lợi của khách hàng. Việc tăng cường quy định trong ngành bảo hiểm mới nổi là một động lực quan trọng khi những cải thiện này phù hợp với nhu cầu thị trường thực sự, thúc đẩy một thị trường bảo hiểm mạnh mẽ và

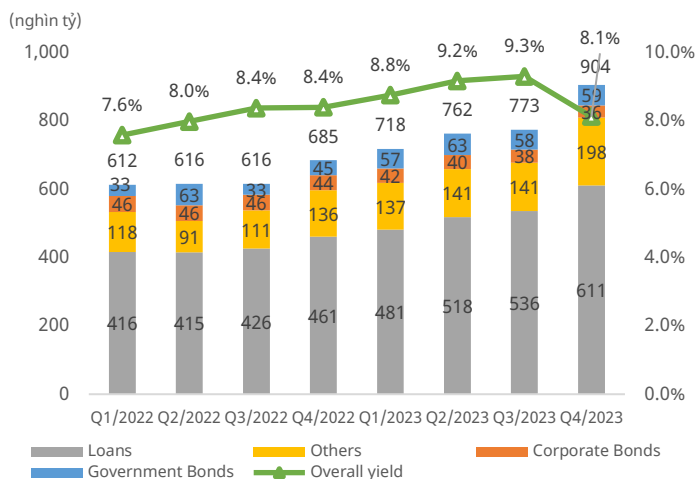
Luận điểm đầu tư

Khẩu vị rủi ro thận trọng với triển vọng về nợ xấu được cải thiện

Hoạt động đầu tư và cho vay của ngân hàng

- Tài sản sinh lời:** Lợi suất tài sản giảm trong Quý 4 năm 2023, do lãi cho vay khách hàng giảm xuống mức 8,8% trong Q4/23 so với mức nền cao, trên 10% vào cuối năm 2022. Tuy nhiên, tăng trưởng cho vay đã tăng nhanh giúp giảm bớt ảnh hưởng tới thu nhập lãi. Trong khi đó, lãi từ các chứng khoán đầu tư giảm mạnh xuống 4,1% trong Q4/23 so với mức 5,5% trong Q3/23. Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu ở mức 9,8x – trong mức phạm vi bình thường của ngân hàng.
- Nợ phải trả lãi:** Tính đến quý 4 năm 2023, tiền gửi từ khách hàng đạt 568 nghìn tỷ (+27,9% svck; +18,3% QoQ) và Chi phí vốn (CoF) trên tiền gửi cho FY23 là 3,7%. Đồng thời, giấy tờ có giá trị phát hành bởi MB cũng tăng lên 126 nghìn tỷ VND (+30,9% svck; +9% QoQ) với CoF năm 2023 trên giấy tờ có giá là 6,2%.

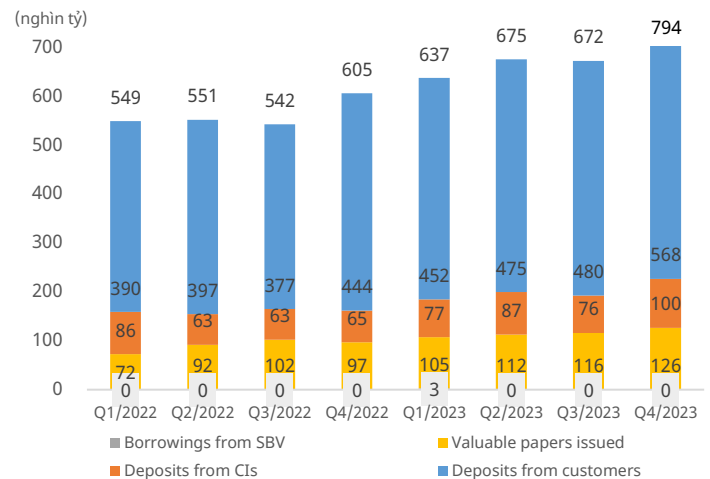
Hình 26. Cấu trúc Tài sản Sinh lời



(Ghi chú: Loans: các khoản vay; Government Bonds: các trái phiếu chính phủ; Others: các tài sản khác; Corporate Bonds: Trái phiếu doanh nghiệp; Overall yield: Lợi suất trung bình)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 27. Cấu trúc Nợ Phải Trả Lãi



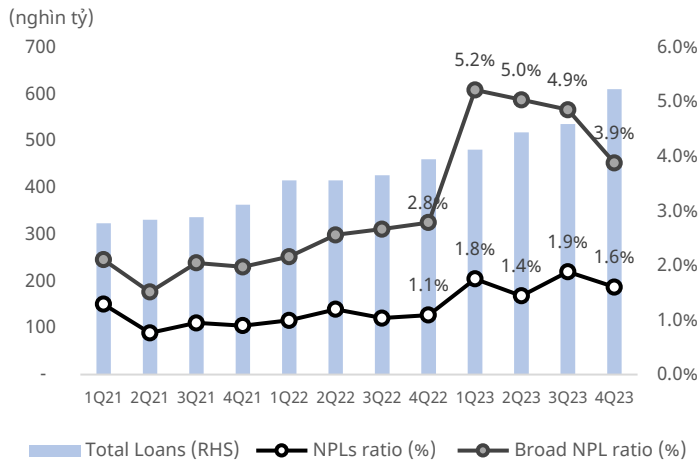
(Ghi chú: Borrowings from SBV: Khoản vay từ NHNN; Valuable papers issued: Phát hành Giấy tờ có giá; Deposits from CIs: Tiền gửi từ các tổ chức tín dụng; Deposits from customers: Tiền gửi từ KH)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

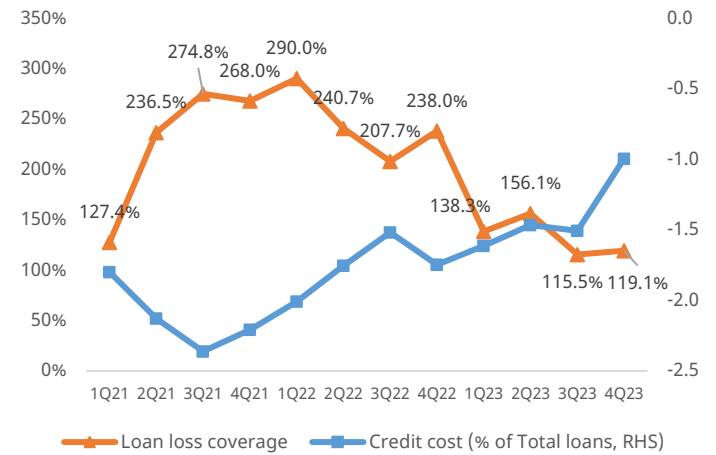
Triển vọng tích cực cho NPL với bước ngoặt trong Q3/2023

NPL của FY23 đạt 1.6% (hợp nhất), tăng đáng kể 0.6% so với mức năm 2022. Riêng ở mức độ ngân hàng, MB ghi nhận NPL là 1.2%. Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 tới Q4/2023 đạt 3.9%. Xu hướng giảm của NPL, cùng với triển vọng lãi suất giảm và phục hồi kinh tế, cho thấy NPL có khả năng đã đạt đỉnh trong năm 2023. Trong năm qua, sự tăng vọt lớn của NPL xảy ra vào cuối Q4/2022 và Q3/2023 khi nợ nhóm 3-5 tăng thêm hơn 5 nghìn tỷ VND.

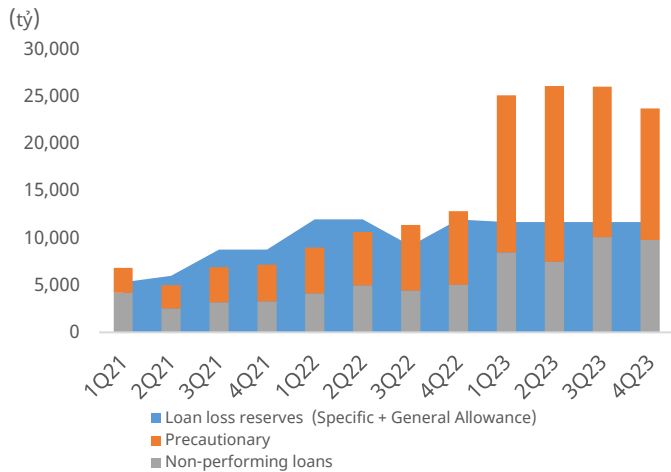
- Nợ nhóm 3-5 ở Q4/2023** đạt 9.805 tỷ (-3% QoQ; +94.9% svck). Năm 2023 đánh dấu lần đầu tiên nợ nhóm 2 của MBB vượt qua 10 nghìn tỷ, tăng từ 7.809 tỷ vào cuối FY22 lên 13.918 tỷ vào cuối FY23. Về tỷ lệ nợ nhóm 2 so với tổng dư nợ vay, con số này đã tăng vọt từ 1.7% trong Q4/2022 lên 3.6% trong Q2/2023 nhưng sau đó đã giảm xuống còn 3% trong Q3/2023 và sau đó là 2.4% trong Q4/2023.
- Thông tư số 02/2023/TT-NHNN:** do SBV ban hành vào cuối tháng 4 năm 2023, cho phép các ngân hàng cơ cấu lại thời hạn thanh toán và giữ nguyên nhóm nợ. Với thời hạn hết hiệu lực vào ngày 30 tháng 6 năm 2024, các chuyên gia kêu gọi gia hạn thêm thông tư này đến cuối năm 2024 để giảm bớt áp lực lên hệ thống tài chính và các doanh nghiệp đang gặp khó khăn. Tuy nhiên, cũng có ý kiến khuyến cáo cần cân nhắc kỹ lưỡng việc gia hạn. Tình trạng thực sự của nợ xấu trong nền kinh tế sẽ trở nên rõ ràng hơn vào cuối 2024 khi thông tư hết hiệu lực. Tác động của thông tư sẽ trở nên rõ ràng hơn trong nửa cuối của năm 2024, tiết lộ
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu và Chi phí dự phòng:** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của MBB đã giảm từ mức nền cao xuống 117% trong Q4/2023, tuy nhiên MBB vẫn giữ vị thế mạnh mẽ nhất trong tỷ lệ bao phủ nợ trong số những ngân hàng tư nhân. Cho FY24, chúng tôi dự đoán tỷ lệ bao phủ nợ và chi phí dự phòng của MBB sẽ đạt 119.2% và 8.925 tỷ VND (+46.3% svck), tương ứng. Ban lãnh đạo MBBank thông tin MB sẽ giữ mức bao phủ nợ xấu trên 100% trong 2024.

Hình 28. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của MBB tiếp tục giảm trong rõ rệt trong quý 4/2023, tạo hy vọng về sự phục hồi

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

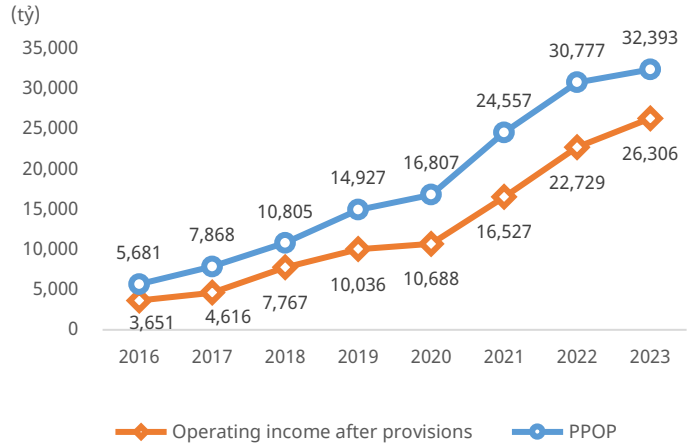
Hình 29. Chi phí tín dụng và tỷ lệ dự trữ khoản lỗ đều giảm tới quý 4/2023

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 30. Dự phòng cho sự suy giảm của khoản vay của MBB mỏng hơn so với lịch sử chủ yếu do nợ nhóm 2

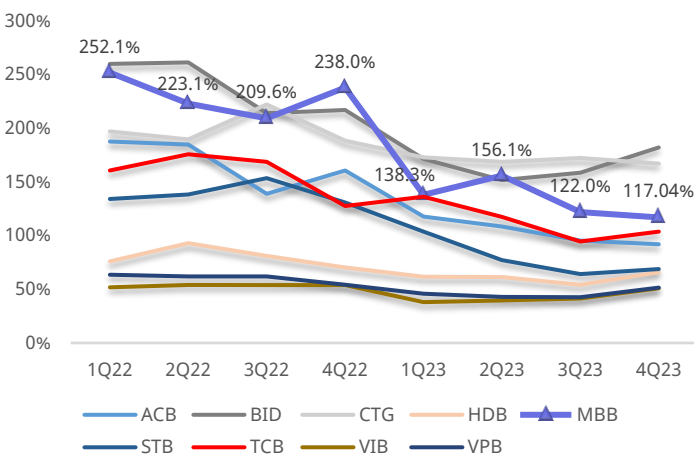
(Ghi chú: Loan loss reserves (Specific + General Allowance): dự phòng rủi ro giảm giá chung và cụ thể; Precautionary: nợ nhóm 2; Non-performing loans: nợ nhóm 3-5)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

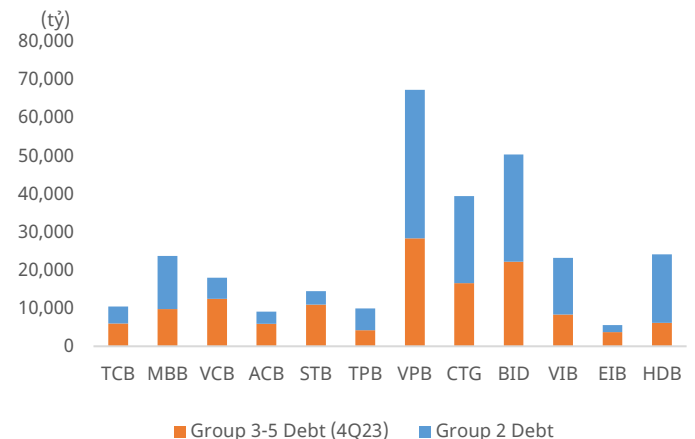
Hình 31. Thiết lập dự phòng tăng chậm hơn trong năm 2023 làm giảm tỷ lệ bao phủ nợ

(Ghi chú: Operating income after provisions: thu nhập hoạt động sau khi thiết lập dự phòng)

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 32. Trong bối cảnh tỷ lệ bao phủ nợ vay giảm cho cả ngành, MBB vẫn có mức bao phủ cao nhất so với các ngân hàng tư nhân khác

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 33. Nợ nhóm 2 vẫn được theo dõi chặt chẽ tại các ngân hàng

Nguồn: FiinPro, Mirae Asset Vietnam Research

Định giá và dự báo lợi nhuận

Các giả định chính

Các giả định chính	FY23	FY24 (dự phóng)	FY25 (dự phóng)
Tăng trưởng tổng khoản vay	32.7%	19.5%	16.9%
Tăng trưởng tài sản sinh lời	32.0%	7.3%	15.3%
Tăng trưởng tiền gửi từ khách hàng	27.9%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	21.5%	24.1%	22.7%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	7.4%	13%	12.7%
Tăng trưởng thu nhập phí thuần	-1.2%	-10.5%	9.8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	15.7%	10.8%	16.5%
Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5)	1.6%	1.3%	1.2%
Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 2-5)	3.88	4.30	3.20
Tỷ lệ bao phủ nợ	117.0	119.2	117.8

Mô hình định giá

2.1 Mô hình thu nhập thặng dư (residual income)

Chúng tôi đã xác định mục tiêu 12 tháng cho MBB dựa trên mục tiêu P/B 1.68x và BVPS FY24 ước tính là 17.604 đồng.

Phương pháp thu nhập thặng dư	2024F	2025F	2026F
Giá trị sổ sách của CP đầu kỳ	17,604	18,992	20,614
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS)	3,545	3,656	3,800
Thu nhập thặng dư	1,949		
Giá trị cuối cùng chiết khấu về hiện tại	5,880		
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	2.5%		
Chi phí vốn chủ sở hữu	15.3%		
Giá cổ phiếu	25,400		
Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research ước tính			

Phương pháp định giá	Giá trị mục tiêu	Trọng số	Giá trị
Mô hình P/B	30,748	50%	15,374
Mô hình thu nhập thặng dư	25,400	50%	12,700
Giá Trị Trung Bình		100%	26,700
Giá Hiện Tại			23,850
Tiềm năng tăng giá			11.9%

2.2 Định giá lịch sử của MB & định giá ngành

Hình 33. P/B của MBB đã trở về mức trung bình 5 năm trong thời gian gần



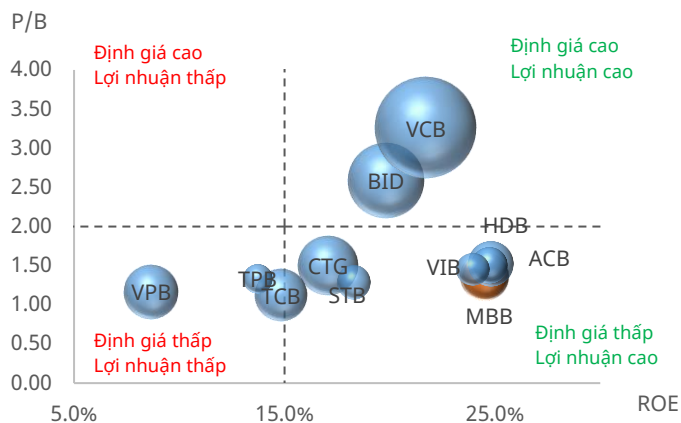
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 34. P/E của MBB đã trở về gần mức trung bình 5 năm



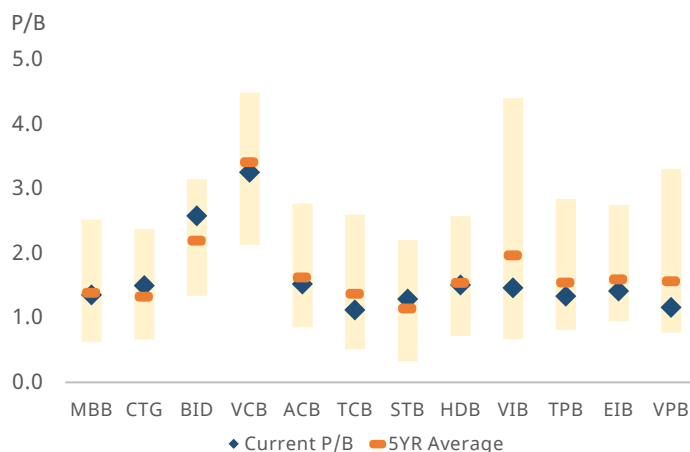
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 35. MBB vẫn nằm trong nhóm ngân hàng có ROE cao và định giá P/B thấp



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 36. P/B trung bình 5 năm của các ngân hàng và MBB



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Phụ lục

1. Hồ sơ công ty MBB

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB VN)			
Cổ đông chính	Cổ phần	Công ty con	Cổ phần
• Tập đoàn Viettel	14.1%	• MB AMC	100%
• SCIC	9.4%	• Chứng khoán MB (MBS VN)	79.94%
• Tổng công ty Trực thăng Việt Nam	8.9%	• Quản lý Vốn MB	90.77%
• Tổng công ty Cảng Sài Gòn	7.2%	• Công ty Bảo hiểm Quân đội (MIC VN)	68.37%
		• Công ty Bảo hiểm MB Ageas Life	61%
		• Công ty MB Shinsei Finance	50%
		• Công ty MBCambodia Public Bank Ltd	100%

Kết quả tài chính công ty con (2022)

Công ty con	MB sở hữu	Vốn điều lệ (đồng)	LNTT 2022 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNTT (svck)
Mcredit	50.00%	1,600	1201	200%
MB Ageas Life	61.00%	1,500	102	36%
MIC	68.37%	1,645	200	71%
MB Capital	90/77%	324	157	180%
MBS	79.94%	3,806	661	90%
MB AMC	100.00%	666	413	121%
Total		9,541.00	2,734.00	

Nguồn: Company data

2. Bộ Tài chính Việt Nam (MOF) đã công bố bản dự thảo chiến lược phát triển thị trường bảo hiểm Việt Nam đến năm 2030 để thu thập ý kiến từ các bên liên quan ("Dự thảo Chiến lược")

Phó Thủ tướng Lê Minh Khái đã ký [Quyết định số 07/QĐ-TTg ngày 21 tháng 3 năm 2022](#), phê duyệt chiến lược phát triển thị trường bảo hiểm Việt Nam đến năm 2030. Chi tiết:

	2021-2025	2026-2030
• Tăng trưởng trung bình của phí bảo hiểm	+15%/năm	+10%/năm
• Thị trường bảo hiểm so với GDP	3 - 3%	3 - 3.5%
• Tăng trưởng trung bình của phí bảo hiểm qua kênh trực tuyến	+10%/năm	+10%/năm
• Tỷ lệ dân số tham gia bảo hiểm nhân thọ	+15%/năm	+18%/năm
• Phí bảo hiểm trên đầu người	3 triệu đồng	5 triệu đồng

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu từ lãi	52,486	69,143	79,374	87,409
Chi phí lãi vay	16,463	30,459	35,523	37,997
Thu nhập lãi thuần	36,023	38,684	43,850	49,412
Doanh thu thuần từ dịch vụ	4,136	4,085	3,655	4,012
Doanh thu thuần khác	5,434	4,537	6,243	8,105
Thu nhập từ HĐKD	45,593	47,306	53,748	61,529
Chi phí hoạt động	14,816	14,913	15,667	17,566
Lợi nhuận trước dự phòng	30,777	32,393	38,081	43,963
Tổng chi phí dự phòng	8,048	6,087	8,925	9,990
Lợi nhuận hoạt động	22,729	26,306	29,156	33,973
Thu nhập khác	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	22,729	26,306	29,156	33,973
Thuế TNDN	4,574	5,252	5,832	6,795
Lợi nhuận sau thuế	18,155	21,054	23,324	27,178
LNST (trừ CĐTS)	17,483	20,677	22,399	26,100

Cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và các khoản tương đương	3,744	3,675	3,859	4,052
Chứng khoán	163,686	192,174	169,561	189,681
Cho vay	481,536	645,923	768,190	895,153
Tài sản cố định hữu hình	3,458	3,194	4,147	4,481
Tài sản khác	76,109	99,987	161,090	166,877
Tổng tài sản	728,532	944,954	1,106,847	1,260,244
Tiền gửi	443,606	567,533	652,663	750,562
Nợ vay	65,149	99,819	118,968	133,000
GCTG	96,578	126,463	158,437	167,046
Khoản nợ khác	43,587	54,428	56,790	62,470
Tổng nợ	648,919	848,242	986,858	1,113,078
Vốn góp chủ sở hữu	47,597	54,938	63,179	71,392
Thặng dư vốn cổ phần	869	869	869	869
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Quỹ dự trữ	8,419	11,371	14,731	18,700
Lợi nhuận giữ lại	19,064	25,560	36,312	50,229
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,664	3,973	4,898	5,976
Tổng vốn chủ sở hữu	79,613	96,711	119,989	147,167

Phân tích DuPont (%)	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập từ lãi	7.86	8.26	7.73	7.38
Chi phí lãi	2.47	3.64	3.46	3.21
Lợi nhuận từ lãi	5.39	4.62	4.27	4.17
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.62	0.49	0.36	0.34
Thu nhập ròng khác	0.81	0.54	0.61	0.68
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	6.83	5.65	5.24	5.20
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	2.22	1.78	1.53	1.48
PPOP	4.61	3.87	3.71	3.71
Tổng chi phí dự phòng	1.21	0.73	0.87	0.84
Lợi nhuận trước thuế	3.40	3.14	2.84	2.87
Thuế thu nhập	0.68	0.63	0.57	0.57
Lợi nhuận sau thuế (CDTS)	0.10	0.05	0.09	0.09
ROA	2.62	2.47	2.18	2.21
Đòn bẩy (x)	9.4	9.5	9.5	8.9
ROE	24.6	23.5	20.7	19.5

Các chỉ số chính (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng (CK)				
Cho vay	26.4	33.7	19.5	16.9
Cho vay và phải thu	21.5	36.7	12.4	16.0
Tiền gửi	15.3	27.9	15.0	15.0
Vốn chủ sở hữu	27.4	21.5	24.1	22.7
Tổng tài sản	20.0	29.7	17.1	13.9
Thu nhập ròng từ lãi	37.5	7.4	13.4	12.7
Thu nhập dịch vụ	-5.3	-1.2	-10.5	9.8
LNTDP	25.3	5.3	17.6	15.4
Lợi nhuận HKKD	37.5	15.7	10.8	16.5
LNST	37.7	18.3	8.3	16.5
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	5.5	4.4	4.3	4.5
NIM	5.8	4.9	4.7	4.7
Biên LNTDP	58.6	46.8	48.0	50.3
ROA	2.6	2.5	2.2	2.2
ROE	24.6	23.5	20.7	19.5

Chất lượng tài sản (%)

Tỷ lệ nợ xấu	1.0	1.60	1.30	1.20
Tỷ lệ nợ xấu rộng	2.79	3.88	4.30	3.20
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	238.03	116.98	119.15	117.80
Dự phòng trên tổng dư nợ	2.07	1.56	1.32	1.23
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	1.75	1.00	1.23	1.18
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	1.18	0.67	0.92	0.89
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)				
EPS (theo báo cáo)				
EPS (trung bình)	3,673	3,764	3,545	3,656
GTSS	16,727	17,604	18,992	20,614
Lợi nhuận trước dự phòng/CP	6,466	5,896	6,027	6,158
Cổ tức	0	0	0	0

Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research estimates

Thanh khoản

LDR (loại trừ GTCG)	101.1	105.6	109.7	111.5
Cho vay trên tài sản	61.6	63.5	64.7	66.4

Capital adequacy

CAR	11.5%	10.7%
Tier 1	10%	10%
Tier 2	1.5%	0.7%

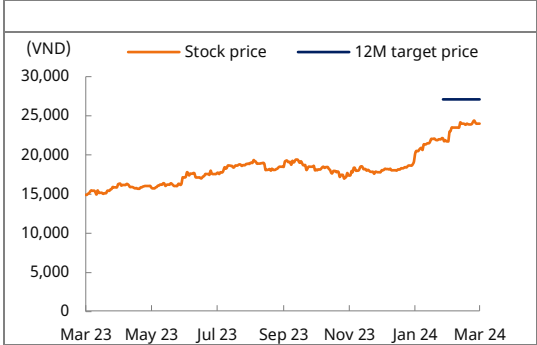
Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Chi phí trên thu nhập	32.5	31.5	29.1	28.5
Chi phí trên tài sản	2.0	1.6	1.4	1.4

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
Nghân hàng TMCP Quân Đội	12/12/2023	Mua	22,500



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu	Thang đánh giá ngành
Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Năm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống	
* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo. * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai. * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.	

Khuyến cáo
Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích
Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm
Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này. Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây. Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này. MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina,
Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336