

Ngày thực hiện: 20/09/2022

Khuyến nghị	Mua
Giá hiện tại	21.350 đ
Giá mục tiêu	31.433 đ
Upside	47.2%
Thời gian nắm giữ	1,5 năm
Cổ tức	20%
Tỷ suất cổ tức	6.4%

Biến động giá MBB so với Vnindex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	4.533.986.133
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	45.340
Vốn hóa (tỷ đồng)	96.800
Khoảng giá 52 tuần	34.900 - 21.850
Giá trị giao dịch bình quân 20 phiên (tỷ đồng)	390,61
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	12,79
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	23.23%

Chỉ số tài chính

Năm	2019	2020	2021
EPS	3.107	2.756	3.146
BVPS	16.014	17.117	15.768
PE	8,75	9,87	8,64
ROE	21,79	19,13	23,49
ROA	2,09	1,9	2,4
LDR	91,79	95,93	94,51

Một số chỉ tiêu kinh doanh của Ngân hàng Quân Đội MB – MBB

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	31.196	32.767	38.464	48.239
Tăng trưởng lãi và các khoản thu nhập tương tự	25.7%	5.0%	17.4%	25.4%
Thu nhập lãi thuần	18.000	20.277	26.199	34.509
Biên lợi nhuận thuần	57.7%	61.9%	68.1%	71.5%
Lợi nhuận sau thuế	8.068	8.606	13.221	17.046
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	30.4%	6.7%	53.6%	28.9%
Biên lợi nhuận sau thuế	25.9%	26.3%	34.4%	35.3%

Nguồn: MBB, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong ngành đang có xu hướng phát triển tốt: Để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP tín dụng ngành ngân hàng sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao, đồng thời sau 10 năm tích cực xử lý nợ xấu các nhà băng hiện nay đang đứng trước cơ hội phát triển nhanh trong 5 năm tới. Trong tương lai MBB sẽ trở lên vượt trội với mức tăng trưởng tín dụng 25% - 30%/năm khi ngân hàng nhận nhiệm vụ hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém.

Biên lợi nhuận duy trì ở mức cao nhờ đẩy mạnh phát triển công nghệ: Cùng với xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào công nghệ của các ngân hàng lớn trên thế giới, những năm gần đây MBB tích cực ứng dụng công nghệ vào hoạt động kinh doanh với mục tiêu trở thành ngân hàng số hàng đầu Việt Nam. Đây là yếu tố chính giúp biên lợi nhuận ngân hàng duy trì ở mức cao nhờ công nghệ và sẽ (1) Thu hút Casa (2) Hỗ trợ cho chiến lược tập trung cho vay cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ (3) Giảm chi phí hoạt động.

Sự hấp dẫn của cổ phiếu với cổ đông lớn trong và ngoài nước: Viettel tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu của mình tại MBB thông qua phát hành riêng lẻ 70 triệu cổ phiếu, nâng tỷ lệ sở hữu từ 18.51% tại cuối năm 2021 lên 19.4% cho thấy sự hợp tác giữa Viettel và MBB ngày càng gắn kết sâu rộng. Cổ phiếu luôn trong tình trạng kín room ngoại cho thấy tỷ lệ tham gia lớn từ các quỹ nước ngoài. Đây cũng là yếu tố tích cực hỗ trợ giá cổ phiếu khi các tổ chức lớn mua và nắm giữ lâu dài.

Định giá và khuyến nghị: Kết hợp 2 phương pháp định giá thu nhập thặng dư và chỉ số so sánh P/B với tỷ trọng lần lượt 40% và 60% giá trị hợp lý của cổ phiếu MBB đạt 31.433 đồng/CP. Chúng tôi khuyến nghị mua với kỳ vọng upside 47.2%

Rủi ro của công ty:

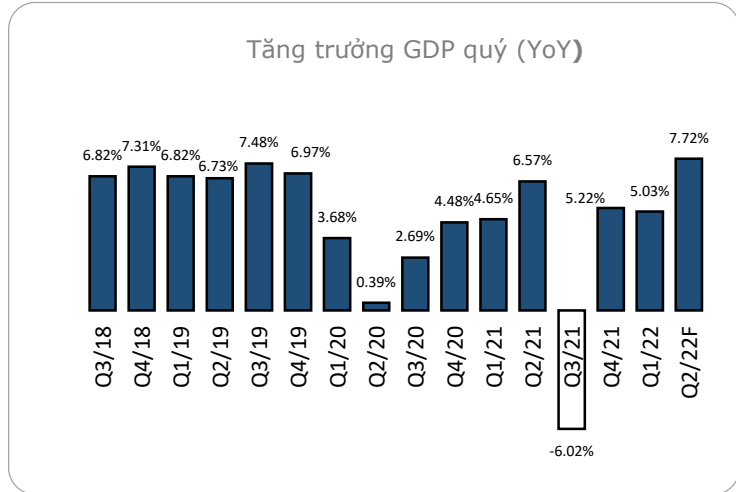
Tái cấu trúc tổ chức tín dụng yếu kém không thành công làm tăng nợ xấu cho ngân hàng.

Lạm phát tăng cao kéo theo ngân hàng tăng lãi suất huy động nhưng lãi suất cho vay khó tăng tương ứng sẽ kéo theo Nim giảm.

Rủi ro pha loãng khi ngân hàng phát hành tăng vốn kéo cổ phiếu kém hấp dẫn hơn nếu tăng trưởng không duy trì được cao.

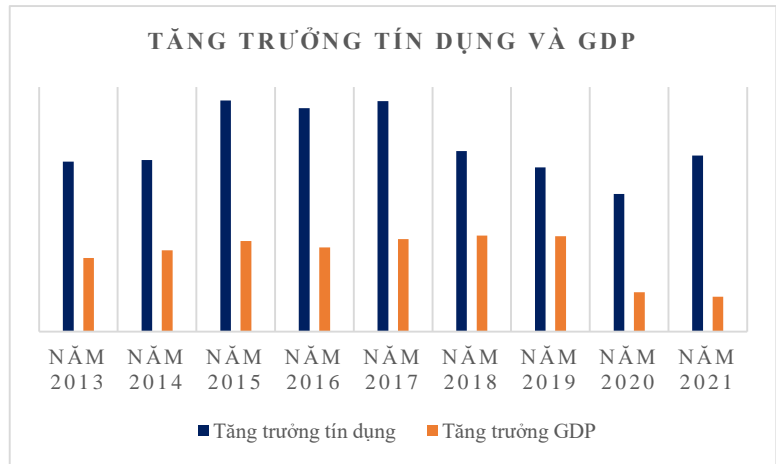
Tăng trưởng GDP ấn tượng đảm bảo lợi nhuận ngành ngân hàng tiếp tục tăng trưởng cao.

GDP quý II năm 2022 ước tính tăng 7.72% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn tốc độ tăng của quý II các năm trong giai đoạn 2011-2021. Nhìn chung đây là một mức tăng rất ấn tượng trong bối cảnh tăng trưởng toàn cầu đang có xu hướng chậm lại. Lũy kế 6T đầu năm 2022, GDP tăng 6.42% cao hơn tốc độ tăng 2.4% 6T đầu năm 2020 và tốc độ tăng 5.74% của 6T đầu năm 2021.



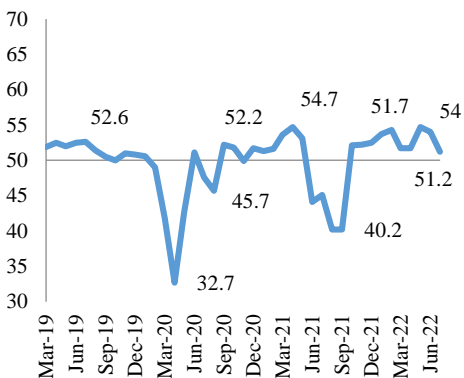
Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI Research

Nhờ tăng trưởng tín dụng, nền kinh tế mới có nguồn vốn để phát triển, từ đó làm tăng GDP. Với thống kê của chúng tôi, để đạt GDP tăng trưởng 7% mỗi năm thì nhu cầu tín dụng cần tăng trưởng trên 12%. Việt Nam là quốc gia đang phát triển, vì vậy tăng trưởng GDP trong những năm tới sẽ tiếp tục cao, do đó nhu cầu tín dụng ngày càng lớn, vì vậy chúng tôi đánh giá ngành ngân hàng còn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn.



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI Research

Hình. Chỉ số PMI công nghiệp

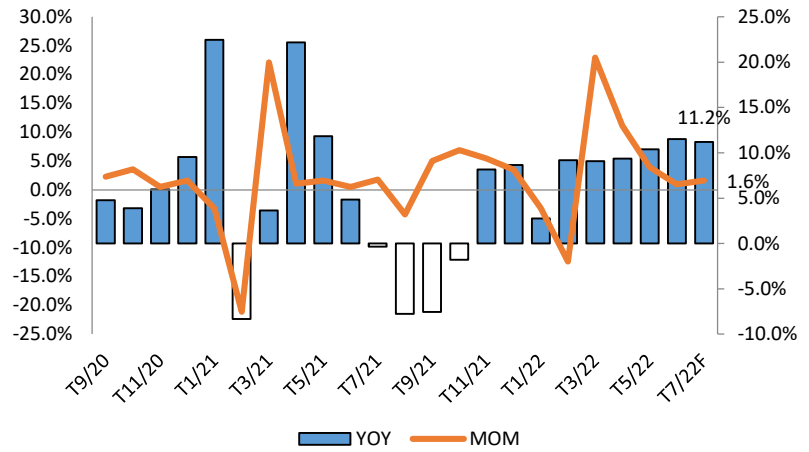


Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI Research

Chỉ số sản xuất sản xuất ngành công nghiệp và chỉ số mua hàng phục hồi tốt.

Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) tháng 7/2022 ước tăng 1.6% so với tháng trước và tăng 11.2% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, ngành chế biến, chế tạo tăng 12.8%. Tính chung 7 tháng năm 2022, IIP ước tăng 8.8% so với cùng kỳ năm trước (cùng kỳ năm 2021 tăng 7.6%). Trong đó, ngành chế biến, chế tạo tăng 9.7% (cùng kỳ năm 2021 tăng 9.7%).

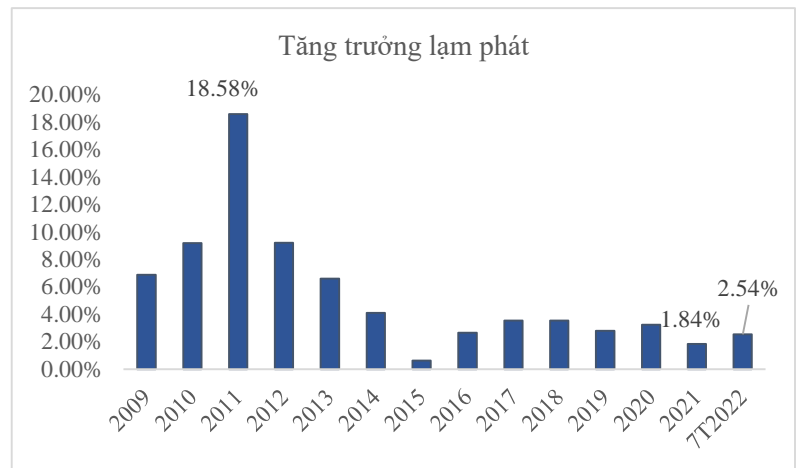
Hình. Sản xuất công nghiệp theo tháng



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI Research

Thông tin từ SBV ngành công nghiệp và xây dựng có dự nợ tín dụng toàn nền kinh tế ở mức cao. Tháng 5/2022 dư nợ tín dụng của ngành này chiếm 27% tổng dư nợ tín dụng toàn nền kinh tế tăng 6.12% Ytd. Với tỷ trọng lớn trong dư nợ tín dụng, chúng tôi đánh giá với định hướng đẩy mạnh phát triển ngành công nghiệp của chính phủ sẽ tác động tích cực tới tăng trưởng của ngành ngân hàng.

CPI có dấu hiệu tăng nhưng vẫn nằm trong kiểm soát



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI Research

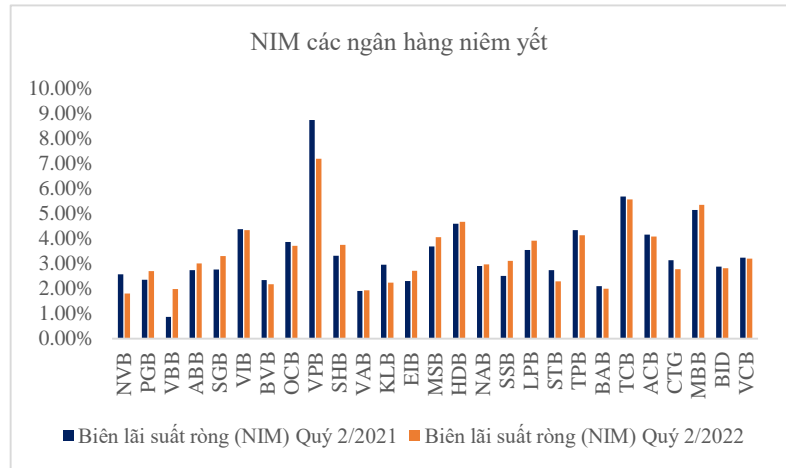
Bình quân 7 tháng đầu năm, CPI tăng 2.44% so với cùng kỳ năm trước. Tuy CPI của Việt Nam tăng thấp hơn so với thế giới, nhưng 5 tháng cuối năm là bài toán khó cho việc kiểm soát mức tăng dưới mục tiêu 4%. Giá dầu vẫn đang neo ở mức cao khi cuộc chiến Nga – Ukraine chưa chấm dứt. Tuy nhiên sau những chính sách thắt chặt của FED thì giá lương thực, năng lượng, vận tải hành khách đang có xu hướng giảm dần. Mặt khác đầu vào nguyên liệu sản xuất Việt Nam nhập khẩu phần lớn từ Trung Quốc, CPI của nền kinh tế này đã tăng 2.5% vào tháng 6, vậy nên khi giá nguyên vật liệu nhập khẩu đang có xu hướng tăng lên thì lạm phát Việt Nam khó mà đạt mục tiêu dưới 4%. CPI tăng quá mạnh sẽ ảnh hưởng xấu đến ngành ngân hàng, bởi SBV sẽ có những chính sách thắt chặt tiền tệ, tuy nhiên chúng tôi đánh giá CPI Việt Nam vẫn đang trong tầm kiểm soát bằng những chính sách như giảm thuế xăng dầu, đảm bảo hàng hóa không thiếu thốn dẫn đến tình trạng tăng giá... vì vậy chính sách thắt chặt mạnh tay chưa xảy ra.

Diễn biến ngành ngân hàng Quý 2/2022

Kết quả kinh doanh ngành ngân hàng Quý 2 tiếp tục khởi sắc với thu nhập lãi thuần tăng 16.39% yoy, lãi thuần từ HDDV tăng 10.19% yoy đóng góp vào tổng thu nhập hoạt động với tỷ trọng 11.27%. Trong kỳ chi phí hoạt động toàn ngành tăng 15.57% yoy, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm nhẹ 1.48% yoy giúp cho lợi nhuận sau thuế toàn ngành tăng 35.86% yoy. Lý do đạt được kết quả trên là nhờ nhu cầu tín dụng tăng mạnh khi nền kinh tế hồi phục sau đại dịch.

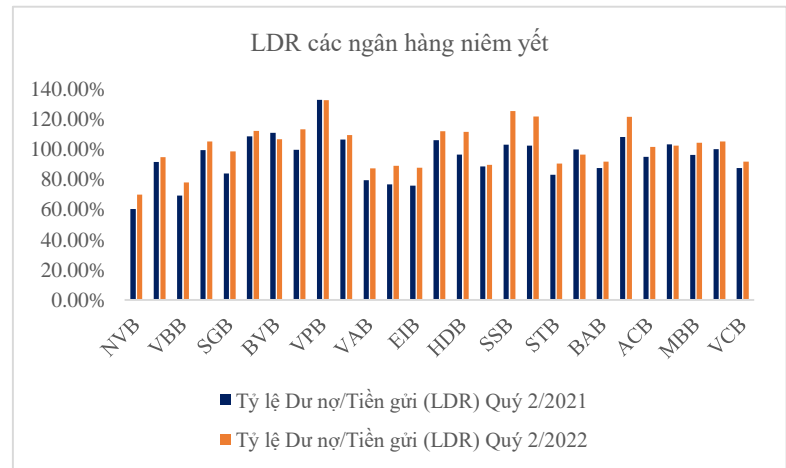
Tăng trưởng tín dụng trung bình 6 tháng đầu năm của các ngân hàng niêm yết đạt 9.63% Ytd, trong đó tăng trưởng cho vay khách hàng đạt 10.17%. Nhiều ngân hàng đã sử dụng

hết room cả năm nhưng nhu cầu tín dụng vẫn cao, chúng tôi cho rằng ngân hàng nhà nước sẽ nới room tín dụng cho những ngân hàng có hệ số CAR cao, quản trị tốt và thực hiện nhiệm vụ hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém.



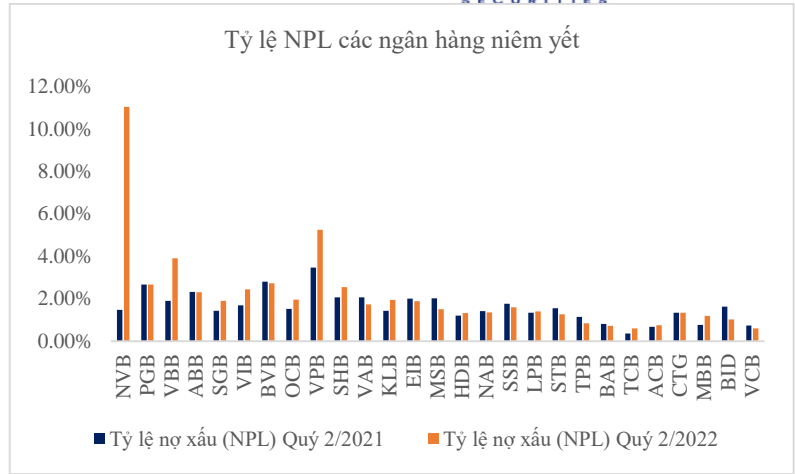
Nguồn: Fiin, CSI Research

Biên lãi suất ròng NIM Quý 2/2022 các ngân hàng niêm yết phần lớn không biến động quá mạnh so với cùng kỳ. Top 3 ngân hàng có NIM cao nhất là VPB, TCB, MBB; với tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân cao, 3 ngân hàng này vẫn duy trì thứ hạng của mình với NIM quý 2/2022 lần lượt là 7.18%, 5.56%, 5.35%. Về xu hướng NIM của VPB và TCB sụt giảm, MBB tăng nhẹ từ 5.14% tại quý 2/2021 lên 5.35% tại quý 2/2022, bám sát TCB cho thấy khả năng bứt tốc của MBB khá ấn tượng.



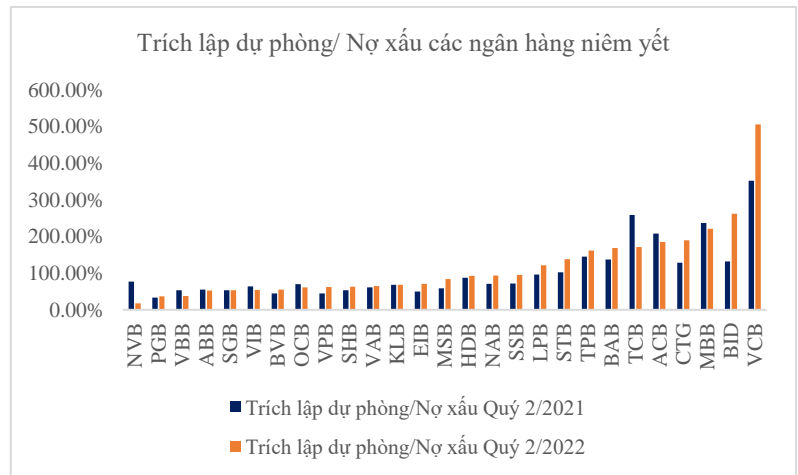
Nguồn: Fiin, CSI Research

Tỷ lệ dư nợ/ tiền gửi tại quý 2/2022 có xu hướng tăng so với cùng kỳ đồng thời đa số các ngân hàng đều có tỷ lệ LDR trên 90% cho thấy tốc độ tăng trưởng tín dụng cao nhưng tốc độ huy động còn chậm. Với tỷ lệ LDR cao của đa số các ngân hàng niêm yết cho thấy nợ xấu của các ngân hàng đã cải thiện rất tốt trong 10 năm vừa qua. Lũy kế từ 15/08/2017 đến 31/12/2021 toàn hệ thống các tổ chức tín dụng đã xử lý được 380.2 nghìn tỷ đồng, đạt được thành công trên là nhờ vào sự nỗ lực của nhà nước và các tổ chức tài chính cùng với công cụ là Nghị quyết 42 tiến tới “nâng cấp” thành luật xử lý nợ xấu. Công cụ này đã, đang và sẽ giúp các ngân hàng xử lý nợ xấu thuận lợi hơn. Khi không còn gánh nặng phải trích lập và xử lý khoản nợ xấu lớn chúng tôi cho rằng trong thập kỷ tới ngành ngân hàng sẽ bứt tốc mạnh mẽ.

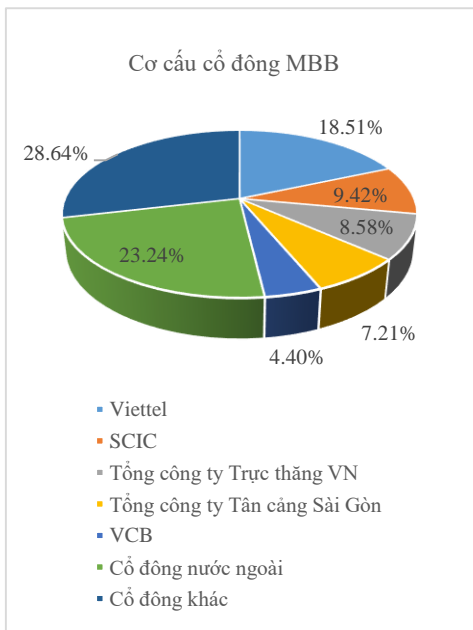


Nguồn: Fiin, CSI Research

Tỷ lệ nợ xấu trong Quý 2/2022 có sự phân hóa giữa các ngân hàng tuy nhiên tỷ lệ NPL của đa số các ngân hàng đều thấp hơn 2%, chỉ có 8/27 ngân hàng có NPL cao hơn 2%. Các nhà băng lớn đều có tỷ lệ nợ xấu thấp như TCB, VCB, ACB, TPB, BID một số ngân hàng có tỷ lệ NPL trong quý 2/2022 tăng so với cùng kỳ do tác động từ dịch bệnh. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng nợ xấu sẽ sớm được giải quyết khi các doanh nghiệp trở lại hoạt động kinh doanh và có dòng tiền để hoàn thành các nghĩa vụ nợ.



Nguồn: Fiin, CSI Research



Nguồn: MBB, CSI Research

Nhờ vào kết quả kinh doanh tốt đã tạo điều kiện cho các ngân hàng có thể trích lập dự phòng ở mức cao. Quý 2/2022 tỷ lệ dự phòng/nợ xấu của đa số các ngân hàng đều có xu hướng tăng so với cùng kỳ, trong đó nổi bật lên là 3 ngân hàng nhà nước là VCB, BID và CTG với tỷ lệ dự phòng tại Quý 2/2022 lên tới 505.88%, 351.79% và 189.73% cho thấy sức chống chịu rủi ro của ngân hàng được nâng cấp, ngoài ra đây cũng là một khoản lợi nhuận lớn mà ngân hàng để dành cho tương lai.

Tổng quan ngân hàng MBB

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB) được thành lập từ năm 1994 với mục tiêu ban đầu là đáp ứng nhu cầu dịch vụ tài chính cho các Doanh nghiệp Quân đội. MBB được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2001. Năm 2021 ngân hàng MB tiếp tục giữ vị thế Top 30 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam (theo bảng xếp hạng VNR500); nằm trong Top 4 Ngân hàng thương mại về quy mô và lợi nhuận tại Việt Nam. Ngoài ra MBB còn hoạt động trong nhiều lĩnh vực tài chính khác như: Bảo hiểm, Chứng khoán, mua và xử lý nợ xấu...

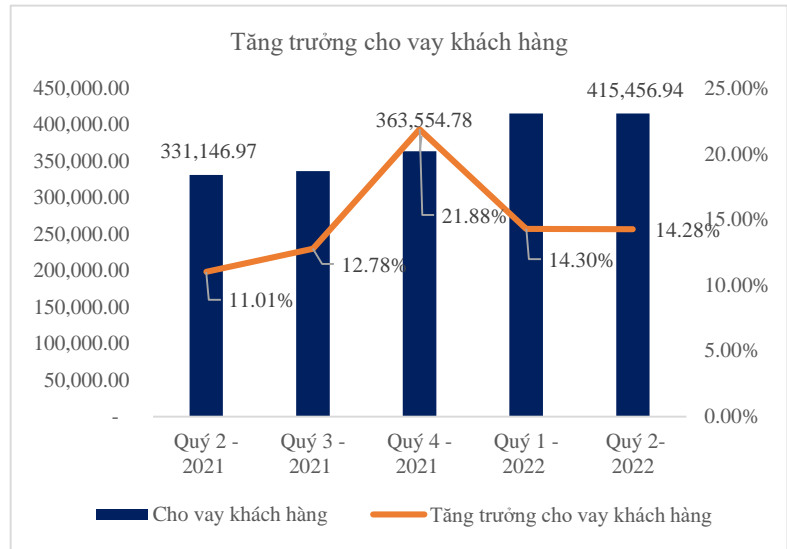
Cơ cấu cổ đông: Cổ đông lớn nhất của MBB tính đến thời điểm ngày 31/12/2021 là Viettel với tỷ lệ sở hữu 18.51% tương ứng với 699.367.361 cổ phiếu; Sau đó là SCIC với tỷ lệ sở hữu là 9.42% tương ứng với 355.917.911 cổ phiếu. Tiếp theo là Tổng công ty Trực thăng Việt Nam. Tổng công ty Tân Cảng Sài Gòn và VCB với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 8.58%, 7.21% và 4.4%. Cuối cùng là cổ đông nước ngoài với tỷ lệ sở hữu là 23.24% và các cổ đông khác với tỷ lệ sở hữu là 28.64%.



Nguồn: Fiin, CSI Research

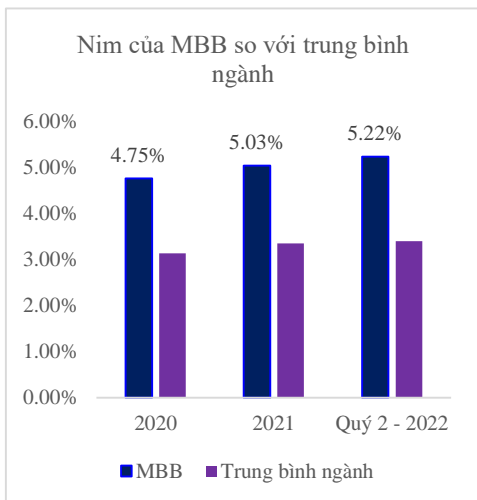
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần

Thu nhập lãi của ngân hàng Q2/2022 đạt 12.480.12 tỷ đồng, tăng trưởng 29.5% yoy. Bên cạnh đó chi phí lãi tăng 14.3% yoy dẫn tới thu nhập lãi thuần Quý 2/2022 đạt 8.969.41 tỷ đồng, tăng 36.68% yoy.

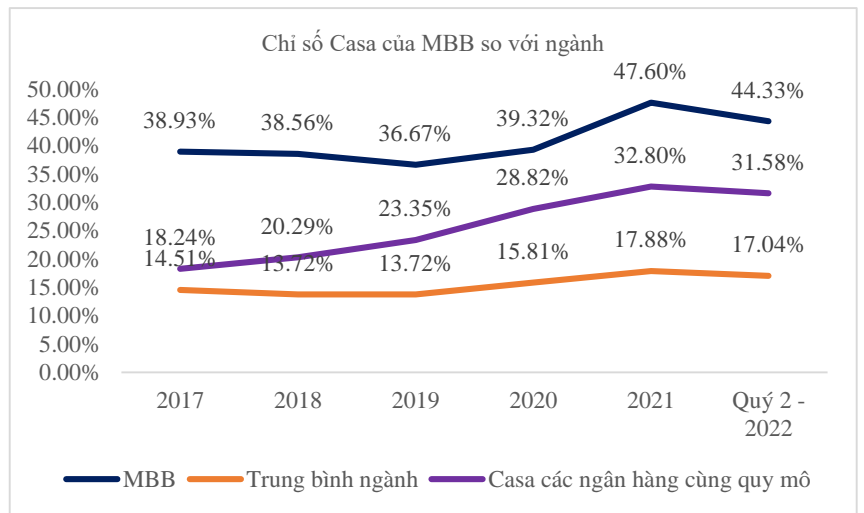


Nguồn: Fiin, CSI Research

Kết quả kinh doanh quý 2/2022 của ngân hàng có sự tăng trưởng tốt, nguyên nhân đến từ tăng trưởng tín dụng đạt mức cao sau khi nền kinh tế hoạt động trở lại sau dịch. Tăng trưởng cho vay khách hàng của MBB trong Quý 1 đạt 14.3% Ytd, cho thấy nhu cầu tín dụng là rất lớn, tuy nhiên ngân hàng đã sử dụng gần hết room tín dụng tại quý 1 nên tín dụng cho vay khách hàng gần như giữ nguyên trong quý 2. Khi giá hàng hóa giảm dẫn tới kỳ vọng lạm phát giảm sẽ giúp hệ thống ngân hàng tiếp tục các chính sách nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế sau dịch, vì vậy chúng tôi cho rằng tín dụng khách hàng MBB trong 6 tháng cuối năm có thể đạt mức tăng trưởng 25% Ytd.



Nguồn: Fiin, CSI Research

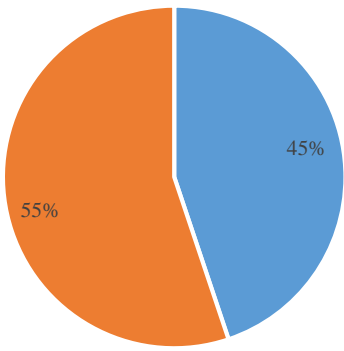


Nguồn: Fiin, CSI Research

Lợi thế từ Casa duy trì ở mức cao đồng thời hoạt động tín dụng đẩy mạnh hướng tới nhóm khách hàng cá nhân và doanh nghiệp siêu nhỏ có biên lợi nhuận lớn hơn góp phần làm số Nim của MBB được cải thiện đạt 5.22%. Trong vòng 5 năm gần đây, Casa của MBB tăng trưởng ấn tượng và luôn nằm trên trung bình ngành, do chiến lược đúng đắn của Ban lãnh đạo khi tập trung phát triển ngân hàng số đẩy mạnh các giao dịch trên nền tảng App MB và App BIZ. Theo chúng tôi, ngoài những phát triển về công nghệ còn có sự cộng hưởng từ chiến lược hợp tác với các doanh nghiệp lớn, từ đó kéo theo tất cả các nhân viên, khách hàng của doanh nghiệp đều sử dụng dịch vụ của MBB, đem lại nguồn vốn casa tương đối lớn cho ngân hàng.

Lãi lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ

Tỷ trọng HỖDV/ Thu nhập ngoài lãi Q2/2022

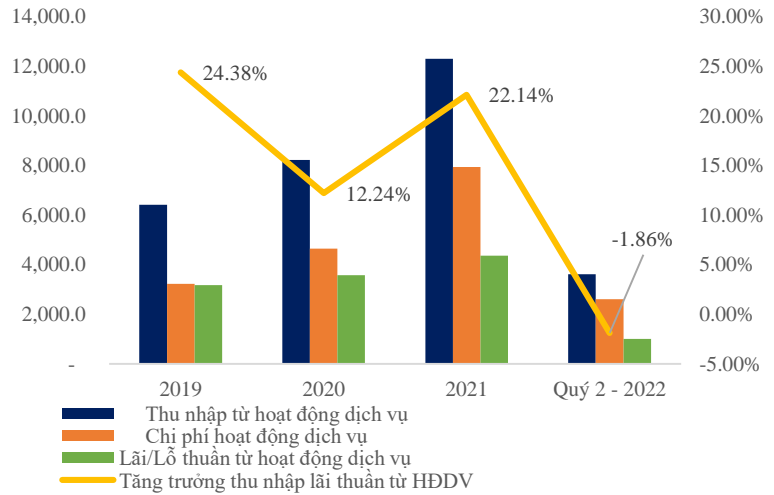


■ Tỷ trọng lãi thuần từ HỖDV
■ Tổng thu nhập ngoài lãi

Nguồn: Fiin, CSI Research

Tại quý 2/2022 thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng 10.4% yoy, đạt 3.622.22 tỷ đồng, nhưng chi phí từ hoạt động dịch vụ tăng 16%, yoy đạt 2.611.77 tỷ đồng, dẫn tới thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ đạt 1.010.45 tỷ đồng, giảm nhẹ 1.86% yoy. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ của MBB phần lớn đến từ mảng bảo hiểm với 2 công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ là MB Ageas Life và Tổng công ty Bảo hiểm Quân Đội (MIC). Năm 2022, cả 2 công ty bảo hiểm của MBB đã đứng trong Top 5 về thị phần bảo hiểm tại Việt Nam. Tỷ lệ tham gia bảo hiểm của Việt Nam còn thấp thì chúng tôi cho rằng trong tương lai thu nhập từ bảo hiểm sẽ tiếp tục tăng.

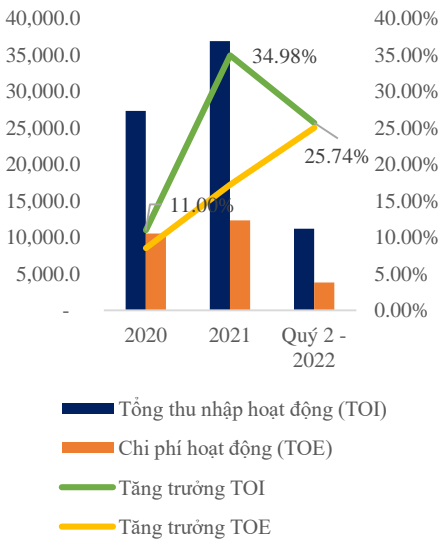
Hoạt động dịch vụ



■ Thu nhập từ hoạt động dịch vụ
■ Chi phí hoạt động dịch vụ
■ Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ
■ Tăng trưởng thu nhập lãi thuần từ HỖDV

Nguồn: Fiin, CSI Research

TOI, TOE của MBB



■ Tổng thu nhập hoạt động (TOI)
■ Chi phí hoạt động (TOE)
■ Tăng trưởng TOI
■ Tăng trưởng TOE

Nguồn: Fiin, CSI Research

Tổng thu nhập hoạt động và chi phí hoạt động

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) của ngân hàng tại Quý 2 đạt 11.221.88 tỷ đồng, tăng trưởng 25.7% yoy. Trong cơ cấu tổng thu nhập hoạt động, tỷ trọng lớn vẫn đến từ thu nhập lãi thuần chiếm 80%, các khoản thu nhập khác chiếm 20% cho thấy thu nhập chính của MBB vẫn đến từ hoạt động tín dụng. Nhìn vào xu hướng trong vòng 5 năm gần đây tỷ trọng thu nhập lãi thuần trên tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng giảm dần giúp giảm sự phụ thuộc vào hoạt động tín dụng.

Tổng chi phí hoạt động tại quý 2 của MBB đạt 3.860.56 tỷ đồng, tăng 25.1% yoy, dẫn tới chỉ số CIR tăng lên 34.4%. Nguyên nhân do ngân hàng tích cực tuyển thêm nhân sự IT làm quỹ lương tăng lên. MBB xác định đến năm 2024 nhân sự công nghệ sẽ chiếm 25% toàn tập đoàn và trở thành mắt xích quan trọng trong việc mở rộng quy mô để trở thành ngân hàng số hàng đầu. Theo số liệu quá khứ đã cho thấy, khi áp dụng công nghệ trong quản lý giúp ngân hàng tăng lợi nhuận tạo ra trên mỗi nhân viên, từ đó giúp giảm chỉ số CIR. Chỉ số CIR của ngân hàng liên tục được cải thiện từ mức 44.7% năm 2018 còn 30.93% tại quý 1/2022. Vì vậy theo chúng tôi, chỉ số CIR tăng lên khi bổ sung nhân sự nhưng sẽ giảm dần khi MBB hoàn thiện bộ máy tạo lên lợi thế cạnh tranh về chi phí cho ngân hàng.

Tỷ lệ nợ xấu và chi phí dự phòng tín dụng

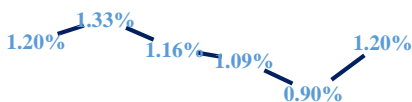
Tỷ lệ nợ xấu tại quý 2/2022 có chuyển biến xấu khi tăng mạnh từ 0.9% tại cuối năm 2021 lên 1.2%. Cả 3 nhóm nợ đều tăng, trong đó đáng chú ý nhóm nợ có khả năng mất vốn tăng hơn 1.000 tỷ so với cuối năm 2021. Nguyên nhân nợ xấu tăng đến từ ảnh hưởng của dịch bệnh làm cho khách hàng khó khăn trong việc trả nợ. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong kỳ đạt 1.374.81 nghìn tỷ đồng, giảm 43.5% yoy do các khoản nợ xấu đã được ngân hàng trích lập của các kỳ trước.

Lợi nhuận sau thuế

Tăng trưởng tín dụng cao cùng với khả năng quản lý chi phí tốt đã giúp MBB cán đích quý 2 với lợi nhuận sau thuế đạt 4.794 tỷ đồng, tăng trưởng 75.6% yoy. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với ngành. Tỷ lệ dư nợ tín dụng so với nguồn vốn huy động (LDR) trong quý 2 đạt 97.31%, cho thấy chất lượng tài sản của Ngân hàng tốt. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng được duy trì ở mức 25-30% và khả năng kiểm soát chi phí tốt cùng chất lượng tài sản cao sẽ đem lại lợi nhuận tốt cho ngân hàng trong 2-3 năm tiếp theo.

Bảng so sánh MBB với một số ngân hàng cùng quy mô theo năm cho thấy MBB là ngân hàng hiệu quả so với ngành.

TỶ LỆ NỢ XẤU NPL (%) MBB



2017 2018 2019 2020 2021 Quý 2 - 2022

Nguồn: Fiin, CSI Research

Tổng tài sản (tỷ đồng)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
ACB	284.316	329.333	383.514	444.530	527.770	13.17%
MBB	313.878	362.325	411.488	494.982	607.140	14.11%
SHB	286.010	323.276	365.254	412.680	506.604	12.11%
STB	368.469	406.041	453.581	492.516	521.117	7.18%
TCB	269.392	320.989	383.699	439.603	568.729	16.12%
VPB	277.752	323.291	377.204	419.027	547.409	14.53%

Nguồn: Fiin, CSI Research

MBB có quy mô tài sản lớn nhất trong các ngân hàng so sánh, tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm CAGR của MBB thấp hơn TCB và VPB. Theo kế hoạch năm 2022 tổng tài sản của MBB tăng lên gần 700 nghìn tỷ đồng.

Tăng trưởng tín dụng (%)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
ACB	20.31%	12.99%	14.33%	15.44%	12.28%
MBB	14.38%	22.72%	16.48%	18.50%	23.68%
SHB	21.16%	20.66%	7.70%	16.58%	15.64%
STB	12.22%	12.28%	12.46%	11.49%	10.44%
TCB	12.03%	16.10%	20.41%	21.94%	22.98%
VPB	18.15%	15.91%	18.59%	12.75%	17.32%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Với hệ số an toàn vốn (CAR) đạt chuẩn, chất lượng tài sản tốt... của MBB trong những năm qua đã giúp ngân hàng tăng trưởng tín dụng ở mức cao trong các ngân hàng so sánh và có xu hướng liên tục tăng. Với nhiệm vụ hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém ngân hàng Quân Đội sẽ tiếp tục có mức tăng trưởng tín dụng cao.

CASA (%)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
ACB	16.60%	17.25%	18.69%	21.47%	25.30%
MBB	38.93%	38.56%	36.67%	39.32%	47.60%
SHB	9.57%	8.90%	7.71%	9.72%	9.53%
STB	14.01%	14.93%	16.89%	18.84%	22.63%
TCB	24.12%	28.70%	34.46%	46.15%	50.47%
VPB	14.99%	13.62%	13.25%	15.58%	22.33%
Trung bình	19.70%	20.33%	21.28%	25.18%	29.64%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Là ngân hàng của Bộ Quốc phòng, MBB sở hữu một lượng khách hàng lớn từ Bộ Quốc phòng, ngoài ra MBB luôn đi đầu trong việc phát triển công nghệ nhằm thu hút Casa giúp ngân hàng đứng thứ 2 trong các ngân hàng so sánh chỉ sau TCB, trong 5 năm gần đây thì Casa MB luôn cao hơn trung bình của các ngân hàng cùng quy mô. Với mục tiêu trở thành ngân hàng thuận tiện nhất cùng xu hướng không dùng tiền mặt, chúng tôi tin Casa của MBB sẽ vươn lên đứng đầu ngành.

NIM (%)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
ACB	3.47%	3.56%	3.57%	3.70%	4.09%
MBB	4.19%	4.56%	4.90%	4.75%	5.09%
SHB	2.04%	2.00%	2.49%	2.79%	3.68%
STB	1.81%	2.34%	2.47%	2.74%	2.60%

TCB	3.89%	4.22%	4.45%	5.01%	5.79%
VPB	8.72%	8.80%	9.43%	8.72%	7.70%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Nhờ sở hữu tỷ lệ Casa cao đồng thời hướng đến khách hàng bán lẻ đã góp phần giúp Nim của MBB có xu hướng cải thiện hàng năm và có mức cao so với các ngân hàng so sánh.

NPL (%)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
ACB	0.70%	0.73%	0.54%	0.59%	0.77%
MBB	1.20%	1.33%	1.16%	1.09%	0.90%
SHB	2.33%	2.40%	1.91%	1.83%	1.69%
STB	4.67%	2.13%	1.94%	1.70%	1.50%
TCB	1.61%	1.75%	1.33%	0.47%	0.66%
VPB	3.39%	3.50%	3.42%	3.41%	4.57%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Tỷ lệ nợ xấu của MBB ở mức dưới 1% trong năm 2021. Trong 5 năm vừa qua MBB rất tích cực trong việc xử lý nợ xấu, trong đó có sự đóng góp lớn của công ty quản lý nợ và khai thác tài sản MBAMC. Chuyên môn và kinh nghiệm xử lý nợ xấu của MBAMC sẽ giúp ngân hàng duy trì tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp.

ROE (%)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
ACB	14.08%	27.73%	24.64%	24.31%	23.90%
MBB	12.42%	19.41%	21.79%	19.13%	23.49%
SHB	11.02%	10.78%	13.88%	12.26%	16.81%
STB	5.20%	7.48%	9.56%	9.63%	10.79%
TCB	27.71%	21.53%	17.96%	18.41%	21.97%
VPB	27.48%	22.83%	21.47%	21.92%	16.51%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Hiệu quả hoạt động của ngân hàng được thể hiện qua chỉ số ROE của MBB được duy trì ở mức cao, năm 2021 đã vượt qua TCB đứng thứ 2 trong các ngân hàng so sánh chỉ sau ACB.

Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)

Năm	2017	2018	2019	2020	2021
ACB	2.118	5.137	6.010	7.683	9.603
MBB	3.490	6.190	8.069	8.606	13.221
SHB	1.539	1.672	2.418	2.607	5.007
STB	1.182	1.790	2.455	2.682	3.411
TCB	6.446	8.474	10.226	12.582	18.415
VPB	6.441	7.356	8.260	10.414	11.477

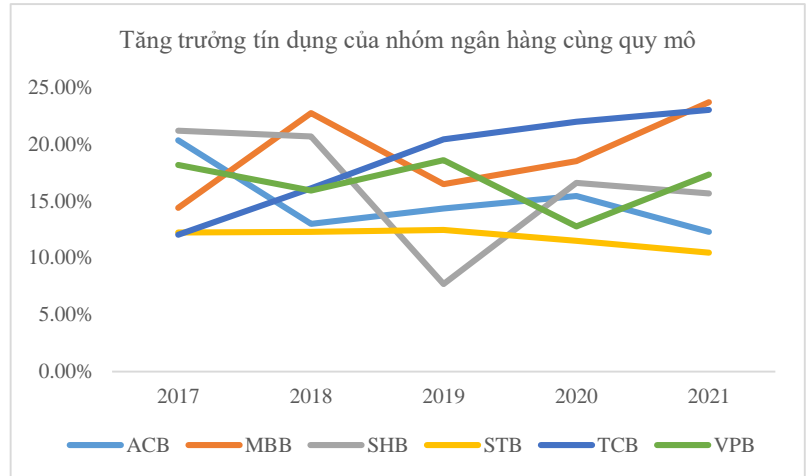
Nguồn: Fiin, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong ngành đang có xu hướng phát triển tốt.

Ngành ngân hàng là một mắt xích quan trọng chiến lược phát triển kinh tế 10 năm (2021-2030) tăng trưởng GDP bình quân khoảng 7%/năm; GDP đầu người theo giá hiện hành năm 2030 đạt khoảng 7.500 USD. Để đạt mục tiêu trên tín dụng, ngành ngân hàng sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao đồng thời sau 10 năm tích cực xử lý nợ xấu các nhà băng hiện nay đang đứng trước cơ hội phát triển nhanh trong 5 năm tới.

Tăng trưởng tín dụng của MBB trong 5 năm qua luôn duy trì top đầu trong các ngân hàng cùng quy mô. Xét về xu hướng tăng trưởng tín dụng, MBB là một trong hai ngân hàng có xu hướng tăng trưởng liên tục trong 3 năm gần đây, thể hiện khả năng cạnh tranh tốt của ngân hàng. Trong tương lai MBB sẽ trở lên vượt trội hơn với mức tăng trưởng tín dụng 25% - 30%/năm khi ngân hàng nhận nhiệm vụ hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém.



Nguồn: Fiin, CSI Research

Ngân hàng MB sẽ nhận chuyển giao bắt buộc với điều kiện:

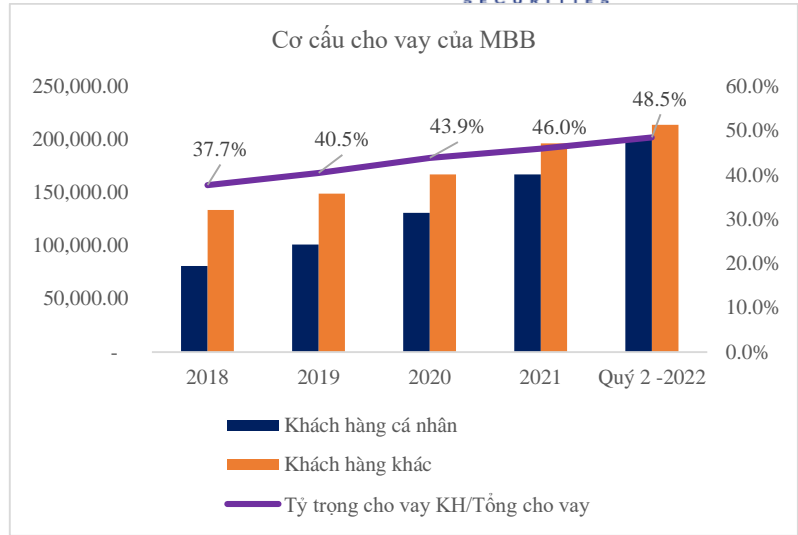
Quy mô tổ chức tín dụng được chuyển giao mà MB sẽ nhận dưới 10% tổng tài sản của ngân hàng MB. Lô lũy kế không vượt qua 20.000 tỷ đồng, ban lãnh đạo ước tính mất 7-8 năm sẽ giải quyết dứt điểm số lỗ này với các biện pháp như được nhà nước hỗ trợ 1 khoản vốn với chi phí thấp, về phía MB sẽ chuyển sang cho ngân hàng này 1 khoản dư nợ tốt để đảm bảo hoạt động kinh doanh và cải thiện lợi nhuận hàng năm.

Lợi ích MB nhận được khi nhận tái cấu trúc ngân hàng yếu kém là tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, quy mô ngân hàng tăng nhanh từ 1.5-2 lần tương ứng với quy mô sau khi tăng trưởng khoảng 1.3 triệu tỷ đồng, cộng hưởng với khả năng quản lý chi phí và rủi ro tốt của MBB sẽ đưa ngân hàng vượt xa các đối thủ cạnh tranh về lợi nhuận. Rủi ro khi nhận hỗ trợ tổ chức yếu kém không quá lớn do (1) Lợi thế tốc độ tăng trưởng tín dụng cao cùng với khả năng quản lý tốt MBB sẽ tạo ra lợi nhuận lớn hơn để thực hiện nhiệm vụ ngân hàng nhà nước giao (2) Quy mô tổ chức tín dụng nhận hỗ trợ không quá 65.000 tỷ đồng và nợ xấu của tổ chức tín dụng này vào khoảng 47% tổng dư nợ, với quy mô không quá lớn đối với MBB thì chúng tôi tin rằng Ngân hàng Quân đội khả năng cao hoàn thành nhiệm vụ này.

Biên lợi nhuận duy trì ở mức cao nhờ đẩy mạnh phát triển công nghệ.

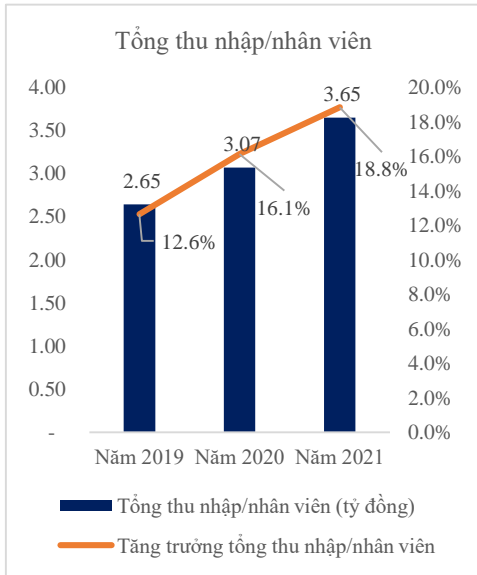
Cùng với xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào công nghệ của các ngân hàng lớn trên thế giới, những năm gần đây MBB tích cực ứng dụng công nghệ vào hoạt động kinh doanh với mục tiêu trở thành ngân hàng số hàng đầu Việt Nam. Đây là yếu tố chính giúp biên lợi nhuận ngân hàng duy trì ở mức cao nhờ (1) Thu hút Casa (2) Hỗ trợ cho chiến lược tập trung cho vay cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ (3) Giảm chi phí hoạt động.

Năm 2021 MBB thực hiện nhiều dự án công nghệ, thu hút thành công 6.3 triệu khách hàng mới (tương đương với số lượng khách hàng MB phát triển được trong 26 năm trước đó) qua App MB Bank, chuyển đổi 92% giao dịch của khách hàng lên kênh số. Từ đó tạo ra 1 lượng Casa lớn cho ngân hàng, Casa của MBB tại quý 2/2022 đạt 44.33% có giảm nhẹ so với đầu năm nhưng vẫn ở mức cao. Chúng tôi cho rằng với quyết tâm của ban lãnh đạo, cùng mục tiêu trở thành ngân hàng thuận tiện nhất sẽ giúp tỷ lệ Casa trên 40%, dẫn đến NIM của ngân hàng duy trì ở mức cao.

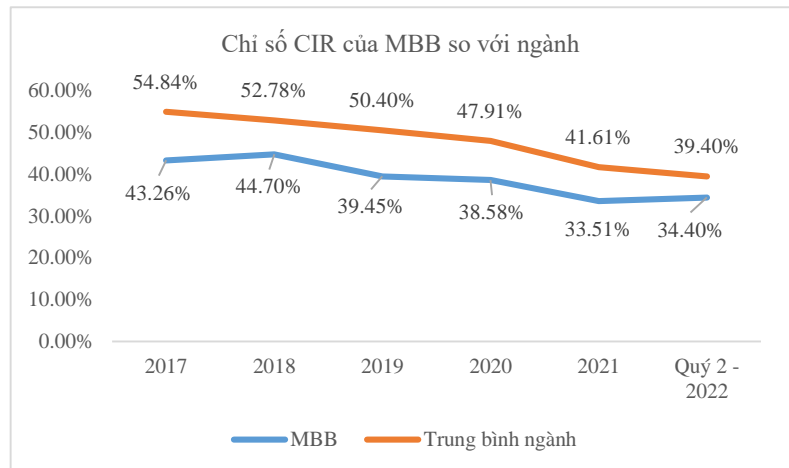


Nguồn: Fiin, CSI Research

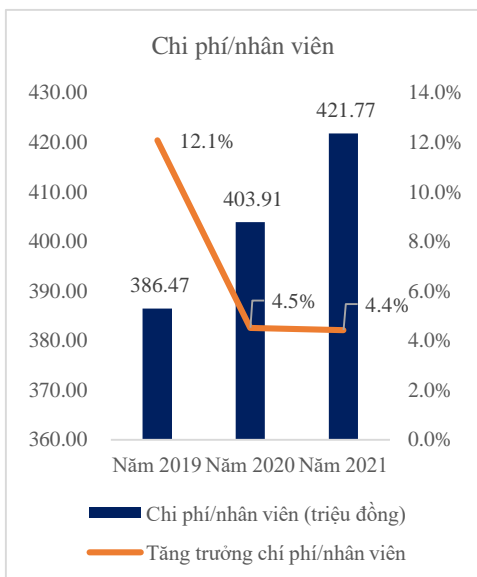
Khi đầu tư mạnh vào công nghệ, MBB sẽ tận dụng được sức mạnh của cơ sở dữ liệu, xây dựng lên góc nhìn toàn cảnh về khách hàng, từ đó đưa ra sản phẩm phù hợp với khách hàng. Trong năm qua, MBB liên tục cải thiện và cập nhật các tính năng mới trên App MBBank, BIZ MBBank nhằm hỗ trợ tốt cho chiến lược tập trung vào cho vay nhóm khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ. Xu hướng tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân của MBB liên tục tăng từ năm 2018 đến nay. Đến quý 2/2022, tỷ lệ cho vay cá nhân đã đạt 48.5%. Tập trung vào bán lẻ đem lại doanh thu cho MBB cao hơn đồng thời rủi ro nợ xấu được phân tán góp phần duy trì NIM của MBB ở mức cao so với ngành.



Nguồn: MBB, CSI Research



Nguồn: Fiin, CSI Research



Nguồn: MBB, CSI Research

Phát triển công nghệ không chỉ đem lại Casa cao, mà còn giúp ngân hàng tối ưu được chi phí hoạt động thông qua nâng cao năng suất làm việc của nhân viên và giảm chi phí đầu tư vào cơ sở vật chất.

Tổng thu nhập của ngân hàng trên mỗi nhân viên khi áp dụng công nghệ trong 3 năm vừa qua luôn có mức tăng trưởng 2 con số. Năm 2020, năm 2021 trung bình mỗi nhân viên tạo ra cho ngân hàng 3.07 tỷ đồng và 3.65 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 16.1% và 18.8%. Nhưng chi phí nhân viên trên mỗi nhân viên trung bình chỉ tăng lần lượt là 4.5% và 4.4%, cho thấy hiệu quả của công nghệ khi ứng dụng vào việc quản lý chi phí là rất lớn. Ngoài ra, phát triển công nghệ sẽ giảm bớt khối lượng công việc cho mỗi chi nhánh và ngân hàng không còn quá phụ thuộc vào cạnh tranh nhờ vị trí từ đó có thể giảm được chi phí đầu tư vào cơ sở vật chất.

Quý 2/2022 CIR của MBB đạt 34.4%, cao hơn cuối năm 2021 do ngân hàng đang tuyển nhân nhân sự IT nên chi phí lương tăng lên. Chúng tôi cho rằng chỉ số CIR của MBB sẽ giảm trở lại sau khi bộ máy nhân sự hoàn thiện. Chỉ số CIR quý 2 tăng lên nhưng vẫn thấp hơn so với ngành trong nhiều năm, cho thấy khả năng quản lý chi phí của ngân hàng khá tốt.

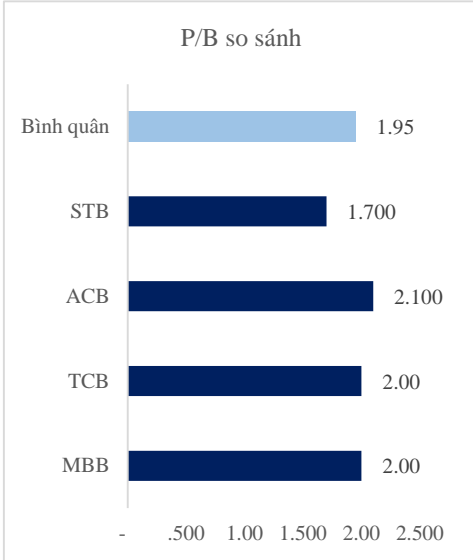
Sự hấp dẫn của cổ phiếu với cổ đông lớn trong và ngoài nước.

Trong cơ cấu cổ đông tại cuối năm 2021, Viettel là cổ đông lớn nhất cùng với thế mạnh về công nghệ, mạng lưới khách hàng trong và ngoài nước sẽ giúp MBB gia tăng vị thế trên thị trường. Theo kế hoạch họp tại đại hội đồng cổ đông, năm 2022 Viettel tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu của mình tại MBB thông qua phát hành riêng lẻ 70 triệu cổ phiếu, nâng tỷ lệ sở hữu từ 18.51% tại cuối năm 2021 lên 19.4%, cho thấy sự hợp tác giữa Viettel và MBB ngày càng gắn kết sâu rộng.

Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
RI	32.658	40%
P/B	30.616	60%
Kết quả	31.433	

Nguồn: CSI Research

Trong năm 2021, sau khi nói room ngoại lên 23.24%, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại cuối năm đã kín room, trong đó cổ đông nước ngoài là cá nhân chiếm 0.13%, còn lại 23.11% là cổ đông tổ chức, chúng tôi cho rằng cổ đông tổ chức đa số là các quỹ đầu tư, với tỷ lệ tham gia lớn từ các quỹ và cổ phiếu luôn trong tình trạng kín room cho thấy sự hấp dẫn của cổ phiếu MBB đối với nhà đầu tư nước ngoài. Đây cũng là yếu tố tích cực hỗ trợ giá cổ phiếu khi các tổ chức lớn mua và nắm giữ lâu dài.



Nguồn: Fiin, CSI Research

Định giá:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB) với giá mục tiêu là 31.433 đồng/CP, upside 47.2% so với thời điểm 20/09/2022. Mức giá mục tiêu được tính toán dựa trên sự kết hợp của hai phương pháp Chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) và phương pháp So sánh P/B, với tỷ trọng là 40% và 60%.

Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Mô hình định giá chia làm 2 giai đoạn, giai đoạn thứ nhất kéo dài 3 năm từ 2022 đến 2025, với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân khoảng 18%/năm; giai đoạn thứ hai từ 2026 trở đi với tốc độ tăng trưởng đều bằng 3%/năm. Hệ số chiết khấu là chi phí sử dụng vốn chủ là 14.31% được tính bằng công thức CAMP với các thông số về phần bù rủi ro, Beta và lãi suất phi rủi ro lần lượt là 10.36%; 1.14 lần và 2.5%. Theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư, giá trị hợp lý của cổ phiếu MBB là 32.658 đồng/CP.

Phương pháp so sánh P/B

Đối với phương pháp so sánh chúng tôi sử dụng chỉ số so sánh P/B so với các Ngân hàng cùng quy mô. Bởi phần lớn giá trị của Ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá, vì vậy giá trị của ngân hàng được định giá sẽ phản ánh gần như chính xác nhất giá trị sổ sách thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng. Các ngân hàng được chúng tôi so sánh là TCB, ACB, STB với mức P/B bình quân 1 năm là 1.95. Với phương pháp so sánh P/B giá trị hợp lý của MBB là 30.616 đồng/CP.

Phụ lục

Kết quả kinh doanh MBB

ĐVT: Tỷ đồng

	2019	2020	2021	2022F	2023F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	31.197	32.767	38.465	48.239	56.015
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(13.197)	(12.490)	(12.265)	(13.730.5)	(16.027.2)
Thu nhập lãi thuần	18.000	20.278	26.200	34.508.5	39.987.6
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	3.186	3.576	4.367	4.686.8	5.814.1
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	648	786	1.332	1.576.0	1.481.6
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	28	85	221	208.2	172.3
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	612	866	1.446	1.745.1	1.561.5
Thu nhập từ hoạt động khác	2.529	2.809	4.211	3.323.4	5.157.9
Chi phí hoạt động khác	(429)	(1.129)	(957)	(587.0)	(1.364.7)
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	2.099	1.680	3.254	2.736.4	3.793.2
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	78	93	115	188.5	155.2
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	24.650	27.362	36.935	45.649.4	52.965.6
Chi phí hoạt động (TOE)	(9.724)	(10.556)	(12.377)	(15.097.1)	(17.749.4)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	14.927	16.807	24.557	30.552.25	35.216.15
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(4.891)	(6.118)	(8.030)	(9.011.85)	(10.814.22)
Tổng lợi nhuận trước thuế	10.036	10.688	16.527	21.540.40	24.401.93
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(1.968)	(2.082)	(3.306)	(4.777.66)	(4.806.16)
Lợi nhuận sau thuế	8.069	8.606	13.221	16.762.74	19.595.78
Lợi ích của cổ đông thiểu số	246	343	524	664.86	777.23
Cổ đông của Công ty mẹ	7.823	8.263	12.697	16.097.9	18.818.6

Nguồn: Fiin, CSI Research

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản MBB

	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
Số CP Lưu hành	Triệu CP	1.815.51	2.160.45	2.372.73	2.798.76	3.778.32	3.778.32
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	1.815.51	2.160.45	2.372.73	2.798.76	3.778.32	3.778.32
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	15.516	15.109	16.014	17.117	15.768	17.911
Doanh số/CP	VNĐ	7.638	9.043	10.389	9.777	9.775	11.029
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	15.744	15.302	16.323	17.464	16.150	18.391
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VNĐ	13.221	1.206	376	5.267	1.183	6.547
EPS cơ bản	VNĐ	1.797	2.672	3.107	2.756	3.146	4.160
Tổng tài sản	Tỷ VNĐ	313.878	362.325	411.488	494.982	607.140	658.274
Tổng cho vay khách hàng	Tỷ VNĐ	182.062	211.475	247.130	293.943	354.797	404.440
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	%	1.20%	1.33%	1.16%	1.09%	0.90%	1.20%
Trích lập dự phòng/Nợ xấu	%	95.85%	112.29%	110.47%	134.07%	267.98%	221.42%
Trích lập dự phòng/Dư nợ cho vay	%	1.15%	1.50%	1.28%	1.46%	2.41%	2.65%
Chi phí DPRR/Cho vay KH	%	-1.94%	-1.52%	-2.10%	-2.23%	-2.43%	-1.90%
Vốn CSH/Nợ vay	%	10.41%	10.41%	10.73%	11.26%	11.47%	12.07%
Vốn CSH/Dư nợ cho vay	%	16.07%	15.92%	15.93%	16.80%	17.19%	17.07%
Vốn CSH/Tổng tài sản	%	9.43%	9.43%	9.69%	10.12%	10.29%	10.77%
Tỷ lệ Dư nợ/Tiền gửi (LDR)	%	83.65%	89.47%	91.79%	95.93%	94.51%	104.67%
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	49.382	58.764	64.538	76.126	102.770	101.259
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VNĐ	331.816	385.180	433.796	517.900	643.949	688.653
P/E		15.14	10.18	8.75	9.87	8.64	6.44
P/E pha loãng		15.14	10.18	8.75	9.87	8.64	6.44

	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
P/B		1.75	1.80	1.70	1.59	1.73	1.50
P/S		3.56	3.01	2.62	2.78	2.78	2.43
ROE %	%	12.42%	19.41%	21.79%	19.13%	23.49%	24.25%
ROA trước dự phòng %	%	2.76%	3.20%	3.86%	3.71%	4.46%	4.49%
ROA %	%	1.22%	1.83%	2.09%	1.90%	2.40%	2.55%
ROIC%	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Biên lãi suất ròng (NIM)	%	4.19%	4.56%	4.90%	4.75%	5.09%	5.35%
Lợi suất trung bình của Tài sản sinh lời	%	7.42%	7.77%	8.50%	7.68%	7.47%	7.57%
Chi phí Tài chính trung bình (COF)	%	-3.48%	-3.48%	-3.98%	-3.28%	-2.65%	-2.49%
Thu nhập ngoài lãi/ Thu nhập từ lãi	%	23.05%	33.07%	36.51%	34.48%	40.54%	23.77%
Tỷ lệ Chi phí/Thu nhập (CIR)	%	-43.26%	-44.70%	-39.45%	-38.58%	-33.51%	-34.40%
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	219.38	389.06	507.14	540.92	831.01	987.91

Nguồn: Fiin, CSI Research

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:Email: csi.research@vncsi.com.vn

Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Người thực hiện: Lê Anh Tùng

Chuyên viên phân tích

Email: tungla@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước, Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào, CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này, CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vncsi.com.vn>