

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (HNX: MBS)

SỰ KIỆN

Đầu tháng 9/2018, chúng tôi có gặp gỡ và trao đổi với Công ty Cổ phần Chứng khoán MB (MBS). Dưới đây là một số thông tin cập nhật và đánh giá chính về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh 9 tháng đầu năm và dự phóng cho cả năm 2018 của MBS.

QUAN ĐIỂM ĐÁNH GIÁ

Cho năm 2018, chúng tôi dự phóng lợi nhuận hoạt động của MBS đạt 644,4 tỷ đồng (+109,3% YoY). Lợi nhuận trước thuế năm 2018 ước đạt 296,0 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp ước đạt 250,8 tỷ đồng – EPS cơ bản ước đạt 2.054 đồng/cp.

Tại ngày 19/09/2018, với giá đóng cửa 17.900 đồng/cp, MBS đang giao dịch với tỷ lệ P/E 2018 forward đạt 8,71 lần.

Chúng tôi sử dụng chỉ số P/E trung bình của Top 5 Công ty chứng khoán có thị phần lớn nhất 2 sàn giao dịch (Quy mô tương đương với MBS) làm cơ sở để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MBS. *(Chi tiết trong phần định giá trang 5)*

Tại mức P/E 2018 forward đạt 12,00 lần; giá trị hợp lý của cổ phiếu MBS ước đạt **24.600** đồng/cp, tương ứng với tỷ lệ upside **37,4%** so với giá đóng cửa ngày 19/09/2018.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu MBS với thời gian nắm giữ 06 tháng.



NGÀNH CẤP 4: Chứng khoán

Khuyến nghị đầu tư (19/09/2018)

Khuyến nghị 6 tháng	MUA
Giá mục tiêu (đồng)	24.600
Tỷ lệ upside	37,40%

Thông tin cổ phiếu (19/09/2018)

Số lượng CP niêm yết	122.124.280
Số lượng CP lưu hành	122.122.015
Vốn hóa thị trường (tỷ)	2.234,83
KLGD TB 3 tháng	214.400
KLGD TB 1 tháng	300.216
% sở hữu nước ngoài	0,22%
Room nước ngoài còn lại	48,78%
Tăng/giảm giá 7 ngày	12,96%
Tăng/giảm giá 1 tháng	15,09%

Cổ đông lớn

Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội – MB	79,52%
--	--------

(Nguồn: Fiin Pro, CTS tổng hợp)

Cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tỷ đồng)

	1H2017	1H2018	%chg YoY
Doanh thu hoạt động	336,00	598,37	78,1%
Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL)	23,18	102,03	340,2%
Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTMO)	10,04	21,97	118,8%
Lãi từ các khoản cho vay và phải thu	117,26	166,54	42,0%
Lãi từ các tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	3,15	2,94	-6,7%
Doanh thu hoạt động môi giới chứng khoán	137,40	226,48	64,8%
Doanh thu hoạt động tư vấn tài chính	22,43	47,87	113,4%
Lợi nhuận gộp	133,79	283,98	112,3%
Doanh thu hoạt động tài chính	1,32	2,05	55,3%
Chi phí hoạt động tài chính	(86,21)	(104,38)	21,1%
Chi phí quản lý công ty chứng khoán	(36,26)	(47,47)	30,9%
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	12,98	138,13	964,2%
Lợi nhuận kế toán sau thuế	12,78	125,87	884,9%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	105	1.031	881,9%

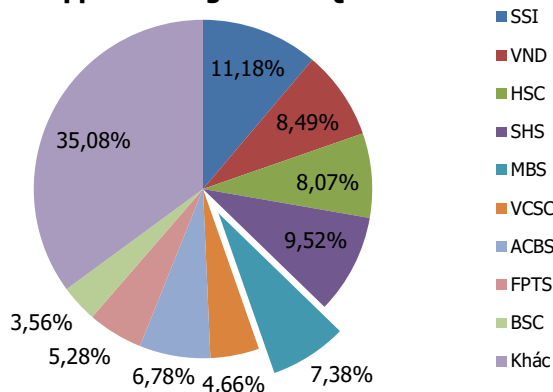
(Nguồn: BCTC MBS, CTS tổng hợp)

Tuan Anh Pham – Equity Analyst

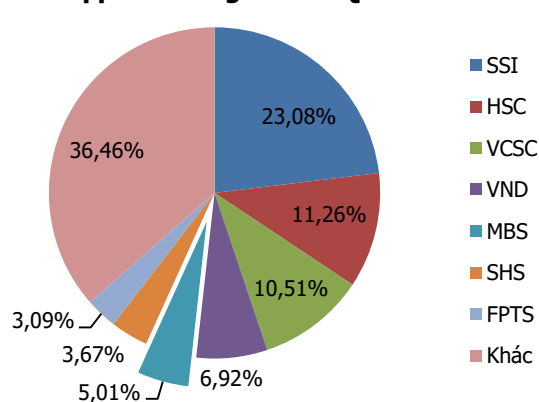
anhpt1@cts.vn

Thị phần môi giới giữ vững trong top 5 và liên tục tăng trưởng

Thị phần môi giới HNX Q2 2018



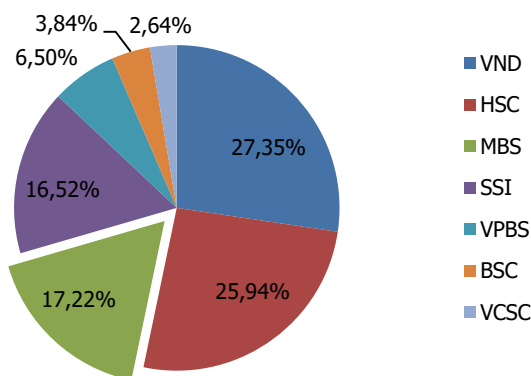
Thị phần môi giới HSX Q2 2018



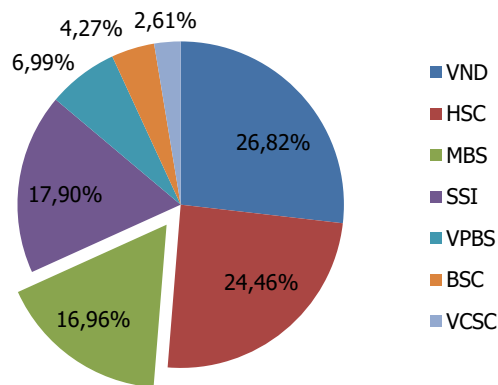
(Nguồn: HSX, HNX, CTS tổng hợp)

Đối với thị trường chứng khoán phái sinh, MBS nằm trong top 3 với thị phần 17,22% trong Q2 2018, vượt qua SSI với 16,52, cải thiện đáng kể so với mức 16,20% trong Q1 2018. Tính chung 6 tháng đầu năm 2018, MBS chiếm 16,96% thị phần môi giới, vượt xa đối thủ gần nhất là MBSS với 6,99%.

Thị phần môi giới CKPS Q2 2018



Thị phần môi giới CKPS 1H2018



(Nguồn: HSX, HNX, CTS tổng hợp)

Lũy kế 6T2018, mảng môi giới của MBS đạt doanh thu 226,5 tỷ (+64,9% YoY) nhờ tệp khách hàng cá nhân tiềm năng khi kết hợp bán chéo giữa các thành viên trong tập đoàn mẹ là Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB). Hiện MBB và nhóm công ty thành viên đang sở hữu tệp hơn 4 triệu khách hàng cá nhân. Trong khi đó, tổng số lượng tài khoản nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến thời điểm 31/08/2018 đạt 2,1 triệu đơn vị. Do đó, MBS có lợi thế rất lớn để mở rộng danh sách khách hàng tiềm năng.

Đội ngũ nhân sự mảng môi giới của MBS hiện đạt gần 300 nhân viên chính thức và 400 cộng tác viên; đứng trong Top 4 của thị trường với trên 100.000 tài khoản chứng khoán vào thời điểm cuối 2017 (tăng trưởng 20% so với thời

điểm cuối 2017; trong khi đó, số lượng tài khoản chứng khoán toàn ngành tăng trưởng 11% cùng thời điểm)

Hoàn thành việc trích lập toàn bộ các khoản phải thu khó đòi

Trong năm 2017, MBS đã trích lập dự phòng 234,2 tỷ và sử dụng 304,4 tỷ đồng dự phòng cho việc suy giảm giá trị của các khoản phải thu. Số dư dự phòng cuối năm đạt 443,2 tỷ trên giá trị khoản phải thu khó đòi đạt 560,1 tỷ đồng.

Trong 6T2018, các khoản phải thu về dịch vụ công ty chứng khoán cung cấp (chủ yếu bao gồm Phải thu hợp đồng ủy thác đầu tư & hợp tác kinh doanh chứng khoán và Phải thu lãi các dịch vụ tài chính công ty chứng khoán cung cấp) giảm 130 tỷ so với thời điểm cuối 2017 xuống còn 442,4 tỷ đồng giúp MBS hoàn nhập được 16,7 tỷ đồng chi phí trích lập dự phòng.

Tại ngày 30/6/2018, số dư dự phòng suy giảm giá trị các khoản phải thu của MBS đạt 424,6 tỷ đồng trên tổng giá trị các khoản phải thu là 442,4 tỷ. Từ đó, Công ty sẽ không còn áp lực trích lập các khoản cho vay trong quá khứ. Bên cạnh đó, với kinh nghiệm quản trị rủi ro tích lũy được, khả năng trích lập dự phòng và thất thoát tài sản trong tương lai sẽ ít hơn.

Ngoài ra, với tổng các khoản dự phòng rủi ro đã được sử dụng, tương ứng với số nợ xấu được xóa sổ từ năm 2014 đạt 356,6 tỷ đồng giúp cho MBS có khả năng ghi nhận lợi nhuận khác trong tương lai từ việc thu hồi các khoản dự phòng đã được xử lý.

Mảng môi giới phát triển mạnh tạo dư địa tăng trưởng lớn cho mảng cho vay giao dịch ký quỹ

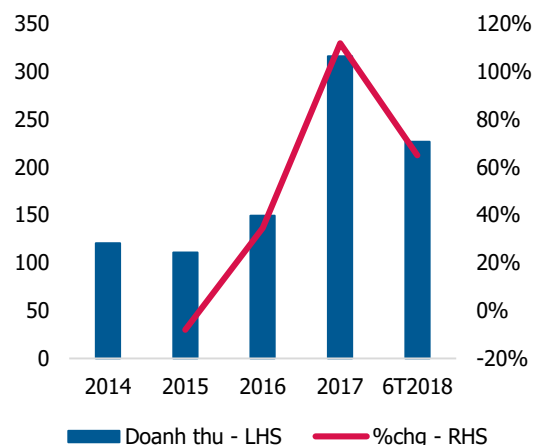
Thời điểm 30/06/2018, vốn điều lệ của MBS xếp thứ 10 trong ngành nhưng thị phần môi giới đứng thứ 5 nhờ Công ty luôn thu xếp được các nguồn vốn tương đối linh hoạt để phục vụ hoạt động môi giới và cho vay margin.

Một trong những nguồn vốn quan trọng đến từ nhận ký quỹ, ký cược theo hợp đồng hợp tác kinh doanh với khách hàng (số dư 1.388,5 tỷ - chiếm 34,6% cơ cấu nguồn vốn tại ngày 30/6/2018). Các khoản nhận ký quỹ, ký cược thường có thời hạn từ 1 tuần đến 12 tháng và trả thu nhập từ 2,105% đến 9,095% tính trên số dư theo từng kỳ hạn.

Ngoài ra, 6T2018, MBS cũng phát hành thành công 3 lô trái phiếu dài hạn với tổng giá trị phát hành 454 tỷ đồng, đáo hạn vào năm 2021 với lãi suất trung bình từ 8% - 8,31%/năm. Trong khi đó, các công ty chứng khoán có quy mô tương đương thường chịu mức lãi suất trái phiếu cao hơn như HSC (9%/năm); VND (9,2%/năm) hay SHS (8,8%/năm).

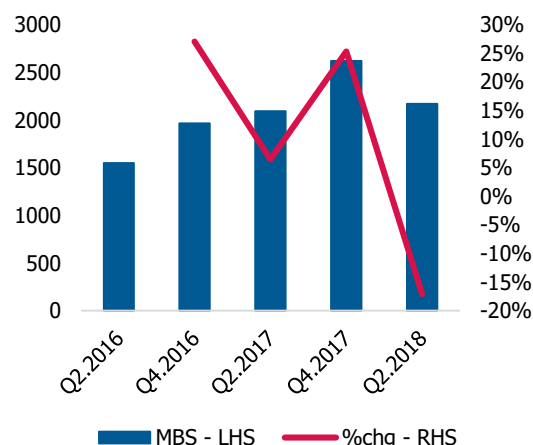
Nhờ khả năng huy động vốn với chi phí thấp nên MBS có khả năng cạnh tranh khá lớn với các công ty trong ngành về lãi suất cho vay margin. Cụ thể, lãi suất cho khách hàng vay margin tại MBS ở mức 11,4%/năm, thấp hơn tương đối

Doanh thu môi giới (tỷ)



(Nguồn: MBS, CTS tổng hợp)

Dư nợ cho vay margin (tỷ)

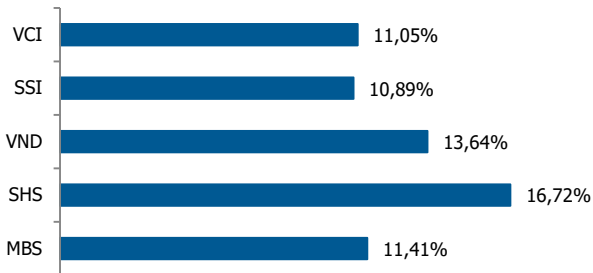


(Nguồn: MBS, CTS tổng hợp)

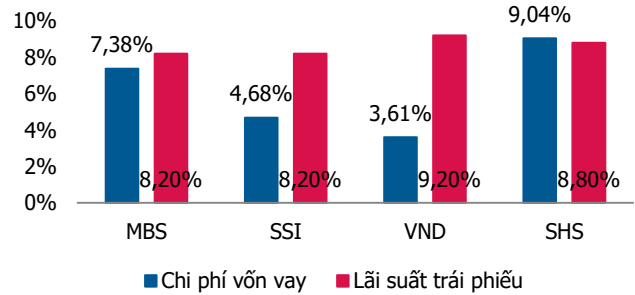
so với các công ty chứng khoán cùng phân khúc như VND (13,6%/năm) hay SHS (16,7%/năm).

Trong năm 2018, MBS có kế hoạch chào bán cho cổ đông hiện hữu/cổ đông chiến lược 42.737.284 cổ phiếu với giá không thấp hơn 10.000 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng lượng cổ phiếu phát hành thêm sẽ giúp bổ sung cho MBS lượng vốn tương đối đáng kể để phục vụ hoạt động cho vay giao dịch ký quỹ.

Lãi suất cho khách hàng vay margin



Chi phí vốn vay & huy động vốn



(Nguồn: MBS, CTS tổng hợp)

Mảng Ngân hàng đầu tư (IB) duy trì top 3 toàn thị trường nhờ tận dụng quan hệ với ngân hàng mẹ MBB

Năm 2017, MBS ký mới được 84 hợp đồng cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư. Doanh thu từ hoạt động tư vấn IB đạt 114,3 tỷ (+146,7% YoY), lợi nhuận gộp đạt 80 tỷ (+196% YoY). Trước đó, năm 2016, MBS cũng đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu đột biến do chiến lược cấu trúc sản phẩm và nhân sự hiệu quả.

Tăng trưởng mảng IB nhờ việc công tác bán chéo giữa MBS và MBB thể hiện qua việc hoàn thiện bộ khung sản phẩm và chính sách bán chéo. Bên cạnh đó, MBS đã thực hiện nhiều giao dịch tư vấn phát hành trái phiếu quy mô lớn, hỗ trợ các doanh nghiệp trong việc thu xếp vốn đầu tư dự án hoặc thực hiện cơ cấu tài chính (Tổng quy mô phát hành vào khoảng 10.000 tỷ đồng trong năm 2017).

Tính đến thời điểm hiện tại, lợi nhuận gộp từ hoạt động IB của MBS đạt khoảng 65 tỷ đồng. Do đặc thù của mảng IB ghi nhận lợi nhuận chủ yếu vào 2 quý cuối năm, cộng thêm Công ty đang tích cực triển khai một số hợp đồng tư vấn thu xếp vốn với một số khách hàng lớn thông qua MBB, Chúng tôi cho rằng hoạt động IB của MBS năm 2018 sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh.

Thu hẹp hoạt động đầu tư tự doanh, tập trung vào các mã cổ phiếu cơ bản nhằm tránh sự bất ổn từ thị trường

Thời điểm 30/06/2018, danh mục tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) giảm từ 306,6 tỷ đầu năm 2018 xuống còn 190,4 tỷ đồng. Trong đó, danh mục phân bổ khá đồng đều vào các mã cổ phiếu như VGG (25,2 tỷ); HAX (18,0 tỷ); POW (14,0 tỷ); SFG (14,7 tỷ); ...

Phần lớn tài sản hoạt động tự doanh phân bổ vào các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM); *(trong đó, trái phiếu chưa niêm yết 160 tỷ và tiền gửi có kỳ hạn 591,5 tỷ)*

Danh mục tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS) bao gồm 225,7 tỷ cổ phiếu chưa niêm yết và 124,5 tỷ đồng trái phiếu chưa niêm yết.

QUAN ĐIỂM ĐÁNH GIÁ

Cho năm 2018, chúng tôi dự phóng lợi nhuận hoạt động của MBS đạt 644,4 tỷ đồng (+109,3% YoY). Trong đó:

- Lợi nhuận từ hoạt động môi giới ước đạt 184,4 tỷ (+163,4% YoY);
- Lợi nhuận từ hoạt động cho vay giao dịch ký quỹ ước đạt 325,0 tỷ (+22,9% YoY);
- Lợi nhuận từ hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp & IB ước đạt 130,0 tỷ (+61,9% YoY);
- Lợi nhuận từ hoạt động tự doanh ước đạt 85,1 tỷ (-5,0% YoY);

Lợi nhuận trước thuế năm 2018 ước đạt 296,0 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp ước đạt 250,8 tỷ đồng – EPS cơ bản ước đạt 2.054 đồng/cp. *(Lượng cổ phiếu phát hành riêng lẻ đang trong quá trình đàm phán với đối tác/cổ đông chiến lược, do thời hạn phát hành khả năng vào cuối 2018 hoặc đầu năm 2019 nên ảnh hưởng đến số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân là không đáng kể).*

Tại ngày 19/09/2018, với giá đóng cửa 17.900 đồng/cp, MBS đang giao dịch với tỷ lệ P/E 2018 forward đạt 8,71 lần.

Chúng tôi sử dụng chỉ số P/E trung bình của Top 5 Công ty chứng khoán có thị phần lớn nhất 2 sàn giao dịch (Quy mô tương đương với MBS) làm cơ sở để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MBS.

Hệ số P/E ngành chứng khoán (lần)	Lũy kế 12 tháng tính đến ngày 19/09/2018
SSI	12,59
HCM	11,00
VCI	11,27
VND	8,79
MBS	16,31
Trung bình	12,00

(Nguồn: FiinPro, CTS tổng hợp)

Tại mức P/E 2018 forward đạt 12,00 lần; giá trị hợp lý của cổ phiếu MBS ước đạt 24.600 đồng/cp, tương ứng với tỷ lệ upside 37,4% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2018.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu MBS với thời gian nắm giữ 06 tháng.

PHỤ LỤC I: CẬP NHẬT CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CỦA MBS

Chỉ số	Đơn vị	2017	TTM Q2/2018
Cổ phiếu			
Số lượng cổ phiếu lưu hành	triệu cp	122,12	122,12
Giá trị sổ sách	đ/cp	10.519	11.538
EPS cơ bản	đ/cp	196	1.122
Hệ số beta		0,76	1,36
Khả năng sinh lời			
ROE	%	1,84%	10,29%
ROCE	%	11,59%	16,96%
ROA	%	0,62%	3,23%
Chất lượng tài sản			
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	Lần	0,24	0,34
Tỷ suất thanh toán hiện thời	Lần	1,84	2,10
Vốn vay ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	Lần	0,53	0,23
Vốn vay ngắn hạn/Tổng tài sản	Lần	0,16	0,08
Công nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	Lần	1,76	1,31
Công nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	Lần	0,53	0,46
Tổng công nợ/Vốn chủ sở hữu	Lần	2,33	1,85
Tổng công nợ/Tổng tài sản	Lần	0,70	0,65
Định giá			
Vốn hóa thị trường	Tỷ đ	2.234,87	2.234,83
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ đ	2.653.12	2.281,04
P/E	Lần	93,26	16,31
P/S	Lần	2,67	2,03
Kế hoạch kinh doanh năm 2018			
Doanh thu	Tỷ	881	
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ	160	

(Nguồn: BCTC MBS, FiinPro, CTS tổng hợp)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.