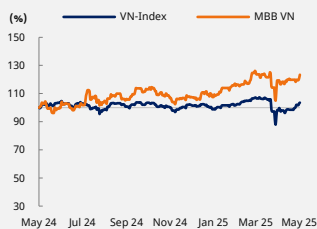


(Duy trì)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	▲ 28,400
Giá hiện tại (16/05/25, VND)	24,700
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

LNTT (25F, tỷ đồng)	31,530
LNTT đồng thuận (25F, tỷ đồng)	32,056
Tăng trưởng EPS (25F, %)	1.3
Tăng trưởng EPS của Index (25F, %)	N/A
P/E (25F, x)	5.9
P/E Index (x)	10.3
VN-Index	1,288
Vốn hóa (tỷ đồng)	147,980
SLCP DLH (triệu cổ phiếu)	6,102
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	69.0
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	22.3
Beta (12T)	1.0
Thấp nhất 52 tuần (đồng)	18,870
Cao nhất 52 tuần (đồng)	25,000

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	3.4	17.2	23.1
Tương đối	-2.0	12.6	19.2



Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

Quan Ton

quan.td@miraeasset.com.vn

Ngân hàng TMCP Quân Đội

KQKD Quý 1/2025 kỷ lục

NII, NFI và NOI đồng loạt tăng trưởng, chi phí được kiểm soát tốt

Trong quý 1/2025, Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB) ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực, củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào triển vọng tăng trưởng của ngân hàng. Thu nhập lãi thuần (NII) tăng mạnh (+29% svck) nhờ biên lãi ròng (NIM) cải thiện, trong khi thu nhập phí thuần (NFI) cũng ghi nhận mức tăng đáng kể (+30,7%), được hỗ trợ bởi mảng bảo hiểm và thu nhập từ dịch vụ khác. Thu nhập ngoài lãi (NOI) ghi nhận mức tăng trưởng +19,3% svck nhưng giảm -43,2% QoQ, do quý 4/2024 ghi nhận khoản thu từ thu hồi nợ đã xử lý đột biến. Chi phí hoạt động tăng ở mức kiểm soát (+14,5%), góp phần thúc đẩy lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP) tăng mạnh (+33,8%). Chi phí dự phòng chỉ tăng nhẹ (+10,3%). Lợi nhuận trước thuế đạt 8.386 tỷ đồng, tăng mạnh 44,7% svck – mức cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động của ngân hàng, phản ánh năng lực tăng trưởng nổi bật bất chấp môi trường kinh doanh còn nhiều bất định.

Chất lượng tài sản: dấu hiệu áp lực bắt đầu xuất hiện

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) trong quý 1/2025 tăng nhẹ lên 1,84% (+22bps QoQ; -64bps svck), với tổng nợ xấu đạt 14,7 nghìn tỷ, phản ánh sự gia tăng theo mùa sau kỳ nghỉ Tết và đà tăng trưởng tín dụng ở mức khiêm tốn (+2,3% YTD). Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (nhóm 2-5) tăng lên 3,75% (+56bps QoQ; -103bps svck), cho thấy xu hướng tích lũy nợ cần chú ý và nợ dưới chuẩn. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm mạnh xuống còn 75,26% (-4,8%p svck; -17%p svck). Trong bối cảnh diễn biến các quý gần đây, tỷ lệ nợ xấu trong quý 1/2025 vẫn cho thấy xu hướng hồi phục — giảm khoảng 100bps so với mức trung bình năm 2024.

Giới hạn sở hữu nước ngoài được nới lên 49%

Từ ngày 19/5, giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) tại MBB sẽ được nâng lên 49% theo Nghị định 69/2025/NĐ-CP, cùng với HDBank và VPBank. Dù ngân hàng hiện chưa có kế hoạch cụ thể tiếp nhận cổ đông chiến lược nước ngoài, ban lãnh đạo bày tỏ sự quan tâm đến các nhà đầu tư có thể mạnh nền tảng công nghệ. Việc mở rộng FOL dự kiến sẽ nâng cao sức hấp dẫn của MBB đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.

Định giá: Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 28.400 đồng/cp, dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư (RI) kết hợp hệ số P/B dự phóng 1,3x. Kết quả quý 1/2025 cho thấy MBB có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong khi kiểm soát tốt chi phí và rủi ro tín dụng. Với nền tảng vốn vững và cấu trúc thu nhập đa dạng, MBB có khả năng chống chịu tốt trước biến động chu kỳ.

Dự báo FY2025: NII +17%, NFI +10,7%, lợi nhuận trước thuế +9,4%.

FY (31 Dec)	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	38,684	41,152	48,131	55,480	65,896
Thu nhập phí (tỷ đồng)	4,085	4,368	4,834	5,325	5,961
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4,537	9,893	10,020	8,442	8,912
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	47,306	55,413	62,985	69,247	80,769
LNST (tỷ đồng)	20,677	22,634	25,223	27,996	32,040
EPS (VND)	3,764	4,021	4,073	4,110	4,276
ROE (%)	23.5	21.2	20.0	19.0	18.4
P/E (x)	6.4	6.0	5.9	5.8	5.6
P/B (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.6	1.6	1.5	1.2	1.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Securities Research estimates

Please see analyst certifications and important disclosures & disclaimers in Appendix 1 at the end of the report.

Kết quả quý 1/2025: Cả ba nguồn thu nhập tăng, củng cố câu chuyện phục hồi

Nguồn thu nhập đa dạng hóa với sự hồi phục của tín dụng và bảo hiểm

Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) duy trì ổn định nhờ chi phí vốn giảm nhanh

Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đầu vào tiếp tục hạ nhiệt, thu nhập lãi thuần (NII) của MBB trong quý 1/2025 tăng mạnh 29% svck và 5% QoQ, củng cố đà tăng ổn định đã được định hình từ cuối năm ngoái. Tổng thu nhập lãi đạt 19.590 tỷ đồng (+20% svck), trong khi chi phí lãi chỉ tăng 10% svck lên 7.989 tỷ đồng – phản ánh khả năng điều phối vốn hiệu quả trong môi trường thanh khoản dồi dào. Lợi suất bình quân trên tài sản (YOA) giảm còn 7% (-120bps svck, -10bps QoQ), trong khi chi phí vốn (COF) giảm nhanh hơn, về mức 3,1% (-110bps svck, -20bps QoQ). Nhờ đó, biên lãi ròng (NIM) giữ vững ở mức 4,2% trong ba quý liên tiếp và có tín hiệu bật tăng trở lại trong 1Q25, cho thấy MBB đang tối ưu hóa tốt khoảng chênh lệch lãi suất.

NFI duy trì đà tăng dù mảng bảo hiểm suy giảm theo quý

Trong quý 1/2025, thu nhập phí thuần (NFI) của MBB tăng 30,7% svck và 4,6% QoQ lên 1.235 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh từ nhóm “dịch vụ khác” và tăng trưởng đều từ phí bảo hiểm. Mảng bảo hiểm tiếp tục là mảng đóng góp lớn nhất, chiếm 50,7% tổng NFI, dù giảm 22,8% so với quý trước nhưng vẫn tăng mạnh 54% so với cùng kỳ. Mảng này đã phục hồi rõ rệt trong hai quý gần đây, sau giai đoạn chững lại từ 1Q23 đến 3Q23 khi lợi nhuận giảm 31% svck do ảnh hưởng ngành banca. Dịch vụ khác tăng mạnh (+245% svck, +26,2% QoQ), đóng góp 24% vào NFI. Tuy nhiên, các mảng truyền thống như dịch vụ thanh toán và môi giới chứng khoán giảm mạnh svck (-30%) do sự sụt giảm trong điều kiện kinh doanh.

Thu nhập ngoài lãi (NOI) trở về mức bình thường sau quý 4/2024 đột biến, nhờ thu hồi nợ xấu

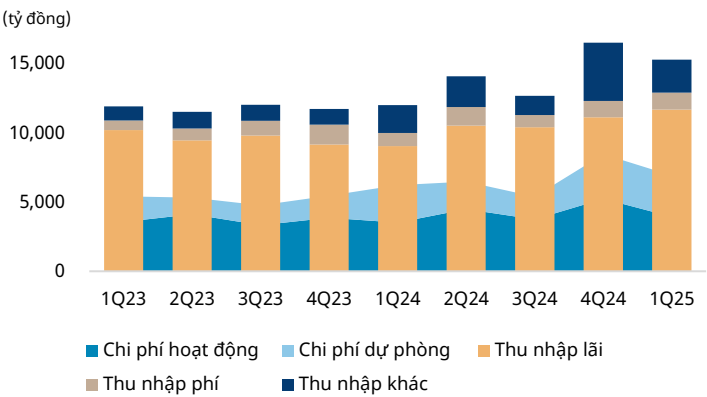
Trong quý 1/2025, thu nhập ngoài lãi tăng 19,3% svck nhưng giảm 43,2% QoQ do quý trước có mức nền cao bất thường. Lãi từ kinh doanh ngoại hối và vàng đạt 538 tỷ đồng (+16,7% svck, +10,9% QoQ), đóng góp 23% tổng NOI. Thu nhập từ chứng khoán kinh doanh tăng 65,6% svck lên 159 tỷ đồng, dù giảm 14,1% QoQ; thu nhập từ chứng khoán đầu tư tăng mạnh 134,6% svck lên 509 tỷ đồng nhưng giảm 78,9% QoQ – cả hai mảng này góp tổng cộng 28,3% vào NOI. Khoản thu từ nợ đã xử lý đạt 1.179 tỷ đồng (+223,9% svck, -2% QoQ), chiếm gần một nửa tổng NOI cho thấy việc xử lý nợ đã có tiến triển tốt hơn trong đầu năm.

Chi phí dự phòng tăng chậm; chi phí hoạt động được kiểm soát

Trong quý 1/2025, tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) cải thiện đáng kể, giảm xuống còn 25,8% từ mức 29,2% của cùng kỳ và 31,7% của quý trước, phản ánh hiệu quả trong kiểm soát chi phí và đà tăng trưởng doanh thu vững chắc. Chi phí hoạt động tăng ở mức kiểm soát (+12,4% svck, -24,7% QoQ), chủ yếu do mức nền cao bất thường trong 4Q24 đã được bình thường hóa trở lại. Lực lượng lao động tăng thêm 2.332 người (+14% svck), kéo theo chi phí nhân sự tăng 21% svck.

Về chất lượng tài sản, dự phòng tín dụng ghi nhận ở mức 2.900 tỷ đồng (+10,3% svck, -26% QoQ), trong khi tổng quỹ dự phòng giảm còn 11.050 tỷ đồng (-9,8% svck), duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ổn định ở mức 75.2%.

Hình 1. Kết quả kinh doanh theo quý



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 1. Chỉ số hiệu quả cho vay					
	1Q25	1Q24	Thay đổi svck	4Q24	Thay đổi QoQ
Thu nhập từ lãi	19,950	16,260	▲20.5%	18,452	▲6.2%
Chi phí lãi	7,898	7,198	▲9.7%	7,310	▲8.0%
Thu nhập lãi thuần	11,692	9,062	▲29%	11,142	▲5%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	2,896	2,707	▲10.3%	3,224	▼-7.4%
Chi phí hoạt động	3,950	3,514	▲12.4%	5,247	▼-24.7%
Chi phí tín dụng lũy kế 4 quý (% trên tổng dư nợ)	1.24%	1.13%		1.23%	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR)	25.8%	29.2%		31.7%	

Bảng 2. Cơ cấu thu nhập từ phí						
	Doanh thu (tỷ)	Chi phí (tỷ)	Thu nhập ròng (tỷ)	%tỷ trọng	Thay đổi svck	Thay đổi QoQ
Dịch vụ thanh toán	756	-552	204	16.5%	▼-30%	▼-9.3%
Dịch vụ đại lý	10.9	-5	6	0.4%	▼-61%	▼-558%
Hoạt động bảo hiểm	2,100	-1,472	627.5	50.7%	▲54%	▼-22.8%
Dịch vụ môi giới	134	0.0	134	10.8%	▼-30%	▼-212%
Dịch vụ khác	612	-315	297	24%	▲245%	▲26.2%
Tổng cộng	3,612	2,377	1,235		▲30.7%	▲4.6%

Bảng 3. Cơ cấu thu nhập khác ròng						
	1Q25	1Q24	Thay đổi svck	%tỷ trọng	4Q24	Thay đổi QoQ
Lãi thuần từ hoạt động ngoại hối & vàng	538	461	▲+16.7%	22.5%	485	▲+10.9%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	169	965	▼-84.6%	6.6%	118	▲+43.2%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	509	217	▲+134.6%	21.3%	2,412	▼-78.9%
Thu nhập khác	1,179	364	▲+224%	49.2%	1,203	▼-2.0%
Thu hồi nợ đã xử lý	1,003	264	▲+280%			
Tổng cộng	2,395	2,008	▲+19.3%		4,218	▼-43.2%

Bảng cân đối kế toán: Tăng trưởng tín dụng chịu áp lực

Tăng trưởng tín dụng chậm lại, chỉ đạt +2,3% từ đầu năm

Tính đến quý 1/2025, dư nợ cho vay của MB đạt 797,5 nghìn tỷ đồng, tăng 2,8% YTD. Nếu tính cả trái phiếu doanh nghiệp, tổng dư nợ tín dụng đạt 828 nghìn tỷ đồng, tương đương +2,3% YTD, thấp hơn mức tăng 3,9% YTD của toàn ngành. Tốc độ tăng trưởng chậm lại phản ánh sự điều chỉnh sau giai đoạn cho vay bùng nổ trong quý 4/2024 (+24,7% YTD), tăng mạnh so với mức 13,5% YTD tới quý 3/2024. Dù vậy, tăng trưởng tín dụng trong quý 1/2025 đã cải thiện rõ rệt so với mức thấp 0,4% cùng kỳ năm trước, cho thấy nền tảng TTTD vững hơn.

MB cũng đang có xu hướng chuyển sang tài sản thanh khoản hơn, khi danh mục chứng khoán đầu tư và kinh doanh tăng 16,1% YTD lên 252,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ chứng khoán sẵn sàng để bán (AFS) tăng 15,2% svck. Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 7% YTD xuống còn 31 nghìn tỷ đồng, trong khi trái phiếu chính phủ giữ ổn định ở mức 72 nghìn tỷ đồng. Tổng thể, sự tái phân bổ này cho thấy chiến lược thận trọng hơn, ưu tiên thanh khoản trong bối cảnh kinh tế vĩ mô chưa ổn định.

Danh mục cho vay: Cho vay bán lẻ chậm lại do tâm lý thận trọng

Tỷ trọng cho vay doanh nghiệp tiếp tục chiếm ưu thế, đạt 55,1% (+3%p svck), trong khi cho vay bán lẻ giảm còn 41% (-1,5%p svck). Dù tâm lý người tiêu dùng yếu hơn, cho vay bán lẻ vẫn tăng 3% từ đầu năm trong xu hướng tăng trưởng chậm nhưng bền vững. Tỷ trọng cho vay ngắn hạn chiếm 56% tổng dư nợ (+5,9% YTD).

Tỷ trọng theo ngành trong danh mục cho vay (quý 1/2025 so với quý 4/2024):

- **Thương mại** tăng lên 29,3% (so với 28,7%), nhờ hoạt động xuất nhập khẩu trong nước phục hồi: xuất khẩu đạt 102,8 tỷ USD (+10,6% svck), nhập khẩu 99,7 tỷ USD (+17% svck).
- **Chế biến, chế tạo** giảm nhẹ còn 21,6% (so với 22,1%), do hoạt động công nghiệp suy yếu và yếu tố mùa vụ. Chỉ số PMI sản xuất của S&P Global Việt Nam giảm xuống 45,6 trong tháng 4/2025 từ mức đỉnh 7 tháng là 50,5 trong tháng 3 – mức giảm mạnh nhất kể từ tháng 5/2023.
- **Kinh doanh bất động sản** tăng lên 9% (so với 8,3%), cho thấy mức độ giải ngân cải thiện bất chấp thị trường còn nhiều khó khăn. VARS dự báo nguồn cung bất động sản năm 2025 có thể tăng 10%, nhờ xu hướng phát triển nhà ở xã hội và sáp nhập tỉnh/thành.
- **Xây dựng** giữ ổn định ở mức 4,1%.
- **Logistics & Truyền thông** tăng nhẹ lên 3,6% (so với 3,4%), phù hợp với xu hướng đầu tư hạ tầng.
- **Du lịch – khách sạn** không thay đổi ở mức 2,1%.
- **Cho vay margin tại MBS** tăng lên 1,45% (so với 1,3%), phản ánh sự cải thiện trên thị trường chứng khoán.

Biên lãi ròng và cơ cấu huy động vốn

Lợi suất tài sản (TTM) tăng lên 7,3% (từ 6,9% trong quý 4/2024), có thể do các khoản vay được ưu đãi trong đại dịch và vay thế chấp hết hiệu lực ưu đãi. Chi phí vốn tăng nhẹ lên 3,3% (từ 3,1%), giúp NIM duy trì ổn định ở mức 4,42%, dù vẫn thấp hơn mức trung bình năm 2023. Tổng huy động vốn tăng 1,3% từ đầu năm, trong đó tiền gửi cá nhân tăng 8,3%, bù đắp phần nào cho sự sụt giảm 9,5% ở tiền gửi doanh nghiệp. CASA giảm còn 35,9% (-3,4%p QoQ, -0,7%p svck), trong khi tiền gửi kỳ hạn tăng 7% giúp ổn định nguồn vốn.

Rủi ro tích tụ khi nợ xấu gia tăng diện rộng

Chất lượng tài sản của MBB tiếp tục chịu áp lực trong quý 1/2025 khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1,84% (+22bps QoQ; -64bps svck), với tổng dư nợ xấu đạt 14,7 nghìn tỷ. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nhóm 2-5) cũng tăng lên 3,75% (+56bps QoQ; -103bps svck), phản ánh áp lực tích tụ tại các khoản nợ cần chú ý và nợ dưới chuẩn. Cụ thể, nợ dưới chuẩn tăng mạnh lên 4.552 tỷ đồng (+34,7% QoQ), và nợ nghi ngờ cũng tăng lên 4.952 tỷ đồng (+7,7% QoQ).

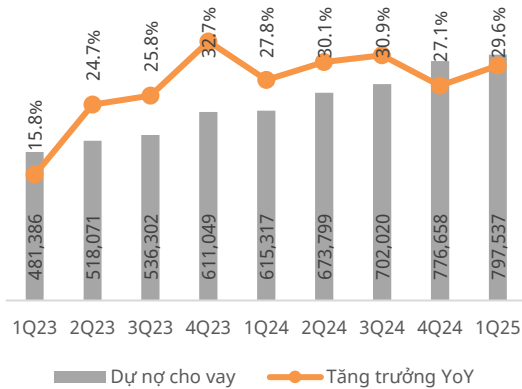
Theo đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống còn 75,3% (-17%p QoQ; -4,8%p svck), trong khi tỷ lệ dự phòng trên tổng dư nợ tín dụng giảm còn 1,39% (-5bps QoQ; -60bps svck). Trong bối cảnh dư nợ tín dụng tiếp tục mở rộng, đặc biệt ở lĩnh vực bất động sản, việc tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống dưới ngưỡng an toàn thông thường 100% cho thấy gánh nặng trích lập dự phòng có thể gia tăng trong thời gian tới.

Bảng 4. Cơ cấu tài sản					
Chỉ tiêu / Thước đo	1Q25	1Q24	svck	4Q24	QoQ
Tổng dư nợ tín dụng (tỷ VND)	828,620	652,080	27.1%	810,101	2.3%
Dư nợ cho vay (tỷ VND)	786,487	603,072	30.4%	765,048	2.8%
Chứng khoán đầu tư & kinh doanh (tỷ VND)	252,716	170,013	48.6%	217,569	16.2%
Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	2.3%	0.4%		24.2%	
Tăng trưởng cho vay (%YTD)	2.8%	0.6%		27.6%	
Tăng trưởng trái phiếu DN (%YTD)	-7%	-4.4%		-13%	
Tỷ trọng CK đầu tư / tài sản sinh lãi (%)	22.6%	19.7%	2.9%p	20.0%	2.6%p
Biên lãi ròng (NIM, %)	4.42%	4.75%	-0.3%p	4.13%	0.3%p
Lợi suất tài sản (%)	7.3%	8.6%	-1.3%p	6.9%	0.4%p
Lợi suất cho vay (%)	8.5%	10.2%	-1.7%p	8.2%	0.3%p
Lợi suất chứng khoán đầu tư (%)	5%	6.3%	-1.3%p	4.9%	0.1%p
Chi phí vốn (%)	3.3%	4.4%	-1.0%p	3.1%	0.2%p

Bảng 5. Phân bổ dư nợ theo ngành kinh tế (% tổng dư nợ cho vay)				
Ngành	1Q25 (%)	4Q24 (%)	QoQ (bps)	Ghi chú
Thương mại	29.3	28.7	+60	Duy trì tăng trưởng
Nông nghiệp	1.1	1.1	+0	Ổn định
Chế biến - Chế tạo	21.6	22.1	-50	Suy giảm nhẹ
Kinh doanh Bất động sản	9.0	8.3	+70	Cải thiện nhẹ
Xây dựng	4.1	4.1	0	Ổn định
Logistics & Truyền thông	3.6	3.4	+20	Cải thiện nhẹ
Du lịch - Khách sạn	2.1	2.1	0	Ổn định
Dịch vụ tài chính	1.3	1	+30	Cải thiện nhẹ
Khác	2.4	2.3	+10	

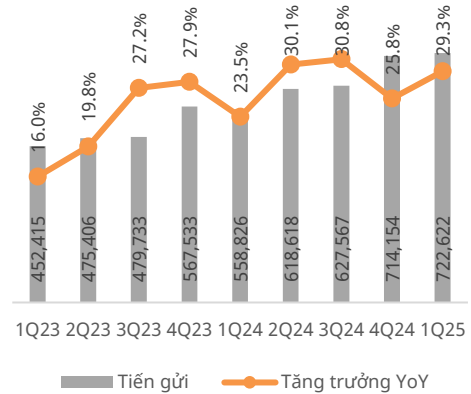
Bảng 6. Chỉ tiêu đánh giá rủi ro tín dụng				
Chỉ số / Thước đo	1Q25	4Q24	QoQ	Ghi chú
Dư nợ nợ xấu (tỷ VND)	14.7	12.5	+17%	Nợ xấu gia tăng sau giai đoạn đẩy mạnh tín dụng
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.84	1.62	+22bps	Suy yếu nhẹ
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (%)	3.75	3.19	+56bps	Áp lực tiềm ẩn đang gia tăng
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	75.3	92.3	-17%p	Lớp đệm dự phòng mỏng dần
Dự phòng / Tổng dư nợ tín dụng (%)	1.39	1.44	-5bps	Thể hiện độ trễ trong trích lập dự phòng

Hình 2. Dự nợ cho vay tăng trưởng ổn định



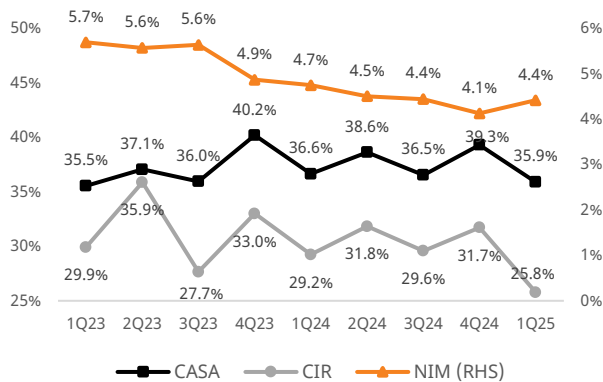
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 3. Huy động vốn tăng trưởng song hành với tín dụng



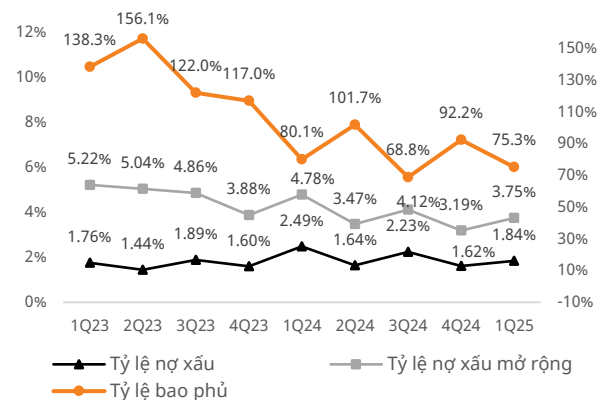
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 4. CASA giảm 340 điểm cơ bản so với quý trước; NIM duy trì ổn định



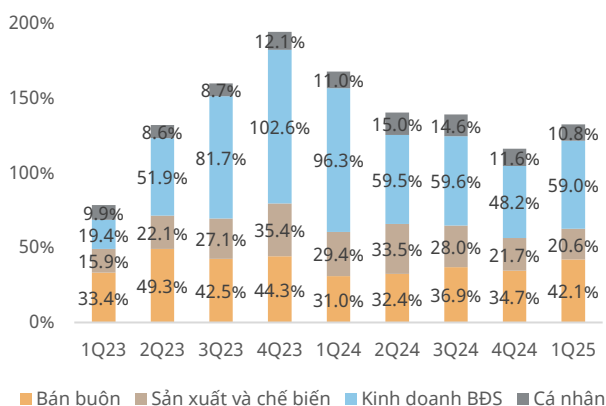
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 5. Chất lượng tài sản ổn định, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (NPLC) đạt 75,3%



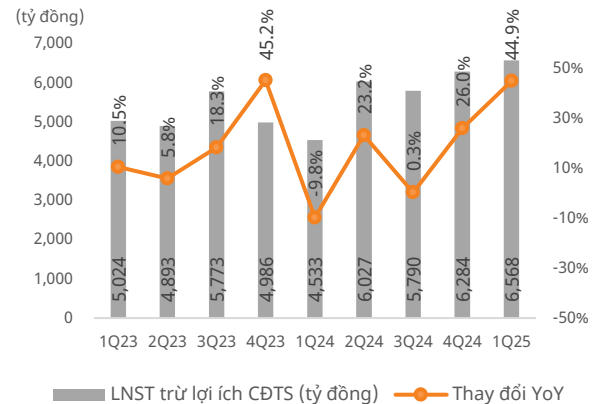
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6. Tăng trưởng theo năm của các phân khúc tín dụng trọng yếu



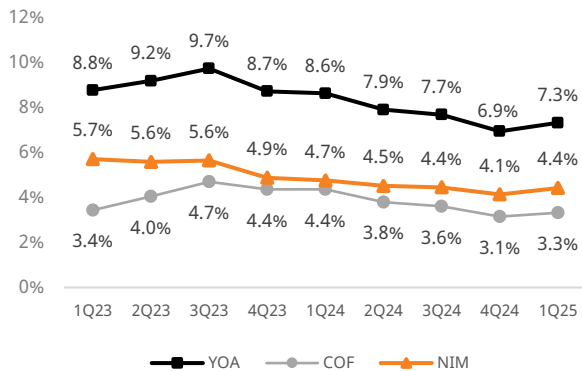
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 7. Lợi nhuận sau thuế tăng 45% so với cùng kỳ trong quý 1/2025



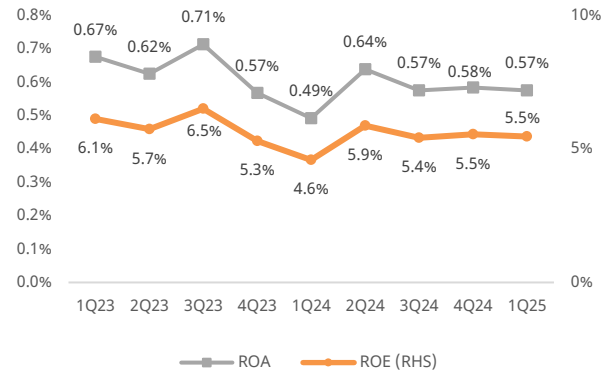
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 8. Diễn biến NIM, lợi suất tài sản (YOA), chi phí vốn (COF)



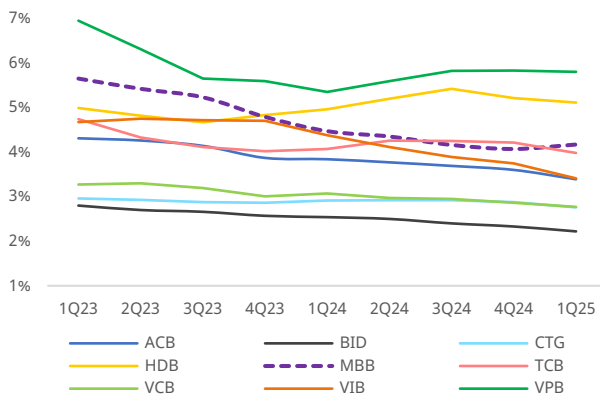
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 9. ROA và ROE đang ổn định trở lại



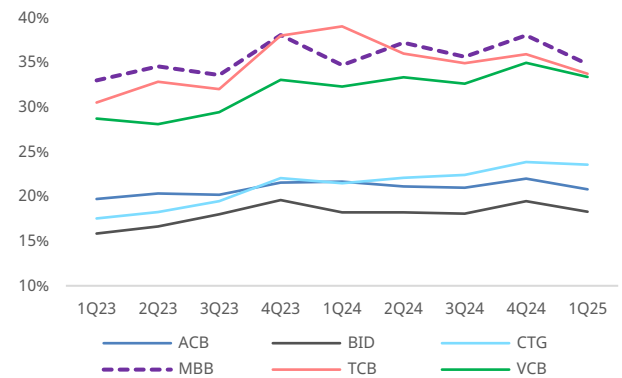
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 10. NIM của MB tăng trở lại trong quý 1/2025



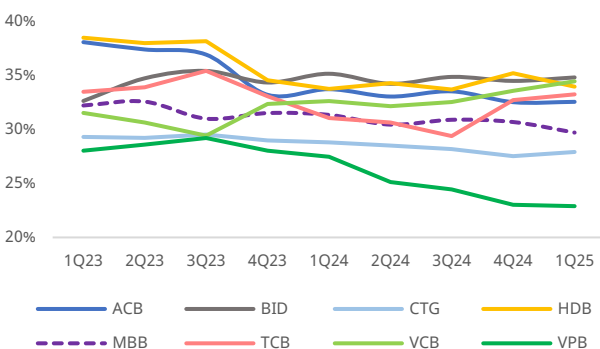
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 11. MB dẫn đầu hệ thống ngân hàng Việt Nam về CASA



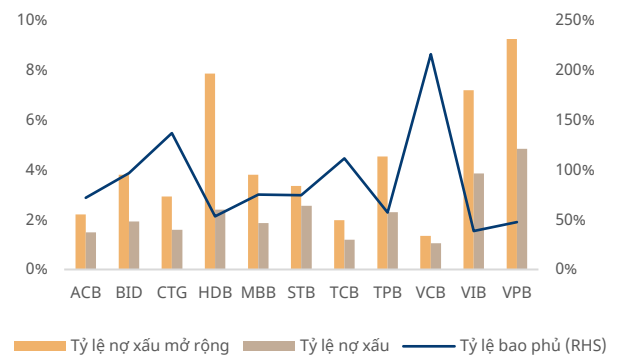
Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 12. Tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu (CIR) của MB



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 13. Tình hình nợ xấu toàn ngành ngân hàng



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB, với giá mục tiêu 28.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức định giá 1,3 lần P/B dự phóng năm 2025 (FY25E).

Tuy nhiên, một số rủi ro cần được theo dõi chặt chẽ. Tăng trưởng tín dụng toàn ngành có thể chịu áp lực nếu dòng vốn đầu tư vào sản xuất và xuất khẩu suy yếu do ảnh hưởng kéo dài từ căng thẳng thương mại toàn cầu. Việc MBB mở rộng cho vay bất động sản thương mại có thể thúc đẩy tăng trưởng tín dụng ngắn hạn, nhưng cũng kéo theo rủi ro tập trung, đặc biệt nếu tiêu chuẩn tín dụng thiếu chặt chẽ.

Biên lãi ròng (NIM) có thể chịu áp lực trong thời gian tới do cơ cấu cho vay dịch chuyển khỏi nhóm khách hàng bán lẻ – vốn mang lại biên lợi nhuận cao – cùng với sự suy giảm của CASA, phản ánh mức độ cạnh tranh ngày càng khốc liệt trong huy động vốn.

Dù tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) có thể chững lại do môi trường bên ngoài bất ổn, MBB vẫn duy trì nền tảng tài chính lành mạnh và khả năng chống chịu tốt. Ở chiều tích cực, các công ty con hiện đóng góp khoảng 5% lợi nhuận trước thuế hợp nhất, và dư địa tăng trưởng đáng kể có thể đến từ tái cơ cấu tài sản ngoài lõi, bao gồm kế hoạch IPO Mcredit và khả năng bán vốn tại MBB Campuchia.

Đặc biệt, dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 hiện chưa phản ánh các khoản lợi nhuận vốn tiềm năng từ các thương vụ IPO hoặc thoái vốn, mang lại yếu tố tùy chọn tích cực trong định giá hiện tại.

Phụ lục 1. Xu hướng PPOP cốt lõi

(Đơn vị: tỷ VND)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Thu nhập lãi thuần (NII)	9,062	10,531	10,417	11,142	11,692
Thu nhập từ phí (Fee Income)	945	1,354	888	1,181	1,235
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	10,007	11,885	11,305	12,323	12,928
Chi phí hoạt động (Opex)	(3,514)	(4,491)	(3,756)	(5,247)	(3,950)
Lợi nhuận hoạt động	6,493	7,395	7,549	7,076	8,978
• Tăng trưởng Svck (%)	-11.6%	19.1%	-0.1%	4.9%	38.3%
• Tăng trưởng QoQ (%)	-3.7%	13.9%	2.1%	-6.3%	26.9%
PPOP cốt lõi / Tài sản bình quân (%)	0.75%	0.81%	0.78%	0.70%	0.83%
Dự phòng / PPOP cốt lõi (%)	41.7%	27.1%	21.7%	45.6%	33.3%
ROA (%)	0.49%	0.64%	0.57%	0.58%	0.57%

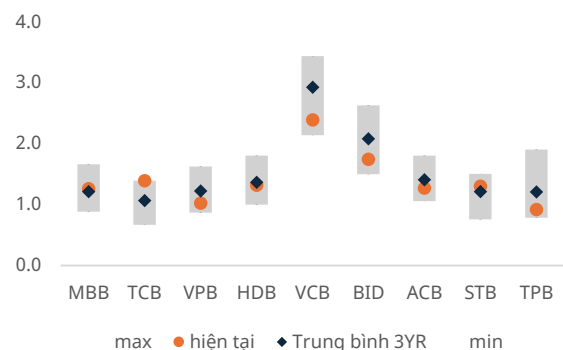
Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Hình 14. MB's P/B



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 15. P/B valuation across banking sector



Nguồn: MBB, Mirae Asset Vietnam Research

Ngân hàng Quân Đội

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

(VNDbn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu từ lãi	69,143	69,062	83,648	98,720
Chi phí lãi vay	30,459	27,910	35,517	43,239
Thu nhập lãi thuần	38,684	41,152	48,131	55,480
Doanh thu thuần từ dịch vụ	4,085	4,368	4,834	5,325
Doanh thu thuần khác	4,537	9,893	10,020	8,442
Thu nhập từ HĐKD	47,306	55,413	62,985	69,247
Chi phí hoạt động	14,913	17,007	18,587	21,218
Lợi nhuận trước dự phòng	32,393	38,406	44,398	48,029
Tổng chi phí dự phòng	6,087	9,577	12,869	13,033
Lợi nhuận hoạt động	26,306	28,829	31,530	34,996
Thuế TNDN	5,252	5,878	6,307	7,000
Lợi nhuận sau thuế	21,054	22,951	25,223	27,996
LNST (trừ CĐTS)	20,677	22,634	25,223	27,996

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

	2023	2024	2025F	2026F
Tiền và các khoản tương đương	3,675	3,349	3,517	3,692
Chứng khoán	192,174	217,569	228,177	254,877
Cho vay	645,923	841,835	1,045,067	1,312,743
Tài sản cố định hữu hình	3,194	3,751	4,833	5,225
Tài sản khác	99,987	62,298	128,197	152,128
Tổng tài sản	944,954	1,128,801	1,409,792	1,728,665
Tiền gửi	567,533	714,154	923,460	1,187,593
Nợ vay	102,619	121,119	132,597	148,039
GCTG	126,463	128,964	167,046	175,918
Khoản nợ khác	51,628	47,504	52,043	57,248
Tổng nợ	848,242	1,011,741	1,275,147	1,568,797
Vốn góp chủ sở hữu	54,938	56,296	61,925	68,118
Thặng dư vốn cổ phần	869	1,304	1,304	1,304
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Quỹ dự trữ	11,371	13,830	13,693	13,693
Lợi nhuận giữ lại	25,560	40,718	57,722	76,753
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,973	4,911	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	96,711	117,060	134,645	159,868

Phân tích DuPont (%)

	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập từ lãi	8.26	6.66	6.62	6.36
Chi phí lãi	3.64	2.69	2.80	2.76
Lợi nhuận từ lãi	4.62	3.97	3.83	3.60
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.49	0.42	0.38	0.34
Thu nhập ròng khác	0.54	0.95	0.74	0.51
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	5.65	5.34	4.95	4.46
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	1.78	1.64	1.48	1.35
PPOP	3.87	3.70	3.47	3.11
Tổng chi phí dự phòng	0.73	0.92	1.01	0.75
Lợi nhuận trước thuế	3.14	2.78	2.45	2.36
Thuế thu nhập	0.63	0.57	0.49	0.47
Lợi nhuận sau thuế (CĐTS)	0.05	0.03	0.00	0.00
ROA	2.47	2.18	1.96	1.89
Đòn bẩy (x)	9.5	9.7	10.1	10.7
ROE	23.5	21.2	20.0	19.0
Tỷ lệ nợ xấu				
Tỷ lệ nợ xấu rộng	1.60	1.62	1.50	1.20
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	3.88	3.19	3.40	3.20
Dự phòng trên tổng dư nợ	117.0	92.2	104.1	101.66
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	1.56	1.29	1.38	1.11
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	1.00	1.23	1.32	1.06
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)	0.67	0.88	0.98	0.80

Các chỉ số/định giá chính

Các chỉ số chính (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng (CK)				
Cho vay	33.7	27.6	25.4	26.8
Cho vay và phải thu	36.7	22.4	24.7	25.7
Tiền gửi	27.9	25.8	29.3	28.6
Vốn chủ sở hữu	21.5	21.0	15.0	18.7
Tổng tài sản	29.7	19.5	24.9	22.6
Thu nhập ròng từ lãi	7.4	6.4	17.0	15.3
Thu nhập dịch vụ	-1.2	6.9	10.7	10.2
LNTDP	5.3	18.6	15.6	8.2
Lợi nhuận HĐKD	15.7	9.6	9.4	11.0
LNST	18.3	9.5	11.4	11.0
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	4.4	3.4	3.7	3.6
NIM	4.9	4.1	4.0	3.8
Biên LNTDP	46.8	55.6	53.1	48.7
ROA	2.5	2.2	2.0	1.8
ROE	23.5	21.2	20.0	19.0
Thanh khoản				
LDR (loại trừ GTCG)	105.6	107.1	103.9	102.4
Cho vay trên tài sản	63.5	67.8	68.0	70.4

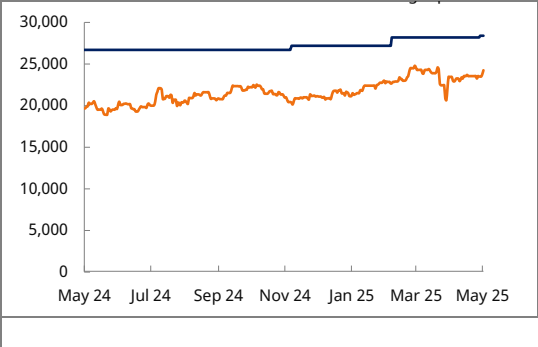
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Securities Research estimates

PHỤ LỤC

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
MBB Corporation	15/05/2025	Tăng tỷ trọng	28,400
MBB Corporation	18/02/2025	Mua	28,200
MBB Corporation	11/18/2024	Mua	27,200
MBB Corporation	9/10/2024	Tăng tỷ trọng	27,200



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
Nắm 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, vĩ 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) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký 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 tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh 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 tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một 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 tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về 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 các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là để từ ngày của tài liệu này 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 chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị 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 lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu 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 đã chuẩn bị chúng. 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 của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào 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 mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo 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) CCT VM

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