

Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

22 tháng 5, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **37.348**

Giá thị trường (22/5/2018) **28.800**

Lợi nhuận kỳ vọng **29,7%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.600 – 36.800
Vốn hóa	52.286 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.815.505.362 CP
KLGD bình quân 10 ngày	3.797.336 CP
% sở hữu nước ngoài	20%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	600 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,08%
Beta	0,88

BIẾN ĐỘNG GIÁ

	YTD	1T	3T	6T
MBB	13,4%	-12,3%	-8,7%	22,0%
Vn-index	-1,0%	-8,4%	-8,4%	5,7%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 204

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Ngân hàng TMCP Quân Đội

Mã giao dịch: MBB

Reuters: MBB.HM

Bloomberg: MBB VN

MCredit - Động lực tăng trưởng mới

MBB ghi nhận kết quả kinh doanh rất khả quan trong Q1/2018 với lợi nhuận sau thuế đạt 1.549 tỷ VNĐ, tăng trưởng 74,1% so với cùng kỳ 2017 đến từ những yếu tố sau: (1) Tăng trưởng tín dụng khả quan và NIM tiếp tục được cải thiện nhờ sự gia tăng mạnh mẽ dư nợ của MCredit; (2) Thu nhập khác tăng trưởng tốt, đặc biệt là thu nhập từ chứng khoán đầu tư, chứng khoán kinh doanh và thu nhập của CTCP Chứng khoán MB trong bối cảnh lãi suất trái phiếu chính phủ xuống mức thấp và giá trị giao dịch toàn thị trường tăng trưởng cao trong 3 tháng đầu năm 2018 và (3) Chi phí dự phòng tăng chậm hơn so với thu nhập nhờ việc tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2017 dẫn đến giảm được phần trích lập liên quan đến trái phiếu này trong Q1/2018.

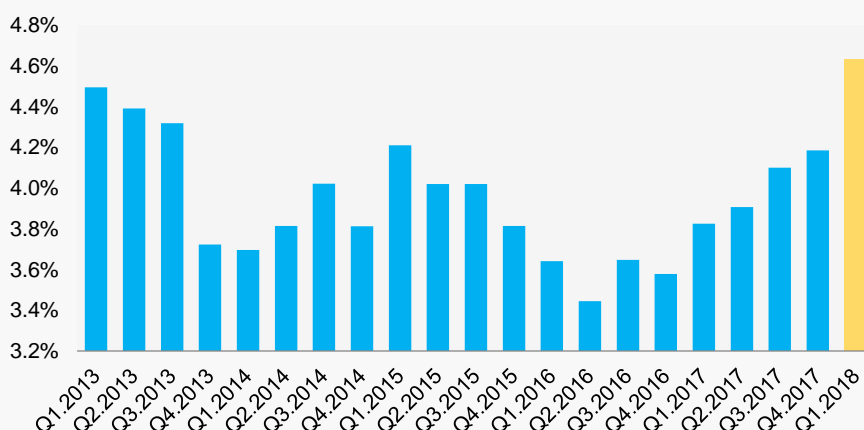
MCredit – Động lực tăng trưởng mới của MBB

Mở rộng NIM

Thu nhập lãi thuần trong Q1/2018 của MBB đạt 3.293 tỷ đồng, tăng trưởng 36,8% yoy nhờ tăng trưởng dư nợ tín dụng so với 31/3/2017 đạt 28% và NIM mở rộng. Mặc dù tỷ lệ NIM cao trong quý 1/2018 xuất phát từ hai yếu tố là lãi suất đầu vào bình quân giảm do tỷ trọng huy động trên thị trường 2 tầng (11% lên 15%) trong khi lãi suất vay liên ngân hàng giảm (2,5% xuống 1,6%) và lãi suất đầu ra tăng (7,34% lên 8,05%) nhờ sự đóng góp của MCredit, chúng tôi tập trung vào phân tích MCredit do hoạt động của doanh nghiệp này sẽ có ảnh hưởng về dài hạn hơn đối với hoạt động của MBB.

Kết thúc Q1/2018, dư nợ hợp nhất của MBB tăng trưởng 5,2% ytd, trong đó dư nợ ngân hàng mẹ tăng 4,9% ytd đạt 189.144 tỷ VNĐ và dư nợ tại MCredit tăng 44,7% ytd đạt 2.242 tỷ VNĐ. Mặc dù tỷ trọng của MCredit còn rất nhỏ trong cơ cấu dư nợ của MBB (1,16%) nhưng tỷ lệ NIM cao của MCredit đã giúp cải thiện đáng kể NIM của MBB. Tỷ lệ NIM cho giai đoạn 12 tháng kết thúc 31/3/2018 của MBB đạt 4,63% (so với mức 3,82% cuối Q1/2017).

Tỷ lệ lãi biên ròng của MBB, 2013 - Q1.2018



Mặc dù MBB không công bố BCTC của MCredit nhưng dựa vào BCTC hợp nhất và BCTC riêng của MBB, có thể ước tính NIM của MCredit đạt khoảng 25,08% và lợi thế lớn nhất của MCredit hiện nay so với các công ty tài chính khác nằm ở chi phí vốn nhờ mối quan hệ với ngân hàng mẹ. Tính đến hết Q1/2018, ngoài vốn chủ sở hữu, nguồn vốn huy động của MCredit đến từ các khoản vay liên ngân hàng (1.216 tỷ VNĐ với lợi suất khoảng 3,95%/năm) và phát hành giấy tờ có giá (876 tỷ VNĐ). Theo thuyết minh báo cáo tài chính, lợi suất phát hành giấy tờ có giá vào khoảng 8,2 – 8,45%/năm. Như vậy, nếu tính bình quân, chi phí lãi của MCredit chỉ vào khoảng 5,83% (thấp hơn hẳn so với FeCredit 8,47% và HDSaison 9,10%). Trong giai đoạn đầu phát triển 2017-2019, điều này sẽ giúp MCredit có được mức lãi suất cho vay cạnh tranh và đảm bảo tỷ suất sinh lời hấp dẫn.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng xin lưu ý rằng, trong dài hạn khi quy mô danh mục cho vay ngày càng mở rộng, MCredit sẽ phải dựa vào nguồn vốn riêng của mình với chi phí vốn lớn hơn và lợi thế từ chi phí vốn thấp có thể không còn được duy trì.

Đa dạng hóa nguồn thu nhập

Sự phát triển của MCredit cũng đóng góp đáng kể về doanh thu phí bảo hiểm cho MB Ageas Life. Trong năm 2017, doanh thu phí bảo hiểm tử kỳ của MB Ageas Life chiếm khoảng 28% tổng doanh thu phí bảo hiểm của công ty và tương đương với 4,52% tổng dư nợ của MCredit tại thời điểm cuối năm 2017. Đây chính là sản phẩm bảo hiểm cho người vay vốn được bán kèm với các sản phẩm cho vay của MCredit. Nếu dư nợ của MCredit đạt 5.900 tỷ đồng theo như kế hoạch vào cuối năm 2018, nguồn thu từ sản phẩm bảo hiểm tử kỳ có thể đạt khoảng 270 tỷ (+285% yoy) giúp đa dạng hóa nguồn thu cho MBB.

Tăng trưởng mạnh các khoản thu ngoài lãi

Các khoản thu ngoài lãi của MBB trong kỳ đạt 940 tỷ VNĐ, tăng trưởng 90% yoy (tương đương với 445 tỷ) chủ yếu xuất phát từ các khoản sau:

- Hiện thực hóa lợi nhuận một phần danh mục trái phiếu trong Q1/2018 giúp thu nhập từ chứng khoán đầu tư và chứng khoán kinh doanh tăng 194 tỷ so với cùng kỳ.
- Thu từ dịch vụ chứng khoán của CTCP Chứng khoán MB tăng 76 tỷ do tình hình giao dịch khả quan của thị trường chứng khoán.
- Thu từ xử lý nợ và kinh doanh bất động sản tăng 93 tỷ đồng.

Chi phí dự phòng giảm nhờ việc tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC trong 2017

Chi phí trích lập dự phòng năm 2017 của MBB là 3.252 tỷ đồng, trong đó 1.322 tỷ đồng là trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt VAMC. Nhờ đó, chi phí dự phòng trong năm 2018 được dự báo sẽ không tăng trưởng mạnh. Chi phí dự phòng trong Q1/2018 của MBB đạt 692 tỷ VNĐ (+19,5% yoy).

Triển vọng lợi nhuận năm 2018

Chúng tôi dự báo tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của MBB trong năm 2018 đạt 16.820 tỷ VNĐ và 5.370 tỷ VNĐ, tăng trưởng lần lượt 21,3% và 53,9% so với 2017, dựa trên những cơ sở dưới đây:

Dự báo kết quả kinh doanh 2018 (tỷ VNĐ)

Tiêu chí	2017	2018F	%	Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	313.878	347.823	12%	
Tiền gửi khách hàng	220.176	259.808	18%	Tỷ lệ LDR thuần năm 2017 của MBB ở mức 83,65%. Tuy nhiên, tỷ lệ LDR tính theo quy định của Thông tư 36 mới chỉ ở mức 68%. Do đó, MBB vẫn còn khá nhiều dư địa để đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong năm 2018. Tuy nhiên, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi vẫn giả định tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ đạt 15% theo như kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ. Đối với MCredit, với giả định dư nợ tín dụng tiêu dùng tăng trưởng 28% trong năm 2018 và thị phần của MCredit cải thiện lên mức 3,7% để lọt vào top 5 công ty tài chính tiêu dùng có thị phần lớn nhất tại Việt Nam thì dư nợ MCredit tại 31/12/2018 dự báo ở mức 4.744 tỷ VNĐ (tương đương với 80% kế hoạch MBB đưa ra tại ĐHCĐ đối với phân khúc tín dụng tiêu dùng).
Cho vay khách hàng	184.188	213.196	16%	Về huy động vốn, trong 3 năm gần đây MBB đều duy trì mức tăng trưởng khá khiêm tốn (bình quân 10%/năm) nhằm nâng cao LDR và cải thiện tỷ lệ NIM. Trong năm 2018, với tăng trưởng tín dụng ở mức 15%, chúng tôi giả định tăng trưởng nguồn vốn huy động từ thị trường 1 ở mức 12%. Như vậy, tỷ lệ LDR thuần của MBB năm 2018 dự báo ở mức 86,5% nhưng vẫn đảm bảo LDR theo Thông tư 36 ở mức 73,9%.
Tổng thu nhập hoạt động	13.867	16.884	21%	Chúng tôi giả định tương đối thận trọng về lãi suất đầu ra của MCredit là 20% trong năm 2018. Với mức đóng góp khoảng 2,23% tổng dư nợ, hoạt động của MCredit sẽ giúp MBB cải thiện tỷ lệ NIM lên mức 4,45% (từ mức 4,19% của năm 2017). Trên cơ sở đó, thu từ lãi dự báo đạt 13.887 tỷ VNĐ, tăng 23,8% yoy. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ dự báo tăng trưởng 15% đạt 1.300 tỷ VNĐ. Hoạt động của MB Ageas Life trong năm 2018 dự báo sẽ có tăng trưởng mạnh về doanh thu nhưng sẽ chưa có đóng góp về lợi nhuận đối với MBB do thông thường các công ty bảo hiểm nhân thọ sẽ phải chịu lỗ kỹ thuật trong vòng 5 năm đầu hoạt động. MIG cũng đặt kế hoạch khá tham vọng là 146 tỷ VNĐ LNTT nhờ giảm tỷ lệ bồi thường xuống mức 32-34%, tuy nhiên chúng tôi cho rằng MIG khó có khả năng hoàn thành được kế hoạch này cho năm 2018. Theo BVSC, lợi nhuận của MIG dự báo sẽ chỉ ở mức 60 tỷ VNĐ. Do đó, thu từ hoạt động dịch vụ của MBB dự báo không có tăng trưởng mạnh trong 2018. Trên cơ sở đó, tổng thu nhập hoạt động dự báo đạt 16.884 tỷ VNĐ, tăng trưởng 21,8% yoy.

Mức tổng thu nhập này chưa tính đến khoản lợi nhuận có thể thu được từ việc thoái toàn bộ vốn tại MBLand cũng như tái cơ cấu/bán cho đối tác nước ngoài đối với MIG.

Chi phí hoạt động	5.999	7.152	19%	CIR được giả định ở mức duy trì quanh mức 42,4%.
LN trước dự phòng rủi ro tín dụng	7.868	9.695	23%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	3.252	2.993	-8%	Chi phí trích lập dự phòng năm 2017 của MBB là 3.252 tỷ đồng, trong đó 1.322 tỷ đồng là trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt VAMC. Do đó, chi phí trích lập dự phòng trong năm 2018 giảm khoảng 8% xuống còn 2.993 tỷ VNĐ. Về MCredit, do dư nợ còn đang tương đối khiêm tốn và trong giai đoạn đầu phát triển,
LNST	3.490	5.391	54%	
EPS	1.923	2.495	29%	

Khuyến nghị đầu tư

MBB là 1 trong 2 ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất toàn hệ thống (bình quân năm 2017 ở mức 3,49%) nhờ tỷ lệ nguồn vốn không kỳ hạn (CASA) cao thứ 2 hệ thống (sau VCB). Lợi thế về nguồn vốn giá rẻ cùng với sự tăng trưởng mạnh của mảng tín dụng tiêu dùng với sự hỗ trợ của đối tác chiến lược Shinsei sẽ giúp MBB mở rộng và duy trì tỷ lệ NIM ở mức rất hấp dẫn trong thời gian tới. Tại thời điểm hiện tại, giá cổ phiếu MBB đã giảm khoảng 22% so với đầu tháng 4/2018 và giao dịch ở mức P/E và P/B forward lần lượt là 10,5 và 1,7 lần. Đây là mức định giá hấp dẫn đối với một ngân hàng có nền tảng cơ bản rất tốt, đồng thời đang có những bước chuyển mình mạnh mẽ với việc đẩy mạnh mảng bán lẻ và đầu tư phát triển ngân hàng số sau khi có sự thay đổi về ban lãnh đạo. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phần MBB. Mức giá mục tiêu đối với MBB theo phương pháp thu nhập thặng dư và chiết khấu dòng cổ tức sử dụng lãi suất chiết khấu 12% là **37.348 đồng/cổ phần**.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017	2018F
Tổng thu nhập hoạt động	8.307	8.772	9.855	13.867	16.884
Chi phí hoạt động	(3.114)	(3.449)	(4.175)	(5.999)	(7.152)
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	5.193	5.323	5.681	7.868	9.732
Dự phòng rủi ro tín dụng	(2.019)	(2.102)	(2.030)	(3.252)	(2.993)
Lợi nhuận sau thuế	2.503	2.512	2.884	3.490	5.391

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017	2018F
Tiền, vàng bạc, đá quý	1.233	1.236	1.520	1.842	3.478
Tiền gửi tại NHNN	6.067	8.182	10.002	6.684	8.020
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	21.415	28.659	26.953	53.497	53.497
Cho vay khách hàng	100.569	121.349	150.738	184.188	212.040
Chứng khoán đầu tư	50.781	46.760	53.286	50.677	55.745
Tổng tài sản có	200.489	221.042	256.259	313.878	347.823
Tiền gửi và vay các TCTD khác	4.604	8.921	24.713	46.101	30.009
Tiền gửi của khách hàng	167.609	181.565	194.812	220.176	246.597
Vốn chủ sở hữu	16.561	22.593	25.352	28.170	35.004
Tổng nguồn vốn	200.489	221.042	256.259	313.878	347.823

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	15%	21%	24%	22%	15%
Tăng trưởng huy động (%)	23%	8%	7%	13%	12%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	11%	10%	16%	22%	11%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3,8%	3,8%	3,6%	4,2%	4,4%
ROA (%)	1,3%	1,5%	1,5%	1,3%	1,3%
ROE (%)	15,2%	12,5%	11,6%	12,4%	16,7%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	2,8%	1,6%	1,3%	1,2%	1,3%
Dự phòng/Tổng dư nợ	-2,4%	-1,6%	-1,4%	-1,2%	-1,5%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	50%	55%	59%	59%	61%
Cho vay/Huy động	60%	67%	77%	84%	86%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.159	1.979	1.684	1.923	2.495
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.791	14.489	15.524	16.305	16.202

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888