

## Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (HSX: MBB)

### Triển vọng ổn trong trung hạn; định giá hấp dẫn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY19	Q3-FY19	+/- qoq	Q4-FY18	+/- yoy
Doanh thu thuần	6.693	6.345	5,5%	5.715	17,1%
Lợi nhuận sau thuế	3.634	4.053	-10,3%	2.500	45,4%
EBIT	2.420	2.741	-11,7%	1.752	38,1%
Tỷ suất EBIT	1.870	2.211	-15,4%	1.389	34,7%

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

#### 2019: Thêm một số khó khăn, nhưng tăng trưởng vẫn tích cực

- Thu nhập hoạt động tăng trưởng 26,2% YoY nhờ hầu hết các hoạt động kinh doanh đều có tăng trưởng tích cực. Thu nhập lãi tăng trưởng 23,4% YoY do NIM tăng 34bps (lên 4,9%) và tín dụng hợp nhất tăng 18,8% YoY (trong đó ngân hàng mẹ là 17,8% còn MCredit là 57,5%).
- Thu nhập dịch vụ tăng 24,4% YoY, vẫn được thúc đẩy bởi mảng bảo hiểm (+33,9% YoY). Tuy nhiên tăng mạnh nhất vẫn là thu nhập từ các hoạt động khác (+44,9% YoY), chủ yếu nhờ thu nhập từ mua bán chứng khoán đầu tư tăng 4 lần.
- Trái ngược với mức tăng trưởng chi phí hoạt động khiêm tốn 11,3% YoY, chi phí dự phòng tăng mạnh 61,0% YoY, dẫn đến tăng trưởng LNTT hợp nhất là 29,2% YoY. Mức tăng trưởng này tương đương với ngân hàng mẹ, cho thấy đà tăng trưởng của các công ty con đang chứng lại nhanh chóng.

#### Triển vọng 2020: Quan điểm thận trọng hơn do dịch Covid-19

- Do tình hình tiến triển của dịch bệnh, chúng tôi thay đổi các dự phóng cho năm 2020. Dự phóng tăng trưởng tín dụng hợp nhất giảm xuống 14,3% (14% tại ngân hàng mẹ và 25% tại MCredit). Chúng tôi cũng ước tính rằng NIM hợp nhất sẽ chỉ có thể tăng nhẹ 10bps, lên 5,0%, thấp hơn dự báo trước đây do cân nhắc các tác động đến lãi suất cho vay tại cả ngân hàng mẹ và MCredit.
- Thu nhập dịch vụ được dự báo sẽ tăng 24,6% YoY, chiếm 13,3% thu nhập hoạt động năm 2020, chủ yếu do đóng góp của mảng bảo hiểm nhân thọ.
- Chúng tôi dự báo CIR hợp nhất sẽ giảm nhẹ xuống 38,0%. Chi phí dự phòng được dự báo sẽ tăng đáng kể 36,0%, đạt 6,6 ngàn tỷ đồng (289 triệu USD).
- Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng LNST hợp nhất 8ppt xuống còn 17,5% YoY.

#### Định giá và khuyến nghị

Trong ngắn hạn ngân hàng dự kiến chịu các tác động của dịch bệnh lên tăng trưởng tín dụng, NIM và chất lượng tài sản, cùng những khó khăn từ trước trong duy trì tăng trưởng thu nhập dịch vụ cao và kiểm soát chi phí dự phòng. Tuy nhiên, những ưu thế trong trung hạn vẫn được giữ vững như tăng trưởng liên tục mảng cho vay bán lẻ (đặc biệt là tài chính tiêu dùng), cải thiện hiệu quả vận hành và bộ đệm vốn mạnh hơn sau khi phát hành riêng lẻ vào đầu năm nay. Chúng tôi nhận thấy mức PB dự phóng 2020 hiện tại (0,7 lần) đang khá hấp dẫn với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận tốt trở lại trong trung hạn.

Với kịch bản cơ sở là dịch bệnh sẽ được kiểm soát vào quý 2 năm nay, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của MBB xuống **21.200 đồng**, thấp hơn 20% so với mức giá mục tiêu trước đây trong BCCL năm 2020 (27.000 đồng). Cùng với cổ tức tiền mặt dự kiến là 600 đồng, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **60%** so với giá đóng cửa ngày 30/03/2020. Do đó, chúng tôi lập lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

## MUA +60%

Giá mục tiêu (VND)	21,200
Giá thị trường (VND)	13,600

Cổ tức tiền mặt (VND)\* 600

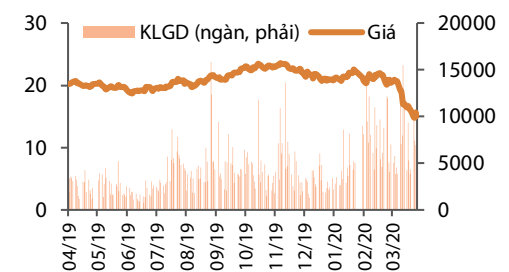
\*kỳ vọng trong 12 tháng tới

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	47.097,8
SLCPDLH (triệu cp)	2.160,5
KLGD bình quân 3 tháng ('000)	6.492,2
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ đồng)	143,7
Giới hạn sở hữu NN còn lại (%)	0,0
Giá cao nhất 52 tuần	23.550
Giá thấp nhất 52 tuần	13.600

	FY2019	Hiện tại
EPS	3.329	3.329
Tăng trưởng EPS (%)	10,8	10,8
EPS điều chỉnh	3.180	3.180
P/E	6,5	4,3
P/B	1,2	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	2,9	4,4
ROE (%)	21,1	21,1

#### Diễn biến giá



#### Cổ đông lớn (%)

Viettel	14.63%
SCIC	9.76%
Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam	7.78%
Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn	7.46%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0%

#### Anh Nguyen

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1531

[anh2.ntt@vdsc.com.vn](mailto:anh2.ntt@vdsc.com.vn)

#### Lam Nguyen

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1313

[lam.ntp@vdsc.com.vn](mailto:lam.ntp@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q4/2019**

(tỷ đồng)	Q4-FY19	Q3-FY19	+/- qoq	Q4-FY18	+/- yoy
Thu nhập lãi	8.252	8.048	2,5%	6.669	23,7%
Chi phí lãi	-3.364	-3.467	-3,0%	-2.516	33,7%
Thu nhập lãi thuần	4.889	4.582	6,7%	4.154	17,7%
Thu nhập ngoài lãi	1.804	1.764	2,3%	1.562	15,5%
Từ HĐ Dịch vụ	873	499	74,8%	876	-0,3%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	176	188	-6,5%	143	23,0%
Từ mua-bán CK kinh doanh	215	0	-	0	-
Từ mua-bán CK đầu tư	0	162	-100,0%	19	-100,0%
Từ hoạt động khác	521	900	-42,1%	438	19,0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	20	15	31,6%	87	-77,4%
Tổng thu nhập hoạt động	6.693	6.345	5,5%	5.715	17,1%
Tổng chi phí hoạt động	-3.059	-2.292	33,5%	-3.216	-4,9%
LN trước trích lập DP	3.634	4.053	-10,3%	2.500	45,4%
Chi phí DPRR	-1.214	-1.312	-7,5%	-747	62,5%
Lợi nhuận trước thuế	2.420	2.741	-11,7%	1.752	38,1%
Thuế TNDN	-493	-530	-6,9%	-364	35,5%
Lợi nhuận sau thuế	1.927	2.211	-12,9%	1.389	38,7%
LNST thuộc về CĐ mẹ	1.870	2.211	-15,4%	1.389	34,7%

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2019**

(%)	Q4-FY19	Q3-FY19	+/- qoq	Q4-FY18	+/- yoy
<b>Khả năng sinh lời (TTM)</b>					
NIM	4,9	5,0	-6 bps	4,7	21 bps
CIR	39,4	41,7	-229 bps	44,7	-525 bps
ROAE	21,2	20,8	41 bps	19,3	194 bps
ROAA	1,9	1,9	5 bps	1,7	21 bps
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	1,2	1,5	-38 bps	1,3	-16 bps
Dự phòng/Nợ xấu	110,5	102,7	773 bps	113,2	-274 bps
VCSH/Tổng tài sản	9,7	9,5	21 bps	9,4	26 bps
<b>Tỷ lệ an toàn hoạt động</b>					
(Cho vay KH + TCTC)/TTS	69,7	71,4	-172 bps	70,8	-109 bps
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	88,8	90,8	-204 bps	85,4	340 bps
LDR điều chỉnh (CVKH+TPDN)/(HĐKH+GTCCG)	88,8	92,0	-316 bps	88,9	-5 bps

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Kết quả dự phóng Q1 2020**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	+/- (qoq)	+/- (yoy)	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	4.542	-7,1%	9,8%	Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MBB trong Quý 1/2020 sẽ ở mức cao hơn một chút so với ngành và có thể đạt 2% YTD, còn NIM giảm nhẹ một chút so với Quý 4/2019. Về phía chi phí vận hành và dự phòng dự kiến chưa có nhiều biến động mạnh. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận Quý 1/2020 sẽ giảm nhẹ 2,1% so với quý liền trước.
Tổng thu nhập hoạt động	6.512	-2,7%	19,4%	
LN trước chi phí DPRR	3.573	-1,7%	5,4%	
Lợi nhuận sau thuế	1.887	-2,1%	-2,4%	

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

**Cập nhật**

**NIM mở rộng nhờ tăng trưởng mạnh trong cho vay tài chính tiêu dùng**

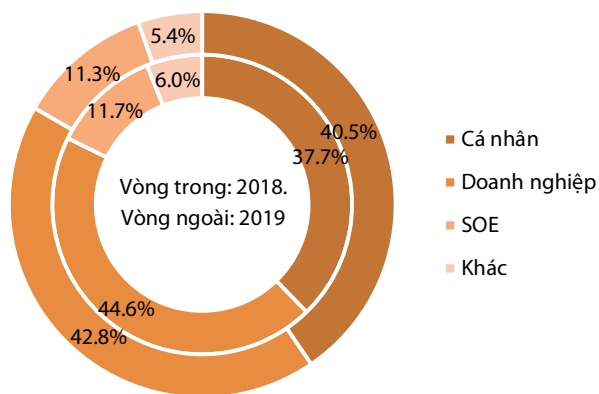
Cho vay khách hàng tại ngân hàng mẹ trong năm 2019 tăng trưởng 15,5%, trong khi đó tăng trưởng cho vay ở MCredit ước tính ở mức khá cao khoảng 57%. Trái phiếu doanh nghiệp tăng 73,7% lên hơn 15 ngàn tỷ đồng và đẩy tăng trưởng tín dụng hợp nhất lên 18,8%. Cơ cấu cho vay hợp nhất năm 2019 tiếp tục dịch chuyển sang cho vay bán lẻ với mức tăng trưởng cho vay phân khúc cá nhân lên đến 32,8% so với 2018. Tính đến cuối năm 2019, tỷ trọng cho vay bán lẻ chiếm 40,5% (+2,7 ppt so với cuối 2018), cho vay doanh nghiệp SME chiếm 42,8% (-1,7 ppt) và cho vay doanh nghiệp lớn chiếm 11,3% (-0,4 ppt) (Hình 1). Chúng tôi cho rằng động lực của cho vay tại MBB chủ yếu vẫn đến từ cho vay mua nhà và cho vay tiêu dùng. Tỷ trọng của cho vay mua nhà vẫn ổn định ở mức khoảng 50% dư nợ cho vay bán lẻ, còn tỷ lệ cho vay tiêu dùng đã dần tăng từ 2,5% tổng dư nợ trong năm 2018 lên 3,4% tổng dư nợ trong năm 2019.

Tỷ trọng cho vay bán lẻ trong tổng dư nợ ở ngân hàng mẹ cũng được mở rộng đáng kể từ 35,2% trong năm 2018 lên 37,0%. Tuy nhiên, NIM của ngân hàng mẹ gần như vẫn đi ngang (Hình 2), do lãi suất huy động và trả lãi giấy tờ có giá bình quân tăng lên làm triệt tiêu phần cải thiện trong lợi tức tài sản. Chúng tôi nhận thấy xu hướng tăng lãi suất tiền gửi một phần do CASA giảm từ 40,5% (cuối 2018) xuống còn 38,4%, mặc dù đã có sự phục hồi đáng kể từ mức 33,4% từ quý 3/2019. Mức CASA này vẫn đang là cao nhất trong tất cả các ngân hàng; tuy nhiên, khoảng cách với ngân hàng theo sau, đặc biệt là TCB, đang rút ngắn dần (Hình 3). Với xu hướng chung là nhiều ngân hàng sẽ có các động thái quyết liệt hơn trong cuộc cạnh tranh tiền gửi không kỳ hạn, đặc biệt từ phân khúc bán lẻ và phân khúc SME, thì vị trí dẫn đầu về CASA hiện tại của MBB cũng có thể bị đe dọa trong thời gian tới.

Trong khi NIM riêng lẻ đi ngang thì NIM hợp nhất vẫn cải thiện đáng kể 34bps từ 4,6% năm 2018 lên 4,9% năm 2019 (Hình 2) cho thấy mảng tài chính tiêu dùng đang có vai trò dẫn dắt tăng trưởng của thu nhập lãi ròng. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng của cho vay tiêu dùng đã mở rộng tới một mức đủ để duy trì việc mở rộng biên lãi ròng hợp nhất. Dù vậy, sau khi NHNN ban hành Thông tư 18/2019/TT-NHNN nhằm hạn chế tỷ lệ cho vay tiền mặt tại các công ty tài chính tiêu dùng, MCredit đã đặt kế hoạch dịch chuyển dần sang các khoản vay không dùng tiền mặt (hiện nay chiếm chưa đến 30% dư nợ). Với kế hoạch này, các khoản cho vay xe máy và điện thoại di động dự kiến sẽ được đẩy mạnh hơn nữa, cùng với việc ra mắt thẻ tín dụng dự kiến trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng nỗ lực tái cơ cấu này có thể hạn chế tăng trưởng tín dụng và NIM của MCredit trong dài hạn, nhưng có thể hỗ trợ công ty kiểm soát chi phí dự phòng tốt hơn từ năm 2020 trở đi.

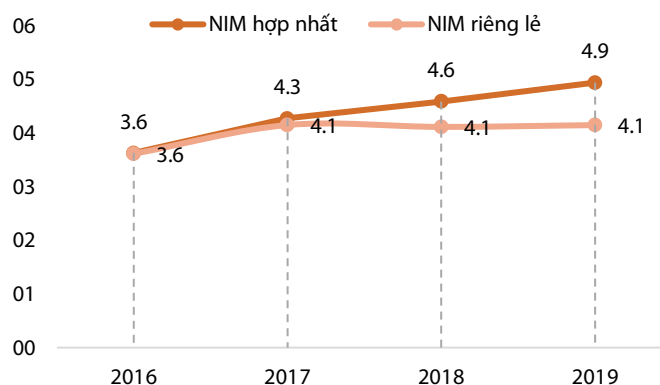
Do tình hình dịch bệnh diễn biến tương đối phức tạp nên chúng tôi điều chỉnh lại các dự phóng cho năm 2020. Kịch bản cơ sở của chúng tôi là dịch bệnh sẽ được kiểm soát trong Q2 này và các doanh nghiệp có thể phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh kể từ Q3. Theo đó, chúng tôi giảm kỳ vọng tăng trưởng tín dụng tại ngân hàng mẹ 2ppt xuống 14% và MCredit 5ppt xuống 25%, tương đương với dự phóng tăng trưởng tín dụng hợp nhất mới là 14,3%. Chúng tôi cũng kỳ vọng NIM 2020 sẽ đạt 5,0%, tức sẽ tăng nhẹ thêm 10bps thay vì 34bps như dự báo trước đây. Nhìn chung, chúng tôi vẫn kỳ vọng thu nhập lãi có thể tăng trưởng 15,3% YoY từ việc mở rộng tín dụng và NIM.

**Hình 1: Cơ cấu cho vay khách hàng hợp nhất của MBB**



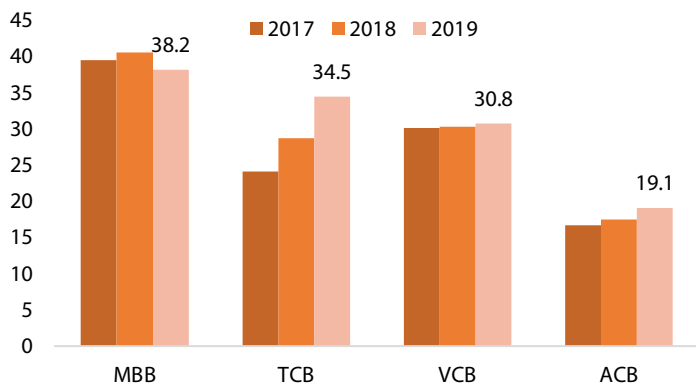
Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: NIM hợp nhất và riêng lẻ của MBB (%)**



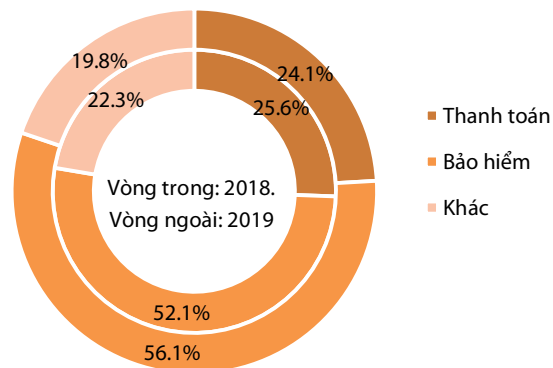
Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: CASA của một số ngân hàng niêm yết dẫn đầu (%)**



Nguồn: MBB, CTCK Rông Việt

**Hình 4: Cơ cấu thu nhập dịch vụ hợp nhất của MBB**



Nguồn: MBB, CTCK Rông Việt

**Tăng trưởng phí dịch vụ đang chậm lại**

Tăng trưởng thu nhập dịch vụ đã chậm lại sau mỗi quý năm 2019, cuối cùng giảm xuống còn 24,3% YoY cho cả năm và là mức thấp hơn nhiều so với kỳ vọng ban đầu của ngân hàng là 50%. Trong đó, thu nhập ròng từ bảo hiểm chỉ tăng 33,9% YoY trong năm 2019 (so với mức tăng vọt tới 368% YoY trong năm 2018) và đạt 1.788 tỷ đồng, tương đương 56,1% thu nhập dịch vụ (Hình 4).

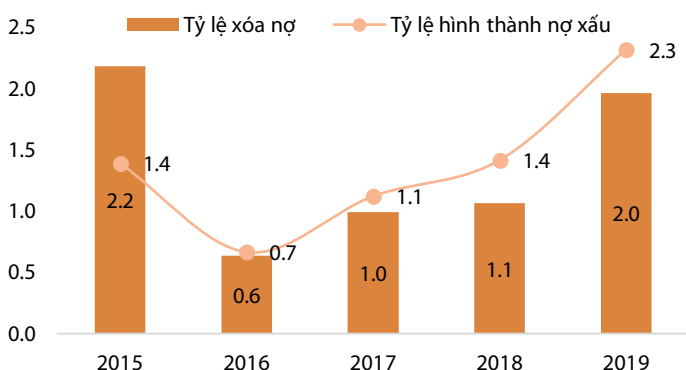
Chúng tôi cho rằng việc phục hồi lại tăng trưởng cao từ hoạt động bancassurance sẽ là tương đối khó khăn do hai lý do chính: (1) bancassurance thường được bán chéo với các khoản vay trong khi tăng trưởng tín dụng năm 2020 nhiều khả năng giảm so với 2019 và (2) cạnh tranh về bancassurance đang ngày càng gia tăng do sự gia nhập tích cực của các ngân hàng khác như VCB và ACB. Ngoài kênh bancassurance thì công ty con của MB - MB Ageas Life cũng có thể mở rộng doanh thu từ việc đẩy mạnh kênh đại lý, tuy nhiên cần lưu ý rằng chiến lược này cũng có thể khiến chi phí hoạt động tăng nhanh. Ngoài ra, cơ cấu thu nhập dịch vụ cho thấy các khoản phí dịch vụ khác vẫn còn hạn chế, điển hình như thu nhập từ thanh toán và ngân quỹ chỉ có tỷ trọng 24,1% và tăng trưởng vừa phải ở mức 17% YoY.

Nói chung, chúng tôi ước tính tăng trưởng thu nhập từ thanh toán và bảo hiểm sẽ giảm xuống lần lượt là 15% và 30% YoY vào năm 2020.

**Gánh nặng hoạt động khó cải thiện đáng kể**

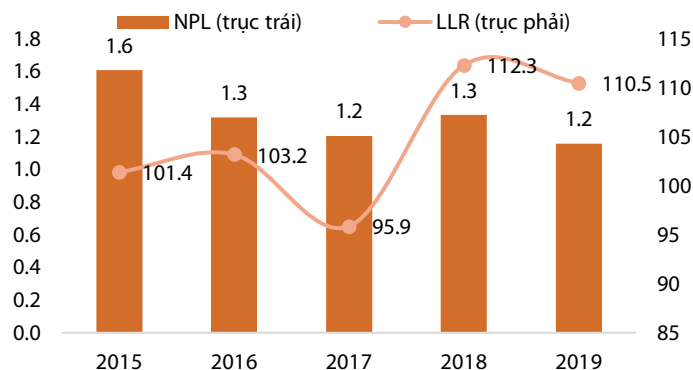
Với mức tăng chỉ 11% của chi phí hoạt động trong năm 2019, MBB đã cải thiện CIR từ 44,7% trong năm 2018 về 39,4%, chủ yếu nhờ không còn phát sinh các chi phí hoạt động khác (trong khi mục này lên tới 1,3 ngàn tỷ trong năm 2018). Trên thực tế, ngoài khoản chi phí này thì hầu hết các mục chi phí hoạt động đều tăng đáng kể, đặc biệt là chi phí nhân viên (tăng 22% so với cùng kỳ) trong khi số lượng nhân viên chỉ tăng thêm 3%. Do đó, chúng tôi dự báo CIR hợp nhất sẽ chỉ có thể được cải thiện đôi chút vào năm 2020, còn 38%.

**Hình 5: Tỷ lệ hình thành nợ xấu và xóa nợ của MBB (%)**



Nguồn: MBB, CTCK Rông Việt

**Hình 6: Chất lượng tài sản tại MBB (%)**



Nguồn: MBB, CTCK Rông Việt

### **Định hướng thận trọng hơn với cho vay tiêu dùng**

Năm 2019, chi phí dự phòng hợp nhất tăng trưởng khá mạnh 61,0% YoY so với mức chỉ 20% tại ngân hàng mẹ. Như vậy, dự phòng tăng mạnh chủ yếu là do MCredit, khi dư nợ tài chính tiêu dùng đang chiếm tỷ trọng 3,9% tổng cho vay và tỷ lệ nợ xấu đang ở mức xấp xỉ 7%. Việc xóa nợ tăng mạnh (tăng 151,2% so với cùng kỳ lên 4,9 ngàn tỷ so với chỉ 1,9 ngàn tỷ trong năm 2018) đã giúp đưa tỷ lệ nợ xấu hợp nhất trở lại mức ổn định 1,2% vào cuối năm 2019. Cùng với đó, tỷ lệ nợ xấu đối với ngân hàng mẹ cũng về mức thấp nhất từ trước đến nay là 1,0% (giảm 23,5 điểm cơ bản), tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. Đáng lưu ý là tỷ lệ xóa nợ trong năm 2019 ở mức gần 2,0%, cao hơn nhiều so với tỷ lệ tương ứng trong năm 2018 là 0,9%, cho thấy xu hướng hình thành nợ xấu cũng ngày càng gia tăng do khẩu vị rủi ro cao hơn. Tuy nhiên, trở lại với kế hoạch sắp tới của MCredit về việc kiểm soát cho vay chặt chẽ hơn và tập trung sang cho vay có mục đích, chúng tôi kỳ vọng gánh nặng dự phòng về trung hạn sẽ giảm bớt.

Đối với các tác động của dịch bệnh trong năm 2020 lên chất lượng tài sản, chúng tôi cho vọng ngân hàng sẽ cần trích lập sẵn một số khoản dự phòng cho các khoản vay bởi khách hàng bị ảnh hưởng do dịch, mặc dù các khoản vay này có thể tạm thời được giữ nguyên nhóm nợ theo hướng dẫn của Ngân hàng Nhà nước. Do đó, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng dự phòng lên 36,0% YoY. Với mức này, MBB dự kiến có thể nâng tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu từ mức 110% hiện nay lên 125% vào cuối năm 2020 nếu nợ xấu chưa phát sinh – hoặc có thể xóa thêm 0,4ppt tỷ lệ nợ xấu mà vẫn giữ được tỷ lệ dự phòng ở mức 90%. Điều này vẫn dựa trên giả định của chúng tôi rằng dịch bệnh sẽ được kiểm soát trong Quý 2 và ngân hàng sẽ có thể phục hồi cho vay trong nửa cuối năm nhờ có các chính sách hỗ trợ của chính phủ.

### **Kế hoạch phát hành riêng lẻ hoàn thành một phần, góp phần củng cố bộ đệm vốn**

MBB đã hoàn thành một phần trong kế hoạch phát hành riêng lẻ, gồm có việc bán 21,4 triệu cổ phiếu quỹ và phát hành 64,3 triệu cổ phiếu cho một số nhà đầu tư nước ngoài (tổng cộng là 3,7% vốn điều lệ). Chúng tôi ước tính rằng ngân hàng đã thu được 2,3 ngàn tỷ từ đợt phát hành này và kỳ vọng bộ đệm vốn mạnh hơn sẽ có thể hỗ trợ thêm cho tăng trưởng của ngân hàng trong trung hạn.

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BÁO CÁO THU NHẬP</b>	<b>FY2017A</b>	<b>FY2018A</b>	<b>FY2019E</b>	<b>FY2020F</b>
Thu nhập lãi	24.824	31.197	34.353	39.675
Chi phí lãi	-10.241	-13.197	-13.590	-15.556
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>14.584</b>	<b>18.000</b>	<b>20.763</b>	<b>24.120</b>
Thu nhập ngoài lãi	4.954	6.650	9.005	11.580
Từ HĐ Dịch vụ	2.564	3.186	3.968	5.055
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	445	647	777	932
Từ mua-bán CK kinh doanh	98	27	33	40
Từ mua-bán CK đầu tư	201	612	734	881
Từ hoạt động khác	1.517	2.099	3.406	4.577
	130	78	86	95
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>19.539</b>	<b>24.650</b>	<b>29.768</b>	<b>35.699</b>
Tổng chi phí hoạt động	-8.734	-9.724	-11.326	-13.404
LN trước trích lập DP	10.805	14.927	18.442	22.296
Chi phí DPRR	-3.038	-4.891	-6.649	-7.640
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>7.767</b>	<b>10.036</b>	<b>11.793</b>	<b>14.656</b>
Thuế TNDN	-1.577	-1.968	-2.359	-2.931
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.190</b>	<b>8.069</b>	<b>9.434</b>	<b>11.725</b>
<b>LNST thuộc về CĐ mẹ</b>	<b>6.148</b>	<b>7.823</b>	<b>9.189</b>	<b>11.479</b>

Đơn vị: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2017A</b>	<b>FY2018A</b>	<b>FY2019E</b>	<b>FY2020F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Cho vay khách hàng	16,2	16,9	14,6	17,0
Huy động khách hàng	9,0	13,6	7,3	12,8
Thu nhập lãi thuần	30,0	23,4	15,3	16,2
Thu nhập hoạt động	40,9	26,2	20,8	19,9
LNST	74,7	27,2	17,5	24,9
Tổng tài sản	15,4	13,6	12,8	14,0
Vốn CSH	15,4	16,7	21,1	20,7
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	4,6	4,9	5,0	5,2
CIR	44,7	39,4	38,0	37,5
ROAE	19,3	21,1	20,8	21,5
ROAA	1,8	2,0	2,1	2,3
<b>Chất lượng tài sản</b>				
Tỷ lệ nợ xấu	1,3	1,2	1,2	1,2
Tỉ lệ nợ xấu và VAMC	1,3	1,2	1,2	1,2
Dự phòng/Nợ xấu	113,2	110,5	90,1	93,4
VCSH/Tổng tài sản	9,4	9,7	10,4	11,0
<b>Tỷ lệ an toàn hoạt động</b>				
(Cho vay KH + TCTC)/TTS	70,8	69,7	70,9	72,1
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	89,5	91,8	97,9	101,7
LDR điều chỉnh (CVKH+TPDN)/(HĐKH+GTCC)	88,9	88,8	91,5	93,1

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BẢNG CÂN ĐỐI</b>	<b>FY2017A</b>	<b>FY2018A</b>	<b>FY2019E</b>	<b>FY2020F</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1.737	2.344	1.914	1.849
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	10.548	14.347	14.624	14.840
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	45.062	39.691	45.645	50.210
Chứng khoán kinh doanh	578	1.168	1.244	1.296
Các công cụ tài chính phái sinh và tài sản tài chính khác	36	15	0	0
Cho vay khách hàng	211.475	247.130	283.321	331.611
Chứng khoán đầu tư	73.834	85.629	92.378	99.771
Góp vốn, đầu tư dài hạn	497	887	1.020	1.173
Tài sản cố định	2.699	2.798	3.078	3.386
Bất động sản đầu tư	31	31	31	31
Tài sản Có khác	15.865	17.447	20.937	25.124
<b>Tổng tài sản</b>	<b>362.361</b>	<b>411.488</b>	<b>464.191</b>	<b>529.289</b>
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	2.633	17	19	20
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	60.471	50.314	52.830	55.471
Tiền gửi của khách hàng	239.964	272.710	292.481	329.772
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	42	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	320	302	289	289
Phát hành giấy tờ có giá	11.158	26.289	39.433	51.263
Các khoản nợ khác	13.601	21.971	28.562	31.418
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>328.188</b>	<b>371.602</b>	<b>413.613</b>	<b>468.234</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.173</b>	<b>39.886</b>	<b>48.292</b>	<b>58.296</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	21.632	22.718	25.248	25.248
Quỹ của tổ chức tín dụng	3.887	4.937	6.170	7.710
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	7.124	10.342	16.874	25.338
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	1.888	2.286	2.759
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>362.361</b>	<b>411.488</b>	<b>464.191</b>	<b>529.289</b>

Đơn vị: tỷ đồng

<b>THUYẾT MINH</b>	<b>FY2018A</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020E</b>	<b>FY2021F</b>
<b>Thu nhập lãi</b>	<b>24.818</b>	<b>31.197</b>	<b>34.353</b>	<b>39.675</b>
Từ cho vay khách hàng	18.488	23.255	25.765	30.440
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	753	971	987	1.109
Từ CK đầu tư	3.877	5.246	5.876	6.402
Từ NV bảo lãnh	1.200	0	0	0
Thu khác từ HĐTD	0	0	0	0
<b>Chi phí lãi</b>	<b>-10.241</b>	<b>-13.197</b>	<b>-13.590</b>	<b>-15.556</b>
Từ tiền gửi KH	-8.708	-10.950	-12.072	-13.556
Từ khoản vay các TCTD	-671	-751	-191	-200
Từ giấy tờ có giá	-617	-1.357	-1.169	-1.613
Chi phí khác	-245	-139	-159	-186
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>-8.734</b>	<b>-9.724</b>	<b>-11.326</b>	<b>-13.404</b>
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>-3.038</b>	<b>-4.891</b>	<b>-6.649</b>	<b>-7.640</b>



## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## KHOẺ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*  
lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Lại Đức Dương**  
*Senior Analyst*  
duong.ld@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1522)  
• Bất động sản  
• Vật liệu xây dựng

**Trần Hà Xuân Vũ**  
*Senior Analyst*  
vu.thx@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1518)  
• Dầu khí  
• Phân bón

**Nguyễn Hà Trinh**  
*Senior Analyst*  
trinh.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1551)  
• Xây dựng  
• Thép  
• Tiện ích công cộng

**Vũ Anh Tú**  
*Analyst*  
tu.va@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1511)  
• Kinh tế vĩ mô

**Trần Thái Sơn**  
*Analyst*  
son.tt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1527)  
• Thị trường  
• Bán lẻ & Công nghệ  
• Dược phẩm

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Analyst*  
tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)  
• Cảng biển  
• Dịch vụ hàng không

**Phạm Thị Tố Tâm**  
*Analyst*  
tam.ptt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Bảo hiểm  
• Thủy sản

**Nguyễn Thị Thúy Anh**  
*Analyst*  
anh2.ntt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1531)  
• Ngân hàng

**Nguyễn Tiến Hoàng**  
*Analyst*  
hoang.nt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1538)  
• Thị trường

**Bùi Huy Hoàng**  
*Analyst*  
hoang.bh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1514)  
• Cao su tự nhiên  
• Nông dược

**Phạm Minh Tú**  
*Analyst*  
tu.pm@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1536)  
• Thép

**Bernard Lapointe**  
*Senior Consultant*  
bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*  
ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Trương Thị Thảo Vi**  
*Assistant*  
vi.ttt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1517)

**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006  
☎ +84 28 6299 7986  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006  
☎ +84 24 6288 2008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006  
☎ +84 258 3820 008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578  
☎ +84 292 381 8387  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. CTCK Rống Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được CTCK Rống Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của CTCK Rống Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của CTCK Rống Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc CTCK Rống Việt, 2020.**