

## NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI (MB)

**BankingTeam**  
**Nguyễn Quang Huy**  
Email: [huy.nguyenquang@tls.vn](mailto:huy.nguyenquang@tls.vn)  
**Vũ Phương Hạnh**  
Email: [hanh.vuphuong@tls.vn](mailto:hanh.vuphuong@tls.vn)  
**Trần Thị Thanh Thảo**  
Email: [thao.tranthithanh@tls.vn](mailto:thao.tranthithanh@tls.vn)

Ý kiến phân tích:  
**Giá mục tiêu: 16,800 VND**

Ngân hàng TMCP Quân đội là một trong những ngân hàng TMCP phát triển nhanh và hiệu quả lớn nhất trong hệ thống các ngân hàng tại Việt Nam, thể hiện ở các chỉ tiêu tăng trưởng cũng như các chỉ tiêu về lợi nhuận ROAA, ROAE. MB có kế hoạch niêm yết cổ phiếu và tăng VDL lên 10,000 tỷ đồng trong năm 2011, EPS theo chúng tôi dự phóng trong năm 2011 ở mức thận trọng là 2,660 VND (trên VDL đầu năm). Chúng tôi dự kiến giá mục tiêu của cổ phiếu MB sau khi niêm yết sẽ ở mức 16,800VND/CP và sau khi tăng VDL sẽ ở mức khoảng 15,500 VND/CP.

### MÔ TẢ DOANH NGHIỆP

Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội thành lập năm 1994, và hiện là một trong những ngân hàng đứng đầu trong nhóm ngân hàng TMCP. Vốn điều lệ tính đến cuối năm 2010 là 7,300 tỷ VND, tăng 37.7% so với 2009. Tổng thu nhập hoạt động năm 2010 ngân hàng đạt 4,088 tỷ VND, tăng 54% so với năm 2009. Thu nhập lãi thuần là 3,519 tỷ VND (tăng 91.5%), thu nhập ròng hoạt động dịch vụ 588.84 tỷ VND (tăng 54.7%). Tổng tài sản của ngân hàng tính đến 2010 đạt 109,623 tỷ VND, tăng 58.8% so với 2009. Dự nợ tín dụng và huy động 2010 đạt 48,797 tỷ VND và 65,741 tỷ VND, tương ứng chiếm thị phần 2.5% về tín dụng và 3.3% thị phần huy động.

### CẬP NHẬT

- Kết quả hoạt động trong 1H2011 khả quan:** Tăng trưởng dư nợ hợp nhất của MB đạt khoảng 10.9%, tăng trưởng huy động hợp nhất của khách hàng đạt 10.6%, tỷ lệ tín dụng phi sản xuất ở mức 17% tổng dư nợ.
- Đến thời điểm 31/8/2011** tỷ lệ nợ xấu của riêng ngân hàng MB tăng nhẹ lên mức 1.66%. MB cũng thành lập thêm 23 điểm giao dịch kể từ đầu năm, nâng tổng số điểm giao dịch của MB lên 163 điểm.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Vị thế của MB:** MB là một trong mười ngân hàng có tổng tài sản lớn nhất ở VN.
- Là ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cao trong những năm gần đây:** thể hiện ở các chỉ tiêu kinh doanh như tăng trưởng tổng tài sản, tăng trưởng tín dụng, huy động, tăng trưởng vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu, đến các chỉ tiêu tăng trưởng thu nhập lãi, tăng trưởng thu nhập phí, tăng trưởng lợi nhuận trước thuế. Trong giai đoạn 2007-2010, các chỉ số trên tăng trưởng trung bình ở mức trên 50%/năm.
- Hiệu quả kinh doanh thể hiện qua các chỉ tiêu tài chính:** Tăng trưởng ROE, ROA thực sự hấp dẫn. ROAE và ROAA của ngân hàng trong năm 2010 đạt lần lượt là 22.13% và 1.95%, nằm trong nhóm các NH đứng đầu về chỉ số hiệu quả. Ngoài ra các chỉ số NIM, CIR, của MB cũng được đánh giá cao trong hệ thống ngân hàng.
- MB chú trọng công tác quản trị rủi ro và tiềm năng tăng trưởng tín dụng của MB còn lớn.** Cuối năm 2010 CAR của MB ở mức an toàn so với quy định tối thiểu của NHNN, ở mức 11.6%. Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi khách hàng ở mức thấp so với các NHTM khác. Cuối năm 2010, LDR ở mức 74%.

### ĐỊNH GIÁ

Căn cứ vào kế hoạch trong năm 2011 và kết quả kinh doanh thực tế của ngân hàng trong nửa đầu năm 2011, chúng tôi xây dựng mô hình định giá P/E và P/B và dự báo giá của cổ phiếu MB sau khi niêm yết sẽ vào khoảng 15,800 – 17,800 VND.

### RỦI RO

**Rủi ro vĩ mô:** Ngành ngân hàng nói chung và ngân hàng Quân đội nói riêng chịu những rủi ro đến từ chính sách vĩ mô. Các chính sách này có thể ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận, động tin dụng và huy động của ngân hàng, do đó ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận.

**Cạnh tranh gay gắt trong ngành:** Nhóm ngân hàng TMCP không chỉ cạnh tranh với các ngân hàng nội địa có tổng tài sản lớn, mà còn cạnh tranh với nhóm các ngân hàng nước ngoài có nhiều kinh nghiệm về quản lý, điều hành.

**Rủi ro pha loãng giá cổ phiếu:** Cùng với kế hoạch tăng vốn điều lệ khá mạnh lên 10,000 tỷ đồng trong năm nay và triển vọng kinh doanh của ngành trong điều kiện thắt chặt tiền tệ có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng thu nhập, rủi ro từ pha loãng giá cổ phiếu là khó tránh khỏi.

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ VND)

	2010	2011F	2012F
TTS	109,623	125,203	147,942
VCSH	8,882	13,480	15,427
NII	3,519	4,734	5,167
LNST	1,770	1,939	2,449
EPS	2,391	1,939	2,129
PE	7.10	6.69	7.50
PB	1.15	1.07	1.18
Tỷ lệ nợ xấu	1.35%	1.90%	1.70%
LDR	74.2%	74.8%	72.9%
Cho vay/ TTS	44.5%	46.8%	45.5%
TS sinh lãi/TTS	90.1%	91.1%	91.6%
Tăng trưởng huy động KH	64.4%	19.0%	18.0%
Tăng trưởng TD	64.9%	20.0%	15.0%
NIM	4.30%	4.45%	4.14%
ROAA	1.95%	1.65%	1.79%
ROEA	22.1%	17.3%	15.9%
Cổ tức TM (%)	15%	15%	15%

Nguồn: TLS tổng hợp

## TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2010	2011F	2012F	2013F
Thu nhập lãi	8,766	13,256	14,394	16,427
Chi phí lãi	(5,247)	(8,521)	(9,226)	(10,385)
Thu nhập lãi thuần	3,519	4,734	5,167	6,042
Thu nhập HĐ dịch vụ	736	846	1,057	1,322
Chi phí dịch vụ	(147)	(170)	(223)	(301)
Lãi thuần HĐ CK	(236)	(9)	88	109
Lãi/lỗ HĐ đầu tư	-	(49)	24	53
Thu nhập từ HĐ khác	124	303	257	283
Thu nhập từ HĐ LD	91	77	119	167
Dự phòng đầu tư	0	(420)	130	90
Chi phí hoạt động	(1,254)	(1,836)	(2,374)	(2,730)
LN (trước dự phòng)	2,834	3,310	4,124	4,953
Chi phí dự phòng	(521)	(785)	(818)	(727)
LNTT	2,288	2,526	3,306	4,226
Chi phí thuế TN DN	(551)	(628)	(810)	(1,035)
Lợi nhuận sau thuế	1,737	1,898	2,496	3,190
Lợi ích thiểu số	33	41	(48)	(55)
Lợi nhuận ròng	1,770	1,939	2,449	3,136
Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2010	2011F	2012F	2013F
Tiền mặt, vàng bạc	869	968	1,042	1,044
Tiền gửi tại NHNN	746	1,134	1,246	1,508
Tiền gửi tại các TCTD	33,652	37,017	45,161	54,419
CK kinh doanh	1,690	1,652	2,317	2,848
Công cụ phái sinh	-	-	-	-
Cho vay khách hàng	48,797	58,548	67,324	80,781
Dự phòng RR cho vay	(738)	(1,523)	(2,341)	(3,068)
Chứng khoán đầu tư	17,140	19,241	24,124	28,968
Tài sản và thiết bị	1,224	1,595	1,835	2,110
Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	131	150	173	199
Tài sản Có khác	6,113	6,419	7,061	7,767
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>109,623</b>	<b>125,203</b>	<b>147,942</b>	<b>176,575</b>
Nợ và phải trả NHNN	8,769	614	1,565	1,722
Deposits to banks	16,917	21,992	24,191	27,819
Tiền gửi khách hàng	65,741	78,232	92,313	111,699
Công cụ phái sinh	-	-	-	-
Vốn tài trợ ủy thác	117	178	194	214
PH giấy tờ có giá	5,411	5,059	7,588	8,347
Các khoản nợ khác	2,928	4,831	5,798	7,363
Tổng nợ phải trả	99,882	110,905	131,650	157,165
Vốn chủ sở hữu	8,882	13,480	15,427	18,491
Vốn điều lệ	7,300	10,000	11,500	13,800
Vốn khác	-	-	-	-
Quỹ của TCTD	801	801	801	801
LN chưa phân phối	781	2,679	3,126	3,890
Lợi ích của CĐT	859	817	865	920
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>109,623</b>	<b>125,203</b>	<b>147,942</b>	<b>176,575</b>

Tăng trưởng (%)	2010	2011F	2012F	2013F
T. trưởng h. động	64.4%	19.0%	18.0%	21.0%
T. trưởng tín dụng	64.9%	20.0%	15.0%	20.0%
T. trưởng nợ xấu	31.1%	50.0%	12.0%	16.0%
T. trưởng VCSH	29.0%	51.8%	14.4%	19.9%
T. trưởng Tổng TS	58.9%	14.2%	18.2%	19.4%
T. trưởng CP HĐ	59.9%	46.5%	29.3%	15.0%
T. trưởng Lãi ròng	59.4%	11.1%	26.3%	28.1%
EPS ( trên VDL cuối năm)	2,391	1,939	2,129	2,272
Cổ tức	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
BVPS	12,168	13,480	13,415	13,399
Chi nhánh	140	175	210	250
Nhân viên	3,269	3,600	3,950	4,500
PE	7.10	6.69	7.50	8.50
PB	1.15	1.07	1.18	1.30
Chất lượng tài sản	2010	2011F	2012F	2013F
CAR	11.60%	13.00%	12.50%	12.0%
tỷ lệ nợ xấu	1.35%	1.90%	1.70%	1.4%
Dự phòng nợ xấu/ cho vay	1.5%	2.6%	3.5%	3.8%
Dự phòng nợ xấu/nợ xấu	120.4%	120.0%	125.0%	130.0%
Nợ xấu/ VCSH	6.90%	8.50%	7.40%	7.0%
Chỉ số BCĐKT	2010	2011F	2012F	2013F
Cho vay KH/huy động KH	74.2%	74.8%	72.9%	72.3%
Cho vay KH/tài sản	44.5%	46.8%	45.5%	45.7%
CK đầu tư/tài sản	14.2%	13.9%	14.8%	14.8%
huy động KH/ tổng huy động	67.8%	73.8%	73.4%	74.6%
Vay LNH / Gửi LNH	0.50	0.59	0.54	0.51
VCSH/ TTS	8.1%	10.8%	10.4%	10.5%
Tài sản sinh lãi/TTS	90.1%	91.1%	91.6%	92.3%
Doanh thu, chi phí	2010	2011F	2012F	2013F
NIM	4.30%	4.45%	4.14%	4.05%
TN lãi ròng/ tổng TN	86.1%	85.0%	79.5%	78.6%
Phí / Tổng TN	14.40%	12.15%	12.84%	13.3%
Chi phí HĐ/Tổng thu nhập	30.7%	33.0%	36.5%	35.5%
Chi phí dự phòng/ Cho vay KH	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%
ROAA	2010	2011F	2012F	2013F
ROAA	1.95%	1.65%	1.79%	1.93%
ROAE	22.1%	17.3%	15.9%	17.0%
Nguồn: TLS				

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Vị thế của MB trên thị trường tài chính.

Chỉ tiêu	EIB	STB	ACB	VCB	CTG	HBB	SHB	MB
Tổng tài sản	131,110	152,560	205,102	307,496	367,712	37,987	51,032	<b>109,623</b>
Vốn điều lệ	10,560	9,179	9,376	13,223	15,172	3,000	3,497	<b>7,300</b>
VCSH	13,510	13,983	11,375	20,669	18,170	3,533	4,183	<b>8,882</b>
Tổng dư nợ	62,345	83,042	87,195	176,972	238,494	18,704	24,375	<b>48,797</b>
Tổng huy động	89,530	80,528	106,936	210,339	214,826	16,322	25,633	<b>65,741</b>
LNST	1,814	1,905	2,334	4,235	3,414	476	494	<b>1,745</b>

Nguồn: BCTC 2010 các NH

Đến thời điểm cuối 2010, MB nằm trong danh sách 10 ngân hàng có tổng tài sản lớn nhất trên thị trường tài chính Việt Nam. Tuy nhiên xét trên quy mô tài sản của các ngân hàng niêm yết, MB ở vị trí trung bình so với các ngân hàng nhóm TMCP được so sánh. Cụ thể, tổng tài sản của MB cao hơn đáng kể so với HBB, SHB tuy nhiên vẫn thấp hơn VCB, CTG, ACB, STB, EIB. Tuy nhiên với tốc độ tăng trưởng cao ở nhiều chỉ tiêu, khoảng cách giữa MB và các NHTM hàng đầu trên thị trường tài chính đang dần được thu hẹp.

**Các chỉ tiêu kinh doanh tăng trưởng ở mức cao**

Chúng tôi tổng hợp một số chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập trong giai đoạn 2007-2010. MB đạt được tốc độ tăng trưởng mạnh và ổn định qua các năm. Đặc biệt trong giai đoạn này nền kinh tế Việt Nam phải đối mặt với hai lần chính sách tiền tệ thắt chặt mạnh mẽ vào cuối năm 2008 và 2010, ảnh hưởng mạnh mẽ đến các hoạt động kinh tế nói chung và hoạt động kinh doanh của khối ngân hàng nói riêng. Tuy nhiên các chỉ tiêu chính của MB đều có tốc độ tăng trưởng hàng năm lớn hơn 50%.

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010	1H2011	CAGR 2007-2010
TTS	29,624	44,346	69,008	109,623	115,182	<b>54.68%</b>
Cho vay khách hàng	11,613	15,740	29,588	48,797	54,100	<b>61.37%</b>
Tổng huy động	26,074	39,669	61,513	99,882	104,852	<b>56.47%</b>
Huy động khách hàng	17,785	27,163	39,978	65,741	72,685	<b>54.62%</b>
VĐL	2,000	3,400	5,300	7,300	7,300	<b>53.97%</b>
Tổng thu nhập HĐ	1,054	1,638	2,654	4,088	2,315	<b>57.10%</b>
Thu nhập lãi	633	1,421	1,838	3,519	2,410	<b>77.12%</b>
Thu nhập phí thuần	192	191	381	589	335	<b>45.36%</b>
LNST	492	703	1,095	1,745	721	<b>52.54%</b>

Nguồn: BCTC MB qua các năm

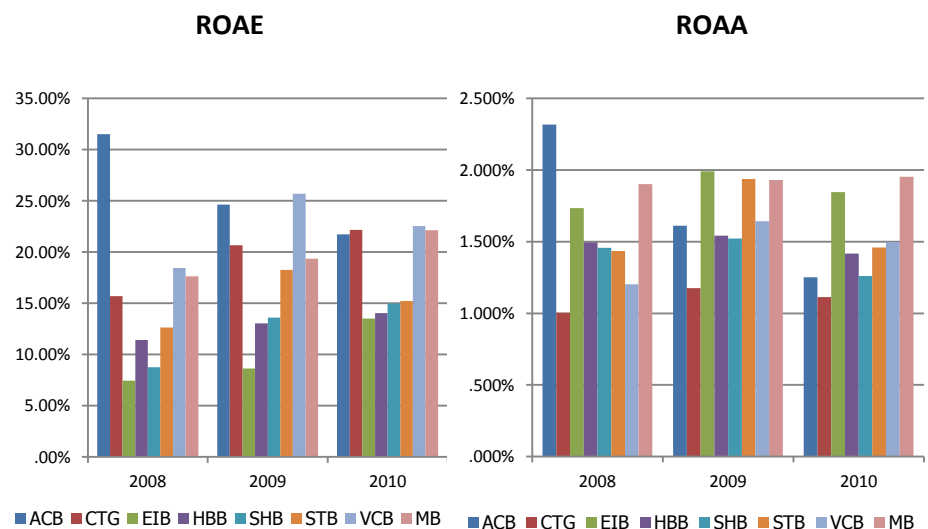
So sánh với một số NHTM có quy mô lớn thuộc nhóm một và nhóm hai được niêm yết, MB đạt được tăng trưởng ở các chỉ tiêu chính ở mức cao và đồng đều hơn. Nhiều chỉ tiêu tăng trưởng của MB đạt mức cao nhất trong số các ngân hàng được so sánh. Cụ thể, tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động và tăng trưởng thu nhập lãi thuần ở mức 57.1%/năm và 77.12%/năm, gấp hơn hai lần so với các NHTM nhóm 1 là VCB, CTG và cao hơn nhiều so với các ngân hàng nhóm hai. Tăng trưởng huy động và tín dụng cũng ở mức cao nhất trong khi tăng trưởng tổng tài sản và lợi nhuận sau thuế chỉ thấp hơn một chút so với EIB và cao hơn nhiều so với các ngân hàng khác.

Tăng trưởng trung bình hàng năm các chỉ tiêu giai đoạn 2007-2010 của các NH.

Chỉ tiêu	VCB	CTG	ACB	STB	EIB	MB
TTS	15.9%	30.3%	33.9%	33.1%	57.3%	54.7%
Cho vay KH	21.9%	32.1%	39.8%	32.4%	49.7%	61.4%
Tiền gửi KH	13.1%	22.3%	24.6%	21.0%	36.4%	54.6%
VĐL	35.8%	23.9%	52.8%	34.9%	29.3%	54.0%
Tổng thu nhập HĐ	26.0%	30.6%	22.0%	27.5%	53.4%	57.1%
Thu nhập lãi thuần	25.9%	37.2%	47.0%	50.0%	61.5%	77.1%
Thu nhập phí thuần	33.1%	62.5%	45.0%	80.8%	87.3%	45.3%
LNST	20.5%	43.6%	9.9%	11.7%	57.6%	52.5%

Nguồn: TLS tổng hợp

### Hiệu quả kinh doanh thể hiện qua các chỉ tiêu tài chính.



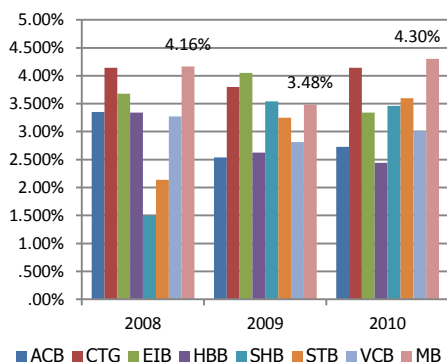
Nguồn: TLS tổng hợp

ROE, ROA đứng ở mức cao: Với chiến lược sử dụng vốn hợp lý để sinh lợi cùng với bộ máy quản lý và điều hành linh hoạt, MB đã đạt được kết quả kinh doanh khá tốt với các chỉ tiêu tài chính ở mức cao. Hiệu quả hoạt động thể hiện qua các chỉ số ROAE, ROAA của MB đứng ở mức cao qua các năm, nằm trong nhóm các ngân hàng có chỉ số ROE, ROA cao nhất trong ngành bao gồm ACB, CTG, VCB.

ROAE có xu hướng tăng nhẹ qua các năm. Năm 2010 ROAE đứng ở mức 22.13%. Chỉ tiêu ROAA của MB cũng ổn định ở mức cao qua các năm và đặc biệt đạt cao nhất so với các ngân hàng so sánh trong năm 2010. ROAA của MB trong năm 2010 đạt 1.95%.

### Tỷ lệ lãi biên (NIM) khá cao so với các ngân hàng khác

**Tỷ lệ lãi biên (NIM)**



Nguồn: TLS tổng hợp.

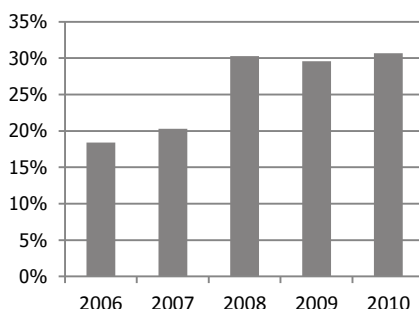
- Sau gần 17 năm hoạt động, MB đã thiết lập được uy tín và thương hiệu trên thị trường với mạng lưới và hệ thống khách hàng tương đối lớn
- MB có quan hệ truyền thống với các doanh nghiệp quân đội khá chặt chẽ
- Các cổ đông lớn của MB là các khách hàng có tiềm năng hợp tác tốt (Viettel, Tân Cảng, Tổng Công ty Trục Thăng, Công ty 28,...).

Vì vậy, trong thời gian qua mặc dù thị trường, nền kinh tế nói chung có nhiều khó khăn nhưng MB vẫn duy trì, thu hút được 1 nguồn vốn huy động khá tốt, ổn định với chi phí khá thấp. Đây là lợi thế giúp cho MB có 1 tỷ lệ NIM khá cao qua các năm và so với các NH khác (ngoài ra cơ chế cho vay theo lãi suất thỏa thuận cũng là nguyên nhân giúp gia tăng thu nhập lãi và NIM).

### Chi phí hoạt động kiểm soát ở mức thấp

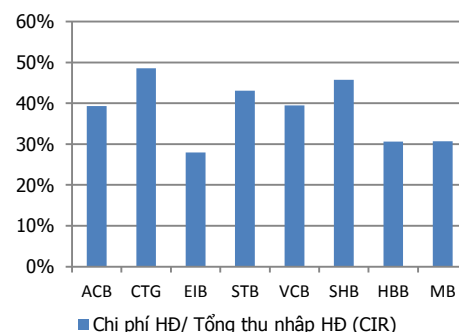
Với chính sách quản lý chi phí hợp lý, tỷ trọng chi phí hoạt động/thu nhập của MB luôn duy trì ở mức thấp so với các ngân hàng có cùng quy mô tài sản và tốc độ tăng trưởng và khá thấp hơn so với trung bình ngành. Tỷ trọng này có tăng nhẹ trong vòng 5 năm qua từ mức 18.4% năm 2006 lên 30.7% năm 2010 do ngân hàng tập trung vào phát triển theo chiều rộng, cao hơn so với Eximbank ở mức 27.9%, tuy nhiên so với các ngân hàng khác vẫn ở mức thấp hơn tương đối

**Chi phí HĐ/Thu nhập HĐ của MB**



Nguồn: BCTC của MB.

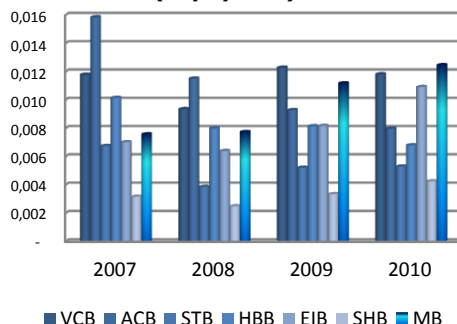
**Chi phí HĐ/Thu nhập HĐ của các NH**



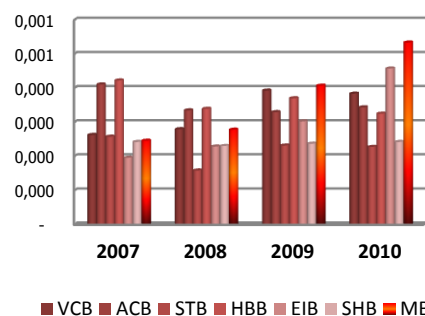
Nguồn: BCTC các NH năm 2010, TLS tổng hợp

### Hiệu quả hoạt động tính trên từng chi nhánh và nhân viên cao hơn các ngân hàng khác

**Số sánh lợi nhuận/chi nhánh  
(Đơn vị: tỷ VND)**

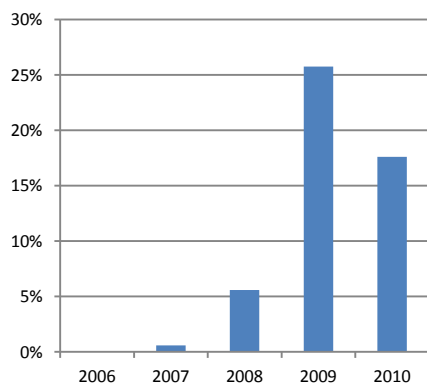


**Số sánh lợi nhuận/nhân viên  
(Đơn vị: tỷ VND)**



Nguồn: TLS tổng hợp

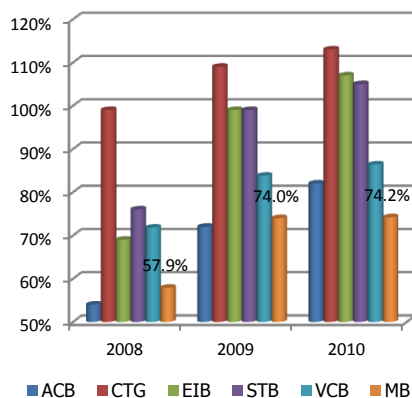
### Sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn



■ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn

Nguồn: MB

### LDR các NH



■ ACB ■ CTG ■ EIB ■ STB ■ VCB ■ MB

Nguồn: TLS tổng hợp

Hiệu quả hoạt động thể hiện qua các chỉ số này trong các năm trước không có nhiều nổi bật, tuy nhiên trong hai năm trở lại đây, các chỉ số này tăng cao rõ rệt so với các ngân hàng khác, đặc biệt trong năm 2010, cao hơn hẳn so với các ngân hàng tên tuổi lớn khác như VCB, ACB... Trong các năm tới, với kế hoạch tiếp tục phát triển theo cả chiều rộng và chiều sâu, chúng tôi cho rằng MB vẫn sẽ đạt được các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động khả quan.

**MB chú trọng công tác quản trị rủi ro và tiềm năng tăng trưởng tín dụng của MB còn lớn.** MB tuân thủ chặt chẽ các quy định đảm bảo an toàn hoạt động theo yêu cầu của NHNN. Năm 2009 hệ số CAR của MB là 12% cao hơn nhiều so với mức yêu cầu 8%. Năm 2010 hệ số CAR của MB ở mức 11.6% vẫn cao hơn nhiều so với quy định mới ở mức 9%. Để đảm bảo độ an toàn hoạt động cũng như chuẩn bị cho các cơ hội phát triển MB có kế hoạch tiếp tục tăng vốn điều lệ lên 10,000 tỷ đồng trong thời gian tới. Hệ số an toàn vốn được kỳ vọng tiếp tục cải thiện.

MB cũng chú trọng quản trị rủi ro thanh khoản, tỷ lệ vốn ngắn hạn và cho vay trung và dài hạn trong các năm 2008 trở về trước rất thấp. Năm 2009 MB đẩy mạnh cho vay theo chương trình hỗ trợ lãi suất của chính phủ, tuy nhiên vẫn thấp hơn tỷ lệ theo yêu cầu của NHNN ở mức 30%. Năm 2010 tỷ lệ này giảm xuống còn 17.62%.

Tỷ lệ cho vay khách hàng trên huy động khách hàng (LDR) của MB cũng ở mức thấp. Năm 2008 tỷ lệ này chỉ ở mức 58%. Năm 2009 và 2010 MB đẩy mạnh cho vay dẫn đến tỷ lệ này tăng lên mức 74%. Tuy vậy tỷ lệ LDR của MB vẫn thấp hơn nhiều so với các NH TMCP khác. Đặc biệt năm 2010 LDR của MB thấp nhất trong số 5 ngân hàng TMCP có mô lớn niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Điều này phần nào phản ánh MB chú trọng quản trị rủi ro thanh khoản cũng như có chính sách tăng trưởng tín dụng thận trọng. Thể hiện qua định hướng phát triển tín dụng của MB là "Tăng trưởng có chọn lọc gắn với quản lý chất lượng", việc thẩm định, lựa chọn khách hàng vay vốn được thực hiện theo nguyên tắc thận trọng, thực hiện quản lý chặt chẽ phương án vay vốn, nguồn trả nợ của Khách hàng để hạn chế rủi ro phát sinh.

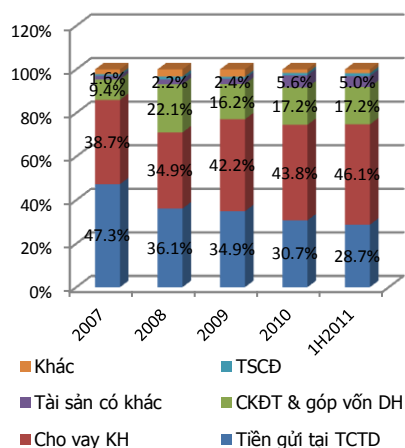
Đến 1H2011, LDR của MB vẫn duy trì ở mức 74.4%, không tính đến ảnh hưởng của quy định mức tăng trưởng tín dụng trần của NHNN, tiềm năng tăng trưởng tín dụng của MB trong các năm tới vẫn còn rất lớn.



## Phân tích báo cáo tài chính

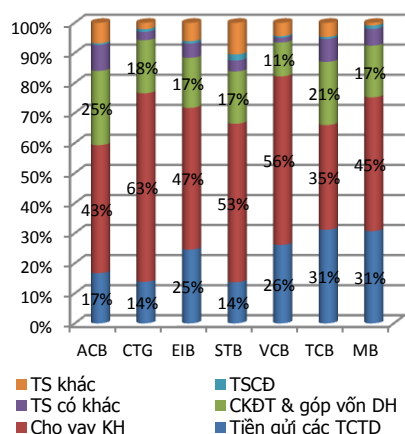
### Tài sản

#### Cơ cấu tài sản của MB qua các năm



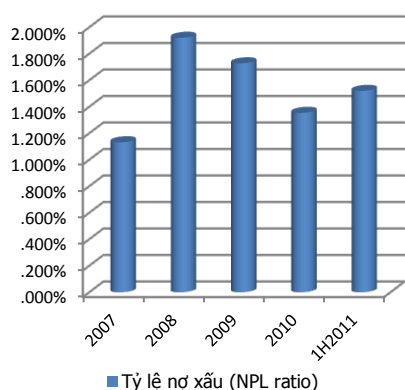
Nguồn: BCTC MB

#### Cơ cấu tài sản của các NH năm 2010



Nguồn: BCTC các NH năm 2010

#### Tỷ lệ nợ xấu

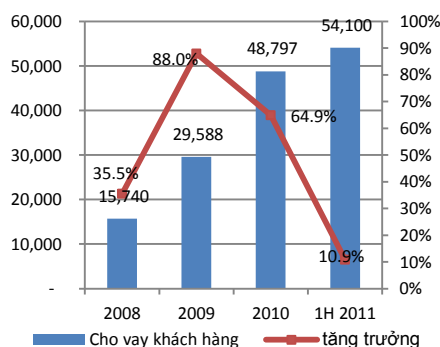


Nguồn: BCTC MB

**Cho vay khách hàng** chiếm tỷ lệ cao nhất trong cơ cấu tài sản và có xu hướng tăng qua các năm. Năm 2008 tỷ lệ này chỉ chiếm 35% trong tổng tài sản, năm 2009 đạt 42.2% tổng tài sản và cũng là năm đánh dấu sự phát triển vượt bậc về tăng trưởng tín dụng. Đến cuối quý 2 năm 2011 tỷ lệ này tiếp tục tăng trưởng lên 46.1%.

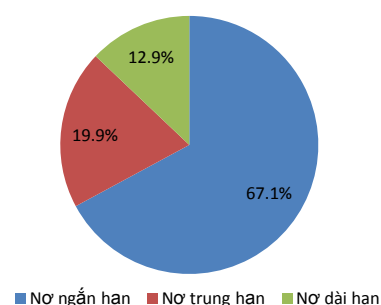
Mặc dầu vậy, xét trên cơ cấu tín dụng trên tổng tài sản trong báo cáo tài chính của các ngân hàng trong năm 2010, tỷ lệ cho vay khách hàng của MB vẫn ở mức tương đối thấp so với các ngân hàng khác. Tỷ lệ này đối với các ngân hàng lớn như VCB là 56%, CTG là 63%, STB là 53%. Cùng với ACB và TCB, MB có tỷ trọng cho vay KH/TTS ở mức tương đối thấp.

#### Tín dụng và tăng trưởng



Nguồn: BCTC MB,

#### Cơ cấu dư nợ cho vay KH



Nguồn: BCTC MB 1H 2011

Trong những năm vừa qua MB có mức tăng trưởng tín dụng cao với số dư cho vay khách hàng tăng mạnh từ 15,740 tỷ năm 2008 lên đến 54,100 tỷ vào cuối quý 2 2011. Tăng trưởng tín dụng đạt mức cao trong hai năm 2009 và 2010, cao hơn 2 lần so với mức tăng trưởng tín dụng toàn ngành. Tuy nhiên trong năm 2011 MB đã phải điều chỉnh lại kế hoạch tăng trưởng tín dụng để phù hợp với mức tăng trưởng tín dụng trần do NHNN quy định. Trong nửa đầu năm, tăng trưởng tín dụng của tập đoàn chỉ ở mức 10.9%.

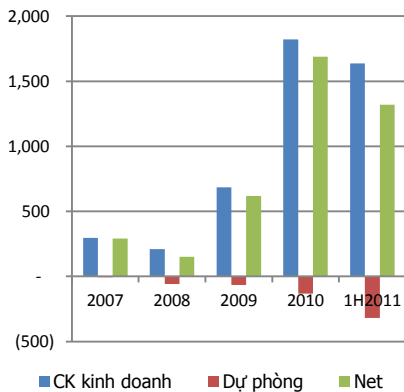
Danh mục tín dụng của MB luôn được kiểm soát chặt chẽ. Thực tế trong nhiều năm qua, MB đã duy trì được chất lượng danh mục tín dụng tốt, kiểm soát nợ xấu chặt chẽ, luôn duy trì tỷ lệ nợ xấu (NPL) dưới 1.90%. Tỷ lệ nợ xấu của MB ở mức trung bình thấp so với tỷ lệ nợ xấu của ngành và có xu hướng giảm từ năm 2008. Tỷ lệ nợ xấu năm 2010 của riêng MB là 1.35% (hợp nhất là 1.26%).

Trong khoảng thời gian đầu năm, do tình hình kinh tế vĩ mô trong nước và thế giới gặp nhiều khó khăn đã ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khách hàng, tỷ lệ nợ xấu của toàn ngành ngân hàng đang có xu hướng tăng. Tỷ lệ nợ xấu của ngành tăng khá mạnh từ mức 2.16% vào cuối năm 2010 lên mức 3.04% vào cuối tháng 7 2011. Tỷ lệ này của riêng MB tăng nhẹ lên mức 1.52% vào 30/6/2011 và 1.66% vào cuối tháng 8 2011.

Đến thời điểm 31/8 MB còn 521 tỷ đồng số dư đầu tư trái phiếu và 274 tỷ đồng số dư bảo lãnh cho Vinashin. Hiện tại MB đang cùng với chính phủ và Vinashin phối hợp tìm giải pháp thu hồi nợ. Trên quan điểm quản trị rủi ro và thận trọng MB cũng chủ động trích dự phòng cho các khoản tín dụng của Vinashin. Đối với khoản cam kết ngoại bảng MB thực hiện trích lập dự phòng chung theo tỷ lệ quy định là 0.75%.

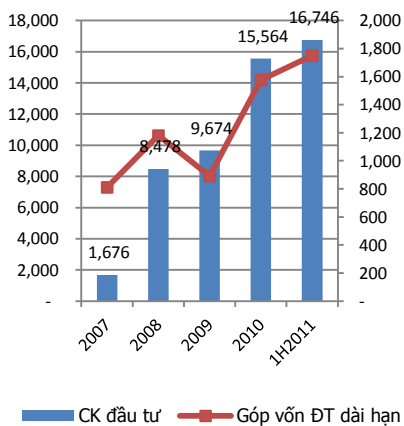
**Tiền gửi và cho vay tại các ngân hàng khác** Một phần lớn tài sản của MB nằm ở mục tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng, chiếm khoảng 30.7% tổng tài sản của tập đoàn MB trong năm 2010 và giảm xuống còn 28.7% vào giữa năm 2011.

### Chứng khoán kinh doanh



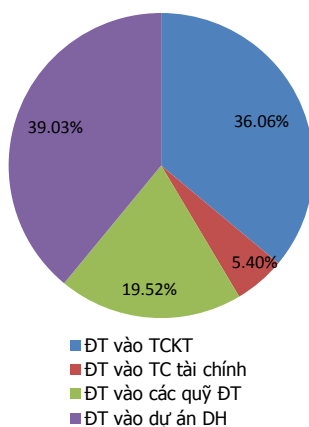
Nguồn: BCTC MB

### CK đầu tư & góp vốn DH



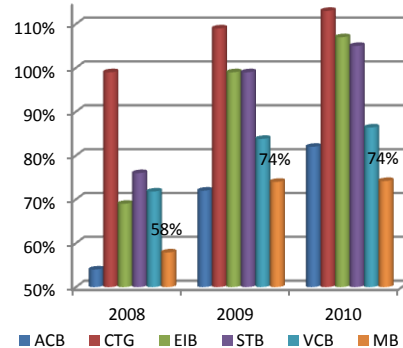
Nguồn: BCTC MB, TLS tổng hợp

### Cơ cấu góp vốn dài hạn



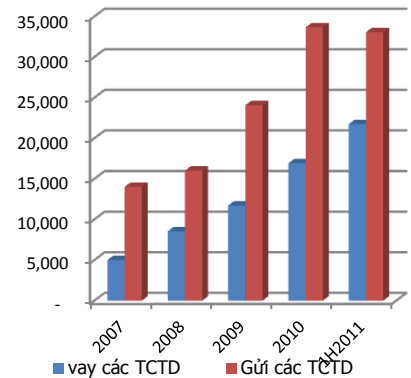
Nguồn: BCTC 1H 2011 MB

### Tỷ lệ Cho vay KH/huy động KH



Nguồn: BCTC các NH, TLS tổng hợp

### Huy động và vay TCTD



Nguồn: BCTC MB

MB có hoạt động khá mạnh trên thị trường liên ngân hàng và luôn là ngân hàng cho vay ròng trên thị trường này kể cả các thời điểm khó khăn thanh khoản của cả hệ thống. Đặc biệt năm 2009, 2010 tăng trưởng cho vay trên thị trường hai của MB đạt 50% và 40% tương ứng. Việc kinh doanh trên thị trường liên ngân hàng vừa là nơi dự trữ thanh khoản, vừa mang lại khoản thu nhập đáng kể với rủi ro thấp, đặc biệt trong điều kiện thị trường năm 2010 và đầu năm 2011, cạnh tranh về huy động đã khiến nhiều ngân hàng nhỏ gặp rủi ro thanh khoản, nhu cầu vay trên thị trường hai tăng cao, đẩy lãi suất liên ngân hàng lên khá cao. Năm 2010 lợi nhuận từ hoạt động liên ngân hàng tiếp tục đạt mức cao với 411.6 tỷ đồng tăng trưởng 161% so với năm 2009. Nửa đầu năm 2011 cho vay trên thị trường liên ngân hàng của MB giảm nhẹ phù hợp với chiến lược đa dạng hóa nguồn thu nhập và giảm tỷ trọng tài sản và rủi ro ở thị trường này để tìm kiếm các tài sản khác có mức sinh lời cao mà vẫn có thanh khoản tốt.

**Đầu tư chứng khoán và góp vốn:** Trong năm 2010 và nửa đầu năm 2011, tỷ lệ tài sản của MB dành cho chứng khoán đầu tư, chứng khoán kinh doanh và góp vốn đầu tư dài hạn chiếm 17.2% tổng tài sản của MB. Trong đó, chứng khoán đầu tư chiếm tỷ trọng cao nhất với 14.2% tổng tài sản năm 2010 và tăng nhẹ lên 14.54% vào giữa năm 2011. Chứng khoán giữ đến ngày đáo hạn đến thời điểm giữa năm 2011 là 9187.7 tỷ đồng giảm so với thời điểm đầu năm là 10,158.9 tỷ đồng.

Trong nửa đầu năm 2011 số dư chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán của MB đã tăng mạnh, từ 5542.7 tỷ đồng lên 8001.8 tỷ đồng trong đó 8.85% là chứng khoán vốn, 69.7% là trái phiếu chính phủ, 9.1% vào trái phiếu TCTD, còn lại là trái phiếu doanh nghiệp.

Chúng tôi tổng hợp lại số liệu chứng khoán đầu tư theo mức độ rủi ro công cụ tài chính như sau:

Đơn vị: triệu đồng	1H2011	tỷ trọng	2010	tỷ trọng
Trái phiếu CP	9,793,691	57.0%	8,293,881	52.8%
Trái phiếu TCTD	3,876,309	22.6%	3,676,775	23.4%
Trái phiếu DN	2,811,332	16.4%	3,121,975	19.9%
Chứng khoán	708,191	4.1%	609,031	3.9%
Tổng	17,189,523		15,701,662	
Dự phòng giảm giá CKĐT	(443,745)		(138,138)	
Net	16,745,778		15,563,524	



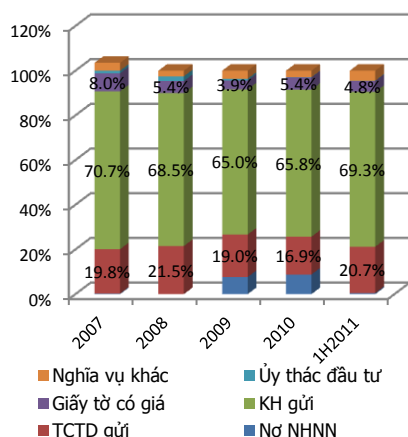
Trái phiếu chính phủ được mua khá mạnh trong nửa đầu năm 2011 trong khi trái phiếu doanh nghiệp giảm nhẹ là hai thay đổi chủ yếu trong cơ cấu danh mục chứng khoán đầu tư. Cơ cấu chứng khoán đầu tư của MB giúp MB vừa gia tăng thu nhập từ lãi vừa giúp MB chủ động bảo đảm thanh khoản đáp ứng các yêu cầu quản trị theo các thông lệ an toàn hoạt động ngân hàng.

Chứng khoán kinh doanh: Tài sản chứng khoán kinh doanh có tăng trưởng mạnh trong hai năm 2009 và 2010. Tại thời điểm cuối năm 2010, giá trị vốn đầu tư danh mục chứng khoán kinh doanh là 1,821 tỷ đồng.

Góp vốn, đầu tư dài hạn: Tài sản là các khoản góp vốn đầu tư dài hạn của MB chiếm khoảng 1.52% tổng tài sản của MB đến thời điểm giữa năm 2011. Tài sản góp vốn đầu tư dài hạn tăng trưởng không đồng đều qua các năm, giảm nhẹ trong năm 2009 và lại tăng mạnh trong 2010. Ngoài việc đầu tư vào các tổ chức kinh tế tài chính, MB cũng chú trọng đầu tư vào các dự án có tiềm năng mang lại thu nhập tốt, đến giữa 1H2011 MB đã đầu tư 665.4 tỷ đồng vào các dự án đầu tư dài hạn tương đương 39% tổng giá trị góp vốn, đầu tư dài hạn.

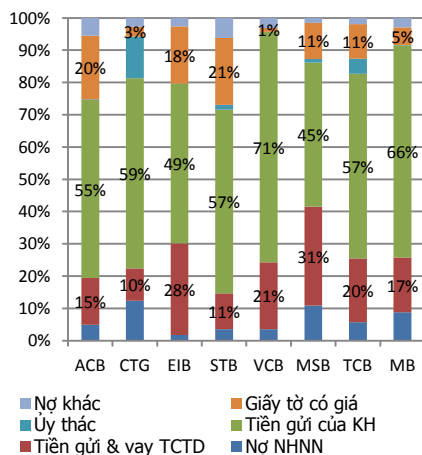
**TSCĐ:** Trong những năm gần đây, đặc biệt năm 2010 MB đã đầu tư mạnh vào tài sản cố định, tăng năng lực kinh doanh dài hạn, tài sản cố định của MB năm 2010 đã tăng 96.4% lên mức 1,223 tỷ đồng. Hiện tại MB đang triển khai mở rộng khai thác khu vực miền trung và miền nam, việc tăng cường đầu tư vào tài sản cố định, nâng cấp các phần mềm, công nghệ và mở rộng mạng lưới đòi hỏi MB phải tiếp tục tăng cường đầu tư. Theo kế hoạch tăng vốn mới của MB, 28.5% số vốn mới có thể được sử dụng để tăng cường đầu tư vào trụ sở giao dịch, phần mềm, công nghệ và trang thiết bị. Đến thời điểm hiện tại TSCĐ chiếm khoảng 1.27% tổng tài sản của MB.

### Cơ cấu nguồn huy động

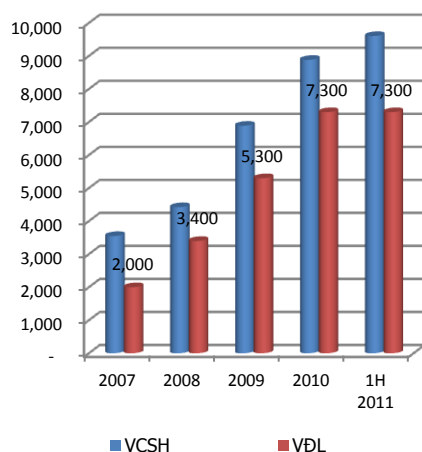


Nguồn: BCTC MB

### Cơ cấu nguồn huy động của các NH năm 2010



Nguồn: BCTC các NH 2010



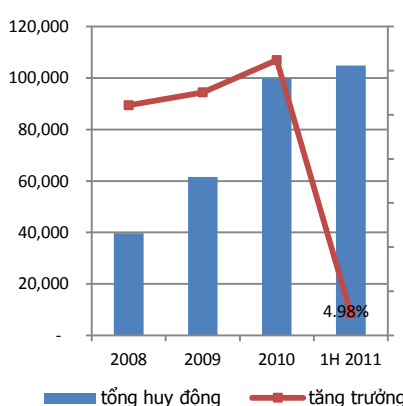
### Nguồn vốn:

MB có một cơ cấu nguồn huy động tương đối ổn định. Huy động từ khách hàng là nguồn huy động lõi và có tính chất ổn định nhất, chiếm tỷ trọng chi phối tổng nguồn huy động của MB. Đến cuối 2010 tỷ lệ huy động từ khách hàng trên tổng huy động là 65.8%. Tuy nhiên tỷ lệ này tiếp tục được cải thiện và tăng lên 69.3% vào giữa năm 2011. Trong cơ cấu huy động từ khách hàng, huy động từ các tổ chức kinh tế chiếm tỷ trọng 60.4%, còn lại là huy động từ cá nhân.

So sánh với các NH có quy mô lớn tỷ lệ tiền gửi của KH/ tổng nguồn huy động năm 2010 của MB ở mức cao, chỉ đứng sau VCB và cao hơn khá nhiều so với các NHTMCP khác.

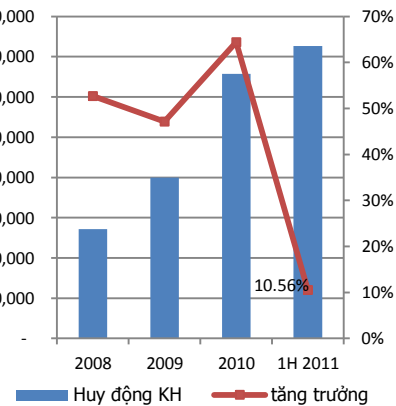
Huy động từ thị trường hai chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu huy động của MB, trung bình dao động quanh mức 19%.

### Tổng nguồn huy động



Nguồn: BCTC MB

### Huy động khách hàng

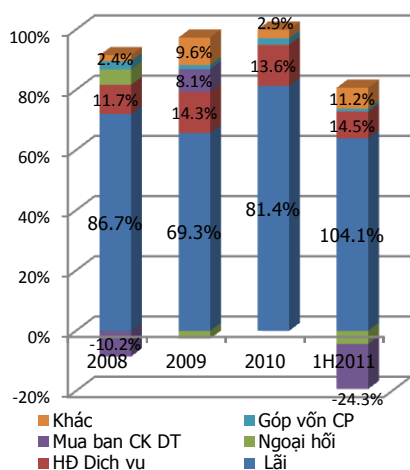


Nguồn: BCTC MB

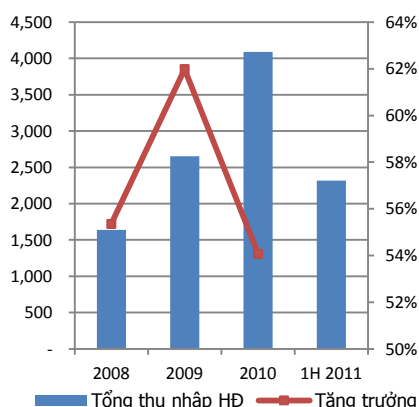
Tăng trưởng tổng nguồn huy động và huy động từ khách hàng của MB từ năm 2007-2010 ở mức cao, trung bình hàng năm tăng trưởng 56.5% và 54.6% tương ứng.

Tốc độ tăng trưởng này đã giảm mạnh trong nửa đầu năm 2011 dưới tác động của chính sách tiền tệ thắt chặt và tăng trưởng cung tiền nửa đầu năm ở mức rất thấp. Mặc dầu vậy huy động khách hàng của MB vẫn đạt kết quả tương đối khả quan so với các ngân hàng khác với mức tăng trưởng 10.6%, tổng huy động tăng trưởng 5%.

Cùng với mức tăng trưởng cao của Tổng tài sản, Vốn chủ sở hữu và vốn điều lệ cũng có mức tăng mạnh tương ứng. Vốn điều lệ của MB năm 2007 chỉ là 2000 tỷ đồng, đến hết 2010 vốn điều lệ đã đạt 7,300 tỷ. Năm 2011 công ty đặt kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 10,000 tỷ qua hai đợt phát hành. Do tình hình thị trường tài chính khó khăn trong nửa đầu năm 2011, đồng thời với việc hoàn thiện các thủ tục niêm yết chứng khoán tại Sở giao dịch Chứng khoán HCM, cho nên đến cuối quý hai MB vẫn chưa thực hiện tăng vốn và dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục theo các quyết định của đại hội đồng cổ đông năm 2011.

**Cơ cấu thu nhập**

Nguồn: BCTC MB

**Tổng TN HĐ**

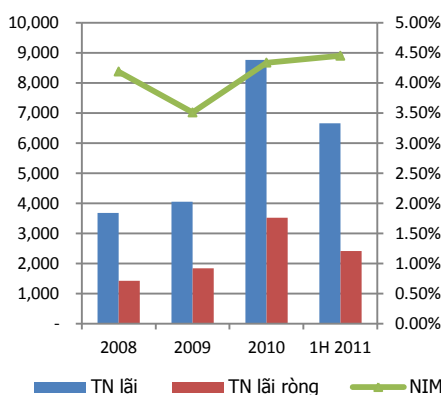
Nguồn: BCTC các NH

**Phân tích KQHĐ KD**

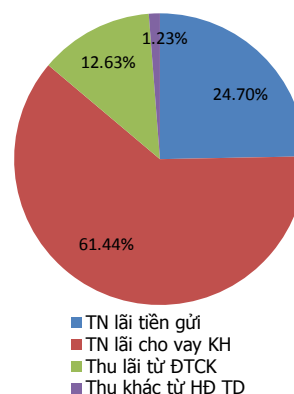
Tăng trưởng trung bình tổng thu nhập hoạt động giai đoạn 2007-2010 đứng ở mức cao, đạt 57.1%/năm. Năm 2010 tổng thu nhập hoạt động đạt 4,088 tỷ đồng, tăng trưởng 54% so với năm 2009. Thu nhập từ lãi vẫn luôn chiếm tỷ trọng chủ đạo, đạt 81.4% tổng thu nhập hoạt động, thu nhập từ phí cũng có mức tăng trưởng tốt và chiếm 13.6% tổng thu nhập hoạt động.

Trong nửa đầu năm 2011 tổng thu nhập hoạt động của tập đoàn MB đạt 2,315 tỷ đồng, bằng 56.6% cả năm 2010. Đặc biệt thu nhập lãi và thu nhập lãi thuần có tăng trưởng đáng kể, bằng 76.0% và 68.5% tương ứng so với cả năm 2010.

Trong tổng thu nhập lãi, thu nhập lãi cho vay khách hàng chiếm 61.4%, thu nhập lãi tiền gửi chiếm gần 25%. Trong thu nhập lãi của MB, thu nhập lãi từ thị trường 2 cũng chiếm tỷ trọng đáng kể.

**Thu nhập lãi và NIM**

Nguồn: BCTC MB

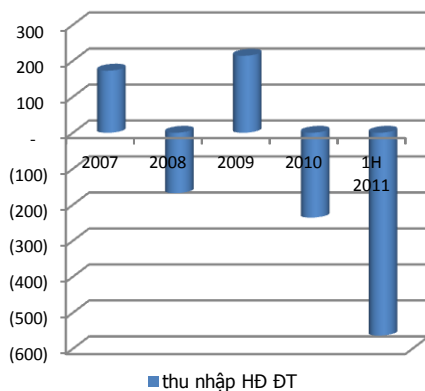
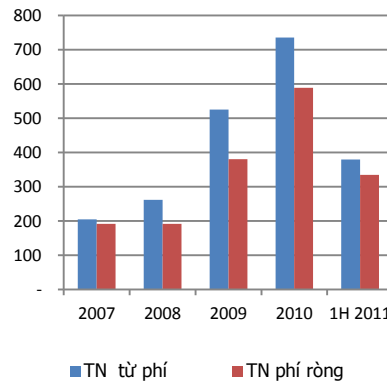
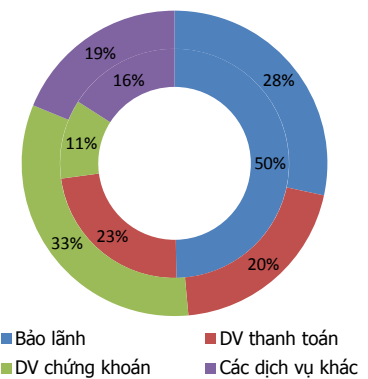
**Cơ cấu thu nhập lãi**

Nguồn: BCTC MB 1H 2011

NIM của MB duy trì ở mức cao qua các năm, dao động xung quanh mức 4%. Năm 2010 NIM theo tính toán dựa trên BCTC của MB đạt 4.34%. Nửa đầu năm 2011, NIM có khả năng tiếp tục cải thiện nhẹ, thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần của MB.

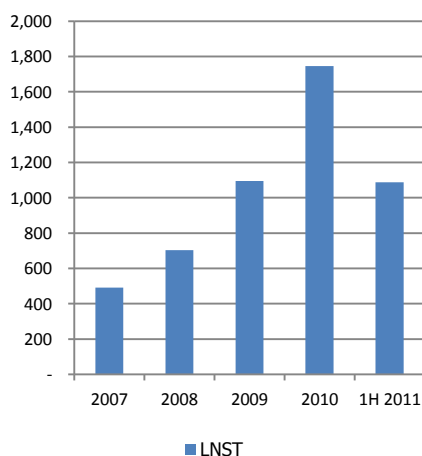
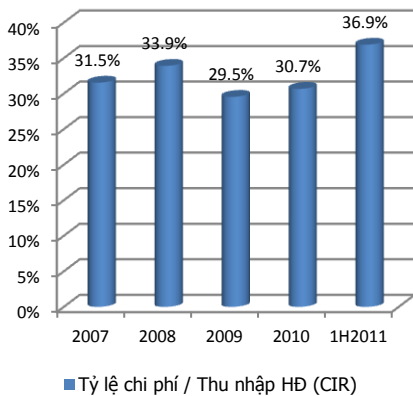
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ cũng có mức tăng trưởng mạnh góp phần gia tăng tổng thu nhập của MB. Đặc biệt trong năm 2009 2010, tăng trưởng lãi thuần hoạt động dịch vụ của MB đạt 99.1% và 54.7% tương ứng.

Nửa đầu năm 2011, hoạt động dịch vụ vẫn tiếp tục có tăng trưởng khá trong bối cảnh tăng trưởng nền kinh tế đang chậm dần lại, bằng 56.8% cả năm 2010. Dịch vụ bảo lãnh có mức tăng trưởng mạnh khi thu nhập từ mảng này trong nửa đầu năm đạt 188.9 tỷ đồng, bằng 90.56% cả năm 2010, và chiếm 50% tổng thu nhập từ phí của MB trong nửa đầu năm 2011. Hoạt động thanh toán tiếp tục tăng trưởng tốt với thu nhập bằng 59.2% cả năm 2010. Tuy nhiên doanh thu dịch vụ từ hoạt động chứng khoán giảm mạnh do thị trường chứng khoán trở nên ảm đạm và dòng tiền vào thị trường rất yếu trong nửa đầu năm 2011. Tỷ trọng thu nhập từ dịch vụ chứng khoán đã giảm mạnh từ mức 33% tổng thu nhập từ phí trong năm 2011 xuống còn 11% trong nửa đầu năm nay.

**Thu nhập hoạt động đầu tư****Thu nhập từ phí****Cơ cấu thu nhập từ phí**

Nguồn: BCTC MB

Nguồn: BCTC MB 2010 &amp; 1H 2011

**Tỷ lệ chi phí / Thu nhập HĐ**

Hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư là hoạt động kinh doanh chứa đựng nhiều rủi ro, nhạy cảm với diễn biến thị trường. Các năm 2007 và 2009 khi nền kinh tế tăng trưởng tốt và thị trường chứng khoán khởi sắc MB ghi nhận thu nhập Lãi lớn từ hoạt động này, trong khi ngược lại năm 2008 và 2010 nền kinh tế thế giới và trong nước suy thoái, ngân hàng phải ghi nhận lỗ.

Nửa đầu năm 2011 là giai đoạn khó khăn của cả nền kinh tế nói chung và thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán nói riêng. Nhận định khó khăn thị trường CK còn kéo dài, MB đã thực hiện bán ròng chứng khoán kinh doanh, giảm Giá trị Danh mục ở mức 183 tỷ VND, ghi nhận khoản lỗ 65.8 tỷ đồng, nhưng đồng thời thực hiện Trích lập Dự phòng GGCK kinh doanh đầy đủ trên quan điểm thận trọng

Trong nửa đầu năm 2011, MB đã trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán vốn và chứng khoán nợ ở mức 497.5 tỷ đồng, trong đó trích lập 230 tỷ đồng dự phòng cho khoản đầu tư trái phiếu của Vinashin trị giá 350 tỷ đồng mặc dù các khoản đầu tư này chưa đến hạn (250 tỷ đồng đến hạn vào 12/2011, 50 tỷ đồng đến hạn vào 11/2012 và 50 tỷ đồng đến hạn vào 2017). Mặc dù MB cùng Vinashin và Chính Phủ vẫn đang trong quá trình tìm giải pháp để tái cơ cấu doanh nghiệp. Việc trích lập dự phòng sớm này thể hiện quan điểm thận trọng của MB. Số dư trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư trái phiếu vào Vinashin đến thời điểm 30/6/2011 là 305 tỷ đồng, đến 31/8/2011 MB tiếp tục trích lập dự phòng thêm, nâng số dư trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư ngày là 327.5 tỷ đồng. Đối với các khoản đầu tư chứng khoán vốn, Ngân hàng cũng trích lập đầy đủ và phù hợp với tình hình hiện tại.

Kết quả hoạt động đầu tư này đã kéo tổng thu nhập hoạt động của MB trong 1H 2011 giảm xuống, do đó ảnh hưởng đến các chỉ số hiệu quả hoạt động của MB.

Tỷ lệ chi phí hoạt động trên thu nhập hoạt động của MB dao động quanh mức 32%, mức thấp so với các NHTMCP khác, tuy nhiên tỷ lệ này tăng nhẹ trong nửa đầu năm 2011 do tăng trưởng của chi phí hoạt động lớn hơn tăng trưởng của thu nhập hoạt động.

Trong giai đoạn 2007-2010 MB đạt được những tăng trưởng mạnh mẽ về tổng tài sản, tín dụng cũng như Vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của MB luôn giữ được nhịp cùng với các mục tiêu tăng trưởng khác. Tăng trưởng trung bình lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2007-2010 của MB ở mức 52.5%. Đến 2010 LNST của MB đạt 1,745.17 tỷ đồng. Nửa đầu năm 2011 LNST hợp nhất của MB có mức tăng trưởng nhẹ và đạt 860.05 tỷ đồng.

**ĐỊNH GIÁ**

Với tăng trưởng hoạt động của MB trong năm 2010 và các năm trước tương đối khả quan ở mức khoảng 50%/năm và kế hoạch phát triển theo cả chiều rộng và chiều sâu, chúng tôi tin rằng MB có khả năng đạt được kết quả kinh doanh khả quan trong các năm tới.

Cùng với chính sách kiểm soát lạm phát và khống chế tăng trưởng tín dụng ở mức 20%, MB và các tổ chức tín dụng khác trong hệ thống đều phải điều chỉnh lại chỉ tiêu tăng trưởng, tuy nhiên với chính sách linh hoạt về điều hành lãi suất làm tăng tỷ lệ lãi biên, hứa hẹn một mức thu nhập ròng từ lãi được cải thiện đáng kể. Kết quả kinh doanh đạt được trong nửa đầu năm tương đối khả quan: tăng trưởng tín dụng đạt gần 10.87%, tăng trưởng huy động khách hàng đạt 10.56%. Chúng tôi cho rằng với kết quả này, nửa cuối năm 2011, MB có khả năng kiểm chế tăng trưởng tín dụng chặt hơn để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng cuối năm.

Chúng tôi định giá cổ phiếu ngân hàng tài chính nói chung dựa trên phương pháp P/E và P/B với giả định tăng trưởng chung một số chỉ tiêu của MB ở mức thận trọng trong bối cảnh chính sách tiền tệ ít có khả năng được nới lỏng mạnh mẽ trong các năm tới khi nhiều khả năng NHNN tiếp tục có thể áp dụng các mức tăng trưởng tín dụng trần cho từng nhóm ngân hàng.

**Huy động khách hàng**

Tăng trưởng huy động của MB trong các năm qua ở mức tương đối cao, tăng trưởng trung bình hàng năm giai đoạn 2007-2010 là 54.5%, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành. Năm 2010, tăng trưởng huy động toàn ngành ngân hàng đạt 27.2% trong khi mức tăng trưởng huy động khách hàng của MB là 64.4%. Dựa trên kết quả tăng trưởng huy động khách hàng 6 tháng đầu năm của MB ở mức 10.56% và giả định về mức tăng cung tiền cho nền kinh tế ở mức vừa phải và chính sách ưu tiên cho kiểm chế lạm phát của Chính phủ, tăng trưởng huy động khách hàng của MB được giả định thận trọng ở mức 19% cho năm 2011 và khoảng 22-24% cho các năm tiếp theo.

**Hoạt động tín dụng**

Tăng trưởng tín dụng bị phụ thuộc phần lớn và các chính sách điều tiết của Chính phủ nên thường không đồng đều trong các năm trước. Năm 2010, tăng trưởng tín dụng của MB là 64.9%, cao hơn mức trung bình ngành là 27.65%, và cao hơn so với các ngân hàng khác có cùng quy mô tài sản

Mặc dù đạt được mức tăng trưởng khá cao trong năm 2010 và nửa đầu năm 2011, tín dụng của MB có khả năng tăng trưởng cao nếu không có giới hạn tín dụng trần. Để thận trọng, chúng tôi giữ mức tăng trưởng tín dụng trong năm nay theo như kế hoạch khoảng 20%. Trong năm 2012 NHNN có thể tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt để kiểm chế lạm phát một cách ổn định và đặt mức tăng trưởng tín dụng trần ở mức 15%, chúng tôi do đó giả định thận trọng tăng trưởng tín dụng của MB trong 2012 ở mức 15%. Trong năm 2013 chúng tôi giả định một mức tăng trưởng cao hơn, đạt mức 20% khi lạm phát và nền kinh tế đã ổn định trở lại.

Chúng tôi giả định NIM không có sự biến động mạnh và MB vẫn duy trì được lợi thế NIM cao hơn so với trung bình ngành.

**Hoạt động dịch vụ**

Tăng trưởng từ dịch vụ không đồng đều, năm 2007 tăng trưởng mạnh trong khi năm 2008 giảm nhẹ trong bối cảnh nền kinh tế trong nước và thế giới suy thoái. Tuy nhiên

đến năm 2009 và năm 2010, tăng trưởng lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tiếp tục đạt kết quả khả quan với tỷ lệ 99.1% và 54.7% . Trong nửa đầu năm 2011 mặc dù trong bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn, thu nhập từ mảng này cũng đạt 56.8% so với cả năm 2010. Tỷ trọng thu nhập từ phí trên tổng thu nhập đã tăng từ 13.6% vào cuối năm 2010 lên 14.5% đến giữa năm 2011.

MB kế hoạch tiếp tục tăng tỷ trọng thu nhập từ dịch vụ lên mức 15% trên tổng thu nhập vào năm 2012 và tăng dần lên mức 20% trong các năm tiếp theo.

Chúng tôi không kỳ vọng mức tăng trưởng cao từ dịch vụ trong năm nay do những khó khăn chung của nền kinh tế với giả định tăng trưởng khoảng 15%, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng cho các năm tiếp theo ở mức 25% theo đà phục hồi của nền kinh tế và việc mở rộng hoạt động của MB.

### Đầu tư chứng khoán

Hoạt động đầu tư chứng khoán chịu nhiều ảnh hưởng từ chính sách vĩ mô và các biến động của thị trường. Trong nửa đầu năm 2011, hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư cũng ghi nhận khoản lỗ 65.8 tỷ đồng. Khoản lỗ này là có thể hiểu được trong bối cảnh thị trường chứng khoán đi xuống trong khoảng thời gian nửa đầu năm. Ngoài ra ngân hàng còn trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh là 187.7 tỷ đồng và dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư là 306.75 tỷ đồng, phần lớn trong khoản này dự phòng giảm giá cho chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn cho khoản đầu tư trái phiếu Vinashin. Mức trích lập dự phòng đầu tư tương đối lớn trong 1H2011 kéo tổng thu nhập hoạt động cũng như lợi nhuận của MB đi xuống.

Chúng tôi cho rằng khi lạm phát có xu hướng giảm và NHNN đang cố gắng giảm mức lãi suất trên thị trường, thị trường chứng khoán có khả năng sẽ phục hồi nhẹ, giúp ngân hàng giảm các khoản dự phòng chứng khoán vốn. Do đó giúp cải thiện nhẹ hoạt động đầu tư trong nửa cuối năm 2011. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ mảng này có thể được cải thiện nhiều hơn trong các năm tiếp theo khi lãi suất, lạm phát và thị trường tiền tệ và chứng khoán ổn định hơn trong những năm tới.

### Tỷ lệ nợ xấu và dự phòng

Tỷ lệ nợ xấu của MB được kiểm soát khá tốt, có xu hướng ổn định và giảm dần qua các năm. Tuy nhiên, do những khó khăn vĩ mô và lãi suất cho vay đã được đẩy lên khá cao trên thị trường trong khoảng thời gian đầu năm, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu và trích dự phòng của MB có khả năng sẽ tăng khá mạnh nhưng vẫn được kiểm soát dưới mức mục tiêu 1.90%. Đến 30/06/2011, tỷ lệ nợ xấu hợp nhất của MB là 1.46%, tăng nhẹ so với thời điểm cuối năm 2010. Đến 31/8/2011 tỷ lệ nợ xấu của riêng MB là 1.66%. Chúng tôi giả định nợ xấu năm 2011 có khả năng tiếp tục tăng nhẹ lên 1.90% và giảm nhẹ trong các năm tiếp theo. Chúng tôi giả định tăng tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro tín dụng lên gần 26% để đảm bảo dự phòng đầy đủ.

Kết quả hoạt động của các công ty ảnh hưởng không tốt đến kết quả hoạt động hợp nhất trong nửa đầu năm 2011, thể hiện ở lợi ích cổ đông thiểu số âm 139.2 tỷ đồng trong báo cáo hợp nhất 1H2011 của MB. Cùng với nguyên tắc thiết lập dự phòng thận trọng trên các đầu tư chứng khoán, cùng với đó là những hành động thống nhất của Chính phủ trong việc ổn định kinh tế vĩ mô, chúng tôi kỳ vọng các lợi nhuận của các công ty trong thời gian tới sẽ ổn định và được cải thiện nhằm đóng góp chung vào sự phát triển bền vững của tập đoàn.

### EPS dự phóng

Theo Đại hội cổ đông năm 2011, MB đã có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 10,000 tỷ đồng trong năm nay. Cụ thể, ngân hàng sẽ phát hành 1,700 tỷ đồng cho cổ đông hiện hữu và 1,000 tỷ đồng cho đối tác chiến lược. Việc phát hành thêm có thể được tiến



hành sau thời điểm MB niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán và có thể được thực hiện vào sát thời điểm cuối năm. Chúng tôi do đó giả định nguồn vốn mới này sẽ hỗ trợ chủ yếu các hoạt động kinh doanh của MB từ năm 2012 trong khi đóng góp vào kết quả hoạt động kinh doanh của MB trong năm 2011 là không đáng kể.

Chúng tôi dự phóng EPS năm 2011 sẽ ở mức khoảng 2,660 VND/CP (trên VDL 7300 tỷ đồng), tương ứng với mức LNST khoảng 1,939 tỷ đồng. BVPS forward được xác định trên VDL cũ ở mức 14,770 đồng/CP.

### Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu MB theo phương pháp P/E và P/B, với P/E và P/B so sánh. Chúng tôi tính các chỉ số PE PB forward của 7 ngân hàng TMCP niêm yết.

	Giá @03/10/2011	PE	PB
EIB	16,000	6.72	1.09
STB	14,300	6.65	1.04
ACB	21,500	6.87	1.45
VCB	27,300	10.11	1.92
CTG	25,200	8.69	1.74
HBB	6,900	5.52	0.59
SHB	7,400	6.43	0.67
	Trung bình	7.29	1.22

Nguồn: TLS dự báo

Với quy mô tài sản và hiệu quả hoạt động của MB, chúng tôi cho rằng EIB và STB là hai ngân hàng phù hợp để so sánh khi có quy mô tài sản, hiệu quả hoạt động gần nhất so với MB. Trong khi VCB, CTG, ACB có quy mô tài sản lớn hơn nhiều và HBB, SHB lại có quy mô nhỏ hơn. Chúng tôi do đó sử dụng P/E, P/B trung bình của EIB và STB làm cơ sở định giá niêm yết cho MB.

Với mức P/E ở mức 6.69 và EPS là 2,660, giá hợp lý của MB sẽ là **17,800 đồng/CP**

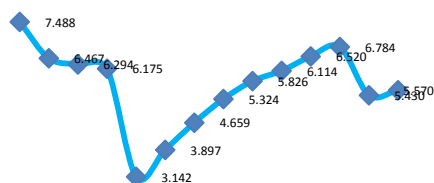
Với P/B ở mức 1.07 và BVPS là 14,770, giá hợp lý của MB sẽ là **15,800 đồng/CP**.

Kết hợp cả hai phương pháp PE, PB với giả định 50/50 cho mỗi phương pháp, chúng tôi kỳ vọng giá hợp lý cổ phiếu MB sẽ ở mức **16,800/CP** sau khi niêm yết. Giá cổ phiếu MB sau khi phát hành trên mệnh giá để tăng vốn điều lệ từ 7300 tỷ đồng lên 9000 tỷ đồng được kỳ vọng sẽ điều chỉnh xuống mức **15,500 đồng/ cổ phiếu**. Việc phát hành cho đối tác chiến lược để tăng VDL lên 10,000 tỷ đồng phụ thuộc vào giá thỏa thuận chưa được xác định tuy nhiên theo chúng tôi sẽ không có nhiều ảnh hưởng đến giá thị trường của MB sau khi phát hành bởi đối tác chiến lược phải nắm giữ dài hạn lượng cổ phiếu sở hữu, đồng thời cũng phải mang lại các giá trị gia tăng vào hoạt động kinh doanh hay quản trị doanh nghiệp, đóng góp vào sự phát triển dài hạn của MB.

## RỦI RO

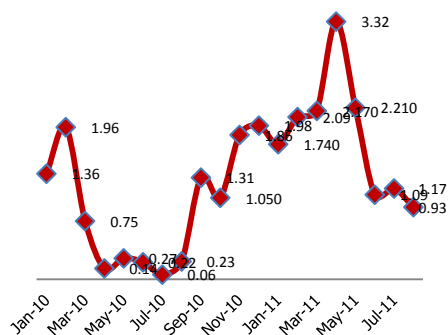
### Rủi ro yếu tố vĩ mô

**Tăng trưởng GDP hàng quý**



08: Q1 Q2 Q3 Q4 09: Q1 Q2 Q3 Q4 10: Q1 Q2 Q3 Q4 11: Q1 Q2

**Tốc độ tăng CPI hàng tháng**



Nguồn: TLS tổng hợp

Ngành tài chính nói chung và ngân hàng nói riêng là ngành sẽ phải chịu rủi ro đầu tiên và trước nhất đối với những thay đổi vĩ mô đến từ Chính phủ và NHNN để điều tiết thị trường. Với lạm phát năm 2010 được đẩy lên quá cao, vượt xa kế hoạch đề ra, tiền đồng mất giá đáng kể so với USD, nền kinh tế rơi vào bất ổn, ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất kinh doanh và đời sống. Năm 2011, với mục tiêu kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế, Chính phủ và NHNN đã thực hiện một loạt các biện pháp thắt chặt tiền tệ, mở đầu là sự ra đời của NQ 01/NQ-CP ngày 24/02/2011. Giải pháp đầu tiên được đề cập là giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng xuống dưới mức 20%/năm, giảm tốc độ tăng trưởng phương tiện thanh toán cả năm xuống 15-16% (thay vì 21-24%).

Thực tế tốc độ tăng trưởng tín dụng và huy động của các ngân hàng trong nửa đầu năm đã được kiểm soát chặt với lãi suất cho vay ở mức cao. Tính đến 8 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng cho nền kinh tế mới chỉ đạt 8.15% so với cuối năm 2010, trong đó dư nợ tín dụng bằng VND tăng 3.94%, dư nợ tín dụng bằng ngoại tệ tăng 23.91% so với 2010

Đến thời điểm hiện tại, mặc dù những rủi ro đối với nền kinh tế vẫn còn như lạm phát vẫn ở mức cao, GDP tăng ở mức thấp, tuy nhiên chúng tôi đánh giá nền kinh tế có khả năng sẽ được cải thiện nhờ một vài tín hiệu lạc quan như: cam kết hạ lãi suất đầu vào ở tối đa 14% của khá nhiều các ngân hàng, lãi suất đầu ra theo đó cũng giảm, vấn đề căng thẳng về tỷ giá được giảm bớt trong một thời gian dài.

Mặc dù vậy, những chỉ tiêu kế hoạch vĩ mô trên đã tác động đáng kể và trực tiếp đến hoạt động của các ngân hàng. Với tăng trưởng tín dụng năm 2010 của toàn ngành ở mức khá cao, của một số ngân hàng TMCP lên đến 40%-50%, năm 2011 các ngân hàng đều phải điều chỉnh lại kế hoạch tăng trưởng tín dụng và đặt mục tiêu ở mức dưới 20%. Điều này đã ảnh hưởng đáng kể đến chỉ tiêu lợi nhuận của các ngân hàng khi tăng trưởng tín dụng thường đóng góp đáng kể vào lợi nhuận hoạt động.

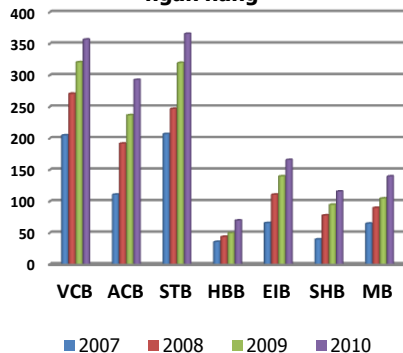
### Rủi ro cạnh tranh giữa các ngân hàng

Năm 2010 và những tháng đầu năm 2011 đánh dấu mốc hoạt động khá sôi động và cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng. Việc NHNN áp trần lãi suất huy động ở mức 14% trong khi thực sự chưa giải bài toán về vốn thanh khoản cho các ngân hàng làm cho áp lực cạnh tranh ngày càng tăng cao, đặc biệt là giữa các ngân hàng nhỏ hơn về quy mô tài sản. Để có thể giữ chân khách hàng và để đảm bảo thanh khoản trong khi vẫn phải đảm bảo theo những quy định của NHNN, các ngân hàng đã phải nghĩ ra nhiều cách thức để "lách luật" như tặng, thưởng tiền, tặng hiện vật, tặng lãi suất...

Tuy nhiên, đến thời điểm giữa năm 2011 cho đến hiện tại, tình hình căng thẳng trong cạnh tranh vốn huy động đã phần nào được hạ nhiệt, lãi suất huy động trên thị trường liên ngân hàng cũng giảm đáng kể.

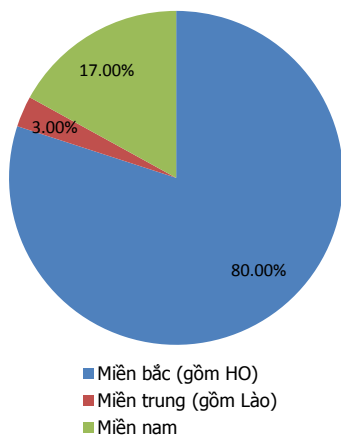
Quy định về vốn điều lệ tối thiểu 3,000 tỷ đồng phải thực hiện sẽ gây áp lực đáng kể lên các ngân hàng nhỏ. Cùng với đó, các ngân hàng lớn cũng tiến hành tăng vốn thêm để đảm bảo quy mô và hiệu quả hoạt động. Như vậy, lượng vốn tăng thêm trong toàn ngành ngân hàng là khá nhiều sẽ dẫn đến việc cạnh tranh mạnh mẽ hơn về thị phần tín dụng và thị phần huy động để đảm bảo sử dụng có hiệu quả nguồn vốn chủ sở hữu.

số lượng chi nhánh của các ngân hàng



Nguồn: TLS tổng hợp

Cơ cấu thu nhập theo vùng



Nguồn: MB

Cùng với quá trình gia nhập WTO, hoạt động của các ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam sẽ ngày càng mở rộng cả về quy mô và hiệu quả. Ngoài 5 ngân hàng 100% vốn ngoại, số chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam hiện đã lên tới con số 40. Nhiều thành viên trong đó đã đồng loạt tăng mạnh vốn được cấp vào cuối năm 2010.

### Rủi ro pha loãng khi tăng vốn mạnh

Ngân hàng Quân đội thông qua đại hội cổ đông về kế hoạch tăng vốn lên 10,000 tỷ đồng (vốn điều lệ cũ là 7,300 tỷ đồng) nhằm nâng cao năng lực tài chính, năng lực hoạt động và khả năng cạnh tranh của MB. Quá trình tăng vốn chia làm hai đợt: tăng thêm 1,700 tỷ đồng thông qua việc chào bán 170,000,000 cổ phiếu; đợt 2 tăng vốn điều lệ thêm 1,000 tỷ đồng thông qua việc chào bán 100,000,000 cổ phiếu cho đối tác chiến lược.

Việc tăng vốn khá mạnh này đã làm nhiều cổ đông băn khoăn do có thể gặp phải rủi ro pha loãng cổ phiếu dẫn đến EPS bị sụt giảm.

### Hệ thống mạng lưới đang phát triển

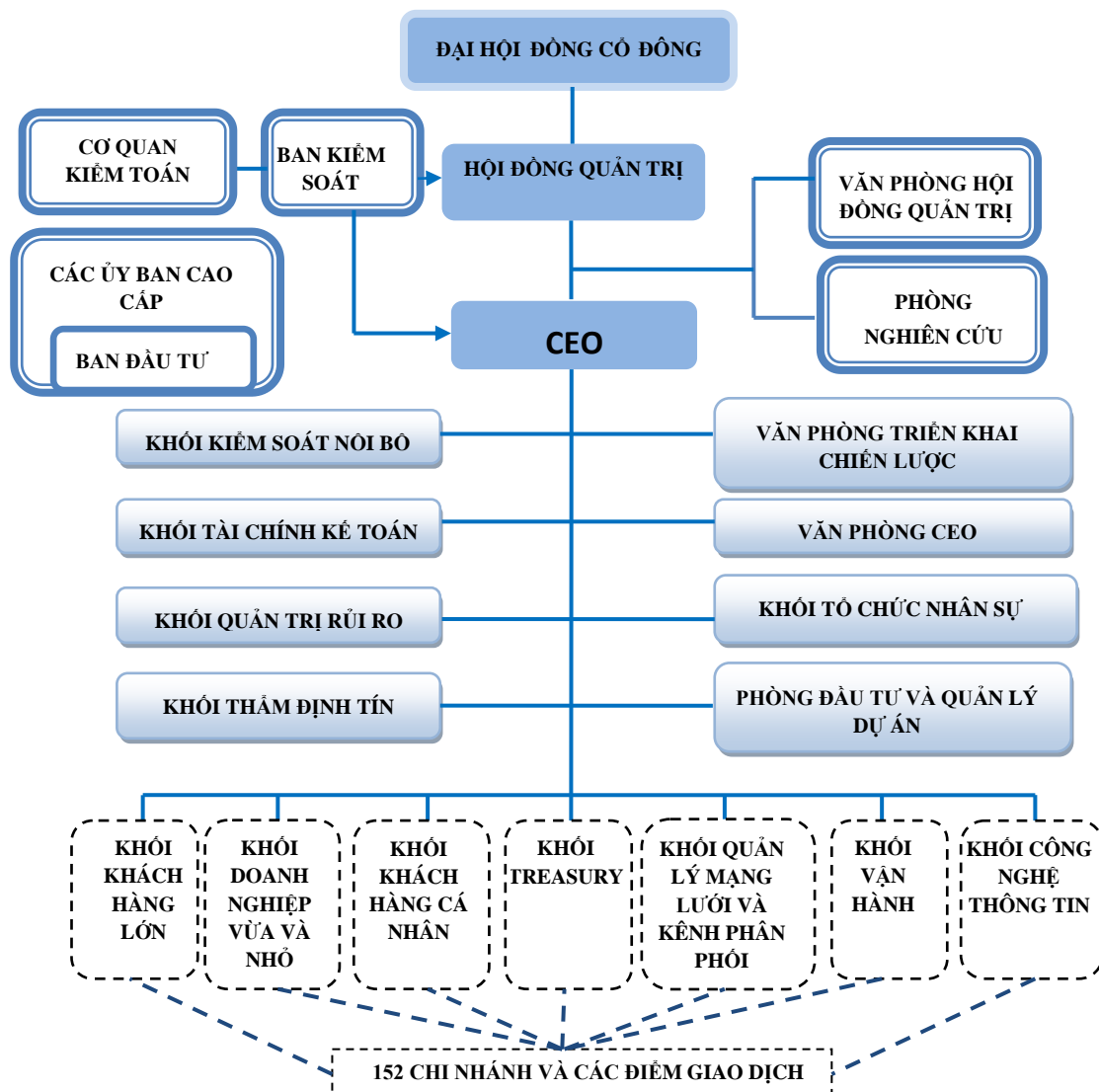
Số lượng chi nhánh của MB vẫn ở mức trung bình so với các ngân hàng nhóm 2 được so sánh đòi hỏi MB phải tiếp tục mở rộng mạng lưới để phát triển.

Cơ cấu thu nhập theo vùng không cân đối khi 80% LNTT đến từ thị trường miền bắc và HO trong khi thị trường miền nam chỉ đóng góp 17%. Năm 2011 MB tiếp tục phát triển mở rộng mạng lưới chi nhánh phòng giao dịch thị trường phía Nam, được đánh giá là một thị trường hấp dẫn và có nhiều tiềm năng tăng trưởng. Việc phát triển hệ thống mạng lưới một mặt giúp tăng doanh thu, thu hút khách hàng, mặt khác cũng thể hiện uy tín và tên tuổi của ngân hàng trên thị trường tài chính.

Đến thời điểm 30/6/2011 mạng lưới MB đã có 1 hội sở chính, 1 sở giao dịch, 1 chi nhánh tại Lào, 150 chi nhánh và các điểm giao dịch. Theo kế hoạch MB sẽ có 207 điểm giao dịch vào cuối năm nay. Việc tăng số lượng chi nhánh lên khá mạnh này có thể ảnh hưởng đến các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động thể hiện qua chỉ số lợi nhuận/chi nhánh trong ngắn hạn.

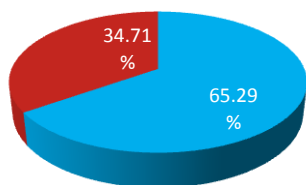
## MÔ HÌNH KINH DOANH

Ngân hàng TMCP Quân đội được thành lập vào tháng 11/1994 với vốn điều lệ ban đầu chỉ 20 tỷ đồng. Trải qua gần 17 năm hoạt động, MB ngày càng phát triển lớn mạnh với vốn điều lệ lên đến 7,300 tỷ đồng với định hướng trở thành một tập đoàn với ngân hàng mẹ MB (một trong số NHTMCP hàng đầu Việt Nam) và năm công ty con hoạt động kinh doanh có hiệu quả



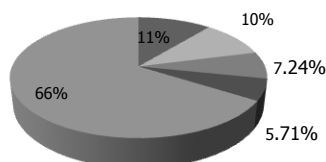
**Cơ cấu cổ đông**

■ Cổ đông tổ chức ■ Cổ đông cá nhân



**Cơ cấu cổ đông lớn**

■ Vietcombank  
■ Viettel  
■ Tổng công ty Trực thăng Việt nam  
■ Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn  
■ Khác



Nguồn: MB

Đến thời điểm 30/6/2011, hệ thống của MB bao gồm: 1 hội sở chính, 1 sở giao dịch, 1 chi nhánh tại Lào, 150 chi nhánh và các điểm giao dịch, 327 máy ATM, 1,328 máy POS phân bố ở 24 tỉnh thành kinh tế phát triển trên cả nước; 5 Công ty con; và 3 công ty liên kết.

**Các công ty con**

STT	Tên Công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty cổ phần Chứng khoán Thăng Long	Môi giới đầu tư & kinh doanh chứng khoán	1200	61.85%
2	Công ty cổ phần Quản lý Quỹ đầu tư MB	Quản lý quỹ đầu tư	100	61.78%
3	Công ty TNHH Quản lý Nợ và khai thác tài sản Ngân hàng TMCP Quân Đội	Quản lý nợ và khai thác tài sản	514.28	100%
4	Công ty cổ phần Địa ốc MB	Đầu tư & kinh doanh bất động sản	571.48	65.26%
5	Công ty cổ phần Viet R.E.M.A.X	Đầu tư phát triển kinh doanh văn phòng cho thuê	100	78.09%

Nguồn: MB

**Công ty liên kết**

STT	Tên Công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty Cổ phần Viet-Asset	Đầu tư xây dựng	11.11	45%
2	Công ty cổ phần Long Thuận Lộc (Dự án đầu tư liên kết của MBLand)	Xây dựng công trình	100	29.37%
3	Công ty cổ phần Bảo hiểm Quân đội (MIC)	Bảo hiểm phi nhân thọ	300	18.00%

Nguồn: MB

**Đối tác chiến lược**

MB xác định việc xây dựng các mối quan hệ đối tác toàn diện nhằm phát huy lợi thế cũng như ưu điểm của các bên là quan trọng và cần thiết. MB hiện nay đã có mối quan hệ hợp tác chiến lược với một số đối tác quan trọng như Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam, Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn, Tập đoàn Viễn thông Quân đội (Viettel) và Ngân hàng cổ phần Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank). Ngoài ra, MB còn ký nhiều thỏa thuận hợp tác toàn diện với các tập đoàn và tổng công ty lớn như Tổng Công ty Lắp máy Việt Nam (LILAMA), Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam), Tập đoàn Công nghiệp Than và Khoáng sản Việt Nam (TKV), Tổng Công ty Sông Đà, Tổng Công ty Cà phê Tây Nguyên, Tổng công ty Xăng dầu Quân Đội và các tập đoàn tư nhân khác.

**Các dịch vụ và hoạt động chính của MB****Hoạt động huy động vốn**

Với lợi thế là một ngân hàng TMCP lớn và có tên tuổi, hoạt động huy động vốn của MB qua các năm 2008, 2009, 2010 vẫn đạt được kết quả tương đối khả quan mặc dù đây đều là các năm diễn ra khủng hoảng tài chính và cạnh tranh giữa các ngân hàng vô cùng gay gắt. Khả năng huy động vốn cao và ổn định đã giúp MB kiểm soát tốt rủi ro thanh khoản trong bối cảnh khó khăn của nền kinh tế Việt nam và kinh tế thế giới hiện nay.

MB huy động vốn từ các tổ chức kinh tế và cá nhân thông qua nhiều kênh khác nhau. Nguồn vốn huy động từ các tổ chức kinh tế thông qua mạng lưới bán hàng quản lý và hỗ trợ theo trực dọc từ các khối CIB (doanh nghiệp lớn và các định chế tài chính), SME và khách hàng cá nhân đã đem lại hiệu quả. Các hình thức huy động

vốn của MB rất đa dạng, linh hoạt nhằm đáp ứng tốt nhất nhu cầu gửi tiền của khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân.

Bên cạnh hoạt động huy động vốn truyền thống, MB cũng triển khai các dịch vụ ngân hàng hiện đại như quản lý dòng tiền, quản lý tiền mặt và các dịch vụ tư vấn tài chính khác đã mang lại cho MB một sự ổn định lớn về nguồn vốn.

Theo số liệu của stockplus, đến cuối 2010 thị phần huy động của MB là 3.3%

### Hoạt động tín dụng

Với sự tham gia của Hội đồng tín dụng Hội sở để đảm bảo hoạt động phê duyệt tín dụng tập trung với chất lượng cao nhất, giảm tối đa rủi ro xảy ra nợ xấu.

MB luôn có mức tăng trưởng khá qua các năm cả về số lượng khách hàng và quy mô dư nợ tín dụng. Tốc độ tăng trưởng số lượng khách hàng tín dụng hàng năm bình quân trong 03 năm 2008 – 2010 là 15%. Tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng hàng năm bình quân trong 3 năm 2008-2010 là 61.37%.

Dư nợ của khách hàng là tổ chức chiếm hơn 80% tổng dư nợ của MB.

MB đã tham gia tài trợ cho nhiều Tập đoàn kinh tế, Tổng Công ty lớn để thực hiện nhiều dự án quan trọng như: Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn; Tập đoàn viễn thông Quân Đội (Viettel); Tập đoàn dầu khí Quốc gia Việt Nam; Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV); Tập đoàn Sông Đà; Nhóm dự án năng lượng điện của Tổng công ty truyền tải điện Quốc gia, Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam; Ban quản lý dự án điện Miền Bắc/Miền Trung, ...

Thực hiện chính sách của NHNN về giảm tỷ lệ cho vay phi sản xuất, mục tiêu đến năm 2011 kiểm soát ở mức 16%. Năm 2010, dư nợ phi sản xuất của MB khoảng 30% trong đó dư nợ tín dụng cho BĐS là 8% và cho vay tiêu dùng là 8%. Đến 31/3/2011 dư nợ phi sản xuất chiếm 17% trong đó cho vay BĐS là 6% và cho vay tiêu dùng là 9%. MB sẽ đảm bảo tỉ lệ dư nợ phi sản xuất đạt 16% cuối năm 2011.

Theo số liệu của Vietstock, đến cuối 2010 thị phần tín dụng của MB là 2.5%.

### Hoạt động dịch vụ

MB cung cấp các dịch vụ bảo lãnh đa dạng như bảo lãnh dự thầu, bảo lãnh thực hiện hợp đồng, bảo lãnh hoàn trả tiền ứng trước, bảo lãnh bảo hành, bảo lãnh thanh toán, bảo lãnh thanh toán thuế, bảo lãnh vay vốn, bảo lãnh đảm bảo chất lượng sản phẩm, ... Tổng doanh thu phí bảo lãnh năm 2009 đạt gần 111 tỷ đồng, tăng 45% so năm 2008 (76 tỷ đồng) và tăng 2,4 lần so với năm 2007 (46 tỷ đồng). Tại 31/12/2010, doanh thu phí bảo lãnh của MB đạt 209 tỷ đồng tăng 88,29% so với năm 2009. Hoạt động bảo lãnh của MB đã mang lại khoản thu lớn trong tổng thu nhập của MB và cho đến nay vẫn an toàn và hiệu quả, không xảy ra các rủi ro đáng kể nào. Có thể nói, trong số các Ngân hàng TMCP, MB là một trong những Ngân hàng có thu nhập từ phí bảo lãnh cao nhất.

Hệ thống mạng lưới hơn 800 ngân hàng đại lý trên khắp thế giới đã giúp cho hoạt động thanh toán quốc tế của MB được nhanh chóng và chính xác và được các đối tác đánh giá cao. Trong các năm 2006, 2007 và 2008, MB được Citigroup tặng giải thưởng Ngân hàng thực hiện xuất sắc nghiệp vụ thanh toán quốc tế. Năm 2007, MB nhận giải thưởng "Ngân hàng thực hiện xuất sắc các giao dịch quốc tế" từ tập đoàn HSBC. Năm 2008 và năm 2009, MB được Ngân hàng Wachovia N.Y trao tặng giải thưởng Ngân hàng có tỷ lệ điện thanh toán thành công cao.

Trong năm 2010 mặc dù các hoạt động xuất nhập khẩu trong cả nước gặp nhiều khó khăn, dịch vụ thanh toán quốc tế của MB vẫn tăng mạnh so với năm trước. Tính



đến hết năm 2010, tổng giá trị thanh toán quốc tế của MB đạt 5,3 tỷ USD, tăng 71% so với năm 2009. Thu phí từ hoạt động thanh toán quốc tế năm 2010 đạt 82,861 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái.

### **Hoạt động đầu tư & kinh doanh vốn**

Đầu tư và kinh doanh trên thị trường tài chính là hoạt động đầu tư kinh doanh chủ yếu của MB, bao hàm cả việc đầu tư Chứng khoán Nợ, Chứng khoán Vốn tại MB và các hoạt động đầu tư hay tự doanh chứng khoán tại các Công ty thành viên.

Hoạt động kinh doanh chứng khoán bao gồm hoạt động tự doanh, mua bán chứng khoán tại các đơn vị thành viên, chủ yếu tại TLS và MBCapital. Chứng khoán kinh doanh luôn được duy trì với tỷ trọng nhỏ trên tổng vốn đầu tư toàn danh mục.

MB thực hiện góp vốn dài hạn để thực hiện một số dự án có tiềm năng lớn, có khả năng sinh lời cao, đồng thời tạo ra các cơ hội hợp tác và cung cấp sản phẩm dịch vụ ngân hàng như: Dự án khai thác cảng ICD Long Bình, cảng Tân Cảng - Cái Mép, thủy điện Thái An, thủy điện Hòa Na, bưu chính Viettel, ... Bên cạnh đó, MB cũng thực hiện đầu tư chiến lược và tham gia sáng lập một số tổ chức tài chính lớn, uy tín như: Công ty cổ phần Bảo hiểm Quân Đội, Tài chính Sông Đà, Tài chính Handico, Tài chính Vinaconex - Viettel, ...

### **Dịch vụ thẻ**

Ngân hàng đã kết nối thành công với hệ thống liên minh thẻ SmartLink. Hiện nay, MB đã chính thức trở thành thành viên của Master. Dự án Visa Card: Phát hành và kết nối thanh toán trong nội bộ thành công vào ngày 27/12/2010.

Tính đến 30/06/2011, MB đã phát hành tổng số 398.500 thẻ, số lượng POS đạt hơn 1.328 POS, số lượng ATM toàn hệ thống đang hoạt động là 327 máy, triển khai phát hành thẻ tín dụng quốc tế Visa Card, Master Card ... vào đầu năm 2011

### **Công nghệ thông tin**

MB luôn đi đầu trong phát triển hệ thống công nghệ thông tin và mục tiêu đem đến cho khách hàng những dịch vụ tốt nhất trong thời gian nhanh nhất. MB tiếp tục đầu tư phát triển công nghệ phục vụ hoạt động ngân hàng.

Dự án nâng cấp trung tâm dữ liệu chính và xây dựng trung tâm dự phòng: nhằm tăng năng lực hệ thống máy chủ và hệ thống lưu trữ số liệu với các công ty tiên tiến nhất hiện nay, đảm bảo hạ tầng cho giai đoạn phát triển 5 năm tới của MB.

MB sử dụng phần mềm lõi ngân hàng T24 do Temenos cung cấp. Đây là phần mềm hiện đại giúp MB tăng tốc độ xử lý giao dịch, tăng năng lực bảo mật. MB tiếp tục có kế hoạch nâng cấp hệ thống T24 từ phiên bản R5 lên R10 nhằm nâng cao năng lực kinh doanh.

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long ("TLS") và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. TLS phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

## KHOẺ NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với 500 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam.

Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB, Đà Nẵng bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB CapNTLI. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các khách hàng công ty.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** 98 Nguyễn Như Kon Tum, Nhân Chính, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 7, 98 Nguyễn Như Kon Tum, Nhân Chính, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. TLS 2000-2011, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.