

# Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB: HSX)

KB Securities

Kỳ vọng bứt phá từ những “làn gió mới”

BÁO CÁO LẦN ĐẦU  
07/03/2019

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích  
dungnm@kbsec.com.vn

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Cơ sở khách hàng lớn trong hệ sinh thái quân đội và chi phí vốn thấp là những lợi thế cạnh tranh nổi bật của MBB**

**Tín dụng bán lẻ và thu nhập ngoài lãi sẽ là hai động lực hàng đầu dẫn dắt hoạt động của MBB**

**Sự chuyển mình mạnh mẽ hơn trong thời gian gần đây sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho ngân hàng**

**Khuyến nghị MUA dựa trên mức định giá hấp dẫn của MBB, xét trong cả ngắn và dài hạn**

Nhờ mối quan hệ lâu bền với các doanh nghiệp quân đội lớn như Viettel, Vinacomin, Saigon New Port, Vietnam Helicopter, ... MBB đã vươn lên đầu ngành về tỷ lệ CASA, đứng thứ 2 về chi phí vốn bình quân và trong nhóm đầu về khả năng sinh lời trên tài sản với kết quả trong năm 2018 lần lượt đạt 33.5%; 3.48% và 1.83%. Đây đã, đang và sẽ tiếp tục là lợi thế cạnh tranh lớn nhất của MBB trong “cuộc chiến” giành thị phần tín dụng cũng như các hoạt động khác.

Tăng trưởng cho vay tiêu dùng cá nhân tập trung vào cho vay mua nhà để ở và tiêu dùng tín chấp tại MCredit là hai điểm nhấn chính trong xu hướng dịch chuyển sang tín dụng bán lẻ. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh nguồn thu ngoài lãi từ bảo hiểm nhân thọ với MB Ageas và hoạt động thanh toán sẽ giúp ngân hàng đa dạng hóa nguồn thu, giảm thiểu rủi ro. Đây sẽ là hai động lực quan trọng thúc đẩy hoạt động của MBB trong các năm tới.

Chúng tôi kỳ vọng vào sự chuyển mình mạnh mẽ hơn của MBB như đã diễn ra trong năm 2018 với sự dẫn dắt của CEO đầu tiên trong lịch sử ngân hàng không xuất thân từ quân đội. Dù quan điểm thận trọng vẫn là ưu tiên hàng đầu tại MBB, chúng tôi kỳ vọng sự thay đổi trên sẽ giúp MBB nhanh chóng mở rộng NIM và đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận so với các năm trước.

Dù rủi ro trong ngắn đến trung hạn là hiện hữu nhưng chúng tôi vẫn đánh giá tích cực đối với cổ phiếu MBB nhờ mức định giá tương đối thấp hiện tại trong khi sở hữu chất lượng tài sản tốt và tiềm năng tăng trưởng cao hơn trung bình ngành. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MBB với mức giá mục tiêu là 29,400 VND/cp, cao hơn 31% giá thị trường tại thời điểm định giá.

## Mua

|  |                                |
|--|--------------------------------|
| Giá mục tiêu                             | 29,400VND                      |
| Tăng/Giảm                                | 31%                            |
| Giá hiện tại (25/02/2019)                | 22,450VND                      |
| Giá mục tiêu                             | 29,400VND                      |
| Vốn hóa thị trường                       | 47,638 tỷ VND<br>(2.06 tỷ USD) |
| Tỷ giá ngày 13/02/2019: 1USD= 23,150 VND |                                |

### Dự phóng doanh thu và định giá

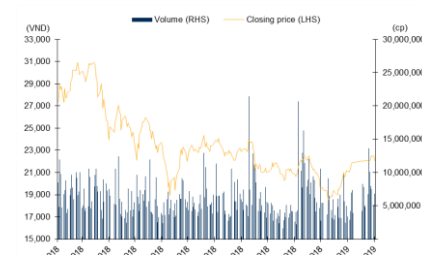
|                             | 2018A     | 2019F     | 2020F     | 2021F     |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ VND) | 14,584    | 18,503    | 20,961    | 23,597    |
| Tốc độ tăng trưởng (%)      | 30.0%     | 26.9%     | 13.3%     | 12.6%     |
| Tổng LN hoạt động (tỷ VND)  | 19,538.91 | 24,554.85 | 27,593.36 | 30,957.26 |
| Chi phí hoạt động CIR (%)   | 44.7      | 45.0      | 46.0      | 45.0      |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND)     | 6,190     | 8,196     | 9,051     | 10,465    |
| Tốc độ tăng trưởng (%)      | 77.34     | 32.41     | 10.43     | 15.62     |
| EPS (nghìn VND)             | 2,865.1   | 3,793.7   | 4,189.4   | 4,843.9   |
| BVPS (nghìn VND)            | 15,817.5  | 19,611.1  | 23,800.5  | 28,644.4  |
| P/B                         | 1.42      | 1.14      | 0.94      | 0.78      |

### Dữ liệu giao dịch

|                            |               |
|----------------------------|---------------|
| KLCP đang lưu hành         | 2,160,451,381 |
| KLGD khớp lệnh TB 10 phiên | 7,568,575     |
| % sở hữu nước ngoài        | 20%           |

### % thay đổi giá

| (%)      | 1M    | 3M    | 6M     | 12M    |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| MBB      | 4.26% | 6.01% | -7.74% | -19.4% |
| VN-INDEX | 8.6%  | 7.17% | -0.49% | -11.4% |



Nguồn: Fiipro, KBSV

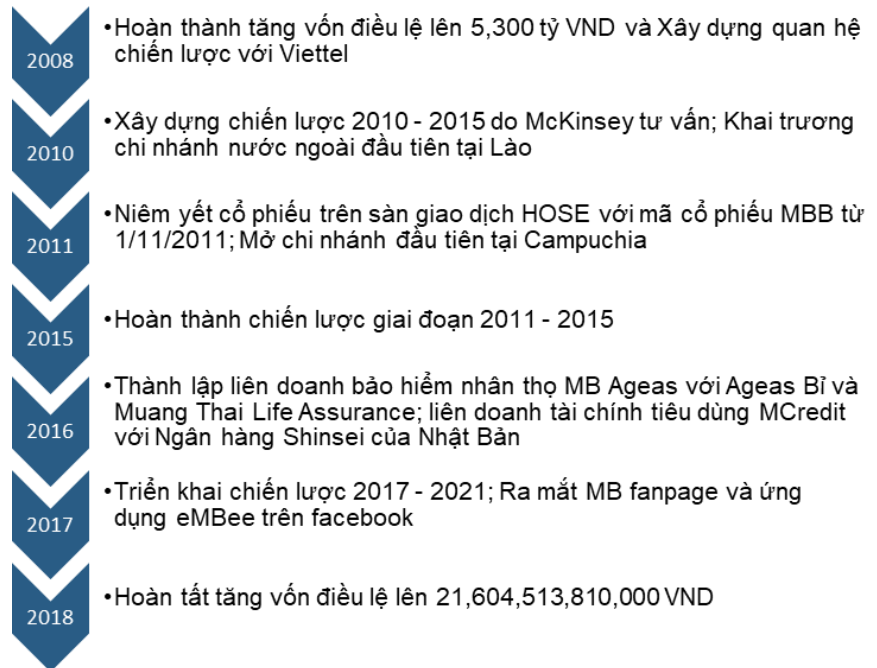
# Mục lục

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB: HSX)</b> ..... | <b>1</b>  |
| <b>THÔNG TIN TỔNG QUAN</b> .....                | <b>3</b>  |
| Quá trình hình thành và phát triển .....        | 3         |
| Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động.....          | 3         |
| <b>MÔ HÌNH KINH DOANH</b> .....                 | <b>5</b>  |
| Cơ cấu tín dụng.....                            | 5         |
| Cơ cấu huy động.....                            | 5         |
| <b>CHIẾN LƯỢC KINH DOANH</b> .....              | <b>7</b>  |
| <b>ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ</b> .....                   | <b>10</b> |
| <b>PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH</b> .....                | <b>14</b> |
| Chất lượng tài sản .....                        | 14        |
| An toàn vốn .....                               | 15        |
| Khả năng thanh khoản.....                       | 15        |
| Khả năng sinh lời .....                         | 16        |
| Cập nhật KQKD 2018 .....                        | 17        |
| <b>DỰ PHÓNG KQKD 2019 &amp; ĐỊNH GIÁ</b> .....  | <b>19</b> |
| Tổng hợp triển vọng .....                       | 19        |
| Dự phóng KQKD 2019.....                         | 19        |
| Định giá.....                                   | 20        |
| <b>RỦI RO &amp; KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ</b> .....    | <b>22</b> |
| <b>PHỤ LỤC</b> .....                            | <b>23</b> |

## THÔNG TIN TỔNG QUAN

### Quá trình hình thành và phát triển

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) được thành lập vào tháng 11/1994 với ý tưởng ban đầu là xây dựng một tổ chức tín dụng phục vụ hoạt động của các DN quân đội. CEO hiện này của MBB là ông Lưu Trung Thái, được bổ nhiệm từ đầu năm 2017 và là lãnh đạo hiếm hoi của ngân hàng không đi lên từ “gốc quân đội”



### Quy mô bảng cân đối

MBB hiện đứng thứ 6 về vốn điều lệ trong nhóm các NH niêm yết với 21,605 tỷ VND, thứ 5 về LNTT 2018 với 7,767 tỷ VND (tăng 1 bậc so với năm 2017). Trong khi đó tổng tài sản tại 31/12/2018 đạt 362,361 tỷ VND, cũng đứng thứ 5 toàn hệ thống và gấp 10.6 lần vốn CSH, thấp hơn trung bình ngành và là mức đòn bẩy khá an toàn.

### Quy mô hoạt động

Hiện MBB hoạt động với 285 chi nhánh và phòng giao dịch, trong đó có 2 chi nhánh nước ngoài tại Lào và Campuchia, 1 văn phòng đại diện tại Nga. Hai khu vực hoạt động chủ đạo vẫn là Hà Nội và HCM với số điểm GD lần lượt là 68 và 48 (Chiếm 40%). Số lượng nhân viên tính đến cuối năm 2017 là 13,094 người, tăng 23% so với năm trước đó.

### Thị phần tín dụng và huy động (Biểu đồ 2)

Thị phần tín dụng và huy động trong nhóm các NH niêm yết tính đến cuối năm 2018 của MBB theo ước tính của chúng tôi đạt 4.7% và 4.2%, lần lượt đứng thứ 3 và thứ 2 nhóm NHTMCP tư nhân, cho thấy quy mô hoạt động của ngân hàng có thể xếp vào nhóm đầu trên toàn hệ thống.

### Xếp hạng tín nhiệm

Trong năm 2018, MBB đã được Moody's nâng xếp hạng tín nhiệm BCA từ B2 lên mức B1 với triển vọng “ổn định”, ngang bằng mức xếp hạng quốc gia. Bên cạnh đó, Fitch cũng đã nâng xếp hạng của MBB từ mức B (2016) lên B+ với triển vọng “ổn định”.

### Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động

#### Cơ cấu sở hữu (Biểu đồ 1)

Hiện 3 công ty Nhà nước gồm Viettel, SCIC và Vietcombank đang nắm tổng cộng 31.32% cổ phần MBB. Nếu tính chung với các cổ đông lớn khác thì hiện tỷ lệ nắm giữ khoảng 66%, trong đó gồm nhiều tổ chức tên tuổi như

MaritimeBank, Norges Bank, Dragon Capital, .... Tỷ lệ tối đa được phép nắm giữ của NĐT nước ngoài là 30%, tuy nhiên hiện MBB đang khóa room khối ngoại ở mức 20%, chờ tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược phù hợp để tăng vốn. Cuối năm 2018, VCB đã giảm tỷ lệ sở hữu thành công tại MBB từ 6.97% xuống 4.98% nhằm đáp ứng quy định của NHNN. Đến cuối tháng 1/2019, MBB đã công bố kế hoạch mua lại 108 triệu cổ phiếu quỹ từ nguồn LNST chưa phân phối, gần tương đương với mức sở hữu còn lại của VCB tại ngân hàng này.

**Mô hình hoạt động (Bảng 1)**

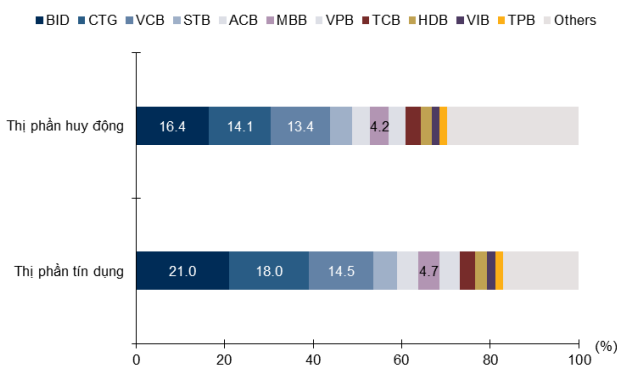
Ngoài hoạt động cốt lõi là huy động tiền gửi, cho vay và cung cấp các dịch vụ ngân hàng truyền thống, MBB còn sở hữu nhiều công ty con cung cấp đa dạng các dịch vụ tài chính khác, đáng chú ý là: MBS (Dịch vụ chứng khoán) đang nằm trong Top 5 thị phần môi giới; MIC với bảo hiểm phi nhân thọ; MB Ageas với bảo hiểm nhân thọ, là liên doanh giữa MBB với tập đoàn bảo hiểm Ageas của Bỉ và Muang Thai Life Assurance của Thái Lan; Mcredit là liên doanh với Ngân hàng Shinsei của Nhật, cung cấp các sản phẩm tài chính tiêu dùng. Trong năm 2018, MBB đã thoái vốn khỏi MB Land Holding hoạt động trong lĩnh vực đầu tư BĐS và hiện không còn là công ty chủ quản tại doanh nghiệp này.

**Bảng 1: Mô hình hoạt động của MBB (Cuối năm 2017)**

| Công ty thành viên | Ngành nghề                      | Tỷ lệ sở hữu (%) | Vốn điều lệ (Tỷ VND) |
|--------------------|---------------------------------|------------------|----------------------|
| MB AMC             | Quản lý nợ và Khai thác tài sản | 100              | 1,083                |
| Mcredit            | Tài chính tiêu dùng             | 50               | 500                  |
| MB Capital         | Quản lý quỹ đầu tư              | 90.77            | 324                  |
| MB Securities      | Dịch vụ chứng khoán             | 79.52            | 1,221                |
| MIC                | Bảo hiểm phi nhân thọ           | 69.58            | 800                  |
| MB Land Holding    | Đầu tư BĐS                      | 65.29            | 654                  |
| MB Ageas Life      | Bảo hiểm nhân thọ               | 61               | 1,100                |

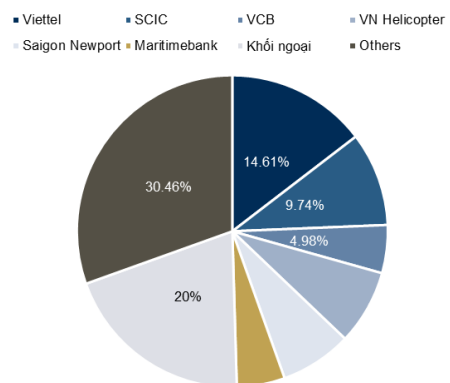
Nguồn: MBB; KBSV Research

**Biểu đồ 2: Thị phần tín dụng và huy động**



Nguồn: SBV; BCTC Ngân hàng; KBSV Research

**Biểu đồ 1: Cơ cấu sở hữu MBB cập nhật cuối năm 2018**



Nguồn: MBB; KBSV Research

**Hình 1: Hệ sinh thái của MBB**



Nguồn: MBB; KBSV Research

## MÔ HÌNH KINH DOANH

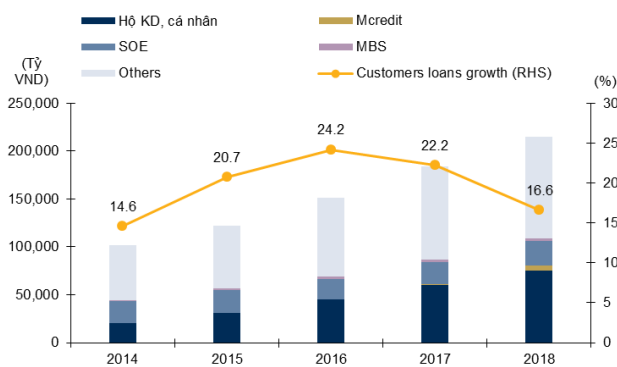
### Cơ cấu tín dụng

**Cho vay nhóm DN tư nhân vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất. Cho vay cá nhân tăng trưởng mạnh mẽ trong khi cho vay nhóm DN Nhà nước duy trì ổn định**

Danh mục cho vay của MBB có thể chia làm 3 nhóm lớn là: Cho vay cá nhân; Cho vay DN Nhà nước và Cho vay các DN tư nhân, trong đó:

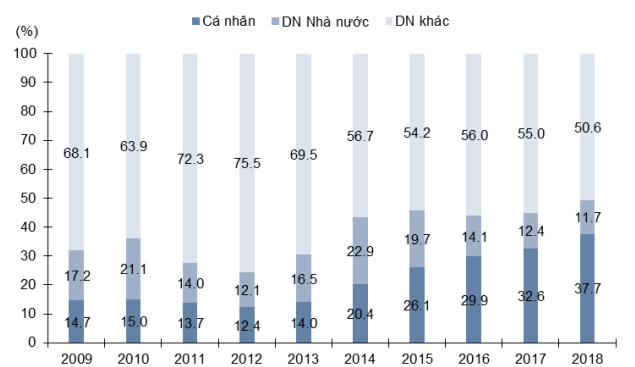
- **Cá nhân:** Chiếm 37.7% tổng dư nợ 2018 (tương đương 81,011 tỷ VND và đã tăng liên tục từ mức 12.4% năm 2012) và là phân khúc trọng tâm thúc đẩy tăng trưởng dư nợ trong các năm gần đây của MBB. Trong đó, khoảng 50% là các khoản cho vay mua nhà để ở, 20% cho vay mua ô tô và còn lại là các khoản cho vay như Mcredit (khoảng 7%), MBS (khoảng 3%), các khoản cho vay thẻ tín dụng và cho vay khác.
- **DN Nhà nước:** Do bản chất là ngân hàng thuộc sở hữu bởi quân đội (trực thuộc trung ương), nên tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp Nhà nước của MBB cao hơn hẳn các NHTMCP tư nhân khác (đạt 11.7% năm 2018). Dù dư nợ cho vay vẫn được duy trì hàng năm trên 20,000 tỷ VND, nhưng với sự tăng trưởng nhanh trên các phân khúc khác, chúng tôi cho rằng tỷ trọng cho vay nhóm DN Nhà nước sẽ tiếp tục giảm dần như các năm qua (Biểu đồ 4).
- **DN Tư nhân:** Dù giảm dần về tỷ trọng lẫn tốc độ tăng trưởng nhưng vẫn đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng dư nợ (50.6% năm 2018). Trong đó các ngành nghề chính là Bán buôn, bán lẻ ô tô, xe máy (52,771 tỷ VND – 25%); Công nghiệp CBCT (36,304 tỷ VND – 17%) và Xây dựng & đầu tư BĐS (tổng cộng 25,678 tỷ VND – 12%).

Biểu đồ 3: Tăng trưởng tín dụng khách hàng



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 4: Cơ cấu tín dụng khách hàng



Nguồn: MBB; KBSV Research

### MBB hoạt động khá tích cực trên cả thị trường 1 và thị trường 2

### Cơ cấu huy động

Quy mô và tỷ trọng huy động trên interbank đã tăng liên tục trở lại kể từ năm 2014, sau khi lãi suất thị trường được ổn định. MBB là ngân hàng có vị thế trên thị trường 2 nên hoạt động giao dịch hưởng chênh lệch lãi suất trên thị trường này khá lớn, đặc biệt khi lợi suất TPCP liên tục giảm đến giữa năm 2018 tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động này. Tuy nhiên với việc lợi suất đang ở trong xu hướng tăng trở lại sau khi chạm đáy và xu hướng phân bổ vốn nhiều hơn cho hoạt động tín dụng, nhiều khả năng hoạt động thị trường 2 của MBB sẽ được thu hẹp từ năm 2019.

**Hệ sinh thái quân đội sẽ tiếp tục là lợi thế chính của MBB trong việc thu hút tiền gửi nhóm doanh nghiệp, ...**

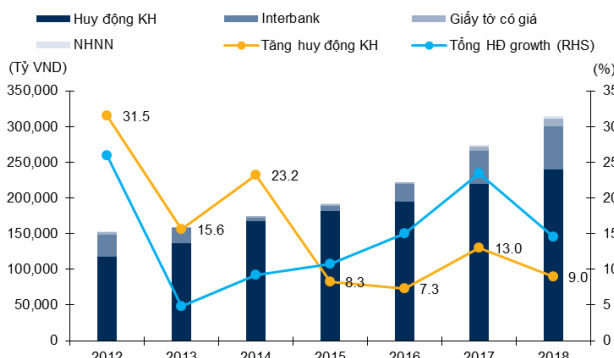
**... tuy nhiên, có vẻ MBB đang bỏ quan thị trường dân cư rất tiềm năng**

Bên cạnh đó, quy mô huy động từ kênh giấy tờ có giá cũng tăng liên tục trong 2 năm gần đây, tương ứng với mức tăng dư nợ tại MCredit. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng huy động trên kênh này sẽ tiếp tục bám sát mức tăng trưởng tín dụng tiêu dùng của MCredit.

Về đối tượng huy động, nhìn chung, nhóm KH doanh nghiệp vẫn là nguồn tiền gửi quan trọng nhất của MBB với những KH quân đội lớn như Viettel, Vinacomin, Saigon New Port. Đây không phải một cơ cấu điển hình trong xu thế chuyển dịch sang ngân hàng bán lẻ hiện nay trên toàn ngành với tỷ trọng huy động từ nhóm KH cá nhân chiếm tỷ trọng chủ đạo. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế đặc biệt của MBB mà không phải ngân hàng nào cũng có được. Việc tập trung xây dựng các hệ thống giao dịch và quản lý tiền tốt nhất cho nhu cầu của nhóm này, với sự hỗ trợ công nghệ từ Viettel là đủ để giúp MBB duy trì lợi thế này.

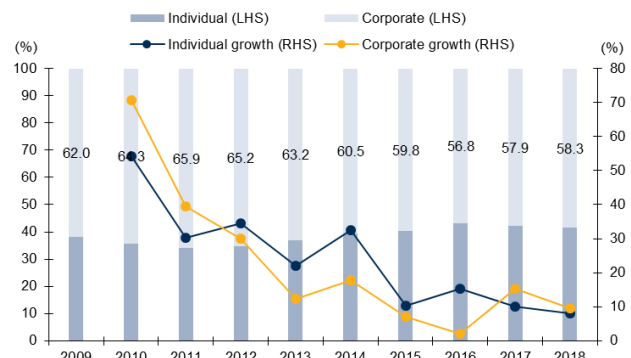
Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá MBB đang bỏ qua một phân khúc còn tiềm năng rất lớn là nhóm KH cá nhân, khi huy động từ nhóm này đang có dấu hiệu giảm dần cả về tỷ trọng lẫn tốc độ tăng trưởng, Việc đáp ứng nhu cầu của nhóm KH này sẽ đòi hỏi sự năng động và sự thấu hiểu khách hàng lớn hơn từ phía ngân hàng, điều mà chúng tôi cho rằng MBB đang không làm tốt bằng các đối thủ mạnh khác như TCB, VPB, VIB.

**Biểu đồ 5: Cơ cấu huy động theo sản phẩm**



Nguồn: MBB; KBSV Research

**Biểu đồ 6: Cơ cấu huy động theo đối tượng**



Nguồn: MBB; KBSV Research

## CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

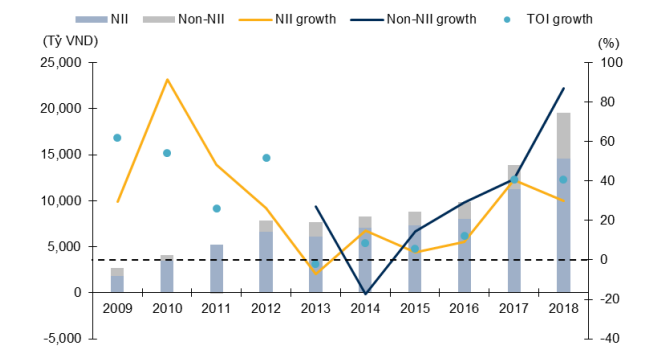
### Tăng mức chấp nhận rủi ro sau giai đoạn thận trọng

Trước năm 2017, NII tăng trưởng khá thấp so với các ngân hàng cùng quy mô (TCB, VPB, ACB) dù thị trường chung khá khả quan. Tuy nhiên, tình hình đã thay đổi từ năm 2017 với tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ dẫn dắt bởi cho vay bán lẻ, tập trung vào khách hàng cá nhân và nhóm doanh nghiệp tư nhân, từ đó hỗ trợ tích cực hơn cho tăng trưởng NII. Trong khi đó, Non-NII đã duy trì đà tăng trưởng ấn tượng hơn NII từ năm 2015 với mức CAGR đạt 40.5%, đưa tỷ trọng Non-NII bật tăng mạnh, đặc biệt trong năm 2018 đã đạt 25.4% TOI.

Có thể thấy định hướng kinh doanh của MBB trước năm 2017 luôn xoay quanh quan điểm thận trọng dựa trên cạnh tranh cho vay lãi suất thấp tận dụng nguồn vốn rẻ, nhưng đã dịch chuyển mạnh mẽ hơn từ 2 năm nay sau khi 2 xu hướng của ngành được xác nhận rõ ràng, bao gồm: 1) Tăng trưởng tín dụng bán lẻ với động lực chính là cho vay mua nhà và xe ô tô; 2) Đa dạng hóa nguồn thu từ hoạt động ngoài lãi.

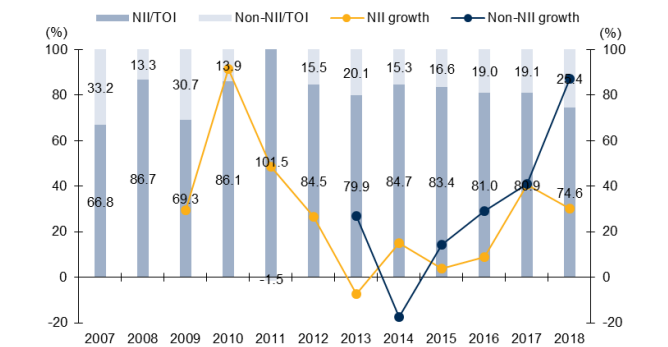
Từ đó, chúng tôi đánh giá MBB không phải ngân hàng có thiên hướng dẫn dắt, đi trước thị trường, nhưng đang dần thay đổi theo định hướng năng động và chấp nhận rủi ro cao hơn từ khi có lãnh đạo mới.

Biểu đồ 7: Tăng trưởng TOI



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 8: Thay đổi cơ cấu TOI



Nguồn: MBB; KBSV Research

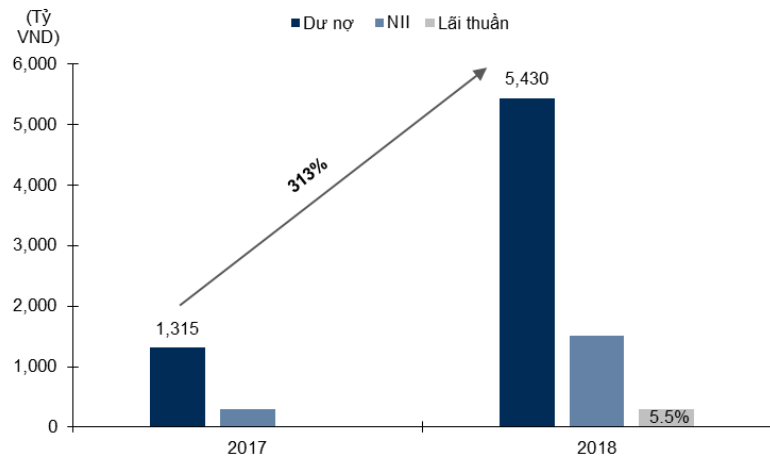
### Tín dụng bán lẻ tiếp tục là kênh dẫn dắt chính trong chiến lược tổng thể

Dù tín dụng bán lẻ đã liên tục tăng trưởng về cả dư nợ lẫn tỷ trọng từ năm 2013, nhưng chỉ thực sự bứt phá từ năm 2017 và là động lực quan trọng nhất trong tăng trưởng của cả ngân hàng. Trong đó, phân khúc đóng góp lớn nhất vào là cho vay mua nhà để ở, với tỷ trọng khoảng 50%, theo sau lần lượt là mua ô tô, thẻ tín dụng, chứng khoán và từ năm 2017 có thêm sự xuất hiện của MCredit với tín dụng tiêu dùng tín chấp. Năm 2019, MBB cũng có định hướng thúc đẩy mảng thẻ tín dụng nhờ NIM hấp dẫn hơn hẳn các kênh còn lại.

MCredit là một bước đi chiến lược của MBB sau khi liên doanh với Ngân hàng Shinsei của Nhật Bản vào cuối năm 2016. Năm 2018, dư nợ mảng này tăng hơn 4 lần so với 2017, đạt 5,430 tỷ VND. Dự định của MBB trong năm 2018 là tăng gấp đôi dư nợ mảng này, tuy nhiên vẫn là một mức thấp so với tổng dư nợ (<5%) cũng như so với quy mô của các công ty tài chính tiêu dùng khác như FE Credit hay HD Saigon. Dù bước chân vào một mảng kinh doanh rủi ro cao hơn nhưng dựa trên chiến lược kinh doanh đặt ra của công ty, chúng tôi đánh giá MBB vẫn rất đề cao tính thận trọng việc kiểm soát chặt rủi ro, thay vì theo đuổi chiến lược tăng trưởng nóng như FE Credit từng thực hiện.

Sự tăng trưởng hấp dẫn của thị trường BĐS cũng như nhu cầu tiêu dùng trong 2 năm qua đã khiến một NH trước giờ khá thận trọng trong các quyết định cho vay buộc phải thay đổi, thể hiện rõ ràng nhất qua 2 chỉ số là LDR thuần (tăng liên tục từ 60% năm 2014 lên 89.5% năm 2018) và tỷ trọng tín dụng dài hạn (tăng liên tục từ 21.78% năm 2013 lên 34.49% năm 2018). Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng này sẽ tiếp tục được duy trì dựa trên những quan điểm tích cực của MBB về kinh tế vĩ mô và thị trường, tuy nhiên rủi ro mà ngân hàng có thể đối mặt sẽ lớn hơn, điều mà chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn ở phần sau.

Biểu đồ 9: Kết quả HĐKD của MCredit

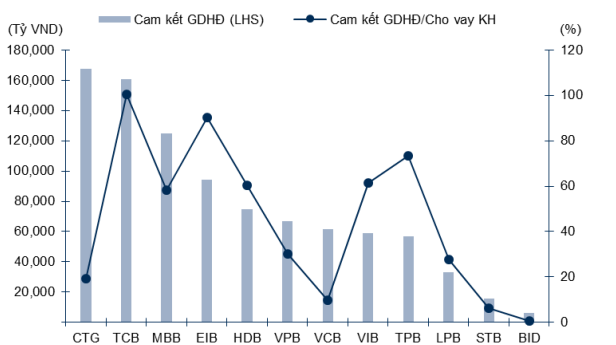


Nguồn: MBB; KBSV Research

**Tín dụng bán buôn được duy trì ổn định, tập trung phát triển các nguồn thu từ phí**

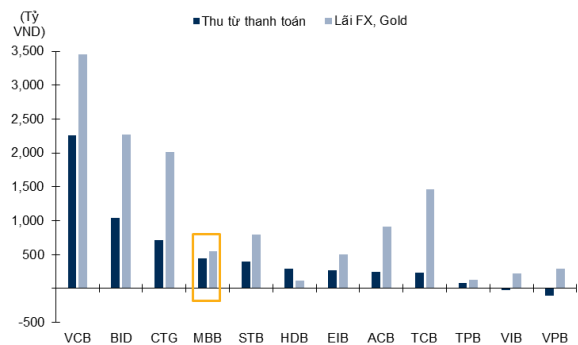
Tín dụng cho nhóm doanh nghiệp Nhà nước gần như không thay đổi đáng kể từ năm 2014, trong khi tín dụng cho nhóm DN tư nhân tiếp tục tăng trưởng. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ được duy trì trong những năm tới, dựa trên định hướng thúc đẩy kinh tế tư nhân tại Việt Nam, thắt chặt kiểm soát rủi ro tín dụng cho các DN Nhà nước cũng như lợi suất tốt hơn tại phân khúc KH tư nhân. Ngoài ra, mặc dù có tăng trưởng chậm lại trong năm 2017 (7%) do sự thu hẹp dần tại các ngành nghề như xây dựng, đầu tư BĐS và vận tải – kho bãi, nhưng chúng tôi đánh giá phân khúc doanh nghiệp tư nhân nhiều khả năng sẽ tăng trưởng tích cực trở lại, với sự chuyển hướng tập trung vào các ngành nghề tạo nhiều giá trị gia tăng hơn. Trong đó, các ngành sản xuất, chế biến, chế tạo sẽ và kinh doanh ô tô, xe máy sẽ là hai phân khúc chính, các lĩnh vực liên quan đến nông nghiệp và thủy sản sẽ chưa được đẩy mạnh tại MBB.

Biểu đồ 10: Cam kết hối đoái ngoại bảng



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 11: So sánh quy mô hoạt động thương mại QT



Nguồn: MBB; KBSV Research

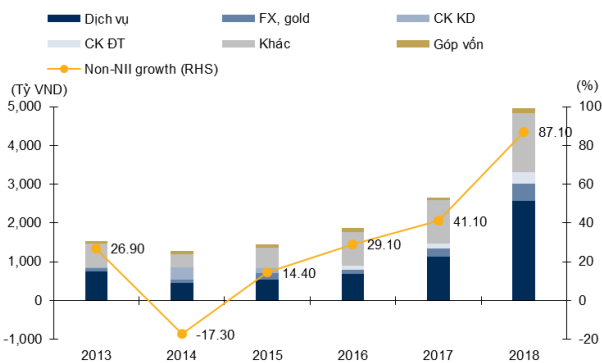


**Đẩy mạnh nguồn thu ngoài lãi theo xu hướng chung của thị trường**

Non-NII liên tục tăng từ năm 2015 với tốc độ năm sau cao hơn năm trước, đặc biệt tăng mạnh trong 2 năm gần đây, phù hợp xu thế chung toàn ngành. Đóng góp lớn nhất cho tăng trưởng đột biến trong 2 năm qua đến từ thu nhập dịch vụ và các khoản thu nhập khác (chủ yếu là thu hồi nợ xấu), ngoài ra, thu nhập từ hoạt động ngoại hối cũng cải thiện tích cực.

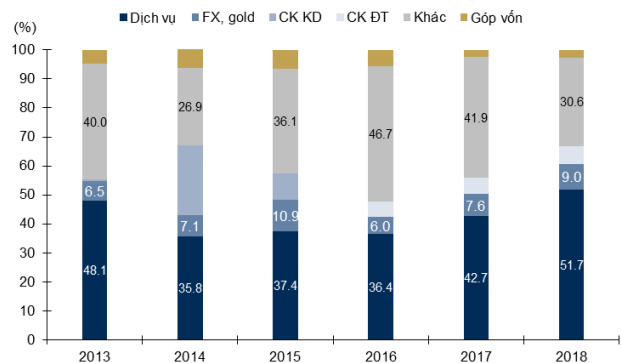
- **Bảo hiểm:** Trước triển vọng to lớn của thị trường bảo hiểm Việt Nam, từ cuối năm 2016, MBB đã liên doanh với tập đoàn bảo hiểm Ageas của Bỉ và Muang Thai Life Assurance của Thái Lan cuối năm 2016 thành lập MB Ageas hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ. Chiến lược trước mắt của MB Ageas là phát triển kênh bancassurance, tận dụng hệ thống phân phối lớn trong hệ sinh thái của MBB – Viettel để nhanh chóng giành thị phần. Dù xuất phát ở vị trí 18 nhưng hiện MB Ageas đã vươn lên top 2 thị trường về doanh thu phí khai thác mới qua banca, ngân hàng kỳ vọng sẽ hòa vốn trong năm 2019 và bắt đầu có lãi nhẹ. Chúng tôi đánh giá kế hoạch này hoàn toàn khả thi dựa trên khả năng thực thi ấn tượng.
- **Thanh toán & Ngoại hối:** Với thế mạnh về sở hữu Nhà nước và mối quan hệ rộng trong hệ thống các doanh nghiệp quân đội cũng như nền tảng kinh nghiệm lâu năm trong hoạt động tài trợ thương mại, chúng tôi cho rằng MBB có thể đẩy mạnh nguồn thu phí tại các hoạt động như: Giao dịch ngoại hối, Dịch vụ thanh toán, quản lý tiền mặt cho doanh nghiệp và Hoạt động bảo lãnh L/C. Ngoài ra, phân khúc KH cá nhân còn rất nhiều dư địa khai thác. Tuy nhiên, chúng tôi lại không đánh giá cao sự năng động của MBB trong việc phát triển các dịch vụ điện tử hướng đến KH cá nhân, đây sẽ là một rủi ro trong tương lai khi cạnh tranh tại phân khúc này đang rất lớn.

Biểu đồ 12: Tăng trưởng Non-NII



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 13: Cơ cấu Non-NII



Nguồn: MBB; KBSV Research

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

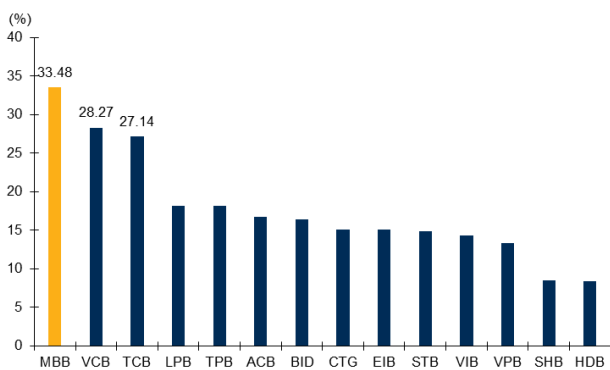
Chúng tôi cho rằng tất cả các điểm nhấn đầu tư của MBB đều xuất phát từ lợi thế nằm trong hệ sinh thái quân đội của ngân hàng này. Các cổ đông lớn như Viettel, Vietnam Helicopter, Saigon New Port, SCIC, ... và nhiều doanh nghiệp quân đội có liên quan khác đảm bảo tính bền vững cho các lợi thế cạnh tranh hiện có của MBB, ít nhất trong tương lai gần.

### Chi phí vốn thấp vẫn là lợi thế lớn nhất của ngân hàng

MBB tiếp tục giữ vị trí số 1 về tỷ trọng CASA trên tiền gửi KH trong năm 2018, tăng trưởng ổn định so với 2017 và dần bỏ xa hơn các đối thủ xếp sau. Nếu tính cả lượng tiền gửi ký quỹ với lãi suất chỉ khoảng 2 – 4%, lượng vốn chi phí thấp chiếm khoảng 40% tổng tiền gửi KH, mức rất cao trong ngành. Sở dĩ MBB đạt được lợi thế đặc biệt này nhờ sở hữu lượng khách hàng tổ chức lớn thuộc quân đội, từ đó phát triển các sản phẩm đáp ứng tốt nhất nhu cầu nhóm này như dịch vụ trả lương cho Viettel hay thu thuế cho cục Hải Quan và kho bạc Nhà nước. Dù đẩy mạnh huy động cá nhân nhưng thực tế lượng tiền gửi nhóm doanh nghiệp vẫn là nguồn quan trọng nhất với tỷ trọng luôn duy trì từ 58 – 65%.

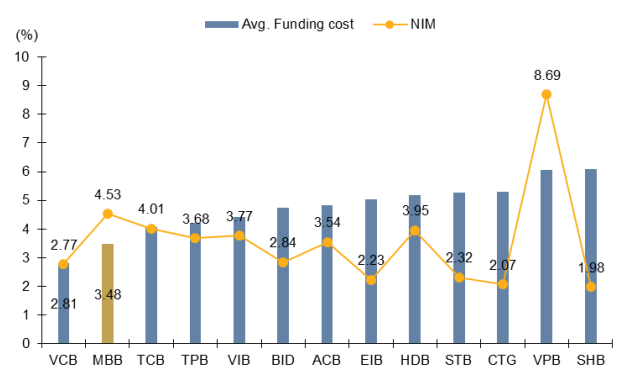
Nhờ đó, chi phí vốn bình quân của MBB tiếp tục giữ được vị trí thấp thứ 2 ngành (đạt 3.48% năm 2018), chỉ cao hơn VCB (do VCB có quy mô lớn hơn nhiều MBB), dẫn đến dư địa mở rộng NIM của MBB cao hơn hẳn các ngân hàng khác, mặc dù NIM 2018 tại MBB đang đứng đầu hệ thống nếu không tính VPB với mô hình kinh doanh rủi ro cao. Mặc dù có chút lo ngại về sự cạnh tranh trong dài hạn có thể lấy mất một số khách hàng truyền thống của MBB, chúng tôi vẫn tin tưởng lợi thế này sẽ được duy trì trong ngắn và trung hạn.

Biểu đồ 14: So sánh tỷ lệ CASA giữa các ngân hàng 2018



Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 15: So sánh chi phí huy động bình quân 2018



Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

### Độ chấp nhận rủi ro lớn hơn là cơ sở giúp mở rộng NIM và tăng trưởng lợi nhuận

Dù sở hữu chi phí vốn đầu vào thấp với dư địa mở rộng NIM lớn như đã nêu trên, nhưng MBB chỉ thực sự tận dụng lợi thế này để tăng NIM từ năm 2015 (Biểu đồ 16), thông qua việc tăng dần lãi suất trung bình cho vay đầu ra khi hướng đến mức chấp nhận rủi ro cao hơn trên một số phân khúc tín dụng. 2 phân khúc đã và sẽ tiếp tục đóng góp chính cho sự cải thiện NIM bao gồm:

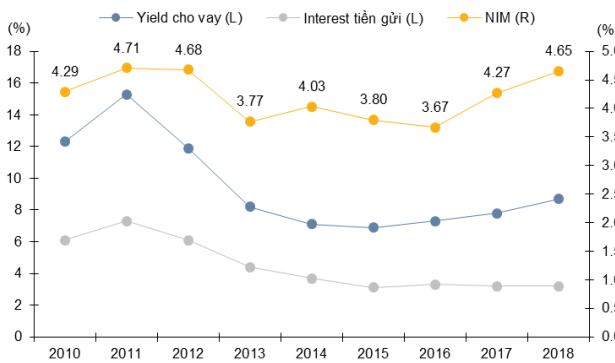
- 1) Cho vay tiêu dùng thế chấp:** Trong đó, cho vay mua nhà đóng góp chính như đã phân tích ở trên. Chúng tôi cho rằng dư địa mở rộng mảng này còn nhiều khi tỷ trọng cho vay mua nhà để ở của MBB vẫn ở mức an toàn (18%) so với TB ngành. Bên cạnh đó, MBB đang thúc đẩy mảng thẻ tín

dụng (hiện chỉ chiếm khoảng 10% dư nợ), với NIM tốt hơn nhiều các phân khúc khác (khoảng 20%).

**2) Cho vay tiêu dùng tín chấp:** Mặc dù tỷ trọng mảng này còn khá thấp (khoảng 2.5% tại MCredit) và chiến lược kinh doanh thận trọng, nhưng với mức NIM rất cao (khoảng 30%) và khả năng tăng trưởng tốt, phân khúc này sẽ tiếp tục tác động tích cực đến NIM như năm 2018.

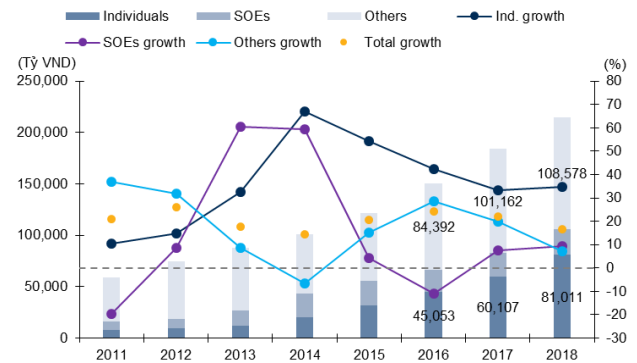
Chúng tôi cho rằng các phân khúc nêu trên đều còn dư địa mở rộng, ít nhất trong điều kiện kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2019. Và với hướng đi có phần “táo bạo” hơn của mình, MBB có thể tận dụng được cơ hội để giữ đà mở rộng của NIM

**Biểu đồ 16: Tương quan NIM và thay đổi lãi suất TB**



Nguồn: MBB; KBSV Research

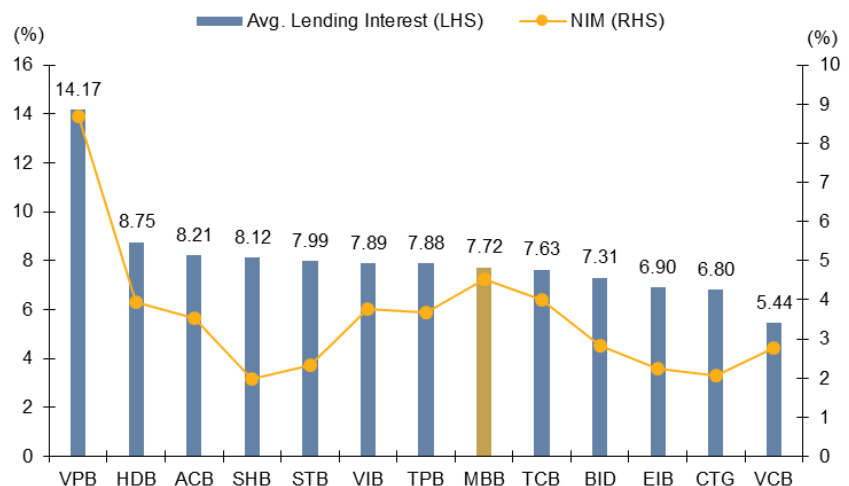
**Biểu đồ 17: Tăng trưởng tín dụng theo phân khúc**



Nguồn: MBB; KBSV Research

Cơ sở để cho rằng NIM còn dư địa mở rộng dù đang ở mức cao nhất ngành (không tính VPB) xuất phát từ việc lãi suất trung bình cho vay ra của MBB (7.72%) đang thấp hơn tương đối so với nhiều ngân hàng khác có cùng định hướng kinh doanh như VIB, ACB, HDB, đặc biệt lãi suất bình quân cho vay phân khúc bán lẻ vẫn đang thấp hơn một số ngân hàng có thế mạnh trong mảng này (theo khảo sát của chúng tôi). Nhờ đó, cộng với thế mạnh về chi phí vốn thấp bền vững, MBB có thể tăng dần lãi suất cho vay của mình mà vẫn giữ được khả năng cạnh tranh.

**Biểu đồ 18: So sánh NIM và lãi suất cho vay bình quân ngành ngân hàng**

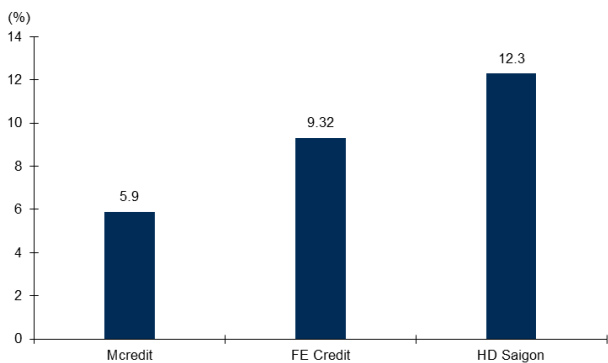


Nguồn: MBB; KBSV Research

**Kỳ vọng vào sự tăng trưởng mạnh các khoản thu ngoài lãi**

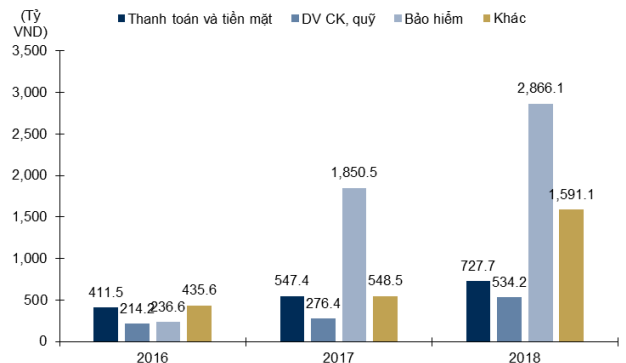
- **Bảo hiểm:** Dù chưa có lãi sau 2 năm hoạt động, nhưng MB Ageas đang cho thấy khả năng cạnh tranh khá ấn tượng nhờ kinh nghiệm của 2 đối tác ngoại kết hợp với kênh phân phối mạnh của MBB. Doanh thu phí bảo hiểm qua kênh ngân hàng đạt khoảng 2,800 tỷ VND năm 2018, tăng hơn 50% yoy và chiếm trên 80% tổng doanh thu APE của MB Ageas. Chúng tôi cho rằng MBB có thể duy trì khả năng tăng trưởng này và có thể đạt mức hòa vốn ngay trong năm 2019, sớm 1 năm so với kế hoạch ban đầu.
- **Ngoại hối:** Nguồn thu từ hoạt động ngoại hối của MBB chứng kiến tăng trưởng ấn tượng trong vài năm gần đây nhờ tận dụng tốt nhóm khách hàng doanh nghiệp trong hệ sinh thái quân đội. Chúng tôi cho rằng đây là một nguồn thu bền vững của MBB khi đến hơn 70% đến từ việc arbitrage và chỉ khoảng 20% là hoạt động trading với rủi ro cao hơn.
- **Dịch vụ thanh toán:** Hoạt động thanh toán chưa có sự tăng trưởng mạnh tương ứng so với lợi thế cơ sở KH lớn mà MBB đang có. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể duy trì mức tăng trưởng ổn định như các năm qua, tuy nhiên về dài hạn, chúng tôi sẽ cần thêm thời gian theo dõi sự biến chuyển trong chiến lược của MBB.

**Biểu đồ 19: Chi phí huy động bình quân các công ty TCTD**



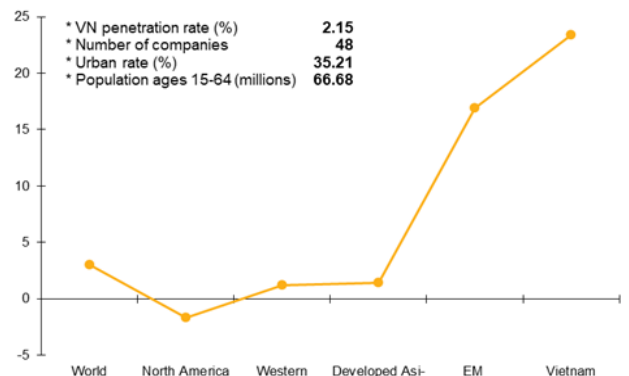
Nguồn: MBB; VPB; HDB; KBSV Research

**Biểu đồ 20: Thay đổi doanh thu các hoạt động ngoài lãi**



Nguồn: MBB; KBSV Research

**Biểu đồ 21: Tiềm năng ngành bảo hiểm Việt Nam**



Nguồn: EY report on Global insurance trend 2018, World Bank, KBSV Research

**Quan điểm thận trọng và chắc chắn vẫn xoay quanh mọi quyết định kinh doanh, giúp MBB trở thành một**

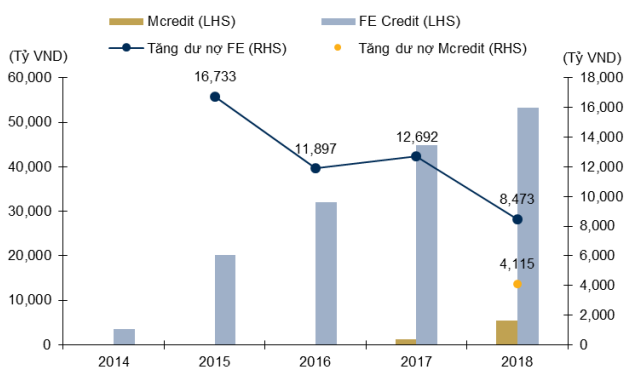
Dù chiến lược có phần mạnh mẽ hơn trong thời gian gần đây, nhưng chúng tôi cho rằng sự thận trọng vẫn xoay quanh mọi quyết định kinh doanh của

**trong những ngân hàng an toàn nhất hệ thống**

MBB, thể hiện qua:

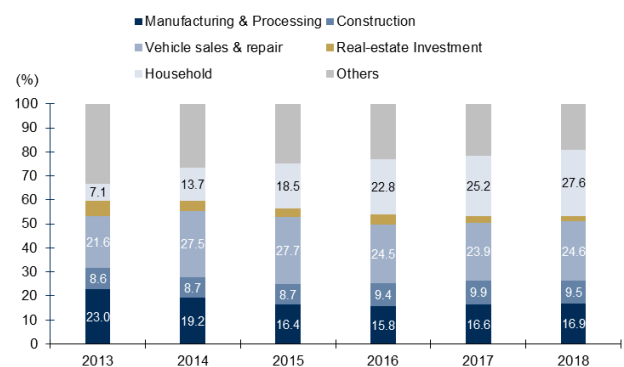
- **MCredit:** Kế hoạch 2019 là tăng gấp đôi dư nợ tại FE Credit, tuy nhiên so sánh tương quan với FE Credit thì mức tăng tuyệt đối về quy mô vẫn khá thấp, đặc biệt trong giai đoạn đầu thâm nhập thị trường. Về đối tượng và thị trường mục tiêu, trong khi FE Credit triển khai mạnh ở khu vực nông thôn, các tỉnh, thành ngoài Hà Nội, HCM thì MCredit tập trung phần lớn chỉ ở 2 tỉnh thành này. Chúng tôi cho rằng đây là khu vực có độ rủi ro thấp hơn nhờ mức tín nhiệm và khả năng kiểm soát khoản vay tốt hơn, cùng với việc các khoản cho vay của MCredit đang tập trung lớn vào các sản phẩm xe máy, điện thoại, điện máy, phân khúc ít rủi ro hơn cho vay tiền mặt không rõ mục đích. Cuối cùng, cách thức xét duyệt khoản cho vay của MCredit cũng đang chặt chẽ hơn các đối thủ khác giúp rủi ro nợ xấu được giảm thiểu.
- **Phân bổ tín dụng:** Dù cho vay mua nhà để ở đang là một trong những động lực chính cho tăng trưởng nhưng tỷ trọng đóng góp của phân khúc này vẫn được duy trì ở mức an toàn. Bên cạnh đó, tỷ trọng tín dụng trực tiếp cho đầu tư BĐS cũng ở mức thấp và dần thu hẹp (Biểu đồ 23), trong khi phân bổ chính vẫn cho các ngành nghề về chế biến, chế tạo, kinh doanh ô tô, xe máy và các hộ kinh doanh phân khúc SMEs.
- **Đa dạng hóa nguồn thu:** MBB không phải ngoại lệ trong xu thế chung của ngành ngân hàng Việt Nam là đa dạng sang các nguồn thu ngoài lãi, giảm phụ thuộc vào tín dụng vốn nhạy cảm với diễn biến kinh tế. Hiện MBB đang sở hữu nhiều nguồn thu ngoài lãi khá bền vững như bảo hiểm, ngoại hối, thanh toán và chứng khoán. Chúng tôi cho rằng các mảng này sẽ được phát triển đồng đều trong năm 2019 bên cạnh tăng trưởng tín dụng.

**Biểu đồ 22: So sánh quy mô dư nợ MCredit và FE Credit**



Nguồn: MBB; VPB; KBSV Research

**Biểu đồ 23: Phân bổ tín dụng theo ngành nghề**



Nguồn: MBB; KBSV Research

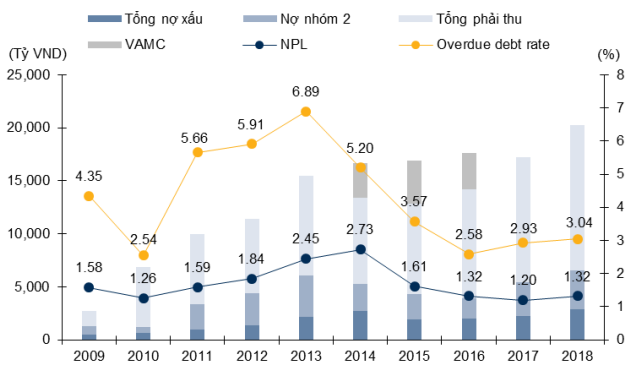
## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Chất lượng tài sản

#### Chưa có nhiều dấu hiệu rủi ro trong chất lượng tài sản tại MBB

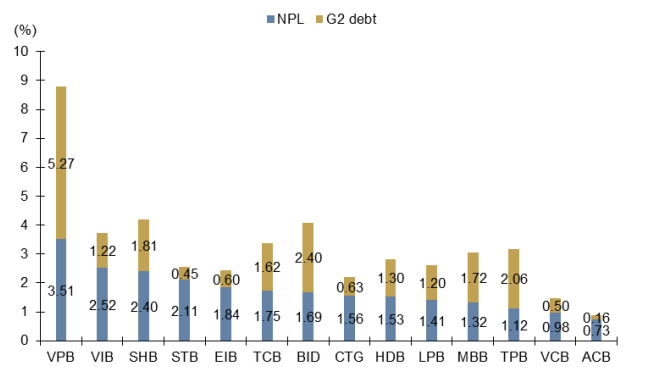
Nhìn chung, dù tỷ lệ tổng TS có vấn đề/Tổng dư nợ chỉ đang ở mức TB ngành, nhưng cho thấy xu hướng cải thiện rõ rệt từ sau năm 2012. Cụ thể, dù tăng nhẹ trở lại trong năm 2018 lên 1.32%, NPL của MBB vẫn được kiểm soát ở mức an toàn so với TB ngành. Việc trích lập hoàn toàn cho khoản trái phiếu VAMC trong năm 2017 sẽ giảm phần nào áp lực lên chi phí trong tương lai cũng như giữ tỷ lệ tài sản có vấn đề ở mức vừa phải. Bên cạnh đó, mặc dù tỷ lệ nợ quá hạn/tổng dư nợ tăng dần từ năm 2016, tuy nhiên có thể lý giải bởi việc đẩy mạnh cho vay BĐS cũng như cho vay tín chấp và mức tăng không quá đáng kể.

Biểu đồ 24: Tình hình tài sản có vấn đề tại MBB



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 25: So sánh nợ xấu ngành ngân hàng

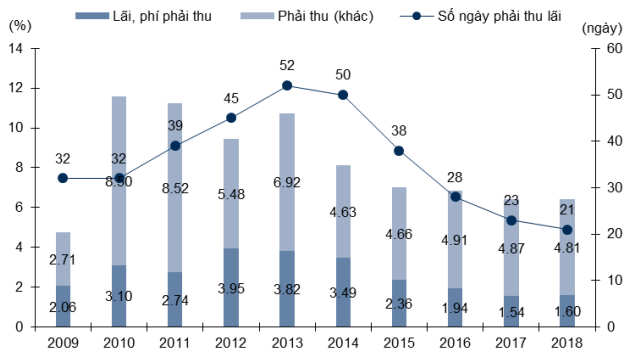


Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Chất lượng các khoản lãi, phí phải thu cũng liên tục được cải thiện với số ngày thu lãi, phí đã giảm từ 52 ngày năm 2013 xuống chỉ còn hơn 20 ngày trong năm 2018, đây là một mức khá tốt so với trung bình hệ thống và tương đương tiêu chí kỳ hạn của nợ nhóm 2. Ngoài ra, tỷ lệ các khoản phải thu này so với tổng dư nợ (1.6%) và so với thu nhập lãi thuần (23.51%) đều thấp hơn khá nhiều so với các ngân hàng khác và đều nằm ở mức khá an toàn, giúp giảm thiểu đáng kể tác động tiêu cực trong trường hợp nền kinh tế gặp khó khăn.

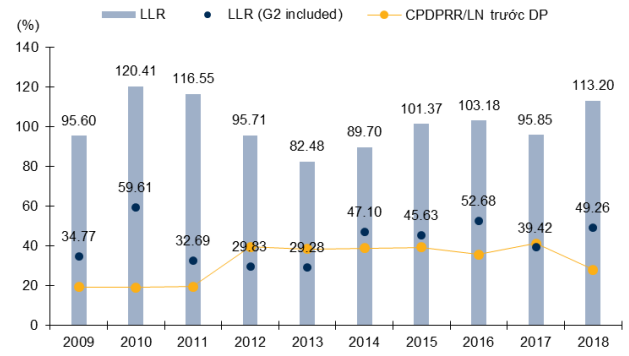
Bên cạnh đó, MBB cũng luôn dự trữ ra một khoản trích lập so với nợ xấu khá lớn hàng năm (LLR luôn dao động quanh 100%), điều này sẽ giảm những rủi ro về lợi nhuận trong tương lai trong điều kiện khả năng thu hồi nợ xấu của ngân hàng không quá tốt so với TB ngành. Chúng tôi cho rằng với định hướng kinh doanh vẫn luôn đề cao yếu tố an toàn, sẽ không có sự thay đổi qua đáng kể về các chỉ tiêu chất lượng tài sản, kể cả khi khẩu vị rủi ro dần được nâng cao.

Biểu đồ 26: Thay đổi các khoản phải thu



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 27: Tỷ lệ trích lập và bao phủ nợ xấu



Nguồn: MBB; KBSV Research

### An toàn vốn

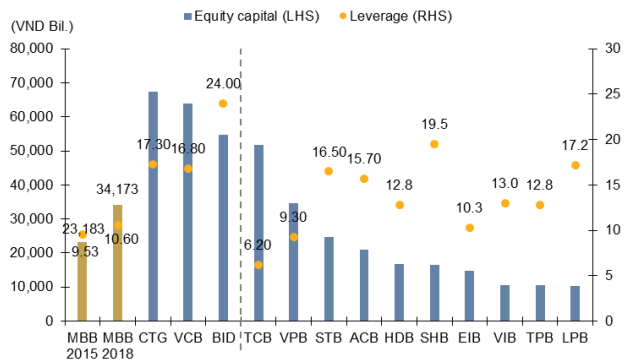
**MBB không gặp áp lực quá lớn về cơ sở vốn, đặc biệt khi dự địa huy động mới còn nhiều**

MBB thuộc một trong số ít các ngân hàng tại Việt Nam duy trì tỷ lệ đòn bẩy vốn khá an toàn (cuối năm 2018 là 10.6x) và hệ số an toàn vốn khá cao dù quy mô vốn chủ chưa cần tăng quá mạnh. Có thể thấy từ biểu đồ, CAR tính theo TT36 rất ổn định qua các năm và luôn ở mức cao khoảng 12%, trong khi vốn tăng thêm phần lớn đến từ lợi nhuận giữ lại, chứng tỏ khả năng kiểm soát tăng trưởng tín dụng đi kèm với hiệu quả sinh lời của MBB rất tốt.

CAR theo ước tính của ngân hàng cuối năm 2018 là khoảng 9.6% (tính theo Basel II). Đây là mức được tính trong trường hợp MBB hoàn tất mua lại toàn bộ 108 triệu cổ phiếu quỹ như kế hoạch (tương đương khoảng 5% tổng KL cổ phiếu đang lưu hành), cho thấy ngân hàng đang gần như không gặp áp lực về tăng vốn.

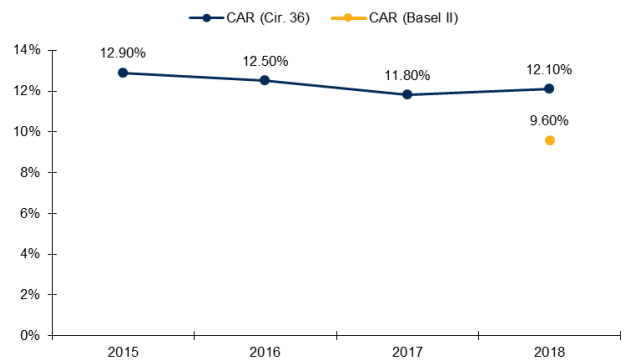
Chưa kể, hiện tỷ lệ sở hữu của khối ngoại tại MBB đang tạm thời khóa tại 20%, cách khá xa trần cho phép của NHNN là 30%. Điều này sẽ tạo thêm một kế hoạch dự phòng khá tốt cho MBB trong trường hợp ngân hàng này có nhu cầu phải tăng vốn.

Biểu đồ 28: So sánh quy mô vốn CSH và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 29: Hệ số an toàn vốn tại MBB



Nguồn: MBB; KBSV Research

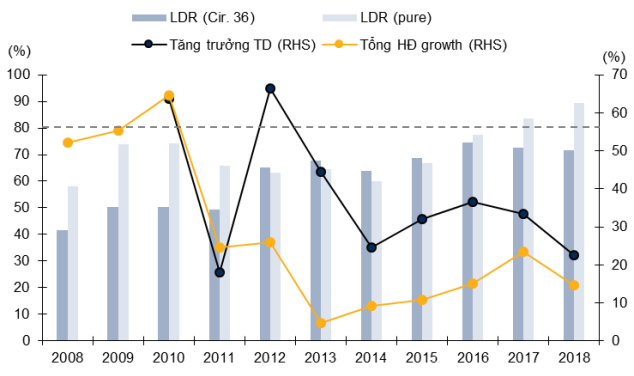
### Khả năng thanh khoản

Mặc dù tăng trong năm 2017 nhưng nhìn chung tỷ trọng nắm giữ các tài sản có thanh khoản cao, khả năng sinh lời thấp tại MBB đã trong xu hướng giảm liên tục trong nhiều năm và đang ở mức 33.4% thời điểm cuối 2018. Đây vẫn

là một mức cao so với ngành, chứng tỏ tâm thế đề cao sự an toàn tại MBB, nhưng việc dịch chuyển dần sang tín dụng và các kênh đầu tư khác cũng ngày càng được đẩy mạnh hơn và điều này sẽ là tín hiệu tích cực về việc gia tăng khả năng sinh lời của MBB.

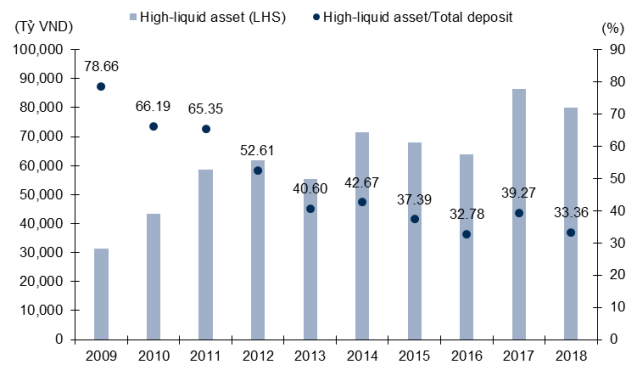
Xu hướng trái chiều của LDR theo TT36 và LDR thuần trong 3 năm gần đây (Biểu đồ 30) một lần nữa xác nhận phân tích của chúng tôi về việc gia tăng độ chấp nhận rủi ro tại MBB nhưng tính thận trọng vẫn luôn được ưu tiên hàng đầu.

Biểu đồ 30: Thay đổi tỷ lệ LDR



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 31: Tình hình tài sản có thanh khoản tốt



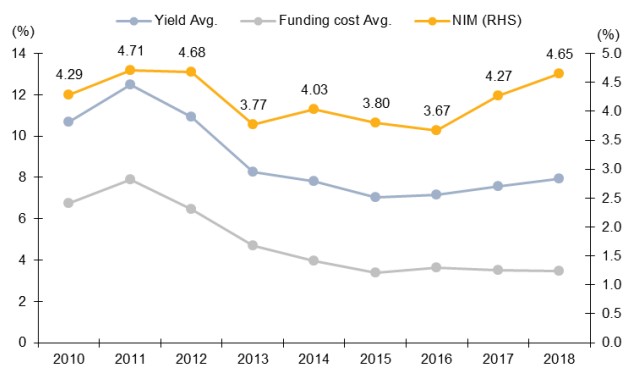
Nguồn: MBB; KBSV Research

**Khả năng sinh lời**

NIM là một trong những yếu tố tác động mạnh hàng đầu tới khả năng sinh lời của một ngân hàng. Do đó việc MBB sở hữu tỷ lệ NIM rất cao trong ngành nhờ tận dụng tốt lợi thế nguồn vốn rẻ là một nhân tố quan trọng cho thấy khả năng sinh lời tại ngân hàng này. NIM đã tăng mạnh trong 2 năm gần đây từ 3.67% (2016) lên 4.65% (2018). 2 yếu tố chính hỗ trợ NIM là: 1) Giảm dần tỷ trọng các tài sản an toàn nhằm tăng phân bổ cho tín dụng; 2) Lãi suất cho vay bình quân tăng nhờ đẩy mạnh cho vay tiêu dùng, hướng đến khách hàng cá nhân và nhóm doanh nghiệp SMEs.

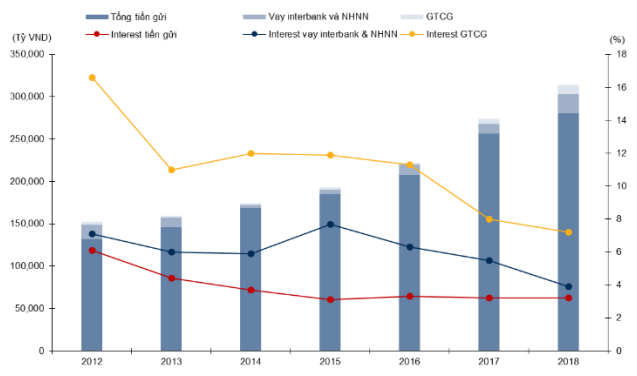
Như đã đề cập ở trên, chúng tôi đánh giá NIM vẫn còn dư địa mở rộng dựa trên nền tảng chi phí vốn thấp và bền vững (Biểu đồ 33)

Biểu đồ 32: Thay đổi NIM



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 33: Thay đổi cơ cấu và chi phí huy động



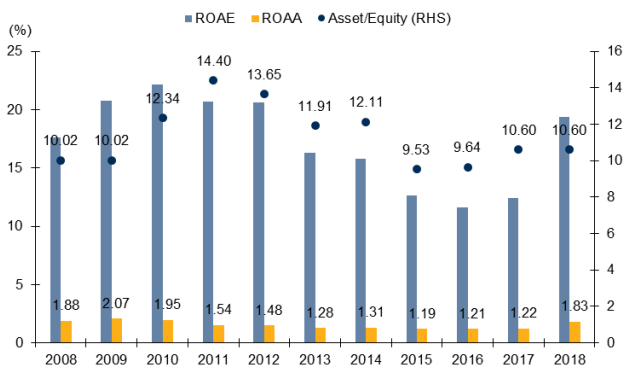
Nguồn: MBB; KBSV Research



Sau nhiều năm dao động quanh mức 12-15% và 1.2-1.3%, ROE và ROA đều bật tăng mạnh trong năm 2018, lần lượt đạt 19.41% và 1.83%, đưa MBB vào top đầu ngành về khả năng sinh lời trên vốn chủ. Điều này đạt được nhờ 2 động lực chính: 1) NII và Non-NII đều tăng mạnh giúp TOI tăng TB 40% trong 2 năm gần đây; 2) Ảnh hưởng của chi phí dự phòng giảm mạnh trong năm 2018 nhờ không còn áp lực trích lập đối với TP VAMC và khả năng thu hồi nợ xấu diễn biến tích cực.

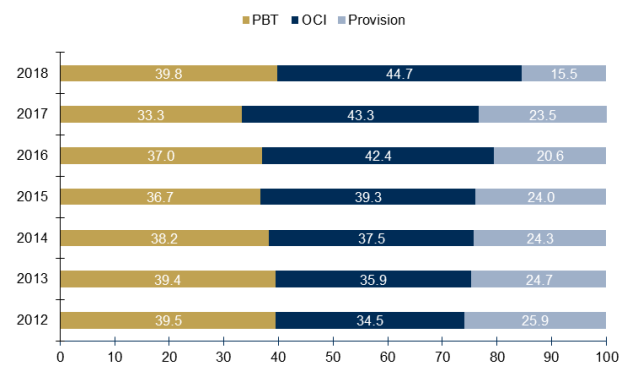
Mặc dù chi phí hoạt động tiếp tục gia tăng nhanh dẫn đến CIR tăng do MBB đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng các nguồn thu ngoài lãi, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt cùng với việc áp dụng trích lập giảm sẽ giúp ROE của MBB tiếp tục được cải thiện trong năm 2019.

Biểu đồ 34: Thay đổi khả năng sinh lời



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 35: Cơ cấu LNTT

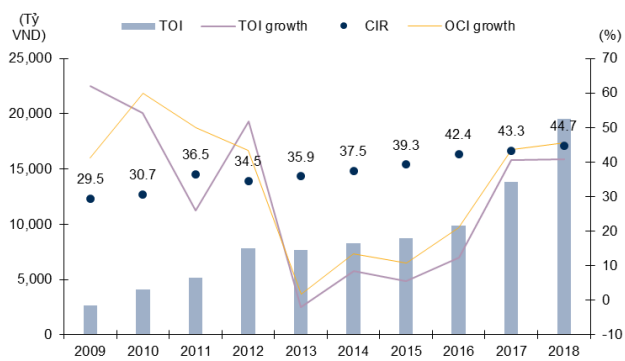


Nguồn: MBB; KBSV Research

**Cập nhật KQKD 2018**

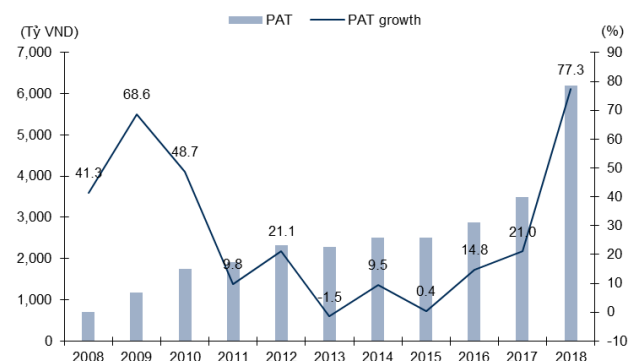
Kết thúc năm 2018, LNST của ngân hàng đạt 6,189.9 tỷ VND, đạt mức tăng trưởng yoy cao nhất trong 10 năm gần đây với 77.3%. MBB đạt được mức tăng trưởng kỷ lục này nhờ: 1) TOI duy trì mức tăng trưởng mạnh 40% yoy giống như năm 2017 với NII tăng trưởng ổn định và Non-NII tăng đột biến 87.1% yoy; 2) Chi phí dự phòng không tăng (thậm chí giảm nhẹ 6.6%); 3) Kiểm soát tốt chi phí hoạt động không tăng quá mạnh dù mở rộng các hoạt động ngoài lãi đòi hỏi chi phí nhân sự cao.

Biểu đồ 36: Các chỉ số hoạt động của MBB



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 37: Thay đổi LNST

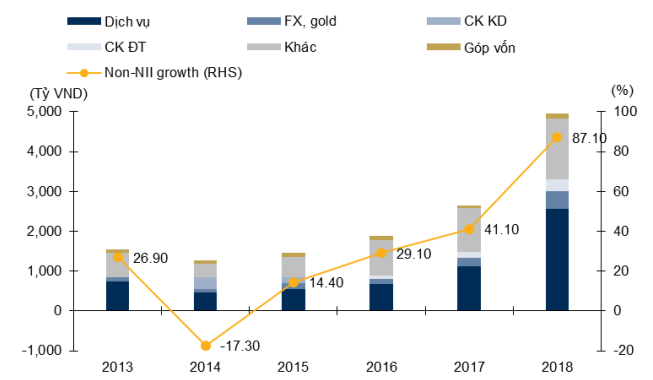


Nguồn: MBB; KBSV Research

Cụ thể hơn:

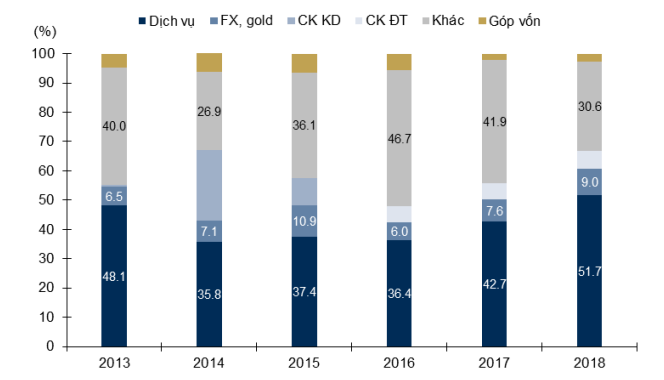
- **NII:** Tăng trưởng tín dụng tính cả phần TPĐN đạt 22.5%, NIM tăng 38 bps đạt 4.65% chủ yếu nhờ mở rộng cho vay bán lẻ, từ đó NII tăng mạnh 30%. MCredit có quy mô dư nợ tăng hơn 3 lần trong năm 2018 đạt 5,430 tỷ VND; NIM khoảng 30% và LNST khoảng 300 tỷ VND.
- **Non-NII:** Non-NII tăng đột biến đến 87.1% trong năm 2018 với sự cải thiện trên tất cả các phân khúc: Lãi dịch vụ tăng 127% yoy; Dịch vụ ngoại hối tăng 120% yoy; Đầu tư và kinh doanh chứng khoán tăng mạnh lần lượt đạt 37% và 108%, trong đó lãi CKKD đến từ việc tắt toán lợi nhuận khi lợi suất TP giảm mạnh trong năm 2018; Lãi khác tăng 109% nhờ công tác thu hồi nợ xấu tiếp tục cải thiện.
- **CIR:** CIR tiếp tục đà tăng trong 5 năm gần đây, đạt 44.7% vào năm 2018. Đóng góp chính trong chi phí hoạt động vẫn là chi phí cho nhân viên với gần 60%. Việc CIR liên tục gia tăng do MBB đang đẩy mạnh hệ thống phân phối, không chỉ đối với hoạt động tín dụng cốt lõi, mà còn phục vụ mảng tài chính tiêu dùng tại MCredit và bán chéo bảo hiểm với MB Ageas. Dù đây là một cách lý giải hợp lý nhưng nhìn chung xu hướng CIR của MBB đang đi ngược lại so với một số đối thủ chính, chúng tôi cho rằng khả năng ứng dụng các công nghệ và quy trình hiện đại vào vận hành hoạt động của MBB vẫn còn khá yếu. Trong dài hạn, đây có thể là một điểm bất lợi khiến ngân hàng trở nên kém hấp dẫn hơn với các đối thủ có thể mạnh công nghệ như VPB, TCB hay VIB.

Biểu đồ 38: Biến động thu nhập ngoài lãi



Nguồn: MBB; KBSV Research

Biểu đồ 39: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



Nguồn: MBB; KBSV Research

## DỰ PHÓNG KQKD 2019 & ĐỊNH GIÁ

### Tổng hợp triển vọng

Các tín hiệu tích cực hơn trong chiến lược kinh doanh năm vừa qua chúng tôi cho rằng có đóng góp lớn từ CEO mới của ngân hàng, ông Lưu Trung Thái, một lãnh đạo hiếm hoi trong lịch sử MBB không xuất thân từ quân đội. Dựa trên kỳ vọng đó, chúng tôi cho rằng MBB có thể tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tín dụng cao như 2 năm qua, từ đó tận dụng hiệu quả hơn lợi thế về chi phí vốn thấp để mở rộng NIM và cải thiện ROE.

Bên cạnh đó, sau khi thoái vốn khỏi các hoạt động không hiệu quả như MB Land (2018), MBB sẽ tập trung phát triển các hoạt động ngoài lõi có tiềm năng tăng trưởng cũng như lợi thế rõ ràng hơn. Trong đó, kỳ vọng lớn nhất của chúng tôi sẽ là tăng trưởng ở mảng bảo hiểm nhân thọ với liên doanh MB Ageas có thể đạt mức hòa vốn trong năm nay và là nguồn lợi nhuận lớn cho ngân hàng trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, dù quy mô không quá lớn nhưng với những lợi thế nhất định về chi phí vốn cũng như kênh phân phối, chúng tôi cho rằng đóng góp của MCredit vào lợi nhuận cũng như việc mở rộng NIM của ngân hàng sẽ dần tăng lên.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng chất lượng TS và lợi thế về cơ sở khách hàng lớn chính là những điểm mạnh nhất có thể giúp MBB bứt phá, tuy nhiên, việc ngân hàng có tận dụng được lợi thế này hay không vẫn cần thời gian theo dõi để đánh giá sự chuyển biến nêu trên có thể duy trì lâu dài hay không. Một điểm nữa có thể tạo ra “chất xúc tác” mới cho ngân hàng là cơ hội từ sự tham gia của Nhà đầu tư chiến lược Nước ngoài, khi room cho khối ngoại tại ngân hàng vẫn còn đến 10%. Sự ổn định hơn của thị trường chứng khoán có thể tạo nên kỳ vọng về những đợt thoái vốn tiếp theo.

### Dự phóng KQKD 2019

Về tình hình vĩ mô, chúng tôi vẫn giữ quan điểm kinh tế Việt Nam sẽ giữ đà tăng trưởng tốt trong năm 2019, từ đó là tiền đề để tin rằng tăng trưởng tín dụng tiếp tục được duy trì, đặc biệt tại các ngân hàng đáp ứng tốt các tiêu chuẩn về vốn.

Với cơ cấu tín dụng được duy trì khá ổn định cùng với mức tăng trưởng quy mô tài sản và hiệu quả sinh lời, MBB chưa chịu áp lực quá lớn về quy định vốn theo Basel II, đặc biệt đối với các khoản cho vay BĐS và chứng khoán có hệ số rủi ro cao hơn nhưng ngân hàng duy trì tỷ trọng khá hợp lý và tạo dư địa tăng trưởng cho các năm tiếp theo.

- **Cá nhân:** Hiện BĐS là phân khúc dẫn dắt chính tăng trưởng dư nợ tại nhóm KH cá nhân và chiếm khoảng 18% tổng dư nợ 2018. Với CAR theo Basel II ước tính đang ở mức 9.6%, hệ số rủi ro cho vay BĐS tăng lên 200% từ năm 2019, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng dư nợ BĐS 30% vẫn sẽ đảm bảo khả năng an toàn vốn cho MBB trong năm nay, trong đó đối tượng chính vẫn sẽ là các khách hàng thuộc hệ sinh thái quân đội. Giả định của chúng tôi tín dụng BĐS tiếp tục chiếm 50% cơ cấu tín dụng cho vay cá nhân tại NH mẹ, từ đó kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cá nhân riêng NH mẹ có thể đạt 30% năm 2019. Ngoài ra, dư nợ tại công ty CK MBS có thể duy trì khoảng

trên 2,000 tỷ VND (khó bứt phá do điều kiện thị trường không sôi động như năm 2017 và đầu 2018); dư nợ tại MCredit có thể tăng gấp đôi đạt khoảng 11,000 tỷ VND (Kế hoạch của MCredit trong năm 2019 là tăng số POS từ 650 lên 1800, tuy nhiên địa bàn hoạt động vẫn chỉ giới hạn tại Hà Nội, HCM nên chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng dư nợ trên là hợp lý và khả thi).

- **Doanh nghiệp:** Chúng tôi cho rằng nhóm khách hàng DN tư nhân tiếp tục duy trì vai trò chính trong phân khúc này với mức tăng trưởng khoảng 10 – 15%, tập trung chính vào nhóm sản xuất công nghiệp. Bên cạnh đó, nhóm DN Nhà nước sẽ chỉ duy trì hoặc tăng trưởng nhẹ ở mức tỷ trọng như hiện tại.

Tổng hợp lại, chúng tôi cho rằng MBB có thể đạt tăng trưởng cho vay khách hàng ở mức khoảng 19.2% trong năm 2019. Các giả định khác bao gồm:

#### **Tổng cho vay KH tăng trưởng 19.2%**

Chúng tôi dự phóng tổng cho vay KH có thể đạt mức tăng trưởng khoảng 19.2% yoy với sự cải thiện đến từ phân khúc cá nhân và các ngành nghề ngân hàng đang có thể mạnh.

#### **NIM tăng nhẹ khoảng 10 bps, đạt 4.75%**

Chúng tôi cho rằng MBB vẫn còn dư địa nâng lãi suất đầu ra khi so sánh tương quan mức lãi suất hiện nay giữa các ngân hàng. Kết hợp với sự cải thiện tỷ trọng cho vay KH/Tổng TS sinh lãi từ 64% lên 66%, NIM được dự phóng tăng nhẹ khoảng 10 bps.

#### **Non-NII tiếp tục tăng trưởng cao, dù không đạt được mức đột biến như năm 2018**

Chúng tôi dự phóng Non-NII có thể đạt mức tăng trưởng hơn 22% so với mức cơ sở cao của năm 2018. Trong đó, thứ tự đóng góp lần lượt là bảo hiểm, thu hồi nợ xấu, thanh toán, ngoại hối.

#### **CIR tiếp tục tăng nhẹ do chi phí phát triển kênh phân phối vẫn ở mức cao**

Chúng tôi không đánh giá cao khả năng ứng dụng công nghệ trong vận hành cũng như các sản phẩm giao dịch của MBB. Do đó, với yếu cầu đẩy mạnh hệ thống phân phối, các chi phí cho nhân viên sẽ tiếp tục tăng mạnh, đẩy CIR tăng nhẹ lên 45% trong năm 2019

#### **Chi phí dự phòng được duy trì thấp**

Dựa trên dự phóng về diễn biến nợ xấu cũng như tỷ lệ trích lập, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2019, đạt 3,261 tỷ VND.

Với những giả định đã đưa ra, chúng tôi dự phóng LNST của MBB trong năm 2019 đạt 8,196 tỷ VND, tăng 32.4% yoy, ROE tiếp tục được cải thiện từ 19.41% năm 2018 lên 21.4% năm 2019.

### **Định giá**

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý của MBB.

Kết hợp các dự phòng bên trên với giả định ngân hàng không huy động thêm vốn mới từ bên ngoài, BVPS dự phóng đến cuối năm khoảng 19,611 VND/cp, tương đương P/B leading = 1.14x. Đây là một mức định giá có thể nói hấp dẫn nhất ngành ngân hàng hiện nay xét trên quan điểm đầu tư dài hạn, khi P/B trung bình ngành ngân hàng Việt Nam đang khoảng 1.7x và P/B theo kỳ vọng

dài hạn của chúng tôi là 2x. Ngoài ra, khi so sánh tương quan với các ngân hàng cùng quy mô ở một số thị trường mới nổi khác, chúng tôi nhận thấy P/B của MBB cũng đang thấp hơn tương đối nếu xét thêm tiêu chí về ROE cũng như tốc độ tăng trưởng EPS trung bình 5 năm gần đây. Nếu điều chỉnh dựa trên tương quan này, giá cổ phiếu MBB có thể nhận mức premium khoảng 20% so với hiện tại.

Dù trên danh nghĩa thuộc nhóm ngân hàng tư nhân, chúng tôi cho rằng MBB là ngân hàng có những lợi thế đặc thù của một ngân hàng nhà nước với chất lượng tài sản thuộc nhóm đầu. Do đó, MBB xứng đáng với mức định giá cao hơn dựa trên mức giá thị trường đã giành cho một ngân hàng tương tự là VCB (P/B đạt 3.67x). Tuy vậy trong thời gian ngắn là 1 năm sắp tới, chúng tôi chỉ kỳ vọng mức P/B hợp lý khoảng 1.5x do yếu tố rủi ro thị trường, tương đương mức giá hợp lý khoảng 29,400 VND/cp, cao hơn 31% so với thời điểm định giá.

Bảng 2: Tổng hợp chỉ số chính các ngân hàng cùng quy mô với MBB

| Ticker               | Name                                | Mkt Cap (VND)     | ROE (%)      | P/B trailing | Diluted EPS (5Y Avg. growth) | P/E         | P/B Forward |
|----------------------|-------------------------------------|-------------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|
| BNLI IJ Equity       | BANK PERMATA TBK PT                 | 47,447,040        | 4.10         | 1.3          | n/a                          | 31.73       |             |
| BEKN SW Equity       | BERNER KANTONALBANK AG-REG          | 48,637,239        | 4.12         | 0.8          | -0.38                        | 15.14       |             |
| NBF UH Equity        | NATIONAL BANK OF FUJAIRAH           | 49,862,555        | 12.79        | 1.7          | 11.43                        | 13.59       |             |
| BTPN IJ Equity       | BANK TABUNGAN PENSIUNAN NASL        | 50,139,287        | 11.71        | 1.2          | n/a                          | 10.85       |             |
| ALR PW Equity        | ALIOR BANK SA                       | 46,738,044        | 10.15        | 1.2          | 29.77                        | 11.20       |             |
| TLV RO Equity        | BANCA TRANSILVANIA SA               | 50,866,124        | 21.75        | 1.2          | n/a                          | 6.17        |             |
| LLBN SW Equity       | LIECHTENSTEIN LANDESBANK            | 46,576,708        | 5.19         | 1.1          | 49.39                        | 20.78       |             |
| TUB GR Equity        | HSBC TRINKAUS & BURKHARDT AG        | 50,303,476        | 5.19         | 0.9          | n/a                          | 17.02       |             |
| BRD RO Equity        | BRD-GROUPE SOCIETE GENERALE         | 46,253,450        | 20.87        | 1.1          | n/a                          | 6.19        |             |
| MCBG MP Equity       | MCB GROUP LTD                       | 45,971,643        | 15.59        | 1.3          | 13.26                        | 8.58        |             |
| TISCO TB Equity      | TISCO FINANCIAL GROUP PCL           | 51,057,962        | 19.04        | 1.8          | 16.90                        | 10.01       |             |
| FB IN Equity         | FEDERAL BANK LTD                    | 52,955,284        | 8.82         | 1.3          | 8.71                         | 16.61       |             |
| ZENITHBA NL Equity   | ZENITH BANK PLC                     | 52,395,059        | 22.58        | 1.0          | 16.76                        | 4.44        |             |
| <b>MBB VN Equity</b> | <b>MILITARY COMMERCIAL JOINT</b>    | <b>47,637,953</b> | <b>19.41</b> | <b>1.4</b>   | <b>53.62</b>                 | <b>7.79</b> | <b>1.14</b> |
| <b>Vietnam banks</b> |                                     |                   |              |              |                              |             |             |
| VPB VN Equity        | VIETNAM PROSPERITY JSC BANK         | 52,328,740        | 22.63        | 1.5          | 26.97                        | 7.13        | 1.23        |
| ACB VN Equity        | ASIA COMMERCIAL BANK                | 38,412,686        | 27.73        | 1.8          | 39.59                        | 7.48        | 1.43        |
| HDB VN Equity        | HDBANK                              | 30,067,643        | 19.13        | 1.9          |                              | 10.58       | 1.72        |
| STB VN Equity        | SAIGON THUONG TIN COMMERCIAL        | 23,086,764        | 7.48         | 0.9          | -7.63                        | 12.90       | 0.86        |
| EIB VN Equity        | VIETNAM EXPORT-IMPORT COMMER        | 21,515,076        | 4.52         | 1.4          | 25.85                        | 32.57       | 1.44        |
| TPB VN Equity        | TIEN PHONG COMMERCIAL JOINT         | 17,862,036        | 21.19        | 1.7          |                              | 9.13        | 1.11        |
| VIB VN Equity        | VIETNAM INTERNATIONAL JSB           | 14,204,136        | 12.83        | 1.7          |                              | 13.32       | 1.39        |
| TCB VN Equity        | VIETNAM TECHNOLOGICAL & COMM        | 95,981,455        | 21.52        | 1.9          |                              | 11.04       | 1.54        |
| VCB VN Equity        | JSB FOR FOREIGN TRADE VIETNAM       | 232,546,620       | 25.18        | 3.5          |                              | 15.49       | 3.02        |
| BID VN Equity        | BANK FOR INVESTMENT AND DEVELOPMENT | 118,800,362       | 14.57        | 2.3          |                              | 16.15       | 1.90        |
| CTGVN Equity         | VIETNAM BANK FOR INDUSTRY AND TRADE | 79,309            | 8.27         | 1.2          |                              | 14.63       | 1.11        |

Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

Cho kỳ vọng dài hơn cũng như để phản ánh những rủi ro hệ thống trong trong thời gian sắp tới, chúng tôi kết hợp thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư. Mức giá hợp lý đạt khoảng 28,200 VND/cp, cao hơn khoảng 25.6% mức giá thị trường tại thời điểm định giá.

Bảng 3: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

| Tỷ VND                             | 2019F           | 2020F    | 2021F     |
|------------------------------------|-----------------|----------|-----------|
| Lợi nhuận sau thuế                 | 8,196.00        | 9,051.00 | 10,465.00 |
| Lợi nhuận thặng dư                 | 2,721.51        | 2,263.51 | 2,227.54  |
| Chi phí vốn R                      | 16.02%          |          |           |
| g                                  | 5.00%           |          |           |
| Terminal value                     | 21,224.29       |          |           |
| Tổng giá trị hiện tại (PV)         | 60,850.80       |          |           |
| <b>Giá trị hợp lý MBB (VND/cp)</b> | <b>28,165.8</b> |          |           |

Nguồn: KBSV Research

## RỦI RO & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

---

Chúng tôi cho rằng 3 rủi ro lớn nhất mà MBB sẽ phải đối mặt trong thời gian sắp tới bao gồm:

- **Rủi ro vĩ mô:** Nhiều dấu hiệu cho thấy kinh tế Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng muộn của chu kỳ hồi phục như trong báo cáo về triển vọng kinh tế 2019 của KBSV. Kinh tế đảo chiều có thể coi là rủi ro lớn nhất đối với ngành ngân hàng trên thế giới nói chung và tại Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro cho MBB sẽ phần nào được hạn chế khi ngân hàng có cơ sở vốn khá vững chắc và có đã xây dựng được một quy trình quản trị rủi ro tín dụng khá nghiêm ngặt.
- **Rủi ro nợ xấu:** Sự chuyển dịch mạnh sang phân khúc bán lẻ với cho vay mua nhà, ô tô, thẻ tín dụng và đặc biệt là tín dụng tiêu dùng tín chấp sẽ khiến rủi ro nợ xấu của MBB gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng về tổng thể ngân hàng vẫn đặt yếu tố thận trọng lên hàng đầu nên ảnh hưởng từ những phân khúc nêu trên sẽ không quá lớn trong điều kiện kinh tế đảo chiều khiến nợ xấu phát sinh.
- **Rủi ro thoái vốn:** Nhiều dấu hiệu cho thấy cổ đông lớn là VCB đang cố gắng thoái nốt khoảng 5% cổ phần còn lại tại MBB. Tuy rằng điều này không gây quá nhiều ảnh hưởng đến các yếu tố nội tại tại MBB nhưng cũng tạo ra tâm lý tiêu cực nhất định trong ngắn hạn đối với thị trường. Chúng tôi cho rằng về trung và dài hạn, đây không phải một rủi ro đáng kể đối với ngân hàng.

Trong đó, rủi ro chu kỳ vĩ mô dẫn đến rủi ro hệ thống là rủi ro lớn nhất đối với MBB. Hiện lợi suất từ cổ tức của MBB khoảng 3%/năm trên giá thị trường, gần tương đương mức lạm phát hàng năm tại Việt Nam, kết hợp với mức định giá tương đối đang thấp hơn nhiều TB ngành như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng MBB là cổ phiếu có khả năng đảm bảo an toàn vốn khá tốt cho NĐT.

Trên quan điểm đầu tư, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MBB cho cả ngắn và dài hạn, dựa trên mức định giá hấp dẫn khi đặt trên cả 2 mức kỳ hạn này, cũng như đánh giá khả năng ngân hàng có thể đứng vững trước những rủi ro vĩ mô có thể xảy ra trong 2 – 3 năm tới và tiềm năng tăng trưởng tốt về dài hạn.

## PHỤ LỤC

### Bảng cân đối kế toán

| (Tỷ VND)  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       |
|---|------------|------------|------------|------------|
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>                                 | 221,041.99 | 256,258.50 | 313,877.83 | 362,361.09 |
| Tiền mặt, vàng bạc, đá quý                          | 1,235.66   | 1,519.95   | 1,842.03   | 1,736.57   |
| Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam            | 8,181.89   | 10,002.48  | 6,683.68   | 10,548.08  |
| Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác | 28,658.95  | 26,952.80  | 53,497.40  | 45,061.63  |
| Tiền gửi tại các TCTD khác                          | 17,784.95  | 12,885.09  | 38,765.36  | 35,363.43  |
| Cho vay các TCTD khác                               | 11,143.00  | 14,263.92  | 14,928.04  | 9,894.20   |
| Dự phòng rủi ro                                     | -269.00    | -196.22    | -196.00    | -196.00    |
| Chứng khoán kinh doanh                              | 3,469.07   | 926.00     | 2,804.53   | 577.67     |
| Chứng khoán kinh doanh                              | 3,614.31   | 1,060.67   | 2,839.96   | 684.04     |
| Dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh            | -145.24    | -134.67    | -35.44     | -106.36    |
| Các công cụ tài chính phái sinh                     | 96.44      | 53.42      | 121.59     | 36.03      |
| <b>Cho vay khách hàng</b>                           | 119,372.25 | 148,687.39 | 182,062.46 | 211,474.95 |
| Cho vay khách hàng                                  | 121,348.63 | 150,737.70 | 184,188.14 | 214,685.96 |
| Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng                  | -1,976.38  | -2,050.31  | -2,125.68  | -3,211.01  |
| <b>Hoạt động mua nợ</b>                             | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Mua nợ  | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Dự phòng rủi ro hoạt động mua nợ                    | 221,041.99 | 256,258.50 | 313,877.83 | 362,361.09 |
| Chứng khoán đầu tư                                  | 46,760.20  | 53,285.92  | 50,677.07  | 73,833.56  |
| Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán                  | 39,513.03  | 46,225.52  | 43,091.88  | 70,687.99  |
| Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn             | 8,070.14   | 8,681.35   | 7,945.08   | 3,522.14   |
| Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư                | -822.96    | -1,620.96  | -359.88    | -376.57    |
| Góp vốn, đầu tư dài hạn                             | 317.96     | 258.17     | 297.00     | 319.96     |
| Đầu tư vào công ty con                              | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Đầu tư vào công ty liên doanh                       | 362.47     | 108.76     | 50.06      | 0.00       |
| Vốn Góp liên doanh                                  | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Đầu tư vào công ty liên kết                         | 362.47     | 108.76     | 50.06      | 0.00       |
| Đầu tư dài hạn khác                                 | 1,464.94   | 866.56     | 1,064.15   | 582.63     |
| Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn                    | -221.29    | -133.06    | -129.65    | -85.28     |
| Tài sản cố định                                     | 1,931.69   | 2,457.84   | 2,604.46   | 2,699.31   |
| Bất động sản đầu tư                                 | 298.45     | 149.18     | 92.78      | 30.81      |
| Tài sản Cố khác                                     | 9,431.28   | 11,381.27  | 12,507.26  | 15,865.11  |
| Các khoản phải thu                                  | 5,657.17   | 7,401.55   | 8,973.94   | 10,325.12  |
| Các khoản lãi, phí phải thu                         | 2,865.22   | 2,929.14   | 2,840.64   | 3,429.43   |
| <b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>                |            |            |            |            |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                             | 197,858.94 | 229,670.05 | 284,276.66 | 328,188.24 |
| Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam             | 1,411.50   | 0.00       | 1,847.88   | 2,632.89   |
| Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác           | 7,509.49   | 24,712.98  | 46,101.16  | 60,470.88  |
| Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác              | 3,483.60   | 12,836.65  | 36,212.21  | 40,692.93  |
| Vay các tổ chức tín dụng khác                       | 4,025.89   | 11,876.33  | 9,888.94   | 19,777.95  |
| Tiền gửi của khách hàng                             | 181,565.38 | 194,812.40 | 220,176.02 | 239,964.32 |
| Các công cụ tài chính phái sinh                     | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 41.67      |
| Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ           | 317.96     | 258.17     | 297.00     | 319.96     |
| Phát hành giấy tờ có giá                            | 2,450.06   | 2,366.95   | 6,022.22   | 11,157.64  |
| Các khoản nợ khác                                   | 4,604.55   | 7,519.56   | 9,832.38   | 13,600.88  |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                               | 23,183.05  | 26,588.45  | 29,601.17  | 34,172.86  |
| Vốn của tổ chức tín dụng                            | 16,718.52  | 17,955.61  | 18,983.25  | 21,632.35  |
| Vốn điều lệ   | 16,000.00  | 17,127.41  | 18,155.05  | 21,604.51  |
| Vốn đầu tư XDCB                                     | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Thặng dư vốn cổ phần                                | 718.52     | 828.20     | 828.20     | 0.00       |
| Cổ phiếu Quý  | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Cổ phiếu ưu đãi                                     | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Vốn khác  | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 27.83      |
| Quý của tổ chức tín dụng                            | 2,241.69   | 2,697.00   | 3,209.15   | 3,887.14   |
| Chênh lệch tỷ giá hối đoái                          | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Chênh lệch đánh giá lại tài sản                     | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| Lợi nhuận chưa phân phối                            | 3,633.13   | 4,699.34   | 5,977.33   | 7,123.67   |
| <b>CHỈ TIÊU NGOẠI BẢNG</b>                          |            |            |            |            |
| Nợ tiềm tàng  | 70,423.54  | 74,161.54  | 83,178.53  | 95,916.91  |
| Thư tín dụng  | 36,520.15  | 27,892.25  | 25,280.38  | 24,623.73  |
| Bảo lãnh tín dụng                                   | 33,903.39  | 46,269.30  | 57,898.15  | 71,293.18  |
| Cam kết tín dụng                                    | 19,131.58  | 41,036.35  | 129,447.90 | 169,624.82 |

### Kết quả kinh doanh

| (Tỷ VND)   | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự      | 13,537.63   | 15,552.48   | 19,876.03   | 24,824.37   |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự              | -6,219.10   | -7,573.53   | -8,657.07   | -10,240.87  |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>                        | 7,318.53    | 7,978.94    | 11,218.95   | 14,583.50   |
| Thu nhập từ hoạt động dịch vụ                    | 1,527.97    | 1,297.89    | 3,222.84    | 5,719.06    |
| Chi phí hoạt động dịch vụ                        | -984.13     | -615.25     | -2,092.16   | -3,155.41   |
| Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ                | 543.84      | 682.64      | 1,130.68    | 2,563.65    |
| Lãi/(lỗ) từ ngoại hối, vàng                      | 159.05      | 113.35      | 201.77      | 444.57      |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh | 134.03      | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư     | 0.00        | 101.44      | 144.45      | 300.49      |
| Thu nhập từ hoạt động khác                       | 611.26      | 1,019.37    | 1,633.02    | 1,517.08    |
| Chi phí hoạt động khác                           | -86.52      | -142.55     | -523.95     | 0.00        |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác                 | 524.74      | 876.82      | 1,109.07    | 1,517.08    |
| Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần                 | 91.68       | 102.16      | 62.16       | 129.62      |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>                   | 8,771.87    | 9,855.36    | 13,867.08   | 19,538.91   |
| Chi phí hoạt động                                | -3,449.13   | -4,174.67   | -5,999.24   | -8,733.80   |
| LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng       | 5,322.74    | 5,680.69    | 7,867.84    | 10,805.10   |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng                 | -2,102.07   | -2,030.10   | -3,252.11   | -3,037.73   |
| <b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>                 | 3,220.67    | 3,650.59    | 4,615.73    | 7,767.37    |
| Chi phí thuế TNDN hiện hành                      | -707.40     | -766.87     | -1,125.11   | -1,575.16   |
| Chi phí thuế TNDN hoãn lại                       | -1.14       | -0.16       | -0.21       | -2.32       |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp               | -708.54     | -767.03     | -1,125.31   | -1,577.47   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                        | 2,512.13    | 2,883.55    | 3,490.42    | 6,189.90    |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                     | -16.14      | 28.25       | 29.21       | 0.00        |
| Cổ đông của Công ty mẹ                           | 2,495.99    | 2,911.80    | 3,519.63    | 6,189.90    |
| Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)                   | 1,902.00    | 1,706.00    | 1,953.00    | 0.00        |
| <b>Tóm tắt tình hình tài chính</b>               |             |             |             |             |
|  | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> |
| NII  | 7,319       | 7,979       | 11,219      | 14,584      |
| TOI  | 8,772       | 9,855       | 13,867      | 19,539      |
| Lợi nhuận sau thuế                               | 2,512       | 2,884       | 3,490       | 6,190       |
| Tổng tài sản                                     | 221,042     | 256,259     | 313,878     | 362,361     |
| Vốn chủ sở hữu                                   | 23,183      | 26,588      | 29,601      | 34,173      |
| Cho vay khách hàng                               | 121,349     | 150,738     | 184,188     | 214,686     |
| Tiền gửi khách hàng                              | 181,565     | 194,812     | 220,176     | 239,964     |
| <b>Khả năng sinh lời</b>                         |             |             |             |             |
| NIM  | 3.80%       | 3.67%       | 4.27%       | 4.65%       |
| Average Lending Interest                         | 6.90%       | 7.30%       | 7.80%       | 8.70%       |
| Average Funding Cost                             | 3.10%       | 3.30%       | 3.20%       | 3.20%       |
| ROAA   | 1.19%       | 1.21%       | 1.22%       | 1.83%       |
| ROAE   | 12.64%      | 11.59%      | 12.42%      | 19.41%      |
| Leverage ratio                                   | 9.5         | 9.6         | 10.6        | 10.6        |
| <b>Chất lượng tài sản</b>                        |             |             |             |             |
| NPL  | 1.61%       | 1.32%       | 1.20%       | 1.32%       |
| LLR  | 101.37%     | 103.18%     | 95.85%      | 113.20%     |
| LDR  | 68.70%      | 74.40%      | 72.60%      | 71.50%      |
| Tỷ lệ nợ quá hạn                                 | 3.57%       | 2.58%       | 2.93%       | 3.04%       |
| CPDPRTD/LN trước dự phòng                        | 39.49%      | 35.74%      | 41.33%      | 28.11%      |
| <b>An toàn vốn</b>                               |             |             |             |             |
| CAR  | 12.90%      | 12.50%      | 11.80%      | 12.10%      |
| Vốn CSH/Tổng TS                                  | 10.53%      | 10.42%      | 9.43%       | 9.43%       |
| <b>Khả năng thanh khoản</b>                      |             |             |             |             |
| LDR  | 68.70%      | 74.40%      | 72.60%      | 71.50%      |
| Cho vay KHI/Huy động KH                          | 66.84%      | 77.38%      | 83.65%      | 89.47%      |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>                        |             |             |             |             |
| CIR  | 39.3%       | 42.4%       | 43.3%       | 44.7%       |
| <b>Định giá</b>                                  |             |             |             |             |
| BVPS   | 14,489      | 15,524      | 16,305      | 15,818      |
| EPS  | 1,570       | 1,684       | 1,923       | 2,865       |
| P/B  | 1.56        | 1.49        | 1.42        | 1.42        |
| P/E  | 15.03       | 13.81       | 12.27       | 7.70        |

Nguồn: Finpro, KBSV

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư

**Mua:** +15% hoặc cao hơn

**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%

**Bán:** -15% hoặc thấp hơn

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)