

MBB: DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN DÙ TRÍCH DỰ PHÒNG Ở MỨC CAO; CAR CẢI THIỆN

Thông tin cổ phiếu	Ngày 24/08/2015
Mã cổ phiếu	MBB
Sở giao dịch	HSX
Thấp nhất-Cao nhất 52 tuần (đồng)	12.600-16.700
Giá đóng cửa 24/05/2015	13.500
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	16.121
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	1.194.175.562
P/B forward	1,0
EPS forward (đồng/cp)	2.101

- Kết quả kinh doanh 6T.2015** tiếp tục tăng trưởng: LNTT đạt 1.828 tỷ đồng (+7,4% yoy) với sự gia tăng của hầu hết các dòng thu nhập, đặc biệt là thu dịch vụ và thu nợ đã xử lý. NIM tiếp tục giảm do ảnh hưởng từ giảm lợi suất và tỷ trọng chứng khoán đầu tư trong khi cơ cấu cho vay có nhiều chuyển biến theo hướng tích cực. Chi phí dự phòng tăng mạnh 26,4% yoy, làm giảm tăng trưởng lợi nhuận.
- Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện:** Tỷ lệ nợ xấu giảm nhanh từ mức 2,73% cuối năm 2014 về 2,04% đồng thời lãi dự thu giảm 30,8% ytd. Ngân hàng đã bán 750 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong 6T2015, và ước sử dụng khoảng 1.530 tỷ đồng dự phòng để xóa nợ xấu.
- Một số thông tin đáng chú ý khác:** CAR tăng lên gần mức 11% nhờ tác động tích cực từ thông tư 36. MBB bác bỏ thông tin rằng ngân hàng sẽ sớm “mở khóa room” nước ngoài về 10%. Chúng tôi cho rằng khó có thể chờ đợi một động thái bất ngờ từ MBB đối với vấn đề này ít nhất cho tới năm 2016, trong ngắn hạn việc hờ room 39 triệu cổ phiếu phát sinh một cách kỹ thuật từ quá trình tăng vốn sẽ là yếu tố thị trường hỗ trợ tốt đối với giao dịch cổ phiếu MBB.
- Quan điểm đầu tư:** Khả năng sinh lời tốt, chất lượng tài sản khá và định giá rẻ tiếp tục cho thấy MBB là cổ phiếu hấp dẫn về mặt cơ bản. LNTT dự báo ở mức 3.396 tỷ đồng (+7% yoy). Duy trì khuyến nghị MUA MBB cho đầu tư trung dài hạn với giá mục tiêu 18.500 đồng.

Chỉ tiêu tài chính	2013A	2014A	6T2015	2015F
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	7.660	8.307	4.558	9.300
+/- yoy (%)	(1,2%)	8,4%	11,2%	12,0%
LNTT (tỷ đồng)	3.022	3.174	1.828	3.396
+/- yoy (%)	(0,2%)	5,0%	7,4%	7,0%
TTS (tỷ đồng)	180.381	200.489	204.409	222.354
+/- yoy (%)	2,5%	11,1%	8,4%	10,9%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2,4%	2,7%	2,0%	2,0%
DPRRTD/Nợ xấu	82,5%	89,7%	80,1%	86,2%
NIM (%)	3,83%	3,82%	3,80%	3,79%

24.08.2015

NỘI DUNG:

- Cập nhật KQKD 6T2015, trang 2
- Định giá, trang 6
- Phụ lục dự báo KQKD, trang 8

Cam kết, điều khoản sử dụng tại trang 10

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và DN cập nhật tạiwww.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Đậu Thị Vân Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
dtvanh@vcbs.com.vn

24.08.2015
Phòng Phân tích & Nghiên cứu
VCBS

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2015

Tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì dù ngân hàng quyết liệt tăng mạnh chi phí dự phòng trong 6T2015, các biến động trên bảng cân đối kế toán và kết quả kinh doanh đều theo hướng tích cực cho thấy sự bền vững của chất lượng lợi nhuận.

Tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì dù ngân hàng quyết liệt tăng chi phí dự phòng trong 6T2015, các biến động trên bảng cân đối kế toán và kết quả kinh doanh đều theo hướng tích cực cho thấy sự bền vững của chất lượng lợi nhuận.

Tóm tắt một số điểm chính trong KQKD 6T2015:

Chỉ tiêu	6T2014	6T2015	yoy	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	3.333,6	3.590	7,6%	Loại trừ doanh thu bảo lãnh; chủ yếu nhờ tổng tài sản sinh lãi tăng 5% ytd và 10% yoy, bù đắp sụt giảm nhẹ của NIM
Thu nhập ngoài lãi	767	968,5	26,3%	Chủ yếu do thu dịch vụ, bao gồm bảo lãnh (+18% yoy); thu nhập khác, chủ yếu là thu hồi nợ ngoại bảng (+53% yoy)
Tổng TNHĐ	4.100,6	4.558,4	11,2%	Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi tăng lên mức 21,2% từ mức 18,7% của cùng kỳ
Chi phí HĐ	1.458,6	1.542,9	5,7%	CIR ở mức 33,8%, tốt nhất trong các ngân hàng niêm yết
Chi phí dự phòng	939,6	1.187,5	26,4%	Tăng nhanh do tăng xóa nợ bằng dự phòng
LNTT	1.702,5	1.828	7,4%	

Nguồn: MBB, VCBS tổng hợp

Số liệu 6T2015 chưa soát xét

Thu nhập lãi thuần (sau khi loại trừ thu từ bảo lãnh) tăng 7,6% yoy chủ yếu nhờ tổng tài sản sinh lãi gia tăng khá (5% ytd và 10% yoy), bù đắp lại sụt giảm nhẹ của NIM.

Tài sản sinh lãi chủ yếu gia tăng đối với cho vay khách hàng (+10,2% ytd, +17,2% yoy) trong khi chứng khoán đầu tư & chứng khoán kinh doanh hầu như không biến động, tiền gửi & cho vay liên ngân hàng giảm khá (-10,5% ytd và -0,2% yoy). Tỷ trọng của 3 cấu phần này vào cuối tháng 6/2015 ở mức 57,7% - 32,2% - 10,1% so với mức 54,0% - 34,9% - 11,2% của cùng kỳ năm 2014.

Cho vay khách hàng chứng kiến sự gia tăng mạnh riêng trong Q2/2015, sau khi tăng trưởng âm trong Q1, chủ yếu tập trung ở hoạt động bán buôn bán lẻ (+16,6% ytd), **vận tải kho bãi** (+41,1% ytd), **xây dựng** (+15,5% ytd), **sản xuất và tiêu dùng hộ gia đình** (+12,3% ytd) và **công nghiệp** (+7,8% ytd). Cho vay trung dài hạn đang tăng nhanh hơn, đạt tốc độ 22,6% ytd so với mức +2,4% ytd của cho vay ngắn hạn. Theo đó, tỷ trọng của 2 nhóm kỳ hạn này hiện ở mức 42% - 58% so với tương quan 37,5% - 63,5% tại thời điểm cuối năm 2014. Sự chuyển động này có thể được lý giải một phần qua cơ cấu ngành khi các lĩnh vực có sự gia tốc lớn (**in đậm**) đều có nhu cầu vốn trung-dài hạn cao.

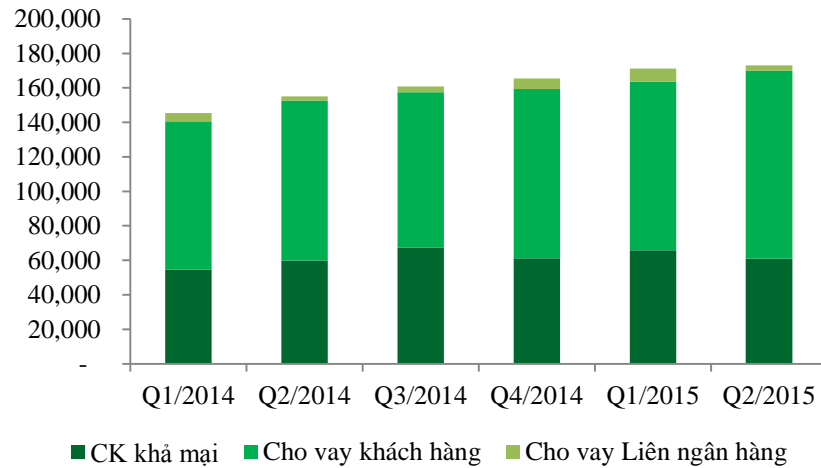
Điểm đáng chú ý ở đây: **gia tăng của tỷ trọng cho vay khách hàng trong tổng tài sản sinh lãi, LDR tăng, tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân tăng (cùng với tăng nhanh nhóm kỳ hạn dài, tất cả yếu tố này hàm ý ảnh hưởng tích cực đối với NIM tuy nhiên NIM của MBB vẫn giảm nhẹ về mức 3,80% trong Q2/2015 từ mức 3,82% của năm 2014 và 3,95% của Q2/2014.**

Chúng tôi lý giải điều này như sau:

- (1) Khác với hầu hết các ngân hàng hàng, đối với MBB, từ đầu năm 2014 trở lại đây, nhóm tài sản sinh lãi có lợi suất tốt nhất là trái phiếu đầu tư, thay vì cho vay khách hàng. Lợi

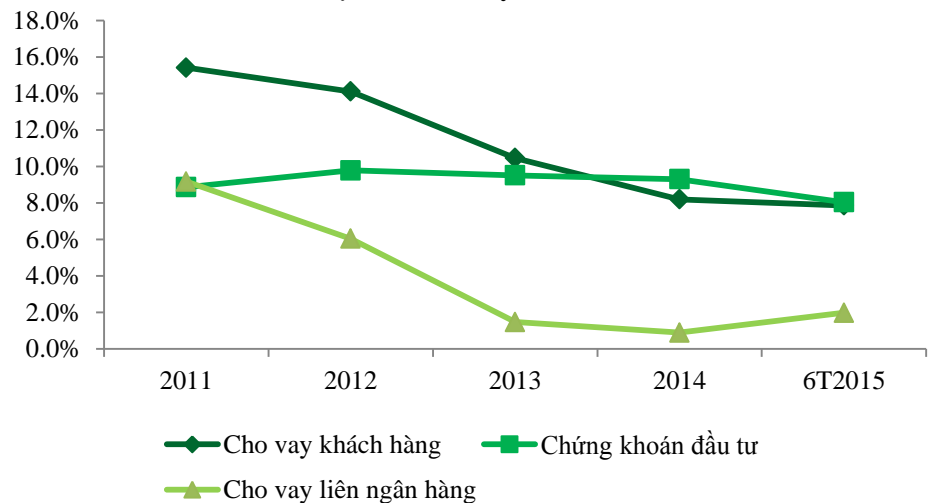
suất trái phiếu đầu tư cao hơn lợi suất cho vay khách hàng ~1,1% trong năm 2014 và 0,2% đối với 6T2015 dù đã giảm tới 125 điểm cơ bản. Theo đó, biến động giảm của tỷ trọng và lợi suất trái phiếu đầu tư có tác động giảm NIM.

Cơ cấu tài sản sinh lãi



- (2) Quá trình đẩy nhanh tín dụng trong Q2/2015 đã được đánh đổi bằng mặt bằng lãi suất cho vay được giảm về mức thấp. Lợi suất cho vay tiếp tục giảm 33 điểm cơ bản về mức 7,9% từ mức 8,2% của năm 2014, gần như tương đương mức độ giảm của lãi suất huy động bình quân (35 điểm cơ bản).

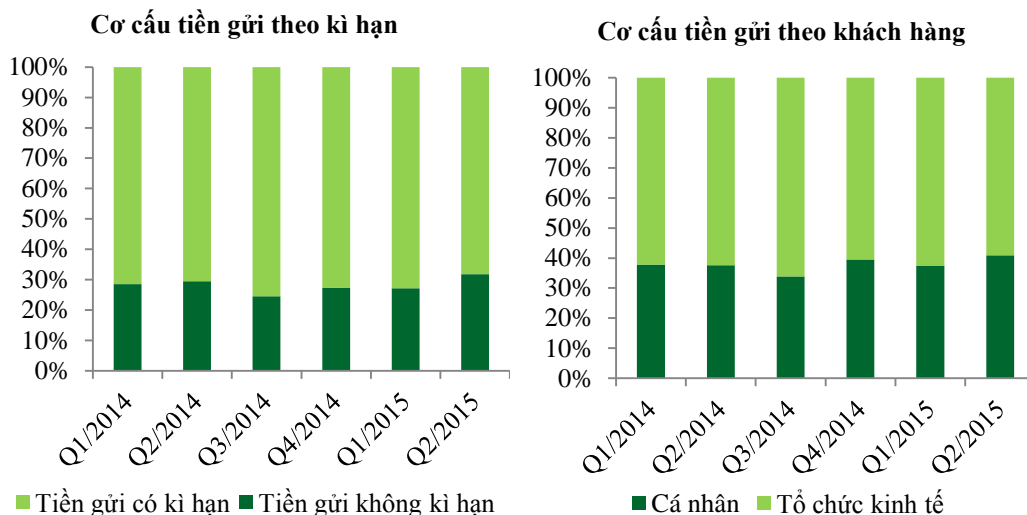
Lợi suất cho vay và đầu tư



- (3) Cũng do tín dụng tăng trưởng không đều theo quý, tốc độ tăng trưởng bình có thể không khả quan như số thời điểm.
- (4) Nợ nhóm 1 tăng nhanh (+11,5% ytd) trong khi lãi dự thu giảm 30,8% ytd, các biến động này khiến chúng tôi nghĩ tới khả năng ngân hàng có thể đã thoái thu một phần, theo đó ảnh hưởng đến ghi nhận thu nhập lãi.

Về huy động vốn, có thể một vài nỗ lực tăng tỷ lệ LDR đã có tác dụng khi MBB duy trì biểu lãi suất thấp nhất thị trường và chỉ đạt tăng trưởng huy động 2,1% ytd. Tuy nhiên, thế

mạnh vượt trội nhờ nhóm khách hàng truyền thống trong lĩnh vực quân đội, quốc phòng tiếp tục giúp MBB gia tăng nguồn vốn giá rẻ với tỷ trọng huy động không kỳ hạn và tiền gửi của tổ chức kinh tế cao thứ hai so với tương quan ngành (sau VCB).



Tiền gửi không kỳ hạn tăng 27,1% ytd, chủ yếu đối với ngoại tệ, đưa tỷ trọng của nhóm này tăng lên mức 28% từ con số 22% tại thời điểm cuối năm 2014. Trong tổng tiền gửi không kỳ hạn, tiền gửi cá nhân chỉ chiếm khoảng 3.000 tỷ đồng (~6,4%), phần còn lại chủ yếu từ các tổ chức kinh tế và bảo hiểm xã hội. **Lãi suất huy động không kỳ hạn của MBB thấp hơn thị trường chung tới 50 điểm cơ bản, chỉ ở mức 0,3%, theo đó lợi thế chi phí vốn từ phần huy động này là rất đáng kể.**

Bảng thống kê lãi suất một số ngân hàng 6T2015:

	KKH	1M	2M	3M	6M	9M	12M
MBB	0,30	4,00	4,20	4,50	5,00	5,20	5,80
Trung bình các NHTM Nhà nước	0,78	4,25	4,48	4,55	5,23	5,40	6,00
Trung bình nhóm 1 (STB, EIB, ACB, TCB)	0,35	4,30	4,41	4,60	5,11	5,38	5,89
Trung bình nhóm 2 (VPB, VIB, SHB)	0,50	4,57	4,58	4,68	5,48	5,68	6,43

Nguồn: VCBS tổng hợp

Cơ cấu theo nhóm khách hàng không có thay đổi nhiều với tương quan tiền gửi của tổ chức kinh tế và tiền gửi cá nhân ở mức 59% - 41% so với 60,4% - 39,6% của năm 2014.

Với cơ cấu huy động ở mức lý tưởng, chúng tôi nhận thấy chi phí huy động vốn trung bình của MBB chỉ là 3,6%, tiếp tục thấp thứ 2 trong số các ngân hàng niêm yết, sau VCB.

Các nguồn thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh (+23,6% yoy), tỷ trọng thu nhập ngoài lãi tiến tới mức 21,2% từ 18,7% của cùng kỳ 2014. Đóng góp chủ yếu đến từ thu nhập dịch vụ (+18,24% yoy) khi các hoạt động chủ chốt như bảo lãnh (+18,3%) hay thanh toán (+23,6%) đều gia tăng mạnh. Điểm sáng cũng nằm ở hoạt động khác (+53,6% yoy), trong đó thu các khoản nợ đã xử lý tăng gấp đôi so với cùng kì, đạt 288 tỷ đồng trong 6T2015.

Tổng thu nhập hoạt động đạt 4.558,4 tỷ đồng, tăng 11,2% yoy. Trong khi đó, chi phí hoạt động chỉ tăng 5,7% yoy, chủ yếu tăng ở chi phí lương (+7,9% yoy) khi ngân hàng mở mới 2 chi nhánh trong đầu năm 2015 và tăng thêm 400 nhân viên. **Theo đó, chỉ số chi phí hoạt động trên thu nhập hoạt động (CIR) ở mức thấp nhất ngành, đạt 33,8% cho thấy MBB tiếp tục là ngân hàng có khả năng quản trị chi phí hiệu quả.**

Chi phí dự phòng tăng mạnh 24,6% yoy, chủ yếu do tăng trích lập đối với cho vay khách hàng và trái phiếu đầu tư. Tuy nhiên, MBB cho biết chi phí trích trong 6T2015 vẫn chưa đạt tới 50% số dự trích cả năm của ngân hàng, con số kế hoạch cụ thể không được cung cấp.

Chi phí dự phòng gia tăng mạnh khiến LNTT chỉ đạt mức tăng trưởng nhẹ 7,4% yoy.

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Chất lượng tài sản cải thiện, tỷ lệ nợ xấu giảm về mức 2,04% sau khi ngân hàng bán 750 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong 6T2015, và ước sử dụng khoảng 1.530 tỷ đồng dự phòng để xóa nợ xấu.

Ngoài xu hướng gia tăng của các dòng thu nhập, điểm nổi bật tích cực nhất trong kết quả 6T2015 của MBB là chất lượng tài sản. Sự cải thiện thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu giảm nhanh từ mức 2,73% cuối năm 2014 về 2,04% tại ngày 30/06/2015 đồng thời lãi dự thu giảm 30,8% ytd.

Ngân hàng đã bán 750 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong 6T2015, tương đương 0,67% tổng danh mục cho vay, theo đó tỷ lệ nợ xấu trước bán ước ở mức 2,70%. Ngoài ra, chúng tôi ước tính MBB đã sử dụng khoảng 1.530 tỷ đồng dự phòng để xóa nợ xấu. Số dự phòng sử dụng trong kì (để xóa nợ xấu và giảm dự phòng cụ thể khi bán nợ cho VAMC) tăng 85,6% yoy khiến quỹ dự phòng giảm và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu rơi về mức 80,1% từ 89,7% của năm 2014.

MỘT SỐ THÔNG TIN KHÁC

CAR tăng trở lại. MBB sẽ hoàn thành tăng vốn trong Q4/2015 để chuẩn bị cho chiến lược tăng trưởng nhanh trong các năm sau. Ngân hàng xin nói chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 2015 từ 13% lên 20%.

CAR tăng trở lại nhưng kế hoạch tăng vốn sẽ được hoàn thành trong năm 2015 để chuẩn bị cho chiến lược tăng trưởng nhanh trong các năm sau.

Tỷ lệ CAR thấp vào cuối năm 2014 (10%) là một yếu tố khiến các nhà đầu tư lo ngại MBB sẽ không thể mở rộng cho vay nhanh trong năm 2015. Tuy nhiên, nhờ sự thay đổi trong cách tính CAR của thông tư 36, trong đó dự phòng chung được tính vào vốn cấp 2 và một số hệ số rủi ro được điều chỉnh giảm, CAR của các ngân hàng, trong đó có MBB, được hưởng lợi và có thể tăng từ 0,5%-0,7%, (xem chi tiết phân tích tại [báo cáo ngành ngân hàng của VCBS](#)). Ngoài ra, vốn tự có tăng nhờ được bổ sung từ việc trả cổ tức một phần bằng cổ phiếu. MBB cho biết CAR đạt gần 11% vào cuối Q2.2015, VCBS ước con số cụ thể ở mức 10,6%. Theo đó, ngân hàng có đủ dư địa để tiếp tục đẩy mạnh tín dụng dù kế hoạch tăng vốn lên 16.000 tỷ nhiều khả năng đến giữa Q4.2015 mới được hoàn thành.

MBB đang trình xin NHNN nói chỉ tiêu tín dụng cho năm 2015 từ 13% ban đầu lên mức 20%.

Việc phát hành tăng vốn sẽ kéo theo hời room nước ngoài khoảng 39 triệu cổ phiếu, đây là yếu tố hỗ trợ tâm lý giao dịch trong ngắn hạn đối với cổ phiếu MBB.

Về lộ trình tăng vốn điều lệ lên 16.000 tỷ đồng, MBB dự kiến sẽ hoàn thành phát hành cổ phiếu ưu đãi cho người lao động trong Q3/2015 và phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư trong nước vào Q4/2015. Theo chúng tôi được biết, việc phát hành sẽ được thực hiện cho SCIC và có thể thêm một nhà đầu tư trong nước khác, trong khi một số cổ đông lớn hiện thời sẽ mua thêm để duy trì tỷ lệ sở hữu. Giả sử mức giá phát hành ở mức 12.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng giá đề nghị của SCIC, MBB sẽ thu về 977 tỷ đồng thặng dư từ đợt phát hành. Tỷ lệ CAR sẽ ở mức 13% vào cuối năm 2015, đảm bảo cho ngân hàng đủ dư địa tăng trưởng tín dụng rộng rãi trong các năm tới.

Tuy nhiên, điều thị trường quan tâm nhất từ đợt phát hành lại nằm ở việc room cho nhà đầu tư nước ngoài sẽ “hở” khoảng 39 triệu cổ phiếu. MBB từ lâu đã kín room khi ngân hàng khóa 20%

cổ phần để phát hành cho đối tác chiến lược nước ngoài, yếu tố này khiến giao dịch cổ phiếu MBB thiếu xung lực lớn từ dòng tiền ngoại.

Thời gian gần đây, có thông tin cho rằng MBB sẽ sớm “mở khóa” room nước ngoài về mức 10%, tuy nhiên đại diện ngân hàng đã bác bỏ đồn đoán này. Chúng tôi cho rằng khó có thể chờ đợi một động thái bất ngờ từ MBB đối với vấn đề room cho nhà đầu tư nước ngoài ít nhất cho tới năm 2016 và trong ngắn hạn việc hờ room phát sinh một cách kỹ thuật từ quá trình tăng vốn sẽ là yếu tố thị trường hỗ trợ tốt đối với giao dịch cổ phiếu MBB.

DỰ BÁO KQKD 2015

**LNTT dự báo đạt 3.396 tỷ đồng
dựa trên tăng trưởng tín dụng
và huy động tương ứng đạt
16% và 8,5%.**

Dựa trên kết quả đạt được của 6T2015 và các dấu hiệu tích cực từ nhu cầu tín dụng trong nửa cuối năm, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng của MBB lên mức 16% từ con số 14% ban đầu. Huy động vốn dự báo ở mức 8,5% do hiện tại MBB vẫn đủ nguồn vốn để tài trợ cho vay với mức LDR thấp và ngân hàng tỏ ra khá chủ động trong việc khống chế huy động trên cơ sở một biểu lãi suất thấp.

NIM được dự báo giảm 3 điểm cơ bản, về mức 3,79% cho năm 2015 sau khi cân bằng các yếu tố tích cực trong cơ cấu cho vay, tỷ lệ LDR và xu hướng tăng nhẹ lãi suất huy động mà không tăng lãi suất cho vay của MBB và một số phần trái phiếu do chính phủ bảo lãnh có lợi suất cao tiếp tục đáo hạn.

Chi phí hoạt động sẽ tăng nhanh vào nửa cuối năm do đặc trưng phân bổ của ngân hàng và giả định MBB mở thêm 4 chi nhánh mới. Theo đó, tổng chi phí trích sẽ tăng 11,4% yoy và đạt 3.473 tỷ đồng.

Chi phí dự phòng được dự báo trích ở mức 2.437 tỷ đồng (+20,6% yoy) với cách tiếp cận thận trọng. MBB cho rằng áp lực dự phòng sẽ giảm về nửa cuối năm do ngân hàng đã phân bổ phần lớn phần bán nợ xấu cho VAMC và xử lý nợ bằng dự phòng trong nửa đầu năm. Chúng tôi đồng ý một phần với quan điểm này khi số bán nợ VAMC 6 tháng 2015 của MBB đạt 50% dự báo của VCBS (750 tỷ đồng vs 1.500 tỷ đồng); xóa nợ bằng dự phòng đạt 75% dự báo của VCBS (1.530 tỷ đồng vs 2.050 tỷ đồng). Tuy nhiên, mức trích cho trái phiếu VAMC (457 tỷ đồng) và số trích mới theo đà mở rộng tín dụng sẽ là các nhân tố tiếp tục làm gia tăng chi phí dự phòng trong Q3 và Q4.

Theo đó, lợi nhuận trước thuế cả năm 2015 dự báo ở mức 3.396 tỷ đồng (+7,0% yoy).

ĐỊNH GIÁ

**Giá trị hợp lý của cổ phiếu
MBB ở mức 18.500 đồng/cp.**

Giá trị hợp lý của cổ phiếu MBB ở mức 18.500 đồng (so với mức cũ 19.400 đồng) sau khi chúng tôi điều chỉnh tăng lãi suất chiết khấu theo các mức lãi suất tham chiếu mới, các dự báo về kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2019 được giữ nguyên.

Dự báo KQKD 2015-2019:

Về triển vọng chung cho giai đoạn 2015-2019, chúng tôi cho rằng sau khi phát hành trong nước CAR được cải thiện cùng cơ sở khách hàng lớn, MBB sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng tín dụng trung bình 16% từ năm 2015-2018, đến năm 2019 sẽ giảm về 14% để đảm bảo CAR ở mức tối thiểu. Chúng tôi tạm thời chưa xét đến yếu tố tăng vốn thông qua bán 20% cổ phần cho đối tác nước ngoài do nhận thấy ngân hàng chưa có các bước đi và dấu hiệu rõ ràng, cụ thể nào cho hoạt động này.

NIM 2016 được duy trì tương đương 2015 nhờ tác động của việc bổ sung nguồn vốn chủ sở hữu giúp giảm thêm chi phí vốn. Tuy nhiên xu hướng giảm sẽ kéo dài trong 2017-2019 do ảnh hưởng của việc đáo hạn khối lượng lớn các phần trái phiếu được chính phủ bảo lãnh có lợi suất cao.

Tỷ lệ nợ xấu được dự báo giữ ở mức 2% trong giai đoạn 2015-2019 và tỷ lệ xóa nợ xấu dự phòng bằng dự phòng trên số dư nợ xấu đầu kỳ ở mức trung bình 55%.

Chi tiết xem ở phụ lục

Các giả định của mô hình:

- (1) Tỷ lệ chiết khấu: 15,0%;

Xác định tỷ lệ chiết khấu:

$K = R_f + \text{Beta} * R_p = 15,0\%$. Trong đó:

R_f : lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm gần nhất là 6,45%.

R_p : phần bù rủi ro thị trường là 10%.

$\text{Beta} = 0,85$

- (2) Tốc độ tăng trưởng ổn định từ sau 2019 là 2%.

Năm/Đơn vị: tỷ VNĐ	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LNST	2.538	3.151	3.910	4.958	6.037
- Chi phí VCSH	3.447	3.579	3.612	3.505	3.358
Thu nhập vượt trội	(908)	(429)	299	1.453	2.679
Giá trị cuối kỳ của thu nhập vượt trội					10.005
Giá trị hiện tại của phần thu nhập vượt trội	1,15	1,32	1,51	1,71	1,92
VCSH	(790)	(324)	198	848	6.590
Tỷ lệ chi phí vốn	23.055	23.943	25.046	26.239	27.305
Vốn đầu tư	23.055				
Giá trị hiện tại của thu nhập vượt trội	6.251				
Giá trị VCSH	29.575				
KLCP (triệu cp)	1.600				
Giá cổ phiếu(đồng)	18.485				

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khả năng sinh lời tốt, chất lượng tài sản khá và định giá rẻ tiếp tục là cho thấy MBB là cổ phiếu hấp dẫn về mặt cơ bản. Tuy nhiên, các yếu tố hỗ trợ về mặt thị trường đối với giao dịch của MBB khá yếu khi cổ phiếu tiếp tục chịu lực bán từ MSB và các bên có liên quan đến MSB đồng thời giao dịch của khối ngoại đối với 39 triệu cổ phiếu hờ room tới đây được cho sẽ chi tác động ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng sẽ cần thời gian, sau khi MBB giải quyết các vấn đề trong cơ cấu cổ đông và định hướng rõ ràng hơn đối với số cổ phần đang tạm khóa để phát hành cho nhà đầu tư nước ngoài, biến động giá cổ phiếu sẽ phản ánh đúng hơn tiềm năng cơ bản. **Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA MBB cho đầu tư trung dài hạn với giá mục tiêu ở mức 18.500 đồng.**

Phụ lục dự báo KQKD 2015 -2019

Bảng Cân Đối Kế Toán

Tại ngày 31/12					
Đơn vị tỷ đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Cho vay khách hàng	116.660	135.326	156.978	182.094	207.587
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	114.649	132.876	154.146	178.795	203.834
Tiền gửi tại NHNN	6.576	6.979	8.794	10.361	12.028
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	21.224	23.659	29.810	35.053	40.690
Chứng khoán thanh khoản	65.329	79.383	110.799	139.411	167.595
Tiền mặt, vàng, đá quý	1.337	1.576	1.986	2.388	2.772
Tài sản có khác	13.245	15.364	17.823	20.674	21.493
Tổng tài sản	222.361	259.838	323.359	386.682	448.412
Tiền gửi khách hàng	181.667	212.387	248.318	288.049	328.375
Tiền gửi không kì hạn của các TCTD khác và KBNN	227	537	10.561	17.831	26.699
Các khoản vay NHNN và tiền gửi kì hạn của các TCTD khác	4.764	7.706	19.724	29.422	34.154
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	2.411	2.399	2.917	3.447	4.001
Các khoản nợ khác	9.650	11.297	13.735	16.228	18.838
Tổng nợ phải trả	198.719	234.326	295.254	354.977	412.068
Vốn của tổ chức tín dụng	17.163	17.643	18.137	18.646	19.171
Vốn điều lệ	16.000	16.480	16.974	17.483	18.008
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Thặng dư vốn cổ phần	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163
Quỹ của TCTD	2.255	2.769	3.405	4.208	5.184
Chênh lệch tỷ giá và chênh lệch đánh giá lại tài sản					
Vốn khác					
Lợi nhuận chưa phân phối	3.636	4.513	5.976	8.263	11.402
Tổng vốn chủ sở hữu	23.055	24.926	27.518	31.118	35.757
Lợi ích của cổ đông thiểu số	587	587	587	587	587
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	222.361	259.838	323.359	386.682	448.412
Tài sản sinh lãi	200.880	235.661	294.448	352.916	411.721
Tổng nguồn vốn huy động	186.657	220.630	278.602	335.302	389.229

Tại ngày 31/12					
Đơn vị tỷ đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Thu nhập lãi	13.854	15.592	18.713	23.202	27.522
Chi phí lãi	(6.628)	(7.363)	(9.096)	(11.591)	(13.963)
Thu nhập lãi thuần	7.214	8.229	9.617	11.610	13.559
Thu nhập ngoài lãi / (chi phí)	2.086	2.305	2.646	2.962	3.324
Tổng thu nhập hoạt động	9.300	10.534	12.263	14.573	16.883
Chi phí hoạt động	(3.468)	(3.960)	(4.646)	(5.551)	(6.515)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động KD trước chi phí dự phòng RRTD	5.832	6.574	7.617	9.022	10.368
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2.437)	(2.434)	(2.467)	(2.479)	(2.402)
Tổng lợi nhuận trước thuế	3.396	4.140	5.150	6.544	7.966
Chi phí thuế TNDN	(703)	(788)	(990)	(1.269)	(1.543)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	2.693	3.352	4.160	5.275	6.423
Lợi ích của cổ đông thiểu số	10	10	10	10	10
Lợi nhuận thuần trong kì	2.703	3.362	4.170	5.285	6.433

Tại ngày 31/12					
Tính theo %	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Tỷ lệ tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	14,0%
Tổng tài sản	10,9%	16,9%	24,4%	19,6%	16,0%
Tiền gửi khách hàng	8,5%	16,9%	16,9%	16,0%	14,0%
Thu nhập lãi thuần	10,5%	13,9%	16,9%	20,7%	16,8%
Thu nhập ngoài lãi	18,2%	10,3%	14,8%	12,0%	12,2%
Lợi nhuận trước thuế	7,3%	21,6%	24,4%	27,1%	21,7%
Lợi nhuận thuần	7,2%	24,1%	24,1%	26,8%	21,8%
Khả năng sinh lời					
Tỷ lệ lãi biên	3,79%	3,77%	3,63%	3,59%	3,55%
ROAA	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%
ROAE	13,6%	14,0%	15,9%	18,0%	19,2%
Quản trị chi phí					
CPHĐ/TNHHĐ	37,3%	37,6%	37,9%	38,1%	38,6%
Nguồn vốn					
Cho vay khách hàng/Tiền gửi khách hàng	64,2%	63,7%	63,2%	63,2%	63,2%
Tỷ số đủ vốn					
Tỷ số an toàn vốn riêng lẻ	11,8%	10,9%	9,6%	9,0%	8,9%
Tỷ số an toàn vốn hợp nhất	13,1%	12,2%	10,8%	10,3%	10,2%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	86,2%	90,5%	90,2%	90,6%	90,4%
Cấu trúc thu nhập					
TN ngoài lãi/Tổng TNHHĐ	22,4%	21,9%	21,6%	20,3%	19,7%

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bru điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812