

# NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX – MBB)

Ngày 07 tháng 07, 2014

## CẬP NHẬT: MUA



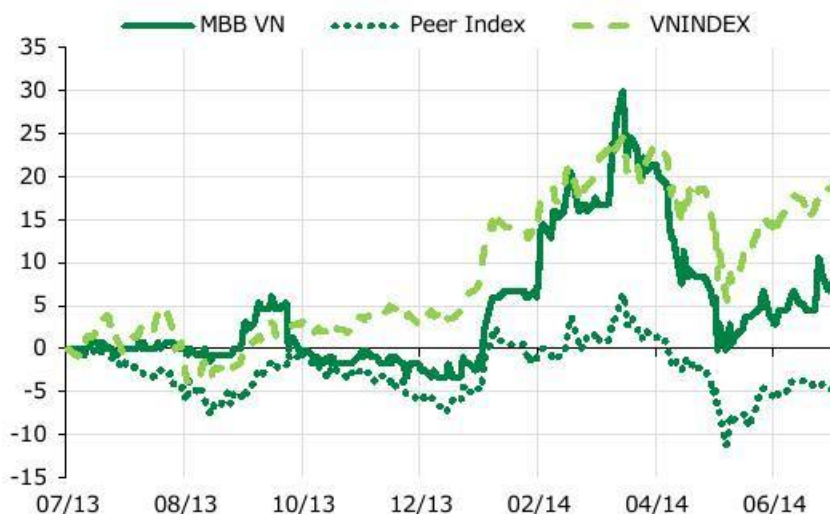
Giá hiện tại (07/07/2014) (VND):	14.200
Giá mục tiêu (VND):	15.900
Mã trên Bloomberg: <b>MBB VN</b>	SGD: HSX
Ngành: Ngân hàng	
Beta:	0,86
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	16.800/11.715
Lượng cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	1.125.625
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	15.984
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	80,8
KLGDBQ 12 tháng	1.141.128
Sở hữu nước ngoài (%)	10%

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS
2013	6,2%	2.014
2012	9,3%	2.457
2011	11,2%	2.913

Chỉ số tài chính	MBB	NH tương đương	VNI
PE	6,7x	15,02x	13,91x
P/B	1,06x	1,21x	1,99x
ROE	16,2%	9,8%	14,5%

### Giới thiệu:

- Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB) được thành lập vào ngày 04.11.1994 từ ý tưởng ban đầu xây dựng một tổ chức tài chính phục vụ cho việc phát triển các doanh nghiệp quốc phòng.
- MBB cung cấp cho khách hàng đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại, dịch vụ ngân hàng đầu tư, môi giới, quản lý quỹ, và bất động sản.
- Ngân hàng hiện có mức vốn điều lệ là 11.256 tỷ đồng, tổng tài sản trên 180.000 tỷ đồng, đứng thứ năm toàn ngành, và đứng đầu trong nhóm các NHTMCP về quy mô tổng tài sản.



Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB). Giá mục tiêu sửa đổi của chúng tôi là 15.900, tương đương tiềm năng tăng giá 11,8% và tỷ suất cổ tức là 6,1%.

- ❖ MBB hiện đang là NHTMCP ngoài quốc doanh tốt nhất, đứng đầu về quy mô tổng tài sản và lợi nhuận ròng trong năm 2013.
- ❖ Lợi nhuận Quý 1 đã đi đúng hướng với mục tiêu của năm với thu nhập lãi giảm sút nhẹ và thu nhập ngoài lãi cải thiện đáng kể.
- ❖ NIM giảm 32 điểm cơ bản trong Quý 1 và dự kiến giảm sâu hơn nữa, tuy nhiên vẫn cao hơn so với các ngân hàng tương đương.
- ❖ Tỷ lệ nợ xấu lên đến 2,72% với nợ nhóm 5 tăng hơn 30% so với cuối năm ngoái, nhưng tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng vẫn được duy trì ở mức cao, là 8,4%.
- ❖ Sau khi đạt đỉnh với giá 16,800/cổ phiếu vào 24 tháng 03, 2014, giá cổ phiếu MBB đã giảm 20% và hiện đang giao dịch tại mức giá hấp dẫn.
- ❖ Trong vòng 12 tháng qua, giá cổ phiếu MBB mặc dù tăng ít hơn VNIndex nhưng đã vượt trội so với cổ phiếu các ngân hàng tương đương.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối

## Nội dung

<b>I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG QUÝ 1/2014</b>	<b>3</b>
<i>Tăng trưởng tín dụng không đáng kể so với tốc độ tăng trưởng huy động</i>	3
<i>Các hoạt động liên ngân hàng giảm sút</i>	3
<i>Danh mục đầu tư tăng trưởng 10%</i>	3
<i>NIM giảm 32 điểm cơ bản nhưng vẫn giữ vị trí thứ hai trong ngành</i>	3
<i>Các nguồn thu nhập biến động trái chiều, theo đó tổng thu nhập hoạt động gần như không đổi</i>	4
<i>Tỷ lệ nợ xấu tăng như dự tính</i>	4
<i>Phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược</i>	5
<b>II. DỰ PHÓNG</b>	<b>5</b>
<b>III. ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ</b>	<b>6</b>
<i>Kết quả hoạt động thời gian gần đây</i>	6
<i>Định giá</i>	6
<i>Khuyến nghị</i>	8
<b>IV. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT</b>	<b>9</b>
<b>Phụ lục</b>	<b>10</b>

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG QUÝ 1/2014

### Tăng trưởng tín dụng không đáng kể so với tăng trưởng huy động

Trong Quý 1/2014, tăng trưởng tín dụng của MBB so với đầu năm chỉ dừng lại ở mức 0,32%. Mặc dù kết quả của MBB khả quan hơn so với CTG, ACB và EIB, nhưng còn khá khiêm tốn so với BID, VCB, STB, SHB.

Từ đầu năm đến nay, MBB đã "tung" ra hai gói tín dụng ưu đãi lãi suất dành cho khách hàng cá nhân với tổng trị giá là 5.000 tỷ đồng, bao gồm một gói trị giá 2.000 tỷ đồng đã được triển khai vào tháng 02/2014 và một gói trị giá 3.000 tỷ đồng mới được ra mắt vào tháng 05/2014. Gói tín dụng đầu tiên đã khá thành công với 89% giá trị được giải ngân chỉ sau hai tháng triển khai. Căn cứ vào tình hình triển khai hai gói tín dụng nêu trên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng của MBB sẽ có nhiều khởi sắc trong Quý 2/2014.

Xét về cơ cấu dư nợ cho vay theo đối tượng khách hàng, dư nợ cho vay nhóm Doanh nghiệp Nhà nước (SOE) đã tăng 24,8%, vượt xa tốc độ tăng của dư nợ cho vay cá nhân là 4,8%, trong khi dư nợ cho vay nhóm khách hàng Doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) đã giảm 6,9%. Do đó, cơ cấu cho vay của MBB đã có sự chuyển dịch theo chiều hướng tăng tỷ trọng cho vay SOE, từ 16,4% cuối năm 2013 lên 20,45% cuối Quý 1/2014.

Tuy tín dụng trì trệ nhưng vốn huy động từ khách hàng đã tăng tới 6,5% trong Quý 1/2014. Điều này dẫn đến tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) của MBB giảm xuống 62,7% từ 66,3% cuối năm 2013. Tỷ lệ LDR của MBB hiện đang thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết và nếu LDR tiếp tục giảm sút chắc chắn điều này sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của ngân hàng.

### Thu hẹp quy mô hoạt động liên ngân hàng

Các hoạt động liên ngân hàng của MBB tiếp tục được thu hẹp kể từ năm 2012. Do thanh khoản của ngân hàng dồi dào, dư nợ cho vay liên ngân hàng giảm 9,6% trong khi vay liên ngân hàng giảm tới 27,5% trong Quý 1/2014. Kết quả là, trên thị trường liên ngân hàng, MBB đã tăng vị trí cho vay ròng từ 125% năm 2013 lên 156% trong Quý 1/2014.

### Danh mục đầu tư tăng trưởng 10%

Do tăng trưởng tín dụng trì trệ và thị trường liên ngân hàng ngày càng thu hẹp, MBB đã rót nguồn vốn dư thừa vào danh mục đầu tư chứng khoán nợ, mà chủ yếu là trái phiếu và tín phiếu chính phủ. So với cuối năm 2013, tổng danh mục đầu tư chứng khoán nợ tăng 9,73%. Trái lại, đầu tư chứng khoán vốn, chiếm khoảng 1,2% tổng danh mục đầu tư, giảm 7%. Lợi suất đầu tư chứng khoán nợ trong Quý 1/2014 là 8,93%, cao hơn mức lãi suất cho vay trung bình của MBB (bao gồm cho vay khách hàng và cho vay các tổ chức tín dụng khác) là 7,55%.

### NIM giảm 32 điểm cơ bản nhưng vẫn giữ vị trí thứ hai trong ngành

Cả lãi suất thu nhập và lãi suất huy động đều giảm trong Quý 1/2014, tuy nhiên, lãi suất thu nhập đã giảm nhanh hơn so với lãi suất huy động. Vào Quý 1/2014, lãi suất cho vay bình quân của MBB đạt 7,55%, giảm 65 điểm cơ bản;

trong khi đó, lãi suất huy động bình quân là 3,91%, giảm 50 điểm cơ bản so với năm 2013. Lợi suất từ đầu tư chứng khoán nợ cũng giảm tới 74 điểm cơ bản. Kết quả là, tỷ lệ NIM trong Quý 1/2014 đã giảm 32 điểm cơ bản, từ 3,80% còn 3,47%. Dù vậy, tỷ lệ NIM của MBB vẫn vượt xa trung bình ngành và hiện đang xếp thứ hai trong số các ngân hàng niêm yết.

<b>So sánh tỷ lệ NIM Quý 1/2014 (%)</b>							
STB	MBB	CTG	ACB	BID	VCB	EIB	SHB
4,34	3,47	3,23	2,77	2,68	2,62	2,30	1,19

*Nguồn: BCTC Ngân hàng*

### **Các nguồn thu nhập biến động trái chiều, theo đó tổng thu nhập hoạt động gần như không đổi**

Trong quý đầu tiên của năm 2014, thu nhập lãi thuần của MBB giảm 8,3%, trong khi đó, thu nhập ngoài lãi tăng mạnh, tăng 42% so với cùng kỳ năm ngoái, do đó tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng gần như không đổi, đạt 1.832 tỷ đồng. Sự giảm sút của thu nhập lãi thuần, nguồn thu chiếm 78,3% tổng thu nhập hoạt động, là kết quả tổng hợp của tăng trưởng tín dụng trì trệ và tỷ lệ NIM sụt giảm. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi trong Quý 1/2014 lại tăng mạnh, đặc biệt là lãi thuần từ hoạt động dịch vụ (205 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ) và lợi nhuận từ đầu tư chứng khoán (105 tỷ đồng, tăng 137% so với cùng kỳ năm ngoái). Ngoài ra, lợi nhuận từ hoạt động khác tăng hơn ba lần so với cùng kỳ năm trước nhờ vào một số khoản thu hồi nợ xấu trước đây, đạt 65 tỷ đồng.

Chi phí hoạt động trong Quý 1/2014 là 656 tỷ đồng, tăng 6,5% so với cùng kỳ năm ngoái do chi phí lương thưởng tăng 7%, khấu hao tài sản cố định tăng 5%, và chi phí hoạt động khác tăng 5% so với cùng kỳ. Từ đầu năm đến nay, MBB đã mở thêm năm điểm giao dịch với tổng số nhân viên tăng 7%, do đó, chi phí hoạt động tăng 6,5% so với cùng kỳ năm ngoái là điều dễ hiểu.

### **Tỷ lệ nợ xấu tăng như dự báo**

Tỷ lệ nợ xấu Quý 1/2014 đã tăng lên 2,72%, từ 2,45% cuối năm 2013. Trên thực tế, nợ nhóm 5 đã tăng 30,3% trong khi nợ nhóm 3 và 4 gần như không thay đổi. Phần lớn sự gia tăng nợ nhóm 5 đến từ nhóm khách hàng SME. Xét trên tổng thể, chúng tôi cũng ghi nhận tỷ lệ nợ xấu gia tăng tại tất cả các ngân hàng niêm yết và toàn ngành ngân hàng nói chung. Tính đến cuối tháng tư, toàn ngành ngân hàng đã báo cáo tỷ lệ nợ xấu là 4,03%, so với 3,61% vào cuối năm ngoái, tương đương với tăng thêm 16.613 tỷ đồng nợ xấu. Chúng tôi cho rằng lý do chính dẫn đến sự trở lại của nợ xấu trong ngành ngân hàng nói chung và tại MBB nói riêng là tình hình tăng trưởng, phục hồi chậm thường thấy trong Quý 1 của nền kinh tế, dẫn đến chất lượng tín dụng bị suy giảm. Thêm vào đó, do MBB đã bắt đầu tuân theo các nguyên tắc phân loại nợ chặt chẽ hơn (theo Thông tư 02, 09) từ tháng 05 năm ngoái nên ngân hàng đã dần dần tiến hành rà soát và phân loại lại danh mục các khoản cho vay. Điều này cũng lý giải cho sự tăng nợ xấu ở MBB.

Nhìn vào mặt tích cực của vấn đề thì MBB vẫn duy trì tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLC) ở mức 86,4%, tương đối cao so với các ngân hàng đối thủ.

<b>So sánh tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng Quý 1/2014(%)</b>								
	VCB	MBB	BID	CTG	STB	ACB	EIB	SHB
NPL	2,65	2,72	2,12	1,78	1,87	3,28	2,38	4,26
LLC	103,4	86,4	81,6	69,5	62,4	47,4	39,1	27,1

Trên thực tế, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cho các khoản cho vay các tổ chức tín dụng khác và cho vay khách hàng đã tăng 15% so với cùng kỳ năm ngoái; tuy nhiên, do MBB hoàn nhập được 84,6 tỷ đồng dự phòng cho nghĩa vụ ngoại bảng và các tài sản khác nên tổng chi phí dự phòng đã giảm 8,4% so với cùng kỳ năm ngoái, xuống còn 366 tỷ đồng.

### **Phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược**

MBB lên kế hoạch tăng vốn khá lớn trong năm 2014 với tổng số vốn dự kiến tăng thêm là 4.243 tỷ đồng, tương đương mức tăng 37,7% của vốn điều lệ. Tính đến thời điểm hiện nay, MBB chưa phát hành thêm bất kỳ cổ phiếu nào, nhưng ngân hàng đã có sự chuẩn bị kỹ lưỡng để phát hành 33,77 triệu cổ phiếu đợt một để trả cổ tức bằng cổ phiếu (337,7 tỷ đồng) cho cổ đông hiện hữu vào tháng bảy này. Các cổ đông sẽ nhận được ba cổ phiếu cho mỗi 100 cổ phiếu đang sở hữu. Phần quan trọng trong kế hoạch tăng vốn năm nay là việc phát hành 3.906 tỷ đồng cho các cổ đông chiến lược, cả trong nước và nước ngoài, dự kiến sẽ được thực hiện vào Quý 3 và Quý 4. Điều đáng lưu ý đó là cổ phiếu phát hành cho cổ đông chiến lược có thể được bán với giá thấp hơn tối đa 25% so với giá thị trường tại thời điểm phát hành. Do đó, các cổ đông hiện hữu (cổ đông thiểu số) sẽ phải đối mặt với rủi ro pha loãng cổ phiếu. Công cuộc tìm kiếm cổ đông chiến lược nước ngoài của MBB đã diễn ra trong một thời gian dài, và đến nay vẫn chưa có gì đảm bảo MBB sẽ hoàn thành mục tiêu này trong năm nay.

## **II. DỰ PHÒNG**

Chúng tôi điều chỉnh một số giả định quan trọng liên quan đến tăng trưởng tín dụng và huy động sau khi xem xét các thông tin cập nhật về (1) kết quả hoạt động Quý 1/2014 của MBB, và (2) các mục tiêu tài chính quan trọng của MBB trong giai đoạn 2014-2018 được công bố trong tài liệu họp Đại hội cổ đông năm 2014.

<b>Chỉ Tiêu Tài Chính của MBB 2014 - 2018</b>					
Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	15.500	17.000	20.000	22.000	24.000
Tỷ lệ nợ xấu	<3,5%	<3,5%	<3,5%	<3,5%	<3,5%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	3.000	3.227	4.122	4.768	5.138
Tổng tài sản (tỷ đồng)	195.000	224.000	250.000	290.000	320.000
ROE	~15%	~15%	~15%	~15%	~15%

*Nguồn: MBB*

Chúng tôi cho rằng các mục tiêu đề ra của MBB tương đối dè dặt và thận trọng. Vì vậy, mặc dù điều chỉnh giảm một số giả định, các ước tính của chúng tôi cho giai đoạn 2016-2018 vẫn lạc quan hơn so với mục tiêu của MBB. Cụ thể, chúng tôi đã thay đổi các giả định như sau:

<b>Thay đổi các giá định chính (Ban đầu/ Sửa đổi) (%)</b>					
Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Tăng trưởng tín dụng	18,0/15,0	18,5/15,0	19,0/15,5	19,5/17,0	20,0/18,5
Tăng trưởng huy động	16,0/13,0	18,0/16,5	19,0/16,0	20,5/17,0	21,0/18,0
NIM	3,38/3,38	3,47/3,48	3,49/3,46	3,46/3,41	3,44/3,33
NPL	2,45/3,20	3,06/3,42	2,75/3,23	2,58/3,05	2,51/2,97
CIR	38,82/37,58	39,69/41,25	40,58/42,29	41,47/43,31	41,34/43,34

### **III. ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ**

#### **Kết quả hoạt động thời gian gần đây**

Trong báo cáo lần đầu của chúng tôi về MBB với khuyến nghị MUA, công bố ngày 17 tháng 03 năm 2014, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 17.700 cho cổ phiếu MBB. Sau khi điều chỉnh 3% cổ tức bằng cổ phiếu, giá mục tiêu điều chỉnh là 17.200.

Ngay sau khi chúng tôi công bố báo cáo lần đầu, giá cổ phiếu MBB tăng mạnh và đạt đỉnh là 16.800 vào ngày 24 tháng 03 năm 2014. Nhưng sau đó, giá cổ phiếu đã giảm tới 20% và hiện đang giao dịch ở mức 14.200. Chúng tôi cho rằng có hai lý do chính dẫn đến sự sụt giảm trong giá cổ phiếu MBB: (1) Tin tức về vụ tranh chấp Biển Đông giữa Việt Nam và Trung Quốc vào giữa tháng năm dẫn đến việc bán tháo hàng loạt cổ phiếu trên cả hai sàn HNX và HSX; và (2) Tin tức và kỳ vọng về kế hoạch tăng vốn điều lệ của MBB, đặc biệt là việc MBB có thể bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược với chiết khấu tối đa là 25% so với giá thị trường.

#### **Định giá**

Về mặt định giá, do chúng tôi điều chỉnh giảm một số chỉ tiêu tăng trưởng chính và do thị trường đã trải qua một đợt điều chỉnh đáng kể từ thời điểm phát hành báo cáo lần đầu về MBB vào tháng 03 năm 2014, chúng tôi điều chỉnh và đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu MBB là 15.900.

<b>Tổng hợp định giá</b>		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	14.759	70%
P/E	22.286	20%
Chiết khấu dòng cổ tức (DDM)	10.870	10%
Giá mục tiêu	15.875	

#### **Phương pháp thu nhập thặng dư**

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu MBB với mức giá mục tiêu thiết lập từ phương pháp này là 14.759 đồng/cổ phiếu, dựa trên các thông số đầu vào như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu Chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, tương đương 7,2%

## NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX – MBB)

- Suất lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 15%
- Chúng tôi ước tính chỉ số Beta giữa MBB và VN-index là 0,86
- Chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính sử dụng mô hình CAPM, tương đương 13,93%
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của dòng thu nhập thặng dư là tỷ lệ tăng trưởng bền vững được ước tính dựa trên trung bình tỷ lệ ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2014-2018 và bằng 5,6%

PP thu nhập thặng dư	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận ròng	2.422.975	2.458.953	3.212.229	3.856.422	4.319.377
Vốn chủ sở hữu	17.809.376	20.931.596	23.519.063	26.464.094	29.106.052
Chi phí vốn chủ	2.480.806	2.915.725	3.276.153	3.686.389	4.054.408
Thu nhập thặng dư	(57.831)	(456.772)	(63.925)	170.032	264.969
Giá trị sau cùng					3.221.383
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,878	0,770	0,676	0,594	0,521
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(50.760)	(351.905)	(43.227)	100.921	1.816.289
Tổng giá trị thặng dư	1.471.318				
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	15.141.244				
Giá trị VCSH	16.612.562				
Số lượng cổ phiếu	1.125.625				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	<b>14.759</b>				

### Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch

Có thể thấy trong bảng so sánh dưới đây, các chỉ số định giá của MBB (như P/E và P/B) là khá thấp mặc dù ROA và ROE của ngân hàng trong năm 2013 và trung bình ba năm cao hơn các ngân hàng tương đương. Dùng chỉ số P/E của nhóm các ngân hàng tương đương làm chuẩn, chúng tôi định giá cổ phiếu MBB là 22.286 đồng/cổ phiếu dựa trên mức P/E bình quân là 15,02 lần, EPS 4 quý của MBB là 2.119, và hệ số chiết khấu 30%. Sở dĩ chúng tôi đưa vào mức chiết khấu 30% là vì chúng tôi nhận thấy rằng P/E của MBB đã luôn thấp hơn so với trung bình ngành. Bên cạnh các nguyên nhân khác, việc MBB thường phát hành cổ phiếu thưởng, quyền mua cho các cổ đông hiện hữu, cổ đông chiến lược và nhân viên với mức giá bằng mệnh giá hoặc thấp hơn thị giá, là lý do chính tạo nên áp lực giảm giá cổ phiếu MBB, gia tăng rủi ro pha loãng cho cổ đông hiện hữu.

Phương pháp P/E	
EPS 2014 (VND)	2.119
P/E của MBB hiện tại (lần)	6,70
Trung bình P/E hiện tại (lần)	15,02
Tỷ lệ chiết khấu	30%
Giá mục tiêu	<b>22.286</b>

## NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX – MBB)

Mã	Giá trị thị trường (tỷ VND)	Giá CP ngày 07.07.2014 (VND)	Số CP lưu hành (triệu)	P/B (x)	P/E (x)	4Q EPS	2013 NIM (%)	2013 ROE (%)	2013 ROA (%)	TB 3 năm ROA (%)	TB 3 năm ROE (%)
<b>MBB</b>	<b>15.984</b>	<b>14.200</b>	<b>1.126</b>	<b>1,06</b>	<b>6,70</b>	<b>2.119</b>	<b>3,80</b>	<b>16,19</b>	<b>1,27</b>	<b>1,48</b>	<b>19,88</b>
<b>TB</b>	<b>33.948</b>	<b>18.060</b>	<b>1.867</b>	<b>1,21</b>	<b>15,02</b>	<b>1.416</b>	<b>3,30</b>	<b>9,80</b>	<b>0,87</b>	<b>1,09</b>	<b>14,27</b>
VCB	60.948	26.300	2.317	1,41	13,98	1.881	2,78	10,28	0,99	1,12	13,28
STB	23.421	20.500	1.143	1,37	10,31	1.988	5,12	14,49	1,42	1,11	11,37
ACB	14.283	15.500	922	1,14	17,70	876	3,00	6,56	0,48	0,74	13,90
EIB	16.351	13.300	1.229	1,12	24,98	532	1,92	4,32	0,39	1,18	12,67
CTG	54.734	14.700	3.723	1,01	8,15	1.804	3,68	13,34	1,08	1,30	20,15

### Khuyến nghị

Do MBB có tỷ lệ nợ xấu tương đối thấp và tỷ lệ LLC cao cùng với việc MBB đã áp dụng các quy định chặt chẽ hơn liên quan đến phân loại nợ so với các ngân hàng khác, chúng tôi cho rằng tác động của Thông tư 02 và 09 lên lợi nhuận của MBB sẽ nhẹ nhàng hơn nhiều so với các ngân hàng khác. Vì vậy, mặc dù tăng trưởng lợi nhuận của MBB năm nay gần như bằng không, chúng tôi vẫn cho rằng MBB có thể mạnh cạnh tranh hơn hẳn so với các ngân hàng khác, ít nhất là trong năm năm tới.

Cổ phiếu MBB hiện đang giao dịch ở mức 14.200, thấp hơn so với mức giá mục tiêu của chúng tôi 11,8%. Cùng với tỷ suất cổ tức dự kiến là 6,2%, tổng lợi nhuận dự kiến của chúng tôi cho MBB trong năm nay là 19,2%. Do đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB.



## IV. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu MBB đã giảm từ mức giá cao nhất tại 16.900 đồng/cổ phiếu vào ngày 24 tháng 3 về mức giá thấp nhất là 12.600 đồng/cổ phiếu vào ngày 12 tháng 5. Sau khi tạo đáy tại khu vực này, cổ phiếu MBB đã bước vào một giai đoạn từ từ đi lên trong một biên độ hẹp từ 12.600 – 14.300 đồng/cổ phiếu. Hiện cổ phiếu này đang có tích lũy tốt trên đường hỗ trợ MA50 ngày để chuẩn bị cho đợt tăng giá mới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu MBB sẽ vượt ngưỡng kháng cự hình thành bởi đường MA100 ngày tại 14.400 đồng/cổ phiếu trong ngắn hạn, từ đó tạo một xu thế tăng giá mới trong trung hạn. Theo kịch bản này, cổ phiếu MBB có thể tăng giá lên mức đỉnh đã tạo trong tháng ba là 16.900 đồng/cổ phiếu.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB tại thời điểm cập nhật báo cáo.

Mã chứng khoán	MBB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	15.900
Giá thấp nhất trong 3 tháng	12.600
Đường MA50 (từ ngày 14/01/2014)	13.600
Đường MA100 (từ ngày 14/01/2014)	14.400
Kháng cự trung hạn	14.400
Hỗ trợ trung hạn	13.600
<b>Khuyến nghị</b>	<b>MUA</b>

Đơn vị: Đồng/cổ phiếu



## Phụ lục

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>
Thu nhập lãi	13.463	13.584	17.946	22.002	25.893	30.948
Chi phí lãi	(7.339,4)	(7.779,6)	(11.237,0)	(14.304,9)	(17.122,9)	(20.956,0)
Thu nhập lãi thuần	6.123,5	5.804,9	6.709,0	7.697,3	8.769,8	9.991,9
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	696,5	846,9	973,9	1.168,7	1.460,8	1.826,1
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	99,3	109,3	120,2	132,2	145,4	160,0
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư	88,4	2839	308,0	362,0	477,4	579,7
Lãi thuần từ hoạt động khác	605,9	666,5	733,2	806,5	887,1	975,8
Thu nhập ngoài lãi	1.490,1	1.906,6	2.135,2	2.469,4	2.970,8	3.541,6
Tổng thu nhập hoạt động	7.613,7	7.711,4	8.844,2	10.166,7	11.740,7	13.533,5
Tổng chi phí hoạt động	(2.703,1)	(2.898,1)	(3.648,5)	(4.299,1)	(5.084,4)	(5.866,0)
Lợi nhuận thuần trước dự phòng rủi ro tín dụng	4.910,6	4.813,4	5.195,7	5.867,5	6.656,3	7.667,5
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(1.896,6)	(1.741,3)	(2.081,9)	(1.403,2)	(1.725,1)	(2.137,2)
Lợi nhuận trước thuế	3.014,0	3.072,1	3.113,8	4.464,3	4.931,3	5.530,4
Chi phí thuế TNDN	(735,6)	(675,9)	(685,0)	(892,9)	(986,3)	(1.106,1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10,99)	(11,21)	(11,36)	(16,29)	(17,99)	(20,17)
Lợi nhuận sau thuế	2.267,3	2.385,0	2.417,4	3.555,2	3.927,0	4.404,1
Tăng trưởng	-2%	5%	1%	47%	10%	12%

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	4.650,4	5.312,3	6.331,3	7.829,5	8.925,8	10.868,2
Cho vay khách hàng	87.742,9	100.904,4	116.040,0	134.026,2	156.810,7	185.820,6
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	26.971,2	17.153,7	16.245,6	16.083,1	17.249,2	20.440,3
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	49.191,4	61.489,3	73.787,1	88.544,5	101.826,2	117.100,2
<b>Tài sản sinh lãi</b>	<b>163.905,6</b>	<b>179.547,4</b>	<b>206.072,7</b>	<b>238.653,9</b>	<b>275.886,1</b>	<b>323.361,1</b>
Chứng khoán vốn kinh doanh và đầu tư	2.726,5	3.889,1	4.548,0	5.448,4	6.542,0	7.874,0
Tài sản cố định hữu hình	1.837,3	2.873,5	3.321,0	3.845,2	4.460,3	5.182,9
Tài sản có khác	10.073,8	11.575,3	13.301,0	15.284,5	17.56,4	20.185,0
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>180.432,8</b>	<b>199.509,8</b>	<b>228.874,6</b>	<b>265.905,2</b>	<b>307.503,2</b>	<b>360.582,1</b>
Tiền gửi khách hàng	136.099,3	153.792,2	179.167,9	207.834,8	243.166,7	286.936,7
Tiền gửi và vay các TCTD khác	21.402,0	15.379,2	17.916,8	20.783,5	24.316,7	28.693,7
Các khoản nợ phải trả sinh lãi khác	2.177,9	3.724,7	3.987,8	4.284,2	4.647,8	5.096,4
Các khoản nợ phải trả không sinh lãi khác	5.052,3	5.586,0	5.878,4	6.438,4	7.081,4	7.785,3
<b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>15.141,2</b>	<b>20.439,6</b>	<b>21.306,2</b>	<b>25.915,9</b>	<b>27.609,8</b>	<b>31.355,2</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	560,1	588,1	617,5	648,4	680,8	714,9
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>180.432,8</b>	<b>199.509,8</b>	<b>228.874,6</b>	<b>265.905,2</b>	<b>307.503,2</b>	<b>360.582,1</b>
Tăng trưởng	2,7%	10,6%	14,7%	16,2%	15,6%	17,3%

## Hướng dẫn Khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +10%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá vàng đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Điều hành – Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính  
linhntt@vpbs.com.vn

### Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
hapl@vpbs.com.vn

### Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích  
ngoccla@vpbs.com.vn

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh  
Quận Hải Châu – Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418