



Quan điểm đầu tư	Mua
Giá hợp lý (đ/cp)	16.600
Giá thị trường (10/06/2015)	13.900
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	1,159
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	15.652
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	16,116
Sở hữu nước ngoài (%)	30%*
Giá hiện tại (đ/cp) ngày 10/6/2015	13.900
KLTB 10 ngày (nghìn cp)	3.068.049
Giá thấp nhất 52T (đ)	12.262
Giá cao nhất 52T (đ)	15,100
+/- 7 ngày qua	+0,72%
+/- 1 tháng qua (+2,96%

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi
Email: tuoith@bsc.com.vn
Tel: + 84.39352722

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MBB** với giá mục tiêu là **16.600 đ/cp (upside 19,32%)**. Cổ phiếu MBB hiện được giao dịch tại mức P/E và P/B lần lượt là 6,51x và 0,94x, khá hấp dẫn so với P/E và P/B của ngành ngân hàng. Hoạt động của MBB có khả năng sinh lời tốt, tỷ lệ trích lập dự phòng cao và tỷ lệ cho vay trên tổng huy động thấp cho phép ngân hàng đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng tín dụng khi nền kinh tế phục hồi.

Lợi nhuận tăng trưởng bền vững và đứng đầu khối NHTMCP. Kết quả kinh doanh 2014 tích cực, LNST đạt 2.449 tỷ đồng (+8,06% yoy), trong khi đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cao, đạt 2.019 tỷ đồng, chiếm 39% tổng LNTT và trích lập dự phòng. Năm 2015, LNST của MBB được dự báo đạt 2.554 tỷ đồng, (+4,31% yoy), tương đương EPS 2015 sau khi loại trừ quỹ khen thưởng phúc lợi là 2.070 đồng/cp. Kết quả kinh doanh tích cực của MBB có được nhờ

Khả năng sinh lời cao. MBB dẫn đầu các NHTM về hệ số sinh lời ROE, ROA. (1) NIM cao nhờ chi phí huy động thấp, danh mục đầu tư trái phiếu Chính phủ với lãi suất cao chiếm tỷ trọng lớn. (2) Chi phí hoạt động thấp hơn so với trung bình ngành.

Chất lượng tài sản tốt do trích lập dự phòng ở mức cao trong ngành từ nhiều năm và chính sách quản trị rủi ro chặt chẽ. Điều này sẽ giúp MBB duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn mức trung bình ngành trong bối cảnh tái cơ cấu mạnh mẽ ngành ngân hàng, siết chặt các chính sách phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro.

	2011	2012	2013	2014	2015F
Thu nhập lãi thuần	5.222	6.603	6.124	6.540	6.897
% yoy	48%	26%	-7%	7%	5%
Tổng LNTT và trích lập DP	3266	5117	4914	5193	5435
LNST	2.338	2.292	2.266	2.449	2.554
% yoy	39%	-2%	-1%	8%	4%
EPS cuối kỳ	3.203	2.292	2.013	2.136	2.070
Vốn chủ sở hữu	9.642	12.864	15.148	16.561	22.256
Vốn điều lệ	7.300	10.000	11.256	11.594	16.000
Giá trị ghi sổ/cp	13.208	12.864	13.458	14.284	13.910
NIM	4,63%	4,52%	3,71%	3,81%	3,62%
ROA	1,71%	1,47%	1,28%	1,30%	1,21%
ROE	22,96%	20,49%	16,25%	15,62%	13,31%

Nguồn: BCTC MBB, BSC tổng hợp

TỔNG QUAN VỀ MBB

Giới thiệu chung	
Công ty	Ngân hàng thương mại cổ phần Quân Đội
Trụ sở	21 Cát Linh - Q.Đống Đa - Hà Nội
Web site	https://www.mbbank.com.vn/
Điện thoại	(84.4) 6266 1088
Fax	(84.4) 6266 1080
Vốn điều lệ:	45,6 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> - Kinh doanh Ngân hàng - Cung cấp sản phẩm phái sinh - Đại lý bảo hiểm và các dịch vụ liên quan - Kinh doanh trái phiếu và giấy tờ có giá - Mua bán, gia công, chế tác vàng

Lịch sử hình thành	
Năm	Sự kiện
1994	Thành lập
2004	Ngân hàng đầu tiên bán đấu giá cổ phần
2005	Ký thỏa thuận với VCB và Viettel về thanh toán cước Viettel qua ATM, hợp tác với Citibank
2006	Triển khai Corebanking T24 (Thụy Sĩ)
2010	Khai trương chi nhánh Lào & McKinsey tư vấn chiến lược 2011-2015 tầm nhìn 2020
2011	Niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HSX)
2011	Khai trương chi nhánh Campuchia

Quá trình thay đổi vốn điều lệ	
Thời gian	Sự kiện
1994	Vốn điều lệ hoạt động là 20 tỷ đồng
2008	Viettel chính thức là cổ đông chiến lược, VDL tăng lên 3.400 tỷ đồng
2009	Chuyển đổi trái phiếu phát hành từ 2007, VDL tăng lên 5.300 tỷ đồng
2010	Phát hành thêm cp, VDL tăng lên 7.300 tỷ
2012	Phát hành 160 triệu cp cho cổ đông hiện hữu và 110 triệu cho Viettel, VDL lên 10.000 tỷ đồng
2013	Phát hành cho cổ đông hiện hữu, tăng vốn lên 11.256 tỷ đồng
2014	Trả cổ tức bằng cổ phiếu 3%

TT	Các công ty con	VĐL	Sở hữu
1	CTCP Chứng khoán MB (MBS)	1.221 tỷ	79.5%
2	CTCP quản lý Quỹ Đầu tư MB (MB Capital)	200 tỷ	84.7%
3	CT TNHH quản lý nợ & khai thác tài sản MB AMC	882 tỷ	100%
4	CTCP Địa ốc MB (MB Land)	653 tỷ	66.1%
5	CTCP Việt R.E.M.A.X	100 tỷ	80%

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL

TT	Tên	Số cổ phần	Sở hữu
1	NH TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank)	107,934,750	9.5%
2	Tập đoàn Viễn thông Quân đội (Viettel)	168,843,750	15%
3	NH TMCP Hàng Hải VN	111,951,379	9.9%
	Tổng cộng	388,729,879	34%

Cơ cấu cổ đông đến 31/12/2013

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
1	Cổ đông nhà nước	0	0%	0
2	Cổ đông bên trong			
	- Hội đồng quản trị	2.594.949	0.2%	9
	- Ban kiểm soát	1.506.091	0.1%	4
	- Ban Giám đốc	2.466.066	0.2%	8
	- CBCNV			
3	Cổ đông bên ngoài			
	- Trong nước	731.656.250	65%	
	- Nước ngoài	337.687.500	30%*	
	Tổng cộng	1.125.625.000	100%	

(Nguồn: BCTN 2013)

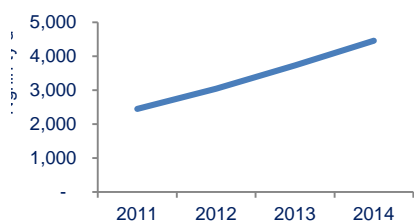
Trong số các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) niêm yết, MBB là NHTMCP duy nhất có liên hệ chặt chẽ với Bộ Quốc phòng với 4/9 thành viên Hội đồng quản trị từng giữ chức vụ cao tại Bộ Quốc Phòng.

MBB cũng là một trong hai ngân hàng duy nhất có sở hữu nước ngoài ở mức tối đa 30%. Trong đó 20% được khóa cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Do đó, thị trường đặc biệt quan tâm đến việc tăng vốn qua phát hành cho cổ đông chiến lược thời gian tới cũng như quy định về nới room cho nhà đầu tư nước ngoài.

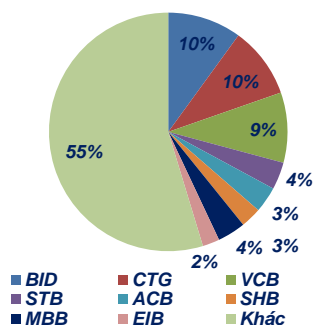
NGÀNH NGÂN HÀNG
Bảng 1: So sánh quy mô ngân hàng

	NHTM Nhà nước	NHTM cổ phần	NH liên doanh,
Tổng TS có	2.802.985	2.707.486	711.756
TB tổng TS 1 NH	560.597	82.045	12.941
Vốn tự có	169.696	203.154	106.004
Vốn tự có TB 1 NH	33.939	6.156	1.927
Vốn điều lệ (VDL)	134.206	191.115	87.215
VDL TB 1 NH	26.841	5.791	1.586

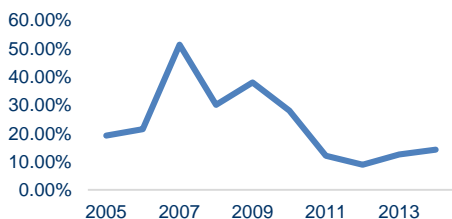
(Nguồn: NNHNN, BSC tổng hợp)

Hình 1: Huy động vốn 2011-2014


(Nguồn: NHNN)

Hình 2: Thị phần huy động vốn 2014


(Nguồn: BCTC NHTM, BSC tổng hợp)

Hình 3: Tăng trưởng tín dụng 2005-2014


(Nguồn: NHNN, BSC tổng hợp)

TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

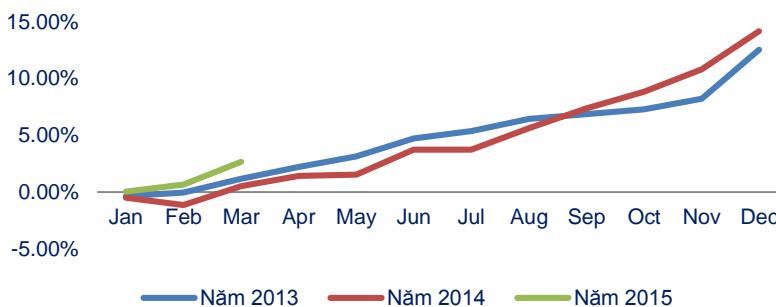
Quy mô ngành có sự phân hóa. Dẫn đầu quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu là nhóm các ngân hàng thương mại (NHTM) Nhà nước. Quy mô vốn và tài sản của nhóm NHTM cổ phần còn nhỏ. Tổng tài sản trung bình, vốn điều lệ trung bình của một NHTM Nhà nước lần lượt đạt 561 nghìn tỷ đồng (gấp 6,8x quy mô của NHTM cổ phần) và 27 nghìn tỷ đồng (gấp 4,6x quy mô của NHTM cổ phần). Với quy mô vượt trội, nhóm các NHTM Nhà nước có khả năng phòng vệ rủi ro phá sản cao hơn, đồng thời có lợi thế mở rộng quy mô tín dụng, mạng lưới chi nhánh và các hoạt động phi tín dụng hơn nhóm các NHTM cổ phần.

MBB là NHTM cổ phần có quy mô lớn nhất trong số các NHTM cổ phần niêm yết tại Việt Nam.

Huy động vốn tăng trưởng cao. Năm 2014, huy động vốn tăng 19,37% yoy. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng huy động tiếp tục duy trì ở mức cao do (1) lạm phát thấp, lãi suất thực tiền gửi dương; (2) kênh đầu tư an toàn, đơn giản hơn so với kênh đầu tư vàng, ngoại tệ, chứng khoán và bất động sản.

Tín dụng tăng trưởng khả quan, bền vững. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng (2007-2010), tốc độ tăng trưởng tín dụng liên tục giảm trong các năm 2011 và 2012 và có dấu hiệu tăng trưởng trở lại trong 2 năm gần đây cùng với dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế. Năm 2014, tăng trưởng tín dụng đạt 14,16% yoy, vượt mục tiêu của NHNN.

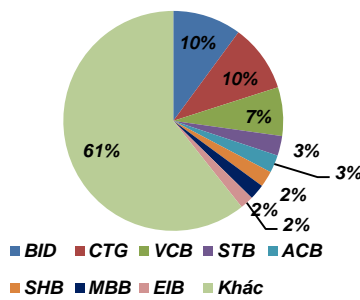
Trái với diễn biến tăng trưởng tín dụng trong 2 năm 2013 và 2014 (tín dụng tăng chậm/ tăng trưởng âm trong các tháng đầu năm và tăng nhanh vào cuối năm), ngay trong 4 tháng đầu năm 2015, tín dụng tăng trưởng mạnh 2,78%. Chúng tôi đánh giá đây là một tín hiệu tích cực, cho thấy sức cầu tín dụng bền vững.

Hình 4: Diễn biến tăng trưởng tín dụng lũy kế hàng tháng


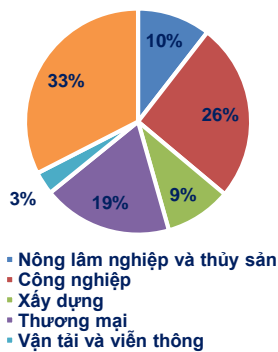
(Nguồn: NHNN, BSC tổng hợp)

Chúng tôi kỳ vọng tín dụng ngân hàng sẽ duy trì mức tăng trưởng khả quan trong thời gian tới. Năm 2015, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn ngành từ 13-15%. (1) Kinh tế phục hồi. Nhiều tổ chức như World bank (WB), IMF đều đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam lên 6% trong năm 2015. HSBC và ANZ lần lượt dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2015 lần lượt là 6,1% và 6,5%. (2) Lãi suất cho vay kỳ vọng giảm tiếp 1%-1,5% thúc đẩy cầu tín dụng. (3)

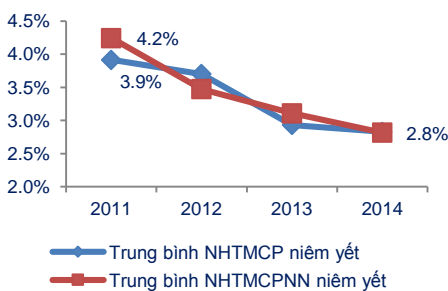
Hình 5: Thị phần cho vay



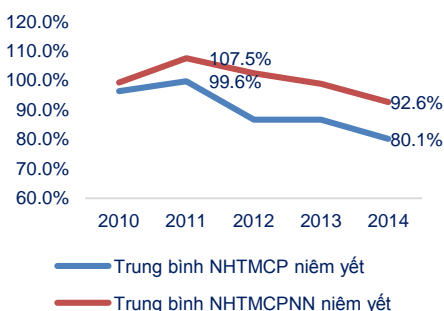
Hình 6: Cơ cấu tín dụng



Hình 8: Tỷ lệ lãi cận biên NIM



Hình 9: Tỷ lệ LDR



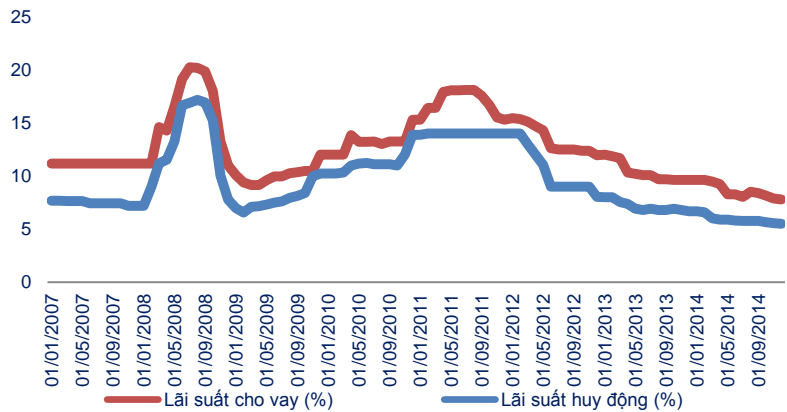
(Nguồn: BCTC các NHTM niêm yết, BSC tổng hợp)

Thông tư 36 nới trần nguồn vốn ngắn hạn được phép cho vay trung dài hạn từ 30% lên 60% đồng thời giảm tỷ trọng rủi ro đối với lĩnh vực bất động sản giúp kích cung tín dụng dài hạn và tín dụng bất động sản.

Lãi suất liên tục giảm. Trong năm 2014, NHNN đã 2 lần điều chỉnh giảm các mức lãi suất chính sách (tháng 3 và tháng 10/2014). Mặt bằng lãi suất trên thị trường giảm 1,5-2%/năm so với cuối năm 2013.

Mục tiêu 2015, lãi suất cho vay trung-dài hạn giảm 1-1,5%, mặt bằng lãi suất huy động giảm 1,5-2%/năm.

Hình 7: Diễn biến lãi suất 2007-2014



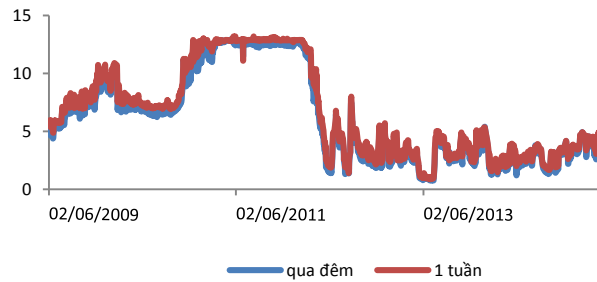
(Nguồn: Bloomberg)

Tỷ lệ lãi cận biên giảm dần. Do (1)lãi suất cho vay trên cả thị trường 1 và 2 giảm nhanh hơn tốc độ giảm của lãi suất huy động; (2)Các ngân hàng thay đổi tỷ trọng của tài sản sinh lãi.

Thanh khoản được cải thiện.

- **Tỷ lệ cho vay/ huy động (LDR) giảm.** Với nguồn vốn huy động tăng trưởng mạnh trong khi hoạt động cho vay còn khó khăn, tỷ lệ Cho vay/Huy động (LDR) đạt trung bình 90% năm 2014. Đây là mức thấp nhất trong vòng 5 năm, giảm dần từ trên 100% năm 2010, năm 2011, giúp các ngân hàng thoát khỏi áp lực về thanh khoản.
- **Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn thấp,** đạt 20,15% tính đến hết năm 2014 trên toàn hệ thống. Tỷ lệ này tại các ngân hàng thương mại Nhà nước là 25,02%, các ngân hàng TMCP là 21,35%.
- **Tăng đầu tư và nắm giữ trái phiếu Chính phủ (TPCP):**Tình trạng thừa thanh khoản khiến trái phiếu chính phủ (TPCP) trở thành kênh đầu tư quan trọng, đặc biệt là khối NHTMCPNN. 80% lượng TPCP phát hành trong năm 2014 được mua bởi khối này.
- **Lãi suất liên NH ổn định, duy trì ở mức thấp.**

Hình 10: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



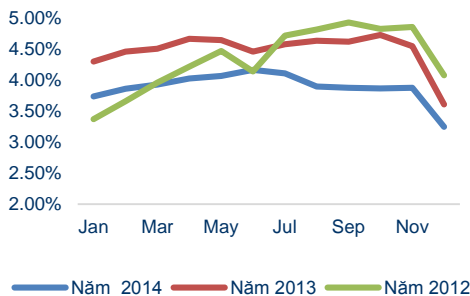
(Nguồn: NHNN, Bloomberg)

Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm. Tỷ lệ nợ xấu giảm dần qua các năm. Năm 2012 tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng là 4,08%, năm 2013 giảm còn 3,61% và đến cuối năm 2014, tỷ lệ nợ xấu là 3,25%. Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm mạnh vào tháng 6 và tháng 12 hàng năm. Tỷ lệ nợ xấu giảm, do: **(1)**Tăng trưởng tín dụng cao; **(2)**Các ngân hàng bán nợ cho VAMC.

Đánh giá tỷ lệ nợ xấu 2015:

- **Tăng trong 3 quý đầu năm.** Do yêu cầu về phân loại nợ chặt hơn theo thông tư 02/2013/TT-NHNN & 09/2014/TT-NHNN. **(1)** TCTD phải điều chỉnh kết quả phân loại nợ, cam kết ngoại bảng theo nhóm nợ được CIC cung cấp. **(2)** Kết hợp phân loại nợ theo cả 2 phương pháp định tính và định lượng; **(3)** Kể từ ngày 1/4/2015, hết hiệu lực quy định “cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ như đã được phân loại trước khi cơ cấu lại thời hạn trả nợ”.
- **Giảm trong quý 4/2015.** **(1)**Các NH đẩy mạnh bán nợ cho VAMC; **(2)** Tăng trưởng tín dụng. Cơ chế bán nợ cho VAMC được thúc đẩy trên cả 2 phương diện là cung nợ xấu và cầu nợ xấu¹. Chúng tôi lưu ý, với cơ chế hoạt động hiện tại, VAMC chưa thực sự giải quyết được nợ xấu, đóng vai trò như một kho cất giữ nợ xấu, làm sạch bảng cân đối của các NHTM, rủi ro nợ xấu vẫn thuộc về các NHTM. Do đó, để đánh giá đúng và đủ về rủi ro nợ xấu, số dư và tỷ lệ nợ xấu phải được đánh giá dựa trên số dư nợ xấu trên bảng cân đối kế toán của các NHTM và số dư bán nợ cho VAMC chưa xử lý được.
- **Tỷ lệ nợ xấu mục tiêu dưới 3% có thể đạt được vào cuối năm 2015.**

Hình 11: Diễn biến nợ xấu 2012-2014



(Nguồn: NHNN, BSC tổng hợp)

Trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu tăng. Do tăng tỷ lệ nợ xấu. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ xấu cũng như trích lập dự phòng rủi ro tín dụng của MBB tăng ít tương đối so với các NHTM khác do MBB đã chủ

¹ Kịch cung nợ xấu: **(1)**Chỉ thị 02 ra ngày 27/1/2015 yêu cầu các TCTD phải bán tối thiểu 75% lượng nợ xấu do VAMC xác định đối với từng TCTD trước 30/6/2015 và bán hết 100% trong năm nay. **(2)**Giãn thời gian trích lập dự phòng TPĐB của các TCTD tại cơ cấu /gặp khó khăn về tài chính từ 5 năm lên 10 năm làm giảm chi phí trích lập DP hàng năm cho TCTD. **(3)**Tăng khả năng mua nợ theo giá trị thị trường giúp các NH bán nợ thu được “tiền tươi”, không phải trích lập DPRR và không còn rủi ro với khoản nợ xấu được bán.

Kích cầu nợ xấu **(1)**Tăng nguồn lực mua nợ của VAMC thông qua tăng VDL tăng từ 500 tỷ đồng lên 2000 tỷ đồng và cho phép VAMC phát hành trái phiếu để mua nợ theo giá trị thị trường. **(2)**Dự định ra thông tư cho phép VAMC xử lý tài sản đảm bảo, tăng quyền đòi nợ của chủ nhà băng.

động phân loại nợ chặt chẽ hơn, sử dụng các điều kiện định tính để phân loại nợ theo yêu cầu của thông tư 02.

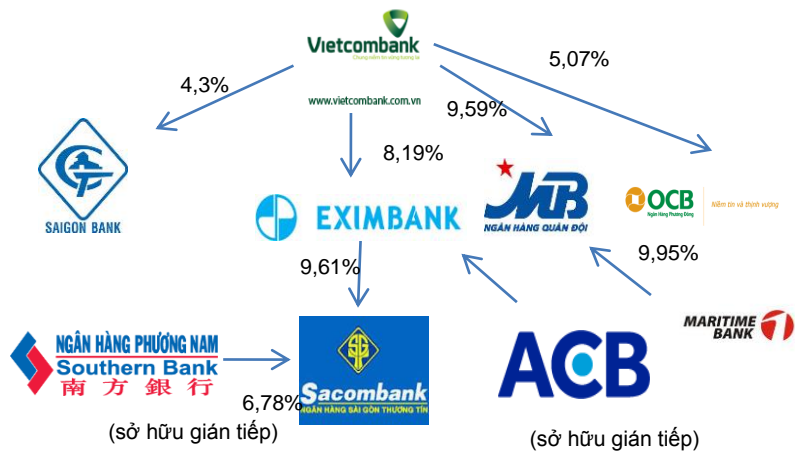
Giảm sở hữu chéo ngân hàng: Thông tư 36/ 2014/ TT-NHNN siết chặt sở hữu chéo trong hệ thống các NHTM. **(1)**Tổng vốn góp mua cổ phần của NHTM vào các doanh nghiệp (bao gồm cả vốn cấp, vốn góp vào công ty con, công ty liên kết) không được vượt quá 40% vốn điều lệ và vốn dự trữ của NHTM. **(2)**NHTM chỉ được nắm giữ tối đa 2 TCTD khác (trừ TCTD là công ty con). **(3)** Lượng cổ phiếu của 1 TCTD mà NHTM nắm giữ không được vượt quá 5% vốn có quyền biểu quyết của TCTD đó.

Các NH có thể giải quyết tình trạng sở hữu chéo thông qua: **(1)** M&A ngân hàng; **(2)** thoái vốn.

Chúng tôi cho rằng, cổ phiếu MBB có thể gặp áp lực thoái vốn từ VCB và Maritime bank theo yêu cầu của thông tư 36 (sơ đồ 1).

M&A ngân hàng sôi động: Năm 2015 là năm cuối cùng thực hiện đề án “Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng (TCTD) giai đoạn 2011-2015”. Trong 4 tháng đầu năm, NHNN đã tuyên bố mua lại 2 TCTD yếu kém với giá 0 đồng là VNCB và Oceanbank. MHB sáp nhập vào BID theo tỷ lệ 1:1. PGbank sáp nhập vào Viettinbank theo tỷ lệ 1: 0,9. Nhiều thương vụ M&A cũng đã được công bố hoặc đang chờ sự chấp thuận từ phía NHNN như M&A Sacombank và Southernbank, Vietcombank và Saigonbank,

Sơ đồ 1: Sở hữu chéo theo hình thức trực tiếp giữa các NHTM niêm yết



(Nguồn: BSC tổng hợp)

TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

Bảng 2: Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam 2015

Tổ chức	Dự báo
World bank	6%
IMF	6%
HSBC	6.1%
ANZ	6.5%
BSC	6-6.2%

(Nguồn: WB, IMF, HSBC, ANZ, BSC tổng hợp)

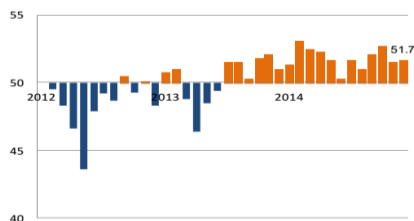
Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành ngân hàng sẽ có chuyển biến đáng kể từ năm 2015 – năm cuối trong đề án tái cấu trúc ngành - với động lực đến từ: **(1)** Nền kinh tế phục hồi; **(2)** Nội lực của chính ngân hàng được cải thiện.

Kinh tế phục hồi:

- Tăng trưởng kinh tế được dự báo tích cực hơn (bảng 3), lĩnh vực sản xuất mở rộng liên tiếp trong suốt 20 tháng qua (PMI > 50 điểm), lạm phát ổn định, duy trì ở mức thấp, mục tiêu lạm phát 2015 là 4%.

- Kỳ vọng lớn từ các hiệp định thương mại tự do: TPP, FTA Việt Nam-EU, FTA Việt Nam-Hàn Quốc, Cộng đồng kinh tế Asean (hiệp định ATIGA), RCEP,....

Chỉ số PMI Việt Nam



(Nguồn: Markit, HSBC)

Nội lực của ngân hàng:

- Quy mô, năng lực tài chính tăng thông qua các thương vụ M&A và tăng vốn. Giảm, sáp nhập hoặc tái cơ cấu các TCTD yếu kém
- Phân loại nợ toàn hệ thống chặt chẽ và minh bạch hơn theo Thông tư 02 và thông tư 09.
- Thanh khoản hệ thống được cải thiện

VỊ THẾ CỦA MBB TRONG NGÀNH

Từ một doanh nghiệp ra đời với ý tưởng xây dựng định chế tài chính giúp phát triển doanh nghiệp Quân đội, MBB hiện đứng đầu trong nhóm NHTMCP về quy mô (bảng 2).

Toàn ngành có 37 ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) nhưng hiện chỉ có 8 NHTMCP niêm yết. Báo cáo này tập trung vào các ngân hàng niêm yết gồm MBB, CTG, BID, VCB, EIB, STB, SHB và ACB.

- **Vốn chủ sở hữu đạt 16,6 nghìn tỷ (2014)** đứng thứ 2 trong khối NHTMCP.
- **Tổng tài sản lớn nhất nhóm NHTMCP**, đạt 200 nghìn tỷ với tốc độ tăng trưởng tổng tài sản cao hơn mức trung bình của khối này.
- **Đứng đầu nhóm NHTMCP về Thu nhập và lợi nhuận** với mạng lưới giao dịch ở mức thấp nhất khối cùng năng lực tiết kiệm chi phí tối ưu (CIR thấp nhất).
- **Dẫn đầu ngành về khả năng sinh lời ROE**, đứng thứ 2 về chỉ tiêu lãi cận biên, NIM chỉ sau STB.
- **Chỉ MBB và ACB có mức sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài ở mức tối đa 30%**. Riêng MBB thực tế room khối ngoại chỉ 10% do NHNN cho phép MBB khóa 20% sở hữu cho nhà đầu tư chiến lược dù đến nay vẫn chưa xác định.

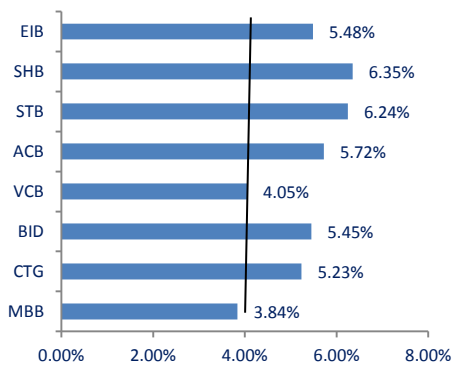
Bảng 3: So sánh các chỉ tiêu quan trọng của 8 ngân hàng niêm yết

Chỉ tiêu	MBB	Trung bình	NHTMCPNN				NHTMCP		
			BID	CTG	VCB	ACB	SHB	STB	EIB
CP lưu hành (triệu)	1,159	1,910	2,811	3,723	2,665	911	886	1,143	1,229
Vốn chủ (tỷ)	16,561	26,802	33,367	55,013	44,181	12,397	10,516	18,069	14,068
Sở hữu NN (%)	*10%	18.6%	0.7%	29%	21%	30%	17.4%	6.3%	25.6%
Điểm giao dịch	208	501	576	1.152	440	345	373	416	204
Tổng tài sản	200.489	369.376	650.364	661.132	574.260	179.610	169.363	189.803	161.104
Tổng dư nợ	104.956	234.925	445.693	439.869	323.332	116.324	104.094	128.015	87.147
Tổng thu nhập (tỷ)	8.307	11.574	22.187	21.031	17.273	6.056	3.280	8.249	2.943
LNST (tỷ VND)	2.476	2.757	4.955	5.712	4.591	952	818	2.212	56
EPS	2.136	1.281	1.763	1.534	1.723	1.045	924	1.936	46
BVPS	13.879	12.715	11.857	11.905	13.627	14.230	11.734	14.351	11.301
Giá (09/06/2015)	13.800		21.200	19.600	44.200	21.900	7.900	18.100	13.600
P/E	6,46	14,42	11,25	12,54	23,85	20,25	9,12	9,5	
P/B	0,97	1,46	1,71	1,3	2,65	1,55	0,66	1,2	1,15

(Nguồn: BCTC các ngân hàng, Bloomberg, BSC)

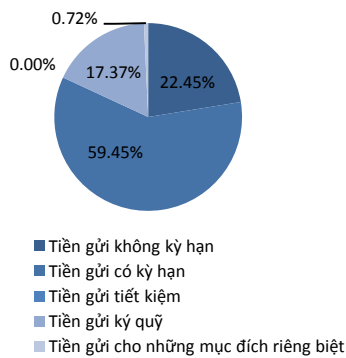
MBB –KHẢ NĂNG SINH LỜI CAO, QUẢN TRỊ RỦI RO CHẶT CHẼ

Hình 12: Chi phí huy động tiền gửi bình quân năm 2014 của các NHTM niêm yết



(Nguồn: BCTC các NHTM, BSC tổng hợp)

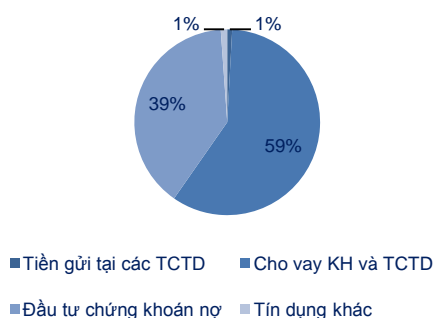
Hình 13: Cơ cấu tiền gửi của khách hàng



Bảng 4: Cho vay và đầu tư chứng khoán nợ 2011-2014

Tin dụng	2011	2012	2013	2014
Cho vay khách hàng	59	74	88	101
% yoy	21,00%	26,14%	17,81%	14,62%
Đầu tư trái phiếu nợ	19	41	45	50
% yoy	25,24%	117,59%	10,57%	10,68%
Cho vay TCTD khác	1	25	20	11
% yoy	11876,25%	3957,64%	-19,06%	-46,34%

Hình 14: Cơ cấu thu nhập từ lãi và các khoản thu nhập tương tự



HOẠT ĐỘNG TÍN DỤNG CÓ KHẢ NĂNG SINH LỜI CAO

NIM cao nhờ (1) chi phí huy động thấp; (2) cơ cấu tài sản sinh lãi. MBB giảm tỷ trọng tiền gửi và cho vay liên ngân hàng, tăng tỷ trọng đầu tư TPCP là những tài sản có rủi ro thấp, lợi suất ổn định và hấp dẫn (thích hợp đầu tư trong thị trường lãi suất giảm).

Huy động vốn- chi phí huy động thấp:

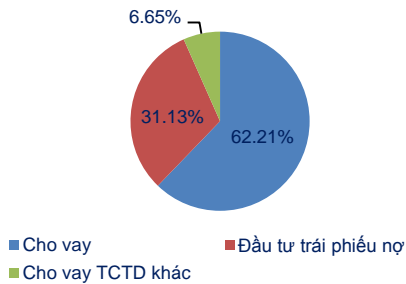
- Chi phí huy động vốn tiền gửi trung bình của MBB thấp nhất trong số các NHTM niêm yết (3,84%). Do cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi kỳ quỹ (nguồn tiền có chi phí huy động thấp hơn 3-4% so với tiền gửi có kỳ hạn) chiếm tỷ trọng lớn, chiếm lần lượt là 22,45% và 17,37%. Trong khi đó, tỷ trọng trung bình tại các NHTM niêm yết là 16,21% và 2,97%. MBB có lợi thế về huy động vốn của khách hàng tổ chức, đặc biệt là tại các đơn vị của Bộ quốc phòng và Viettel. Cơ cấu huy động tiền gửi của nhóm khách hàng tổ chức lớn, chiếm 60,48% tổng tiền gửi.
- Huy động vốn tăng trưởng 11,34% yoy. Trong đó, huy động tiền gửi của khách hàng đạt 168 nghìn tỷ đồng (+23,16% yoy, chiếm 91,42% cơ cấu huy động vốn).
- Với nền tảng khách hàng truyền thống từ các doanh nghiệp và cán bộ, quân nhân viên Bộ Quốc Phòng, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới, khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi, tăng trưởng huy động vốn của MBB có thể chậm lại. Đồng thời, chi phí huy động tiếp tục ở mức thấp so với toàn ngành, duy trì tỷ trọng tiền gửi ngắn hạn và tiền gửi kỳ quỹ ở mức cao.

Cho vay- tăng trưởng mạnh cho vay khách hàng doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) và khách hàng cá nhân.

- Cho vay khách hàng tăng trưởng 14,62% yoy, tương đương tốc độ tăng trưởng ngành (14,16%).
- Có thể mạnh cho vay khách hàng DNNN. Cho vay DNNN luôn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu cho vay của MBB, chiếm trung bình 16,08% từ 2010-2014. Năm 2014, cho vay đối tượng khách hàng này tăng mạnh, tăng 59,31%, đạt 23 nghìn tỷ đồng, chiếm 23,1% cơ cấu cho vay.
- Đẩy mạnh cho vay khách hàng cá nhân. Sau nỗ lực nhiều năm và đặc biệt là việc tăng nhân lực thêm 13% đồng thời mở rộng hoạt động ở miền Nam, dư nợ cho vay cá nhân tăng đột biến 67,1% và hiện chiếm 20,61% tổng dư nợ cho vay của MBB (21 nghìn tỷ đồng).

Đầu tư trái phiếu nợ- lãi suất cao, ổn định, là yếu tố góp phần duy trì NIM của ngân hàng ở mức cao.

- So với các NHTM khác, MBB có cơ cấu đầu tư trái phiếu nợ cao (31,13% năm 2014). MBB duy trì tỷ trọng đầu tư trái phiếu nợ (chủ yếu là trái phiếu Chính phủ) cao từ năm 2010. Đặc biệt, năm 2012, khi thị trường tài chính bộc lộ bất ổn, lãi suất ngân hàng tăng cao, danh mục đầu tư trái phiếu nợ của ngân hàng đã tăng 117,59%, trong đó, đầu tư trái phiếu Chính phủ chiếm 74,65%, tăng

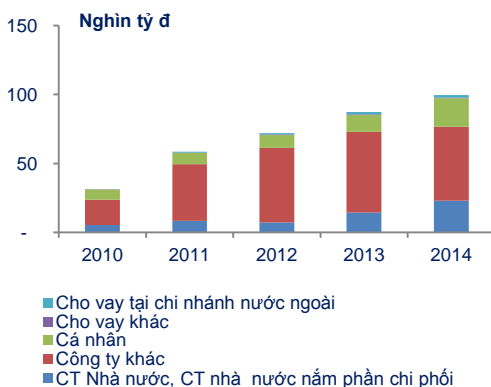
Hình 15: Cơ cấu tín dụng MBB năm 2014


(Nguồn: BCTC MBB)

Bảng 5: lãi suất bình quân các khoản cho vay và đầu tư của MBB

Lãi suất bình quân	2011	2012	2013	2014
Tiền gửi tại các TCTD	9,93%	6,94%	1,30%	0,47%
Cho vay khách hàng và TCTD	15,33%	11,85%	8,20%	7,06%
Đầu tư chứng khoán nợ	9,78%	10,14%	10,09%	10,76%

(Nguồn: BCTC MBB, BSC tổng hợp)

Hình 16: Cho vay theo đối tượng khách hàng 2010-2014


221,6%.

- **Lãi suất bình quân của danh mục đầu tư trái phiếu nợ cao.** Lãi suất bình quân đầu tư chứng khoán nợ năm 2014 là 10,76%, cao hơn lãi suất bình quân cho vay khách hàng. Nguyên nhân: (1) Danh mục đầu tư trái phiếu Chính phủ có lãi suất cao (mức lãi suất duy trì từ năm 2012 hoặc trước đó); (2) Danh mục cho vay chủ yếu là các khoản cho vay ngắn hạn/ các khoản cho vay định kỳ điều chỉnh lãi suất theo lãi suất thị trường, lãi suất cho vay giảm dần.
- **Thu nhập từ lãi trái phiếu tăng.** Định hướng đầu tư vào trái phiếu giai đoạn 2012-2014 đã giúp củng cố lợi nhuận từ lãi cho MBB trong bối cảnh lãi suất cho vay giai đoạn 2011-2012 khoảng 17%-18% nay đã giảm về 7%-8%. Vai trò của lãi từ trái phiếu trong tổng thu nhập lãi cũng thay đổi đáng kể trong giai đoạn này, tăng từ 12% (2011) lên tới 39% (2014).

Cho vay trên thị trường liên ngân hàng giảm mạnh từ 2012 do Nhà nước tăng cường giám sát hoạt động liên ngân hàng nhằm giảm cho vay chéo giữa các ngân hàng đồng thời thanh khoản toàn hệ thống khá cao khiến lãi suất thị trường này giảm mạnh. Số dư Tiền gửi và cho vay TCTD giảm 38% trong năm 2013 và giảm tiếp 20% trong năm 2014.

HOẠT ĐỘNG DỊCH VỤ: BẢO LÃNH LÀ THỂ MẠNH

Thu nhập thuần từ dịch vụ tăng trưởng trung bình 17,63% từ 2010-2014, chiếm 54% cơ cấu thu nhập phi lãi. Gồm phí từ hoạt động bảo lãnh, thanh toán nội địa và quốc tế, phí môi giới chứng khoán (MBS), phí đánh giá lại tài sản (AMC) và một số hoạt động thu phí khác.

Bảng 6: Thu nhập từ hoạt động dịch vụ của MBB từ 2010-2014

Thu nhập thuần hoạt động dịch vụ	2010	2011	2012	2013	2014
Bảo lãnh	208.621	373.348	452.280	471.305	495.902
% yoy		78,96%	21,14%	4,21%	5,22%
Thanh toán tiền mặt	118.256	129.323	112.202	123.548	217.303
% yoy		9,36%	-13,24%	10,11%	75,89%
Dịch vụ chứng khoán	217.399	37.113	41.505	6.126	120.396
% yoy		-82,93%	11,83%	-85,24%	1865,33%
Quản lý quỹ	16.691	42.728	27.287	16.111	19.935
% yoy		155,99%	-36,14%	-40,96%	23,74%
KD Khách sạn	21.740	(367.253)	8.933	5.417	5.281
% yoy		-1789,30%	-102,43%	-39,36%	-2,51%
Mua bán, thu hồi, thẩm định	(3.460)	387.386	(11.080)	1.460	1.434
% yoy		-11296,13%	-102,86%	-113,18%	-1,78%
Quản lý dự án và dịch vụ cho thuê	(8.239)	34.577	37.825	21.671	(77.867)
% yoy		-519,67%	9,39%	-42,71%	-459,32%
Khác	17.828	5.429	63.758	93.122	207.372
% yoy		-69,55%	1074,40%	46,06%	122,69%
Tổng	588.836	642.651	732.710	738.760	989.755
% yoy		9,14%	14,01%	0,83%	33,98%

(Nguồn: BCTC ngân hàng, BSC tổng hợp)

Bảo lãnh mang lại nguồn lợi nhuận từ phí quan trọng nhất,

liên tục tăng trưởng và chiếm từ 50-60% thu nhập phí thuần cho MBB. Số dư bảo lãnh ngoại bảng tăng tới 48% trong năm 2014 và tỷ lệ thu nhập từ bảo lãnh cao hơn nhiều lần trung bình ngành (khoảng 20%) cho thấy MBB có thế mạnh về hoạt động này.

Chi phí thanh toán tăng mạnh trong 2 năm gần đây khiến tỷ lệ lợi nhuận thanh toán thuần/thu nhập từ thanh toán giảm rõ rệt từ 80% (2011) xuống còn 33% (2014) và tỷ trọng thu nhập từ thanh toán cũng liên tục giảm từ 2010 đến nay.

Ngược lại, thu nhập dịch vụ chứng khoán từ doanh thu môi giới chứng khoán của công ty con là công ty chứng khoán MBS có mức biến động lớn và tăng trưởng đặc biệt cao trong năm 2014 (tăng 19 lần) trong khi năm 2011 và 2013 sụt giảm mạnh trên 80% lợi nhuận, tương ứng với diễn biến thị trường chứng khoán và thị phần của MBS giai đoạn này. Các nguồn thu khác từ quản lý quỹ, kinh doanh khách sạn, thu hồi thẩm định và cho thuê có kết quả khá ổn định và chỉ chiếm 0.5% tổng thu nhập.

THU NHẬP PHI LÃI KHÁC BIẾN ĐỘNG MẠNH

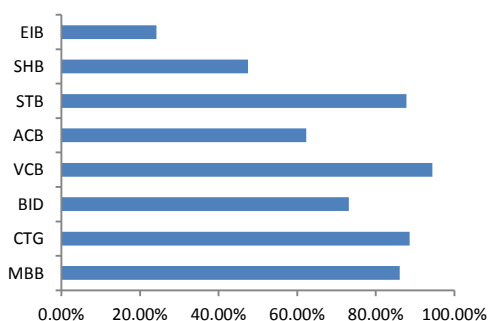
Các nguồn thu nhập phi lãi ngoài Dịch vụ có xu hướng biến động rất mạnh, đặc biệt là thu nhập từ Ngoại hối, vàng và chứng khoán nhưng nguồn thu nhập từ các khoản mục này không trọng yếu.

Đáng chú ý nhất là thu nhập khác mà chủ yếu đến từ thu từ hoạt động ủy thác và thu hồi nợ, đóng góp 4% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng. Hoạt động thu hồi nợ phản ánh khả năng xử lý nợ xấu từ các khoản đã trích lập trước đây. Với phương châm lập dự phòng mạnh tay và chính sách quản lý rủi ro chặt chẽ, lịch sử trích lập dự phòng cao có thể sẽ giúp MBB có nguồn thu nhập khác cao trong các năm tới khi kinh tế hồi phục và các khoản nợ xấu được giải quyết triệt để.

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014
Thu từ nợ đã xử lý	41	42	41	490	219
Chi phí DPRR	546	641	2,027	1,892	2,019
LNTT	2,288	2,625	3,090	3,022	3,174

(Nguồn: BCTC MBB)

Hình 17: Quỹ dự phòng nợ xấu/ Tổng nợ xấu 2014 của các NHTM niêm yết



QUẢN TRỊ RỦI RO CHẤT CHẾ

Rủi ro tín dụng:

- Mô hình tổ chức quản trị rủi ro “ba vòng kiểm soát” cho phép tách bạch các chức năng kinh doanh, quản lý rủi ro và kiểm toán nội bộ qua đó giúp giảm thiểu rủi ro đạo đức trong quá trình xét duyệt cho vay.
- Sử dụng hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ được NHNN chấp thuận. Dữ liệu và kết quả xếp hạng của khách hàng được quản lý tập trung tại Hội sở chính.
- Kết hợp phương pháp phân loại nợ theo phương pháp định lượng và phương pháp định tính (kém phổ biến hơn) theo yêu cầu tại thông tư 02. So với các NH khác, danh mục nợ xấu của MBB được phân loại sát với chuẩn mực của thông tư 02 và 09 hơn, do vậy ít chịu ảnh hưởng hơn.
- Mạnh tay trích lập dự phòng rủi ro. Quỹ dự phòng rủi ro cho vay chiếm 86,06% tổng nợ xấu. MBB mạnh tay trích lập dự phòng rủi ro từ năm 2012-2014, chi phí dự phòng chiếm khoảng 39% tổng LNTT và trích lập dự phòng của

NH giai đoạn này.

Rủi ro thanh khoản thấp:

- Tỷ lệ vốn ngắn hạn tài trợ dài hạn 2014 là 19,03%, thấp hơn so với giới hạn an toàn (30%).
- Sở hữu lượng lớn tài sản có tính thanh khoản cao. Tổng giá trị tiền, tương đương tiền, tiền gửi và cho vay các TCTD khác và trái phiếu Chính phủ nắm giữ tại ngày 31/12/2014 là 55 nghìn tỷ đồng, chiếm 27% tổng tài sản.

Rủi ro lãi suất thấp hơn các NHTM khác:

Trong ngắn hạn:

- Ngân hàng chịu rủi ro lãi suất tăng với các tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất dưới 1 tháng, 3-6 tháng, từ 6-12 tháng, trên 1 năm và hưởng lợi với tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất 1-3 tháng.
- Ngân hàng chịu rủi ro lãi suất giảm với tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất 1-3 tháng và hưởng lợi với các tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất còn lại.

Trong dài hạn, MBB chịu rủi ro lãi suất tăng với các tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất dưới 1 tháng, -6 tháng, từ 6-12 tháng và hưởng lợi với các tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất 1-3 tháng và trên 1 năm. Và ngược lại.

Chúng tôi cho rằng với xu hướng lãi suất tiếp tục giảm như hiện nay, cơ cấu tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất hiện tại đang giữ cho MBB có được mức NIM cao hơn trung bình thị trường.

Bảng 7: Bảng phân tích độ nhạy đối với rủi ro lãi suất của MBB tại 31/12/2014

Đơn vị: tỷ đ	Quá hạn	Không hưởng lãi	Dưới 1 tháng	1- 3 tháng	3- 6 tháng	6 tháng-12 tháng	Trên 1 năm	Tổng cộng
Tài sản nhạy cảm lãi suất	7.778	14.198	41.875	54.822	19.684	8.958	35.820	183.135
Nợ nhạy cảm lãi suất		5.204	65.045	42.141	34.737	12.686	4.640	164.453
Mức chênh lệch nhạy cảm lãi suất	7.778	8.994	(23.170)	12.681	(15.053)	(3.728)	31.180	18.682

Rủi ro tiền tệ:

MBB gặp rủi ro ngoại tệ nếu đồng USD, EUR tăng và ngược lại. Chúng tôi ước tính USD tăng 2% so với VND sẽ làm tăng chi phí của MBB thêm khoảng 19 tỷ đồng.

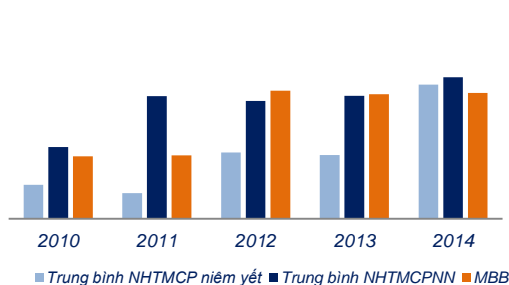
Đơn vị: tỷ đ	VND	USD	EUR	Vàng	Ngoại tệ khác
Tài sản	152.589	29.303	770	4	470
Nợ phải trả	133.403	30.123	778		149
Trạng thái tiền tệ nội bảng	19.186	(820)	(9)	4	321
Trạng thái tiền tệ ngoại bảng		(122)	7		
Tổng trạng thái tiền tệ	19.186	(942)	(2)	4	321

Trong số 8 ngân hàng niêm yết hiện nay, bên cạnh các chỉ tiêu định giá P/E và P/B thấp hơn trung bình ngành, chúng tôi đánh giá MBB còn đang có các chỉ tiêu chất lượng tài sản thuộc hàng tốt nhất và hiệu quả kinh doanh tích cực với tỷ lệ biên lãi thuần (NIM) và tỷ suất sinh lời/vốn chủ sở hữu (ROE) cao nhất.

Bộ chỉ số C.A.M.E.L	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TB ngành
1. An toàn vốn							
Tăng trưởng VCSH	0.0%	29.0%	8.6%	33.4%	17.8%	9.3%	2.7%
Vốn chủ sở hữu/Huy động	15.4%	11.5%	8.4%	8.8%	8.5%	7.1%	8.1%
Vốn chủ sở hữu/TTS	8.9%	6.9%	5.4%	5.9%	6.4%	6.0%	5.9%
Hệ số an toàn vốn tối thiểu		12.9%	9.6%	11.2%	11.0%	10.2%	12.8%
2. Chất lượng tài sản							
Tăng trưởng tài sản		58.9%	26.6%	26.5%	2.7%	11.1%	13.1%
Dự phòng/Dư nợ	1.5%	1.5%	1.9%	1.8%	2.0%	2.4%	1.5%
Dự phòng/Nợ xấu (LLR)	95.6%	120.4%	116.6%	95.7%	82.5%	86.1%	75.3%
Dự phòng/Nợ quá hạn	34.8%	59.6%	32.7%	29.8%	29.3%	47.1%	38.9%
Tỷ lệ TS sinh lãi/TTS	94.1%	90.3%	86.3%	89.8%	90.2%	90.2%	89.8%
Tỷ lệ cho vay/TTS	42.2%	43.8%	41.7%	41.7%	47.7%	48.9%	60.3%
3. Năng lực quản trị							
Thu nhập/Nhân viên		1.0	1.0	1.4	1.33	1.28	
Chi phí HĐ/Nhân viên		0.19	0.25	0.34	0.47	0.42	
Thu nhập/Điểm giao dịch		29	29	43	37	40	
4. Khả năng sinh lời							
NIM		4.3%	4.63%	4.52%	3.71%	3.81%	2.9%
ROA		1.9%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	0.8%
ROE		21.7%	23.0%	20.5%	16.2%	15.6%	10%
YOEA		10.7%	12.6%	11.2%	8.4%	7.7%	7.6%
COF		6.7%	7.9%	6.5%	4.7%	4.0%	4.8%
CIR (Chi phí HĐ/Thu nhập)	29.5%	30.7%	36.5%	34.5%	35.9%	37.5%	49%
5. Khả năng thanh khoản							
Tỷ lệ cho vay/Tổng tiền gửi (LDR)	74.0%	74.2%	65.9%	63.3%	64.5%	60.0%	83.3%
Chứng khoán/Tổng tiền gửi	26.5%	25.7%	23.5%	36.1%	36.8%	36.8%	20.4%

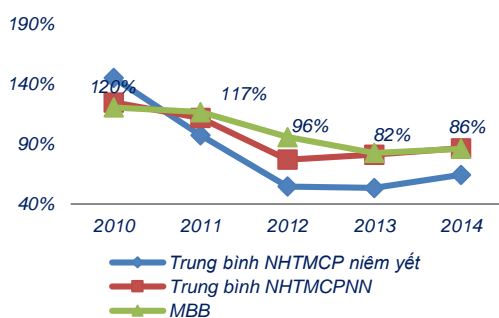
Nguồn: BCTC, BCTN MBB, BSC ước tính

Hình 4: Tỷ lệ Chi phí trích lập DPRR/Thu nhập trước DPRR



Nguồn: BCTC các ngân hàng

Hình 5: Hệ số DPRR/Dư nợ xấu (LLR)



Hình 6: So sánh tỷ lệ NIM 2014 giữa các NHTM

Tăng trưởng tài sản- nguồn vốn

Tổng tài sản tăng trưởng 11%, đạt 200 nghìn tỷ đồng. Dư nợ cho vay tăng 14%, đạt 101 tỷ đồng. Vốn huy động tăng 23%, đạt 168 nghìn tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu tăng 9%, đạt 17 nghìn tỷ, trong đó, vốn điều lệ tăng 3%, đạt 12 nghìn tỷ đồng.

Hệ số CAR đáp ứng yêu cầu của NHNN nhưng vẫn thấp hơn trung bình ngành đặt ra yêu cầu về tăng vốn đối với MBB.

Tỷ lệ cho vay/tổng tài sản luôn thấp hơn nhiều trung bình ngành. Tỷ lệ cho vay/tổng tài sản chỉ quanh 42%, và tăng lên 48-49% trong 2 năm gần đây nhưng vẫn thấp hơn 10% so với mức trung bình ngành cho thấy MBB khá cẩn trọng trong việc giải ngân phục vụ tín dụng.

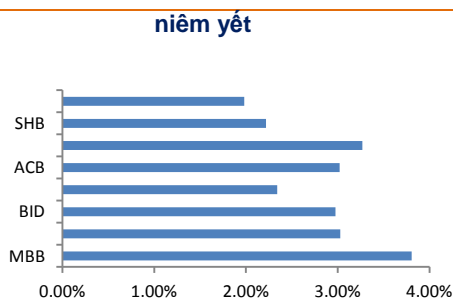
Thanh khoản dồi dào. LDR thấp (60%). Danh mục tài sản có tính thanh khoản cao (tiền và tương đương tiền, Trái phiếu Chính phủ) chiếm tỷ trọng lớn, đạt 55 nghìn tỷ, chiếm 27% tổng tài sản.

Tuy nhiên, thị phần cho vay vốn có thể bị thu hẹp nếu MBB kiên trì giữ tỷ lệ LDR ở mức thấp.

Mạnh tay xử lý nợ xấu. Quỹ dự phòng rủi ro cho vay chiếm 86,06% tổng nợ xấu. MBB mạnh tay trích lập dự phòng rủi ro từ năm 2012-2014, chi phí dự phòng chiếm khoảng 39% tổng LNTT và trích lập dự phòng của NH.

Khả năng sinh lời vượt trội. Dẫn đầu các NHTM về hệ số sinh lời ROE, ROA. Do:

- **Tỷ lệ lãi cận biên NIM cao vượt trội** nhờ chi phí lãi thấp



(Nguồn: BCTC các NHTM, BSC tổng hợp)

và đầu tư trái phiếu Chính phủ lãi suất cao chiếm tỷ trọng lớn.

- **Chi phí hoạt động thấp hơn trung bình ngành.** Tỷ lệ chi phí hoạt động/ thu nhập năm 2014 là 37,5%, thấp hơn so với mức trung bình 40% của các ngân hàng niêm yết còn lại cho thấy khả năng quản lý chi phí tích cực tại MBB.

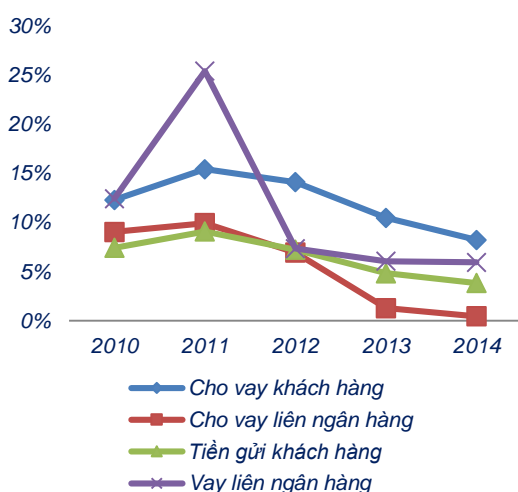
KẾ HOẠCH 2015

Tăng vốn điều lệ 4.404 tỷ đồng, thông qua: Trả cổ tức 3% bằng cổ phiếu, tăng 348 tỷ đồng VĐL, (2) phát hành cho cán bộ nhân viên, tăng 152 tỷ đồng VĐL; (3) Phát hành cho cổ đông/ đối tác chiến lược trong và ngoài nước, tăng 391 tỷ đồng vốn điều lệ. Đối với phương án phát hành cho cổ đông/ đối tác chiến lược, MBB đưa ra 2 phương án. (1) Phát hành cho cổ đông chiến lược trong nước chiết khấu tối đa 25% so với giá thị trường, không thấp hơn mệnh giá. (2) Phát hành cho cổ đông chiến lược nước ngoài, trên cơ sở giá thị trường cộng với một biên độ phù hợp đảm bảo không thấp hơn giá trị sổ sách cộng một biên độ nhất định. SCIC hiện đang đàm phán mua 10% cổ phần của MBB.

Kế hoạch kinh doanh 2015: Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tiền gửi 8%, tăng trưởng tín dụng 13-15%, tương đương tốc độ tăng trưởng tín dụng mục tiêu toàn ngành, chất lượng tài sản được kiểm soát với tỷ lệ nợ xấu dưới 3%. LNTT mục tiêu đạt 3.250 tỷ đồng, tăng 2,4% yoy.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Hình 14 : Biểu đồ cơ cấu tài sản sinh lãi và nợ sinh lãi



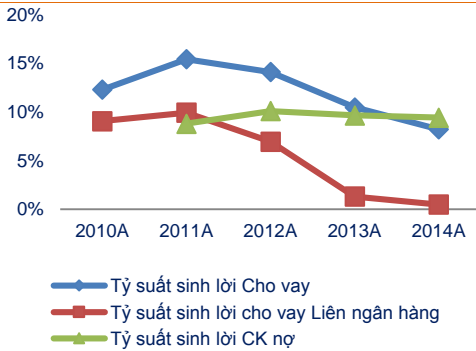
Hình 15 : Biến động chi phí lãi và tỷ suất lợi nhuận lãi

Chúng tôi dự báo một số điểm cơ bản sau về MBB trong thời gian tới:

Huy động vốn tăng trưởng 10,54% trong năm 2015 và đạt CAGR 2014-2019 đạt 11,97%. Tốc độ tăng trưởng huy động vốn được dự báo chậm lại, do cơ cấu tiền gửi của MBB chủ yếu là đối tượng khách hàng tổ chức kinh tế, là đối tượng có nhu cầu vốn lớn hơn, nguồn tiền nhàn rỗi ít hơn khi nền kinh tế phục hồi.

Tăng trưởng cho vay đạt 15,39% trong năm 2015 và CAGR 2014-2019 đạt 15,76%. Dự báo của chúng tôi dựa trên:

- Kinh tế hồi phục thúc đẩy nhu cầu vay vốn tăng lên, đặc biệt tại khu vực khách hàng bán lẻ.
- Chiến lược tăng tỷ trọng hoạt động kinh doanh tại miền Nam và miền Trung trong 2 năm vừa qua chưa có hiệu quả khi tỷ trọng chỉ giữ ở mức 14% và 3%. Với việc khánh thành sở giao dịch tại TPHCM trong năm 2014, chúng tôi tin khu vực này sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận với tỷ trọng lớn từ năm 2015. MBB cũng đặt ra mục tiêu là hoạt động tại miền Nam chiếm 30% hoạt động kinh doanh trong năm 2015.
- Hoạt động cho vay liên ngân hàng không còn tích cực. Kênh đầu tư trái phiếu bị thắt chặt theo quy định tại thông tư 36. Điều này sẽ thúc đẩy MBB đẩy mạnh hoạt động



(Nguồn : BCTC MBB)

cho vay khách hàng.

- Tỷ lệ LDR còn thấp hơn nhiều so với trần cho phép (90%) giúp MBB có nhiều room để mở rộng khả năng cho vay trong thời gian tới.

Đầu tư trái phiếu nợ: Với khẩu vị rủi ro của MBB, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ tiếp tục đầu tư tỷ trọng lớn vào chứng khoán nợ, tăng trung bình 11,88% từ 2014-2019. Tốc độ tăng trưởng đầu tư vào chứng khoán nợ giảm do (1) quy định giới hạn tỷ trọng đầu tư trái phiếu Chính phủ của NHNN và (2) khoản đầu tư trái phiếu sẽ kém hấp dẫn khi mặt bằng lãi suất tăng.

Lãi suất: Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2015 và 2016, từ năm 2017, mặt bằng lãi suất sẽ nhích dần lên. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi cho rằng trung bình lãi suất huy động 2015 của MBB sẽ giảm tiếp 0,55%, trung bình lãi suất cho vay 2015 giảm 0,6%.

NIM tiếp tục duy trì ở mức cao, tuy nhiên NIM có thể giảm

- Với cơ sở khách hàng truyền thống cho cả hoạt động Huy động và Cho vay từ các đơn vị và cá nhân thuộc Bộ Quốc Phòng, chúng tôi tin tỷ lệ MBB sẽ tiếp tục duy trì được tỷ lệ NIM cao so với toàn ngành.
- Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý, trong dài hạn, tỷ lệ NIM của MBB có thể giảm trong thời gian tới khi khoản đầu tư trái phiếu lãi suất cao đáo hạn.

Thu nhập thuần từ lãi dự báo tăng 5,46% trong năm 2015 và tăng trung bình 1,85% từ năm 2014-2019. Dự báo của chúng tôi dựa trên tăng trưởng tín dụng và giả định về diễn biến lãi suất như đã trình bày ở trên.

Thu nhập ngoài lãi được dự báo tăng trưởng 11,62% từ 2014-201 chủ yếu nhờ tăng trưởng hoạt động bảo lãnh, dịch vụ thanh toán khi nền kinh tế phục hồi.

Dự phòng rủi ro và nợ xấu tăng trong năm 2015. Chúng tôi dự báo MBB tiếp tục duy trì nguyên tắc dự phòng rủi ro như thời gian trước. Chi phí dự phòng dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm nay do kết quả phân loại lại nợ triệt để hơn theo quy định, đạt 2.123 tỷ đồng(+5.2% yoy), sau đó duy trì khoảng 2.000 tỷ đồng mỗi năm.

Lợi nhuận sau thuế: LNST 2015 dự báo tăng 4,31%, đạt 2.554 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 là 2.070 đồng/cp (sau khi trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi theo thông tư 200). Tốc độ tăng trưởng trung bình 2014-2019 là 7,14%, đạt 3.417 tỷ đồng vào năm 2019.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng phương pháp các phương pháp Thu nhập thặng dư và P/B - P/E Multiple để định giá cổ phiếu MBB.

1. Phương pháp thu nhập thặng dư

Hệ số Beta	0.858
Lãi suất phi rủi ro	6.05%
Lãi suất thị trường	11.75%
Lợi suất yêu cầu của chủ sở hữu	11%

Nguồn: Bloomberg, BSC dự báo

Lợi suất yêu cầu của chủ sở hữu. Lãi suất phi rủi ro là lãi suất đầu thầu trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (6,05%). Lợi suất thị trường được 11,75%. Hệ số beta được lấy từ Bloomberg là 0,858. Theo phương pháp CAPM, lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư với cổ phiếu MBB được xác định là 11%.

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận sau thuế		2.554.453	2.869.645	3.073.744	3.275.612	3.417.340
Giá trị ghi sổ	16.561.085	22.256.403	24.241.656	26.456.081	29.668.478	31.419.869
Lợi suất yêu cầu của chủ sở hữu	11%					
Yêu cầu về thay đổi vốn chủ sở hữu của CSH		1.811.882	2.434.984	2.652.183	2.894.454	3.245.909
Thu nhập thặng dư		742.571	434.661	421.561	381.57	171.430
Tăng trưởng dài hạn	2%					
Giá trị doanh nghiệp	19.342.687					
Số lượng cp lưu hành bình quân	1.159.393.750					
Giá cổ phiếu	16.683					

(Nguồn: BSC ước tính)

Với các giả định trên, giá trị cổ phiếu MBB ở thời điểm hiện tại theo phương pháp thu nhập thặng dư là 16.683 đồng/cổ phiếu.

2. Phương pháp P/B

Chúng tôi lựa chọn các ngân hàng có quy mô vốn tương đương với MBB là ACB, STB, SHB và EIB là cơ sở để so sánh và tìm ra mức giá hợp lý của cổ phiếu MBB.

Hệ số so sánh P/B là 1,06x.

Số cổ phiếu lưu hành cuối kỳ là 1.160 triệu cổ phiếu, giá trị sổ sách của doanh nghiệp đạt 14.783 đ/cp

Giá hợp lý trên một cổ phần 15.680 đ/cp.

3. Phương pháp P/E

Hệ số so sánh P/B là 8,55x.

Số cổ phiếu lưu hành cuối kỳ là 1.160 triệu cổ phiếu, EPS 2015 là 2.070 đ/cp

Giá hợp lý trên một cổ phần 17.697 đ/cp.

Phương pháp	Trọng số	Giá cổ phiếu
Thu nhập thặng dư	50%	16.683
P/B trailing	30%	15.680
P/E FW 2015	20%	17.697
Giá hợp lý		16.585

Với tỷ trọng cho các phương pháp thu nhập thặng dư, phương pháp so sánh P/B và P/E lần lượt là 50%, 30% và 20%, chúng tôi ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu MBB là 16.600đ/cp.

PHỤ LỤC 01: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
A. Tổng Tài sản	225,545	249,906	279,204	315,094	357,515
I. Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,346	2,706	1,171	2,335	2,634
II. Tiền gửi tại ngân hàng nhà nước Việt Nam	6,707	7,447	8,342	9,422	10,767
III. Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	21,858	21,858	21,858	21,858	21,858
IV. Chứng khoán kinh doanh	12,059	13,909	16,044	17,751	19,650
V. Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	5	0	0	0	0
VI. Cho vay khách hàng	112,911	129,131	149,910	173,916	203,846
VII. Chứng khoán đầu tư	56,414	62,787	69,987	78,094	87,219
VIII. Góp vốn, đầu tư dài hạn	1,460	1,460	1,460	1,460	1,460
IX. Tài sản cố định	1,748	1,572	1,397	1,221	1,044
X. Bất động sản đầu tư	273	273	273	273	273
XI. Các tài sản khác	8,764	8,764	8,764	8,764	8,764
B. Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	225,545	249,906	279,204	315,094	357,515
Tổng nợ phải trả	202,672	225,017	252,068	284,711	325,346
I. Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	0	0	0	0	0
II. Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	4,604	4,604	4,604	4,604	4,604
III. Tiền gửi của khách hàng	186,939	209,285	236,336	268,979	309,614
IV. Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0	0
V. Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	225	225	225	225	225
VI. Phát hành giấy tờ có giá	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
VII. Các khoản nợ khác	8,903	8,903	8,903	8,903	8,903
VIII. Vốn chủ sở hữu	22,256	24,242	26,456	29,668	31,420
IX. Lợi ích của cổ đông thiểu số	616	647	680	714	749

PHỤ LỤC 02: BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
I. Thu nhập lãi thuần	6,897	6,932	7,125	7,036	7,071
II. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1,194	1,347	1,535	1,767	2,055
III. Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	90	90	90	90	90
IV. Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	114	131	151	170	188
V. Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	-	-	-	-	-
VI. Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	342	342	342	342	342
VII. Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	82	88	94	99	105
Tổng thu nhập hoạt động	8,719	8,930	9,336	9,504	9,850
VIII. Chi phí hoạt động	(3,284)	(3,301)	(3,393)	(3,350)	(3,367)
IX. LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	5,435	5,629	5,943	6,153	6,483
X. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,124)	(2,002)	(2,059)	(2,014)	(2,164)
XI. Tổng lợi nhuận trước thuế	3,311	3,627	3,885	4,140	4,319
XIII. Lợi nhuận sau thuế	2,583	2,901	3,108	3,312	3,455
XIV. Lợi ích của cổ đông thiểu số	(28)	(32)	(34)	(36)	(38)
LN thuần của cổ đông	2,554	2,870	3,074	3,276	3,417

(Nguồn: BSC ước tính)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.