

BSC RESEARCH

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

tuoiht@bsc.com.vn

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu là 16.600 đồng/cp (upside 9,2%). Ngày 06/07/2016, cổ phiếu MBB được giao dịch tại mức giá 15.100 đồng/cp, tương đương với P/E FW là 9,7x và P/B là 1,06x, tương đối hấp dẫn so với mức định giá của nhóm cổ phiếu ngân hàng (trung vị của P/E và P/B lần lượt là 15,13x và 1,09x). MBB là một trong 2 ngân hàng dẫn đầu về hiệu quả hoạt động với chỉ số sinh lời cao, trích lập dự phòng rủi ro chặt chẽ và là cổ phiếu yêu thích của nhà đầu tư nước ngoài.

Tín dụng được kỳ vọng tăng trưởng cao trong năm 2016 nhờ (1) tỷ lệ LDR thấp, đạt 66,83%; (2) Hệ số CAR cao, đạt 12,85% vào cuối năm 2015; (3) Tiếp tục đẩy mạnh cho vay khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Kết quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện nhờ (1) Đẩy mạnh cho vay; (2) lợi thế về nguồn vốn giá rẻ; (3) Chi phí dự phòng rủi ro được kỳ vọng giảm từ năm 2017. Lưu ý, NIM của ngân hàng có thể giảm do nhiều trái phiếu có lãi suất cao đã và đang dần đáo hạn.

Sáp nhập SDFC có thể làm tăng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của MBB. Tuy nhiên, do quy mô của SDFC nhỏ hơn nhiều so với MBB, đồng thời, nhiều khoản nợ của SDFC đã được bán cho DATC, VAMC, trích lập dự phòng đầy đủ nên việc sáp nhập này không gây tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của MBB.

	2012	2013	2014	2015	2016
Quy mô					
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	10,000	11,595	11,594	16,000	17,127
Tổng tài sản (tỷ đồng)	175,61	180,38	200,48	221,042	240,509
Vốn chủ sở hữu/TTS	12,864	15,148	16,561	22,593	24,046
Tăng trưởng (so với đầu năm)					
Tăng trưởng tài sản	26.49%	2.72%	11.15%	10.25%	8.82%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	26.14%	17.81%	14.62%	20.66%	20.00%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	31.49%	15.58%	23.16%	8.33%	8.38%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	63.25%	64.47%	60.00%	66.83%	74.00%
Chất lượng tài sản					
NPL ratio	1.84%	2.45%	2.73%	1.61%	1.71%
NPL ratio (bao gồm nợ đã bán cho DPRR)	1.84%	2.45%	5.80%	4.78%	4.64%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.76%	2.02%	2.45%	1.63%	1.91%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	95.71%	82.48%	89.70%	101.37%	112.00%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi	92.11%	97.43%	98.74%	104.79%	100%
Lãi, phí phải thu	3,002	3,319	3,514	2,865	2,865
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	4.03%	3.78%	3.49%	2.36%	1.97%
Hiệu quả kinh doanh					
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	5,117	4,914	5,193	5,323	5,791
% yoy	56.64%	-3.96%	5.67%	2.50%	8.80%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	2,027	1,892	2,019	2,102	2,262
% vs lợi nhuận trước dự phòng	39.62%	38.51%	38.88%	39.49%	39.06%
LNST (tỷ đ)	2,306	2,276	2,476	2,496	2,823
% yoy	8.42%	-1.30%	8.79%	0.81%	13.10%
NIM (TTM)	4.78%	3.73%	3.83%	3.81%	3.75%
ROA (TTM)	1.47%	1.28%	1.30%	1.18%	1.22%
ROE (TTM)	20.49%	16.25%	15.62%	12.75%	12.10%
EPS (đồng/cp) (TTM)	-	-	2,073	1,902	1,561
Giá trị ghi sổ	12,864	13,065	14,284	14,121	14,057

Nguồn: BSC research

KQKD quý 1/2016 cải thiện nhờ chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm mạnh, trong khi thu nhập hoạt động giảm. Mặc dù dư nợ cho vay tăng 2,48% so với đầu năm, thu nhập lãi thuần của ngân hàng chỉ đạt 1.768 tỷ đồng (-12% yoy). NIM giảm mạnh từ 3,81% cuối năm 2015 xuống còn 3,64% lũy kế 12 tháng đến hết quý 1/2016 do một số trái phiếu có lãi suất cao đã đáo hạn. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng 3T2016 là 239 tỷ đồng (-69% yoy), chỉ chiếm 21,34% tổng thu nhập hoạt động trước dự phòng mang lại lợi nhuận sau thuế khả quan cho MBB, đạt 705 tỷ đồng (+13,75% yoy).

Tín dụng được kỳ vọng tăng trưởng cao. Năm 2015, cho vay tăng 21% đạt 121 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng đặt mục tiêu, tín dụng tăng 20% trong năm 2016. Tốc độ tăng trưởng cho vay của MBB được kỳ vọng tiếp tục cao trong năm 2016. (1) Tỷ lệ cho vay/huy động LDR thấp (đạt 68,49% vào cuối quý 1/2016), thấp hơn nhiều so với trần tối đa quy định bởi NHNN (80%), cho phép ngân hàng mở rộng quy mô cho vay trong bối cảnh một số ngân hàng như CTG, BIDV, SHB, EIB đã vượt quá ngưỡng tối đa cho phép. (2) Hệ số CAR cao, đạt 12,85% vào cuối năm 2015, đảm bảo nguồn lực tài chính cho các hoạt động của ngân hàng và là tiền đề để MBB mở rộng cho vay. (3) Tiếp tục đẩy mạnh cho vay mảng khách hàng tiềm năng là khách hàng cá nhân, khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ. Hai mảng này chiếm 27,23% tổng cho vay của MBB, tăng 52% trong năm 2015 và tăng 8,3% so với đầu năm trong 3T2016. Lưu ý, so với các ngân hàng thương mại khác, mạng lưới chi nhánh của MBB còn tương đối mỏng (83 chi nhánh, 169 phòng giao dịch, 1 văn phòng đại diện tại nước ngoài), đây sẽ là hạn chế khi ngân hàng muốn tăng tốc trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ.

Hệ số an toàn vốn tối thiểu, tỷ lệ cho vay/huy động của các ngân hàng niêm yết

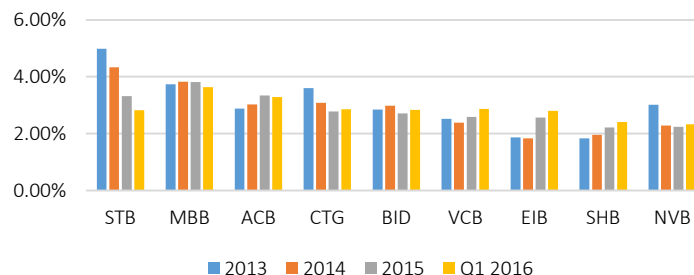
	MBB	VCB	CTG	BID	ACB	STB	SHB	EIB	NVB
CAR (2015)	12.85%	10.70%	10.60%	9.81%	12.80%	9.87*	11.40%	16.52%	11.08%
LDR (Q1/2016)	68%	80%	110%	102%	80%	70%	89%	82%	56%

Nguồn: VCB, CTG, BID, MBB, ACB, STB, EIB, NVB

*: số liệu năm 2014

NIM của ngân hàng có thể giảm. Trong nhiều năm liên tiếp từ 2013-nay, NIM của MBB luôn ở mức cao so với các ngân hàng niêm yết. Điểm mạnh của MBB là nguồn vốn huy động giá rẻ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nguồn vốn, tiền gửi không kỳ hạn của khách hàng chiếm 31% tổng tiền gửi. Đồng thời, lượng lớn trái phiếu với lãi suất cao (từ 7,95% đến 13,2%) được MBB đầu tư từ năm 2012 mang lại NIM cao hơn cho ngân hàng. Chúng tôi nhận thấy, NIM của ngân hàng đã bắt đầu giảm từ năm 2015 do (1) một số trái phiếu đầu tư kể trên đã và sắp đáo hạn và (2) áp lực tăng lãi suất huy động trong năm 2016 trong khi lãi suất cho vay đầu ra khó tăng. BSC dự báo, NIM của MBB năm 2016 giảm còn 3,75% trong năm 2016. Nhờ tăng trưởng tín dụng kỳ vọng cao, đạt 20%, cùng với tăng tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân, và các doanh nghiệp vừa và nhỏ (đối tượng thường chịu mức lãi suất cao hơn), chúng tôi kỳ vọng thu nhập lãi thuần của MBB tăng 11% trong năm 2016, đạt 8.101 tỷ đồng.

NIM của các ngân hàng niêm yết từ năm 2013 đến quý 1/2016



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC research

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo giảm từ năm 2017. Như chúng tôi đã phân tích trong [các báo cáo về MBB](#), cùng với VCB, MBB là 1 trong 2 ngân hàng đã thực hiện trích lập dự phòng rủi ro chặt chẽ.

(1) Tỷ lệ lãi thực thu/thu nhập lãi cao (đạt 110% trong quý 1/2016) cho thấy chất lượng các khoản nợ nhóm 1 tương đối tốt. Danh mục cho vay tập trung vào các ngành bán buôn, bán lẻ (27,28%), hoạt động làm thuê trong các hộ gia đình, sản xuất sản phẩm vật chất, dịch vụ tiêu dùng (19,58%) và công nghiệp chế biến, chế tạo (15,87%). Cho vay kinh doanh bất động sản và xây dựng chiếm tỷ trọng thấp hơn các ngân hàng khác (13%). Nhà đầu tư cần lưu ý diễn biến phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro của MBB trong thời gian tới do danh mục cho vay trung và dài hạn, tăng 54%, chiếm đến 48% tổng cơ cấu cho vay; cho vay khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ tăng nhanh.

(2) Dự phòng rủi ro chặt chẽ với tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay/tổng dư nợ xấu cao, đạt 108%. Tuy nhiên, năm 2016 chi phí dự phòng rủi ro có thể tăng, hệ quả từ việc sáp nhập SDFC vào MBB. Tổng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng năm 2016 được dự báo đạt 2.262 tỷ đồng (+8% yoy). Sau đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo giảm, còn 1.900 tỷ đồng vào năm 2017.

Cho vay kinh doanh bất động sản và xây dựng của các ngân hàng niêm yết

Ngân hàng	Kinh doanh BĐS	Xây dựng	Tăng trưởng cho vay kinh doanh BĐS và xây dựng yoy
NVB		38%	109%
SHB	7%	15%	23%
CTG	8%	11%	56%
BID	7%	11%	5%
STB*	13%	N/A	16%
MBB	9%	4%	17%
EIB	N/A	6%	-30%
ACB	2%	4%	22%
VCB	N/A	6%	30%

Nguồn: BSC research

Sáp nhập SDFC vào MBB. Tính đến thời điểm 31/12/2015, SDFC có tổng dư nợ xấu là 25 tỷ đồng, chiếm 24% tổng dư nợ. Tổng dư nợ trái phiếu giữ đến ngày đáo hạn là 566 tỷ đồng, trong đó, 120 tỷ đồng trái phiếu đầu tư do CTCP Sông Đà Thăng Long đã được trích lập toàn bộ, 431 tỷ đồng mệnh giá trái phiếu đặc biệt và 15 tỷ đồng mệnh giá trái phiếu DATC. Các khoản phải thu, lãi, phí phải thu của SDFC, tổng giá trị lên tới 234 tỷ đồng vào cuối năm 2015, gấp 2x tổng dư nợ cho vay và chiếm đến gần 30% tổng tài sản của SDFC. Liên quan đến vấn đề nợ xấu của SDFC, tại đại hội cổ đông bất thường 2015, thông qua việc sáp nhập SDFC vào MBB, MBB đã trình xin Ngân hàng nhà nước để (1) SDFC phân loại và trích lập đầy đủ với các khoản cho vay, mua trái phiếu trước khi diễn ra giao dịch sáp nhập; (2) tất cả nợ xấu, bao gồm dư nợ, trái phiếu và khoản phải thu của SDFC được quản lý và theo dõi riêng, không cộng vào nợ xấu của MBB trong vòng 3 năm kể từ ngày sáp nhập. Giao dịch sáp nhập đã được thực hiện trong tháng 2/2016, tuy nhiên MBB chưa cung cấp thêm thông tin về kết quả của các kiến nghị này. Nếu được chấp thuận, chất lượng nợ và chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của MBB sẽ không bị ảnh hưởng, ít nhất là trong 3 năm đầu. Nếu không được chấp thuận, chi phí trích lập dự phòng của MBB sẽ tăng lên do (1) trích lập các khoản phải thu, lãi, phí phải thu của SDFC, tối đa 234 tỷ đồng; (2) trích lập thêm 20% giá trị trái phiếu đặc biệt của SDFC (mệnh giá 431 tỷ đồng), tương đương chi phí trích lập dự phòng hàng năm là 86 tỷ đồng; (3) trích lập dự phòng rủi ro cho vay. Tuy nhiên, do quy mô của SDFC nhỏ hơn nhiều so với MBB nên việc trích lập này sẽ không gây tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của MBB. Sau sáp nhập, MBB dự kiến

thành lập công ty tài chính tiêu dùng 100% vốn của MBB, đồng thời sẽ tìm kiếm đối tác chiến lược với tỷ lệ nắm giữ tối đa 49% vốn của công ty tài chính này.

Dự báo kết quả kinh doanh 2016. Dự nợ cho vay được dự báo tăng 20%, đạt 146 nghìn tỷ đồng, tiền gửi của khách hàng tăng 8%, đạt 197 nghìn tỷ đồng, tương đương LDR là 74%. Lợi nhuận sau thuế được dự báo đạt 2.823 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 là 1.561 đồng/cp. Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 8.101 tỷ đồng, thu nhập lãi thuần từ hoạt động đạt 9.572 tỷ đồng (+9%), chi phí hoạt động đạt 3.780 tỷ đồng (tương đương CIR là 40%), tăng do sáp nhập SDFC. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo đạt 2.262 tỷ đồng.

Định giá cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng phương pháp Lợi nhuận giữ lại (residual income) và phương pháp so sánh P/E, P/B để định giá cổ phiếu MBB.

- **Phương pháp Lợi nhuận giữ lại:**

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 (7,2%). Lợi suất thị trường là 11,75% theo DamonDaran. Hệ số beta trung bình 5 năm lấy từ Bloomberg là 0,88x. Theo phương pháp CAPM, lợi suất yêu cầu đối với chủ sở hữu là 11,2%.

Chi phí vốn chủ sở hữu

Hệ số Beta	0.88
Lãi suất phi rủi ro	7.20%
Lãi suất thị trường	11.75%
Lợi suất yêu cầu của chủ sở hữu	11.20%

Nguồn: BSC research

Giá trị doanh nghiệp là 29 nghìn tỷ đồng.

Số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại là 1,6 triệu cổ phiếu.

Giá hợp lý của cổ phiếu MBB là 18.057 đồng/cp.

- **Phương pháp P/E.** Chúng tôi sử dụng giá trị trung vị P/E của các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chiết khấu 20% do cổ phiếu MBB có thanh khoản thấp.

Hệ số so sánh là 12,1x

EPS 2016 là 1.561 đ/cp

Giá hợp lý của cổ phiếu là 18.890 đồng/cp

- **Phương pháp P/B.** Chúng tôi sử dụng giá trị trung vị P/B của các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chiết khấu 20% do cổ phiếu MBB có thanh khoản thấp.

Hệ số so sánh là 0,87x

Giá trị ghi sổ là 14.350 đ/cp

Giá hợp lý của cổ phiếu là 12.531 đ/cp

Kết hợp 3 phương pháp trên với tỷ trọng cho các phương pháp thu nhập thặng dư, P/E và P/B lần lượt là 50%, 20% và 30%, giá hợp lý của một cổ phiếu MBB là 16.600 đồng/cp.

Giá của cổ phiếu	Giá cp	Tỷ trọng
RI	18,057	50%
P/E	18,890	20%
P/B	12,531	30%
Giá hợp lý	16,566	

Nguồn: BSC research

Chúng tôi duy trì khuyến nghị mua cổ phiếu MBB với giá mục tiêu là 16.600 đồng/cp. Cổ phiếu MBB hiện được giao dịch tại mức P/E FW là 9,7x và P/B là 1,06x, tương đối hấp dẫn so với mức định giá chung của nhóm cổ phiếu ngân hàng (trung vị của P/E và P/B lần lượt là 15,13x và 1,09x). MBB là một trong 2 ngân

hàng dẫn đầu về hiệu quả hoạt động với chỉ số sinh lời cao, trích lập dự phòng rủi ro chặt chẽ và là cổ phiếu yêu thích của nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả kinh doanh các năm tới được kỳ vọng cải thiện nhờ (1) Đẩy mạnh cho vay; (2) lợi thế về nguồn vốn giá rẻ; (3) Chi phí dự phòng rủi ro được kỳ vọng giảm từ năm 2017.

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 về Ví mô, ngành và 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. 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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>



