



EVEREST
SECURITIES

Nhân Hàng Thương Mại Cổ Phần Quân Đội [MUA, + 11.7%] (MBB: HOSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

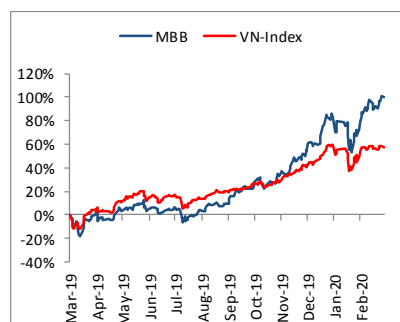
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	28,650
Giá mục tiêu (đồng/cp)	32,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	+11.7%
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	28,900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	11,435
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	+32.3%
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	+83.1%
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	+93.8%
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	79,624
KLGDQB (nghìn cổ, 3 tháng)	19,956
SL CP lưu hành (triệu cp)	2,799
Nước ngoài đang sở hữu (%)	23%
Giới hạn SH nước ngoài (%)	23%
P/E trượt 12 tháng (x)	9.7
P/B trượt 12 tháng (x)	1.7

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020A	2021F
Thu nhập lãi thuần	14,584	18,000	20,278	26,640
Tăng trưởng (% y/y)	30.0%	23.4%	12.7%	31.4%
Lãi thuần từ HDDV	2,561	3,186	3,576	4,005
Tăng trưởng (% y/y)	126.5%	24.4%	12.2%	12.0%
LN HĐKD trước dự phòng	10,803	14,927	16,807	21,382
Chi phí dự phòng RRTD	(3,035)	(4,891)	(6,118)	(7,058)
LNST	6,113	7,823	8,263	11,056
Tăng trưởng (% y/y)	73.7%	28.0%	5.6%	33.8%
NIM (%)	4.6%	4.9%	5.0%	5.1%
NPL (%)	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
CIR (%)	44.7%	39.5%	38.6%	38.3%
ROA (%)	1.8%	2.1%	1.9%	2.2%
ROE (%)	19.4%	21.8%	19.1%	21.5%
P/B (x)	1.9	1.8	1.7	1.4
P/E (x)	16.1	10.8	9.3	7.5

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

CẬP NHẬT THÔNG TIN

- Lợi nhuận sau thuế 2020 tăng trưởng 5.6%, đạt 8,263 tỷ đồng, đứng thứ 5 trong số các ngân hàng niêm yết, tăng 1 bậc so với năm 2019.
- Tăng trưởng tín dụng 2020 xấp xỉ 23%, cao nhất trong 3 năm trở lại đây, chủ yếu vào Quý 4/2020. NIM tăng nhẹ, chi phí hoạt động được tiết giảm để bù đắp cho chi phí dự phòng tăng mạnh.
- Kỳ vọng lợi nhuận sau thuế cả năm 2021 kỳ vọng tăng trưởng 33.8%, đạt 11,056 tỷ đồng, nhờ: (1) Quy mô dư nợ bình quân cao hơn đáng kể so với năm 2020 (do tăng trưởng tín dụng 2020 tập trung ở cuối năm nên dư nợ bình quân trong năm không cao), (2) NIM mở rộng. Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ quý I.2021 dự phóng đạt 2,683 tỷ đồng, tăng trưởng 57% yoy chủ yếu nhờ mức nền lợi nhuận quý I.2020 thấp (do MBB trích lập dự phòng mạnh trong quý này).

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PB để định giá cổ phiếu MBB. Mặc dù giá cổ phiếu MBB tăng 24.3% từ đầu năm đến nay, tuy nhiên vẫn còn khá rẻ khi so với các ngân hàng cùng ngành xét theo PE, PB trong khi dự phóng LNST 2021 tăng trưởng tích cực.
- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 32,000 VND/cổ phiếu, upside +11.7%.
- Rủi ro:
 - + Tăng trưởng tín dụng, NIM không đạt như dự kiến, hoặc tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn ước tính của chúng tôi có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và giá mục tiêu của MBB.
 - + MBB và toàn ngành ngân hàng đang được định giá cao hơn mức trung bình và trung vị lịch sử.

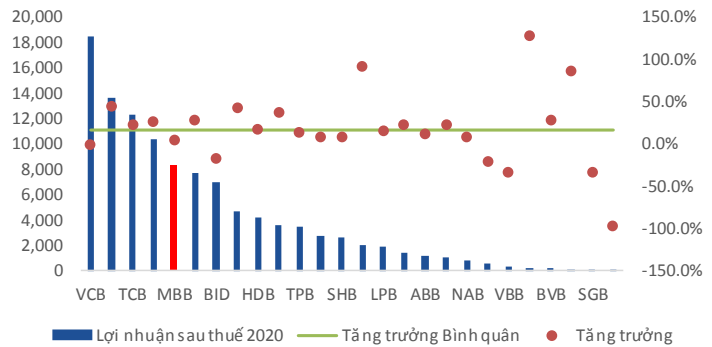
**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu
32,000 đồng/cổ phiếu**

Nguyễn Thanh Tùng – Chuyên viên Nghiên cứu
tungnt1@eves.com.vn

Lợi nhuận sau thuế 2020 tăng trưởng 5.6%, đạt 8,263 tỷ đồng

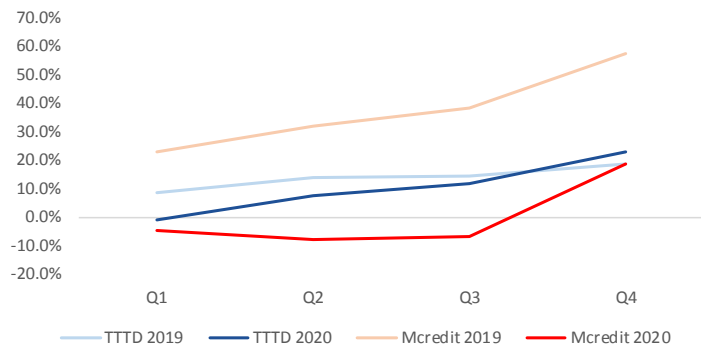
I. TÌNH HÌNH KINH DOANH NĂM 2020

Lợi nhuận sau thuế MBB tăng trưởng 5.6%, đạt 8,263 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng trưởng bình quân của các ngân hàng niêm yết. Quy mô lợi nhuận đứng thứ 5, tăng 1 bậc so với năm 2019.



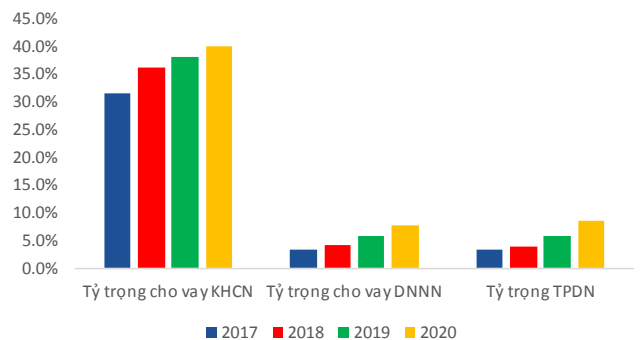
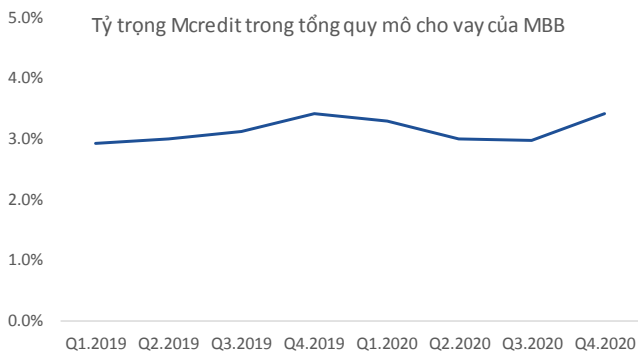
Tăng trưởng tín dụng xấp xỉ 23%, chủ yếu vào Quý 4/2020

Tín dụng thị trường 1 (cho vay & trái phiếu doanh nghiệp) của MBB năm tăng trưởng mạnh 22.9%, cao hơn mức bình quân toàn ngành (xấp xỉ 12%) và cao hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng của chính MBB 2 năm liền trước (dưới 20%). Tuy nhiên tăng trưởng tín dụng 2020 lại chủ yếu vào giai đoạn cuối năm.



Về cơ cấu tăng trưởng:

- + Cho vay khách hàng cá nhân tiếp tục tăng trưởng nhanh 29.2%, chiếm 40.1% danh mục tín dụng thị trường 1 của MBB (tăng so với mức 38.2% năm 2019).
- + Cho vay doanh nghiệp nhà nước và đầu tư trái phiếu doanh nghiệp (khách hàng lớn) tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt là 67% và 85.8%.
- + Quy mô Mcredit tăng trưởng xấp xỉ 19%, tuy nhiên vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng danh mục tín dụng hợp nhất.



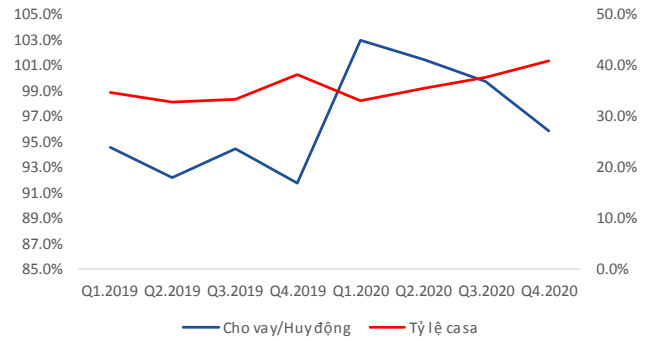
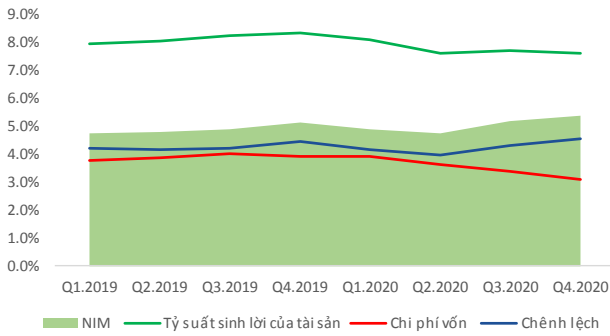
Nguồn: BCTC công ty

Nguồn: BCTC công ty

NIM tăng nhẹ

Hiệu suất sinh lời của tài sản giảm mạnh do (1) môi trường lãi suất thấp (tác

động đến lợi suất trái phiếu chính phủ, lãi tiền gửi và cho vay liên ngân hàng), (2) áp lực giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng và đẩy tăng trưởng tín dụng, tuy nhiên NIM của MBB vẫn tăng nhẹ so với năm 2019, đạt 5.0% nhờ chi phí huy động cũng giảm mạnh, tỷ lệ casa tăng, đồng thời ngân hàng điều tiết hợp lý tỷ lệ tài sản – nợ, tăng trưởng huy động chậm hơn cho vay, dẫn đến chi phí lãi tăng chậm hơn thu nhập lãi.

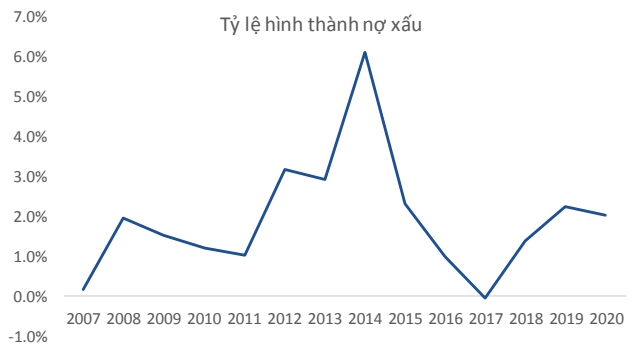
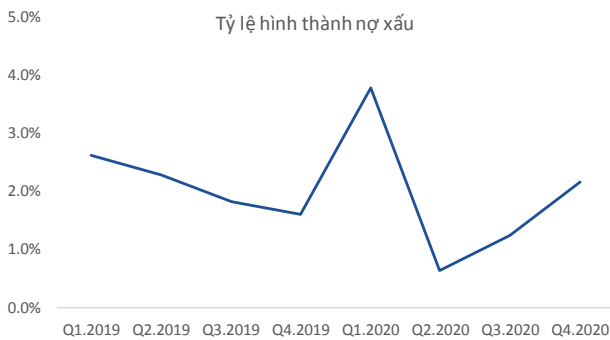


Nguồn: BCTC công ty

Trích lập dự phòng tăng mạnh

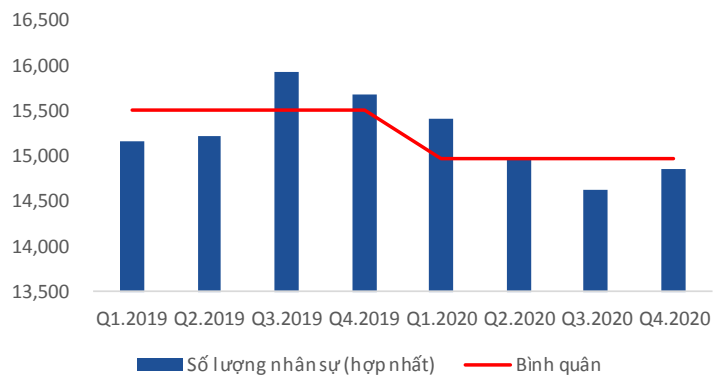
Nguồn: BCTC công ty

Chi phí dự phòng tăng mạnh 25% so với cùng kỳ, đặc biệt là quý 1 và quý 4. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ hình thành nợ xấu bình quân của khách hàng của MBB năm 2020 giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Điều này có thể là do MBB đã tích cực xử lý các khoản nợ có rủi ro cao từ năm 2019, cho nên áp lực lên năm 2020 không quá lớn. Tuy nhiên cũng cần lưu ý các khoản nợ xấu do covid-19 vẫn trong thời gian được cơ cấu, do đó tỷ lệ hình thành nợ xấu và chi phí dự phòng vẫn có thể ở mức cao trong năm 2021.



Chi phí hoạt động được tiết giảm

Tỷ lệ CIR giảm từ 39.4% năm 2019 xuống 38.6% năm 2020, chủ yếu nhờ cắt giảm các chi phí liên quan đến nhân sự (24.6% xuống 21.9%). Tổng số lượng nhân sự của MBB (và các công ty con) giảm mạnh trong năm:



II. TRIỂN VỌNG NĂM 2021

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng 16%

MBB là ngân hàng top đầu, thường được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao. Chúng tôi kỳ vọng hạn mức tăng trưởng 16% trong năm 2021.

Kỳ vọng NIM được mở rộng trong năm 2021

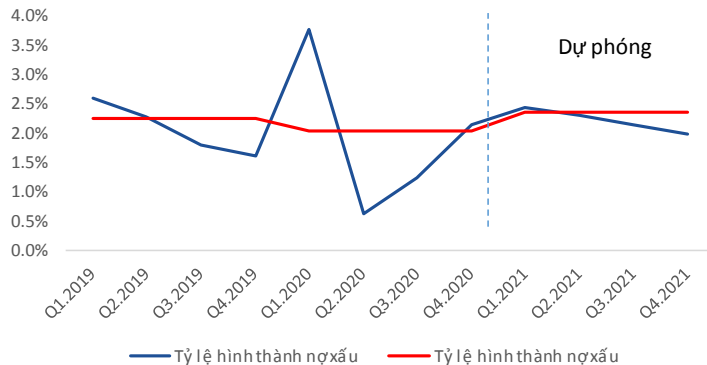
Chúng tôi kỳ vọng NIM 2021 sẽ được mở rộng nhờ:

+ MBB đang triển khai các chương trình để thu hút casa từ khách hàng cá nhân như miễn phí chuyển tiền, tài khoản số đẹp, mở tài khoản trên app trùng với số điện thoại... Chúng tôi kỳ vọng chương trình này sẽ nâng tỷ lệ casa bình quân so với các năm trước, giúp giảm chi phí huy động vốn.

+ Giữ lại lợi nhuận giúp MBB tăng khả năng tối ưu tỷ lệ cho vay/huy động. Tỷ lệ LDR cuối năm 2020 ~ 72% (theo báo cáo thường niên), thấp hơn nhiều so với quy định của NHNN (85%).

+ MBB tiếp tục tăng tỷ trọng cho vay KHCN, phân khúc mang lại NIM cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu của MBB tăng nhẹ so với năm 2020 do các tác động của Covid-19 vẫn còn và các khoản nợ cơ cấu có thể chuyển thành nợ xấu:

Chi phí dự phòng dự phóng tăng nhẹ



Lợi nhuận sau thuế quý I dự phóng tăng trưởng 57%, cả năm 2021 kỳ vọng tăng trưởng 33,8%

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ năm 2021 đạt 11,056 tỷ đồng, tăng trưởng 33.8% yoy nhờ:

+ Quy mô dư nợ bình quân cao hơn đáng kể so với năm 2020 (do tăng trưởng tín dụng 2020 tập trung ở cuối năm nên dư nợ bình quân trong năm không cao).

+ NIM mở rộng.

Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ quý I.2021 dự phóng đạt 2,683 tỷ đồng, tăng trưởng 57% yoy chủ yếu nhờ mức nền lợi nhuận quý I.2020 thấp (do MBB trích lập dự phòng mạnh trong quý này).

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu là 32,000 đồng/cp.

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PB để định giá MBB, các ngân hàng được so sánh có quy mô và chiến lược hoạt động tương đồng:

	PB	ROA	ROE
ACB	2.0	1.9%	24.3%
TCB	1.9	3.1%	18.4%
VPB	2.1	2.6%	21.9%
HDB	1.9	1.6%	18.9%
VIB	2.7	2.2%	29.6%
STB	1.2	0.6%	9.6%
SHB	1.3	0.8%	12.3%
TPB	1.8	1.9%	23.5%
EIB	1.4	0.7%	6.6%
MBB – trung vị 2 năm	1.3	1.9%	19.1%
Tỷ lệ định giá	1.55		
BVPS 2021	20,876		
Giá mục tiêu	32,000		

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,000 VNĐ/cổ phiếu, upside + 11.7%.

Rủi ro:

+ Tăng trưởng tín dụng, NIM không đạt như dự kiến, hoặc tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn ước tính của chúng tôi có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và giá mục tiêu của MBB.

+ MBB và toàn ngành ngân hàng đang được định giá cao hơn mức trung bình và trung vị lịch sử.

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020
Thu nhập lãi	24,824	31,197	32,767
Chi phí lãi	(10,241)	(13,197)	(12,490)
Thu nhập lãi thuần	14,584	18,000	20,278
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	5,719	6,421	8,228
Chi phí hoạt động dịch vụ	(3,158)	(3,235)	(4,653)
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	2,561	3,186	3,576
Lãi/(lỗ) thuần từ HĐ kinh doanh ngoại hối	445	647	786
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	152	27	85
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	149	612	866
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,517	2,099	1,680
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	130	78	93
Tổng thu nhập hoạt động	19,537	24,650	27,362
Chi phí hoạt động	(8,734)	(9,724)	(10,555)
LN thuần từ HĐKD trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	10,803	14,927	16,807
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3,035)	(4,891)	(6,118)
Tổng lợi nhuận trước thuế	7,767	10,036	10,688
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(1,577)	(1,968)	(2,082)
Lợi nhuận sau thuế	6,190	8,069	8,606
Cổ đông của Công ty mẹ	6,113	7,823	8,263

Chỉ số hoạt động	2018	2019	2020
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu			
Số CP Lưu hành	2,160	2,373	2,799
EPS cơ bản	2,672	3,107	2,952
Chất lượng Vốn và Tài sản			
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.33%	1.16%	1.09%
Trích lập dự phòng/Nợ xấu	-112.29%	-110.47%	-134.07%
Trích lập dự phòng/Dư nợ cho vay	1.50%	1.28%	1.46%
Chi phí DPRR/Cho vay KH	-1.52%	-2.10%	-2.23%
Vốn CSH/Nợ vay	10.41%	10.73%	11.26%
Vốn CSH/Dư nợ cho vay	15.92%	15.93%	16.80%
Vốn CSH/Tổng tài sản	9.43%	9.69%	10.12%
Tỷ lệ Dư nợ/Tiền gửi (LDR)	89.47%	91.79%	95.93%
Định giá			
Vốn hóa thị trường	62,437	68,572	80,884
Giá trị doanh nghiệp (EV)	388,853	437,829	522,658
P/E	10.8	9.3	9.8
P/B	1.9	1.8	1.7
Lợi nhuận và Hiệu quả quản lý			
ROE %	19.41%	21.79%	19.13%
ROA trước dự phòng %	3.20%	3.86%	3.71%
ROA %	1.83%	2.09%	1.90%
ROIC%	0.00%	0.00%	0.00%
Biên lãi suất ròng (NIM)	4.56%	4.90%	4.75%
Lợi suất trung bình của Tài sản sinh lời	7.77%	8.50%	7.68%
Thu nhập ngoài lãi/ Thu nhập từ lãi	33.07%	36.51%	34.48%
Tỷ lệ Chi phí/Thu nhập (CIR)	-44.70%	-39.45%	-38.58%
Tỷ suất cổ tức	2.08%	0.00%	0.00%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1,737	2,344	3,109
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	10,548	14,347	17,297
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	45,062	39,691	47,889
Tiền gửi tại các TCTD khác	35,363	29,339	41,940
Cho vay các TCTD khác	9,894	10,549	5,949
Dự phòng rủi ro	(196)	(196)	-
Chứng khoán kinh doanh	578	1,168	3,085
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính	-	15	37
Cho vay khách hàng	211,475	247,130	293,943
Cho vay khách hàng	214,686	250,331	298,297
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(3,211)	(3,201)	(4,354)
Chứng khoán đầu tư	73,731	85,629	99,714
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	70,467	82,724	96,775
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	3,522	3,197	3,374
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	(258)	(292)	(436)
Góp vốn, đầu tư dài hạn	728	887	885
Đầu tư vào công ty liên doanh	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	932	1,037	1,027
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(204)	(150)	(141)
Tài sản cố định	2,699	2,798	4,311
Bất động sản đầu tư	31	31	248
Tài sản Cố khác	15,737	17,447	24,465
Các khoản phải thu	10,325	11,471	18,445
Các khoản lãi, phí phải thu	3,429	3,772	3,782
Tài sản thuế TNDN hoãn lại	16	4	3
Tài sản Cố khác	2,268	2,475	2,280
- Trong đó: Lợi thế thương mại	67	57	48
TỔNG TÀI SẢN	362,325	411,488	494,982
Tổng nợ phải trả	328,152	371,602	444,883
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	2,633	17	15
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	60,471	50,314	50,876
Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác	40,693	29,550	24,984
Vay các tổ chức tín dụng khác	19,778	20,764	25,892
Tiền gửi của khách hàng	239,964	272,710	310,960
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	320	302	207
Phát hành giấy tờ có giá	11,158	26,289	50,924
Các khoản nợ khác	13,601	21,971	31,900
Vốn chủ sở hữu	34,173	39,886	50,100
Vốn của tổ chức tín dụng	21,632	22,718	28,726
Vốn điều lệ	21,605	23,727	27,988
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	1,178
Cổ phiếu Quỹ	-	(1,037)	(564)
Vốn khác	28	28	125
Quỹ của tổ chức tín dụng	3,887	4,937	6,225
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	7,124	10,342	12,956
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,530	1,888	2,193
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	362,325	411,488	494,982

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 06 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 06 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 06 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN NGHIÊN CỨU

Chuyên viên nghiên cứu thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (1) Báo cáo này phản ánh ý kiến độc lập, khách quan của chuyên viên nghiên cứu; (2) Chuyên viên nghiên cứu không có phần thù lao nào đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này; (3) Tại thời điểm công bố báo cáo, chuyên viên nghiên cứu hiện nắm giữ vị thế liên quan cổ phiếu đề cập trong báo cáo và được hưởng lợi từ việc tăng giá cổ phiếu.

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 Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS 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 EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS 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 EVS 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 EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586