

Ngành Ngân hàng

Đi tìm câu chuyện tăng trưởng

Cập nhật
09/05/2016

Banking analysts
Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

Kể từ khi chúng tôi đưa ra quan điểm đầu tư đối với ngành ngân hàng trong "Báo cáo Chiến lược Đầu tư 2016 – MBS", chỉ có cổ phiếu VCB đã có bước tăng giá đúng như dự báo. Các cổ phiếu còn lại đều đi ngang/tăng nhẹ hoặc giảm giá. Câu hỏi quan trọng được đặt ra tại thời điểm này:

1. Hậu giai đoạn xử lý nợ xấu sau hơn bốn năm tái cơ cấu (2012 – 2016), các ngân hàng giải quyết bài toán tăng trưởng lợi nhuận ra sao? Đây là ngân hàng chuẩn bị tốt nhất và có chiến lược phù hợp để có thể tăng trưởng bền vững?
2. Ngân hàng nào sẽ sớm cải thiện mức sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) lên mức hấp dẫn?

Để thực hiện báo cáo cập nhật này, chúng tôi đã thực hiện khảo sát, trao đổi với đại diện các ngân hàng niêm yết của Việt Nam trước mùa Đại hội Đồng cổ đông thường niên 2016 (AGM), tham dự AGM của các ngân hàng và khảo sát kết quả kinh doanh quý 1/2016.

Quan sát, đánh giá và lựa chọn cơ hội đầu tư của chúng tôi:

- Đây không phải là lúc quá nặng nề về những câu chuyện đã cũ về ngành ngân hàng như một số báo cáo nghiên cứu, báo chí phản ánh gần đây. Chúng tôi nhận thấy các ngân hàng niêm yết trong nhóm khảo sát, dù ở nhiều hoàn cảnh khác nhau, đều hướng về phía trước, chuẩn bị cho một chu kỳ tăng trưởng, thận trọng nhưng khá lạc quan.
- Không nên đánh đồng tất cả các ngân hàng như một nhóm để nhận định chung về quan điểm đầu tư tại thời điểm này. Sự phân hóa rõ nét trên nhiều phương diện như lợi thế về chi phí vốn, hình ảnh thương hiệu, chất lượng tài sản và sức mạnh tạo ra lợi nhuận (earnings power) dẫn đến việc lựa chọn cơ hội đầu tư cần cân nhắc với từng ngân hàng cụ thể, hơn là như một nhóm tại thời điểm này.
- Trên phương diện đi tìm các ngân hàng có sự chuẩn bị tốt các nguồn lực và ở trạng thái sẵn sàng cho các bước tăng trưởng bền vững, chúng tôi lần lượt đánh giá khả năng tăng trưởng tín dụng, khả năng cải thiện NIM, đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi, kiểm soát hiệu quả thu nhập-chi phí và gánh nặng chi phí trích lập dự phòng còn lại. Chúng tôi thực hiện chấm điểm tổng hợp các tiêu chí quan trọng và so sánh.
- **Lựa chọn của chúng tôi: VCB và MB lần lượt là hai ngân hàng ở trạng thái sẵn sàng cho bước tăng trưởng bền vững phía trước. Sự khác biệt của chúng tôi so với ý kiến chung (consensus view) nằm ở trường hợp cổ phiếu MBB. Sau khi cân nhắc các yếu tố cơ bản, định giá và các động lực (catalysts), chúng tôi chọn MBB là lựa chọn ưu tiên số 1 và tiếp theo là VCB là lựa chọn thứ 2 cho mục tiêu đầu tư.**

Quan điểm đầu tư

Lựa chọn cơ hội đầu tư

	Mã cp	Khuyến nghị/đánh giá	Giá hiện tại (VND)	FY15		FY16F		Giá mục tiêu (VND)	Upside
				P/E(x)	P/B(x)	P/E(x)	P/B(x)		
Lựa chọn 1	MBB	MUA	15.300	8,5	1,08	8,3	1,06	21.700	41,8%
Lựa chọn 2	VCB	KHẢ QUAN	48.000	23,7	2,5	15,9	2,30	54.500	14,5%

Nguồn: Bloomberg, các ngân hàng, MBS Research

3 bảng biểu/đồ thị quan trọng nhất

Biểu 1: Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2016 và thực hiện trong Quý 1/2016

Hầu hết các ngân hàng đều đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2016 cao, với tín dụng bán lẻ là động lực quan trọng nhất. Nhiều ngân hàng đã tăng trưởng khả quan trong quý 1/2016.

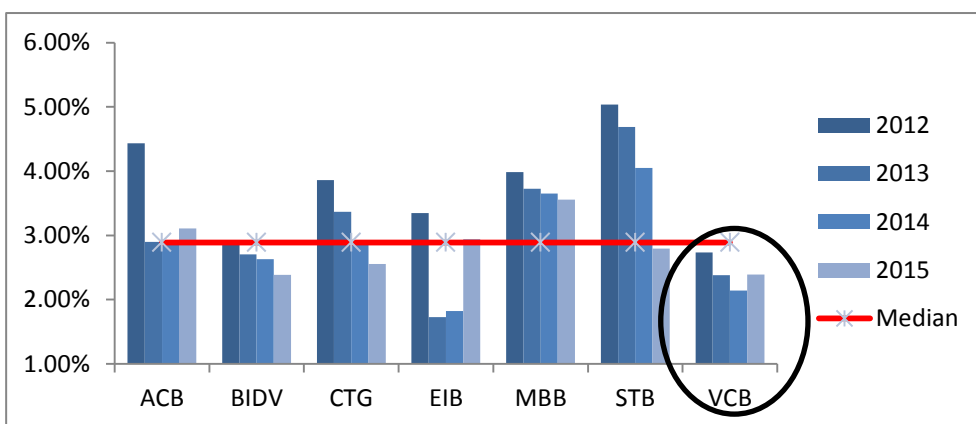
Việc các ngân hàng đều đặt bán lẻ là động lực tăng trưởng tuy đúng hướng nhưng có thể dẫn đến: i) Rủi ro cạnh tranh, ii) NIM mỏng bán lẻ tốt hơn nhưng rủi ro có thể sẽ tăng theo.

	2014	2015	2016P	1Q16	Động lực tăng trưởng tín dụng
ACB	8,5%	15,2%	18,0%	7,6%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 25%) và SME
BID	14,0%	34,3%	18,0%	4,2%	Tín dụng bán lẻ và SME, doanh nghiệp FDI, các ngành hưởng lợi từ các hiệp định FTA
CTG	16,9%	22,3%	18,0%	2,8%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 35-40%), đẩy mạnh cho vay theo chuỗi liên kết với khách hàng doanh nghiệp
EIB	4,6%	-2,7%	10,0%	-2,6%	Tín dụng bán lẻ, tài trợ thương mại
MBB	14,6%	20,7%	20,0%	2,5%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 40%)
STB	15,8%	45,2%	N/A	2,6%	Tín dụng bán lẻ, SME
VCB	17,9%	19,7%	17,0%	6,3%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 50%)

2016P: Số liệu theo kế hoạch của các ngân hàng

Biểu 2: NIM của các ngân hàng niêm yết 2012-2015

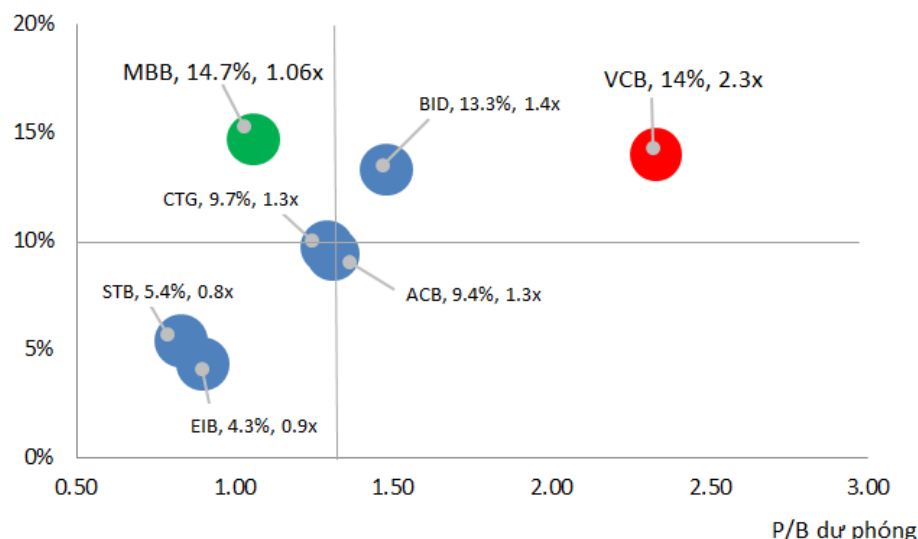
Ngoại trừ VCB có thể cải thiện NIM, chúng tôi dự báo các ngân hàng sẽ chịu áp lực tăng lãi suất huy động đầu vào và cạnh tranh lãi suất đầu ra, do vậy rất khó để cải thiện NIM trong năm 2016



Biểu 3 : Tương quan ROE (2017F) và P/B dự phóng của các ngân hàng

Khi đánh giá tương quan giữa việc cải thiện ROE đến năm 2017 và P/B dự phóng với mức giá hiện tại, VCB rõ ràng đang được định giá cao nhất và xứng đáng với định giá đó; trong khi MBB với ROE dự báo hồi phục mạnh từ 2017, hiện đang có giá rẻ nhất, do đó là lựa chọn số 1 của chúng tôi, dưới góc độ chọn lọc cơ hội đầu tư, với upside 41,8%

ROE 2017 ước tính



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Mục lục

Giải quyết bài toán tăng trưởng lợi nhuận bền vững hậu giai đoạn xử lý khủng hoảng	4
Nghiên cứu trường hợp Ngân hàng Wells Fargo (WFC).....	4
Khảo sát các ngân hàng niêm yết của Việt Nam gần đây	7
Tăng trưởng tín dụng khả quan, nhưng NIM khó cải thiện.....	7
Kế hoạch tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng	14
Hướng đến cải thiện tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR).....	15
Chất lượng tài sản tiếp tục phân hóa.....	16
Tổng hợp dự phóng tăng trưởng lợi nhuận	17
Ngân hàng nào sẽ sớm cải thiện ROE lên mức hấp dẫn?	18
Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB)	20
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	29
Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)	34
Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG).....	36
Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID)	38

Giải quyết bài toán tăng trưởng lợi nhuận bền vững hậu giai đoạn xử lý khủng hoảng

Nghiên cứu trường hợp Ngân hàng Wells Fargo (WFC)

Giới thiệu về WFC



Được thành lập vào năm 1852 với trụ sở chính được đặt tại San Francisco, Wells Fargo là một định chế cung cấp dịch vụ tài chính cộng đồng đa dạng và là một trong bốn ngân hàng lớn nhất tại Mỹ. Wells Fargo cung cấp dịch vụ ngân hàng, bảo hiểm, đầu tư, cho vay mua nhà và tài trợ thương mại. Với tổng tài sản lên tới 1,8 nghìn tỷ đô la Mỹ (cuối 2015), Wells Fargo hiện có mặt tại 36 quốc gia trên thế giới với 8.700 văn phòng, 13.000 ATM cùng với hệ thống internet và mobile banking hiện đại. Thống kê cho thấy, ở nước Mỹ, cứ ba gia đình lại có một gia đình sử dụng dịch vụ của Wells Fargo.

Thoát ra từ cuộc khủng hoảng tài chính ngân hàng toàn cầu 2008, WFC đã trở thành ngân hàng hoạt động hiệu quả và sinh lời tốt nhất trong top 4 ngân hàng lớn nhất của Mỹ (gồm JP Morgan, Bank of America, Citi Group và WFC).

Trong khi các ngân hàng lớn khác của Mỹ thực hiện các nghiệp vụ investment banking đầy rủi ro, WFC chủ yếu tập trung vào năng lực cốt lõi của một ngân hàng thương mại: huy động và cho vay. Bằng cách tập trung vào năng lực cốt lõi WFC đã tạo dựng thành công một mô hình ngân hàng có thể vận hành hiệu quả, phục vụ khách hàng tốt nhất và tạo ra giá trị cho cổ đông.

Tại sao WFC trở thành một mẫu hình ngân hàng thành công rực rỡ?

WFC đặt sứ mệnh và tầm nhìn với lợi ích khách hàng luôn là số một...

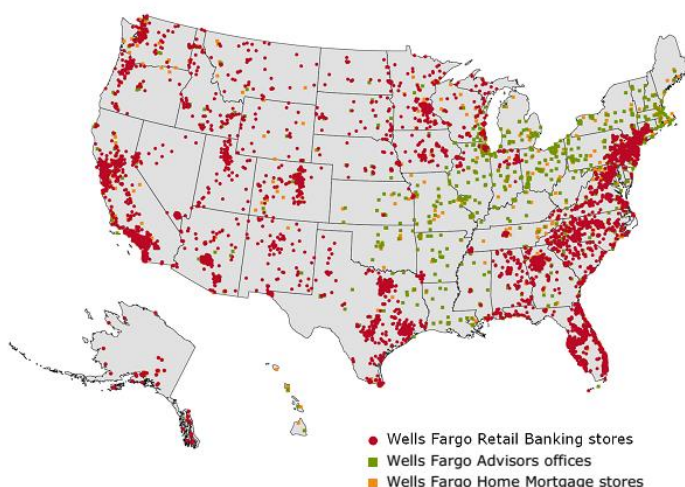
Để thực hiện mục tiêu phục vụ khách hàng, đáp ứng các nhu cầu về tài chính của khách hàng “*We want to satisfy our customer's financial needs and help them succeed financially*”, Wells Fargo luôn tìm hiểu và tìm mọi cách để làm hài lòng khách hàng của họ.

... Liên tục phục vụ khách hàng ở bất cứ nơi đâu, bất cứ địa điểm nào

WFC cung cấp cho khách hàng các dịch vụ tiện lợi nhất qua nhiều kênh phân phối: văn phòng, điện thoại, ATM, online, mobile banking,...Nói đến hệ thống ATM, WFC là một trong những ngân hàng đầu tiên tại Mỹ áp dụng tiện ích gửi tiền qua cây ATM. WFC mong muốn có thể phát triển một hệ thống ATM tiện lợi, có mặt trên nhiều địa điểm, có nhiều sự lựa chọn cho khách hàng và họ đã thành công khi cộng tác với NCR Corporation (Tập đoàn công nghệ hàng đầu trong lĩnh vực công nghệ giao dịch khách hàng). Chỉ sau một thời gian ngắn lắp đặt với chi phí tiết kiệm, Wells Fargo hiện đã có hơn 50 Selfserv 37 ATM tại California và hơn 100 Selfserv ATM tại Mỹ.

Tính đến cuối năm 2015, WFC có 8.681 văn phòng tại hầu hết các thành phố trên nước Mỹ cả về bán lẻ, tư vấn, bán buôn và cho vay có thể chấp; phục vụ cho hơn 70 triệu khách hàng trên nước Mỹ.

Strong national distribution



As of December 31, 2015.

(1) Active, full-time equivalent.

(2) Series 7 brokers.

(3) Regional banking online and mobile customers, based on 90-day active accounts, as of November 2015.

70+ MM customers	
8,643 stores	
Store Distribution	
Retail banking	6,132
Wells Fargo Advisors	1,383
Wholesale	663
Mortgage	465
Sales Force	
Platform bankers ⁽¹⁾	31,130
Financial advisors ⁽²⁾	14,960
Home Mortgage consultants	7,739
Other Distribution Channels	
ATMs	12,954
Online banking customers ⁽³⁾	26.4 MM
Mobile customers ⁽³⁾	16.2 MM

Nguồn: WFC, Credit Suisse's presentation 2015

...Bằng cách tập trung vào thế mạnh cốt lõi, WFC đạt lợi nhuận trong bất kỳ giai đoạn nào của nền kinh tế

Wells Fargo thực hiện kinh doanh tăng trưởng lợi nhuận bằng chiến lược mà nhiều người cho là nhàm chán, đó là tập trung vào các mảng cơ bản của ngân hàng: huy động tiền gửi và cho vay. Kể từ năm 1998, lợi nhuận sau thuế của WFC tăng khoảng 15% mỗi năm (một phần nhờ vào việc mua lại ngân hàng Wachovia năm 2008). Năm 2015, tỷ suất sinh lời/vốn đầu tư ROIC là 10%, cao hơn 2% so với năm 2010. Wells Fargo đã vươn lên từ khủng hoảng với lợi nhuận đứng đầu trong 4 ngân hàng lớn nhất Mỹ bao gồm JPMorgan Chase (NYSE: JPM; Bank of America (NYSE: BAC), Citigroup (NYSE:C) và Wells Fargo.

... Cùng cơ chế quản trị minh bạch và các chiến lược xuất sắc

Nói đến các chiến lược của Wells Fargo, không thể không kể đến sự kiện mua lại Wachovia Bank (WB) cuối năm 2008- một thương vụ đầu tư trong thời kỳ khủng hoảng. Citigroup (CITI) và WFC cùng đề nghị mua lại Ngân hàng Wachovia Bank-ngân hàng có dư nợ cho vay dưới chuẩn lớn nhất nước Mỹ thời đó.

Cụ thể, Citigroup đã đề nghị mua lại WB, sau đề nghị, giá cổ phiếu cổ WB rơi xuống 2\$/ cổ phiếu từ 10\$ một vài phiên trước đó và Citigroup sẽ mua lại với giá 1\$/cổ phiếu. Sau khi bị mua lại, WB sẽ tiếp tục hoạt động nhưng không phải là một ngân hàng, chỉ bao gồm một số dịch vụ như môi giới bán lẻ, quản lý tài sản,...Chính phủ Mỹ cũng gây sức ép buộc WB chấp nhận để CITI mua lại, theo đó, CITI sẽ tiếp nhận khoản nợ 42 tỷ đô và FDIC sẽ nhận khoản nợ còn lại. Đồng thời, CITI nợ FDIC 12 tỷ đô để mua lại khoản nợ này. Vào tháng 11 năm 2008, WFC đề nghị mua lại WB với giá 15,4 tỷ đô, WFC triệu tập các cổ đông của WB và đề nghị hoán đổi cổ phiếu, mỗi cổ phiếu của WB sẽ đổi được 0,1991 cổ phiếu của WFC. Đề nghị mua lại của WFC cũng độc lập hoàn toàn với chính phủ liên bang. Rõ ràng, xét về lợi ích cổ đông, đề nghị của WFC sẽ tốt hơn cho các cổ đông của WB. Kết quả là 96% cổ đông của WB đã bỏ phiếu cho việc để WFC mua lại thay vì Citigroup.

Tương tự với Citigroup, Bank of America (BAC) cũng đã mắc phải những sai lầm tương tự khi đưa ra đề nghị mua lại ngân hàng Merrill Lynch (ML)- một ngân hàng đầu tư trái phiếu dưới chuẩn vào tháng 12 năm 2008. Thay vì đưa ra quyết định mua lại dựa trên lợi ích của cổ đông, BAC hành động vì lợi ích của chính ngân hàng, vi phạm nghĩa vụ ủy thác và lợi dụng sức ép từ FED. Bên cạnh việc thiếu tích cực khi BAC chỉ định giá các khoản lỗ của ML trên những giả định thiếu thực tế, thương vụ này còn chỉ ra sự thiếu minh bạch khi BAC đã không tiết lộ cho các cổ đông của BAC

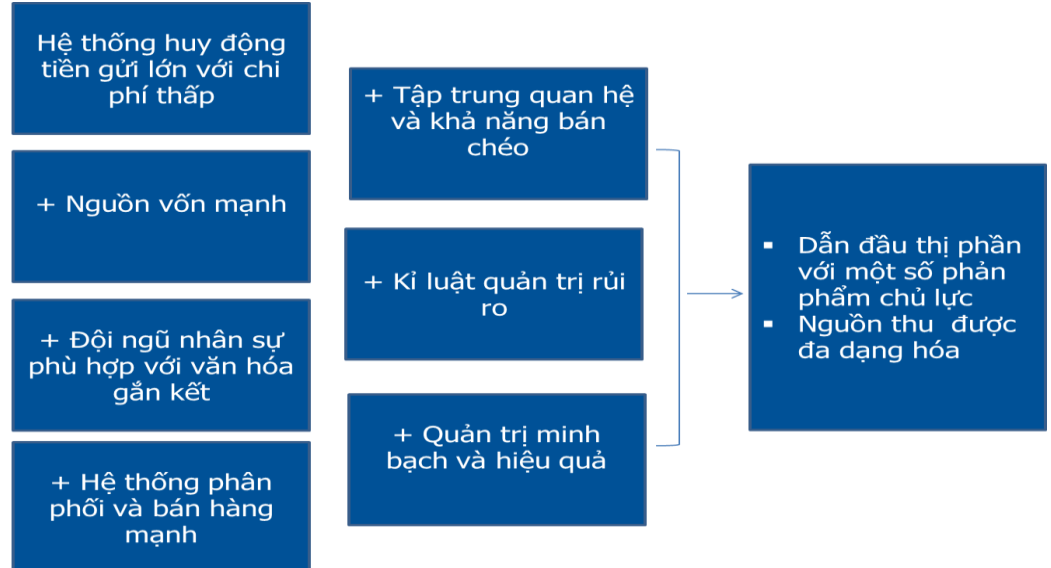
thông tin về ML trước khi quyết định sáp nhập mà chỉ âm thầm đặt ra khoản lỗ hàng tỷ đô la Mỹ. Trên thực tế, khoản lỗ của ML vào quý 4 năm 2008 thấp hơn dự đoán khoảng 7 tỷ đô. Khoản chênh lệch cũng không được tiết lộ cho các cổ đông của BAC. Năm 2008, lợi nhuận của BAC giảm từ 15 tỷ USD năm 2007 xuống còn 4 tỷ USD.

Khác với các ngân hàng thương mại lớn khác, Wells Fargo hành động vì lợi ích của cổ đông, minh bạch và độc lập. Wells Fargo tiếp quản Wachovia cuối năm 2008, mở các văn phòng, cây ATM và các dịch vụ khác dưới thương hiệu Wells Fargo và Wachovia. Cuộc thôn tính này đã củng cố Wells Fargo trở thành ngân hàng bán lẻ lớn nhất nước Mỹ tại thời điểm đó (nhờ bổ sung nguồn khách hàng đi vay mua nhà lớn từ Wachovia- một ngân hàng có cùng hoạt động cốt lõi). Số tiền WFC huy động được chiếm 30% tổng số tiền huy động của tất cả các ngân hàng bán lẻ lúc đó.

WFC không đầu tư ngoài ngành và những hoạt động kinh doanh nằm ngoài khả năng cốt lõi của mình. Tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu lãi của WFC năm 2008 là 28%, sau khủng hoảng, tỷ lệ này là 17,5% năm 2009, chỉ khoảng 30% so với 60% ở các ngân hàng khác. Trước và sau khủng hoảng 2008, WFC vẫn quản trị các khoản tiền gửi tốt, tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn cao hơn các ngân hàng khác, do vậy có chi phí lãi suất thấp hơn.

Bài học rút ra từ WFC case

Mô hình kinh doanh với lợi thế cạnh tranh bền vững



- WFC tồn tại và phát triển trên một mô hình kinh doanh có lợi thế cạnh tranh bền vững (hình minh họa như trên), trong đó điểm nhấn quan trọng là: Hệ thống huy động vốn tốt với chi phí thấp, nguồn vốn mạnh, khả năng bán chéo sản phẩm rất tốt và cơ cấu nguồn thu nhập đa dạng hóa (ít phụ thuộc vào lợi nhuận tín dụng).
- Xác định sứ mệnh và tầm nhìn hướng đến phục vụ khách hàng và làm mọi cách để giúp khách hàng thành công về tài chính.
- Hành động quyết đoán trong những thời điểm quyết định.
- Luôn tập trung vào năng lực cốt lõi.

Khảo sát các ngân hàng niêm yết của Việt Nam gần đây

Trên cơ sở một hình mẫu thành công điển hình hậu khủng hoảng ngân hàng, với mục đích đánh giá khả năng chuẩn bị cho tăng trưởng lợi nhuận bền vững của các ngân hàng Việt Nam và nỗ lực đưa ROE lên mức hiệu quả, chúng tôi đã tiến hành gặp gỡ, trao đổi và khảo sát một số ngân hàng niêm yết gần đây. Dưới đây là một số điểm rút ra của chúng tôi từ chuyến đi và khảo sát:

- Nhiều ngân hàng đặt quyết tâm tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2016, với tín dụng bán lẻ là động lực quan trọng. Trong khi vẫn đánh giá cao tính khả thi của kế hoạch của các ngân hàng, chúng tôi có phần quan ngại khả năng thực hiện được kế hoạch trong bối cảnh cho vay mua nhà (vốn là động lực tăng trưởng tín dụng mảng bán lẻ trong năm 2015) có dấu hiệu chững lại. Ngoài ra, việc các ngân hàng đều đặt bán lẻ là động lực tăng trưởng tuy đúng hướng nhưng có thể dẫn đến: i) Rủi ro cạnh tranh, ii) NIM mảng bán lẻ tốt hơn nhưng rủi ro có thể sẽ tăng theo. **Chúng tôi chưa đủ số liệu (trong bối cảnh thu thập số liệu đây đủ tại Việt Nam là rất khó khăn) để đánh giá chi tiết rủi ro trên và đây là hạn chế của Báo cáo này.**
- Ngoại trừ VCB có thể cải thiện NIM, chúng tôi dự báo các ngân hàng sẽ chịu áp lực tăng lãi suất huy động đầu vào và cạnh tranh lãi suất đầu ra, trong bối cảnh quan điểm chỉ đạo của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước (SBV) định hướng các ngân hàng hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ các doanh nghiệp, do vậy rất khó để cải thiện NIM.
- Cơ cấu thu nhập chưa đa dạng hóa. Ngoài VCB và STB có cơ cấu thu nhập tương đối đa dạng (thu nhập lãi thuần 2015 chiếm khoảng 72% và 78% tổng thu nhập, mức tương đối thấp trong số các ngân hàng niêm yết), đa số các ngân hàng vẫn chủ yếu phụ thuộc vào thu nhập lãi từ tín dụng khiến các ngân hàng đều có kế hoạch đa dạng hóa nguồn thu nhập ngoài lãi trong mấy năm tới.
- Trong khi nhiều ngân hàng khẳng định chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, do đó chi phí trích lập dự phòng sẽ ở mức vừa phải trong thời gian tới. Phân tích của chúng tôi cho thấy thực tế sự phân hóa trong chất lượng tài sản giữa các ngân hàng vẫn rất lớn, do đó sức ép về chi phí trích lập dự phòng là khác nhau.
- Các ngân hàng đều trong giai đoạn đẩy mạnh mở rộng quy mô, ưu tiên đầu tư digital banking để phát triển mảng bán lẻ → CIR khó cải thiện trong mấy năm tới.
- Việc triển khai áp dụng Basel II dẫn đến áp lực tăng vốn điều lệ và việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ bị ảnh hưởng.

Tăng trưởng tín dụng khả quan, nhưng NIM khó cải thiện

Q1: Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2016 của các ngân hàng ở mức bao nhiêu? Động lực chính của tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới là gì? Ngân hàng nào có lợi thế (về nguồn lực vốn và điều kiện thanh khoản) để thực hiện tăng trưởng thuận lợi?

Biểu 4: Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2016 và thực hiện trong Quý 1/2016

	2014	2015	2016P	1Q16	Động lực tăng trưởng tín dụng
ACB	8,5%	15,2%	18,0%	6,5%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 25%) và SME
BID	14,0%	34,3%	18,0%	4,2%	Tín dụng bán lẻ và SME, doanh nghiệp FDI, các ngành hưởng lợi từ các hiệp định FTA
CTG	16,9%	22,3%	18,0%	2,8%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 35-40%), đẩy mạnh cho vay theo chuỗi liên kết với khách hàng doanh nghiệp
EIB	4,6%	-2,7%	10,0%	-2,6%	Tín dụng bán lẻ, tài trợ thương mại
MBB	14,6%	20,7%	20,0%	2,5%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 40%)
STB	15,8%	45,2%	N/A	2,6%	Tín dụng bán lẻ, SME
VCB	17,9%	19,7%	17,0%	6,3%	Tín dụng bán lẻ (mục tiêu tăng trưởng 50%)

2016P: Số liệu theo kế hoạch của các ngân hàng

Nguồn: BCTC, BCTN NHTM, MBS Research

Ngoại trừ EIB và STB (do vẫn còn nhiều vấn đề cần giải quyết nên có thể sẽ chịu hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn), **đa số các ngân hàng lớn đều đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao, ít nhất là ngang bằng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (18%)**; trong đó có MB đặt mục tiêu tăng trưởng khoảng 20%, BIDV đặt kế hoạch tăng trưởng 18%, phần đầu đặt tăng trưởng 20% trên cơ sở được Ngân hàng Nhà nước (SBV) phê duyệt. Động lực chính được các ngân hàng xác định tiếp tục là tăng trưởng tín dụng bán lẻ.

Trong quý 1/2016, nhiều ngân hàng đã đạt mức tăng trưởng cho vay tương đối khả quan (chẳng hạn như ACB và VCB tăng trưởng tín dụng đạt lần lượt là 7,6% và 6,3%, cao hơn so với tăng trưởng toàn hệ thống 1,54%). Cũng theo kết quả khảo sát Xu hướng kinh doanh của các tổ chức tín dụng Quý 1 và Quý 2/2016 đã được SBV công bố, chúng tôi cũng nhận thấy đa số các ngân hàng đều lạc quan với triển vọng kinh doanh 2016.

Box 1: Kết quả Điều tra xu hướng kinh doanh của các Tổ chức tín dụng (TCTD) của SBV

Quý 2/2016

Theo nhận định của các TCTD:

- **Môi trường kinh doanh và kết quả hoạt động kinh doanh** của ngành ngân hàng tiếp tục cải thiện trong Quý 1/2016 và dự kiến phục hồi bền vững trong Quý 2/2016 và cả năm 2016.
- **Thanh khoản dồi dào, tỷ lệ nợ xấu/dư nợ tín dụng** và mức độ rủi ro của các nhóm khách hàng tiếp tục xu hướng giảm.
- **Dư nợ tín dụng** của toàn hệ thống ngân hàng được các TCTD kỳ vọng tăng trưởng 20,09% trong năm 2016.
- Các TCTD điều chỉnh **kỳ vọng đối với lợi nhuận**, tốc độ tăng trưởng huy động vốn, tín dụng về mức hợp lý hơn nhưng vẫn cao hơn các mức kỳ vọng và tăng trưởng thực tế của năm 2015.

Nguồn: SBV, MBS Research tổng hợp

Như vậy đánh giá về tính khả thi của mục tiêu tăng trưởng tín dụng (một động lực để tăng trưởng lợi nhuận quan trọng nhất của hầu hết các ngân hàng Việt Nam), có cơ sở để thị trường đánh giá cao khả năng các ngân hàng sẽ đạt được kế hoạch, xét trên mục tiêu tăng trưởng GDP 2016 của nền kinh tế ở mức 6,7% (tương quan tăng trưởng tín dụng/tăng trưởng GDP vào khoảng 2,5x-3x), tình hình thực tế mấy tháng đầu năm 2016 và kỳ vọng của các ngân hàng thể hiện qua kết quả điều tra khảo sát của SBV.

...Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mọi thứ không hoàn toàn thuận lợi cho việc thực hiện kế hoạch và sẽ có thách thức

Khi phân tích vào những động lực chính của tăng trưởng cho vay cá nhân (một nhân tố quan trọng giúp tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng khả quan), chúng tôi nhận thấy với đa số các ngân hàng cho vay mua nhà và mua ô tô nằm trong số những đối tượng được đẩy mạnh nhất trong năm 2015. Chúng tôi nhận định sau một năm tăng trưởng bùng nổ, tín dụng cho vay mua nhà khó có thể duy trì được mức tăng như vậy trong năm 2016. Báo cáo gần nhất về thị trường bất động sản của CBRE cho thấy tốc độ tăng doanh số bán nhà vẫn dương nhưng đã chậm lại. Cùng lúc đó, SBV đã gửi thông điệp sẽ hạn chế tín dụng bất động sản và cho vay trung và dài hạn với Dự thảo sửa đổi Thông tư 36.

Box 2: Nghiên cứu tác động của Sửa đổi Thông tư 36 đến hoạt động cho vay bất động sản
 Những quy định chính cần lưu ý

- **Giảm trần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn.** So với quy định trước đây, Sửa đổi TT36 hạ trần tỷ lệ này xuống còn 40% (so với mức 60%). Đây rõ ràng là quy định mang tính chất phòng ngừa và chủ yếu nhằm vào cho vay lĩnh vực bất động sản, vốn chủ yếu là vay dài hạn. Chúng tôi đánh giá về dài hạn, quy định này giúp kiểm soát mức độ rủi ro của hoạt động cho vay của các ngân hàng thương mại vào một lĩnh vực rủi ro như BDS. Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, quy định này sẽ ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng trong năm 2016.
- **Nâng hệ số rủi ro tín dụng của các khoản cho vay BDS từ 150% lên 250%.** Tương tự như trên. Quy định này mặc dù có tác động tích cực về dài hạn, bất lợi trong ngắn hạn là rõ ràng khi hoạt động cho vay BDS chắc chắn sẽ bị thu hẹp trong thời gian tới.

Nhìn chung về dài hạn, chúng tôi đánh giá tích cực hành động này của SBV, nhưng trong ngắn và trung hạn, tốc độ tăng trưởng tín dụng có thể sẽ bị ảnh hưởng khi một động lực quan trọng sẽ gặp cản trở và kiểm soát.

Các ngân hàng chuẩn bị nguồn lực vốn chủ và vốn huy động (LDR, CAR) cho tăng trưởng tín dụng thế nào?
Biểu 5: LDR 2014 – Q1/2016

	2014	2015	1Q16	Dự báo xu hướng LDR	Hành động của các ngân hàng
ACB	75,2%	76,6%	79,7%	Giữ nguyên	Kế hoạch tăng trưởng huy động bằng tăng trưởng tín dụng (18%)
BID	101,2%	106,0%	101,9%	Giảm nhẹ	Kế hoạch tăng trưởng huy động (21-22%) cao hơn kế hoạch tăng trưởng tín dụng (18%)
CTG	103,7%	109,2%	109,9%	Tăng	Kế hoạch tăng trưởng huy động (14%) thấp hơn kế hoạch tăng trưởng tín dụng (18%)
EIB	85,9%	86,1%	81,7%	Giảm	Kế hoạch tăng trưởng huy động (15%) cao hơn kế hoạch tăng trưởng tín dụng (10%)
MBB	60,0%	66,8%	68,9%	Tăng	LDR thấp nhất, MBB có kế hoạch tăng LDR khá rõ. Kế hoạch tăng trưởng huy động (5-10%), tối đa chỉ bằng 1/2 kế hoạch tăng tín dụng
STB	78,5%	71,2%	69,5%	Tăng	LDR hiện vẫn thấp hơn mức trần quy định
VCB	76,6%	77,4%	80,1%	Tăng	LDR thấp hơn mức trần quy định đối với nhóm NHTM Nhà nước, VCB có kế hoạch tăng LDR, với kế hoạch huy động (15%), thấp hơn kế hoạch tăng trưởng tín dụng (17%)

Ghi chú: STB chưa công bố báo cáo thường niên và kế hoạch 2016; hiện đã được Ủy ban Chứng khoán chấp thuận cho gia hạn thời gian báo cáo tài chính kiểm toán 2015. STB cũng là ngân hàng duy nhất trong số các ngân hàng niêm yết chưa tiến hành Họp hoặc công bố tài liệu Họp Đại hội đồng cổ đông thường niên 2016. Do vậy chúng tôi chưa có cơ sở rõ ràng để dự báo xu hướng LDR. Tuy nhiên, LDR cuối quý 1/2016 của STB vẫn ở mức thấp hơn trần quy định khá nhiều.

Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

Chúng tôi áp dụng cách tính LDR thông thường (pure LDR) thay vì cách tính LDR điều chỉnh (modified LDR) theo hướng dẫn của Thông tư 36 trong khuôn khổ báo cáo này để đảm bảo nhất quán về phương pháp và cũng phù hợp với thông lệ quốc tế.

Theo cách tính này, LDR của các ngân hàng như BIDV và CTG hiện đã ở mức cao, lần lượt 101,9% và 109,9%, cao so với mức trần cho phép đối với nhóm ngân hàng thương mại quốc doanh. Tuy nhiên, chúng tôi hiểu rằng các ngân hàng này áp dụng LDR theo Thông tư 36, theo đó LDR có thể vẫn nằm trong giới hạn cho phép.

Như đã đề cập ở trên, với cách tính nhất quán theo thông lệ quốc tế, số liệu LDR của các ngân hàng cho thấy lợi thế về dư địa để tăng trưởng tín dụng trong khi vẫn giữ được mức trần LDR thuộc về MB và VCB. Với LDR thấp, đây cũng là hai ngân hàng ít bị sức ép ảnh hưởng NIM trong bối cảnh lãi suất huy động đang có chiều hướng tăng lên (chúng tôi sẽ phân tích vấn đề này ở phần sau).

CAR và kế hoạch tăng vốn

Việc tăng trưởng tài sản rủi ro nói chung và tăng trưởng tín dụng nói riêng còn phải tính đến hệ số an toàn vốn (CAR). Kể từ 2016, 10 ngân hàng thí điểm thực hiện phương pháp quản trị vốn và rủi ro theo tiêu chuẩn Basel II, bao gồm BIDV, VietinBank, Vietcombank, Techcombank, ACB, VPBank, MB, Maritime Bank, Sacombank và VIB. Khi áp dụng theo tiêu chuẩn Basel II, dự kiến hệ số CAR sẽ giảm từ 100 – 300 điểm cơ bản (basic points) tùy từng ngân hàng.

Box 3: Basel II và ảnh hưởng đến hệ số CAR của các ngân hàng tại Việt Nam
 CAR theo Basel II được tính theo công thức sau:

$$CAR = \frac{C}{RWA + 12.5 (K_{OR} + K_{MR})} \times 100\%$$

Trong đó:

- **C**: Vốn tự có
- **RWA**: Tổng tài sản tính theo rủi ro tín dụng
- **K_{OR}**: Vốn yêu cầu cho rủi ro hoạt động
- **K_{MR}**: Vốn yêu cầu cho rủi ro thị trường

- Theo quy định hiện hành CAR chỉ tính rủi ro tín dụng. Khi áp dụng Basel II, ngoài rủi ro tín dụng, sẽ tính cả rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường.
- Ước tính khi áp dụng Basel II, CAR của các ngân hàng sẽ giảm từ 100-300 điểm cơ bản (basic points), tùy từng ngân hàng. Những ngân hàng có hệ số CAR thấp như BIDV, STB, CTG, sẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn.
- Nhìn chung các ngân hàng khi áp dụng Basel II đều sẽ phải tăng vốn (vốn cấp 1 hoặc vốn cấp 2, hoặc cả hai). Dự báo việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ bị ảnh hưởng trong thời gian tới, do ngân hàng ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tăng vốn điều lệ.

Biểu 6: CAR của 7 ngân hàng niêm yết

	2014	2015	Hệ số CAR ước tính nếu áp dụng Basel II	Kế hoạch tăng vốn
ACB	14,00%	12,80%	9,80%	Trong năm 2016: Phát hành 2.000 tỷ đồng trái phiếu để nâng vốn cấp 2; trả cổ tức bằng cổ phiếu 10%, nâng vốn điều lệ lên 10.273 tỷ đồng
BID	9,10%	9,81%	7,31%	Trong năm 2016: Tăng vốn điều lệ lên 43.636 tỷ đồng (tăng 27,6%); kế hoạch tăng vốn gồm 4 cấu phần: i)Phát hành ra công chúng, ii)Phát hành cổ phần từ nguồn thặng dư thoái vốn, iii)Phát hành cổ phiếu trả cổ tức và iv)Phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu
CTG	10,40%	10,58%	9,58%	Trong năm 2016: Tăng vốn điều lệ lên 49.209 tỷ đồng (tăng 32%). Phương án cụ thể chưa được công bố. Chúng tôi dự báo phương án tăng vốn điều lệ kết hợp: i)Tăng vốn từ M&A với PG Bank, ii)Trả cổ tức bằng cổ phiếu và iii)Phát hành cổ phiếu thưởng từ nguồn thặng dư vốn cổ phần
EIB	13,62%	16,52%	N/A	(EIB không thuộc nhóm 10 ngân hàng áp dụng Basel II thí điểm từ năm 2016; chưa có kế hoạch tăng vốn trong năm 2016)
MBB	10,07%	12,85%	9,88%	Đã thực hiện tăng vốn điều lệ lên 16.000 tỷ trong năm 2015. Năm 2016: phát hành cổ phiếu sáp nhập SDFC (31.181.818 cổ phần); trả cổ tức bằng cổ phiếu 5%. Vốn điều lệ dự kiến tăng lên 17.127 tỷ đồng
STB	10,40%	10,96%	8,43%	N/A
VCB	11,61%	11,04%	9,04%	Trong năm 2016: Tăng vốn điều lệ 35% bằng cổ phiếu thưởng; phát hành 10% cho đối tác chiến lược nước ngoài

Nguồn: BCTC, BCTN NHTM, MBS Research

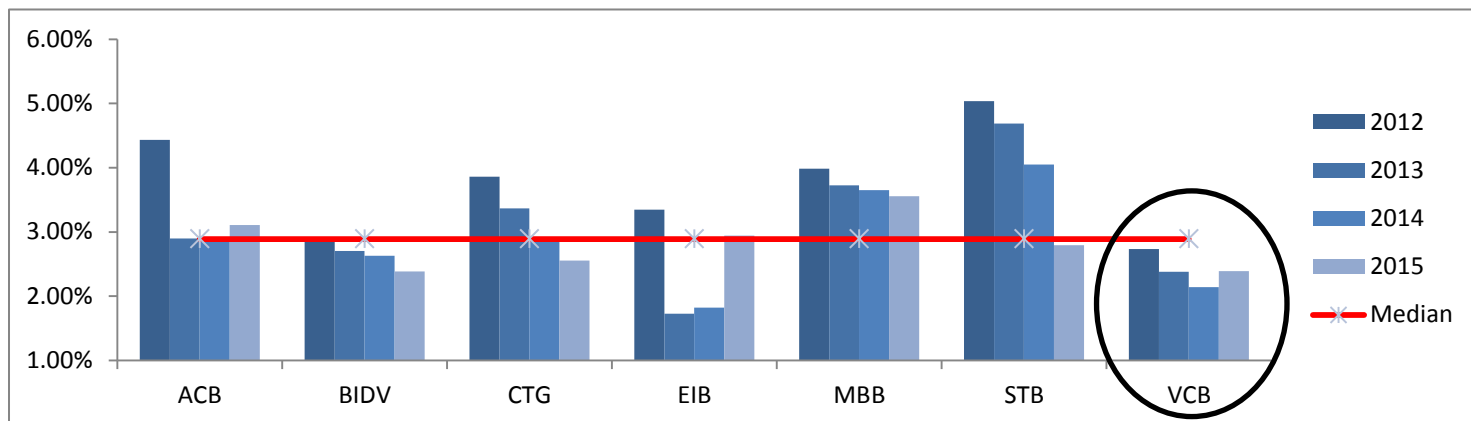
Những ngân hàng có hệ số CAR hiện tại tương đối cao (như MB, ACB và VCB) sẽ ít bị sức ép về vốn hơn các ngân hàng có hệ số CAR thấp, do đó sẽ ít bị hiệu ứng pha loãng cũng như việc trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông cũng ít bị ảnh hưởng hơn.

Kết luận: Xét về vốn và điều kiện thanh khoản để duy trì tăng trưởng tín dụng, VCB và MB là hai ngân hàng có lợi thế lớn hơn những ngân hàng còn lại.

Q2: Lãi suất huy động có xu hướng tăng lên, quan điểm định hướng lãi suất cho vay của Chính phủ và tình hình cạnh tranh ảnh hưởng đến NIM của các ngân hàng ra sao?

Nghiên cứu trường hợp VCB

Biểu 7: NIM của các ngân hàng niêm yết 2012-2015

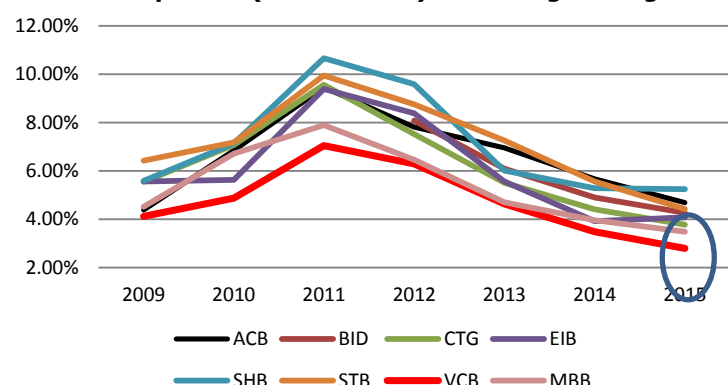


Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

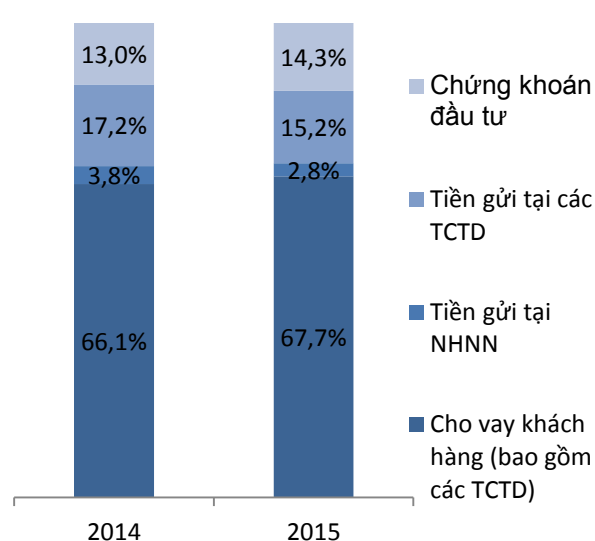
Xu hướng cải thiện NIM từ nửa cuối 2015 nhờ thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời và giảm chi phí vốn

Lãi suất cho vay và lợi suất trái phiếu liên tục giảm trong mấy năm qua, trong bối cảnh ngành ngân hàng thực hiện tái cơ cấu và tập trung xử lý nợ xấu khiến NIM giảm dần. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy xu hướng NIM tạo đáy và hồi phục tăng nhẹ đã bắt đầu với một số ngân hàng từ cuối năm 2015, dẫn đầu là VCB. VCB là ngân hàng đã quyết liệt xử lý nợ xấu và dẫn đầu trong nhóm hồi phục, VCB đã đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2015 (19,7%). Mặc dù VCB đã nỗ lực thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời theo hướng giảm tài sản liên ngân hàng và tăng tỷ trọng cho vay, đặc biệt cho vay cá nhân (biểu 9 minh họa), trong bối cảnh lãi suất chung trên thị trường giảm do lạm phát giảm và do cạnh tranh đẩy mạnh cho vay giữa các ngân hàng, lãi suất gộp đầu ra của VCB đã giảm khoảng 36 điểm cơ bản (từ 5,63% năm 2014 xuống còn 5,27% năm 2015). Tuy nhiên, chi phí vốn giảm mạnh hơn (giảm 69 điểm cơ bản, từ 3,48% năm 2014 xuống còn 2,79% năm 2015) là yếu tố quan trọng giúp VCB cải thiện được NIM trong năm 2015 vừa qua (tăng từ 2,39% năm 2014 lên 2,58% năm 2015). VCB đã tích cực nâng tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn từ mức 25,8% năm 2014 lên 28% năm 2015 (biểu 10 minh họa)

Biểu 8: Chi phí vốn (cost of funds) của các ngân hàng niêm yết



Biểu 9: Cơ cấu tài sản sinh lời của VCB



Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

Chúng tôi dự báo VCB sẽ tiếp tục cải thiện được NIM trong năm 2016 dựa trên các cơ sở sau đây:

- VCB đã đặt kế hoạch nâng cao tỷ lệ cho vay/huy động LDR (như đã phân tích ở trên, VCB hiện vẫn còn dư địa khá nhiều để tăng cho vay, trong khi ít bị sức ép phải chạy đua nâng lãi suất huy động đầu vào, mặc dù thực tế gần đây VCB cũng đã điều chỉnh nâng nhẹ lãi suất huy động đầu vào).
- Ngoài ra, việc điều chỉnh cơ cấu tài sản sinh lãi theo hướng giảm tài sản liên ngân hàng và tăng tỷ trọng cho vay cá nhân cũng góp phần cải thiện NIM của VCB. Cuối 2015, tiền gửi liên ngân hàng của VCB vẫn chiếm đến 15,2%, trong khi lãi suất gộp tiền gửi liên ngân hàng chỉ có 1,32%.
- Khoản đầu tư trái phiếu chính phủ bằng USD năm 2015 với NIM tốt (cao hơn NIM bình quân của VCB) sẽ có ảnh hưởng tích cực đến NIM chung cho cả năm 2016.
- VCB tiếp tục đặt mục tiêu tăng tỷ lệ huy động tiền gửi không kỳ hạn để giảm thiểu phần nào tác động của việc tăng chi phí vốn đầu vào do xu hướng tăng lãi suất huy động đang diễn ra.

Biểu 10: Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn

	2013	2014	2015	Lợi thế tỷ trọng tiền gửi
ACB	12,9%	13,3%	15,2%	
BID	18,4%	17,8%	18,9%	
CTG	17,3%	14,7%	14,5%	
EIB	12,0%	11,2%	14,0%	
MBB	28,8%	22,4%	31,1%	Nguồn tiền gửi từ các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Viettel, Bộ Quốc phòng
STB	12,9%	14,9%	14,0%	
VCB	25,7%	25,8%	28,0%	Nguồn tiền từ các doanh nghiệp Nhà nước, tiền gửi của kho bạc Nhà nước

Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

Thực tế cho thấy NIM của VCB tiếp tục cải thiện trong quý 1/2016, đạt mức 2,84% (annualized), so với mức 2,58% của năm 2015.

Kết luận rút ra từ trường hợp của VCB, để có thể giữ ổn định hoặc cải thiện NIM các ngân hàng cần các điều kiện sau đây:

- Yếu tố đầu vào: Nguồn tiền huy động dồi dào với chi phí rẻ nhờ lợi thế khách hàng tổ chức và cấu trúc tiền gửi không kỳ hạn cao.
- Yếu tố đầu ra: Trong môi trường cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng và định hướng giữ ổn định và giảm lãi suất của Chính phủ và SBV, rất khó để các ngân hàng có thể tăng mạnh lãi suất cho vay. Như vậy, sự chủ động của các ngân hàng nằm ở chỗ thay đổi tỷ trọng tài sản sinh lãi theo hướng giảm tài sản liên ngân hàng, tăng cho vay các khoản vay có lãi suất cao hơn (chẳng hạn cho vay bán lẻ) trong khi vẫn chú ý kiểm soát rủi ro phát sinh nợ xấu.
- LDR thấp để có dư địa tăng tài sản sinh lãi và không bị sức ép phải chạy đua tăng lãi suất huy động đầu vào.
- Ngân hàng đã quyết liệt xử lý nợ xấu, chất lượng tài sản tốt để không có nhiều khoản thoái thu ảnh hưởng đến thu nhập lãi.

Dự báo NIM của các ngân hàng

Ngoài VCB, chúng tôi nhận định các ngân hàng sẽ khó cải thiện được NIM trong thời gian tới, bởi các lý do sau đây:

- Lãi suất cho vay đầu ra dự báo sẽ khó tăng do: i) Quan điểm định hướng của Chính phủ và Ngân hàng nhà nước (SBV) tiếp tục giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các doanh nghiệp, ii) Cạnh tranh gay gắt trong việc đẩy mạnh tăng quy mô cho vay.
- Lãi suất huy động đầu vào có xu hướng tăng lên (thống kê gần đây cho thấy đa số các ngân hàng đã nâng lãi suất huy động ở hầu hết các kỳ hạn từ 0,2-0,7%, biểu 11, 12).
- Ngoại trừ MB hiện có nhiều đặc điểm giống VCB, chẳng hạn như có lợi thế chi phí vốn rẻ (thứ 2 sau VCB trong số các ngân hàng niêm yết) nhờ cấu trúc tiền gửi không kỳ hạn cao và LDR vẫn ở mức rất thấp, các ngân hàng còn lại đều không có lợi thế tương tự. MB tuy có những lợi thế giống VCB như vừa kể trên, tuy nhiên MB là một ngân hàng đang trong thời kỳ chuyển tiếp từ cấu trúc tài sản sinh lãi có tỷ trọng cho vay tương đối thấp sang tỷ trọng cho vay tăng dần, đặc biệt là cho vay cá nhân (với lãi suất thường ưu đãi mức thấp 12-18 tháng đầu để hấp

dẫn khách hàng). Do vậy MB cần có thêm thời gian để nâng dần tỷ trọng cho vay và mức lãi suất được điều chỉnh ở mức cao hơn (sau thời kỳ áp dụng mức lãi suất ưu đãi), trước khi NIM bắt đầu được cải thiện.

Biểu 11: Lãi suất huy động tiền gửi cá nhân của các ngân hàng (trước khi tăng lãi suất) (%)

	Không KH	1 tháng	2 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	12 tháng	18 tháng	24 tháng	36 tháng
ACB	0,3	4,4	4,4	4,8	5,5	5,6	6,2		6,5	6,7
BID	0,5	4,8	5,0	5,2	5,5	5,5	6,5	6,5	6,8	6,8
CTG	0,5	4,8	5,0	5,2	5,5	5,6	6,0	6,0	6,5	7,0
EIB	0,3	4,5	4,6	5,0	5,5	5,6	6,2	6,5	6,6	6,8
MBB	0,3	4,5	4,6	5,0	5,3	5,3	7,0		7,0	6,2
STB	0,3	4,8	4,8	5,3	5,6	5,5	6,4	6,6	6,7	6,8
VCB	0,3	4,5	4,6	4,8	5,2	5,4	6,0		6,2	6,2

Biểu 12: Lãi suất huy động tiền gửi cá nhân của các ngân hàng (sau khi điều chỉnh tăng lãi suất) (%)

	Không KH	1 tháng	2 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	12 tháng	18 tháng	24 tháng	36 tháng
ACB	0,3	4,4	4,4	4,8	5,5	5,6	6,8		6,5	6,7
BID	0,5	4,8	5,0	5,5	5,8	5,8	6,8	6,5	6,8	6,8
CTG	0,5	4,8	5,0	5,5	5,8	5,8	6,8	6,8	6,8	6,8
EIB	0,3	4,5	4,6	5,0	5,5	5,6	6,2	6,5	6,6	6,8
MBB	0,3	5,0	5,2	5,5	5,5	5,9	7,2		7,2	6,7
STB	0,3	4,8	4,8	5,3	5,8	5,5	6,6	6,6	6,7	6,8
VCB	0,3	4,5	4,8	5,0	5,4	5,4	6,5	6,5	6,5	6,5

Nguồn: NHTM

Box 4: Quan điểm định hướng lãi suất cho vay của Chính phủ và SBV

- Ngày 29/4/2016, tại Hội nghị Doanh nghiệp Việt Nam 2016, Thủ tướng Chính phủ yêu cầu SBV chỉ đạo các tổ chức tín dụng bảo đảm mặt bằng lãi suất hợp lý. Thống đốc Ngân hàng Nhà nước cam kết hệ thống ngân hàng sẽ tiếp tục đồng hành cùng doanh nghiệp nhằm tạo hiệu quả sản xuất kinh doanh cao nhất. Trước đó, SBV cũng đã nhóm họp các ngân hàng thương mại lớn, yêu cầu các tổ chức tín dụng tiết giảm tối đa chi phí quản lý để giảm lãi suất cho vay.
- Ngay lập tức trong ngày 29/4/2016, một loạt ngân hàng (trong đó có 3 ngân hàng lớn CTG, BIDV và VCB) đã phát đi thông điệp hạ lãi suất cho vay doanh nghiệp.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo NIM của các ngân hàng niêm yết như sau:

Biểu 13: Dự báo NIM của các ngân hàng

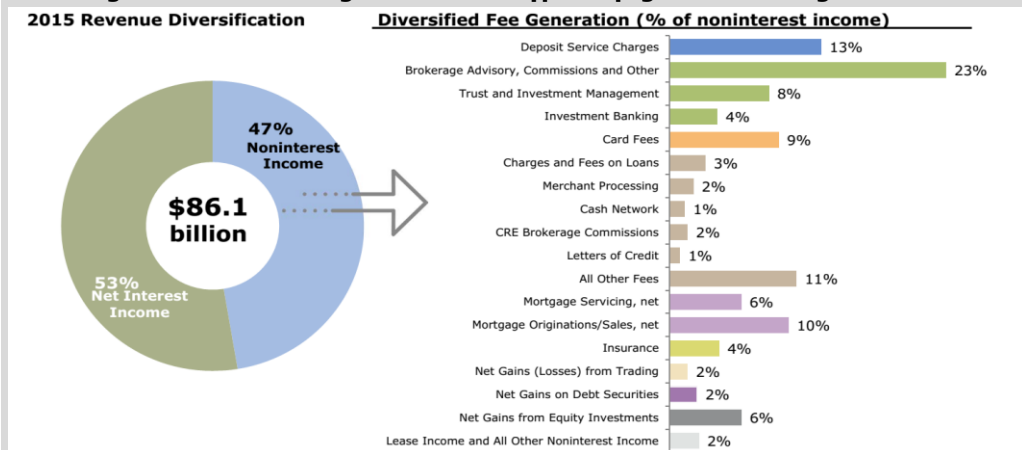
	2014	2015	2016F	Dự báo xu hướng NIM 2016	Cơ sở dự báo
ACB	3,02%	3,33%	3,28%	Giảm nhẹ	Lãi suất gộp trên các khoản cho vay của ACB hiện đang cao hơn khá nhiều so với các ngân hàng khác, ACB sẽ sức ép cạnh tranh lãi suất trong khi không có lợi thế về chi phí vốn rẻ
BID	2,98%	2,72%	2,68%	Giảm nhẹ	LDR hiện ở mức rất cao, BIDV sẽ phải tăng huy động nhanh hơn so với tăng trưởng cho vay để duy trì tăng trưởng theo kế hoạch, trong khi vẫn đáp ứng được quy định về LDR
CTG	3,08%	2,78%	2,71%	Giảm nhẹ	LDR hiện ở mức rất cao; ảnh hưởng từ sáp nhập với PG Bank
EIB	1,84%	2,57%	3,25%	Tăng	Các khoản thoái thu sẽ giảm bớt từ 2016
MBB	4,10%	3,81%	3,77%	Ổn định/ giảm nhẹ	LDR ở mức rất thấp, ít chịu sức ép tăng trưởng huy động, đang thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời theo hướng tăng cho vay, đặc biệt tín dụng bán lẻ. Tuy nhiên, lợi suất trái phiếu bình quân giảm so với trước đây và lãi suất cho vay thấp khiến NIM của MB chưa hồi phục được. MBB cần thêm 12-18 tháng nữa để: i) Lợi suất trái phiếu đầu tư bình quân tạo đáy và hồi phục, ii) Cơ cấu cho vay tăng, đặc biệt là cho vay cá nhân, iii) Lãi suất các khoản vay điều chỉnh tăng sau thời kỳ áp dụng lãi suất ưu đãi (cho các khoản vay cá nhân)
STB	4,33%	3,33%	2,77%	Giảm	Ảnh hưởng từ việc giải quyết nợ xấu, các khoản thoái thu sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến NIM
VCB	2,39%	2,58%	2,67%	Tăng nhẹ	LDR ở mức thấp, thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời cải thiện lãi suất gộp, khoản đầu tư trái phiếu chính phủ USD với NIM cao hơn bình quân sẽ có ảnh hưởng cả năm

Nguồn: BCTC, BCTN NHTM, MBS Research

Kế hoạch tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng

Các ngân hàng đều đặt mục tiêu đa dạng hóa nguồn thu sang mảng thu phí và dịch vụ, giảm phụ thuộc vào tín dụng. Tuy nhiên, có thể thấy mô hình của các ngân hàng Việt Nam về cơ bản vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng (VCB và STB là 2 ngân hàng có cơ cấu thu nhập được đa dạng hóa tốt nhất trong các ngân hàng Việt Nam, nhưng cũng chỉ lần lượt đạt mức 27% và 22% tỷ trọng nguồn thu ngoài lãi, số liệu năm 2015). Nếu so sánh với mô hình ngân hàng có cơ cấu thu nhập được đa dạng hóa rất tốt như trường hợp Ngân hàng Wells Fargo, với 47% tỷ trọng đóng góp từ nguồn thu nhập ngoài lãi, rõ ràng các ngân hàng Việt Nam còn phải nỗ lực rất nhiều để có thể đạt mục tiêu đa dạng hóa nguồn thu nhập.

Box 5: Nghiên cứu tình huống: Cơ cấu thu nhập đa dạng của Wells Fargo



Nguồn: Wells Fargo

Q3: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng thế nào? Các ngân hàng sẽ tăng thu nhập ngoài lãi ra sao trong năm 2016 và các năm tiếp theo?

Biểu 14: Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi

	Tăng trưởng thu phí và dịch vụ 2015	Tăng trưởng thu phí và dịch vụ 1Q16	Xu hướng tăng trưởng thu phí và dịch vụ 2016	Động lực tăng trưởng thu phí và dịch vụ	Các nguồn thu ngoài lãi khác	Tỷ trọng thu nhập phí và dịch vụ (1Q16)	Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi (1Q16)	Xu hướng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi
ACB	7,3%	19,7%	Cao hơn	Dịch vụ thanh toán, chứng khoán, ngân hàng đầu tư		11,9%	6,8%	Tăng
BID	29,6%	10,0%	Ổn định	Dịch vụ thanh toán, ngân quỹ, đại lý, bảo hiểm, chứng khoán, ngân hàng đầu tư	Thu hồi nợ xấu đã xử lý	7,5%	15,9%	Tăng
CTG	23,8%	39,1%	Ổn định	Dịch vụ thanh toán, ủy thác và đại lý, chứng khoán, ngân hàng đầu tư	Thu hồi nợ xấu đã xử lý, thu nhập từ công cụ phái sinh	5,8%	17,2%	Tăng
EIB	27,9%	4,3%	Chậm hơn	Dịch vụ thanh toán, ngân quỹ		6,8%	10,5%	Ổn định, tăng dần
MBB	19,7%	6,1%	Ổn định	Dịch vụ thanh toán, ngân quỹ, bankplus, chứng khoán, ngân hàng đầu tư, quản lý quỹ, kinh doanh khách sạn, quản lý dịch vụ cho thuê, bảo hiểm	Thu hồi nợ xấu đã xử lý	5,8%	13,5%	Ổn định, tăng dần
STB	23,5%	26,7%	Ổn định	Dịch vụ thanh toán, ngân quỹ, tư vấn		18,3%	27,7%	
VCB	23,5%	59,7%	Ổn định, tăng nhanh hơn	Dịch vụ thanh toán, ngân quỹ, thẻ, chứng khoán, ngân hàng đầu tư	Thu hồi nợ xấu đã xử lý	9,02%	24,1%	Ổn định, tăng dần

Nguồn: BCTC, BCTN NHTM, MBS Research

Quyết tâm đa dạng hóa nguồn thu nhập được các ngân hàng thể hiện qua đều đạt tốc độ tăng trưởng thu phí và dịch vụ rất tốt trong năm 2015 và quý 1/2016. Nhiều ngân hàng đạt mức tăng trưởng thu phí dịch vụ ở mức 2 con số, chẳng hạn VCB đã đạt mức tăng trưởng thu phí cao 23,5% năm 2015 và gần 60% trong quý 1/2016 (so với cùng kỳ 2015). Chúng tôi nhận định xu hướng này sẽ tiếp diễn trong mấy năm tới khi các dịch vụ của ngân hàng được đa dạng hơn, mang lại nhiều tiện ích hơn cho khách hàng.

Xu hướng đẩy mạnh nâng cấp công nghệ trong lĩnh vực tài chính ngân hàng (fintech) được các ngân hàng nhấn mạnh trong năm nay cũng nằm trong nỗ lực mang lại nhiều tiện ích hơn cho khách hàng. Đây là xu hướng tất yếu khi trình độ công nghệ của các ngân hàng Việt Nam vẫn còn ở mức khá xa so với khu vực. Chúng tôi đã thực hiện khảo sát khả năng cung cấp dịch vụ của các ngân hàng Việt Nam thông qua hệ thống dịch vụ ngân hàng số (digital banking) và so sánh với mức độ cung cấp dịch vụ tương tự của các ngân hàng trong khu vực. Kết quả khảo sát tại phụ lục của báo cáo này. Chúng tôi nhận thấy CTG là ngân hàng có mức độ quyết tâm cao và đã đi trước các ngân hàng niêm yết khác trong việc chuẩn bị cho xu hướng nâng cấp công nghệ trong lĩnh vực ngân hàng. Chúng tôi tin rằng CTG sẽ có lợi thế trong việc cung cấp các dịch vụ tiện ích cho khách hàng và qua đó tăng trưởng được mức thu phí dịch vụ, giúp đa dạng hóa được nguồn thu, vốn đang quá phụ thuộc vào nguồn thu nhập lãi (hiện tại tỷ trọng thu nhập phí dịch vụ của CTG chỉ mới chiếm chưa đến 6% tổng doanh thu hoạt động).

Hướng đến cải thiện tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR)

Q4: SBV kêu gọi các ngân hàng tích cực tiết giảm chi phí quản lý để có thể giảm được lãi vay. Liệu các ngân hàng có dư địa để cải thiện hiệu quả hoạt động, giảm hệ số CIR trong năm 2016?

Biểu 15: Xu hướng CIR

	2014	2015	1Q16	Dự báo xu hướng CIR	Cơ sở dự báo
ACB	58,8%	64,3%	63,3%	Giảm nhẹ hoặc ổn định (ở mức cao)	ACB đặt mục tiêu nâng cấp công nghệ; cần nâng lương cho nhân viên (hiện đang thấp hơn mức trung bình của các ngân hàng khác); tuy nhiên thu nhập cũng sẽ tăng trưởng tương ứng
BID	39,4%	44,9%	39,3%	Ổn định	Cần nâng cấp công nghệ, mở rộng hệ thống, tăng nhân viên để thực hiện mục tiêu tiếp tục phát triển mảng bán lẻ
CTG	46,6%	47,1%	40,8%	Ổn định	Tiếp tục nâng cấp công nghệ, xây dựng trụ sở mới, đẩy mạnh mảng bán lẻ
EIB	63,5%	60,7%	64,3%	Giảm	Các khoản thoái thu sẽ giảm bớt, do đó thu nhập sẽ tăng, giúp cải thiện CIR
MBB	37,6%	39,3%	45,1%	Tăng nhẹ	Cần nâng cấp công nghệ, tiếp tục mở rộng chi nhánh, nhân viên để thực hiện mục tiêu phát triển mảng bán lẻ. Đầu tư xây dựng trụ sở mới.
STB	54,1%	57,4%	49,1%	Ổn định (ở mức cao)	Chất lượng tài sản STB đã trở nên tệ hơn rất nhiều từ khi sáp nhập PNB. Việc xử lý các khoản phải thu, lãi và phí phải thu (tăng gấp 5 lần sau khi sáp nhập), có thể sẽ dẫn đến thoái thu và NIM giảm, ảnh hưởng đến tăng trưởng thu nhập. Tuy nhiên chi phí lương thường dự báo cũng sẽ tăng chậm lại trong giai đoạn xử lý sau sáp nhập.
VCB	39,6%	39,2%	39,6%	Tăng nhẹ	Cần nâng cấp công nghệ, mở rộng hệ thống, tăng nhân viên để thực hiện mục tiêu tiếp tục phát triển mảng bán lẻ

Nguồn: BCTC, BCTN NHTM, MBS Research

Trong bối cảnh chính sách định hướng của SBV muốn các ngân hàng duy trì lãi suất cho vay doanh nghiệp ổn định hoặc giảm và môi trường cạnh tranh gay gắt, việc hướng đến kiểm soát chi phí, nâng cao hiệu quả hoạt động là một định hướng đúng đắn. Tuy nhiên, **chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn hiện tại và mấy năm tới, không có nhiều dư địa để các ngân hàng có thể cải thiện được hệ số hiệu quả hoạt động CIR.** Ngoại trừ một số ngân hàng giai đoạn trước phải xử lý các khoản nợ xấu, phải thoái thu lãi nhiều ảnh hưởng đến CIR, khi các khoản thoái thu giảm thì CIR có thể cải thiện nhẹ, còn lại về cơ bản các ngân hàng sẽ phải tiếp tục đầu tư nâng cấp công nghệ, mở rộng chi nhánh, tăng số lượng nhân viên để cạnh tranh trong mảng ngân hàng bán lẻ.

Xét về hiệu quả hoạt động, chúng tôi nhận thấy MB và VCB tiếp tục là hai ngân hàng có CIR tốt nhất trong các ngân hàng niêm yết. Mặc dù với xu hướng chung của các ngân hàng đẩy mạnh mảng bán lẻ, CIR của hai ngân hàng này sẽ tăng, tuy nhiên vẫn sẽ giữ ở mức hiệu quả hơn các ngân hàng khác.

Chất lượng tài sản tiếp tục phân hóa

Như tiêu đề báo cáo, chúng tôi hướng sự tập trung vào chủ đề tăng trưởng lợi nhuận hơn là chất lượng tài sản ở giai đoạn này (mặc dù chúng tôi thừa nhận chất lượng tài sản luôn là yếu tố quan trọng hàng đầu trong việc phân tích ngân hàng). Chúng tôi cho rằng giai đoạn ngành ngân hàng tạo đáy và đi lên với sự chuyển động dẫn đầu của cổ phiếu VCB từ tháng 10/2014 (với chất lượng tài sản cải thiện tốt nhất), kéo theo các cổ phiếu khác cũng tăng theo vào đầu năm 2015 đã đi qua. Lúc này, vấn đề đang quan tâm hơn là câu chuyện tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các ngân hàng.

Do vậy, trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi đề cập đến chủ đề chất lượng tài sản dưới góc độ gánh nặng trích lập dự phòng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng nào trong mấy năm tới, ngân hàng nào sẽ không còn gánh nặng xử lý nợ xấu, thuận lợi cho chiến lược tập trung cho tăng trưởng.

Dưới góc độ đó, chúng tôi xem xét 4 tiêu chí sau đây về chất lượng tài sản của ngân hàng:

1. Các khoản lãi và phí phải thu
2. Xu hướng nợ nhóm 2
3. Số lượng VAMC Bond mà các ngân hàng đang nắm giữ sau khi đã hoán đổi nợ xấu với VAMC
4. Quỹ trích lập dự phòng (loan loss reserve)

Biểu 16: Đánh giá chất lượng tài sản của các ngân hàng

	Lãi và phí phải thu /thu nhập lãi 4 quý	Nợ nhóm 2 /tổng dư nợ	VAMC Bond (31/12/2015), triệu VND	VAMC Bond /tổng dư nợ	Quỹ trích lập dự phòng	Đánh giá tổng thể
ACB	15,9%	1,98%	1.822.770	1,4%	90,0%	Chất lượng tài sản cải thiện tương đối tốt. Vấn đề của ACB là gánh nặng trích lập vẫn tiếp tục ít nhất trong 2 năm tới do còn phải xử lý vấn đề liên quan đến nhóm 6 công ty
BID	19,3%	3,01%	20.836.089	3,5%	77,7%	VAMC bond lớn, nợ xấu và nợ nhóm 2 có xu hướng tăng lên trong quý 1/2016, cùng với quỹ trích lập dự phòng thấp, dư nợ với HAGL chưa có phương án rõ ràng, chúng tôi đánh giá gánh nặng trích lập sẽ còn ảnh hưởng đến lợi nhuận tương đối lớn
CTG	29,5%	0,93%	10.341.901	1,9%	104,2%	Lãi và phí phải thu tương đối cao, nợ nhóm 2 dù thấp nhưng có xu hướng tăng lên trong quý 1/2016, VAMC bond lớn (số tuyệt đối), gánh nặng trích lập sẽ còn ảnh hưởng đến lợi nhuận
EIB	27,4%	0,86%	6.230.410	7,4%	39,9%	VAMB bond rất lớn so với quy mô dư nợ, quỹ trích lập dự phòng quá thấp, nợ nhóm 2 và nợ xấu đều có xu hướng tăng lên trong quý 1/2016, dư nợ với HAGL lớn và chưa có phương án rõ ràng, gánh nặng trích lập dự phòng sẽ còn ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận
MBB	18,7%	1,87%	4.047.501	3,3%	107,8%	Cùng với VCB, MB đã rất tích cực xử lý nợ xấu trong suốt 4 năm qua với tỷ lệ trích lập dự phòng và xóa nợ cao. Chất lượng tài sản tương đối tốt, với tỷ lệ lãi và phí phải thu thấp (nếu tính đến cả yếu tố tỷ lệ trái phiếu chính phủ đầu tư cao trong tài sản sinh lời), quỹ trích lập dự phòng đã lên mức 107,8% (chỉ sau VCB), nợ nhóm 2 và nợ xấu tiếp tục xu hướng giảm trong quý 1/2016. Vấn đề với MB chỉ còn ở gánh nặng trích lập dự phòng từ VAMC Bond.
STB	154,8%	1,34%	13.405.000	7,2%	53,5%	Với lãi và phí phải thu tăng đột biến sau sáp nhập với PNB, nợ nhóm 2 và nợ xấu đều có xu hướng tăng mạnh trong quý 1/2016, quỹ trích lập dự phòng thấp, gánh nặng trích lập sẽ còn ảnh hưởng nặng nề đến STB trong mấy năm tới
VCB	14,5%	2,42%	3.564.811	0,9%	130,2%	Tất cả các thông số đều khẳng định VCB là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất trong các ngân hàng Việt Nam tại thời điểm này. Quỹ trích lập dự phòng tiếp tục tăng cao lên đến 130,2% trong quý 1, chi phí trích lập dự phòng dự báo sẽ giảm cả về số tuyệt đối và tương đối trong năm nay.

Ghi chú: Số liệu tính toán cập nhật đến quý 1/2016 (ngoại trừ VAMC Bond chúng tôi chỉ có số liệu tại thời điểm 31/12/2015). STB là ngân hàng duy nhất trong nhóm chưa công bố BCTC kiểm toán năm 2015, do đó chúng tôi sử dụng số ước tính cho VAMC Bond với STB.

Nguồn: BCTC, BCTN NHTM, MBS Research

Khảo chất chất lượng tài sản của các ngân hàng cho chúng tôi đi đến kết luận quan trọng: VCB và MB là nhóm 2 ngân hàng dẫn đầu, sẽ bắt đầu giảm tỷ lệ chi phí trích lập dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng từ năm 2016. Riêng VCB sẽ giảm chi phí trích lập dự phòng cả về số tương đối lẫn số tuyệt đối. MB là ngân hàng thứ 2 đi sau VCB khoảng 1 năm và sẽ có chi phí dự phòng bắt đầu giảm tính trên số tuyệt đối từ năm tới (2017).

Tổng hợp dự phóng tăng trưởng lợi nhuận

Ngoại trừ EIB là trường hợp đặc biệt do lợi nhuận trước thuế đã giảm về mức rất thấp của các năm trước, **VCB xứng đáng là vị trí dẫn đầu trong nhóm các ngân hàng đã hồi phục sau giai đoạn tái cơ cấu và xử lý nợ xấu.** Chúng tôi dự phóng VCB sẽ đạt tốc độ tăng trưởng rất cao (35,2%) năm 2016 dựa trên cơ sở: i) Tăng trưởng tín dụng cao, ii) NIM cải thiện, iii) Tăng trưởng thu phí và lợi nhuận khác tốt và iv) Chi phí trích lập dự phòng giảm.

MB ở vị trí thứ 2 ngay sau VCB về xu hướng hồi phục và tăng trưởng lợi nhuận tốt (18,1%) từ 2016 nhờ: i) Dự kiến tăng trưởng tín dụng cao, ii) NIM chỉ giảm nhẹ và dần ổn định kể từ 2017, iii) Tăng trưởng thu phí và lợi nhuận khác tốt và iv) Gánh nặng trích lập dự phòng bắt đầu giảm (tỷ lệ chi phí trích lập dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng dự báo giảm kể từ 2016 do nợ xấu đã về mức thấp, quỹ trích lập dự phòng đã hơn 100%, chất lượng tài sản cải thiện đáng kể).

Biểu 17: Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 2016

	Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	Tăng/giảm chi phí trích lập dự phòng	Chi phí trích lập dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng	Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	Đánh giá tổng thể
ACB	56,8%	50,4%	55,4%	16,9%	ACB cần phải đạt tốc độ tăng trưởng nhanh để đưa ROE (hiện ở mức thấp) về 2 con số. Tuy nhiên, việc xử lý các khoản thu hồi liên quan đến Nhóm 6 công ty sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận trước thuế, mặc dù tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng dự báo sẽ hồi phục đáng kể
BID	23,8%	68,8%	54,3%	1,5%	Gánh nặng trích lập dự phòng sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận trước thuế
CTG	15,9%	38,2%	44,3%	5,7%	Gánh nặng trích lập dự phòng sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận trước thuế
EIB	44,4%	8,6%	72,2%	888,7%	Tăng trưởng mạnh lợi nhuận trước do các năm trước lợi nhuận đã giảm rất mạnh về mức cực thấp, tuy nhiên ROE vẫn ở mức rất thấp trong mấy năm tới
MBB	11,8%	2%	35,8%	18,1%	Tăng trưởng tín dụng tốt, NIM giữ ổn định, chi phí dự phòng ổn định giúp MBB có thể sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế tốt hơn năm trước rất nhiều
STB	14,3%	53,2%	79,4%	-42,2%	Gánh nặng xử lý các vấn đề còn tồn tại về chất lượng tài sản sẽ còn ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận của STB mấy năm tới
VCB	13,8%	-7,5%	37,1%	35,2%	Là ngân hàng dẫn đầu, bứt tốc về tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2016

Nguồn: MBS Research

Ngân hàng nào sẽ sớm cải thiện ROE lên mức hấp dẫn?

Chúng tôi dự báo MB và VCB là hai ngân hàng sẽ sớm cải thiện ROE lên mức hấp dẫn.

Biểu 18: Dự phóng xu hướng ROE 2014 – 2017

	2014	2015	2016F	2017F	Đánh giá tổng thể
ACB	7,6%	8,2%	9,2%	9,4%	ACB tiếp tục xu hướng hồi phục ROE nhưng hiện vẫn chậm do ảnh hưởng của việc xử lý thu hồi các khoản nợ liên quan đến Nhóm sáu công ty. ROE tiếp tục dưới ngưỡng 10% 2 năm tới
BID	14,8%	16,9%	14,1%	13,3%	Sau giai đoạn đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao, gánh nặng trích lập dự phòng ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận và khiến ROE giảm, mặc dù vẫn ở mức cao hơn các ngân hàng khác do có tỷ lệ đòn bẩy tổng tài sản/vốn chủ sở hữu cao
CTG	10,5%	10,3%	9,8%	9,7%	Tăng trưởng lợi nhuận dự báo chỉ ở mức khiêm tốn khiến ROE khó cải thiện trong 2 năm tới
EI	2,5%	0,3%	3,2%	4,3%	EIB sẽ mất nhiều năm mới có thể tăng dần ROE lên mức 2 con số, do lợi nhuận đã giảm về mức rất thấp
MBB	15,6%	12,8%	12,9%	14,7%	Tăng trưởng lợi nhuận dự báo sẽ cải thiện từ năm 2016 và cao hơn nữa vào 2017 + sức ép tăng vốn thấp do CAR hiện đã ở mức cao, giúp MBB cải thiện được ROE từ 2017 lên mức cao nhất trong các ngân hàng
STB	13,2%	5,9%	3,2%	5,4%	Gánh nặng xử lý nợ xấu hậu sáp nhập PNB sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận và ROE của STB trong mấy năm tới
VCB	10,7%	12,0%	13,9%	14,0%	Tăng trưởng lợi nhuận khả quan giúp VCB sớm cải thiện ROE

Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

Tổng hợp đánh giá một số tiêu chí quan trọng và lựa chọn cơ hội đầu tư

Xét trên các yếu tố cơ bản chọn lọc tổng hợp, chúng tôi đánh giá VCB ở vị trí dẫn đầu, tiếp theo là MB, ACB và CTG trong top 4.

Biểu 19: So sánh một số tiêu chí quan trọng (Thang điểm từ 1-5, với 1 là tốt nhất)

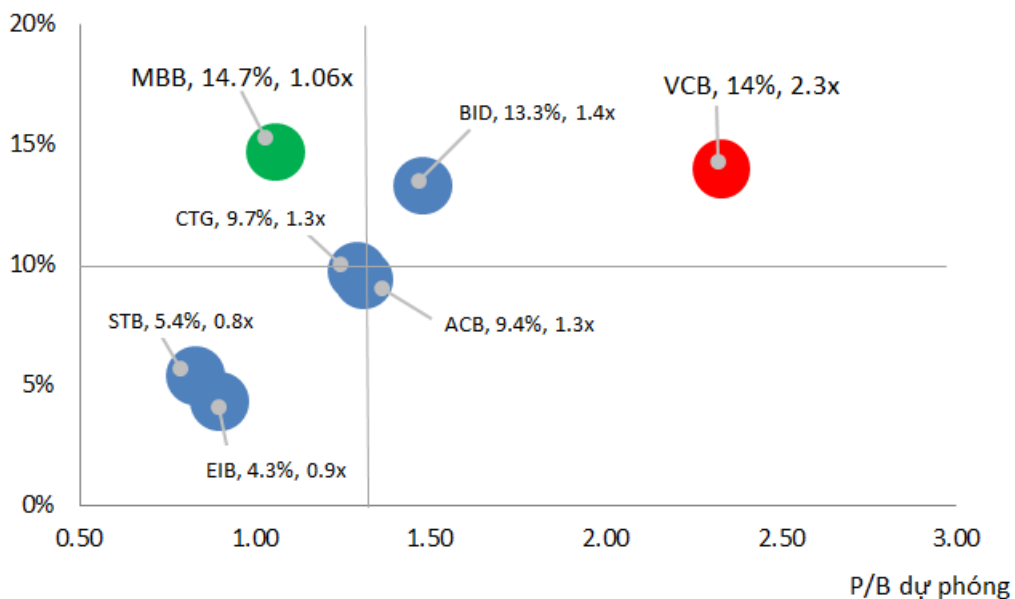
	LDR	Xu hướng NIM	Đa dạng hóa thu nhập	Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	Gánh nặng trích lập dự phòng còn lại	Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	ROE	Capital	Tổng hợp	Xếp hạng
ACB	3	2	3	1	4	3	4	2	22	3
BID	4	4	2	2	5	4	3	5	30	5
CTG	4	3	3	2	3	3	3	4	25	4
EIB	5	3	5	3	5	2	5	3	31	6
MBB	1	2	3	3	2	2	1	1	15	2
STB	2	5	1	5	5	5	5	5	33	7
VCB	1	1	1	3	1	1	2	2	12	1

Nguồn: MBS Research

Tuy nhiên dưới góc độ đầu tư, khi cân nhắc yếu tố định giá cổ phiếu và tiềm năng upside, cổ phiếu MBB là lựa chọn số 1 của chúng tôi tại thời điểm này, tiếp theo là VCB.

Biểu 20 : Tương quan P/B và ROAE (2017) của các ngân hàng

ROE 2017 ước tính



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Chúng tôi nhận định MBB sẽ là cổ phiếu có tiềm năng upside lớn còn lại, hiện tại với giá 15.300 VND, MBB vẫn đang được giao dịch với P/B dự phóng ở mức 1,06x, nghĩa là rất thấp do với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận và ROE. Với mức giá này, MBB là lựa chọn số 1 của chúng tôi ở thời điểm hiện tại.

Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB)

Báo cáo lần đầu
09/05/2016

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	21.700
12 tháng (VND)	
Upside	41,8%
Dividend yield	6,5%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	48,3%

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	15.300
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	1.631
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	24.957
Giá cao nhất 52 tuần	16.300
Giá thấp nhất 52 tuần	12.600
KLGDBQ	1.326.142
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	18,3%

Cơ cấu cổ đông

Viettel	15,04%
SCIC	10,03%
Viet Nam Helicopter	7,99%
Tân cảng Sài Gòn	7,67%
Vietcombank	7,17%
Maritime bank	5,00%
Viettelimex	4,66%
VEIL Holdings Ltd.	2,21%
Vietnam Enterprise Investments Limited	2,21%
Norges Bank	2,15%
Cổ đông khác	35,87%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Banking analysts
Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

Hấp dẫn không chỉ vì giá rẻ, MBB còn là câu chuyện tăng trưởng đầy tiềm năng Upside 41,8%

- MBB là một câu chuyện kỳ lạ trong ngành ngân hàng, cổ phiếu bị đánh giá thấp hơn các yếu tố cơ bản (chất lượng tài sản, khả năng sinh lời và tiềm năng tăng trưởng).
- **Chúng tôi tin rằng thời kỳ của MBB đã đến:** Lần đầu tiên sau mấy năm tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, MB đã đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) khả quan 12%. Chúng tôi dự báo tăng trưởng bắt đầu mạnh mẽ hơn từ 2016 và đặc biệt là từ 2017, với mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) lần lượt 18,1% và 25,2%.
- **Hành động: khuyến nghị MUA**, với giá mục tiêu 12 tháng **21.700 VND**, upside 41,8% và tổng lợi nhuận kỳ vọng 48,3% (lợi suất cổ tức 6,5%).

Dự phóng lợi nhuận và định giá

Đơn vị: triệu VND	2014	2015	2016F	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	5.192.692	5.322.739	5.920.157	6.852.979
Chi phí dự phòng	2.018.689	2.102.068	2.117.638	2.090.942
Lợi nhuận trước thuế	3.174.003	3.220.671	3.802.518	4.762.037
EPS (VND)	2.167	1.809	1.844	2.256
BVPS (VND)	14.284	14.121	14.469	15.707
ROA	1,30%	1,18%	1,28%	1,39%
ROE	15,62%	12,75%	12,90%	14,95%
P/E		8,46x	8,30x	6,78x
P/B		1,08x	1,06x	0,97x

Nguồn: BCTC MB & MBS dự phóng

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu MBB, với nhận định đây là một lựa chọn đầy tiềm năng trong năm nay, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực và chất lượng tài sản tiếp tục được củng cố. Khác với quan điểm chung của thị trường đánh giá thấp khả năng tăng giá cổ phiếu MBB, chúng tôi tin rằng cổ phiếu sẽ có tiềm năng tăng giá nếu lợi nhuận bắt đầu đi vào giai đoạn tăng trưởng tốt. Động lực (catalysts) đến từ các yếu tố sau đây:

Tăng trưởng tín dụng khả quan, với mục tiêu 20% cho năm 2016, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Sau khi đã thể hiện khả năng đẩy mạnh cho vay với tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ 20,6% trong năm 2015 với động lực đến từ cho vay cá nhân (tăng trưởng 52,4% trong năm 2015), MB tiếp tục được SBV phê duyệt hạn mức tăng trưởng tín dụng cao 20% ngay từ đầu năm 2016. Với nguồn lực vốn và thanh khoản dồi dào (CAR nằm ở nhóm cao nhất, LDR ở mức thấp nhất trong các ngân hàng niêm yết), cùng với khả năng đã được chứng minh, chúng tôi tin rằng MB sẽ thực hiện được mục tiêu đề ra.

Ban Điều hành MB dự báo NIM 2016 sẽ ổn định, tạo tiền đề cho tăng trưởng thu nhập lãi thuần khả quan. Với LDR ở mức thấp nhất trong các ngân hàng niêm yết, MB có thể thực hiện tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với tăng trưởng huy động (kế hoạch tăng trưởng huy động 5-10% năm 2016). Tận dụng lợi thế nguồn vốn giá rẻ (chỉ sau VCB), MB đang tích cực thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời theo hướng tăng cho vay, đặc biệt là tín dụng bán lẻ. Chúng tôi đánh giá đây là chiến lược phù hợp để nâng cao lãi suất gộp bình quân, giúp giữ NIM ổn định, giảm thiểu tác động tiêu cực từ lợi suất trái phiếu đầu tư giảm.

Sau 4 năm tích cực xử lý nợ xấu và trích lập dự phòng ở mức cao, chúng tôi nhận định đây là năm cuối cùng trong chu kỳ xử lý nợ xấu của MB (sau VCB đúng một năm). Với tỷ lệ nợ xấu đã về mức thấp (1,6% Q1/2016), tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng giảm dần, quỹ dự trữ trích lập dự phòng ở mức cao (107,6%) và chất lượng tài sản cải thiện đáng kể, chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí

trích lập dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng sẽ bắt đầu giảm từ năm nay. Gánh nặng trích lập chủ yếu đến từ phần trích lập dự phòng trái phiếu VAMC. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính chi phí dự phòng năm 2016 chỉ ở mức tương đương 2015 và sẽ giảm kể từ 2017.

Với giá hiện tại 15.300 VND, MBB là một trong những cổ phiếu ngân hàng niêm yết rẻ nhất với P/B dự phóng chỉ ở mức 1,06x. Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng của MBB ở mức 21.700 VND (upside 41,8%), kết hợp phương pháp định giá so sánh P/B (với mức P/B hợp lý 1,4x và BVPS dự phóng 2016 là 14.469 VND) và so sánh earnings yield (E/P) (với E/P hợp lý 8,0% và EPS dự phóng 2016 là 1.844 VND).

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2016

MB ghi nhận kết quả kinh doanh thấp hơn kỳ vọng trong quý 1: mặc dù lợi nhuận trước thuế tăng khá (tăng 10,7% yoy so với -1,5% trong quý 1/2015), tín dụng tăng 2,5%, NIM giảm khoảng 10 điểm cơ bản (basic points) so với quý 4/2015 do lãi suất cho vay và lợi suất trái phiếu đầu tư giảm, trong khi chi phí vốn tăng nhẹ 2 điểm cơ bản (basic points), dẫn đến thu nhập lãi thuần giảm 11,7% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước dự phòng giảm 28,1%, tuy nhiên chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh 68,7% khiến lợi nhuận trước thuế vẫn tăng khoảng 10,7%. Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện và hiện đang ở trạng thái rất lành mạnh.

Biểu 21: Tổng hợp một số chỉ tiêu quý 1/2016, tỷ VND

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	yoy
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	2.281	2.277	2.041	2.157	2.044	-10,4%
	Thu nhập lãi thuần	2.001	1.885	1.591	1.842	1.761	-11,7%
	Thu nhập ngoài lãi	280	393	450	315	276	-1,5%
	Chi phí hoạt động	721	821	803	1.103	922	27,9%
	Lợi nhuận trước dự phòng	1.560	1.455	1.237	1.055	1.122	-28,1%
	Chi phí dự phòng	763	425	512	402	239	-68,6%
	Lợi nhuận trước thuế	797	1.031	725	652	882	10,7%

- **NIM** giảm do lãi suất cho vay và lợi suất trái phiếu bình quân giảm, trong khi chi phí vốn tăng nhẹ.
- **Thu nhập ngoài lãi** giảm nhẹ do lãi từ kinh doanh ngoại hối và đầu tư giảm, mặc dù lãi thuần từ dịch vụ và thu hồi nợ đã xử lý vẫn tăng.
- **Chi phí hoạt động** tăng khá mạnh, cũng góp phần khiến lợi nhuận trước dự phòng giảm mạnh.
- **Lợi nhuận trước thuế** tăng tốt hơn cùng kỳ nhờ chi phí trích lập dự phòng giảm.

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Tăng trưởng tín dụng /huy động	Tăng trưởng tín dụng	-0,5%	10,8%	2,6%	6,7%	2,5%
	Tăng trưởng huy động	-3,1%	5,3%	2,0%	4,0%	-0,6%
	LDR	61,6%	64,8%	65,1%	66,8%	68,9%
Chất lượng tài sản	NPL	2,62%	2,04%	1,72%	1,61%	1,60%
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	2,63%	1,85%	2,55%	1,96%	1,87%
	Lãi và phí phải thu/tổng tài sản	1,57%	1,31%	1,52%	1,30%	1,09%
	LLR	83,8%	80,1%	90,4%	101,4%	107,6%

- **Tăng trưởng tín dụng** cao hơn cùng kỳ, và nhanh hơn tăng trưởng huy động. Do đó, LDR tăng theo đúng mục tiêu đề ra và vẫn còn nhiều dư địa cho tăng trưởng tín dụng.

- **Chất lượng tài sản** tiếp tục cải thiện với tỷ lệ nợ xấu, nợ nhóm 2 tiếp tục xu thế giảm; tỷ lệ lãi và phí phải thu/tổng tài sản cũng giảm mạnh; hệ số LLR tiếp tục tăng cao.

Nguồn: BCTC MB

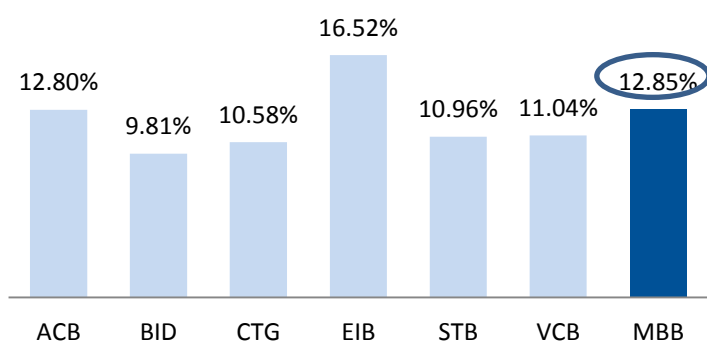
2 vấn đề trọng yếu

1. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và lãi suất huy động có xu hướng tăng lên, NIM của MB có bị sức ép suy giảm?

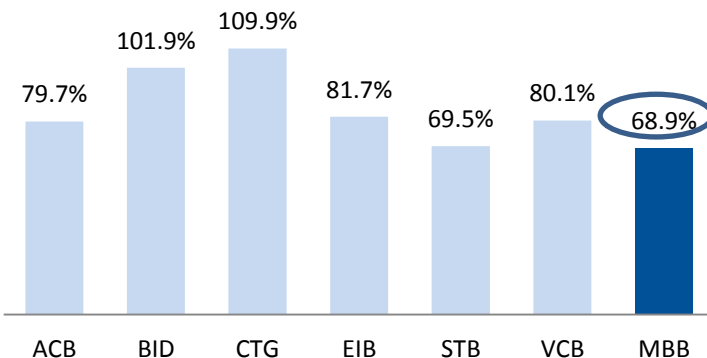
Quan điểm của chúng tôi

Chúng tôi nhận định MB ở vị trí thuận lợi để đạt được kế hoạch do Ban điều hành MB đưa ra tại Đại hội đồng cổ đông thường niên 2016 giữ NIM ổn định và không suy giảm nhờ có nguồn lực dồi dào (hệ số CAR cao nhất, LDR thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết), MB có thể tăng trưởng tài sản sinh lời (đặc biệt là tín dụng bán lẻ) và ít chịu sức ép phải tăng lãi suất huy động để cạnh tranh với các ngân hàng khác. Mặc dù vậy, trong mô hình dự phóng, với nguyên tắc thận trọng (sau khi nhận thấy NIM đã giảm trong quý 1/2016), chúng tôi giả định NIM có thể sẽ giảm nhẹ, khoảng 4 điểm cơ bản (basic points) so với 2015. Tuy nhiên do tăng trưởng tín dụng dự báo đạt mức cao (20%), thu nhập lãi thuần dự báo sẽ khả quan.

Biểu 22: CAR cao thứ 2 trong các ngân hàng niêm yết



Biểu 23: LDR thấp nhất trong các ngân hàng niêm yết



Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

Chúng tôi nhận định các yếu tố làm suy giảm NIM của MB trong thời gian qua đang dần kết thúc hoặc tác động không đáng kể:

- **Lợi suất trái phiếu đầu tư:** Qua phân tích kỳ hạn của chứng khoán đầu tư, chúng tôi nhận thấy lượng trái phiếu với lợi suất cao mà MB đã đầu tư trong năm 2012 đã đáo hạn hết, mặt bằng lợi suất trái phiếu mua mới thấp hơn khiến lợi suất gộp trung bình của chứng khoán đầu tư giảm dần. Hiện tại lợi suất chứng khoán đầu tư của MB ở mức khoảng 5,9% (annualized) đã ở mức xấp xỉ ngang bằng với thị trường. Do đó, theo đánh giá của chúng tôi, rủi ro giảm lợi suất chứng khoán đầu tư của MB do trái phiếu lợi suất cao đáo hạn đã không còn nữa. Hơn nữa, mặt bằng lợi suất trái phiếu chính phủ đã có dấu hiệu tạo đáy (vào tháng 10/2014 và hiện đang có xu hướng ổn định tại mặt bằng hiện tại).

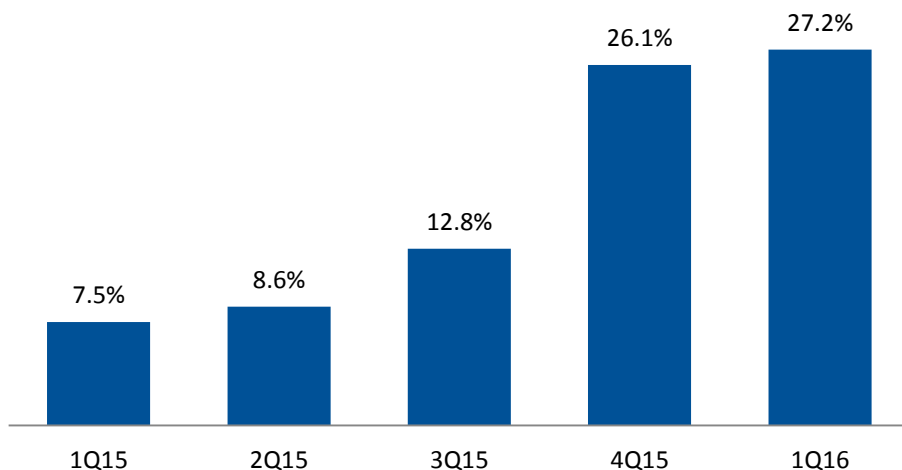
Biểu 24 : Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 3 năm



Nguồn: Investing.com, MBS Research

- **Lãi suất cho vay:** MB đã rất tích cực thay đổi cơ cấu tài sản sinh lời bằng cách tăng mạnh cho vay cá nhân với lãi suất ưu đãi trong 12-18 tháng đầu khiến lãi suất gộp cho vay giảm. Chúng tôi dự báo lãi suất các khoản cho vay cá nhân mà MB đã giải ngân sẽ bắt đầu được điều chỉnh tăng từ nửa cuối năm 2016 và đầu 2017, giúp lãi suất gộp tăng dần lên.

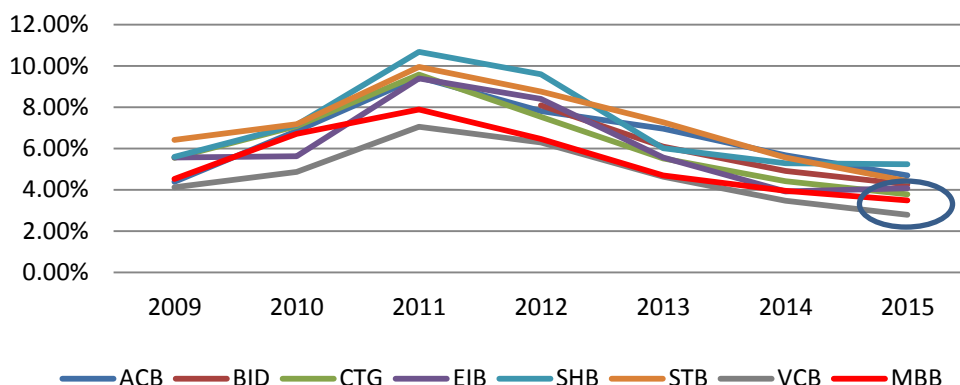
Biểu 25: Tỷ trọng cho vay cá nhân



Nguồn: BCTC MB, MBS Research

- **Chi phí vốn (cost of fund):** MB vốn có lợi thế lớn về chi phí vốn (thấp thứ 2 trong các ngân hàng niêm yết và chỉ cao hơn chi phí vốn của VCB), nhờ có cấu trúc tiền gửi không kỳ hạn cao nhất trong tất cả các ngân hàng niêm yết (hơn 31% tại 31/12/2015). Tuy nhiên, cuối quý 1/2016, chúng tôi nhận thấy tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn đã giảm nhẹ còn 29,2% (vẫn cao nhất trong các ngân hàng niêm yết), đồng thời chi phí vốn cũng tăng nhẹ, khoảng 2 điểm điểm cơ bản (basic points). Chúng tôi nhận định với lợi thế nguồn tiền gửi dồi dào từ các tổ chức và LDR hiện vẫn ở mức rất thấp, MB là ngân hàng ít chịu sức ép về huy động so với các ngân hàng khác và vẫn sẽ giữ được lợi thế chi phí vốn rẻ (là một yếu tố quan trọng trong ngành kinh doanh vốn như ngân hàng).

Biểu 26: Chi phí vốn (cost of funds) của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: BCTC MB, MBS Research

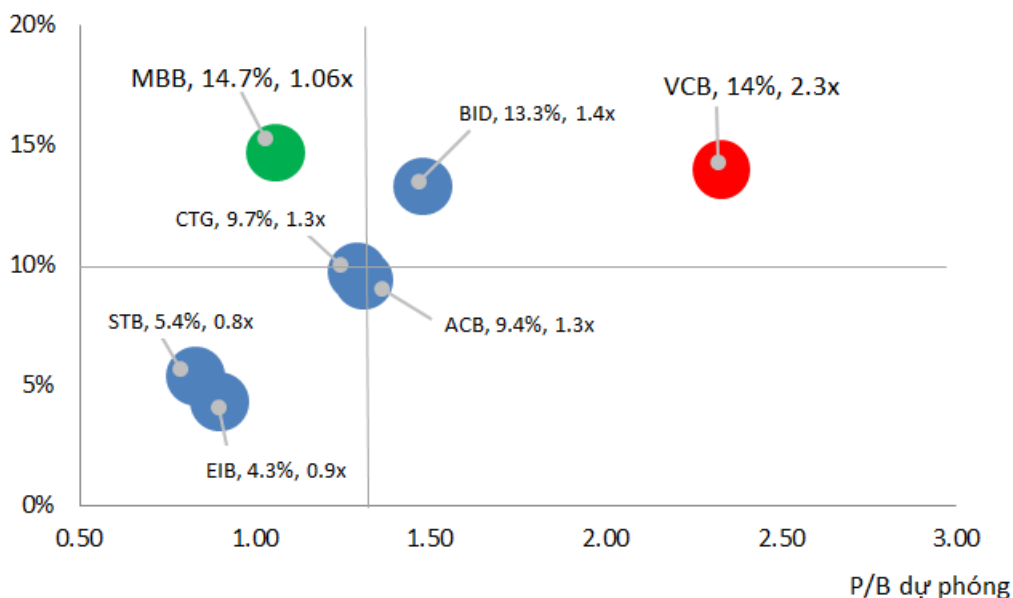
Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo NIM của MB sẽ chỉ chịu sức ép giảm nhẹ trong năm 2016 và dần ổn định ở năm 2017.

2. Giá cổ phiếu MBB chỉ được giao dịch quanh mức P/B 1,0x trong một thời gian khá dài? Động lực nào (key catalysts) sẽ giúp cổ phiếu MBB thoát khỏi kênh giá đó?

Chúng tôi tin rằng thị trường đã đánh giá quá thấp giá trị hợp lý của MBB, và đây là cơ hội cho những nhà đầu tư kiên nhẫn. Chúng tôi nhận định trong dài hạn, giá cổ phiếu MBB sẽ phản ánh giá trị của Ngân hàng MB dựa trên các yếu tố cơ bản.

Biểu 27: Tương quan P/B và ROE dự phóng (2017) của các ngân hàng

ROE 2017 ước tính



Nguồn: MBS Research

Các động lực chính (key catalysts) trong thời gian tới:

Lợi nhuận dự báo sẽ tăng trưởng vượt kế hoạch và vượt kỳ vọng của thị trường: Chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế 2016 của MB sẽ đạt khoảng 3.803 tỷ đồng, tăng 18,1% so với 2015. Các giả định chính trong mô hình dự phóng lợi nhuận (earnings model) như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng huy động và NIM:** Chúng tôi giả định MB sẽ đạt kế hoạch tăng trưởng tín dụng tốt khoảng 20%, (hạn mức đã được SBV phê duyệt), dựa trên động lực tín dụng bán lẻ tiếp tục khả quan, tăng trưởng huy động 10% (tối đa theo kế hoạch). NIM giảm nhẹ 4 điểm cơ bản (basic points) ở mức 3,77%, so với mức 3,81% năm 2015. Ước tính thu nhập lãi thuần đạt 8.213 tỷ đồng (tăng 12,2%).
- **Thu nhập ngoài lãi:** Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi đạt 1.584 tỷ đồng (tăng 9,0%), trên cơ sở giả định lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng 20%; thu nhập khác từ hoạt động thu hồi nợ xấu đã xử lý cùng với thu từ hoạt động dịch vụ tiếp tục đóng góp chính trong tổng thu nhập ngoài lãi.
- **Chi phí hoạt động:** Do MB sẽ phải tiếp tục mở rộng chi nhánh và số lượng nhân viên để phát triển mảng bán lẻ, đưa vào hoạt động các công ty con mới thành lập MB Finance, MB Life, hệ số CIR dự báo sẽ tăng nhẹ lên mức 39,6%, tương ứng chi phí hoạt động ước tính tăng khoảng 12,4%. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước dự phòng đạt 5.920 tỷ đồng (tăng 11,2%).
- **Chi phí trích lập dự phòng:** Cùng với VCB, MB đã rất tích cực xử lý nợ xấu trong suốt 4 năm qua, với mức trích lập dự phòng luôn ở mức rất cao. Hiện tại, chất lượng tài sản của MB đã ở trạng thái lành mạnh (tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm dần, lãi và phí phải thu thấp); với quỹ dự trữ trích lập dự phòng đã lên đến 107,7%. Chúng tôi ước tính đây là năm cuối cùng trong chu kỳ xử lý nợ xấu của MB trong giai đoạn tái cơ cấu và xử lý nợ xấu của toàn ngành ngân hàng, với chi phí trích lập dự phòng tăng nhẹ 1%, tương đương mức trích lập khoảng 2.118 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng sẽ bắt đầu giảm từ năm 2017.

Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính LNTT 2016 đạt 3.803 tỷ đồng (tăng 18,1%), vượt kế hoạch Ban điều hành MB đề ra (tăng trưởng LNTT 12%). EPS đạt 1.844 VND.

Hiệu quả sinh lời sẽ tiếp tục được củng cố và hồi phục mạnh trở lại từ năm 2017: Sau giai đoạn tập trung xử lý nợ xấu, củng cố vốn (tăng từ 11.600 tỷ đồng 2014 lên hơn 16.311 tỷ đồng cuối quý 1/2016, dự kiến tăng lên 17.124 tỷ đồng nửa cuối năm 2016 sau khi thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu 5%), với nguồn lực mạnh và khả năng quản trị hiệu quả đã được chứng minh, tăng trưởng lợi nhuận dự báo sẽ mạnh mẽ hơn nữa từ 2017 với ROE hồi phục mạnh về mức gần 15%, nằm trong nhóm có ROE cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết.

Về dài hạn, những ngân hàng có thể mạnh về nguồn vốn huy động dồi dào với chi phí thấp, có hệ thống khách hàng thân thuộc lớn và khả năng quản trị rủi ro, kiểm soát chi phí hiệu quả như MB sẽ mang lại giá trị bền vững cho cổ đông, với earnings yield và dividend yield cao hơn tất cả các ngân hàng niêm yết của Việt nam (tại mức giá cổ phiếu hiện nay). MB có khả năng huy động tiền gửi khách hàng rất tốt, với hơn 88% là tiền gửi khách hàng trong cơ cấu tổng nợ phải trả, trong đó tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn luôn dẫn đầu trong tất cả các ngân hàng (hơn 29%). Lợi thế lớn trong ngành kinh doanh vốn này luôn phát huy tác dụng trong mọi thời điểm của chu kỳ kinh doanh ngân hàng. Chúng tôi cũng nhận thấy MB đang từng bước kiện toàn hệ thống các công ty thành viên, gần đây đã bổ nhiệm các vị trí chủ chốt trong hội đồng quản trị của các công ty thành viên những nhân sự đồng thời được cử từ Ngân hàng mẹ MB để trực tiếp chỉ đạo hoạt động bán chéo sản phẩm. MB cũng giao nhiệm vụ cho nhân sự cấp cao chuyên trách khai thác bán chéo sản phẩm của Tập đoàn với cổ đông SCIC và tệp khách hàng của SCIC. Với hệ thống các đơn vị và cá nhân trong Tập đoàn Viettel, doanh nghiệp Bộ Quốc phòng, quân nhân, và được bổ sung thêm hệ thống khách hàng từ cổ đông mới SCIC, MB đang có một hệ thống các khách hàng hiện tại và tiềm năng rất lớn để khai thác kinh doanh. Với EPS ước tính 2016 khoảng 1.844 VND, MB tạo ra earnings yield hơn 12% và dividend yield hơn 6,5% , cao hơn bất kỳ ngân hàng niêm yết nào ở Việt Nam kể cả VCB (luôn được đánh giá là ngân hàng dẫn đầu).

Định giá

Tóm tắt kết quả định giá

Biểu 28: Tổng hợp định giá mục tiêu MBB, VND

Phương pháp	Giá trị		Trọng số		Giá trị đóng góp	Giá mục tiêu
P/B	20.300	X	50%	→	10.150	21.700
Earnings yield (E/P)	23.100	X	50%	→	11.550	
Upside						41,8%

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B và earnings yield (E/P) với nhóm ngân hàng niêm yết chọn lọc (peer group) để xác định giá trị hợp lý của MBB. Theo quan điểm của chúng tôi, các phương pháp so sánh P/B lịch sử của MBB, phương pháp chiết khấu dòng cổ tức, hoặc thu nhập thặng dư đều không phù hợp hoặc không phải là phương pháp ưu tiên của chúng tôi, bởi lý do:

- **Phương pháp so sánh P/B lịch sử của cổ phiếu MBB:** Trong lịch sử giao dịch từ lúc niêm yết lần đầu (11/2011) đến nay, cổ phiếu MBB luôn được giao dịch ở mức P/B không quá 1,15x. Trong hơn 4 năm kể từ lúc cổ phiếu MBB niêm yết lần đầu tiên, ngoại trừ năm 2012 MB có mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế cao (khoảng 18%, còn lại hầu như lợi nhuận không có tăng trưởng hoặc rất thấp). Chúng tôi vẫn luôn giữ quan điểm, giá cổ phiếu sẽ rất khó tăng nếu ngân hàng không tạo ra tăng trưởng lợi nhuận bền vững. 2016 là năm bản lề, lần đầu tiên trong vòng 5 năm trở lại đây, Ban lãnh đạo MB mạnh dạn đặt kế hoạch LNTT tăng trưởng 2 con số 12% (chúng tôi dự phóng LNTT 2016 tăng trưởng 18,1%). Khi ngân hàng đã chuyển sang chu kỳ tăng trưởng, các dữ liệu so sánh lịch sử sẽ không phản ánh chính xác giá trị tương lai của ngân hàng.
- **Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức và thu nhập thặng dư đều dựa trên nhiều giả định nhiều năm trong tương lai:** với một môi trường kinh doanh có nhiều yếu tố bất định như Việt Nam, dự báo cho nhiều năm trong tương lai với chúng tôi là rất khó chính xác.

Chúng tôi ưa thích những phương pháp dựa trên những số liệu dự báo với độ tin cậy (ít nhất là ở góc độ chúng tôi thấy tự tin và hợp lý).

Lựa chọn nhóm so sánh

Trong số 7 ngân hàng niêm yết mà chúng tôi theo dõi, chúng tôi quyết định loại VCB, EIB và STB ra khỏi nhóm so sánh với mục đích định giá MBB

- **VCB không phù hợp để đưa vào danh sách so sánh** bởi thị trường thường đánh giá rất cao ngân hàng dẫn đầu ngành, dẫn đến P/B của VCB ở một vùng luôn cao hơn rất nhiều so với nhóm còn lại. Việc đưa VCB vào nhóm so sánh sẽ làm sai lệch các giá trị bình quân.
- **EIB và STB cũng không phù hợp để nằm trong nhóm so sánh với MBB**, bởi 2 ngân hàng này sẽ còn mất nhiều năm xử lý các vấn đề cũ và ROE hiện tại của 2 ngân hàng này vẫn ở mức rất thấp và cần thời gian để cải thiện.

Do đó, chúng tôi chọn ACB, BID và CTG là nhóm ngân hàng so sánh với mục đích định giá cổ phiếu MBB. MB vừa mang đặc điểm giống ngân hàng thương mại sở hữu Nhà nước (có cấu trúc tiền gửi tổ chức cao, chi phí thấp), vừa giống ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân (quy mô cỡ trung bình, không bị sức ép cho vay doanh nghiệp Nhà nước với lãi suất thấp).

Biểu 29: So sánh một số tiêu chí quan trọng

	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROA	ROE	Tăng trưởng LNTT 2016F	Earnings yield	P/B hiện tại	2016F P/B	2017F P/B
ACB	15.954	0,54%	8,2%	16,7%	7,0%	1,31x	1,31x	1,31x
BID	61.879	0,84%	16,7%	1,5%	9,0%	1,51x	1,59x	1,48x
CTG	64.415	0,79%	10,3%	1,5%	8,0%	1,15x	1,30x	1,29x
Trung bình	47.416	0,72%	11,7%	6,6%	8,0%	1,32x	1,40x	1,36x
MBB	24.957	1,18%	12,8%	18,1%	12,1%	1,08x	1,06x	0,98x

Nguồn: BCTC NH, MBS Research

Cổ phiếu MBB thường được giao dịch ở mức P/B thấp hơn nhóm so sánh. Các phân tích so sánh trên nhiều góc độ, định tính và cả số liệu định lượng đều cho thấy MBB xứng đáng được đánh giá cao hơn hoặc ít nhất là ngang bằng với nhóm so sánh trên (bảng chấm điểm một số tiêu chí quan trọng cũng cho kết quả MBB có điểm số tốt hơn các ngân hàng khác trong giai đoạn này).

Do đó, chúng tôi áp dụng P/B (1,40x) và earnings yield (8,0%, cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 3-5 năm và cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng cao nhất) dự phóng 2016F bằng nhóm so sánh để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MBB, qua bảng tổng hợp định giá sau:

Biểu 30: Tổng hợp định giá mục tiêu

Phương pháp	2016F BVPS (VND)	2016F EPS (VND)	Giá trị P/B & Earnings yield hợp lý	Giá trị cổ phiếu (VND)	Trọng số	Giá mục tiêu (VND)
P/B	14.469		1,40x	20.300	50%	21.700
Earnings yield		1.844	8,0%	23.100	50%	
Upside						41,8%

Rủi ro đầu tư (dowdside risks)

Một môi trường kinh doanh với nhiều yếu tố bất định như Việt Nam luôn tạo ra rủi ro. Chúng tôi xác định các yếu tố sau đây, nếu xảy ra, sẽ dẫn đến các giả định và dự phóng của chúng tôi không còn chính xác:

- NIM giảm
- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kế hoạch đề ra
- Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate) cao hơn dự kiến

Chúng tôi thực hiện stress test, với NIM giảm mạnh về mức 3,43% (bằng mức quý 1/2016 annualized), tăng trưởng tín dụng chỉ đạt khoảng 15% (so với kế hoạch 20%), và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng cao (tăng 20% so với giả định base case trong mô hình dự phóng ban đầu), kết quả cho thấy trong trường hợp đó, so với base case:

- LNTT và EPS sẽ giảm khoảng 23%

- BVPS giảm 3%
- Earnings yield giảm 28 điểm cơ bản xuống còn 9,3%

Biểu 31: Stress test

	Base case	Stress test	Thay đổi
Giả định thay đổi (2016F)			
NIM	3,77%	3,43%	-34 bps
Tăng trưởng tín dụng	20%	15%	-5%
Chi phí trích lập dự phòng (credit cost rate) (bao gồm trích lập dự phòng trái phiếu VAMC)	1,59%	1,95%	64 bps
Kết quả (2016F)			
LNTT (tỷ VND)	3.803	2.930	-23%
EPS	1.844	1.401	-23%
BVSP	14.469	14.054	-3%
Earnings yield	12,1%	9,3%	28 bps

Như vậy kể cả trong trường hợp xảy ra rủi ro như vừa kể trên, MB vẫn có thể tạo ra earnings yield đến 9,3%, cao hơn mức bình quân dự phóng khoảng 8% của nhóm so sánh và cao hơn lợi suất đầu tư trái phiếu Chính phủ Việt nam (khoảng 5,5 – 6,3% cho các kỳ hạn 3-5 năm). Kết quả stress test cho chúng tôi đi đến kết luận: downside risks với cổ phiếu MBB là thấp.

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Mô hình thu nhập (triệu VND)	2015	2016F	2017F
Thu nhập lãi thuần	7.318.530	8.213.351	9.602.420
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	543.838	652.606	783.127
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	159.048	100.000	100.000
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán CK KD và đầu tư	134.034	120.000	120.000
Lãi/(lỗ) từ hoạt động khác	524.739	619.192	712.071
Thu nhập từ HĐ góp vốn mua cổ phần	91.679	91.710	91.710
Tổng thu nhập hoạt động	8.711.868	9.796.859	11.409.327
Chi phí hoạt động	3.449.129	3.876.702	4.556.348
Lợi nhuận trước dự phòng	5.322.739	5.920.157	6.852.979
Chi phí dự phòng	2.102.068	2.117.638	2.090.942
Lợi nhuận trước thuế	3.220.671	3.802.518	4.762.037
Thuế thu nhập doanh nghiệp	708.537	760.504	952.407
Lợi nhuận sau thuế	2.512.134	3.042.015	3.809.630
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.141	16.141	16.141
Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông	2.495.993	3.025.874	3.793.489

Bảng cân đối kế toán	2015	2016F	2017F
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.235.658	1.997.219	2.296.802
Tiền gửi tại NHNN	8.181.894	8.181.894	8.181.894
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	28.658.950	28.658.950	328.658.950
Chứng khoán kinh doanh	3.469.067	1.144.792	1.144.792
Công cụ tài chính phái sinh	96.437	96.437	96.437
Cho vay khách hàng	119.372.248	142.859.170	171.173.341
Cho vay khách hàng	121.348.630	145.618.356	174.742.027
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(1.976.382)	(2.759.186)	(3.568.686)
Chứng khoán đầu tư	46.760.198	56.112.238	46.760.198
Góp vốn đầu tư dài hạn	1.606.122	1.606.122	1.606.122
Tài sản cố định	1.931.689	2.331.105	2.823.332
Tài sản cố định hữu hình	731.085	950.411	1.235.534
Tài sản cố định vô hình	1.200.604	1.380.695	1.587.799
Bất động sản đầu tư	298.451	298.451	298.451
Tài sản khác	9.431.279	9.431.279	9.431.279
Tổng tài sản	221.041.993	252.717.658	293.046.086
Các khoản nợ của CP và NHNN	1.411.502	1.411.502	1.411.502
Tiền gửi của các TCTD khác	7.509.486	18.418.477	25.979.778
Tiền gửi của khách hàng	181.565.384	199.721.922	229.680.211
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, phái sinh, giấy tờ có giá	2.768.016	3.640.459	4.368.551
Các khoản nợ khác	4.604.554	4.604.554	4.604.554
Vốn của ngân hàng	16.718.524	17.845.933	17.845.933
Vốn điều lệ	16.000.000	17.127.409	17.127.409
Thặng dư vốn cổ phần	718.524	718.524	718.524
Cổ phiếu quỹ			
Vốn khác			
Quỹ của ngân hàng	2.241.691	2.241.691	2.241.691
Chênh lệch tỷ giá hối đoái			
Đánh giá lại tài sản			
Lợi nhuận giữ lại	3.633.134	4.243.417	6.324.164
Lợi ích cổ đông thiểu số	589.702	589.702	589.702
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	221.041.993	252.717.658	293.046.086

Chỉ số chính	2015	2016F	2017F
An toàn vốn			
CAR	12,85%	11,21%	10,40%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	10,2%	9,6%	9,0%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	9,8x	10,4x	11,1x
Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	1,61%	1,60%	1,60%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1,96%	1,80%	1,80%
Quỹ dự phòng/nợ nhóm 3-5 (LLR)	101,4%	118,4%	127,6%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate)	1,89%	1,59%	1,31%
Thanh khoản			
LDR	66,8%	72,9%	76,1%
Tăng trưởng huy động	8,3%	10,0%	15,0%
Tài sản thanh khoản/tổng tài sản	31,4%	12,1%	10,6%
Tài sản thanh khoản/tổng tiền gửi	38,2%	15,3%	13,5%
Khả năng sinh lời			
ROA	1,18%	1,28%	1,39%
ROE	12,8%	12,9%	15,0%
NIM	3,81%	3,77%	3,77%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	83,4%	83,8%	84,2%
Chi phí hoạt động/tổng thu nhập	39,3%	39,6%	39,9%
Tỷ lệ tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	10,3%	14,3%	16,0%
Tăng trưởng dư nợ cho vay	20,7%	20,0%	20,0%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	8,3%	10,0%	15,0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	2,5%	11,2%	15,8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	1,5%	18,1%	15,2%
Định giá			
EPS (diluted) (VND)	1.809	1.844	2.256
BVPS (VND)	14.121	14.469	15.707
P/E	8,46x	8,29x	6,78x
P/B	1,08x	1,06x	0,97x

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)

Cập nhật 09/05/2016

Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá mục tiêu 12 tháng (sau điều chỉnh) (VND)	54.500
Upside	13,5%
Dividend yield	2,1%
Total expected return	15,6%

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	48.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.655
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	127.921
Giá cao nhất 52 tuần	54.500
Giá thấp nhất 52 tuần	32.400
KLGDĐQ (cổ phiếu)	1.139.564
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	21,06%

Cơ cấu cổ đông

SBV	77,11%
Mizuho	15,00%
Cổ đông khác	7,89%

Kết quả kinh doanh quý 1 khẳng định câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn. Điều chỉnh giá mục tiêu lên 54.500 VND

- Cổ phiếu VCB đã tăng hơn 14% kể từ khi chúng tôi lập lại khuyến nghị MUA trong báo cáo cập nhật với tiêu đề **"Kế hoạch lợi nhuận quá khiêm tốn so với thực lực của một ngân hàng dẫn đầu"** vào ngày 15/04/2016.
- VCB đã công bố báo cáo tài chính chi tiết quý 1/2016, với tăng trưởng LNTT vượt xa kỳ vọng (tăng 58% so với cùng kỳ). Chúng tôi tiến hành cập nhật mô hình dự phóng và điều chỉnh một số giả định.
- **Hành động:** Nâng giá mục tiêu lên **54.500 VND** theo kết quả cập nhật từ mô hình dự phóng và điều chỉnh nhỏ về kỹ thuật trong phương pháp định giá. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị từ **MUA** xuống **KHẢ QUAN**, do giá cổ phiếu đã tăng, dẫn đến tổng lợi nhuận kỳ vọng còn lại ở mức 14,2%, tương ứng vùng đánh giá KHẢ QUAN của chúng tôi.

Dự báo lợi nhuận và định giá

Đơn vị: triệu VND	2014	2015	2016F	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	10.435.512	12.895.548	14.672.290	16.034.804
Chi phí dự phòng	4.591.445	6.068.091	5.440.085	5.823.365
Lợi nhuận trước thuế	5.844.067	6.827.457	9.232.206	10.211.439
EPS (diluted) (VND)	1.822	1.994	2.225	2.241
BVPS (VND)	16.257	16.888	15.424	16.665
ROA	0,87%	0,85%	1,02%	1,09%
ROE	10,66%	12,03%	13,89%	13,96%
P/E		23,7x	15,9x	15,8x
P/B		2,5x	2,30x	2,13x

Nguồn: BCTC VCB & MBS Research dự phóng

Kết quả lợi nhuận quý 1/2016 vượt xa kỳ vọng, củng cố quan điểm của chúng tôi về khả năng tăng trưởng của VCB

VCB công bố kết quả quý 1/2016 với LNTT đạt 2.299 tỷ đồng, tăng mạnh 58% so với cùng kỳ 2015. Thu nhập lãi thuần tăng 29,6%, thu nhập ngoài lãi cũng tăng tốt 25,6%, trong đó lãi từ hoạt động dịch vụ và thu nhập khác (chủ yếu từ thu hồi nợ xấu đã xử lý) tăng mạnh. Tuy nhiên, chi phí hoạt động cũng tăng mạnh 42%, dẫn đến hệ số CIR tăng lên mức 39,64% (so với 35,93% quý 1/2015 và so với 39,18% cho cả năm 2015). Thu nhập trước dự phòng tăng 21,2%, đồng thời chi phí trích lập dự phòng giảm 14% so với cùng kỳ, dẫn đến lợi nhuận trước thuế tăng mạnh.

Chất lượng tài sản tiếp tục khẳng định VCB là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất trong số các ngân hàng niêm yết hiện nay, với tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 ổn định. Quỹ trích lập dự phòng (loan loss reserve) tăng cao kỷ lục lên 130,2%, là mức cao nhất trong vòng 6 năm trở lại đây. Điều này cho phép VCB có dư địa để giảm chi phí trích lập dự phòng trong năm nay.

Giá cổ phiếu đã tăng tốt, với P/B hiện tại ở mức cao 2,7x, P/B dự phóng khoảng 2,3x (so với mức đỉnh P/B đạt 3,2x trong một năm trở lại đây). Mặc dù vẫn đánh giá cao vị thế dẫn đầu về chất lượng tài sản và tăng trưởng lợi nhuận, chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã tăng tương đối cao trong thời gian vừa rồi.

Chúng tôi tiến hành cập nhật mô hình, điều chỉnh giả định về chi phí hoạt động, chi phí trích lập dự phòng và dự báo LNTT năm 2016 sẽ tăng khoảng 35,2% (so với mức tăng 27,3% trong mô hình trước đây). Chúng tôi cập nhật định giá và quyết định nâng giá mục tiêu lên mức 54.500 VND, do kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn và thay đổi nhỏ trong cách thức định giá (sẽ trình bày ở phần dưới).

Banking analysts
Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2016

Biểu 31: Tổng hợp một số chỉ tiêu quý 1/2016, tỷ VND

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	yoy
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	4.640	5.104	5.574	5.877	5.972	28,7%
	Thu nhập lãi thuần	3.496	3.569	3.951	4.437	4.533	29,6%
	Thu nhập ngoài lãi	1.144	1.535	1.623	1.440	1.439	25,8%
	Chi phí hoạt động	1.667	1.580	2.705	2.347	2.376	42,0%
	Lợi nhuận trước dự phòng	2.973	3.524	2.869	3.531	3.605	21,2%
	Chi phí dự phòng	1.517	1.829	1.371	1.351	1.305	-14%
	Lợi nhuận trước thuế	1.456	1.695	1.498	2.180	2.299	58,0%

- **NIM** tăng lên mức 2,84% (annualized), so với mức 2,63% Q1/2015 và mức 2,58% cả năm 2015, nhờ LDR tăng và cho vay cá nhân tiếp tục tăng.
- **Thu nhập ngoài lãi** tăng, trong đó lãi thuần từ dịch vụ tăng mạnh 59,7% và thu nhập khác tăng 47%.
- **Chi phí hoạt động** tăng khá mạnh 42%, dẫn đến CIR tăng lên mức 39,6%, vẫn là một trong những ngân hàng có CIR thấp nhất. VCB đã thực hiện thưởng cao trong quý 1 (theo kết quả kinh doanh tốt), đồng thời thay đổi hoạch toán kế toán chi phí liên quan đến khuyến mại cho khách hàng theo quý.
- **Lợi nhuận trước thuế tăng** mạnh nhờ lợi nhuận trước dự phòng tăng tốt và chi phí trích lập dự phòng giảm.

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Tăng trưởng tín dụng /huy động	Tăng trưởng tín dụng	2,3%	3,0%	4,6%	8,6%	6,3%
	Tăng trưởng huy động	3,3%	5,3%	6,1%	2,6%	2,7%
	LDR	75,8%	74,1%	73,1%	77,3%	80,1%
Chất lượng tài sản	NPL	2,67%	2,48%	2,00%	1,84%	1,85%
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	4,89%	3,71%	2,68%	2,40%	2,42%
	Lãi và phí phải thu/tổng tài sản	0,65%	0,58%	0,71%	0,72%	0,72%
	LLR	93,9%	96,3%	107,7%	120,6%	130,2%

- **Tăng trưởng tín dụng** cao hơn cùng kỳ, và nhanh hơn tăng trưởng huy động. Do đó, LDR tăng theo đúng mục tiêu đề ra và vẫn còn khá thấp so với mức trần cho phép với VCB.

- **Chất lượng tài sản tốt** được duy trì với tỷ lệ nợ xấu, nợ nhóm 2 ổn định và chỉ tăng nhẹ; tỷ lệ lãi và phí phải thu/tổng tài sản ở mức rất thấp; LLR tăng cao lên mức 130,2%, mức kỷ lục nhiều năm gần đây, cao nhất trong các ngân hàng niêm yết.

Nguồn: BCTC VCB

Cập nhật mô hình dự phóng lợi nhuận, định giá và khuyến nghị

Biểu 32: Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 2016

	Dự báo 2016 trước đây	Dự báo 2016 cập nhật	Thay đổi	Lý do thay đổi
Mô hình thu nhập				
Thu nhập lãi thuần	18.470	18.470	0	
Thu nhập ngoài lãi	6.111	6.111	0	
Chi phí hoạt động	10.278	9.099	Điều chỉnh giảm	VCB kiểm soát tốt việc cân bằng giữa chi phí và thu nhập, nên CIR đủ tăng, nhưng chậm hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh dự báo tỷ lệ CIR xuống còn 40,31% so với 41,81% trong dự báo trước đây.
Lợi nhuận trước dự phòng	14.303	14.672	Điều chỉnh tăng	Do chi phí hoạt động điều chỉnh giảm so với dự báo trước đây
Chi phí dự phòng	5.610	5.440	Điều chỉnh giảm	Hệ số LLR đã lên mức cao kỷ lục nhiều năm 130,2%, cho phép VCB có thể giảm chi phí dự phòng trong các quý tới
Lợi nhuận trước thuế	8.692	9.232	Điều chỉnh tăng	Do lợi nhuận trước dự phòng tăng + chi phí dự phòng giảm so với dự báo trước đây
Tăng trưởng yoy				
Thu nhập lãi thuần	19,5%	19,5%		
Thu nhập ngoài lãi	6,3%	6,3%		
Chi phí hoạt động	23,7%	19,3%		
Lợi nhuận trước dự phòng	10,9%	13,8%		
Chi phí dự phòng	-7,5%	-10,3%		
Lợi nhuận trước thuế	27,3%	35,2%		

Nguồn: MBS Research

Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model) cập nhật của chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 2016 đạt 9.232 tỷ đồng (tăng 35,2%), EPS đạt khoảng 2.225 VND, BVPS 15.424. Với giá hiện tại 48.000 VND (tương đương giá điều chỉnh 36.000 VND khi thực hiện chia cổ phiếu thưởng 35%), VCB đang được giao dịch với P/E dự phóng là 15,9x, P/B dự phóng 2,3x.

Cập nhật định giá mục tiêu và quan điểm khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu lên 54.500 VND, so với giá mục tiêu trước đây 49.600 VND (tương đương giá mục tiêu điều chỉnh sau chia cổ phiếu thưởng 35% cho cổ đông hiện hữu mà VCB sẽ thực hiện trong thời gian tới là 36.800 VND), để phản ánh:

- Dự báo tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn (35,3% thay vì 27,3% như dự báo trước đây)
- Chúng tôi quyết định sử dụng BVPS năm 2017 để phản ánh tốt hơn giá trị của cổ phiếu, do trong năm 2016, VCB dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ mạnh (phát hành chia thưởng cổ phiếu 35% + phát hành cho cổ đông chiến lược 10%), khiến BVPS bị pha loãng khá lớn trong năm 2016. Do đó khi sử dụng BVPS 2016 để thực hiện định giá sẽ dẫn đến đánh giá thấp giá trị của cổ phiếu VCB.

Với giá trị trung vị P/B của VCB kể từ thời điểm 10/2014 khi cổ phiếu ngành ngân hàng bắt đầu được quan tâm trở lại ở mức 2,43x, BVPS dự phóng 2017 đạt 16.665 VND, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của VCB ở mức 40.400, tương đương giá mục tiêu trước điều chỉnh (khi phát hành 35% cổ phiếu thưởng) là **54.500 VND**.

Biểu 33: P/B lịch sử của VCB từ 10/2014 đến nay

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi sử dụng giá mục tiêu trước điều chỉnh trong báo cáo này để đảm bảo việc so sánh với giá thị trường của cổ phiếu hiện tại được thuận lợi. Giá mục tiêu sẽ tự điều chỉnh đồng thời với thời điểm giá thị trường của VCB điều chỉnh (do việc phát hành cổ phiếu thưởng 35%).

Chúng tôi điều chỉnh mức khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN, do giá cổ phiếu VCB đã tăng khoảng hơn 14% gần đây dẫn đến tổng lợi nhuận kỳ vọng giảm xuống còn 15,6%, tương ứng vùng khuyến nghị KHẢ QUAN của chúng tôi.

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Mô hình thu nhập (tỷ VND)	2015	2016F	2017F
Thu nhập lãi thuần	15.453.032	18.470.532	21.149.567
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.872.648	2.247.178	2.696.613
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.572.574	1.572.574	1.572.574
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán CK KD và đầu	349.829	337.733	359.585
Lãi/(lỗ) từ hoạt động khác	1.905.279	1.905.279	1.905.279
Thu nhập từ HĐ góp vốn mua cổ phần	48.435	48.435	48.435
Tổng thu nhập hoạt động	21.201.797	24.581.731	27.732.054
Chi phí hoạt động	8.306.249	9.909.440	11.262.144
Lợi nhuận trước dự phòng	12.895.548	14.672.290	16.469.90
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	6.068.091	5.440.085	5.363.428
Lợi nhuận trước thuế	6.827.457	9.232.206	11.106.48
Thuế thu nhập doanh nghiệp	1.495.390	1.846.441	2.221.296
Lợi nhuận sau thuế	5.332.067	7.385.765	8.885.184
Lợi ích cổ đông thiểu số	18.139	18.139	18.139
Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông	5.313.928	7.367.626	8.867.045

Bảng cân đối kế toán	2015	2016F	2017F
Tiền và các khoản tương đương tiền	8.519.334	9.785.328	11.253.127
Tiền gửi tại NHNN	19.715.035	19.715.035	19.715.035
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	131.527.373	138.063.715	138.063.715
Chứng khoán kinh doanh	9.467.305	9.467.305	9.467.305
Công cụ tài chính phái sinh	628	628	628
Cho vay khách hàng	378.541.826	454.450.058	546.704.608
Cho vay khách hàng	387.151.704	464.582.045	557.498.454
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(8.609.878)	(10.131.987)	(10.793.845)
Chứng khoán đầu tư	108.055.236	115.619.103	123.712.440
Góp vốn đầu tư dài hạn	3.556.750	3.556.750	3.556.750
Tài sản cố định	5.039.473	5.374.139	5.556.063
Tài sản cố định hữu hình	3.385.622	3.554.903	3.554.903
Tài sản cố định vô hình	1.653.851	1.819.236	2.001.160
Tài sản khác	9.971.680	9.971.680	9.971.680
Tổng tài sản	674.394.640	766.003.740	868.001.350
Các khoản nợ của CP và NHNN	41.479.553	41.479.553	41.479.553
Tiền gửi của các TCTD khác	72.135.381	72.135.381	82.287.710
Tiền gửi của khách hàng	500.528.267	575.607.507	661.948.633
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, phái sinh, giấy tờ có giá	2.479.070	2.973.325	3.567.990
Các khoản nợ khác	12.600.027	12.600.027	12.600.027
Vốn của ngân hàng	32.420.681	43.753.680	43.753.680
Vốn điều lệ	26.650.203	39.575.552	39.575.552
Thặng dư vốn cổ phần	5.725.318	4.132.968	4.132.968
Cổ phiếu quỹ	0		
Vốn khác	45.160	45.160	45.160
Quỹ của ngân hàng	4.941.362	4.941.362	4.941.362
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	79.969	79.969	79.969
Đánh giá lại tài sản	89.222	89.222	89.222
Lợi nhuận giữ lại	7.475.808	12.178.413	17.087.904
Lợi ích cổ đông thiểu số	165.300	165.300	165.300
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	674.394.640	766.003.740	868.001.350

Chỉ số chính	2015	2016F	2017F
An toàn vốn			
CAR	11,04%	10,35%	9,87%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	7,19%	7,97%	7,60%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	13,9x	12,5x	13,2x
Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	1,84%	1,80%	1,80%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	2,40%	2,00%	2,00%
Quỹ dự phòng/nợ nhóm 3-5	120,5%	121,2%	107,6%
Chi phí tín dụng (credit cost rate)	1,71%	1,28%	1,05%
Thanh khoản			
LDR	77,4%	80,7%	84,2%
Tăng trưởng huy động	18,6%	15,0%	15,0%
Tài sản thanh khoản/tổng tài sản	27,1%	19,3%	17,2%
Tài sản thanh khoản/tổng tiền gửi	32,0%	22,8%	20,1%
Khả năng sinh lời			
ROAA	0,85%	1,02%	1,09%
ROAE	12,03%	13,89%	13,96%
NIM	2,58%	2,68%	2,68%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	72,9%	75,1%	76,3%
Chi phí hoạt động/tổng thu nhập	39,14%	40,31%	40,61%
Tỷ lệ tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	16,9%	13,6%	13,3%
Tăng trưởng dư nợ cho vay	19,7%	20,0%	20,0%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	18,6%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	23,6%	13,8%	12,3%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	16,8%	35,2%	20,3%
Định giá			
EPS (diluted) (VND)	1.994	2.225	2.241
BVPS (VND)	16.888	15.424	16.665

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Cập nhật 09/05/2016

Cần thêm hai năm nữa để là một ngân hàng ... bình thường

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	18.000
Số lượng CP niêm yết	896.274.904
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	16.133
Giá cao nhất 52 tuần	23.600
Giá thấp nhất 52 tuần	15.600
KLGDĐQ	100.664
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	30%

Cơ cấu cổ đông

Standard Chartered APR Ltd	8,77%
Connaut Investors Ltd	7,26%
Dragon Capital Holdings	6,81%
Standard Chartered Bank (Hong Kong) Ltd	6,23%
Đặng Ngọc Lan	4,11%
Nguyễn Đức Kiên	3,37%
Trần Hùng Huy	3,07%
Cổ đông khác	60,38%

Banking analysts
Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

■ Việc xử lý các khoản liên quan đến Nhóm sáu công ty đã có kế hoạch và lộ trình tương đối rõ ràng, tuy nhiên tỷ lệ thu hồi theo kế hoạch đặt ra vẫn là một dấu hỏi. Chúng tôi nhận định tăng trưởng lợi nhuận trước thuế trong 2 năm tới của ACB sẽ bị ảnh hưởng lớn bởi chi phí trích lập dự phòng liên quan đến các khoản này.

■ ACB đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng ấn tượng trong mấy tháng đầu năm 2016 (tăng trưởng 7,6% tính đến Q1/2016). Tuy nhiên, chúng tôi nhận định NIM sẽ bị sức ép giảm trong thời gian tới.

■ CIR vẫn sẽ tiếp tục ở mức cao trong mấy năm tới.

■ **Quan điểm khác biệt của chúng tôi so với đa số (consensus view):** Trong khi đánh giá cao những điểm mạnh của ACB (tập trung mảng bán lẻ và SME) cũng như chất lượng tài sản (ngoại trừ các khoản liên quan đến Nhóm sáu công ty) đang cải thiện khá tốt, chúng tôi nhận định việc thực hiện kế hoạch kinh doanh 2016 của ACB có thể sẽ gặp những thách thức, trong đó việc thu hồi các khoản liên quan đến Nhóm sáu công ty theo kế hoạch là một yếu tố cần theo dõi.

Về dài hạn, chúng tôi ưa thích những ngân hàng có lợi thế cạnh tranh (trong đó có lợi thế về chi phí vốn dựa trên khả năng huy động tiền gửi tốt và cấu trúc tiền gửi không kỳ hạn cao), quản trị hiệu quả (CIR thấp), phân bổ tài sản hợp lý để việc quản trị rủi ro đạt mục tiêu, có cấu trúc thu nhập đa dạng và khả năng sinh lời cao. Dựa trên các tiêu chí đó, ACB tại thời điểm này không nằm trong số các ngân hàng chúng tôi đánh giá cao.

Kế hoạch lợi nhuận 2016

	2014	2015	Kế hoạch 2016
Tăng trưởng tổng tài sản	7,8%	12,2%	18,0%
Tăng trưởng tín dụng	8,5%	15,2%	18,0%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	11,9%	13,1%	18,0%
NPL	2,18%	1,32%	<3%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	1.215	1.314	1.503

Nguồn: BCTN ACB

Kết quả lợi nhuận quý 1/2016 với tăng trưởng tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn

ACB công bố kết quả kinh doanh quý 1, với lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 389 tỷ đồng, tăng 8,4% so với cùng kỳ 2015. Trong đó, thu nhập lãi thuần tăng 13,8% nhờ tăng trưởng tín dụng khả quan (lên tới 7,6%), NIM chỉ giảm nhẹ. Thu nhập ngoài lãi giảm 47,3% do các khoản trích lập dự phòng liên quan đến trái phiếu Nhóm sáu công ty khiến đầu tư chứng khoán lổ, trong khi lãi từ hoạt động dịch vụ và lợi nhuận khác tăng trưởng tốt. Lợi nhuận trước dự phòng tăng 2,6%, trong khi chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm 5,7%, nên lợi nhuận trước thuế tăng 8,4%.

Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện với tỷ lệ lỗi và phí phải thu giảm, LLR tăng nhẹ lên 90% so với 87% cuối năm 2015 (tuy nhiên LLR vẫn ở mức thấp hơn nhóm ngân hàng dẫn đầu như VCB 130,2%, MBB 107,6%). Tỷ lệ nợ xấu ổn định, mặc dù chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ nhóm 2/tổng dư nợ tăng nhẹ so với thời điểm cuối năm 2015.

Hiện tại chưa có nhiều động lực tăng giá (catalysts) cổ phiếu

Với giá hiện tại 17.900 VND, ACB đang được giao dịch tại mức P/B 1,28x, nghĩa là mức khá hợp lý (mặc dù mức P/B sẽ tăng lên nếu điều chỉnh giảm BVPS khi tính đến tính khả thi của việc thu hồi các khoản, trong đó có các khoản liên quan đến Nhóm sáu công ty). Tuy nhiên, vẫn đề xử lý các khoản

liên quan đến Nhóm sáu công ty chậm so với kỳ vọng và do vậy gánh nặng trích lập vẫn còn phía trước, khiến ROE vẫn sẽ ở mức thấp trong 2 năm tới. Ngoài ra, LDR cuối quý 1/2016 đã tăng gần chạm ngưỡng trần cho phép dẫn đến sức ép phải tăng huy động nhanh hơn để duy trì tăng trưởng cho vay trong các quý tới và do vậy NIM sẽ gặp áp lực. Ngoài ra, vấn đề cạnh tranh trong mảng bán lẻ (vốn là mảng truyền thống của ACB nhưng nay hầu hết các ngân hàng đều muốn mở rộng sang mảng này) cũng khiến NIM của ACB bị sức ép mạnh mẽ, khi ACB không có thể mạnh về chi phí vốn.

Cho đến khi các vấn đề trên được làm sáng tỏ, chúng tôi không nhìn thấy có nhiều động lực để giá cổ phiếu ACB tăng trong thời gian tới.

Biểu 34: Tổng hợp một số chỉ tiêu quý 1/2016, tỷ VND

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	yoy
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	1.610	1.585	2.005	1.021	1.698	5,5%
	Thu nhập lãi thuần	1.390	1.367	1.472	1.655	1.586	13,8%
	Thu nhập ngoài lãi	220	218	533	-634	116	-47,3%
	Chi phí hoạt động	1.003	970	1.317	732	1.075	7,2%
	Lợi nhuận trước dự phòng	606	615	688	289	623	2,6%
	Chi phí dự phòng	247	244	328	65	233	-5,7%
	Lợi nhuận trước thuế	359	372	360	234	389	8,8%

- **Thu nhập lãi thuần** tăng khá nhờ tăng trưởng tín dụng cao, trong khi NIM chỉ giảm nhẹ.
- **Thu nhập ngoài lãi** giảm mạnh do các khoản trích lập dự phòng trái phiếu Nhóm sáu công ty khiến đầu tư chứng khoán lỗ, mặc dù lãi thuần từ dịch vụ và thu hồi nợ đã xử lý tăng tốt.
- **Lợi nhuận trước thuế tăng 8,8%** so với cùng kỳ do chi phí trích lập dự phòng giảm.

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Tăng trưởng tín dụng /huy động	Tăng trưởng tín dụng	2,5%	7,7%	2,1%	2,3%	7,6%
	Tăng trưởng huy động	1,4%	3,6%	4,2%	3,4%	3,5%
	LDR	76,1%	79,0%	77,4%	76,6%	79,7%
Chất lượng tài sản	NPL	2,10%	1,69%	1,51%	1,32%	1,32%
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	2,61%	2,97%	1,91%	1,74%	1,98%
	Lãi và phí phải thu/tổng tài sản	1,4%	1,1%	1,2%	1,4%	1,1%
	LLR	67,0%	71,2%	77,9%	87,0%	90,0%

- **Tăng trưởng tín dụng** cao hơn cùng kỳ, và nhanh hơn tăng trưởng huy động. Do đó, LDR tăng gần chạm ngưỡng trần theo quy định. Dự báo ACB sẽ đẩy mạnh huy động trong thời gian tới.

- **Chất lượng tài sản** tiếp tục cải thiện với tỷ lệ nợ xấu ổn định (tuy nhiên nợ nhóm 2 tăng là vấn đề cần lưu ý); tỷ lệ lãi và phí phải thu/tổng tài sản cũng giảm về mức thấp; hệ số LLR tiếp tục tăng.

Nguồn: BCTC ACB, MBS Research

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG)

Báo cáo ngắn 09/05/2016

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	17.300
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	3.723
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	64.415
Giá cao nhất 52 tuần	23.000
Giá thấp nhất 52 tuần	16.000
KLGD BQ	1.682.808
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	29,68%

Cơ cấu cổ đông

SBV	64,46%
BTMU	19,73%
IFC Capitalization (Equity)	5,39%
Fund, L.P.	
IFC	2,63%
Cổ đông khác	7,78%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Cổ phiếu ở mức giá hợp lý, nhưng động lực tăng chưa rõ khi lợi nhuận còn chưa thể bứt phá

- Vietinbank là ngân hàng có những thế mạnh như hệ thống chi nhánh rộng lớn nhất trong số các ngân hàng niêm yết và đặc biệt chủ động đi trước nhiều ngân hàng khác trong việc nâng cấp trình độ công nghệ.
- Tuy nhiên, trong chủ đề đi tìm câu chuyện tăng trưởng bền vững (1 key theme quan trọng trong các cơ hội trên thị trường trong năm nay), chúng tôi nhận định CTG sẽ cần thêm thời gian để chuẩn bị các nguồn lực về vốn, thanh khoản, cải thiện chất lượng tài sản để có thể tăng trưởng lợi nhuận nhanh và bền vững trở lại.
- **Quan điểm:** Cổ phiếu đã giảm khá nhiều từ vùng đỉnh và mức giá hiện tại khá hợp lý (P/B khoảng 1,1x), nhưng động lực tăng giá (catalysts) là chưa rõ ràng.

Dự báo lợi nhuận và định giá

Đơn vị: triệu VND	2014	2015	2016F	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	11.226.137	12.024.427	13.938.398	16.017.189
Chi phí dự phòng	3.922.676	4.678.986	6.173.929	7.258.967
Lợi nhuận trước thuế	7.303.461	7.345.441	7.764.468	8.758.221
EPS (VND)	3.069	1.530	1.433	1.359
BVPS (VND)	14.781	15.004	13.308	13.512
ROA	0,93%	0,79%	0,74%	0,72%
ROE	10,47%	10,28%	10,21%	10,13%
P/E		11,3x	12,1x	12,7x
P/B		1,15x	1,30x	1,28x

Nguồn: BCTC CTG & MBS dự phóng

CTG là ngân hàng đang trong giai đoạn chuyển mình với nhiều dự án phát triển và đầu tư mạnh mẽ, đổi mới, đặc biệt vào lĩnh vực công nghệ thông tin

Câu chuyện của CTG xoay quanh những đổi mới về hệ thống nhân sự, cơ cấu tổ chức, mục tiêu phát triển kinh doanh và đặc biệt là hệ thống ngân hàng lõi. Hệ thống core banking mới dự kiến sẽ áp dụng vào tháng 9/2016 (sau khi sáp nhập Ngân hàng PGBank dự kiến hoàn thành vào cuối tháng 8/2016). Đây là dự án đã được CTG lên kế hoạch, chuẩn bị trong nhiều năm. Có thể xem đây là bước tiến quan trọng và khác biệt của CTG. Vietinbank đã đi trước các ngân hàng khác nhiều năm về mức độ đổi mới hệ thống core-banking hiện đại. Hệ thống ngân hàng lõi được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động của ngân hàng này trong mấy năm tới.

Kết quả lợi nhuận quý 1/2016: tăng trưởng lợi nhuận khả quan...

CTG công bố kết quả kinh doanh quý 1/2016 với lợi nhuận trước thuế tăng mạnh 53,9%. Thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi đều tăng tốt. Chúng tôi nhận thấy NIM đã cải thiện trong quý 1, tuy nhiên CTG đã duy trì tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng huy động dẫn đến hệ số LDR tiếp tục tăng cao. Dư địa từ mức LDR trần cho phép không còn nhiều, do đó chúng tôi dự báo CTG sẽ chịu sức ép tăng nhanh huy động trong thời gian tới để tiếp tục duy trì tăng trưởng, do vậy NIM sẽ bị ảnh hưởng.

Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện ở tỷ lệ LLR tăng lên 104,2% so với mức 92,1% cuối năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ nhóm 2/tổng dư nợ tăng trở lại so với thời điểm cuối năm 2015; đồng thời tỷ lệ lãi và phí phải thu vẫn tương đối cao (so với nhóm dẫn đầu về chất lượng tài sản như VCB).

Banking analysts
Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

... Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LNTT 2016 của CTG sẽ chỉ tăng trưởng nhẹ khoảng 5,7%

Chúng tôi nhận định NIM sẽ chịu sức ép giảm trong thời gian tới do ảnh hưởng từ sáp nhập với PG Bank và CTG phải đẩy mạnh huy động do LDR hiện đã ở mức cao. Với hơn 10 nghìn tỷ giá trị trái phiếu VAMC (sẽ tiếp tục tăng lên sau khi sáp nhập PG Bank), chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ tăng mạnh trong năm 2016. Ngoài ra, CTG vẫn trong giai đoạn tiếp tục đầu tư công nghệ, phục vụ mở rộng kinh doanh ở mảng bán lẻ, do đó chi phí hoạt động dự kiến vẫn sẽ tiếp tục tăng.

Giá cổ phiếu đã giảm về vùng hợp lý, tuy nhiên động lực tăng giá (catalysts) chưa rõ ràng khi lợi nhuận dự báo chưa thể bứt phá

Với giá hiện tại 17.300 VND, CTG đang được giao dịch tại vùng P/B khoảng 1,1x, mức giá khá hợp lý. Tuy nhiên, chủ đề lớn của 2016 là đi tìm câu chuyện tăng trưởng. Với lợi nhuận dự báo chỉ tăng nhẹ và chưa thể bứt phá; ROE dự báo chỉ quanh mức 10% trong 2 năm tới, chúng tôi nhận thấy động lực tăng giá cổ phiếu CTG là chưa rõ ràng.

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2016

Biểu 35: Tổng hợp một số chỉ tiêu quý 1/2016, tỷ VND

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	yoy
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	5.256	5.744	5.912	5.832	6.492	23,5%
	Thu nhập lãi thuần	4.692	4.928	4.909	4.309	5.378	14,6%
	Thu nhập ngoài lãi	564	816	1.003	1.523	1.114	98,1%
	Chi phí hoạt động	2.182	2.403	2.781	2.438	2.646	21,3%
	Lợi nhuận trước dự phòng	3.074	3.340	3.131	3.394	3.846	25,2%
	Chi phí dự phòng	1.510	1.026	1.284	859	1.441	-4,6%
	Lợi nhuận trước thuế	1.564	2.314	1.847	2.535	2.405	53,9%

- **Thu nhập lãi thuần** tăng 14,6%, NIM cải thiện. LDR tiếp tục tăng dù đã ở mức cao.
- **Thu nhập ngoài lãi** tăng rất mạnh, trong đó đóng góp từ lãi hoạt động dịch vụ, kinh doanh ngoại hối, đầu tư chứng khoán và thu hồi nợ xấu đã xử lý đều khả quan
- **Chi phí hoạt động** tăng 21,3% so với cùng kỳ, tuy nhiên hệ số CIR giảm mạnh nhờ tổng thu nhập tăng mạnh
- **Lợi nhuận trước thuế** tăng mạnh do lợi nhuận trước dự phòng tăng trong khi chi phí dự phòng giảm nhẹ.

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Tăng trưởng tín dụng /huy động	Tăng trưởng tín dụng	2,3%	6,8%	4,0%	7,8%	2,8%
	Tăng trưởng huy động	1,0%	4,8%	4,4%	5,1%	2,1%
	LDR	105,0%	107,0%	106,6%	109,2%	109,9%
Chất lượng tài sản	NPL	1,80%	1,45%	0,95%	0,92%	0,96%
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	1,36%	0,79%	0,78%	0,60%	0,93%
	Lãi và phí phải thu/tổng tài sản	1,93%	1,80%	1,92%	1,65%	1,66%
	LLR	71,7%	72,3%	98,4%	92,1%	104,2%

- **Tăng trưởng tín dụng** cao hơn cùng kỳ, và nhanh hơn tăng trưởng huy động. Do đó, LDR tiếp tục tăng, dù đã ở mức rất cao. Dự báo huy động sẽ phải tăng nhanh hơn để duy trì tăng trưởng cho vav.

- **Chất lượng tài:** hệ số LLR tăng là điểm tích cực, tuy nhiên nợ nhóm 2 có xu hướng tăng lên, lãi và phí phải thu vẫn ở mức tương đối cao.

Nguồn: BCTC CTG, MBS Research

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID)

Cập nhật 09/05/2016

Chu kỳ tăng trưởng đã đi đến điểm tới hạn

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	17.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	3.418
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	61.879
Giá cao nhất 52 tuần	28.500
Giá thấp nhất 52 tuần	12.600
KLGBQ (cổ phiếu)	2.253.567
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	2,03%

Cơ cấu cổ đông

SBV	95,28%
Cổ động khác	4,72%

- Sau 3 năm ghi dấu ấn với tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) ấn tượng (2013, 2014 và 2015 lần lượt tăng 35,2%, 19,0% và 26,2%), dự báo BIDV sẽ gặp thách thức để duy trì tăng trưởng trong thời gian tới.
- Mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho thấy BIDV sẽ chỉ đạt tốc độ tăng trưởng thấp trong 2 năm tới 2016 và 2017 (LNTT dự báo chỉ tăng lần lượt là 1,5% và 7,8%).
- **Quan điểm đánh giá:** Trong một năm mà chủ đề đi tìm câu chuyện tăng trưởng là quan trọng, động lực tăng giá cổ phiếu (catalysts) xét trên các yếu tố cơ bản đối với BID là hạn chế, mặc dù giá cổ phiếu đã giảm khá mạnh từ đỉnh.

Dự báo lợi nhuận và định giá

Đơn vị: triệu VND	2014	2015	2016F	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	13.282.730	13.624.988	17.646.216	19.247.382
Chi phí dự phòng	6.985.696	5.676.332	9.581.254	10.555.781
Lợi nhuận trước thuế	6.297.034	7.948.656	8.064.962	8.691.601
EPS (diluted) (VND)	1.760	2.022	1.638	1.575
BVPS (VND)	11.835	11.978	11.412	12.237
ROAA	0,83%	0,84%	0,69%	0,63%
ROAE	14,84%	16,97%	14,05%	13,32%
P/E		8,80x	10,87x	11,30x
P/B		1,49x	1,56x	1,45x

Nguồn: BCTC BIDV & MBS Research dự phóng

Kết quả lợi nhuận quý 1/2016: lợi nhuận trước thuế giảm cho chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh

BIDV công bố kết quả kinh doanh quý 1/2016 với lợi nhuận trước thuế đạt 2.077 tỷ đồng, giảm 8,6% so với quý 1/2015. Thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi đều tăng tốt, tuy nhiên chi phí trích lập dự phòng tăng hơn 103% đã kéo lợi nhuận trước thuế giảm.

Tăng trưởng tín dụng 4,2%, thấp hơn tăng trưởng huy động 8,5%, nên hệ số LDR đã giảm về mức 101,9% so với 106% cuối năm 2015. Tuy nhiên, đây vẫn là mức LDR cao so với các ngân hàng khác.

Chất lượng tài sản không khả quan khi tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ đều có xu hướng tăng lên; lãi và phí phải thu cũng tăng. Với hệ số LLR vẫn còn ở mức thấp, cùng lượng trái phiếu VAMC cao, chúng tôi dự báo gánh nặng chi phí trích lập dự phòng sẽ còn lớn trong thời gian tới.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận cả năm 2016 sẽ ở mức thấp (tăng 1,5%), động lực tăng giá (catalysts) đối với cổ phiếu là hạn chế

Với các giả định chính, tăng trưởng tín dụng đạt 18%, NIM giảm về mức 2,68%, thu nhập ngoài lãi tăng khoảng 27%, chi phí hoạt động tăng 16,7%, chi phí dự phòng tăng mạnh 68%, trong đó trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC tăng gấp 4,5 lần so với năm 2015, chúng tôi dự báo LNTT 2016 đạt khoảng 8.065 tỷ đồng, tăng 1,5% so với năm 2015.

Với giá hiện tại 17.800 VND, cổ phiếu BID đang được giao dịch với mức P/B khoảng 1,43x. Chúng tôi không thấy có nhiều động lực (catalysts) để giá cổ phiếu tăng trong thời gian tới, xét trên các khía cạnh cơ bản về chất lượng tài sản, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận.

Banking analysts
Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2016

Biểu 36: Tổng hợp một số chỉ tiêu quý 1/2016, tỷ VND

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	yoy
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	5.279	5.661	6.042	7.723	6.706	27,0%
	Thu nhập lãi thuần	4.591	3.903	5.225	5.596	5.640	22,8%
	Thu nhập ngoài lãi	688	1.758	817	2.127	1.066	55,1%
	Chi phí hoạt động	2.027	2.335	3.125	3.471	2.638	30,2%
	Lợi nhuận trước dự phòng	3.252	3.326	2.917	4.252	4.068	25,1%
	Chi phí dự phòng	979	2.482	499	1.716	1.991	103,4%
	Lợi nhuận trước thuế	2.273	844	2.418	2.536	2.077	-8,7%

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Tăng trưởng tín dụng /huy động	Tăng trưởng tín dụng	4,4%	11,4%	6,2%	8,8%	4,2%
	Tăng trưởng huy động	5,2%	14,6%	2,3%	4,0%	8,5%
	LDR	100,3%	97,6%	101,3%	106,0%	101,9%
Chất lượng tài sản	NPL	2,23%	2,80%	2,17%	1,68%	1,80%
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	4,61%	4,35%	3,64%	2,93%	3,01%
	Lãi và phí phải thu/tổng tài sản	1,38%	1,16%	1,17%	1,11%	1,38%
	LLR	73,2%	63,6%	72,4%	74,8%	77,7%

- **Thu nhập lãi thuần** tăng 27%, NIM cải thiện.
- **Thu nhập ngoài lãi** tăng, trong đó ngoài trừ đầu tư chứng khoán, các hoạt động còn lại đều khả quan.
- **Chi phí hoạt động** tăng mạnh 30,2% so với cùng kỳ, tuy nhiên hệ số CIR giảm so với cả năm 2015.
- **Lợi nhuận trước dự phòng tăng khá nhưng** do chi phí dự phòng giảm nhẹ tăng đột biến, khiến cho LNTT giảm gần 8%.

- **Tăng trưởng tín dụng** cao hơn bình quân của cả ngành và thấp hơn tăng trưởng huy động. Do đó, LDR đã giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn ở mức cao. Dự báo huy động sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn để duy trì tăng trưởng cho vay.

- **Chất lượng tài sản:** hệ số LLR tăng là điểm tích cực tuy nhiên vẫn ở mức thấp. Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 có xu hướng tăng lên, lãi và phí phải thu cũng tăng. Lượng trái phiếu VAMC là rất lớn, do đó, gánh nặng trích lập dự phòng còn nhiều.

Nguồn: BCTC BIDV & MBS Research

Phụ lục: Khảo sát khả năng cung cấp dịch vụ của các ngân hàng Việt Nam thông qua hệ thống dịch vụ ngân hàng số (digital banking)

Tên ngân hàng	Cung cấp dịch vụ cơ bản				Mở tài khoản		Chuyển khoản						Bảo mật	Đăng ký	
	Mobile app/app	Online Bank	Kiểm tra tài khoản	Thanh toán hóa đơn	Mở tài khoản mới	Khách hàng cũ mở tài khoản mới	Chuyển khoản trong cùng hệ thống	Chuyển khoản qua NH khác	Chuyển khoản liên ngân hàng ngay lập tức	Chuyển khoản bằng số điện thoại	Rút tiền không dùng thẻ	Điện chuyển tiền	Password một lần	Tạo thẻ Debit/ Credit	Vay vốn
Giải thích	Ngân hàng (NH) có mobile app riêng không?	NH có hệ thống website online banking không?	Khách hàng (KH) có kiểm tra tài khoản online được không?	KH có thanh toán hóa đơn (điện, nước, ADSL, cáp, điện thoại, vé máy bay) qua platform được không?	KH có thể mở tài khoản mới trên website được không?	KH cũ có thể mở tài khoản mới trên website được không?			Ngân hàng có liên kết với bao nhiêu ngân hàng khác?	KH có thể chuyển khoản nếu chỉ cung cấp số điện thoại?	KH có thể rút tiền từ máy ATM mà không cần thẻ?		KH được cung cấp một mật khẩu cho mỗi giao dịch không?	KH có thể tạo thẻ Debit/ Credit mà không cần đến phòng giao dịch, chi nhánh không?	KH có thể vay tiền mà không cần đến phòng giao dịch. Chi nhánh không?
ACB	x	x	x	x			x	x	Hệ thống khoảng 17 ngân hàng liên kết		x (KH dùng code để rút tiền tại ATM)	Hiện tại chỉ có hệ thống bán tự động	x		
BID	x	x	x	x			x	x	Hệ thống khoảng 30 ngân hàng liên kết	Phải cùng hệ thống		Hiện tại chỉ có hệ thống bán tự động	x		
CTG	x	x	x	x	Dự kiến tháng 9	Dự kiến tháng 9	x	x	Hệ thống khoảng 30 ngân hàng liên kết	x(không cần cùng hệ thống		Hiện tại chỉ có hệ thống bán tự động	x (bên cạnh mã OTP, ngân hàng còn có thẻ bảo mật RSA hiện đại)	Dự kiến tháng 9	Dự kiến tháng 9
EIB	x	x	x	x			x	x	Hệ thống khoảng 20 ngân hàng liên kết				x		
MBB	x	x	x	x			x	x	Hệ thống khoảng 27 ngân hàng liên kết	Phải cùng hệ thống		Hiện tại chỉ có hệ thống bán tự động	x		
STB	x	x	x	x			x	x	Hệ thống khoảng 10 ngân hàng liên kết	Phải cùng hệ thống	X (KH dùng code để rút tiền tại ATM)	Hiện tại chỉ có hệ thống bán tự động	x		
VCB	x	x	x	x			x	x	Hệ thống khoảng 30 ngân hàng liên kết	Phải cùng hệ thống		Hiện tại chỉ có hệ thống bán tự động	x		

Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Liên hệ**Equity Research**

Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

Institutional sales

Trương Hoa Minh
minh.truonghoa@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

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
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 HỢI 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](http://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,