

# CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

## Báo cáo lần đầu 21/03/2016

Khuyến nghị	<b>KHẢ QUAN</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	11.600
Tiềm năng tăng giá	16%

## Vươn mình trở lại

- MBS là Công ty với thương hiệu lâu năm, trải qua 16 năm hình thành và phát triển với tiềm lực tài chính mạnh. Tình hình tài chính của MBS hiện tại đã có những chuyển biến tích cực. Các hoạt động kinh doanh chính dần khởi sắc, có tiềm năng tăng trưởng cao.
- Quan điểm khuyến nghị/đánh giá: **KHẢ QUAN đối với cổ phiếu MBS**

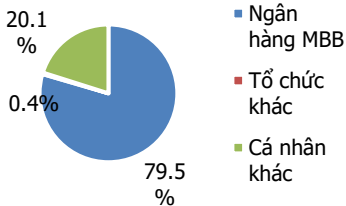
### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: Tỷ VND	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	388	391	484	581	668
Lợi nhuận sau thuế	73	8	41	68	93
EPS (VND)	595	68	332	555	759
BVPS (VND)	10.684	10.716	11.048	11.603	12.362
ROE	6.0%	0,7%	3,0%	4,9%	6.3%
P/B	0,94	0,93	0,91	0,86	0.81

Nguồn: BCTC MBS & MBS dự phóng

### Thông tin cổ phiếu

Ngày niêm yết dự kiến	28/03/2016
Giá niêm yết dự kiến (VND)	10.000
Số lượng CP niêm yết	122.124.280
Số lượng CP lưu hành	122.124.280
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1222



### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu MBS của CTCP Chứng khoán MB dựa trên các cơ sở sau đây:

- Chứng khoán MB là Công ty với thương hiệu lâu năm, trải qua 16 năm hình thành và phát triển với tiềm lực tài chính mạnh.** Công ty hiện sở hữu hệ thống gần 70.000 tài khoản khách hàng cá nhân, thị phần môi giới luôn nằm trong top 10 công ty chứng khoán. Ngoài ra, MBS cũng nhận được sự hỗ trợ rất lớn từ tài chính, nhân lực, quan hệ từ ngân hàng mẹ MB. Đây là những lợi thế cạnh tranh lớn của MBS trong môi trường cạnh tranh hiện tại.
- Sau khi trải qua quá trình tái cơ cấu toàn diện từ năm 2011 và hợp nhất với chứng khoán VITS vào năm 2013, **hiện tại tình hình tài chính của MBS đã cải thiện lên đáng kể.** Các khoản phải thu khó đòi đã được trích lập gần hết trong khi các khoản đầu tư tài chính giảm dần cả về mặt giá trị và tỷ trọng trong cơ cấu tài sản. Cơ cấu tài chính hiện tại của MBS là tương đối lành mạnh.
- Các hoạt động kinh doanh chính dự kiến sẽ có bước tăng trưởng cao trong năm 2016.** Hoạt động môi giới với mục tiêu thị phần môi giới 6% so với 4,82% của năm 2015. Hoạt động IB tăng trưởng dự kiến gấp gần 15 lần nhờ chương trình bán chéo với ngân hàng mẹ MB và sự kết nối với các công ty thuộc Bộ Quốc Phòng. Trong khi đó, hoạt động tự doanh ngoài những cơ hội đầu tư mới còn kỳ vọng từ việc hoàn nhập các khoản dự phòng.

### Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu MBS cho mục tiêu 12 tháng ở mức **11.600 VND**, cao hơn 16% so với giá niêm yết dự kiến bằng phương pháp so sánh PB. Với mức forward BVPS của năm 2016 là 11.048 VND, giá niêm yết tương đương với mức PB là 0,9x lần, thấp hơn trung bình ngành chứng khoán là 1,05x lần.

Tuy nhiên, xét về triển vọng dài hạn của MBS sau khi tái cơ cấu hoàn toàn và vị thế của doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi đưa ra **giá mục tiêu 14.900 VND cho mục tiêu dài hạn** với mức PB là 1,28 lần (chiết khấu 20% so với các công ty đầu ngành) và BVPS forward 2017 là 11.603 VND.

## **Rủi ro**

### **Rủi ro từ việc biến động của kinh tế Việt Nam và thị trường Chứng khoán**

Kết quả kinh doanh của các công ty chứng khoán phụ thuộc rất lớn vào tình hình thị trường. Nếu điều kiện thị trường xấu đi, các công ty chứng khoán có thể gặp thua lỗ nếu như không đưa ra quyết định phù hợp. Tuy nhiên, với đội ngũ chuyên gia lâu năm trong ngành cùng với triển vọng được dự báo sáng sủa của kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam, rủi ro này phần nào được giảm bớt.

### **Rủi ro lãi suất**

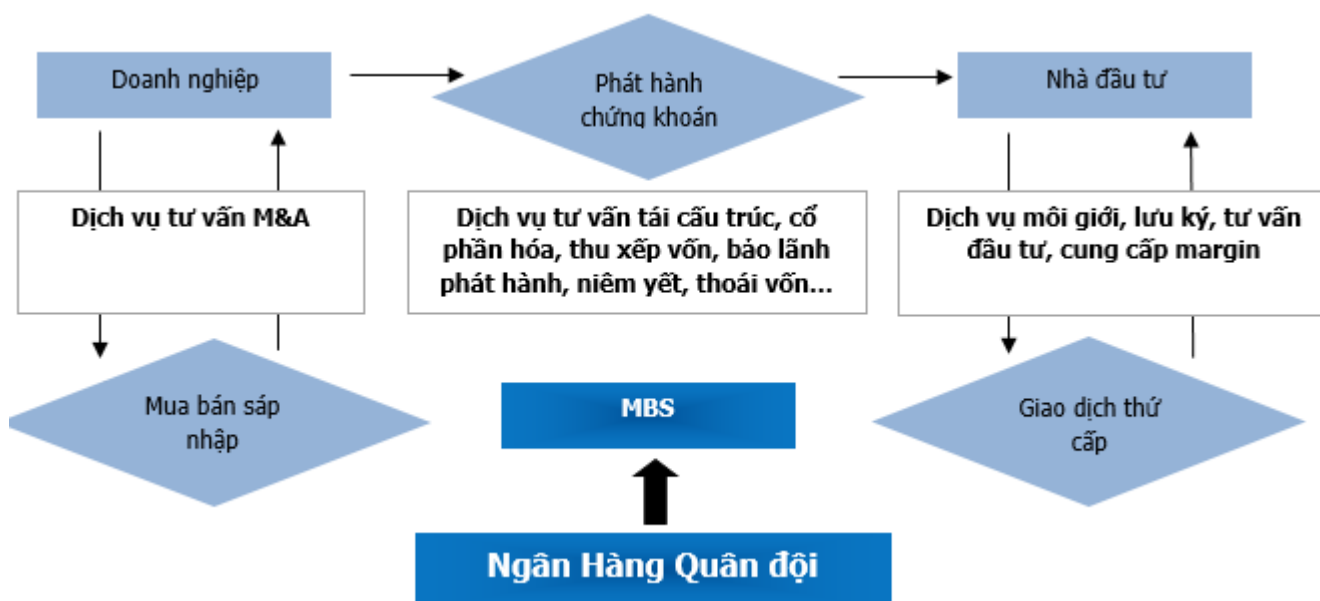
MBS có sử dụng nguồn vốn vay để phục vụ kinh doanh. Trong trường hợp lãi suất tăng mạnh trở lại có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của MBS.

## MBS là một trong sáu công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam

Thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty Cổ phần Chứng khoán MB, tiền thân trước đây là Công ty Chứng khoán Thăng Long, là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. MBS được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp phép thực hiện đầy đủ tất cả các hoạt động kinh doanh theo hình thức của một ngân hàng đầu tư gồm:

- Dịch vụ chứng khoán: MBS hướng tới cung cấp dịch vụ quản lý tài sản tối ưu cho khách hàng cá nhân và dịch vụ hỗ trợ đầu tư một cách riêng biệt cho khách hàng tổ chức dựa trên nền tảng công nghệ mạnh, thông tin tư vấn phân tích chuyên biệt, nguồn vốn hỗ trợ dồi dào và rẻ.
- Dịch vụ ngân hàng đầu tư: Tư vấn huy động thu xếp vốn nợ và vốn chủ sở hữu, tư vấn M&A, tái cấu trúc doanh nghiệp và bảo lãnh phát hành.
- Hoạt động tự doanh: MBS hướng tới trở thành nhà đầu tư khôn ngoan trên thị trường.

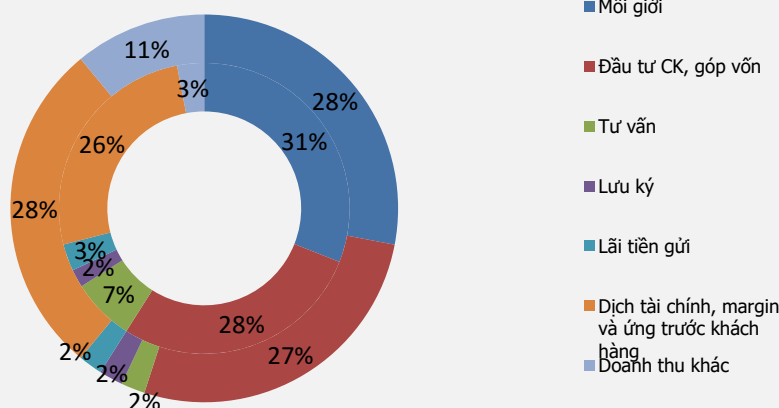
### Chuỗi giá trị thị trường vốn của MBS



Cơ cấu doanh thu của MBS 2014-2015 như sau:

**Biểu 1: Cơ cấu doanh thu 2014- 2015**

	2014	2015
Môi giới	31%	28%
Đầu tư CK, góp vốn	28%	27%
Tư vấn	7%	2%
Lưu ký	2%	2%
Lãi tiền gửi	3%	2%
Dịch vụ tài chính, margin và ứng trước khách hàng	26%	28%
Doanh thu khác	3%	11%



Nguồn : BCTC MBS

Doanh thu năm 2015 đạt mức ổn định 390,73 tỷ khi so với năm 2014, tăng 0,6%, trong đó 56% nguồn doanh thu chủ yếu tới từ các hoạt động môi giới chứng khoán và dịch vụ tài chính, 27% tới từ hoạt động đầu tư và phần còn lại tới từ hoạt động tư vấn và thu nhập khác.

Mặc dù doanh thu của MBS tương đối ổn định, tuy nhiên việc Công ty phải trích lập các khoản dự phòng đầu tư và phải thu từ những năm trước đã làm cho lợi nhuận sau thuế sụt giảm mạnh so với năm 2014.

**Biểu 2: Kết quả kinh doanh 2013 - 2015**

	2013	2014	2015
Doanh thu	24,9	388,4	390,7
Lợi nhuận trước trích lập	-11,6	56,0	113,3
Lợi nhuận trước thuế	2,3	75,4	9,4
ROE	0,3%	6,0%	0,7%
ROA	0,1%	2,5%	0,3%

*Nguồn : BCTC MBS*

*Ghi chú: Lợi nhuận 2013 tính từ 9/12/2013-31/12/2013*

Việc trích lập dự phòng lớn của MBS bắt nguồn từ quá trình tái cơ cấu diễn ra bắt đầu từ năm 2012, cho đến nay, MBS đã thực hiện được phần lớn mục tiêu của quá trình này.

MBS trải qua trình hoạt động thăng trầm qua 02 giai đoạn, giai đoạn từ năm 2000 - 2009 là giai đoạn gây dựng và thành công, tại giai đoạn này Công ty đã trở thành công ty chứng khoán có thị phần số 1 tại HNX và HSX trong 02 năm liên tiếp 2009 và 2010 và tổng tài sản hơn 6.000 tỷ. Tuy nhiên quá trình phát triển nhanh trong 03 năm 2009 - 2011 và cùng với quá trình suy thoái của nền kinh tế và thị trường cổ phiếu đã dẫn tới MBS, tại thời điểm đó là TLS, có khoản nợ xấu được đánh giá là khó đòi và danh mục đầu tư với nhiều cổ phiếu không phù hợp.

Khoản nợ xấu, chi phí lãi vay, và danh mục đầu tư không phù hợp đã dẫn tới hệ quả đó là Ngân hàng mẹ (MB) thực hiện việc tái cơ cấu MBS một cách toàn diện. Quá trình tái cơ cấu tập trung vào:

- Cắt giảm danh mục đầu tư kém hiệu quả và tập trung thu hồi nợ xấu.
- Xây dựng lại hệ thống quản trị rủi ro theo hướng sát thị trường theo một số nguyên tắc quản trị rủi ro của Basel II.
- MBS đã phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho MB nhằm mục đích tăng cường vốn hoạt động MBS.
- Cắt giảm chi phí hoạt động.
- Tăng cường đội ngũ chuyên gia, và thúc đẩy sự phát triển nguồn nhân sự công ty.

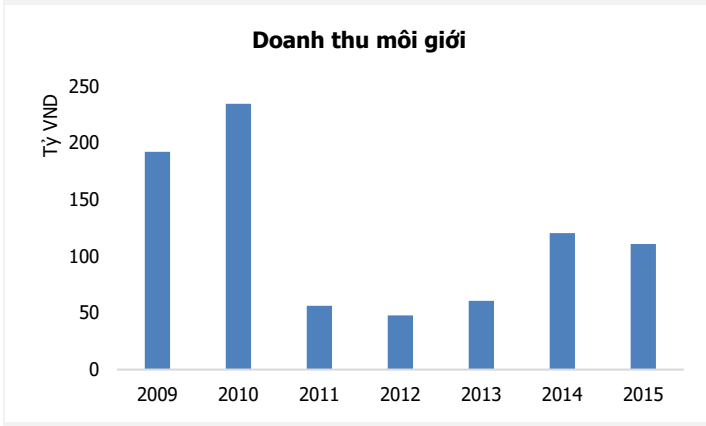
**Quá trình tái cơ cấu MBS đã đạt được kết quả mạnh như sau:**

- Trích lập dự phòng phải thu từ 2012 - 2015 đạt 454 tỷ.
- Xóa bỏ lỗ lũy kế hơn 740 tỷ đồng, đây là khoản lỗ của công ty trước năm 2012, thông qua quá trình giảm vốn chủ và hợp nhất với VITS.
- Trở lại top 5 công ty chứng khoán có thị phần môi giới lớn nhất tại HSX và HNX.
- Xây dựng hoàn thiện mô hình tổ chức công ty theo hướng tất cả các đơn vị trong MBS đều là các đơn vị kinh doanh.
- Công ty đã hoạt động ổn định, kiểm soát rủi ro hiệu quả, tạo được niềm tin cho cổ đông và nhà đầu tư.

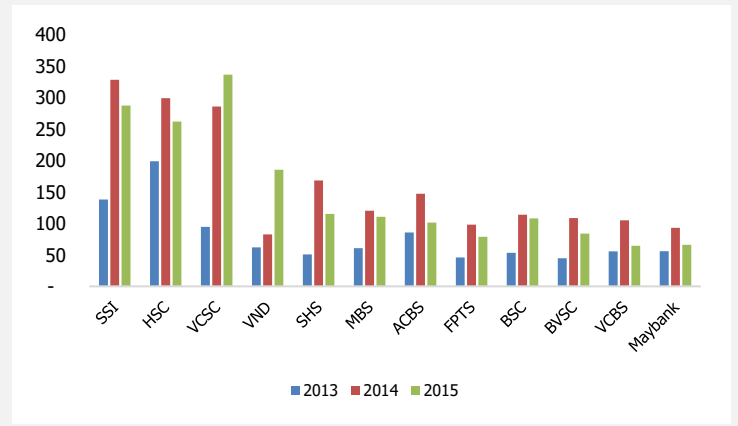
## Sau quá trình tái cơ cấu, các hoạt động kinh doanh của MBS dần đi vào ổn định và trên đà lấy lại vị thế của mình

Hoạt động môi giới – hoạt động cốt lõi – dự địa tăng trưởng còn lớn

**Biểu 3: Doanh thu môi giới MBS 2009 - 2015**



**Doanh thu môi giới các công ty chứng khoán 2013 – 2015**



Nguồn : BCTC CTCK, MBS Research

**Trong hai năm 2009 và 2010, MBS là Công ty đứng đầu thị trường về thị phần và doanh thu môi giới.** Tuy nhiên, khi thị trường khó khăn trong giai đoạn 2011-2013, Công ty mất dần thị phần về tay đối thủ như SSI, HSC, VCSC. Tuy nhiên, hoạt động môi giới của công ty khởi sắc trở lại trong các năm 2014 khi doanh thu tăng trưởng gần 100%. Mặc dù doanh thu môi giới trong năm 2015 giảm sút tuy nhiên, đây là xu hướng chung của các công ty chứng khoán khi mà diễn biến thị trường không được thuận lợi như năm 2014. Giá trị giao dịch trung bình / phiên sụt giảm đáng kể, chỉ còn 2.495 tỷ VND/ phiên tương đương với mức sụt giảm gần 16%. Trên sàn HSX, tổng giá trị giao dịch giảm 9,6% so với năm 2014. Trên sàn HNX, giá trị giao dịch sụt giảm đến 32,3%. Kết thúc năm 2015, MBS đạt 111 tỷ doanh thu môi giới, Hiện tại, lượng tài khoản mở tại công ty cũng đạt hơn 67.000 tài khoản.

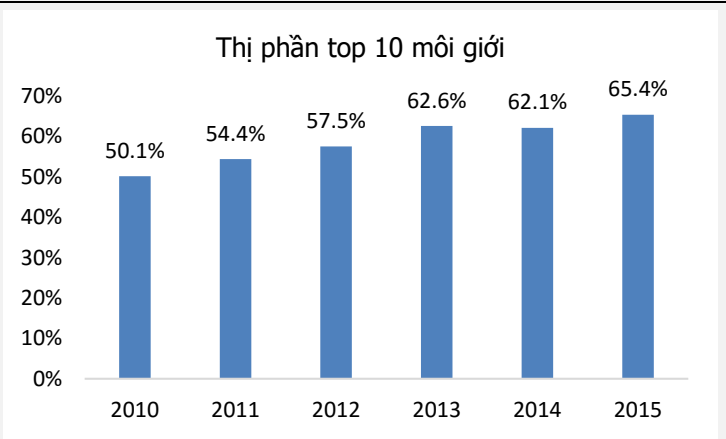
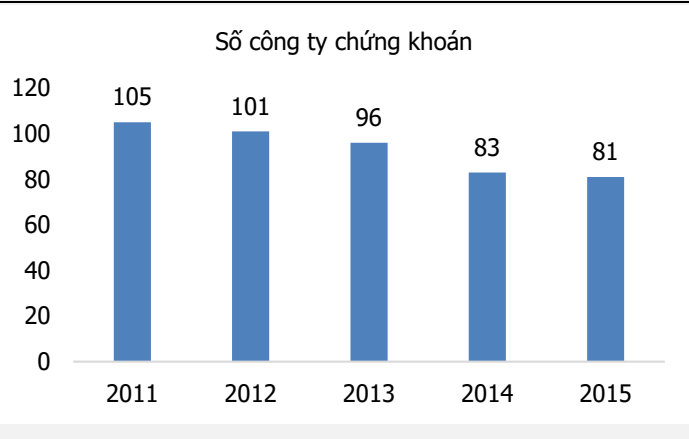
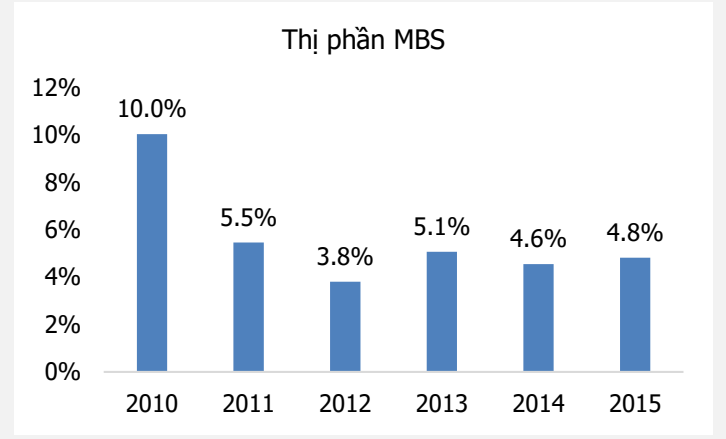
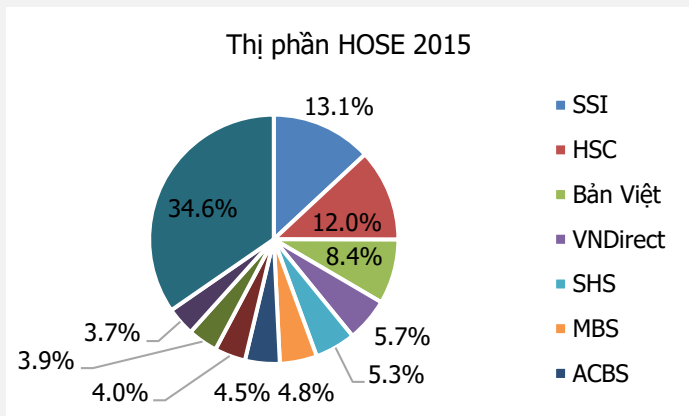
Đơn vị: Tỷ / phiên	2012	2013	2014	2015
Thanh khoản /phiên	1.302	1.380	2.966	2.495

Nguồn: UBCK- MBS Tổng hợp

**MBS chiếm thị phần 4,82% trên HSX và khoảng 5% trên sàn HNX và duy trì ổn định trong giai đoạn 5 năm trở lại đây.** Mặc dù thị trường chứng khoán cạnh tranh khốc liệt trong những năm gần đây với gần 100 công ty chứng khoán, tuy nhiên, có thể thấy trong vòng 5 năm gần đây, các công ty có thị phần lớn, có thương hiệu lâu năm không những giữ vững được thị phần của mình trước những đối thủ cạnh tranh mà còn gia tăng với phần còn lại. Có thể thấy thị phần của 10 công ty chứng khoán hàng đầu liên tục gia tăng từ năm 2011 đến nay đi cùng số lượng công ty chứng khoán giảm xuống. Từ năm 2010 đến nay, thị phần của top 10 công ty chứng khoán liên tục gia tăng từ 50,1% lên đến 65,4% như hiện tại. Trong khi đó, số lượng công ty chứng khoán đã giảm từ hơn 100 công ty xuống chỉ còn 81 công ty trong năm 2015. Dự kiến, số lượng các công ty chứng khoán thua lỗ sẽ tiếp tục bị cắt giảm trong thời gian tới. Các công ty hàng đầu với thị phần lớn và thương hiệu lâu năm như MBS sẽ có cơ hội gia tăng thị phần. Ngoài ra, sự gia tăng của các tài khoản chứng khoán cũng là động lực tăng trưởng cho các công ty chứng khoán.

**Chính sách cạnh tranh của MBS cũng rất linh hoạt,** đặt ưu tiên chất lượng dịch vụ lên hàng đầu. MBS hiện tại đang lấy nghiệp vụ nghiên cứu phân tích làm trung tâm để hỗ trợ các bộ phận kinh doanh, gia tăng chất lượng tư vấn cho các nhà đầu tư, giảm rủi ro cho Công ty.

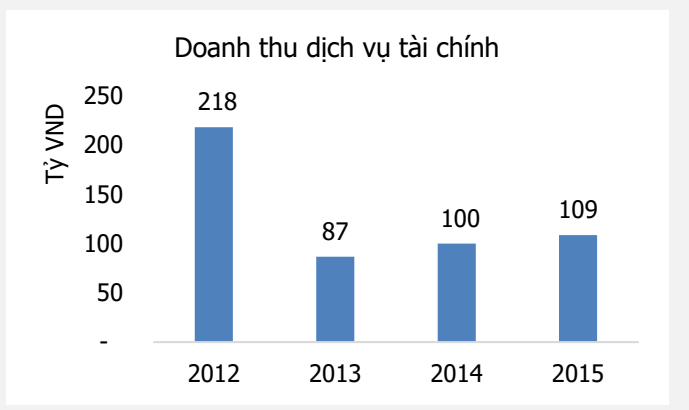
**Biểu 4: Top 10 thị phần môi giới chứng khoán**



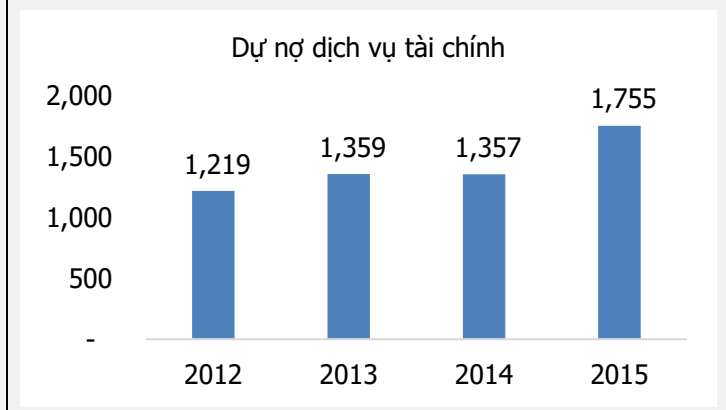
Nguồn: MBS Research

**Hoạt động dịch vụ tài chính – tăng trưởng đi cùng quản trị rủi ro**

**Biểu 5: Doanh thu dịch vụ tài chính**



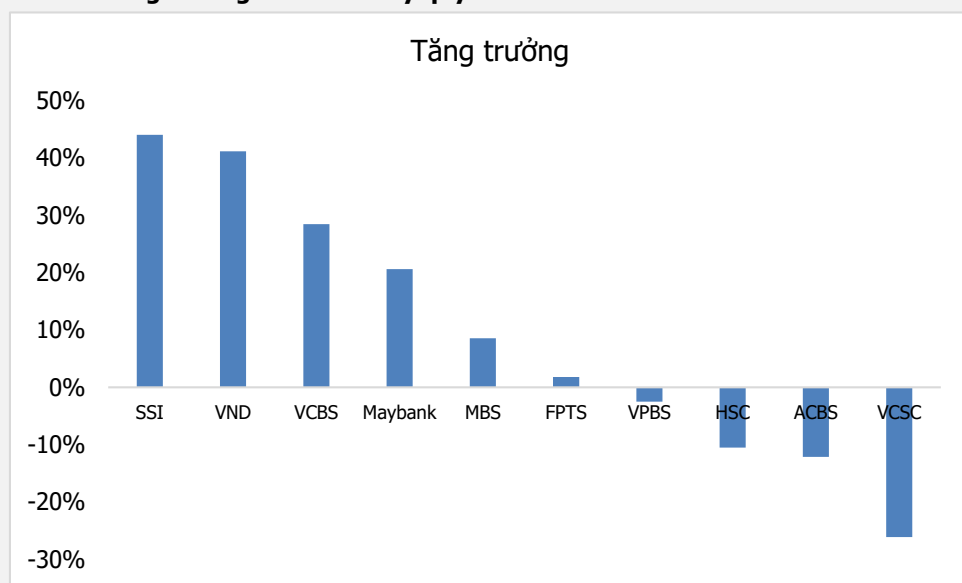
**Dư nợ dịch vụ tài chính**



Nguồn: MBS Research

**Doanh thu dịch vụ tài chính tăng trưởng tương đối tốt từ năm 2013 đến nay.** Năm 2015, doanh thu ký quỹ đạt 109 tỷ, tăng gần 9% so với năm 2014. Công ty định hướng chính sách quản trị rủi ro chặt chẽ để tránh tăng trưởng nóng. Trong năm 2015, một số công ty chứng khoán khác trên thị trường cũng gia tăng doanh thu ký quỹ mạnh bằng việc cho vay margin ra nhiều như SHS, BSC, KIS tăng trưởng trên 100%. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, trong điều kiện thị trường biến động mạnh như hiện tại, chính sách của công ty là hoàn toàn hợp lý để tránh rủi ro mất vốn đối với MBS. Nhóm các công ty có thị phần lớn như VCSC, ACBS, HSC, VPBS, FPT5 đều có mức tăng trưởng âm.

**Biểu 6: Tăng trưởng doanh thu ký quỹ 2015**



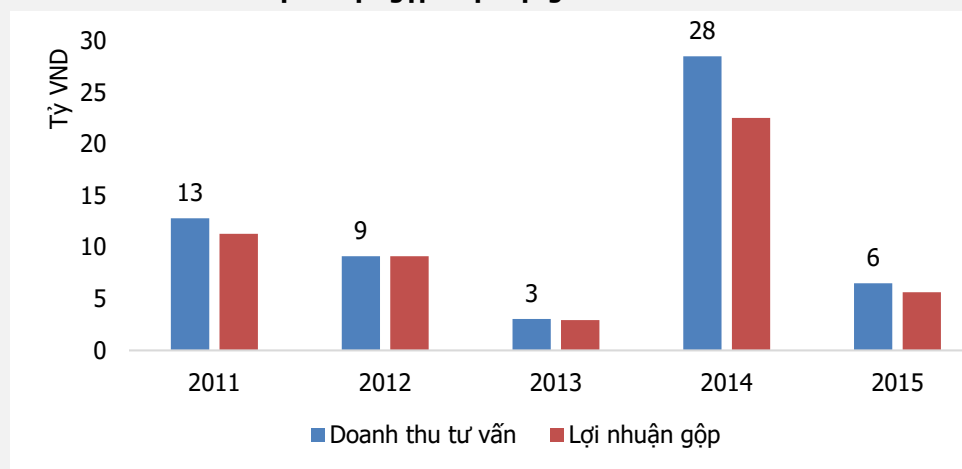
Nguồn: MBS Research

**Hoạt động tư vấn (IB) – Bán chéo MB thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận**

Hoạt động tư vấn của MBS chưa có vị thế cao trong ngành khi doanh thu tương đối thấp. Hoạt động tư vấn chỉ đóng góp từ 2% - 5% trong tổng doanh thu của MBS hàng năm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận của mảng hoạt động này là khá lớn. Trong năm 2014, hoạt động tư vấn đóng góp 22 tỷ lợi nhuận gộp mặc dù doanh thu chỉ 28 tỷ. Năm 2015 đóng góp 6,5 tỷ doanh thu và 5,6 tỷ lợi nhuận gộp. Ngoài ra, hoạt động này cũng hỗ trợ các hoạt động khác như môi giới, tự doanh.

Mảng kinh doanh này được kỳ vọng sẽ có bước đột phá đóng góp lớn hơn trong giai đoạn tới khi mà MBS bắt đầu tận dụng sự hỗ trợ của ngân hàng mẹ MB – một trong những ngân hàng hàng đầu của Việt Nam. Dự án bán chéo sản phẩm với ngân hàng MB sẽ giúp MBS dễ dàng tiếp cận hơn với nguồn khách hàng của MB, từ đó gia tăng các hợp đồng tư vấn cho MBS. Nhóm các công ty thuộc Bộ quốc phòng và Viettel cũng là lợi thế của MBS để giúp gia tăng hợp đồng tư vấn. Các công ty chứng khoán thuộc ngân hàng như VCBS, BSC, VPBS, TCBS đều có doanh thu tư vấn tăng trưởng rất cao sau khi kết nối chặt chẽ hơn với ngân hàng mẹ.

**Biểu 7: Doanh thu và lợi nhuận gộp hoạt động tư vấn**



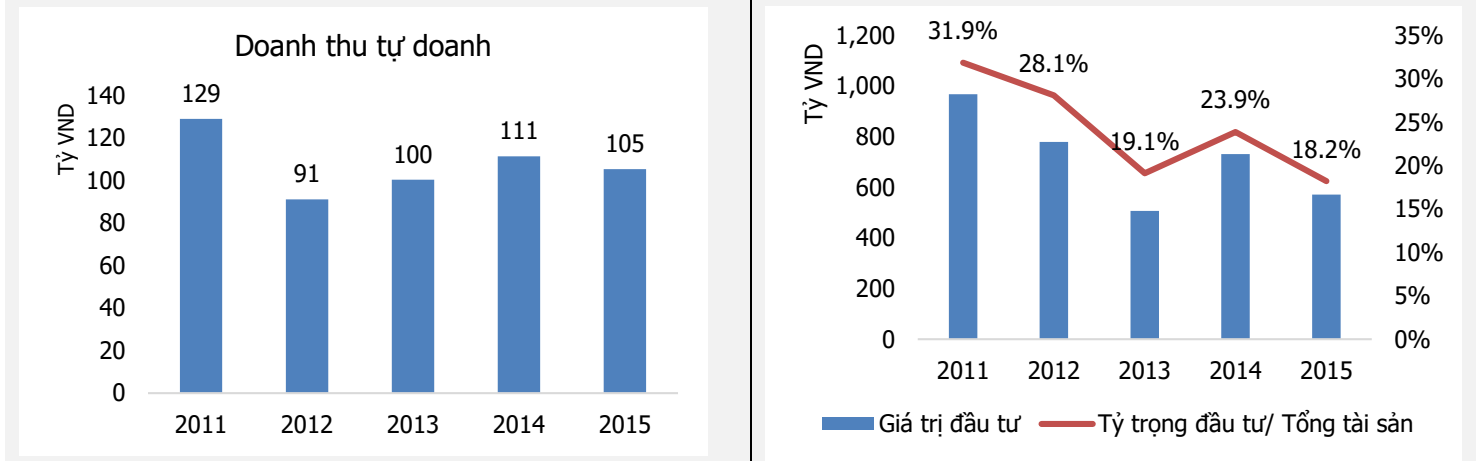
Nguồn: MBS Research

**Hoạt động tự doanh – đầu tư**

Giá trị đầu tư và tỷ trọng đầu tư / tổng tài sản của MBS cũng đang giảm dần từ năm 2011 đến nay. Hiện tại, giá trị đầu tư chỉ chiếm 18,2% tổng tài sản so với 31,9% thời điểm 2011. Công ty vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu các khoản đầu tư cũ. Việc giảm tỷ trọng này cho thấy hiệu quả của quá trình tái cấu trúc của MBS.

Doanh thu hoạt động tự doanh đạt trung bình hơn 100 tỷ/năm từ năm 2011 đến nay. Trong giai đoạn 2012-2015, NAV của danh mục đầu tư tăng với tốc độ tăng trưởng gộp là 23,8% kể từ khi tái cơ cấu.

**Biểu 8: Hoạt động tự doanh**



Nguồn: MBS Research

**Cơ cấu tài sản – nguồn vốn: Bền vững hơn**

Cơ cấu nguồn vốn của MBS đang đi dần theo hướng bền vững hơn. MBS cũng đã cơ cấu lại nguồn vốn vay từ 600 tỷ ngắn hạn sang nguồn vốn trái phiếu dài hạn. MBS đã phát hành 470 tỷ đồng trái phiếu với thời hạn 3 năm để bổ sung nguồn vốn kinh doanh cho Công ty cho thấy khả năng của Công ty trong việc huy động các nguồn vốn giá rẻ để phục vụ kinh doanh.

Cơ cấu tài sản của MBS cũng khá tương đồng với các công ty chứng khoán khác khi mà tiền mặt và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản. Các khoản phải thu chủ yếu là cho vay margin hiện chiếm tỷ trọng 51,3% tổng tài sản của Công ty tăng mạnh so với năm 2014 trong khi các khoản đầu tư tài chính đang giảm dần tỷ trọng xuống. MBS đang trong quá trình tái cơ cấu lại, thoái vốn khỏi các khoản đầu tư cũ. Việc chuyển dịch cơ cấu tài chính này giúp cho khả năng thanh toán của MBS được cải thiện mạnh.

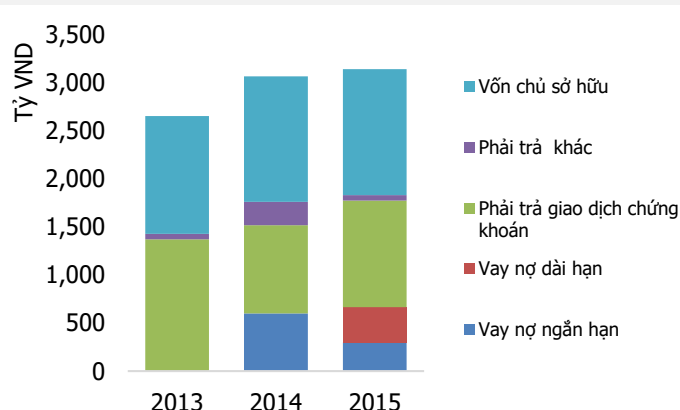
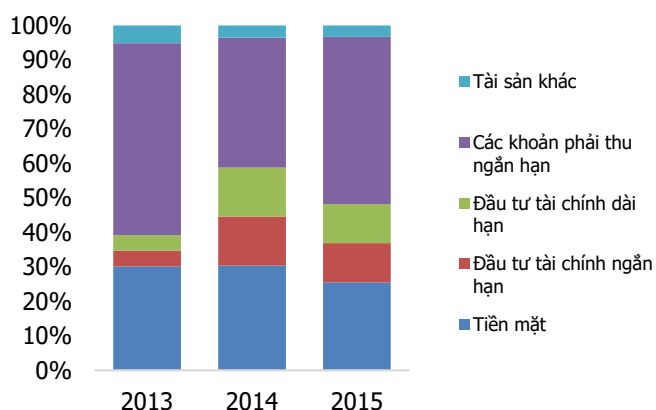
**Biểu 9: Hệ số đánh giá khả năng thanh toán 2013 - 2015**

	2012	2013	2014	2015
Khả năng thanh toán	1,54	1,52	1,54	1,95

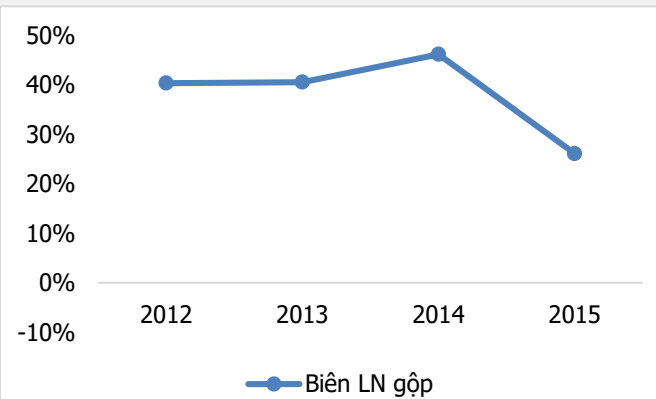
Nguồn: MBS Research



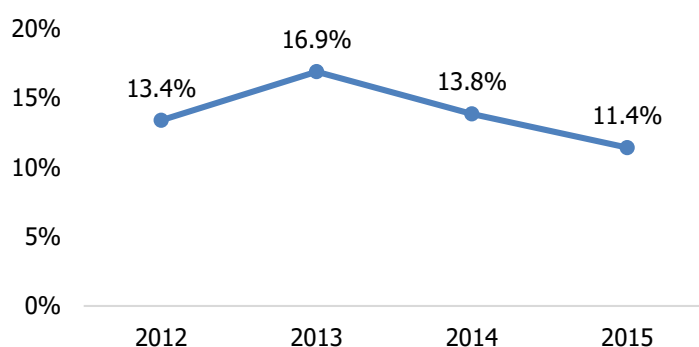
**Biểu 10: Cơ cấu tài sản**



**Quản lý chi phí hiệu quả**



**Chi phí QLDN (trước DP) / DTT**



Nguồn: MBS Research

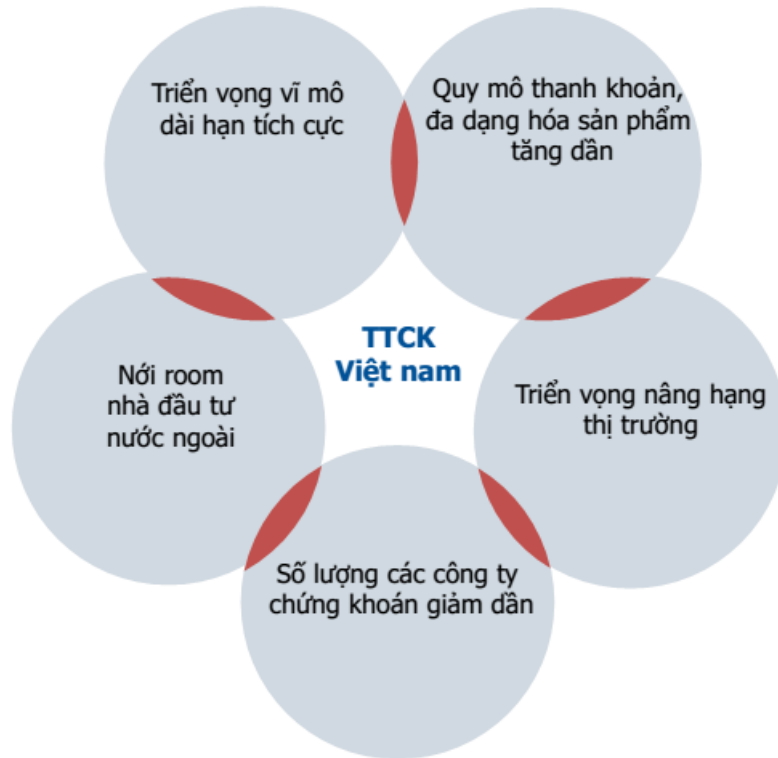
Biên lợi nhuận gộp của MBS giảm mạnh xuống 26% trong năm 2015 do chi phí trích lập dự phòng lớn. Nếu loại chi phí này, biên lợi nhuận của MBS đã được cải thiện đáng kể lên 40,3% so với những năm trước đó.

MBS cũng chú trọng việc quản lý chi phí. Chi phí quản lý doanh nghiệp / Doanh thu thuần có xu hướng giảm rõ rệt trong vòng 4 năm qua. Hiện tại chi phí quản lý doanh nghiệp (trước dự phòng) / Doanh thu thuần của MBS chỉ ở mức 11.4%.

**Như vậy, có thể thấy quá trình tái cơ cấu của MBS đang tiến triển rất tốt với cơ cấu tài chính lành mạnh hơn và các hoạt động kinh doanh chính như môi giới, tự doanh, dịch vụ tài chính, IB đều biến chuyển tích cực.**

## Cơ hội thị trường và triển vọng dài hạn của ngành chứng khoán

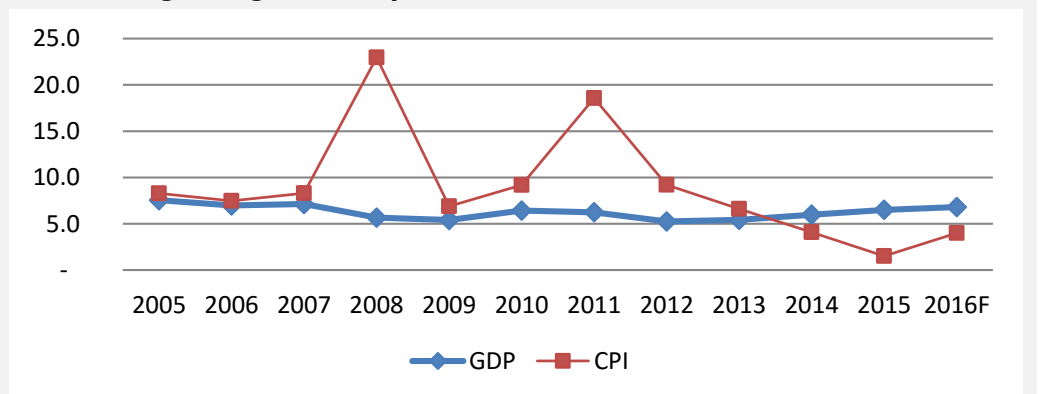
Triển vọng dài hạn với ngành chứng khoán Việt Nam là rất tích cực dựa trên các cơ hội chính sau đây:



### Cơ hội 1: Kinh tế Việt nam tiếp tục hội nhập và tăng trưởng tốt trong dài hạn tạo tiền đề tích cực cho thị trường chứng khoán

Nhìn chung, năm 2015, kinh tế thế giới có nhiều sự biến động phức tạp từ chính trị đến kinh tế. Tuy nhiên, **Việt Nam đã ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực về tăng trưởng GDP, lạm phát giảm, môi trường đầu tư – kinh doanh được cải thiện và nhiều Hiệp định thương mại tự do được thông qua.** Trong đó, lĩnh vực công nghiệp đóng góp chủ yếu cho sự tăng trưởng nền kinh tế. Chỉ số năng lực cạnh tranh toàn cầu của Việt Nam trong 5 năm cũng tăng 19. Các yếu tố này sẽ tiếp tục thúc đẩy đà tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2016.

**Biểu 11: Tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2005 - 2016**



Nguồn : GSO, MBS Research

**Việt Nam đang trên đà hội nhập sâu rộng kinh tế quốc tế, mở rộng quan hệ thị trường thương mại tự do với 55 quốc gia và nền kinh tế và đã được 59 quốc gia công nhận có nền kinh tế thị trường.** Chỉ trong năm 2015, Việt Nam đã thông qua nhiều hiệp định FTA quan trọng, như : FTA Việt Nam-Liên minh hải quan Nga-Belarus-Kazaxtan ; Kết thúc đàm phán TPP, FTA Việt Nam – EU và FTA Việt Nam – Hàn Quốc ; Hình thành công đồng kinh tế ASEAN (AEC). Qua đó, nhiều thuế suất sẽ được giảm về mức 0% tạo điều kiện thuận lợi giao thương và mở rộng thị trường giữa các nước thành viên. Cùng đó, thu hút FDI được cải thiện rõ rệt cả về vốn đăng ký và vốn thực hiện. Đây cũng là điểm nhấn quan trọng cho sự tăng trưởng kinh tế trong năm tới cùng nhu cầu trong nước tiếp tục được cải thiện, thể hiện thông qua tổng mức bán lẻ và doanh thu từ dịch vụ tiêu dùng tăng và chỉ số niềm tin người tiêu dùng tăng mạnh (ANZ).

Trong năm 2016, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội với mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6,7%, Ngân hàng Thế giới (WBO-02/12/2015) khẳng định Việt Nam đã ứng phó tốt trước những biến động của môi trường kinh tế bên ngoài và triển vọng kinh tế năm 2016 tiếp tục tăng trưởng và có thể đạt mức 6,6%. Bên cạnh đó, Ngân hàng ANZ cũng đánh giá Việt nam là **"Ánh sáng hiếm hoi"** trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều khó khăn.

**Về dài hạn**, với những nỗ lực cải cách thể chế, chính sách, nhằm định hướng theo kinh tế thị trường. Đặc biệt, Việt Nam đã bước đầu thành công trong việc thực hiện các chính sách tiền tệ, tái cơ cấu ngành ngân hàng là công cụ điều tiết và ổn định kinh tế vĩ mô. Bên cạnh đó, việc cải thiện môi trường kinh doanh thuận lợi, đơn giản hóa thủ tục hành chính giúp cho các doanh nghiệp trong nước phát triển mạnh mẽ và bền vững hơn. Đi cùng chính sách thu hút vốn FDI là cải thiện môi trường đầu tư sẽ tiếp tục tạo đà cho việc thu hút dòng vốn FDI trong thời gian tới. Nhờ đó, giúp cho Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng hơn nữa trong chuỗi giá trị toàn cầu. Môi trường chính trị ổn định tiếp tục tạo đà cho phát triển kinh tế ổn định và bền vững trong dài hạn.

Trong bối cảnh đó, triển vọng thị trường vốn tích cực sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các công ty chứng khoán, vốn là một định chế trung gian quan trọng của thị trường này.

**Cơ hội 2: Quy mô, thanh khoản và sự đa dạng về hàng hóa, sản phẩm của thị trường sẽ ngày càng tăng lên nhờ chính sách hỗ trợ**

**Quy mô vốn hóa thị trường**

**Biểu 12: So sánh quy mô vốn hóa TTCK các nước trong khu vực**

Thị trường	Giá trị vốn hóa (Tỷ USD)	% TTCK thế giới	% GDP
<b>Việt Nam</b>	<b>62,2</b>	<b>0,10%</b>	<b>31,7%</b>
Thái Lan	365,9	0,60%	107,4%
Malaysia	391,6	0,64%	144,55%
Indonesia	391,6	0,64%	46,4%
Phillipines	241,6	0,40%	94,4%

*Nguồn: Bloomberg, MBS Research*

Hiện tại, quy mô TTCK Việt Nam vẫn còn rất nhỏ so với các nước trong khu vực, với giá trị vốn hóa hiện tại khoảng 62,2 tỷ USD, tương đương 0,10% giá trị vốn hóa toàn cầu và khoảng 31,7% GDP Việt Nam. Theo Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đã được Thủ tướng phê duyệt, Việt Nam phấn đấu nâng cao quy mô vốn hóa thị trường đạt từ 70-100% GDP vào năm 2020. Để thực hiện mục tiêu trên, Chính phủ đang đẩy mạnh chương trình cổ phần hóa, IPO và niêm yết các doanh nghiệp Nhà nước. Chúng tôi đánh giá đây là các bước đi quan trọng để đạt mục tiêu trên.

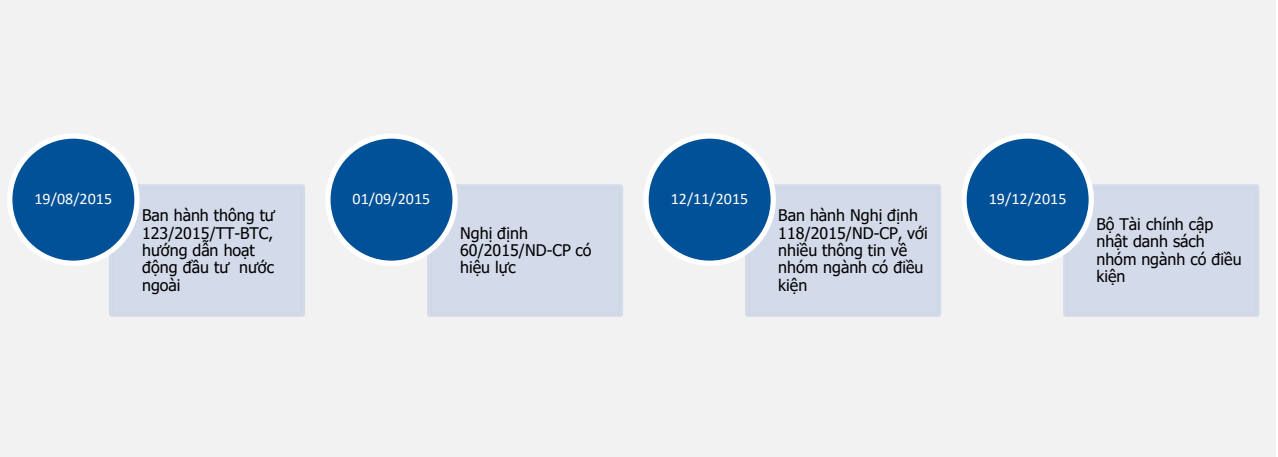
**Thanh khoản:** Song song với kế hoạch nâng cao vốn hóa thị trường và nới room khối ngoại, dự kiến sẽ có một loạt các chính sách ban hành quy định được phép giao dịch trong ngày, rút

ngắn thời gian thanh toán, cho phép giao dịch ký quỹ đối với sàn Upcom. Đây là những yếu tố giúp cải thiện tính thanh khoản của thị trường, vốn là một yếu tố quan trọng để ngày càng thu hút các nhà đầu tư lớn và đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài.

**Đa dạng hóa về sản phẩm:** Sau nhiều năm nghiên cứu xây dựng, ngày 05/05/2015 Nghị định số 42/2015/NĐ-CP về chứng khoán phái sinh và TTCK phái sinh đã được Chính phủ ban hành. Đây là văn bản pháp lý quan trọng nhằm thiết lập khung pháp lý, thể chế chính sách để đưa thị trường này vào hoạt động. Trên cơ sở đó Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã trình Bộ Tài chính thông tư hướng dẫn thực hiện, đồng thời chỉ đạo Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán triển khai hệ thống cho thị trường này. Dự kiến các loại chứng khoán phái sinh như Hợp đồng tương lai, chứng quyền có đảm bảo sẽ từng bước được đưa vào thị trường giao dịch, giúp các nhà đầu tư có thêm lựa chọn mua bán đầu tư, đồng thời có công cụ để phòng ngừa rủi ro.

### Cơ hội 3: Nới room nhà đầu tư nước ngoài

**Biểu 13: Những cột mốc quan trọng liên quan đến chính sách nới room nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2015**



*Nguồn: MBS Research*

Câu chuyện nới room nhà đầu tư nước ngoài đã được thị trường kỳ vọng từ trước, nhưng phải đến nửa sau 2015, thị trường mới chứng kiến các bước đi tương đối mạnh mẽ và rõ ràng của cơ quan quản lý. Hàng loạt văn bản pháp lý quan trọng liên quan đến vấn đề nới room đã được ban hành.

Đây là nút thắt khá quan trọng để TTCK Việt Nam có thể thu hút thêm nguồn vốn đầu tư nước ngoài, trong bối cảnh chung dòng tiền vào các thị trường mới nổi, thị trường biên gặp rất nhiều khó khăn, do nhà đầu tư chủ yếu rút ròng trong thời gian gần đây.

### Cơ hội 4: Triển vọng nâng hạng thị trường MSCI Emerging market (Thị trường mới nổi) là một động lực dài hạn quan trọng

Trong thời gian qua, chúng tôi nhận thấy Ủy Ban Chứng khoán đã liên tục có những thay đổi về chính sách để đáp ứng các tiêu chuẩn của bộ tiêu chuẩn MSCI thị trường mới nổi, tập trung ở các tiêu chí ở chuẩn C (khả năng tham gia thị trường đối với nhà đầu tư nước ngoài). Dựa trên diễn biến các thị trường mới gia nhập hoặc đang được xem xét tham gia bộ chỉ số MSCI thị trường mới nổi gần đây, chúng tôi đánh giá việc gia nhập MSCI thị trường mới nổi sẽ là nhân tố chính thúc đẩy thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trong 4 năm tới. Chúng tôi cho rằng, với việc sẽ đưa vào hoạt động thị trường phái sinh và giao dịch bán T0 trong năm 2016 và đưa ra giới hạn với đầu tư nước ngoài với ngành nghề cụ thể, Việt Nam sẽ đạt hầu hết các chỉ tiêu chính của MSCI mục C1 (sở hữu nước ngoài) và C3 (tính hiệu quả của hệ thống hoạt động thị trường). Hiện có 2 trở ngại lớn nhất là tự do hóa tương đối về ngoại hối và khả năng chuyển đổi (yêu cầu quan trọng) và yêu cầu về cơ chế định chế tài chính ổn định trong đó có việc được công nhận là nền kinh tế thị trường (yêu cầu ở mức khiêm tốn) có thể gây trở ngại cho việc gia nhập chỉ số MSCI của Việt Nam. Chúng tôi cho rằng Việt Nam có khả năng sẽ được đưa vào danh sách xem xét (watchlist) từ kỳ review 6/2017 và có thể được chính thức gia nhập trong các kỳ review 2-3 năm sau đó.

**Tác động tới thị trường chứng khoán Việt Nam**

Hiện các quỹ ETF trực tiếp đầu tư vào thị trường mới nổi (tổng vốn hóa dao động từ 3.400 tỷ đến 4.000 tỷ USD tùy theo giá trị cổ phiếu theo tính toán của MSCI) có quy mô 405 tỷ, ngoài ra các quỹ khác đầu tư vào thị trường mới nổi có thể lên tới 1,700 tỷ USD. Với vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam khoảng 62 tỷ USD tương đương ~1,5% tổng vốn hóa thị trường mới nổi, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể hút 1% lượng vốn đầu tư ròng vào thị trường mới nổi, tương đương lượng vốn đầu tư kỳ vọng 4 tỷ USD từ các quỹ ETF (so với mức khoảng 1 tỷ USD như hiện nay) và 15 tỷ USD (vốn đầu tư chủ động và đầu tư chỉ số).

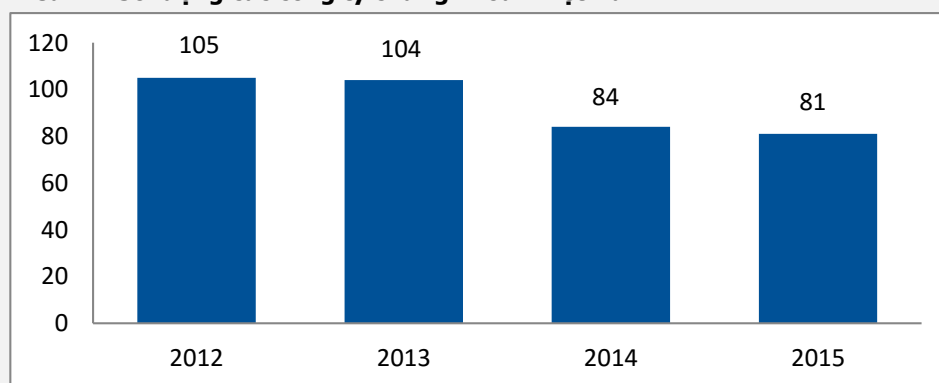
**Tiêu điểm: Việt Nam đã đáp ứng những tiêu chuẩn nào của MSCI thị trường mới nổi**

Yêu cầu	Nội Dung	Yêu cầu MSCI EM	Khả năng đạt chuẩn của Việt Nam
Chuẩn A	Độ bền vững phát triển kinh tế	Không yêu cầu	
Chuẩn B	Quy mô và thanh khoản	3 công ty vốn hóa > 1,26 tỷ USD, cổ phiếu tự do > 630 tr, USD, giá trị giao dịch cổ phiếu năm > 15% vốn hóa	3 doanh nghiệp VNM, VIC, MSN đáp ứng được điều kiện
Chuẩn C	C1. Tính mở với nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Yêu cầu về tiêu chuẩn nhà đầu tư</li> <li>▪ Hạn chế về sở hữu của NĐTNN</li> <li>▪ Tỷ lệ sở hữu ĐTNN</li> <li>▪ Quyền bình đẳng của NĐTNN</li> </ul>	Quan trọng	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nghị định 60/2015 nới tỷ lệ sở hữu cho NĐTNN</li> <li>▪ Tăng cường độ sâu cho thị trường thông qua niêm yết các cổ phiếu lớn</li> </ul>
	C2. Sự thông thoáng của dòng vốn <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mức độ hạn chế chảy dòng vốn</li> <li>▪ Mức độ tự do thị trường ngoại hối</li> </ul>	Quan trọng	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tham gia các hiệp định FTAs, TPP, AEC tạo điều kiện cho dòng vốn trực tiếp và gián tiếp lưu thông tốt hơn</li> <li>▪ Tuy nhiên, thị trường ngoại hối vẫn còn giao dịch theo cơ chế thả nổi có điều chỉnh trong biên độ cam kết của NHNN</li> </ul>
Chuẩn C	C3. Tính hiệu quả của cơ chế hoạt động thị trường <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Những quy định về gia nhập thị trường</li> <li>▪ Quy định về tổ chức thị trường (quản lý, cạnh tranh, luồng thông tin)</li> <li>▪ Cơ sở hạ tầng thị trường</li> <li>▪ (Hệ thống thanh toán bù trừ, Hệ thống lưu ký, Giao dịch, khả năng chuyển đổi)</li> <li>▪ Cho vay chứng khoán, Bán khống)</li> </ul>	Tốt, được kiểm chứng	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Đã có hệ thống cho vay margin hoạt động tốt,</li> <li>▪ Xây dựng cơ chế cho bán khống trong ngày và quyền chọn đi vào thực hiện từ 2016</li> <li>▪ Cung cấp thông tin cho nhà đầu tư nước ngoài bằng tiếng Anh</li> </ul>
	Độ ổn định định chế thị trường	Khiêm tốn	

Nguồn: MBS Research

**Cơ hội 5: Sự phân hóa trong các công ty chứng khoán dẫn đến số lượng công ty giảm dần và đây là lợi thế cho các công ty chứng khoán lớn còn lại**

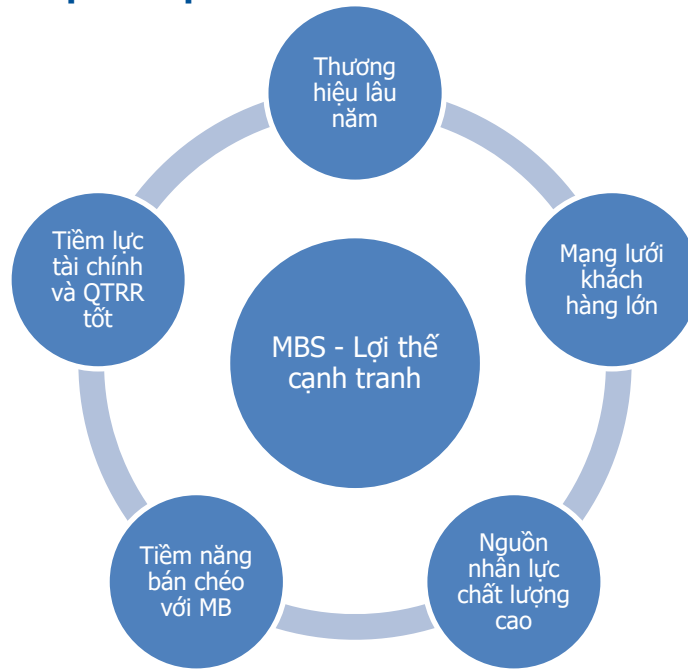
**Biểu 14: Số lượng các công ty chứng khoán Việt Nam**



Nguồn: MBS Research

Sự phân hóa là đặc điểm nổi bật của thị trường dịch vụ chứng khoán. Như đã đề cập ở trên, trong khi thị phần của 10 công ty chứng khoán hàng đầu liên tục gia tăng từ năm 2011 đến nay đi cùng số lượng công ty chứng khoán giảm xuống, Từ năm 2010 đến nay, thị phần của top 10 công ty chứng khoán liên tục gia tăng từ 50,1% lên đến 65,4% như hiện tại. Trong khi đó, số lượng công ty chứng khoán đã giảm từ hơn 100 công ty xuống chỉ còn 81 công ty trong năm 2015. Dự kiến, số lượng các công ty chứng khoán thua lỗ sẽ tiếp tục bị cắt giảm trong thời gian tới. Các công ty hàng đầu với thị phần lớn và thương hiệu lâu năm sẽ có cơ hội gia tăng thị phần.

### Lợi thế cạnh tranh của MBS



#### Thương hiệu lâu năm

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty Cổ phần Chứng khoán Thăng Long (nay đã được đổi tên là Công ty Cổ phần Chứng khoán MB) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau 16 năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu trong thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong quá trình phát triển, MBS đã có những đóng góp tích cực cho sự phát triển cho ngành chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung.

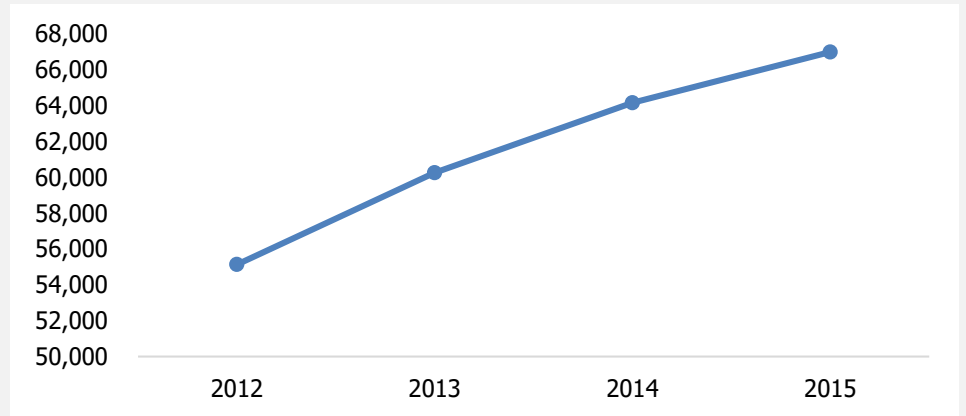
#### Mạng lưới khách hàng rộng lớn

Trải qua hơn 16 năm hoạt động và với vị thế là một trong những Công ty chứng khoán có thị phần môi giới chứng khoán thuộc top 6 các công ty chứng khoán hàng đầu, MBS đã xây dựng được một mạng lưới các khách hàng rộng lớn trên phạm vi trong và ngoài nước.

Các khách hàng tổ chức của MBS bao gồm các quỹ đầu tư nước ngoài, các ngân hàng, bảo hiểm, tài chính cũng như phòng đầu tư của một số doanh nghiệp lớn có tham gia hoạt động đầu tư tại thị trường vốn Việt Nam. Mạng lưới các khách hàng tổ chức này là đối tượng quan trọng giúp MBS có thể phân phối các sản phẩm chứng khoán ra thị trường một cách hiệu quả và chuyên nghiệp thông qua quy trình dựng sổ đăng ký nhu cầu (book building) đối với các dự án phát hành trên thị trường sơ cấp.

Bên cạnh các khách hàng tổ chức, hiện tại MBS còn thu hút gần 70.000 khách hàng cá nhân. ***Việc sở hữu nguồn khách hàng lớn giúp MBS luôn duy trì được thị phần của mình.***

**Biểu 15: Số tài khoản tại MBS**



Nguồn: MBS

### Đội ngũ nhân sự chuyên nghiệp được đào tạo bài bản

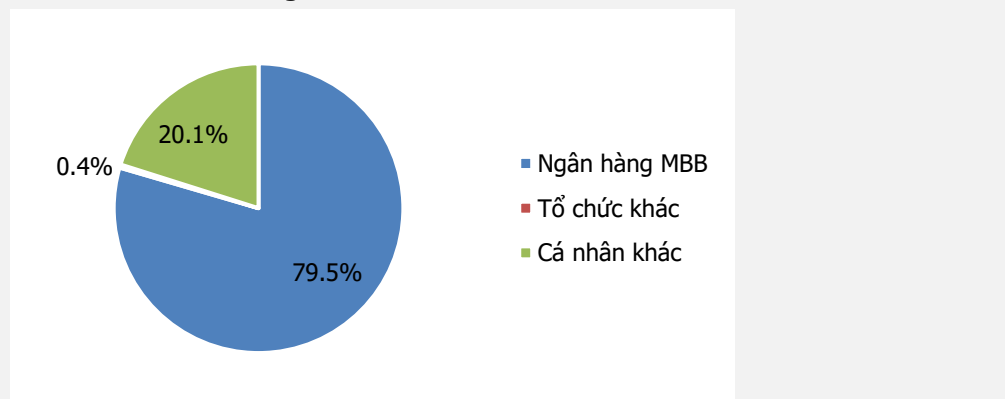
Với mục tiêu mang lại giải pháp tài chính tốt nhất phục vụ cho sự tăng trưởng của khách hàng. MBS đặc biệt chú trọng đầu tư vào nguồn nhân lực. Đội ngũ nhân sự đồng đều và giàu kinh nghiệm luôn sẵn sàng phục vụ khách hàng trên cả nước một cách nhanh chóng và thuận tiện với khả năng chuyên môn vững chắc, thái độ phục vụ cẩn trọng và tận tụy.

Các nhân viên chủ chốt thuộc các khối mũi nhọn như Môi giới, Tự doanh, Dịch vụ Ngân hàng Đầu tư và Nghiên cứu của MBS được tuyển chọn một cách kỹ lưỡng và đào tạo bài bản, Phần lớn nhân sự chủ chốt đều là những người tốt nghiệp chuyên ngành kinh tế, tài chính tại các trường đại học danh tiếng trong và ngoài nước đồng thời có thâm niên làm việc nhiều năm trên TTCK. Một số nhân sự có bằng thạc sỹ quản trị kinh doanh (MBA) và một số khác là hội viên của các hiệp hội chuyên môn có danh tiếng trong ngành đầu tư trên phạm vi toàn cầu như CFA của Mỹ (Chartered Financial Analyst) và ACCA của Anh Quốc (Association of Chartered Certified Accountants). Các chuyên gia Nghiên cứu, Dịch vụ Ngân hàng Đầu tư của Công ty thường xuyên được mời tham gia phỏng vấn hoặc đưa ra bình luận về các chủ đề nóng trên thị trường vốn trên các báo và tạp chí tài chính chuyên ngành.

### Tiềm năng bán chéo với Ngân hàng Quân đội

Cơ cấu cổ đông hiện tại, ngân hàng quân đội MB đang sở hữu 79,5% và là cổ đông lớn nhất của Công ty. Trong khi đó các nhà đầu tư cá nhân sở hữu 20% vốn, Chúng tôi đánh giá cơ cấu cổ đông của MBS là khá cô đặc, Ngân hàng Quân đội MB với vai trò là cổ đông lớn luôn hỗ trợ rất mạnh mẽ cho hoạt động kinh doanh của MBS về nguồn lực tài chính, hệ thống khách hàng, định hướng chiến lược và năng lực quản trị. Ngoài ra, MBS còn nhận được sự hỗ trợ từ các công ty thuộc Bộ Quốc Phòng, Viettel.

**Biểu 16: Cơ cấu cổ đông MBS**



Nguồn: MBS

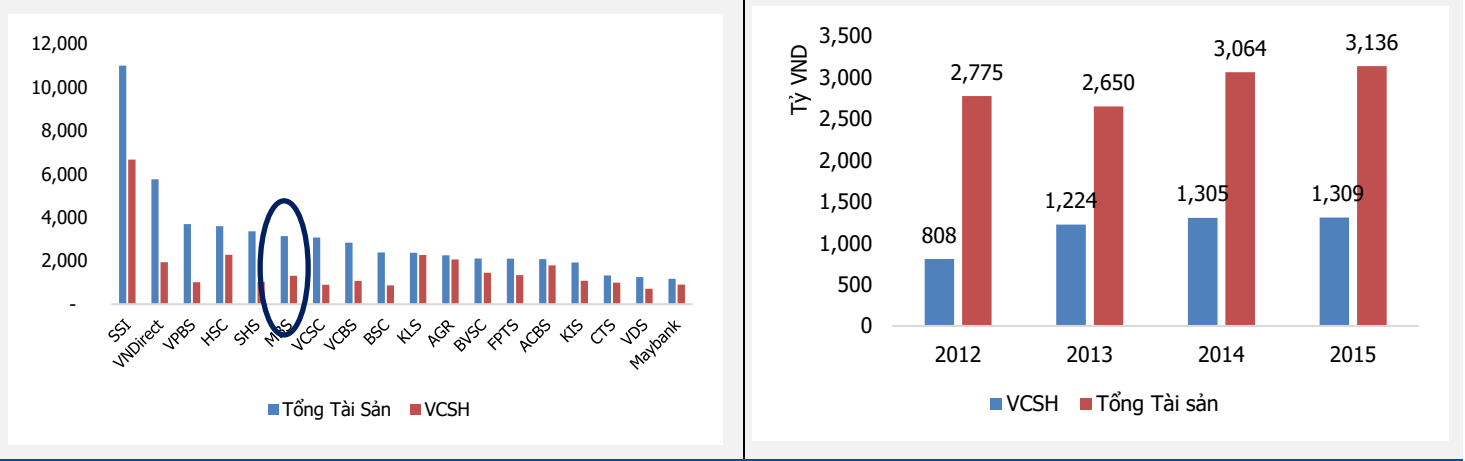
**Tiềm lực tài chính và quản trị rủi ro tốt**

Xét về quy mô, MBS có tổng tài sản thuộc top 5 công ty chứng khoán lớn nhất với tổng tài sản đạt 3.136 tỷ VND. Vốn chủ sở hữu của MBS cũng nằm trong top 10 công ty lớn nhất thị trường chứng khoán Việt Nam. Tại 31/12/2015, Vốn chủ sở hữu của MBS đạt 1.309 tỷ VND, Công ty cũng có khả năng huy động nguồn vốn vay giá rẻ để phục vụ cho hoạt động kinh doanh. Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của MBS không thay đổi nhiều trong hai năm gần đây. Doanh thu của MBS cũng nằm trong top 10 công ty chứng khoán tại thị trường Việt Nam.

Việc sở hữu nguồn vốn lớn tạo điều kiện thuận lợi để MBS có thể dễ dàng cung cấp hỗ trợ tài chính đầy đủ, kịp thời cho các nhà đầu tư trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp đồng thời tham gia vào các hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán với quy mô lớn. Đây chính là lợi thế cạnh tranh vượt trội của MBS so với các công ty chứng khoán nhỏ khác.

MBS đã xây dựng hệ thống quản trị rủi ro bài bản theo quản trị tập đoàn và phù hợp với thông lệ quốc tế. Chính sách quản trị rủi ro luôn được thực thi triệt để.

**Biểu 17: Tài sản – Nguồn Vốn các công ty chứng khoán**



**Phân tích SWOT**

<p><b>Điểm mạnh:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Là Công ty Chứng khoán có thương hiệu và uy tín lâu năm trong ngành.</li> <li>2. Hệ thống khách hàng lớn với hơn 67.000 tài khoản.</li> <li>3. Có sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Ngân hàng Quân đội về nguồn lực tài chính, hệ thống khách hàng, định hướng chiến lược và năng lực quản trị.</li> <li>4. Có đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, dày dặn kinh nghiệm và được đào tạo bài bản.</li> <li>5. Hệ thống quản trị rủi ro quy chuẩn.</li> </ol>	<p><b>Điểm yếu:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Một số khoản mục đầu tư và phải thu vẫn cần phải tiếp tục xử lý.</li> </ol>
<p><b>Cơ hội:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2. Thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhiều triển vọng tăng trưởng trong tương lai khi quy mô vẫn còn khá nhỏ so với GDP và nhiều sản phẩm, dịch vụ sẽ được triển khai trong tương lai như sản phẩm phái sinh, T0...</li> <li>3. Thị trường CK Việt Nam đang từng bước đáp ứng các yêu cầu cơ bản để được công nhận là thị trường mới nổi. Khi điều này xảy ra, dòng vốn đầu tư nước ngoài và TTCK Việt Nam hứa hẹn sẽ gia tăng mạnh, đem lại nhiều cơ hội kinh doanh cho MBS.</li> </ol>	<p><b>Thách thức:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Cạnh tranh trong ngành chứng khoán tương đối gay gắt với 81 công ty chứng khoán đang hoạt động.</li> <li>2. Quy mô thị trường chứng khoán còn nhỏ, thanh khoản thấp và các sản phẩm, dịch vụ còn đơn giản.</li> </ol>



## Kế hoạch kinh doanh

Đơn vị: Tỷ VND	2015	KH 2016	% tăng trưởng
<b>Doanh thu</b>	<b>390,7</b>	<b>484,4</b>	<b>24,0%</b>
Môi giới	110,8	140,4	26,8%
Đầu tư	105,3	50,0	-52,5%
Tư vấn, Lưu ký Chứng khoán	13,3	66,0	396,2%
Doanh thu về vốn kinh doanh	117,5	200,7	70,8%
Doanh thu khác	43,7	27,3	-37,6%
<b>Tổng chi phí</b>	<b>382,5</b>	<b>444,4</b>	<b>16,2%</b>
<b>Lợi nhuận</b>	<b>8,2</b>	<b>40,0</b>	<b>487,8%</b>

Nguồn: MBS Research

Năm 2016, Công ty đặt ra kế hoạch khá tham vọng thị đặt mục tiêu thị phần môi giới đạt 6%. Tương ứng với doanh thu môi giới là 140,4 tỷ đồng và doanh thu về vốn kinh doanh (bao gồm doanh thu lưu ký) là 200,7 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 26,8% và 70,8% so với năm 2015. Hoạt động tư vấn và lưu ký sẽ có sự tăng trưởng đột biến 396% so với năm 2015.

Tổng kết lại, dự kiến doanh thu của MBS tăng trưởng 24% trong năm 2016, lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 40 tỷ đồng, tăng gần 4,9 lần.

Theo chúng tôi, kế hoạch kinh doanh này là khả thi bởi và có thể vượt kế hoạch do:

- Hoạt động môi giới đang được MBS thúc đẩy mạnh bằng cả chiến lược cạnh tranh về phí và cạnh tranh về chất lượng dịch vụ, chất lượng tư vấn. Công ty cũng đang đẩy mạnh về số lượng cũng như chất lượng nhân sự thông qua các chương trình đào tạo. Việc giải thể, hợp nhất các công ty chứng khoán yếu cũng sẽ giúp MBS gia tăng được thị phần của mình.
- Hoạt động tư vấn được sự hỗ trợ của Ngân hàng MB thông qua hoạt động bán chéo với ngân hàng giúp gia tăng khách hàng, giành được các hợp đồng tư vấn. Nhìn lại một số công ty chứng khoán khác có ngân hàng hỗ trợ như VCBS, BSI, TCBS, VPBS đều có doanh thu tư vấn tăng trưởng mạnh sau khi kết hợp chặt chẽ với ngân hàng mẹ.
- MBS đang triển khai với tư vấn nước ngoài về chiến lược kinh doanh trong ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Công ty cũng đã có kế hoạch cụ thể đầu tư về công nghệ để đưa ra nhiều giải pháp về quản trị và nâng cao chất lượng dịch vụ, tiện ích cho nhà đầu tư.
- MBS có chiến lược quản lý chi phí chặt để đảm bảo biên lợi nhuận và lợi nhuận cho cổ đông.
- Các khoản dự phòng chi phí phải thu từ quá khứ đã xử lý gần hết và việc trích lập sẽ giảm dần từ năm 2016.
- MBS đã phải phải trích lập đầu tư chứng khoán trong năm 2015 do thị trường biến động xấu. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán Việt Nam dần ổn định lại và tăng trưởng. Vì vậy, các khoản trích lập năm ngoái có khả năng sẽ được hoàn nhập trong năm nay.
- Hoạt động tự doanh đặt kế hoạch tương đối thận trọng do rủi ro của thị trường chứng khoán thế giới tăng cao có thể ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, với triển vọng của kinh tế cũng như thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi cho rằng doanh thu của hoạt động này có thể tương đương với những năm trước đó. Với lợi thế của mình, MBS hoàn toàn có thể tận dụng cơ hội từ thị trường một cách hiệu quả.

## Dự phóng tài chính và định giá

### Dự phóng tài chính:

Các giả định chính:

- Doanh thu năm 2016 đạt 100% kế hoạch, doanh thu năm 2017 và 2018 tăng trưởng 20% và 15%.
- Biên lợi nhuận gộp ở mức 36,5%, tương đương với trung bình 2 năm gần nhất.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp (trước dự phòng phải thu) ở mức 13,5 % doanh thu, tương đương trung bình các năm trước.
- MBS được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp do khoản lỗ lũy kế từ giai đoạn trước. Dự kiến từ nay đến năm 2018, thuế suất thực trả của Công ty là 0%.

STT	P&L (Đơn vị: Tỷ VND)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
1	Doanh thu	388,4	390,7	484,4	581,2	668,4
2	Lợi nhuận gộp	179,5	102,2	176,8	212,1	244,0
	<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>46,2%</i>	<i>26,2%</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,5%</i>	<i>36,5%</i>
3	Chi phí quản lý doanh nghiệp	104,1	93,0	135,4	143,5	150,2
	<i>% Chi phí quản lý DN (Trước DP)/ Doanh thu</i>	<i>13,8%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,5%</i>
4	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	75,4	8,7	41,4	68,7	93,7
5	Lợi nhuận trước thuế	75,4	9,3	41,4	68,7	93,7
6	Thuế thu nhập doanh nghiệp	2,7	1,1	0,9	0,9	1,0
7	Lợi nhuận sau thuế	72,7	8,2	40,5	67,8	92,7
8	EPS (VND)	596	68	332	555	759
9	BVPS (VND)	10.684	10.716	11.048	11.603	12.362

Nguồn: MBS Research

### Định giá

Do lợi nhuận của các công ty chứng khoán biến động theo tình hình thị trường, chúng tôi cho rằng sử dụng phương pháp PE sẽ không phản ánh đúng giá trị doanh nghiệp. Vì vậy chúng tôi sử dụng phương pháp PB để định giá cổ phiếu MBS.

Ngành chứng khoán kể từ thời điểm năm 1/1/2010 đến nay giao dịch với mức PB trung bình là 1,05 lần.

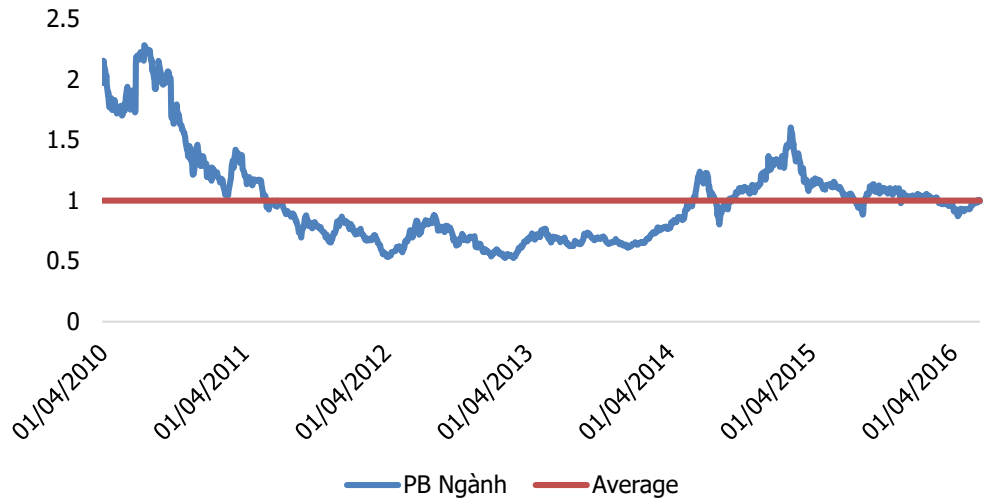
Các công ty với thị phần lớn ổn định và ROE cao (10%-15%) như HCM, SSI được giao dịch với mức PB trung bình lần lượt là 1,7 lần và 1,75 lần. MBS đã có giai đoạn dẫn đầu thị phần từ những năm 2010 trở lại. MBS đang trong quá trình trở lại với vị thế của mình, vì vậy, về dài hạn, chúng tôi cho rằng MBS có thể đạt mức PB tương đương với các công ty trên.

Hiện tại với triển vọng kinh doanh năm 2016, dự kiến mức ROE của MBS ở mức 4%, vì vậy, chúng tôi sử dụng mức PB 1,05 cho cổ phiếu MBS. Định giá cổ phiếu MBS là 11.600 VND cho mục tiêu 12 tháng.

Về dài hạn hơn, với vị thế của mình, MBS hoàn toàn có thể trở lại top 3 dẫn đầu thị trường và đạt mức ROE từ 10%-15%. Sử dụng mức chiết khấu PB 25% so với các công ty đầu ngành, chúng tôi định giá cổ phiếu MBS ở mức 14.900 VND cho mục tiêu dài hạn.

	Giá mục tiêu 12 tháng	Giá mục tiêu dài hạn
<b>PB</b>	1,05	1,28
<b>Forward BVPS (VND)</b>	11.048	11.603
<b>Giá Cổ phiếu (VND)</b>	11.600	14.851

Thống kê P/B cổ phiếu ngành chứng khoán (2010 - 2016)



(Nguồn: Bloomberg)

**Phụ Lục – Báo cáo tài chính tóm tắt**

<b>Kết quả kinh doanh (Tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>388</b>	<b>391</b>	<b>484</b>	<b>581</b>
Chi phí hoạt động kinh doanh	209	289	308	369
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>179</b>	<b>102</b>	<b>177</b>	<b>212</b>
Chi phí QLDN	104	93	135	144
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>75</b>	<b>8.7</b>	<b>41</b>	<b>69</b>
Lợi nhuận khác	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>75</b>	<b>9.4</b>	<b>41</b>	<b>69</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>73</b>	<b>8.2</b>	<b>41</b>	<b>68</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	-	-	-
<b>Lợi nhuận cho cổ đông mẹ</b>	<b>73</b>	<b>8.2</b>	<b>41</b>	<b>68</b>
<b>EPS (VND)</b>	<b>596</b>	<b>68</b>	<b>332</b>	<b>555</b>
<b>BVPS (VND)</b>	<b>10.684</b>	<b>10.716</b>	<b>11.048</b>	<b>11.603</b>

<b>Cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.147</b>	<b>2.703</b>	<b>2.852</b>
Tiền & tương đương tiền	710	990	846
Đầu tư ngắn hạn	107	463	376
Khoản phải thu	1.311	1.228	1.609
Hàng tồn kho	0	0	0
Tài sản ngắn hạn khác	19	21	20
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>503</b>	<b>361</b>	<b>284</b>
Tài sản cố định hữu hình	9	6	5
Đầu tư dài hạn	400	268	195
Tài sản dài hạn khác	94	87	84
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.650</b>	<b>3.064</b>	<b>3.136</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1.427</b>	<b>1.759</b>	<b>1.827</b>
Tổng nợ ngắn hạn	1.411	1.759	1.461
Tổng nợ dài hạn	15	0	367
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.224</b>	<b>1.305</b>	<b>1.309</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>			
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.650</b>	<b>3.064</b>	<b>3.136</b>

 Đơn vị: Tỷ VND  
 (Nguồn: MBS)

**Liên hệ: Equity Research**

**Phạm Thiên Quang**

Tel: +84 37262600 Ext 6183

Email: quang.phamthien@mbs.com.vn

**Phí Quốc Tuấn**

Tel: +84 4 37262600 Ext 7286

Email: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS 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

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www,mbs,com,vn

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS 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 MBS, 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 MBS,