

Kỳ vọng mới về triển vọng thu hồi nợ xấu. Hành lang pháp lý tiếp tục được hoàn thiện với sự ra đời của Nghị quyết 42 về thí điểm xử lý nợ xấu được xem là đã giải quyết gần như toàn diện các vấn đề các TCTD gặp phải trong quá trình xử lý nợ cũng như thu hồi tài sản đảm bảo. Tuy vậy, để có thể đạt kết quả kỳ vọng thì (1) việc thực thi Nghị quyết cần có sự phối hợp, hỗ trợ của nhiều bên liên quan và (2) thị trường mua bán nợ và nguồn lực tham gia mua bán nợ là hai điểm nghẽn cần tiếp tục được khơi thông. Do vậy, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng Nghị quyết 42 sẽ tác động mạnh lên tâm lý người vay nợ. Ngoài ra, cộng hưởng với sự hồi phục của nền kinh tế và niềm tin tiêu dùng, hoạt động sản xuất được khơi thông thì tỷ lệ thu hồi nợ theo đó sẽ có cải thiện so với năm 2016. Đây sẽ là yếu tố quyết định sự thành công của đề án xử lý nợ xấu một cách toàn vẹn.

Chính sách tiền tệ nới lỏng, thu nhập ngành ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ trong 9T2017. Tổng thu nhập hoạt động của 13 ngân hàng niêm yết đạt 83,4 ngàn tỷ đồng (+29% YoY) và LNST tương ứng là 17,6 ngàn tỷ đồng (+25% YoY). Chúng tôi cho rằng sự khởi sắc này có sự hỗ trợ không nhỏ của chính sách tiền tệ có phần nới lỏng. Thực vậy, bức tranh kinh doanh của ngành ngân hàng đã bắt đầu xuất hiện điểm sáng sau khi Thông tư 36 nới lỏng hơn tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn lên mức 60% (so với mức 30% trước đây). Năm 2017, mặc dù tỷ lệ này đã điều chỉnh giảm về mức 50% theo Thông tư 06 song ảnh hưởng không đáng kể lên hoạt động của các ngân hàng do tỷ lệ này ở nhiều ngân hàng niêm yết vẫn đang thấp hơn đáng kể. Bên cạnh đó, lãi suất ổn định ở mặt bằng thấp nhờ (1) lạm phát thấp và (2) nguồn tiền gửi từ KBNN đã giúp chi phí vốn tăng không nhiều, qua đó giúp thu nhập lãi tăng trưởng mạnh. Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn được duy trì trong nửa cuối năm 2017 và đầu năm 2018.

Định giá cổ phiếu ngành ngân hàng được nâng lên mức mới. Bức tranh ngành ngân hàng ghi nhận nhiều yếu tố tích cực trong năm 2017: (1) Lần lượt trong năm, các tổ chức xếp hạng tín dụng, Fitch, S&P, và Moody nâng xếp hạng tín nhiệm các ngân hàng; (2) Môi trường vĩ mô thuận lợi giúp các ngân hàng đạt tăng trưởng lợi nhuận cao, với tăng trưởng lợi nhuận 6T2017 toàn ngành đạt 39% YoY và ROE tăng mạnh lên 7,5% (2016: 5,7%), trong đó nhóm NHTM Nhà nước và NHTMCP có ROE cải thiện nhiều nhất; và (3) Tiến độ thu hồi nợ xấu kỳ vọng được đẩy nhanh với sự ra đời của Nghị quyết 42. Nhờ vậy, định giá ngành ngân hàng tăng trở lại, với PB bình quân của các ngân hàng niêm yết tăng lên mức 2,1 lần từ mức 1,7 lần vào đầu năm. Loại trừ tác động của VCB, mức PB bình quân của các ngân hàng niêm yết là 1,7 lần, cao hơn PB bình quân của các ngân hàng khu vực có cùng quy mô vốn hóa khoảng 20%.

Nhóm NHQD với câu chuyện tăng vốn, cùng KQKD khả quan, có thể sẽ tiếp tục diễn biến tích cực trong năm 2018. Trong đó, CTG đang có định giá hấp dẫn nhất. CTG đã khá quyết liệt thực hiện tái cấu trúc mô hình hoạt động từ năm 2014 và tăng cường trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt trong năm 2017. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận của ngân hàng sẽ tăng trưởng khả quan hơn trong năm 2018-19.

VCB thể hiện khá tốt vai trò đầu ngành, CAGR LNST dự báo đạt trên 20% trong giai đoạn 2017-19, và bộ đệm dự phòng nợ xấu được củng cố. Cộng hưởng với thông tin bán vốn, câu chuyện thoái vốn các TCTD không chỉ giúp VCB tăng vốn cấp 1 mà còn mang lại lợi nhuận đột biến cho VCB trong năm 2018. Do đó, thị trường rất có thể sẽ tiếp tục phản ứng tích cực với VCB. PB của VCB thời điểm lạc quan nhất là 3,5 lần, và 2,7 lần là mức PB bình quân trong ba năm gần đây của VCB.

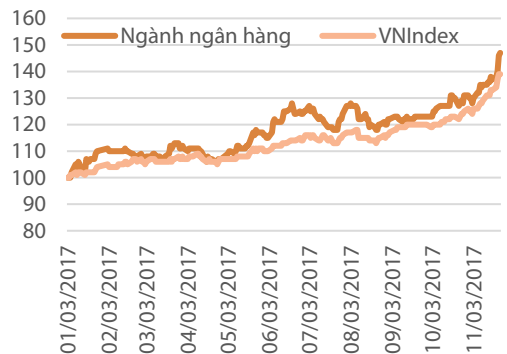
Tích cực

Ngành	Tài chính
Tiểu ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	480.084
% tổng vốn hóa thị trường	18,4

Diễn biến giá

%	1T	3T	12T
ACB	10,8	28,8	94,9
BID	21,0	30,4	62,2
CTG	25,1	34,4	52,6
MBB	11,3	17,8	100,1
VCB	20,1	32,3	34,8
Ngân hàng	15,3	24,2	47,0
VNIndex	13,9	21,9	38,9

Diễn biến giá



Nguyễn Thị Phương Lam

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

Chúng tôi không lạc quan đối với BID vì cho rằng ngân hàng sẽ đi chậm hơn so với các ngân hàng cùng nhóm do gánh nặng nợ xấu lớn, tỷ lệ an toàn thanh khoản thấp, và chi phí hoạt động có thể sẽ tăng mạnh trở lại trong các năm sau. Tuy nhiên, việc tìm kiếm đối tác chiến lược thành công cũng như tính hiệu quả của Nghị quyết 42 sẽ là chìa khóa quan trọng đối với hoạt động cũng như khả năng tăng trưởng lợi nhuận của BID. Do đó, nhà đầu tư cần cân nhắc giữa kỳ vọng tăng giá cổ phiếu và rủi ro của các vấn đề trên khi đầu tư BID. PB của BID từng có thời điểm đạt 2,7 lần trong quá khứ, và mức PB bình quân trong ba năm gần đây của ngân hàng là 1,3 lần.

So với các ngân hàng quốc doanh, nhóm NHTMCP tham gia thí điểm Basel II không chịu nhiều áp lực tăng vốn. Trả cổ tức bằng cổ phiếu đang là phương án được các ngân hàng này thực hiện. Chúng tôi đánh giá tích cực đối với ACB và MBB, với lợi nhuận cả hai ngân hàng dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2018. Tuy vậy, chúng tôi ưa thích ACB hơn vì chất lượng tài sản của ngân hàng liên tục được củng cố và sự kiên định với chiến lược kinh doanh cốt lõi mà ngân hàng có nhiều kinh nghiệm. Ngược lại MBB giải bài toán tăng trưởng thông qua việc mở rộng sang các mảng kinh doanh mới có tính rủi ro cao hơn, vốn cần thêm nhiều thời gian để đánh giá hiệu quả.

Mã	Khuyến nghị	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Tỷ suất cổ tức (%)	ROE (%)			PB (x)			PE (x)		
					2016	2017E	2018F	2016	2017E	2018F	2016	2017E	2018F
ACB	Trung lập	33.900	38.400	0,0	9,9	15,1	19,4	1,3	2,2	1,8	15,3	16,3	11,6
BID	Quan sát	25.700	N/A	2,7	14,7	14,3	15,0	1,1	1,9	1,7	10,2	18,3	15,8
CTG	Mua	22.650	27.000	3,1	11,5	10,8	14,4	1,0	1,3	1,1	11,7	15,4	10,6
MBB	Mua	24.200	28.700	2,1	12,1	14,2	17,6	0,9	1,5	1,3	7,9	21,6	15,4
VCB	Trung lập	48.000	50.300	1,7	14,7	17,0	19,0	2,8	3,2	2,8	23,8	25,1	19,9

NỘI DUNG

Tăng cường củng cố bộ đệm xử lý nợ xấu4

Hoạt động kinh doanh khởi sắc nhờ “Thiên thời – Địa lợi”8

Thực hiện Basel II từ năm 2019 đối với 10 ngân hàng tham gia thí điểm và từ năm 2020 đối với các ngân hàng còn lại..... 13

 NHTM CỔ PHẦN Á CHÂU (HNX: ACB) 15

 NHTMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (HSX: BID)..... 19

 NHTM CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: CTG) 23

 NHTM CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI (HSX: MBB) 27

 NHTM CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: VCB) 31

Tăng cường củng cố bộ đệm xử lý nợ xấu

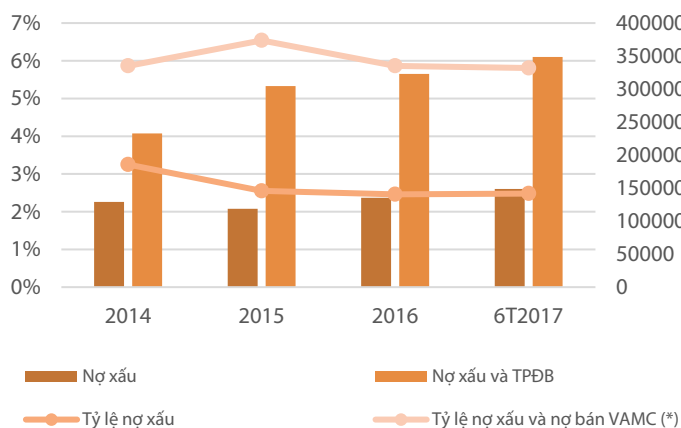
- **Thu nhập tăng trưởng mạnh trong 9T2017, các ngân hàng tăng cường trích lập DPRR, củng cố bộ đệm xử lý nợ xấu.** Tiếp sau VCB, chúng tôi kỳ vọng ACB, CTG và MBB sẽ là các ngân hàng xử lý dứt điểm trái phiếu đặc biệt, muộn nhất trong nửa đầu năm 2018. Kích bản lạc quan hơn, nếu tiến độ thu hồi nợ trong nửa cuối năm 2017 tương đương giai đoạn đầu năm, khả năng ACB và MBB có thể hoàn thành trích lập dự phòng TPĐB ngay trong năm 2017. Đối với BID, chúng tôi nhận thấy ngân hàng đang có động thái trích lập mạnh mẽ DPRR nợ xấu nội bảng, với chi phí tăng gấp đôi cùng kỳ. Tiến độ trích lập dự phòng TPĐB của BID vẫn theo kế hoạch của ngân hàng song chúng tôi kỳ vọng tiến độ sẽ được đẩy nhanh hơn trong năm 2018. Với giả định tỷ lệ thu hồi nợ khoảng 3-5%/năm thì BID có thể hoàn thành việc trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt vào đầu năm 2019.
- **Hoàn thiện hành lang pháp lý, tiến đến giai đoạn quyết liệt thu hồi và xử lý nợ xấu.** Nghị quyết 42 về thí điểm xử lý nợ xấu được xem là đã giải quyết gần như toàn diện các vấn đề các TCTD gặp phải trong quá trình xử lý nợ cũng như thu hồi tài sản đảm bảo. Tuy vậy, để có thể đạt kết quả kỳ vọng thì (1) việc thực thi Nghị quyết cần có sự phối hợp, hỗ trợ của nhiều bên liên quan và (2) thị trường mua bán nợ và nguồn lực tham gia mua bán nợ là hai điểm nghẽn cần tiếp tục được khơi thông. Do vậy, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng Nghị quyết 42 sẽ tác động mạnh lên tâm lý người vay nợ. Ngoài ra, cộng hưởng với sự hồi phục của nền kinh tế và niềm tin tiêu dùng, hoạt động sản xuất được khơi thông thì tỷ lệ thu hồi nợ theo đó sẽ có cải thiện so với năm 2016. Đây sẽ là yếu tố quyết định sự thành công của đề án xử lý nợ xấu một cách toàn vẹn.

Bộ đệm xử lý nợ xấu được củng cố

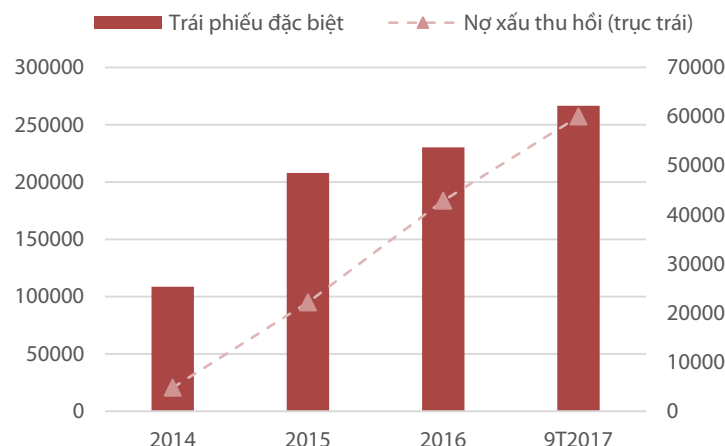
Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống là 2,48% vào cuối quý 2/2017, giảm nhẹ so với thời điểm cuối quý 1/2017. Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng nợ xấu có phần nhanh hơn so với tăng trưởng tín dụng, tăng khoảng 10% YTD so với mức tăng 9% YTD của tín dụng. Nếu tính cả nợ xấu bán VAMC nhưng chưa thu hồi được thì tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống là hơn 5,8%, giảm nhẹ so với mức 5,87% vào cuối năm 2016. Tình hình thu hồi nợ của VAMC khả quan hơn so với các năm liên trước. Ước tính đến cuối tháng 9/2017, tỷ lệ thu hồi nợ của VAMC đạt hơn 20%, tương ứng có khoảng 60.000 tỷ đồng (*) nợ xấu đã được thu hồi.

(*) Cập nhật đến thời điểm giữa tháng 11/2017 thì tổng nợ xấu đã thu hồi được là 66.000 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ thu hồi hơn 22%.

Hình 1: Tỷ lệ nợ xấu và Nợ bán VAMC toàn hệ thống



Hình 2: Diễn biến TPĐB và nợ xấu VAMC thu hồi (tỷ đồng)

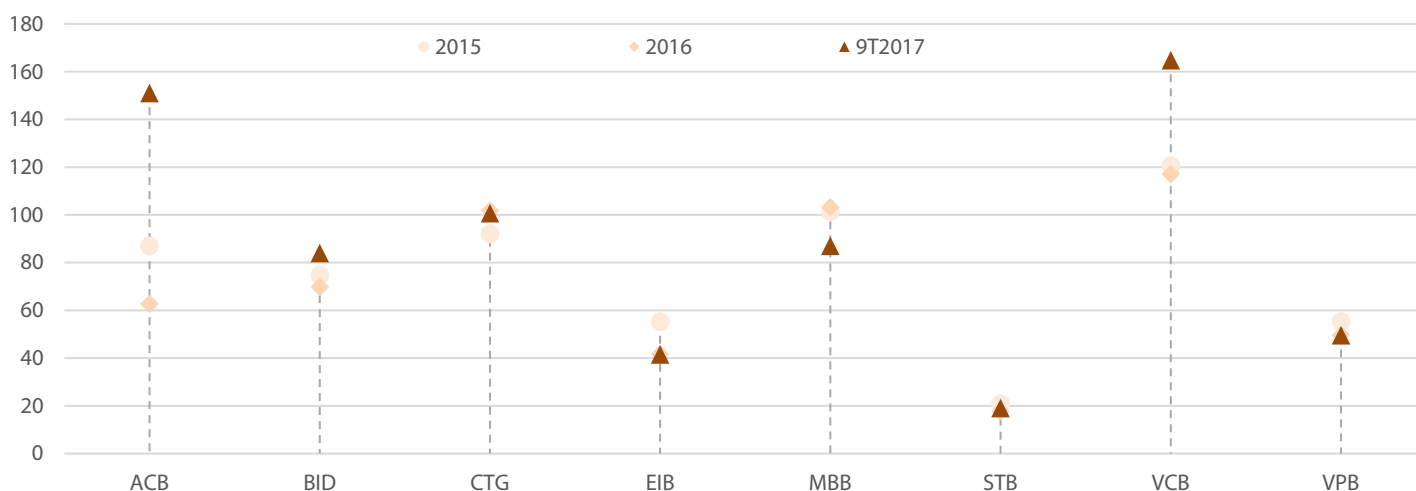


Nguồn: SBV, VAMC, RongViet Research tổng hợp

(*) Nợ bán VAMC: sử dụng mệnh giá TPĐB trừ phần nợ thu hồi được, nhưng chưa tính đến phần trích lập DPRR do thiếu số liệu tổng hợp

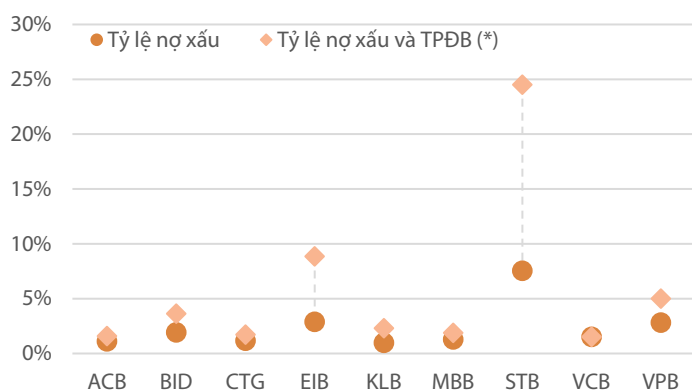
Các ngân hàng tăng cường trích lập dự phòng rủi ro. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết thấp hơn ngưỡng 3% và giảm nhẹ so với thời điểm cuối năm 2016 (ngoại trừ STB đang trong giai đoạn tái cơ cấu theo đề án của NHNN). Sau STB thì EIB là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu cộng trái phiếu đặc biệt cao thứ hai trong nhóm. Tổng chi phí DPRR tín dụng của 10 ngân hàng niêm yết tăng xấp xỉ 43% so với cùng kỳ năm 2016. Chi phí DPRR tăng mạnh so với cùng kỳ ở một số ngân hàng như ACB (+165% YoY), BID (+71% YoY), CTG (+34% YoY), và MBB (+72% YoY). Dù vậy, trong khi phần lớn chi phí DPRR của ACB và BID là trích lập cho các khoản nợ xấu nội bảng thì CTG và MBB tăng cường trích lập DPRR cho trái phiếu đặc biệt. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) của ACB và BID đã cải thiện đáng kể so với thời điểm cuối năm 2016, lần lượt ở mức 131% và 84% trong khi LLR của MBB và CTG có xu hướng giảm, lần lượt còn 87% và 101%. Đối với VCB, mặc dù chi phí trích lập DPRR không tăng so với cùng kỳ nhưng khoản chi phí này trích lập toàn bộ cho nợ nội bảng (cùng kỳ trích lập cho trái phiếu đặc biệt). Do vậy, LLR của VCB cũng tăng mạnh lên xấp xỉ 165% (cuối 2016: 117%). Tỷ lệ LLR cao cho thấy khả năng phòng vệ trước rủi ro nợ xấu của các ngân hàng đang tốt hơn so với các năm trước.

Hình 3: Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu của một số ngân hàng niêm yết



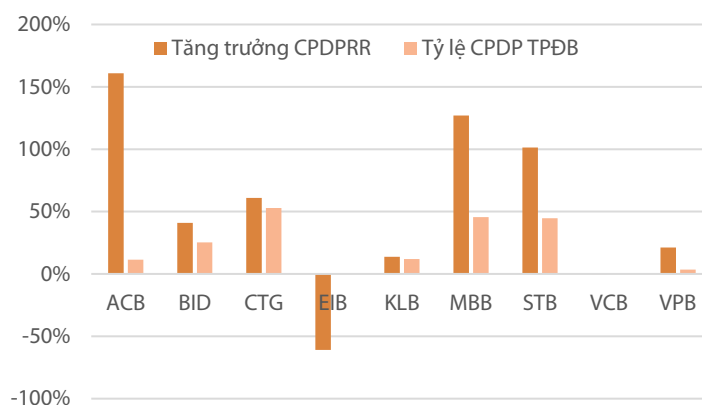
Nguồn: RongViet Research tổng hợp và tính toán

Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu và trái phiếu đặc biệt



Nguồn: RongViet Research tổng hợp và tính toán

Hình 5: Thay đổi trích lập DPRR 6T2017 so với cùng kỳ



Với kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2017, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tiếp tục ưu tiên trích lập DPRR. Ngoài ra, tiếp sau VCB, chúng tôi kỳ vọng ACB, CTG và MBB sẽ là các ngân hàng tiếp theo

có thể xử lý dứt điểm trái phiếu đặc biệt, muộn nhất là trong nửa đầu năm 2018. Kịch bản lạc quan hơn, nếu tiến độ thu hồi nợ trong nửa cuối năm 2017 tương đương giai đoạn đầu năm, khả năng ACB và MBB có thể hoàn thành trích lập dự phòng TPĐB ngay trong năm 2017. Đối với BID, chúng tôi nhận thấy ngân hàng đang có động thái tăng cường trích lập DPRR nợ xấu nội bảng, với chi phí tăng gấp đôi cùng kỳ. Tiến độ trích lập dự phòng TPĐB của BID vẫn theo kế hoạch của ngân hàng song chúng tôi kỳ vọng tiến độ sẽ được đẩy nhanh hơn trong năm 2018. Với giả định tỷ lệ thu hồi nợ khoảng 3-5%/năm thì BID có thể hoàn thành việc trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt vào đầu năm 2019.

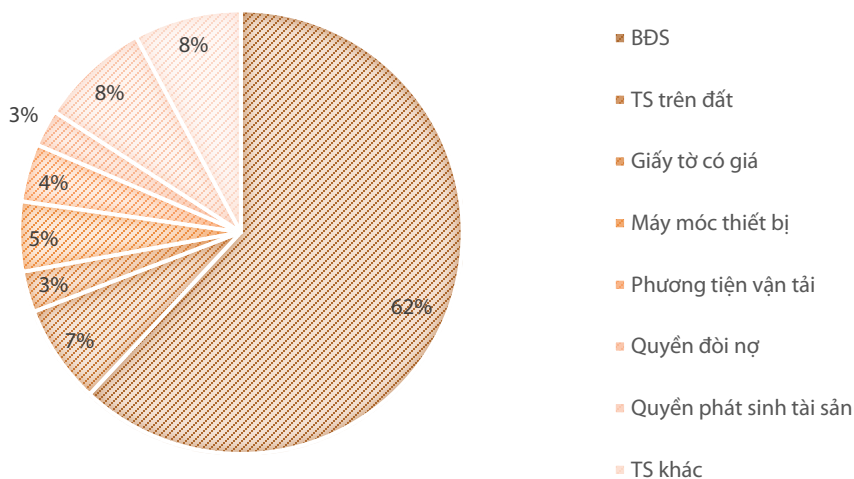
Rộng đường xử lý và thu hồi nợ xấu thông qua Nghị quyết 42 về thí điểm xử lý nợ xấu

Như quan điểm chúng tôi đã nêu trong báo cáo ngành ngân hàng phát hành vào đầu năm, để việc xử lý và thu hồi nợ đạt kết quả cao thì cần thực hiện đồng bộ nhiều giải pháp. Hiện tại, chúng tôi nhận thấy các vấn đề liên quan đang có tiến triển khả quan, gợi mở rằng triển vọng thu hồi nợ xấu của ngành ngân hàng, mà cụ thể là VAMC, sẽ tích cực hơn trong năm 2018-19.

Nghị quyết 42 cho phép các TCTD yếu kém hoặc đang thực hiện tái cơ cấu theo đề án được kéo giãn thời gian thoái thu lãi và trích lập DPRR nợ xấu, với thời hạn tối đa không quá 10 năm. Điều này sẽ giảm áp lực trích lập dự phòng rủi ro, ảnh hưởng đến kết quả hoạt động trong năm của các TCTD đang thực hiện tái cơ cấu.

Tuy vậy, điểm quan trọng nhất của Nghị quyết 42 là vấn đề pháp lý được tháo gỡ, quyền thu giữ TSĐB của chủ nợ là các TCTD thu hồi tài sản đảm bảo đã được khẳng định. Nghị quyết có hiệu lực từ ngày 15/08/2017 trong 5 năm:

- ✓ Công nhận quyền thu giữ TSĐB của TCTD đồng thời áp dụng thủ tục rút gọn trong giải quyết tranh chấp liên quan đến TSĐB tại Tòa án. Thông qua đó, nhà điều hành cho thấy sự quyết liệt trong việc xử lý các khoản nợ xấu mà khả năng thu hồi và xử lý xuất phát từ tâm lý “chây ì” của người vay nợ. Do vậy, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng Nghị quyết 42 sẽ có tác động mạnh mẽ đến tâm lý người vay nợ. Trong dài hạn, cùng với các tháo gỡ liên quan đến tính thanh khoản và cải thiện sức cầu cho thị trường BĐS sẽ giúp giải tỏa TSĐB là BĐS tốt hơn.
- ✓ *Cho phép (1) bên mua các khoản nợ xấu có tài sản bảo đảm là quyền sử dụng đất, tài sản gắn liền với đất, tài sản gắn liền với đất hình thành trong tương lai được quyền nhận thế chấp, đăng ký thế chấp quyền sử dụng đất, tài sản gắn liền với đất, tài sản gắn liền với đất hình thành trong tương lai là tài sản bảo đảm của khoản nợ đã mua và (2) Tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, tổ chức mua bán, xử lý nợ xấu được chuyển nhượng tài sản bảo đảm của khoản nợ xấu là dự án bất động sản khi thỏa mãn các điều kiện theo quy định của Nghị quyết. Sự cho phép này sẽ là tiền đề hình thành thị trường giao dịch TSĐB cũng như tăng tính thanh khoản cho các TSĐB.*
- ✓ Trong tổng số gần 434 ngàn tỷ đồng giá trị TSĐB mà VAMC nắm giữ tại thời điểm cuối Q1/2017 thì có đến 62% giá trị TSĐB là BĐS, 7,2% là tài sản trên đất và khoảng 7,8% là quyền phát sinh tài sản. Qua đó có thể thấy thanh khoản thị trường BĐS sẽ là yếu tố tiên quyết đối với thành công của lộ trình xử lý nợ xấu. Sự phục hồi của thị trường BĐS trong gần 3 năm qua sẽ giúp tăng niềm tin của NĐT đối với triển vọng của thị trường BĐS. Trong bối cảnh trên, các TSĐB là BĐS có lợi thế về vị trí và pháp lý rõ ràng sẽ có thanh khoản cao hơn.

Hình 6: Cơ cấu tài sản đảm bảo tại VAMC

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hai tháng sau khi Nghị quyết có hiệu lực (ngày 15/08/2017), VAMC đã thu hồi thêm 5.000 tỷ đồng nợ xấu, tương đương hơn 30% giá trị nợ xấu thu hồi được trong năm 2017. VAMC và các TCTD đã bắt đầu tiến hành thu giữ và bán đấu giá TSĐB, đặc biệt là các TSĐB có giá trị cao như dự án Saigon One Tower (Q1) với giá trị 7.000 tỷ đồng, BID thông báo bán đấu giá dự án kết cấu hạ tầng khu công nghiệp Việt Hòa - Kenmark với giá khởi điểm gần 830 tỷ đồng, bán đấu giá TSĐB là đất của Hoàn Cầu với giá trị 2.418 tỷ đồng, nhiều TCTD công bố thông tin thu giữ TSĐB là quyền sử dụng đất và nhà chung cư, v.v...

Hoạt động kinh doanh khởi sắc nhờ “Thiên thời – Địa lợi”

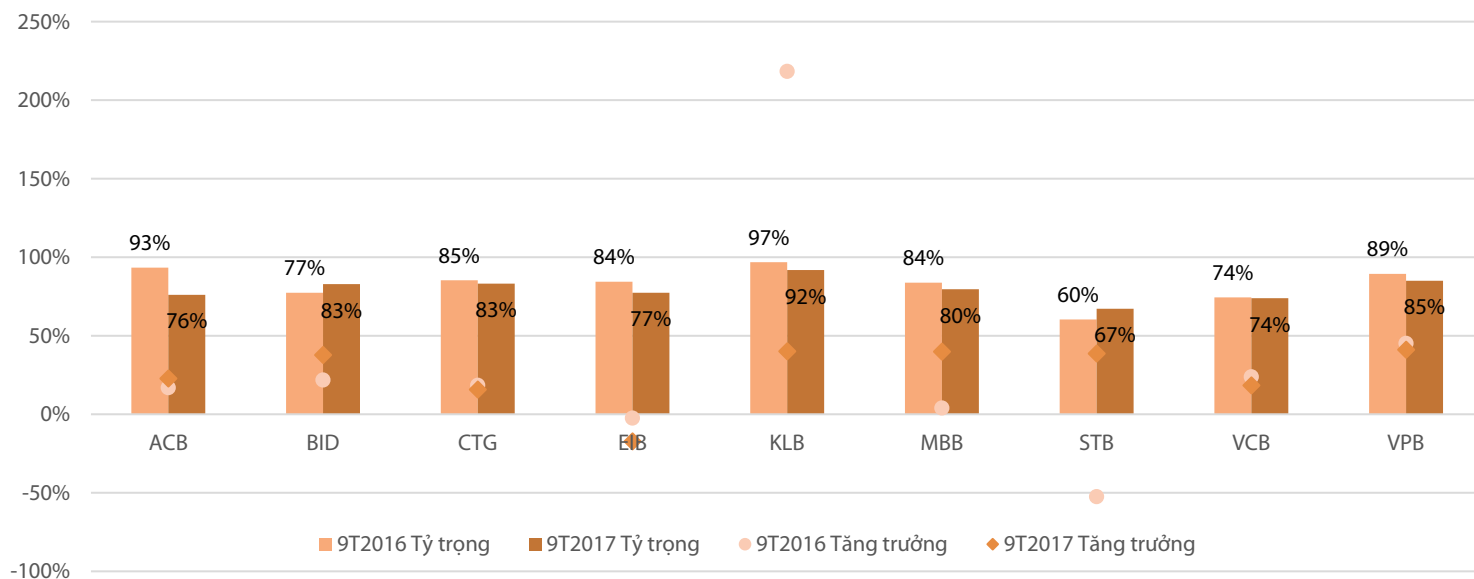
- **Kết quả hoạt động 9T2017 khởi sắc mạnh mẽ.** Tổng thu nhập hoạt động của 10 ngân hàng niêm yết sàn HSX và HNX đạt hơn 122 ngàn tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng hơn 29% YoY. Trong đó, thu nhập lãi tăng trưởng 27,3% YoY và đóng góp ~80% (9T2016: +11,2% YoY và 81%) và thu nhập dịch vụ tăng trưởng 43% YoY và đóng góp ~9% (9T2016: +7,4% YoY và 8%). Tỷ trọng đóng góp của hoạt động dịch vụ tiếp tục cải thiện nhẹ nhưng động lực tăng trưởng vẫn đến từ thu nhập lãi. Do đó, chúng tôi không lạc quan với sự tăng trưởng như trên bởi phụ thuộc vào thu nhập lãi, vốn nhận được sự hỗ trợ rất lớn từ chính sách tiền tệ có phần nới lỏng (tăng trưởng tín dụng cao, chi phí huy động vốn bình quân thấp, và tỷ lệ an toàn thanh khoản chưa bị siết quá chặt). Biến cố ngành ngân hàng dẫn đến quá trình tái cấu trúc bắt đầu từ năm 2012 cho thấy lợi nhuận các ngân hàng sẽ suy giảm nặng nề một khi hoạt động cho vay của nền kinh tế chững lại. Tuy vậy, mặt tích cực có thể thấy là dư địa để các ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu hoạt động dịch vụ còn rất lớn.
- **Dự báo tín dụng toàn ngành tiếp tục tăng tốc mạnh mẽ quý cuối năm.** Sau Chỉ thị của Chính phủ về thúc đẩy tăng trưởng tín dụng nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, NHNN đã cho phép nhiều ngân hàng nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2017. Với mức tăng trưởng tín dụng 9T2017 của toàn hệ thống đạt 12,16% YTD thì để đạt mục tiêu tăng trưởng mới (21-22%), tín dụng Q4/2017 ước tăng trưởng khoảng 7,9% QoQ, tương ứng khoảng 487 ngàn tỷ đồng sẽ được bổ sung vào hoạt động cho vay trong quý cuối năm. Đây là tốc độ tăng trưởng khá cao so với mức bình quân Q4 của giai đoạn 2012-16 (tăng trưởng cao nhất là 6,3% vào Q4/2014). Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng sẽ phân hóa giữa các nhóm ngân hàng: (1) Tăng trưởng tín dụng của nhóm NHQD, gồm BID, CTG, và VCB dự báo xoay quanh mức 18-19%; (2) Tăng trưởng tín dụng nhóm NHTMCP nhóm 1, như ACB và MBB, dự báo xoay quanh mức 20-22%; và (3) Tăng trưởng tín dụng của nhóm NHTMCP nhỏ hơn, với thị phần tín dụng 2-4% mỗi ngân hàng, dự báo dao động trong khoảng 25-30%.
- **Áp lực đối với lãi suất sẽ mạnh dần lên khi các ngân hàng phải đẩy mạnh huy động nhằm đảm bảo an toàn thanh khoản, tỷ lệ NIM 2018 có thể giảm nhẹ.**

Tỷ lệ LDR cuối Q2/2017 của các ngân hàng đã tăng nhẹ so với cuối năm 2016, do tăng trưởng huy động thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng tín dụng mà một phần nguyên nhân là nhờ nguồn tiền gửi dồi dào của Kho bạc Nhà nước. Ngoài ra, nếu dự thảo Thông tư sửa đổi Thông tư 36 không được thông qua thì tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn sẽ tiếp tục giảm về mức 40% từ năm 2018. Như vậy, để có nguồn vốn bù đắp khi tiền gửi KBNN được giải ngân cho đầu tư công, và để đảm bảo quy định an toàn thanh khoản, các ngân hàng sẽ phải đẩy mạnh huy động từ dân cư, qua đó tác động lên lãi suất huy động.

Về dự thảo Thông tư sửa đổi Thông tư 36, một trong những điểm sửa đổi đáng chú ý là tỷ lệ vốn NH cho vay TDH sẽ giảm về mức 45% vào năm 2018 và 40% từ năm 2019. Sự điều chỉnh này, nếu được thông qua, sẽ giảm áp lực chi phí vốn ở một số ngân hàng đang có tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cao, mà BID là một điển hình. Trong khi đó, với các ngân hàng đang có tỷ lệ này thấp, như ACB, MBB, và VCB thì chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh trên hầu như không tác động.

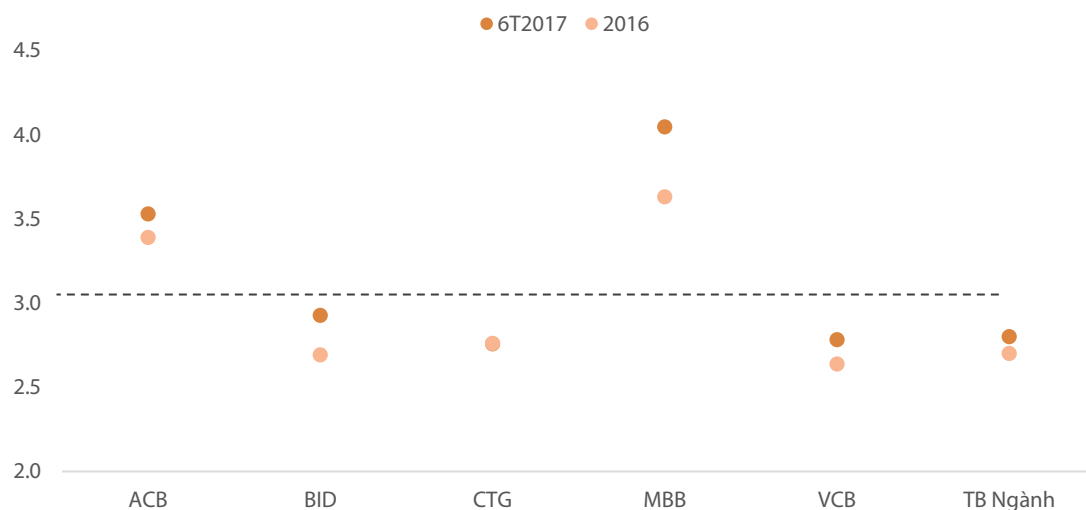
Thu nhập tăng trưởng mạnh, động lực đến từ hoạt động cho vay

Tổng thu nhập lãi thuần 9T2017 của 10 ngân hàng niêm yết đạt 27,3% YoY, cao hơn gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng trong 9T2016. Xét về cơ cấu thu nhập, bình quân thu nhập lãi chiếm khoảng 80% cơ cấu thu nhập của ngân hàng, giảm một điểm phần trăm so với cùng kỳ. Tuy vậy, tỷ trọng phân hóa khá mạnh giữa các ngân hàng. Trong đó, ACB và VCB là hai ngân hàng kiểm soát khá tốt tỷ lệ này, dưới 75%, trong khi tỷ lệ ở hầu hết các ngân hàng đều trên ngưỡng 80%.

Hình 7: Tăng trưởng và tỷ trọng thu nhập lãi trong tổng thu nhập của một số ngân hàng niêm yết

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Lợi suất tài sản sinh lãi và chi phí huy động vốn bình quân nhìn chung tăng so với cùng kỳ, nhưng mức tăng của chi phí vốn thấp hơn so với lợi suất tài sản sinh lãi. Điều này do hai nguyên nhân: (1) Cuối quý 3/2017, tăng trưởng cho vay và huy động khách hàng của 10 ngân hàng niêm yết đạt lần lượt 14,8% YTD và ~12% YTD. Xu hướng này ngược lại so với diễn biến năm 2016 khi mà tăng trưởng huy động luôn cao hơn tăng trưởng cho vay. Mức tăng trưởng chậm lại của huy động khách hàng được bù đắp bằng nguồn tiền gửi KBNN, vốn có chi phí lãi thấp hơn so với các hình thức huy động khác. Nhờ vậy, NIM của hầu hết ngân hàng cải thiện so với năm 2016.

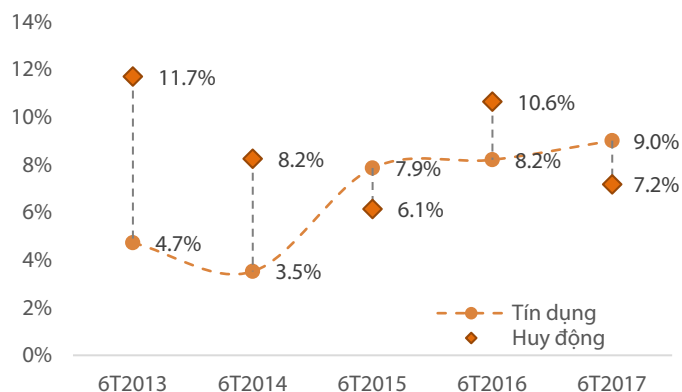
Hình 8: Tỷ lệ NIM

Nguồn: RongViet Research ước tính

Ngoài ra, do chênh lệch tăng trưởng giữa huy động – cho vay thu hẹp, hệ số an toàn vốn và thanh khoản của các ngân hàng giảm nhẹ so với thời điểm cuối năm 2016. Do vậy, năm 2018, khi nguồn tiền gửi từ

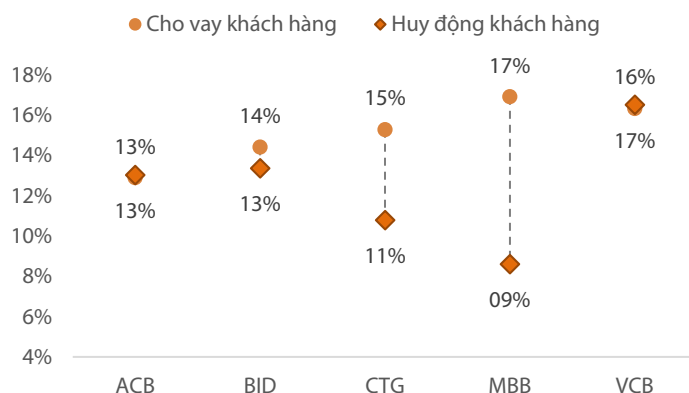
KBNN không còn dồi dào và áp lực huy động vốn từ dân cư tăng cao thì NIM khó có thể duy trì mức khả quan như năm 2017.

Hình 9: Tăng trưởng tín dụng và huy động 6T đầu năm của hệ thống ngân hàng

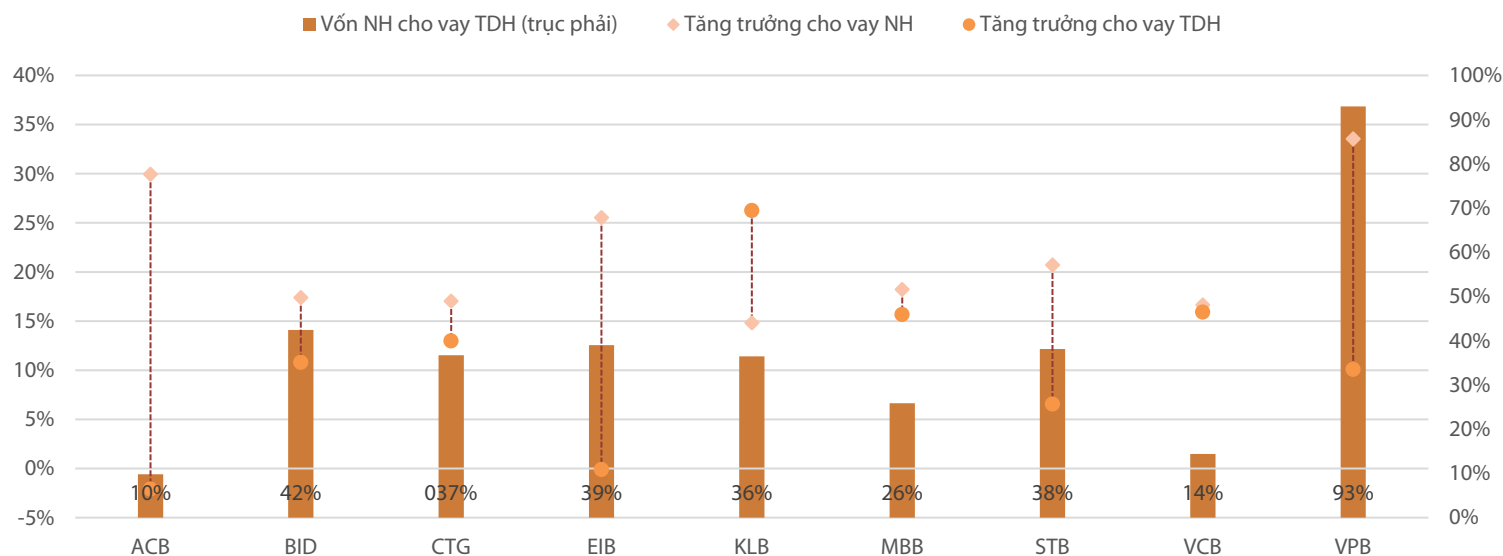


Nguồn: SBV, RongViet Research tổng hợp

Hình 10: Tăng trưởng tín dụng và huy động 9T2017 một số ngân hàng niêm yết



Hình 11: Tăng trưởng tín dụng theo kỳ hạn và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cuối Q3/2017



Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

Thu nhập thuần từ dịch vụ tăng trưởng mạnh song tỷ trọng đóng góp còn thấp

Tổng thu nhập từ dịch vụ của 10 ngân hàng niêm yết đạt 10.875 tỷ đồng (+43% YoY) trong 9T2017. Danh mục dịch vụ của các ngân hàng được mở rộng, cộng với việc tăng phí ở một số dịch vụ đã tạo nên kết quả khả quan như trên.

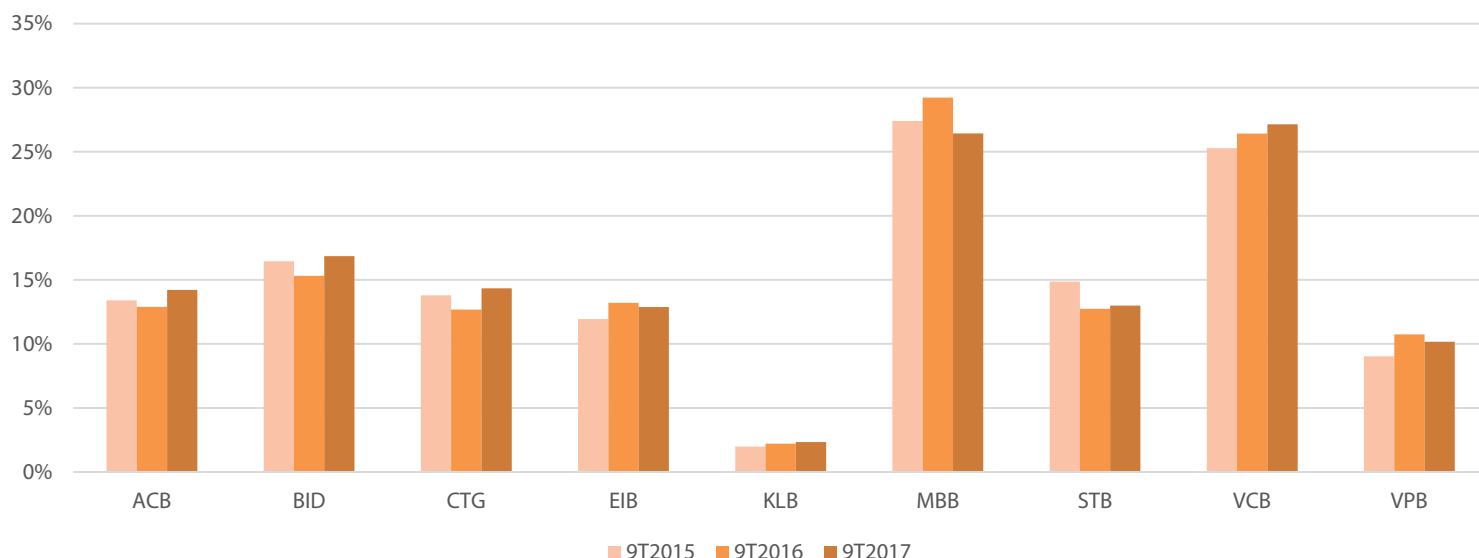
Tăng thu phí

Hầu hết ngân hàng TMCP đã tăng phí ATM và chuyển tiền. Bên cạnh đó, dịch vụ tin nhắn (SMS) và giao dịch trực tuyến cũng bắt đầu được thu phí.

Mở rộng danh mục dịch vụ khách hàng

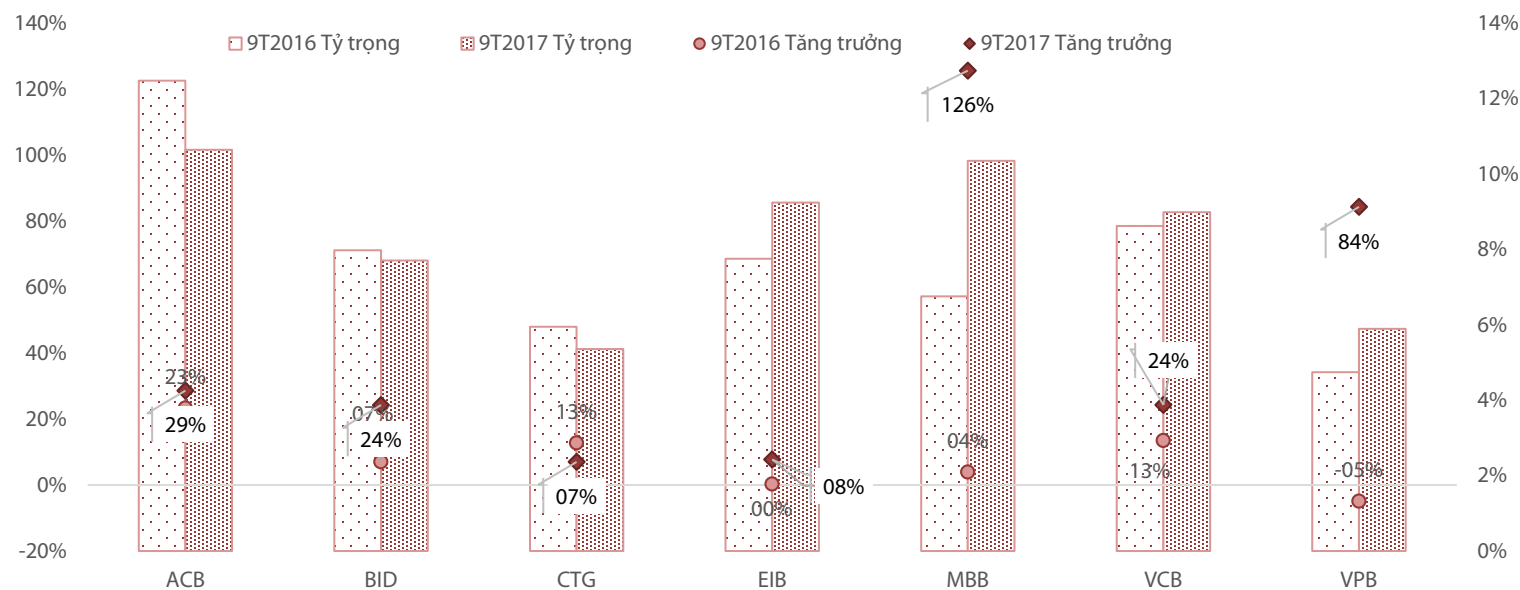
Khách hàng mục tiêu hiện tại của ngành ngân hàng là doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs), siêu nhỏ (micro SMEs), và khách hàng cá nhân. Do vậy, danh mục dịch vụ được bổ sung thêm các dịch vụ như là dịch vụ thu hộ - chi hộ, dịch vụ quản lý tài chính, bancassurance, hay trở thành đại lý độc quyền cho các công ty bảo hiểm. Các gói dịch vụ này không chỉ mang lại doanh số cho ngân hàng mà còn giúp tỷ lệ tiền gửi thanh toán cao hơn.

Hình 12: Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 13: Cơ cấu và tăng trưởng thu nhập dịch vụ của một số ngân hàng niêm yết



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Tăng cường trích lập DPRR

Thu nhập tăng trưởng mạnh, trích lập DPRR tín dụng được coi là ưu tiên hàng đầu của các ngân hàng. Tổng chi phí DPRR tín dụng của 10 ngân hàng niêm yết vào khoảng 32.815 tỷ đồng, tăng xấp xỉ 43%

YoY. Ngoại trừ VCB có chi phí DPRR không tăng, chi phí DPRR của STB giảm mạnh có thể liên quan đến đề án tái cơ cấu của ngân hàng này, thì chi phí DPRR tín dụng của các ngân hàng còn lại tăng mạnh. Kết quả này được nhìn nhận 2 ở khía cạnh:

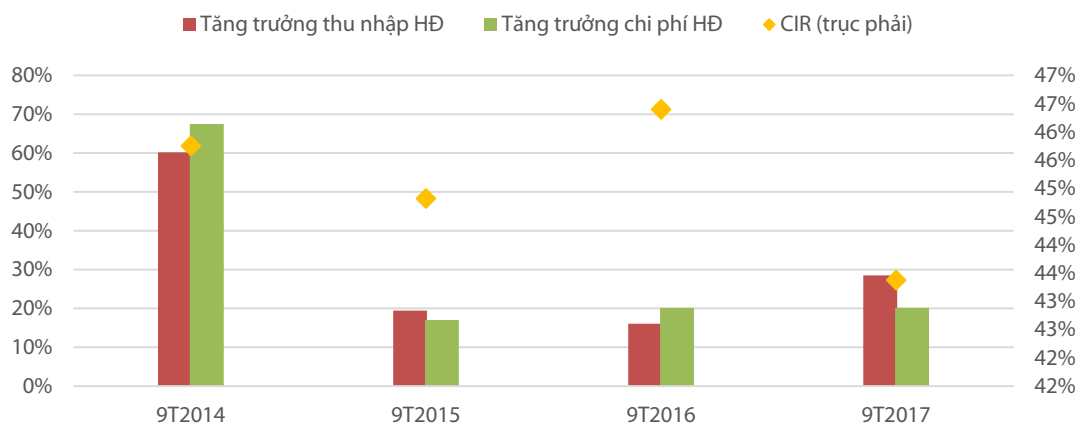
- (1) Các ngân hàng tăng cường trích lập dự phòng các khoản nợ xấu nội bảng nhằm tăng khả năng phòng vệ. Diễn biến này quan sát thấy ở hầu hết ngân hàng, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu của nhóm nhìn chung tăng so với thời điểm cuối năm 2016. Mặc dù vậy, tích cực nhất là trường hợp của ACB và VCB.
- (2) Tăng cường trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt. Nhìn chung, hầu hết các ngân hàng có thể hoàn tất việc trích lập dự phòng trong nửa đầu năm 2018, ngoại trừ BID. Chúng tôi kỳ vọng BID có thể hoàn tất việc trích lập trong năm 2019 với giả định tỷ lệ thu hồi nợ dưới 5%.

Chi phí hoạt động duy trì xu hướng tăng

Tiếp nối giai đoạn 2015-16, chi phí hoạt động của các ngân hàng tăng mạnh mà nguyên nhân chủ yếu do chi phí nhân viên và chi về tài sản. Cụ thể, nửa đầu năm 2017, tăng trưởng chi phí hoạt động của 9 ngân hàng niêm yết là 23%, trong đó riêng chi phí cho nhân viên tăng hơn 27% và chi về tài sản tăng hơn 30%. Diễn biến này là tất yếu và hoàn toàn trong kỳ vọng, do các ngân hàng đang trong giai đoạn nâng cấp hệ thống ngân hàng lõi, cũng như đầu tư hạ tầng ngân hàng số.

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng chi phí hoạt động của các ngân hàng sẽ chậm dần trong các năm tiếp theo, ngoại trừ BID. Bởi lẽ, trong các năm vừa qua, khi mà các ngân hàng cùng nhóm đã tập trung triển khai đầu tư hạ tầng công nghệ, tăng khả năng cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ thì BID vẫn phải tập trung bồi đắp tỷ lệ an toàn vốn, an toàn thanh khoản, và xử lý nợ xấu. Khi các vấn đề trên từng bước được khắc phục, BID sẽ bắt đầu tập trung đầu tư hạ tầng công nghệ, phát triển mạng lưới. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động của BID sẽ bắt đầu tăng mạnh từ năm 2018.

Hình 14: CIR, tăng trưởng tổng thu nhập và chi phí hoạt động của 9 ngân hàng niêm yết



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Thực hiện Basel II từ năm 2019 đối với 10 ngân hàng tham gia thí điểm và từ năm 2020 đối với các ngân hàng còn lại

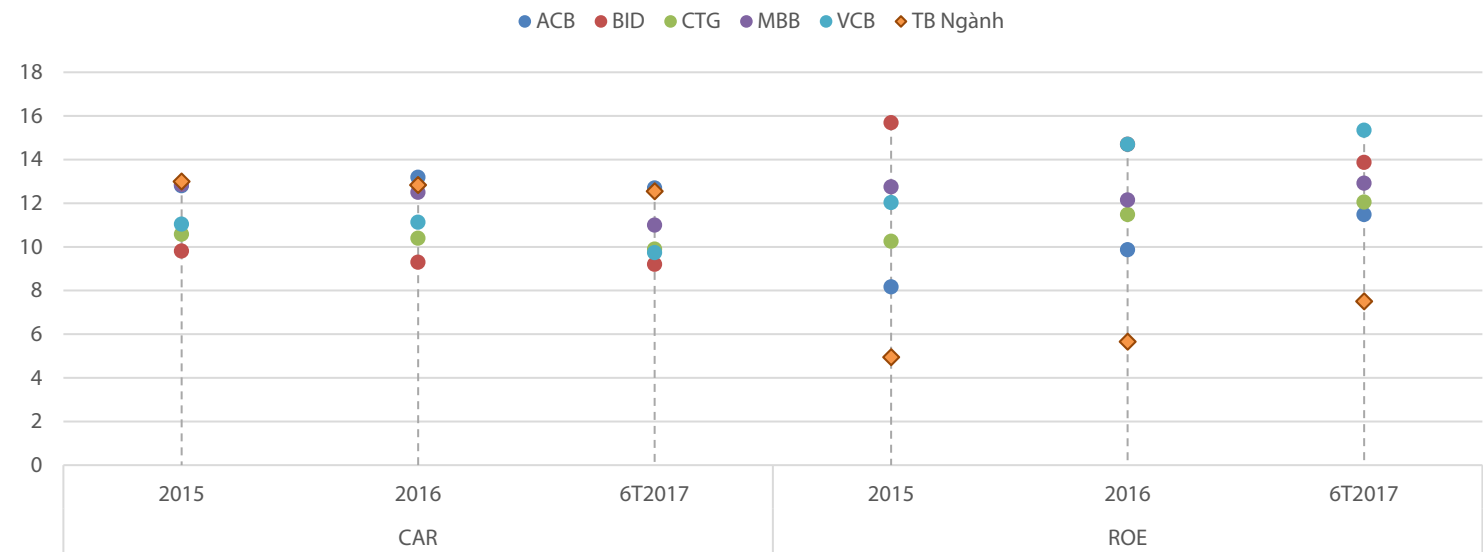
Cuối năm 2016, NHNN đã ban hành Thông tư 41 quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Theo đó, 10 ngân hàng tham gia thí điểm Basel II phải chính thức áp dụng CAR theo quy chuẩn của Thông tư 41 (được xem là tiệm cận Basel II), và đến năm 2020 thì toàn bộ ngân hàng còn lại phải áp dụng CAR theo Thông tư này.

Chỉ tiêu an toàn vốn (CAR) tại thời điểm cuối quý 2/2017 giảm nhẹ so với cuối năm 2016 do tín dụng tăng trưởng mạnh. Tỷ lệ CAR phân hóa khá rõ giữa nhóm ngân hàng quốc doanh và NHTMCP ngoài quốc doanh. Theo đó, CAR của các NHTMCP tham gia thí điểm Basel II, gồm ACB, VPB, MBB, TCB, VIB, và Maritime, luôn ở mức rất cao. Do vậy, các ngân hàng này có thể sẽ không gặp nhiều trở ngại đối với lộ trình trên.

Ngược lại, CAR của VCB xấp xỉ 10% và CAR của BID và CTG thấp hơn 10%. Như vậy, các ngân hàng quốc doanh sẽ phải chạy đua trong việc tăng vốn để có thể đáp ứng được lộ trình trên. Kết quả là tiềm năng tăng trưởng cũng như rủi ro pha loãng trong khoảng 2-3 năm tiếp theo sẽ tương đối lớn ở các ngân hàng quốc doanh.

- ✓ VCB, với chất lượng tài sản tốt và danh mục cho vay được quản lý chặt chẽ, trích lập dự phòng rủi ro cao, thì chúng tôi cho rằng áp lực pha loãng sau khi tăng vốn của VCB sẽ không quá lớn.
- ✓ Sau khi xuất hiện thông tin BID đã ký biên bản ghi nhớ với Hana Bank (Hàn Quốc) thì thị trường đang kỳ vọng rằng ngân hàng này sẽ là đối tác chiến lược của BID trong tương lai gần. Nếu thương vụ này thành công, một mặt có thể dẫn đến rủi ro pha loãng, song đồng thời mang lại nhiều ảnh hưởng tích cực cho ngân hàng như là sự cải thiện đáng kể về vốn cấp 1, hỗ trợ về mặt quản trị và công nghệ từ đối tác chiến lược. Điều này sẽ giúp BID nâng cao khả năng cạnh tranh trên sân chơi ngân hàng bán lẻ mà rất nhiều ngân hàng đã chú trọng đầu tư từ nhiều năm trước.
- ✓ Trong ba ngân hàng quốc doanh đang niêm yết, CTG là ngân hàng sẽ khó có khả năng tăng vốn nhất bởi lẽ tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại CTG đã giảm về mức tối thiểu theo quy định (~65%). Việc phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu cũng khó khả thi khi mà Nhà nước chủ trương sẽ không đầu tư thêm vào ngành ngân hàng. Giải pháp hiện tại đối với tăng năng lực vốn tự có cho CTG là (1) Trả cổ tức bằng cổ phiếu, phương án này đã được Chính phủ đề cập trong phiên họp thường kỳ đầu năm 2017 và chúng tôi kỳ vọng sẽ được hiện thực hóa và (2) Phát hành cổ phiếu không có quyền biểu quyết, nhằm đảm bảo quyền chi phối của NHNN. Tuy nhiên, việc phát hành cổ phiếu không có quyền biểu quyết vẫn chưa được bàn thảo và chúng tôi không lạc quan sẽ sớm diễn ra.
- ✓ Bên cạnh phát hành riêng lẻ, trả cổ tức bằng cổ phiếu, chúng tôi nhận thấy các ngân hàng cũng đang cơ cấu danh mục đầu tư nhằm tăng vốn tự có. Bởi lẽ đầu tư vào các TCTD khác và công ty bảo hiểm là các khoản mục phải loại khỏi tính toán vốn tự có cấp 1. Điển hình là VCB thoái vốn tại các TCTD và công ty tài chính tiêu dùng khác, hay CTG thoái vốn bảo hiểm Aviva. Đối với VCB, chúng tôi ước tính vốn cấp 1 của ngân hàng có thể tăng lên hơn 12% sau khi tất thoái vốn các TCTD khác.

Hình 15: CAR và ROE của một số ngân hàng niêm yết



Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

NHTM CỔ PHẦN Á CHÂU (ACB: HNX)

Nâng cao chất lượng tài sản

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- QoQ	Q3-FY16	+/- YoY
Tổng thu nhập hoạt động	2.535	2.775	-9%	1.851	37%
LN trước chi phí DPRR	1.267	1.027	23%	608	108%
Lợi nhuận trước thuế	742	667	11%	416	78%
Lợi nhuận sau thuế	547	502	9%	334	64%

Nguồn: ACB, RongViet Research

Thu nhập tăng trưởng mạnh nhờ hoạt động kinh doanh khởi sắc và hoàn nhập dự phòng rủi ro. Tổng thu nhập hoạt động 9T2017 đạt 7.986 tỷ đồng (+58% YoY). Trong đó, thu nhập lãi đạt 6.075 tỷ đồng (+19,4% YoY) và thu nhập dịch vụ đạt 850 tỷ đồng (+28,6% YoY), lần lượt đóng góp 76% và 11% và tăng 27,5% YoY trong tổng thu nhập hoạt động. Gánh nặng trích lập DPRR của ACB đến từ hai khoản (1) Nhóm 6 Công ty của ông Nguyễn Đức Kiên và (2) Trái phiếu đặc biệt và ACB đang nỗ lực xử lý sớm hai khoản tổn động này. Chi phí DPRR 9T2017 do vậy đã tăng mạnh, gần gấp 3 lần cùng kỳ, lên xấp xỉ 1.491 tỷ đồng. Tuy nhiên, do đã trích lập dự phòng trái phiếu doanh nghiệp (liên quan nhóm 6 Công ty) trong năm 2016, và hoàn nhập hơn 300 tỷ trái phiếu Vinaline trong nửa đầu năm nay, dự phòng rủi ro của ACB liên quan đến các tổn động cũ thực tế đã giảm so với cùng kỳ. Chi phí hoạt động tăng mạnh lên 4.491 tỷ đồng (+28,7% YoY) do phát sinh trích lập DPRR cho một số tài sản có nội bảng khác. Nếu loại trừ phần trích lập đột biến này thì chi phí hoạt động chỉ tăng khoảng 10% YoY. LNTT 9T2017 đạt 2.004 tỷ đồng (+61% YoY), hoàn thành 89% kế hoạch cả năm.

Động lực tăng trưởng tiếp tục được duy trì trong năm 2017 và 2018. Với các chỉ tiêu an toàn thanh khoản và an toàn vốn đang rất tốt so với yêu cầu của NHNN thì ACB có khá nhiều dư địa để cơ cấu danh mục cho vay sang các khoản vay có lãi suất tốt hơn. Điều này giúp NIM của ngân hàng tiếp tục cải thiện trong năm 2017-18. Bên cạnh đó, hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2017 của ACB được điều chỉnh lên mức 20% và chúng tôi giữ mức dự báo này cho năm 2017 và tăng trưởng khoảng 18% trong năm 2018. Cho năm 2017, dự báo LNTT 2.690 tỷ đồng (+61,4% YoY), cao hơn kế hoạch khoảng 20%. LNST đạt 2.152 tỷ đồng (62,4% YoY) và EPS tương ứng là 2.101 đồng.

Định giá và khuyến nghị

Năm 2017 đánh dấu chương mới trong hoạt động của ACB khi ngân hàng gần như xử lý xong gánh nặng với các khoản tổn động phát sinh từ năm 2012 và trích lập xong DPRR trái phiếu đặc biệt. Thu nhập tăng trưởng mạnh trong năm 2017 cho phép ACB tăng cường trích lập DPRR các khoản nợ xấu nội bảng, qua đó củng cố chất lượng tài sản. Chúng tôi cũng khá yên tâm với sự kiên định của ACB với chiến lược kinh doanh tập trung vào thể mạnh cốt lõi là ngân hàng bán lẻ. Ngoài ra, với phần lớn giá trị TSĐB các khoản nợ xấu tổn động cũ là cổ phiếu, sự khởi sắc của TTCK là cơ hội tốt để ACB thu hồi nợ. Do vậy, không loại trừ khả năng ACB sẽ tiếp tục có các khoản hoàn nhập dự phòng lớn liên quan nợ tổn động cũ. Lợi nhuận năm 2018 dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh so với năm 2017.

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý trong trung hạn của ACB là 38.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức P/B dự phóng năm 2018 là 2,0 lần, điều chỉnh tăng 26% so với giá mục tiêu cập nhật BCCL tháng Mười Một. Hiện tại, ACB đang thực hiện chính sách trả cổ tức bằng cổ phiếu. Do đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 13%, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với ACB.

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	33.900
Giá mục tiêu (VND)	38.400

Cổ tức tiền mặt (VND) * 0

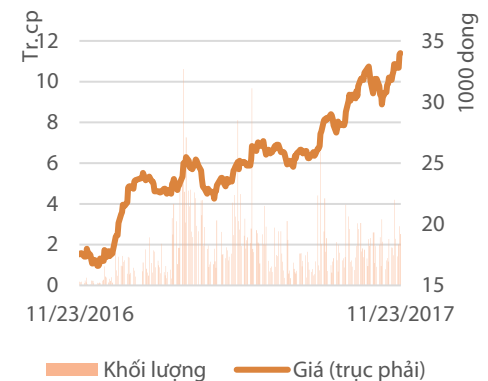
(* Dự kiến trong 12 tháng tới)

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	33.422
SLCPDLH	985.901.281
Beta	0,77
Free Float (%)	74,19
Giá cao nhất 52 tuần	33.900
Giá thấp nhất 52 tuần	16.473
KLGD bình quân 20 phiên	1.963.654

	FY2016	Hiện tại
EPS	1.293	1.882
Tăng trưởng EPS (%)	37,8	N/a
EPS điều chỉnh	1.423	N/a
P/E	15,3	18,1
P/B	1,3	2,2
Cổ tức	0	0
ROE (%)	9,9	12,6

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Standard Chartered Bank Limited	9,58
Standard Chartered APR Limited	8,77
Dragon Financial Holdings Limited	7,46
First Burns Investment Limited	4,38
Gới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Thu nhập lãi	5.194	5.002	3,8%	4.143	25,4%
Chi phí lãi	-3.046	-2.982	2,2%	-2.486	22,6%
Thu nhập lãi thuần	2.147	2.020	6,3%	1.657	29,6%
Thu nhập ngoài lãi	388	755	-48,6%	194	99,9%
Từ HĐ Dịch vụ	309	293	5,4%	236	30,6%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	54	59	-7,1%	52	5,2%
Từ mua-bán CK kinh doanh	-26	13	-298,1%	8	-443,2%
Từ mua-bán CK đầu tư	3	327	-99,2%	-140	-101,8%
Từ hoạt động khác	49	64	-23,8%	39	25,4%
Tổng thu nhập hoạt động	2.535	2.775	-8,6%	1.851	37,0%
Tổng chi phí hoạt động	-1.269	-1.748	-27,4%	-1.243	2,1%
LN trước chi phí DPRR	1.267	1.027	23,4%	608	108,3%
Chi phí DPRR	-525	-359	46,1%	-192	173,1%
Lợi nhuận trước thuế	742	667	11,2%	416	78,4%
Thuế TNDN	-195	-165	17,9%	-82	137,8%
Lợi nhuận sau thuế	547	502	8,9%	334	63,8%
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.194	5.194	0,0%	5.194	0,0%

Nguồn: ACB, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2017

	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	12,9	11,2	174 bps	19,2	-633 bps
Huy động khách hàng	13,0	11,2	186 bps	15,1	-210 bps
Thu nhập hoạt động	-8,6	3,7	-1234 bps	5,9	-1458 bps
LN trước chi phí DPRR	23,4	-14,6	3800 bps	5,5	1788 bps
LNST	8,9	5,0	396 bps	-5,4	1429 bps
Tổng tài sản	15,7	13,8	189 bps	13,6	205 bps
Vốn CSH	9,7	5,8	383 bps	7,3	234 bps
Khả năng sinh lời					
NIM	3,8	3,5	25 bps	3,4	33 bps
Interest spread	4,2	3,7	50 bps	3,5	70 bps
ROAE	12,6	11,5	111 bps	8,8	375 bps
ROAA	0,7	0,7	6 bps	0,5	18 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	1,0	1,1	-6 bps	1,1	-9 bps
Dự phòng/Nợ xấu	151,0	130,9	209 bps	100,4	5067 bps
VCSH/Tổng tài sản	5,7	5,6	11 bps	6,0	-29 bps

Nguồn: ACB, RongViet Research

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2H2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	H2-FY17	+/- HoH	+/- YoY
Thu nhập lãi thuần	4.175	6%	16%
Tổng thu nhập hoạt động	5.009	-8%	22%
Lợi nhuận trước DPRR	2.141	-4%	27%
LNST	1.172	20%	77%

Nguồn: RongViet Research

Thông tin cập nhật

Chất lượng tài sản cũng như các chỉ tiêu an toàn vốn và thanh khoản của ACB cải thiện đáng kể. Kết thúc quý 3/2017, tăng trưởng tín dụng và huy động của ACB đạt lần lượt 12,9% và 13,0% YTD. Với tốc độ tăng trưởng này thì chênh lệch tăng trưởng giữa tín dụng và huy động hầu như không còn trong năm 2017. Nhờ vậy, chỉ tiêu về an toàn vốn (CAR) và tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) được duy trì ở mức khá tốt so với quy định của Thông tư 36. Đến thời điểm cuối Q2/2017, CAR hợp nhất đạt 12,7% và LDR đạt 75%.

Tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát ở mức 1% trong khi Ngân hàng tăng cường trích lập DPRR. Nhờ vậy, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu tăng mạnh lên xấp xỉ 151%, chỉ thấp hơn so với tỷ lệ của VCB.

ACB có thể trích lập xong trái phiếu đặc biệt trong năm 2017. Đến cuối quý 2/2017, dư nợ nhóm 6 Công ty (G6) còn khoảng 3.500 tỷ đồng, trong đó ngân hàng đã trích lập 3.000 tỷ đồng. Đối với trái phiếu đặc biệt, số dư ròng (sau trích lập dự phòng) còn xấp xỉ 883 tỷ đồng. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo ngân hàng, chúng tôi được biết ACB sẽ tăng cường trích lập dự phòng cho hai khoản trên và có thể sẽ hoàn tất trong năm 2017. Bên cạnh đó, với phần lớn giá trị TSĐB của nhóm 6 Công ty là cổ phiếu thì sự khởi sắc của thị trường chứng khoán cũng giúp tiến độ thu hồi nợ tốt hơn. Do vậy, chúng tôi dự báo không chỉ chi phí DPRR sẽ giảm mạnh mà ACB còn có khả năng ghi nhận hoàn nhập DPRR từ các khoản nợ đã trích lập dự phòng trong năm 2018.

Giao dịch cổ đông lớn. Ngày 17/10, Connaught Investor Ltd, cổ đông lớn nắm giữ 7,26% cổ phần ACB, đã chuyển nhượng toàn bộ số lượng cổ phần trên cho Asia Reach Investment Ltd (33,53 triệu cổ phiếu, tương đương 3,26% vốn điều lệ ACB) và First Burn Investment Ltd (41,09 triệu cổ phiếu, tương đương 4% vốn điều lệ). Hai quỹ đầu tư nhận chuyển nhượng trên là công ty con của Connaught Investor Ltd.

	Tỷ đồng			
BÁO CÁO THU NHẬP	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	14.082	16.448	20.671	24.383
Chi phí lãi	-8.198	-9.556	-12.568	-14.863
Thu nhập lãi thuần	5.884	6.892	8.103	9.520
Thu nhập ngoài lãi	337	671	2.357	2.621
Từ HĐ Dịch vụ	745	944	1.133	1.360
Từ HĐKD ngoại hối	121	230	250	250
Từ mua-bán CKKD	15	72	66	66
Từ mua-bán CK đầu tư	-808	-886	417	640
Từ hoạt động khác	264	310	491	305
Tổng TNHĐ	6.220	7.563	10.460	12.141
Tổng chi phí HĐ	-4.022	-4.678	-6.090	-6.677
LN trước trích lập DP	2.199	2.885	4.370	5.463
Chi phí DPRR	-884	-1.218	-1.679	-836
Lợi nhuận trước thuế	1.314	1.667	2.690	4.627
Thuế TNDN	-286	-342	-538	-925
Lợi nhuận sau thuế	1.028	1.325	2.152	3.702
LNST thuộc về CĐ mẹ	1.028	1.325	2.152	3.702

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	15,2	21,9	20,0	18,0
Huy động khách hàng	13,1	18,4	20,0	16,0
Thu nhập lãi thuần	23,5	17,1	17,6	17,5
Thu nhập hoạt động	2,7	21,6	38,3	16,1
LNST	8,0	28,9	62,4	72,0
Tổng tài sản	12,2	16,0	19,9	16,9
Vốn CSH	3,1	10,0	18,7	22,2
Khả năng sinh lời				
NIM	3,4	3,5	3,5	
Interest spread	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	64,7	61,9	58,2	55,0
ROAE	8,2	9,9	14,0	20,0
ROAA	0,5	0,6	0,8	1,2
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	1,3	1,8	N/A	N/A
Dự phòng/Nợ xấu	87,0	62,7	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	6,3	6,0	6,0	6,2
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/TTS	64,0	64,9	72,0	72,8
Cho vay /Tiền gửi KH	80,8	81,1	80,0	81,4
CAR	12,8	13,2	0,0	0,0

	Tỷ đồng			
BẢNG CÂN ĐỐI	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2.806	3.541	3.218	6.184
Tiền gửi tại NHNN	4.609	5.119	8.696	10.088
Tiền gửi và cho các TCTD khác	10.122	8.152	8.152	10.598
Chứng khoán kinh doanh	100	1.183	504	504
Các công cụ tài chính phái sinh và các TSTC khác	48	16	0	0
Cho vay khách hàng	132.491	161.604	193.537	227.996
Chứng khoán đầu tư	38.679	42.801	53.825	58.261
Góp vốn, đầu tư dài hạn	208	190	190	190
Tài sản cố định	2.480	2.851	3.278	3.770
Bất động sản đầu tư	62	212	266	266
Tài sản Có khác	9.852	8.010	8.411	9.672
Tổng tài sản	201.457	233.681	280.078	327.529
Các khoản nợ CP & NHNN	5.179	0	0	0
Tiền gửi và vay TCTD khác	2.433	2.235	3.666	4.765
Tiền gửi của khách hàng	174.919	207.051	248.462	288.215
Các CC TCPS và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	162	123	137	137
Phát hành giấy tờ có giá	3.075	6.615	7.164	9.664
Các khoản nợ khác	2.901	3.594	3.953	4.349
Tổng nợ phải trả	188.669	219.618	263.381	307.130
Vốn chủ sở hữu	12.788	14.063	16.697	20.399
Vốn của tổ chức tín dụng	8.711	8.711	9.193	9.193
Quỹ của tổ chức tín dụng	2.374	2.590	2.941	3.544
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại TS	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	1.702	2.761	4.563	7.662
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	201.457	233.681	280.078	327.529

	Tỷ đồng			
THUYẾT MINH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	14.082	16.448	20.671	24.383
Từ cho vay khách hàng	10.731	13.550	16.664	19.815
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	271	181	224	258
Từ CK đầu tư	2.636	2.411	3.575	4.102
Thu khác từ HĐTD	444	306	207	207
Chi phí lãi	-8.198	-9.556	-12.568	-14.863
Từ tiền gửi KH	-7.471	-8.794	-12.041	-14.186
Từ khoản vay các TCTD	-3	-92	-130	-145
Từ giấy tờ có giá	-380	-536	-382	-491
Chi phí khác	-255	-96	0	0
Chi phí hoạt động	-4.022	-4.678	-6.090	-6.677
Chi phí DPRR tín dụng	-884	-1.218	-1.679	-836

NHTMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (BID: HSX)

Cấp bách nhu cầu tăng vốn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- QoQ	Q3-FY16	+/- YoY
Tổng thu nhập hoạt động	10.881	9.017	21%	8.062	35%
LN trước chi phí DPRR	7.418	5.399	37%	4.908	51%
Lợi nhuận trước thuế	1.862	1.416	31%	2.430	-23%
Lợi nhuận sau thuế	1.505	892	69%	1.966	-23%

Nguồn: BID, RongViet Research

Thu nhập tăng mạnh, ưu tiên trích lập DPRR. Tăng trưởng tín dụng và huy động khách hàng cuối Q3/2017 đạt lần lượt 14,4% YTD và 13,4% YTD. So với diễn biến năm 2016, tăng trưởng huy động 9T2017 của BID giảm tốc đáng kể trong khi tăng trưởng cho vay tăng nhẹ. Kết quả là tỷ lệ NIM và thu nhập lãi tăng khá mạnh so với các ngân hàng cùng nhóm đang niêm yết. Thu nhập lãi tăng trưởng 37,7% và đóng ~83% trong tổng thu nhập hoạt động của BID. Thu nhập dịch vụ và ngoại hối, tăng trưởng khá tốt, lần lượt hơn 24% YoY và 37% YoY, song tỷ trọng khiêm tốn, lần lượt 7,7% và 1,8%. Theo đó, tổng TNHĐ 9T2017 đạt 27.786 tỷ (+28,6% YoY). 9T2017, BID đã trích lập gần 11.900 tỷ đồng DPRR tín dụng (+70% YoY), trong đó ước tính khoảng 67% là chi phí dự phòng cho vay khách hàng. LNTT 9T2017 đạt 5.555 tỷ, giảm 3,5% YoY và hoàn thành 71,7% kế hoạch năm.

Năm 2017: tăng trưởng thận trọng. Tăng trưởng tín dụng năm 2017 của BID được điều chỉnh lên 18% và chúng tôi giữ nguyên mức này cho dự báo tăng trưởng tín dụng của ngân hàng. Tăng trưởng huy động theo đó dự báo đạt tương đương, khoảng 18%. Dự báo thu nhập lãi thuần năm 2017 đạt 31.193 tỷ, tăng trưởng 33% YoY. Tổng thu nhập hoạt động dự báo đạt 37.650 tỷ đồng (+23,7% YoY).

Thu nhập tăng trưởng mạnh sẽ tạo điều kiện để BID: (1) Tăng cường trích lập DPRR đối với các khoản nợ nội bảng và trái phiếu đặc biệt và (2) Đầu tư nâng cấp hệ thống ngân hàng lõi nhằm tăng khả năng cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ. Do vậy, trong giai đoạn 2017-2018 chúng tôi cho rằng sẽ khó có sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận. Năm 2017, chi phí hoạt động và chi phí DPRR dự báo tăng trưởng lần lượt 11,3% YoY và 58% YoY. LNTT dự báo đạt 8.082 tỷ (+4,8% YoY) và cao hơn kế hoạch khoảng 4,3%. LNST tương ứng là 6.439 tỷ đồng (+4,9% YoY) và EPS là 1.424 đồng.

Định giá và khuyến nghị

BID là NHQD không chỉ có quy mô tổng tài sản và vốn lớn trong hệ thống ngân hàng mà còn được biết đến với thị phần tín dụng và huy động lớn nhất, số dư nợ xấu bán qua VAMC cũng thuộc nhóm cao nhất trong ngành. Do vậy, BID được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi đáng kể từ tăng trưởng tín dụng năm 2017 và Nghị quyết 42 về thí điểm xử lý nợ xấu. Mặc dù vậy, trong vài năm tới, chúng tôi cho rằng BID có thể lựa chọn hướng đi chậm lại nhằm cải thiện chất lượng tài sản và an toàn thanh khoản thay vì chạy theo mục tiêu tăng trưởng.

So với mức PB bình quân hiện tại của các ngân hàng niêm yết (không bao gồm VCB), mức thị giá hiện tại của BID là không hấp dẫn, đặc biệt là với giá trị nợ xấu cao của ngân hàng. Tuy vậy, nếu Nghị quyết 42 được thực thi hiệu quả và thương vụ phát hành đối tác chiến lược thành công thì sẽ tác động rất tích cực đến bức tranh tài chính của BID. Trong đó, việc phát hành thành công cho đối tác chiến lược sẽ tác động tích cực, như là sự cải thiện đáng kể về vốn cấp 1, hỗ trợ về mặt quản trị và công nghệ từ đối tác chiến lược. Nghị quyết 42, nếu thành công, có thể sẽ giúp phần lớn gánh nặng nợ xấu của BID được gỡ bỏ. Những kỳ vọng này có thể khiến nhà đầu tư phản ứng tích cực đối với cổ phiếu BID. Mức PB cao nhất trong quá khứ là 2,7 lần, và mức PB bình quân trong ba năm gần đây của ngân hàng là 1,3 lần.

QUAN SÁT

Giá thị trường (VND)	25.700
Giá mục tiêu (VND)	N/A
Cổ tức tiền mặt (VND) *	700

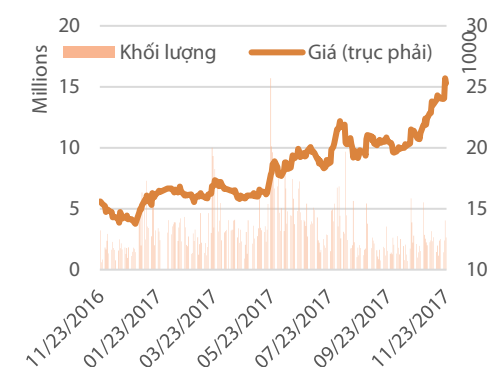
(*) Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	87.861
SLCPDLH	3.418.715.334
Beta	0
Free Float (%)	4,72
Giá cao nhất 52 tuần	25.700
Giá thấp nhất 52 tuần	13.760
KLGD bình quân 20 phiên	2.324.694

	FY2016	Hiện tại
EPS	1.354	1.682
Tăng trưởng EPS (%)	-4,2	N/a
EPS điều chỉnh	1.357	N/a
P/E	10,2	15,3
P/B	1,1	1,9
Cổ tức	700	700
ROE (%)	14,7	12,7

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Ngân hàng nhà nước Việt Nam	95,28
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	27,6

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Thu nhập lãi	21.151	19.014	11,2%	16.644	27,1%
Chi phí lãi	-12.131	-11.827	2,6%	-10.138	19,7%
Thu nhập lãi thuần	9.020	7.187	25,5%	6.506	38,7%
Thu nhập ngoài lãi	1.861	1.830	1,7%	1.557	19,6%
Từ HĐ Dịch vụ	730	836	-12,7%	565	29,2%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	210	181	15,7%	169	24,2%
Từ mua-bán CK kinh doanh	165	56	193,5%	165	0,2%
Từ mua-bán CK đầu tư	32	50	-36,1%	23	39,7%
Từ hoạt động khác	725	706	2,7%	635	14,1%
Tổng thu nhập hoạt động	10.881	9.017	20,7%	8.062	35,0%
Tổng chi phí hoạt động	-3.464	-3.618	-4,3%	-3.154	9,8%
LN trước chi phí DPRR	7.418	5.399	37,4%	4.908	51,1%
Chi phí DPRR	-5.556	-3.983	39,5%	-2.478	124,2%
Lợi nhuận trước thuế	1.862	1.416	31,5%	2.430	-23,4%
Thuế TNDN	-379	-439	-13,6%	-441	-14,1%
Lợi nhuận sau thuế	1.483	978	51,7%	1.989	-25,5%
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.194	5.194	0,0%	5.194	0,0%

Nguồn: BID, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2017

	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	14,4	11,4	298 bps	12,8	158 bps
Huy động khách hàng	13,4	11,6	178 bps	25,7	-1237 bps
Thu nhập hoạt động	20,7	14,3	635 bps	18,0	263 bps
LN trước chi phí DPRR	37,4	16,7	2066 bps	30,8	662 bps
LNST	68,7	-51,1	11982 bps	97,5	-2880 bps
Tổng tài sản	11,9	9,2	265 bps	11,7	15 bps
Vốn CSH	9,4	13,2	-377 bps	8,7	69 bps
Khả năng sinh lời					
NIM	3,1	2,9	13 bps	2,8	31 bps
Interest spread	3,0	2,9	11 bps	2,8	25 bps
ROAE	12,7	13,9	-117 bps	15,2	-249 bps
ROAA	0,5	0,6	-7 bps	0,7	-18 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2,1	1,9	16 bps	2,0	6 bps
Dự phòng/Nợ xấu	84,0	82,9	103 bps	77,6	639 bps
VCSH/Tổng tài sản	4,1	4,4	-25 bps	4,7	-55 bps

Nguồn: BID, RongViet Research

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2H2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	H2-FY17	+/- HoH	+/- YoY
Thu nhập lãi thuần	17.200	23%	27%
Tổng thu nhập hoạt động	20.746	23%	22%
Lợi nhuận trước DPRR	12.566	25%	37%
LNST	3.724	37%	6%

Nguồn: RongViet Research

Thông tin cập nhật

Chi phí DPRR cao trong giai đoạn 2017-2018. Cuối quý 2/2017, số dư trái phiếu đặc biệt của BID chưa trích lập DPRR của BID còn xấp xỉ 13.800 tỷ đồng. Với tốc độ thu hồi nợ đã bán qua VAMC khá chậm, chúng tôi dự báo chi phí trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt của BID năm 2017 khoảng 5.000 tỷ đồng. Mức trích lập sẽ tăng mạnh hơn trong năm 2018, sau khi áp lực trích lập DPRR cho các khoản nợ nội bảng không còn lớn. Theo lộ trình này, BID sẽ hoàn tất nghĩa vụ với trái phiếu đặc biệt vào đầu năm 2019.

Nghị quyết 42 về thí điểm xử lý nợ xấu có thể là xúc tác mới giúp tỷ lệ thu hồi nợ của BID tốt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cần thêm thời gian đánh giá tác động của Nghị quyết 42, do vậy, chúng tôi tạm thời chưa đưa yếu tố này vào các giả định về thu hồi nợ của BID.

Chi phí hoạt động dự báo tiếp tục tăng do ngân hàng chủ trương nâng cấp hệ thống ngân hàng lõi. CIR 9T2017 của BID xấp xỉ 37%, giảm mạnh so với năm 2016 và khá thấp so với mức bình quân hiện tại của các ngân hàng đang niêm yết. Năm 2017, chúng tôi nhận thấy BID sẽ ưu tiên mục tiêu trích lập DPRR cho các khoản nợ xấu nội bảng cũng như trái phiếu đặc biệt nhiều hơn. Do vậy, CIR năm 2017 ước tính khoảng 40%, giảm 4,4 điểm phần trăm so với CIR năm 2016. Hoạt động mở rộng đầu tư và nâng cấp hạ tầng công nghệ có thể sẽ được đẩy mạnh từ năm 2018. Chi phí hoạt động của BID dự báo sẽ tăng mạnh trở lại trong giai đoạn này, sau khi gánh nặng trích lập DPRR giảm.

Tăng vốn là một trong những nhiệm vụ cấp bách của BID. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ dư nợ so với nguồn vốn huy động (LDR) khoảng 83% – 84%, và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức khoảng 41% – 42% vào cuối quý 2/2017. So với quy định của Thông tư 36 và Thông tư 06, hiện tại BID vẫn đảm bảo các yêu cầu về an toàn thanh khoản. Tuy nhiên, nếu dự thảo sửa đổi Thông tư 36 đang được NHNN lấy ý kiến gần đây không được thông qua, BID sẽ chịu áp lực huy động hoặc kiểm soát hoạt động cho vay để đưa tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn về dưới mức 40% từ năm 2018 (theo Thông tư 06).

Ngoài ra, CAR đến thời điểm cuối quý 2/2017 của BID đang xấp xỉ ngưỡng 9% khiến ngân hàng đang có áp lực tăng vốn cấp 1 khá lớn, để có thể áp dụng Basel II từ năm 2019. Sự kiện ký kết sơ bộ giữa BID và Hana Bank trong quý 3/2017 mang lại kỳ vọng về khả năng Hana Bank (Hàn Quốc) sẽ là đối tác chiến lược của BID. Nếu kịch bản trên đúng, chúng tôi cho rằng vẫn cần thêm nhiều tháng để BID có thể phát hành thành công, vì cần có sự chấp thuận của NHNN, và giá phát hành cũng là một yếu tố mất nhiều thời gian thương thảo (qua thương vụ VCB, chúng tôi nhận thấy không dễ dàng gì để một đối tác ngoại mua cổ phần với mức premium quá cao, trong khi NHNN cũng khó có thể chấp nhận mức chiết khấu lớn so với thị trường).

	Tỷ đồng			
BÁO CÁO THU NHẬP	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	49.005	62.600	77.808	90.423
Chi phí lãi	-29.690	-39.166	-46.615	-56.453
Thu nhập lãi thuần	19.315	23.435	31.193	33.969
Thu nhập ngoài lãi	5.397	6.999	6.457	7.059
Từ HĐ Dịch vụ	2.337	2.509	3.011	3.613
Từ HĐKD ngoại hối	294	534	708	708
Từ mua-bán CKKD	-63	455	375	375
Từ mua-bán CK đầu tư	11	403	0	0
Từ hoạt động khác	2.818	3.097	2.363	2.363
Tổng TNHDD	24.712	30.434	37.650	41.029
Tổng chi phí hoạt động	-11.087	-13.527	-15.060	-17.642
LN trước trích lập DP	13.625	16.907	22.590	23.386
Chi phí DPRR	-5.676	-9.199	-14.509	-13.992
Lợi nhuận trước thuế	7.949	7.709	8.082	9.394
Thuế TNDN	-1.572	-1.480	-1.551	-1.803
Lợi nhuận sau thuế	6.377	6.229	6.530	7.500
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.822	6.138	6.439	7.500

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	34,6	20,9	18,0	16,0
Huy động khách hàng	28,2	28,6	18,0	16,5
Thu nhập lãi thuần	14,7	21,3	33,1	8,9
Thu nhập hoạt động	12,8	23,2	23,7	9,0
LNST	16,8	5,4	4,9	16,5
Tổng tài sản	30,8	18,3	15,2	15,2
Vốn CSH	23,1	3,9	9,5	11,0
Khả năng sinh lời				
NIM	2,8	2,7	3,0	
Interest spread	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	44,9	44,4	40,0	43,0
ROAE	15,7	14,7	14,5	15,3
ROAA	0,8	0,7	0,6	0,6
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	1,7	2,0	N/A	N/A
Dự phòng/Nợ xấu	74,8	69,7	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	4,8	4,2	4,0	3,9
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/TTS	64,0	64,9	79,0	80,1
Cho vay KH/Tiền gửi KH	80,8	94,7	95,0	95,4
CAR	9,8	>9	0,0	0,0

	Tỷ đồng			
BẢNG CÂN ĐỐI	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6.589	7.107	9.641	13.098
Tiền gửi tại NHNN	21.719	36.711	34.268	39.922
Tiền gửi và cho các TCTD khác	67.261	61.865	80.425	104.552
Chứng khoán kinh doanh	8.873	10.016	9.515	9.515
Các công cụ tài chính phái sinh và các TSTC khác	102	0	0	0
Cho vay khách hàng	590.917	713.633	834.888	964.592
Chứng khoán đầu tư	121.565	144.413	151.667	157.819
Góp vốn, đầu tư dài hạn	5.251	4.330	4.330	5.196
Tài sản cố định	8.535	9.722	11.180	12.857
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	19.859	18.607	23.259	27.911
Tổng tài sản	850.670	1.006.404	1.159.174	1.335.463
Các khoản nợ CP & NHNN	45.402	43.392	43.392	52.071
Tiền gửi và vay TCTD khác	79.758	92.499	106.374	122.330
Tiền gửi của khách hàng	564.583	726.022	856.706	998.062
Các CC TCPS và các khoản nợ tài chính khác	0	103	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	35.295	11.362	11.930	13.123
Phát hành giấy tờ có giá	65.542	66.642	67.975	69.334
Các khoản nợ khác	17.754	22.240	24.463	26.910
Tổng nợ phải trả	808.334	962.260	1.110.840	1.281.830
Vốn chủ sở hữu	40.950	42.541	46.578	51.684
Vốn của tổ chức tín dụng	34.272	34.305	34.305	34.305
Quỹ của tổ chức tín dụng	2.464	3.377	4.315	5.419
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-43	-112	-112	-112
Chênh lệch đánh giá lại TS	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	4.257	4.971	8.069	12.072
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.386	1.604	1.756	1.948
Tổng cộng nguồn vốn	850.670	1.006.404	1.159.174	1.335.463

	Tỷ đồng			
THUYẾT MINH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	49.005	62.600	77.808	90.423
Từ cho vay khách hàng	39.136	51.120	66.234	77.439
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	1.346	1.413	1.701	2.211
Từ CK đầu tư	7.022	8.494	9.873	10.772
Thu khác từ HĐTD	1.501	1.573	0	0
Chi phí lãi	-29.690	-39.166	-46.615	-56.453
Từ tiền gửi KH	-23.845	-32.214	-41.604	-51.538
Từ khoản vay các TCTD	-3.611	-3.278	-3.759	-3.406
Từ giấy tờ có giá	-2.208	-3.440	-1.252	-1.510
Chi phí khác	-27	-235	0	0
Chi phí hoạt động	-11.087	-13.527	-15.060	-17.642
Chi phí DPRR tín dụng	-5.676	-9.199	-14.509	-13.992

NHTM CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG: HSX)

Hoạt động dịch vụ chưa mang lại kết quả khả quan

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- QoQ	Q3-FY16	+/- YoY
Tổng thu nhập hoạt động	7.607	8.608	-12%	7.227	5%
LN trước chi phí DPRR	4.238	5.048	-16%	4.181	1%
Lợi nhuận trước thuế	2.419	2.270	7%	2.212	9%
Lợi nhuận sau thuế	1.950	1.873	4%	1.775	10%

Nguồn: CTG, RongViet Research

Đóng góp từ thu nhập lãi còn cao. Tổng TNHĐ 9T2017 đạt 23.928 tỷ, tăng trưởng 18,7% YoY. Trong đó thu nhập từ lãi tăng 15,8% YoY và chiếm hơn 83% trong cơ cấu thu nhập. Trong khi đó, thu nhập dịch vụ chỉ tăng trưởng 7% YoY và đạt 1.283 tỷ. So với các ngân hàng nhóm 1 đang niêm yết, mức tăng trưởng và đóng góp như trên của hoạt động dịch vụ ở CTG là khá khiêm tốn và gây thất vọng bởi lẽ CTG đã chuyển đổi mô hình hoạt động và nâng cấp hệ thống CNTT nhằm theo đuổi mục tiêu ngân hàng bán lẻ từ khá sớm.

Trong 9T2017, CTG ghi nhận một số khoản thu nhập đột biến nhờ thoái vốn bảo hiểm Aviva và hoàn nhập dự phòng tăng mạnh. Trích lập DPRR được đẩy mạnh với chi phí DPRR tăng xấp xỉ 44% YoY lên 6.663 tỷ. Chúng tôi ước tính hơn 50% chi phí DPRR là trích lập TPĐB. Do vậy, LNTT 9T2017 đạt 7.232 tỷ (+11,5% YoY), hoàn thành 82% kế hoạch cả năm.

CTG có thể sẽ ưu tiên trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt trong năm 2017. Hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2017 của CTG được điều chỉnh lên 18%. Tuy vậy, cho vay khách hàng đã tăng tốc khá mạnh 9T2017 nên chúng tôi dự báo mức tăng trưởng cả năm của CTG là 19%. Tiền gửi KBNN tại CTG tăng rất mạnh trong năm 2017 phần nào giảm bớt áp lực huy động vốn từ dân cư. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi khách hàng năm nay của CTG chỉ ở mức khoảng 14%. Do NIM vẫn trong xu hướng giảm nhẹ, thu nhập lãi dự báo đạt 27.212 tỷ đồng (+21,5% YoY) đóng góp 85% thu nhập hoạt động. Lợi nhuận thuần từ HĐKD (trước trích lập dự phòng) dự báo đạt 17.134 tỷ đồng (+26,4% YoY).

Ngoài ra, với dự báo CTG sẽ ưu tiên trích lập DPRR TPĐB trong năm 2017, chi phí DPRR sẽ tăng hơn 45% lên 7.288 tỷ. LNTT dự báo đạt 9.846 tỷ (+15,4% YoY), cao hơn kế hoạch khoảng 12%. LNST theo đó ước đạt 7.714 tỷ (+13,4% YoY) và EPS tương ứng là 1.616 đồng.

Định giá và khuyến nghị

CTG duy trì tăng trưởng lợi nhuận 9T2017 ở mức vừa phải so với cùng kỳ năm 2016. Điểm tích cực là các chỉ tiêu về an toàn thanh khoản được cải thiện đáng kể với LDR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn được đưa về ngưỡng an toàn. Ngoài ra, ngân hàng cũng tích cực trích lập DPRR, đặc biệt là trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt. Tăng vốn cấp 1 nhằm cải thiện tỷ lệ an toàn vốn là một trong những vấn đề cấp bách đối với CTG. Khi thời điểm áp dụng Basel II đang gần kề, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ có giải pháp trong năm 2018. Thông tin gần đây về khả năng cho phép các ngân hàng trả cổ tức bằng cổ phiếu có thể sẽ giúp CTG giải quyết phần nào bài toán trên.

Việc chuyển đổi mô hình hoạt động chưa mang lại kết quả khả quan, cộng với sự khó khăn trong tiếp cận thông tin với ban lãnh đạo ngân hàng có thể là một trong những lý do khiến NĐT thận trọng đối với cổ phiếu CTG. Vì những lý do này, chúng tôi chiết khấu PB của CTG khoảng 25% so với PB bình quân của nhóm niêm yết (không bao gồm VCB). Theo đó, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý trong trung hạn của CTG là 27.000 đồng/cp, tương ứng P/B dự phóng năm 2018 là 1,3 lần, điều chỉnh tăng 27% so với giá mục tiêu cập nhật BCCL tháng Mười Một. CTG đặt kế hoạch trả cổ tức tiền mặt 700 đồng/cp. Do đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 22%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với CTG.

MUA

Giá thị trường (VND)	22.650
Giá mục tiêu (VND)	27.000

Cổ tức tiền mặt (VND) *	700
-------------------------	-----

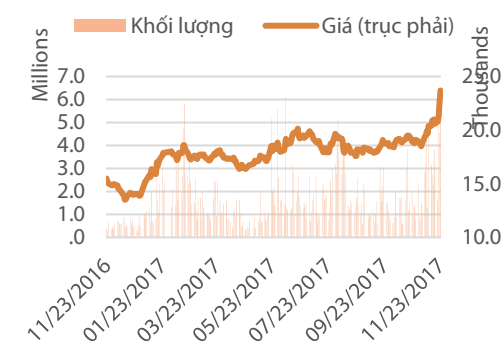
(*) Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	84.335
SLCPDLH	3.723.404.556
Beta	0,96
Free Float (%)	10,42
Giá cao nhất 52 tuần	23.800
Giá thấp nhất 52 tuần	13.541
KLGD bình quân 20 phiên	2.530.068

	FY2016	Hiện tại
EPS	1.457	2.008
Tăng trưởng EPS (%)	19,0	N/a
EPS điều chỉnh	1.457	N/a
P/E	11,7	11,9
P/B	1,0	1,4
Cổ tức	700	700
ROE (%)	11,5	12,3

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Ngân hàng nhà nước Việt Nam	64,46
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	19,73
Quỹ Đầu tư Cấp vốn IFC L.P	5,39
International Finance Corporation	2,63
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Thu nhập lãi	16.218	16.682	-2,8%	13.940	16,3%
Chi phí lãi	-9.786	-9.363	4,5%	-8.001	22,3%
Thu nhập lãi thuần	6.432	7.319	-12,1%	5.939	8,3%
Thu nhập ngoài lãi	1.175	1.289	-8,9%	1.288	-8,8%
Từ HĐ Dịch vụ	374	397	-5,8%	394	-5,0%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	164	86	91,7%	131	25,3%
Từ mua-bán CK kinh doanh	138	65	112,7%	41	237,4%
Từ mua-bán CK đầu tư	-152	71	N/a	-1	N/a
Từ hoạt động khác	650	670	-3,0%	724	-10,2%
Tổng thu nhập hoạt động	7.607	8.608	-11,6%	7.227	5,3%
Tổng chi phí hoạt động	-3.369	-3.560	-5,4%	-3.047	10,6%
LN trước chi phí DPRR	4.238	5.048	-16,0%	4.181	1,4%
Chi phí DPRR	-1.820	-2.779	-34,5%	-1.968	-7,6%
Lợi nhuận trước thuế	2.419	2.270	6,6%	2.212	9,3%
Thuế TNDN	-467	-388	20,4%	-433	7,8%
Lợi nhuận sau thuế	1.952	1.882	3,7%	1.779	9,7%
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.194	5.194	0,0%	5.194	0,0%

Nguồn: CTG, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2017

	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	15,3	10,3	500 bps	16,2	-95 bps
Huy động khách hàng	10,8	5,9	491 bps	26,9	-1609 bps
Thu nhập hoạt động	-11,6	11,5	-2309 bps	12,1	-2372 bps
LN trước chi phí DPRR	-16,0	9,5	-2559 bps	21,7	-3772 bps
LNST	4,1	-7,8	1196 bps	19,3	-1512 bps
Tổng tài sản	12,0	9,2	281 bps	15,6	-358 bps
Vốn CSH	-0,7	-3,8	313 bps	9,3	-996 bps
Khả năng sinh lời					
NIM	2,7	2,8	-7 bps	2,9	-23 bps
Interest spread	2,1	2,2	-8 bps	2,6	-50 bps
ROAE	12,3	12,1	23 bps	11,0	128 bps
ROAA	0,7	0,8	-1 bps	0,8	-3 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	1,2	1,2	4 bps	0,9	35 bps
Dự phòng/Nợ xấu	100,7	94,9	580 bps	128,2	-2748 bps
VCSH/Tổng tài sản	5,9	5,8	4 bps	6,8	-91 bps

Nguồn: CTG, RongViet Research

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2H2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	H2-FY17	+/- HoH	+/- YoY
Thu nhập lãi thuần	13.728	2%	23%
Tổng thu nhập hoạt động	15.695	-4%	16%
Lợi nhuận trước DPRR	7.477	-23%	19%
LNST	3.140	-20%	-8%

Nguồn: RongViet Research

Thông tin cập nhật

NIM vẫn trong xu hướng giảm nhẹ. Tăng trưởng tín dụng và huy động khách hàng đạt lần lượt 15,3% và 10,8% YTD. So với mức tăng trưởng huy động 26,9% YTD cùng kỳ năm 2016, tăng trưởng huy động 9T2017 đã giảm tốc mạnh. Điều này được lý giải bởi 2 lý do: (1) Tỷ lệ LDR đã được đưa về dưới ngưỡng 90% theo quy định của Thông tư 36 và (2) Một phần tiền gửi được bù đắp bởi tiền gửi KBNN (+5,4 lần YTD) và tiền gửi và vay các TCTD khác (+33% YTD). Mặc dù vậy, trong khi chi phí vốn tiếp tục tăng, lợi suất tài sản sinh lãi bình quân giảm nhẹ khiến tỷ lệ NIM giảm 0,2 điểm phần trăm về xấp xỉ 2,7%.

Tích cực trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt. Chi phí DPRR ba quý đầu năm là 6.663 tỷ đồng (+34% YoY), trong đó chúng tôi ước tính khoảng 50% là chi phí trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt. Ngoài ra, riêng 2 quý đầu năm, ước tính CTG cũng thu hồi được hơn 700 tỷ đồng nợ xấu bán VAMC. Như vậy, giả định CTG trích lập thêm 1.000 tỷ đồng trái phiếu đặc biệt và thu hồi được khoảng 600 tỷ trong sáu tháng cuối năm 2017 thì chúng tôi cho rằng CTG đã gần như hoàn thành nghĩa vụ trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt. Chúng tôi kỳ vọng CTG có thể tắt toán xong toàn bộ trái phiếu đặc biệt VAMC trong nửa đầu năm 2018.

Trái phiếu niêm yết Singapore đáo hạn, dự kiến phát hành trái phiếu đợt mới. Sau khi lượng trái phiếu quốc tế niêm yết Singapore đáo hạn vào tháng 5/2017, CTG đã công bố thông tin phát hành 4.200 tỷ đồng trái phiếu trong nước. Trái phiếu phát hành có kỳ hạn mười năm và ngân hàng được quyền mua lại sau năm năm.

	Số lượng trái phiếu	Mệnh giá (tr.đ/trái phiếu)	Tổng giá trị trái phiếu (tỷ đồng)
Đợt 1: T09-10/2017	200.000	10	2.000
Đợt 2: T11/2017	220.000	10	2.200

Bảng: Kế hoạch sử dụng nguồn vốn huy động từ phát hành trái phiếu

	Đợt 1		Đợt 2
Điện	500	Nước	370
Cà phê	210	Xi măng	100
Cao su	46	Gỗ	32
Dệt may	30	Mía đường	20
Thép	773	Thép	572
Thức ăn chăn nuôi	40	Y tế	59
Vận tải kho bãi	105	GTVT	1.047
VLXD	171		
SX hóa chất	25		
Thực phẩm	100		
Tổng	2.000	Tổng	2.200

Nguồn: Bản cáo bạch phát hành trái phiếu của CTG

	Tỷ đồng			
BÁO CÁO THU NHẬP	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	42.472	52.991	63.787	72.422
Chi phí lãi	-23.633	-30.586	-36.574	-41.965
Thu nhập lãi thuần	18.839	22.405	27.212	30.457
Thu nhập ngoài lãi	3.905	4.049	4.814	4.748
Từ HĐ Dịch vụ	1.460	1.687	1.822	2.096
Từ HĐKD ngoại hối	20	685	696	691
Từ mua-bán CKKD	129	184	316	205
Từ mua-bán CK đầu tư	53	41	-98	-1
Từ hoạt động khác	2.243	1.451	2.078	1.757
Tổng TNHĐ	22.744	26.454	32.026	35.205
Tổng chi phí HĐ	-10.719	-12.902	-14.892	-16.370
LN trước trích lập DP	12.024	13.552	17.134	18.835
Chi phí DPRR	-4.679	-5.022	-8.140	-6.597
Lợi nhuận trước thuế	7.345	8.530	8.994	12.238
Thuế TNDN	-1.629	-1.705	-1.911	-2.448
Lợi nhuận sau thuế	5.717	6.825	7.084	9.750
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.698	6.805	7.044	9.750

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	22,5	23,0	19,0	15,0
Huy động khách hàng	16,2	32,8	14,0	15,0
Thu nhập lãi thuần	7,2	18,9	21,5	11,9
Thu nhập hoạt động	8,1	16,3	21,1	9,9
LNST	-0,5	19,4	3,5	38,4
Tổng tài sản	17,9	21,7	17,7	13,4
Vốn CSH	1,1	12,3	7,1	10,6
Khả năng sinh lời				
NIM	2,9	2,9	2,8	
Interest spread	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	47,1	48,8	46,5	46,5
ROAE	10,3	11,5	10,8	13,8
ROAA	0,8	0,8	0,7	0,8
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	0,9	1,0	N/A	N/A
Dự phòng/Nợ xấu	92,1	101,8	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	7,2	6,6	6,0	5,9
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/TTS	64,0	64,9	79,7	80,5
Cho vay KH/Tiền gửi KH	80,8	101,4	101,9	102,1
CAR	10,6	10,4	0,0	0,0

	Tỷ đồng			
BẢNG CÂN ĐỐI	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	5.091	5.187	7.150	12.191
Tiền gửi tại NHNN	11.893	13.503	17.999	20.699
Tiền gửi và cho các TCTD khác	66.019	94.469	113.363	130.368
Chứng khoán kinh doanh	3.346	1.895	9.416	10.318
Các công cụ tài chính phái sinh và các TSTC khác	0	683	412	412
Cho vay khách hàng	533.530	655.126	776.827	889.394
Chứng khoán đầu tư	120.024	134.227	140.584	146.119
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3.892	3.204	3.204	3.204
Tài sản cố định	8.666	10.615	12.208	14.039
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	27.022	29.791	35.750	39.325
Tổng tài sản	779.483	948.699	1.116.912	1.266.066
Các khoản nợ CP & NHNN	13.227	4.808	26.446	13.223
Tiền gửi và vay TCTD khác	99.169	85.152	127.728	140.501
Tiền gửi của khách hàng	492.960	654.423	746.042	857.948
Các CC TCPS và các khoản nợ tài chính khác	118	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	54.237	6.713	6.713	8.727
Phát hành giấy tờ có giá	20.861	23.849	26.234	31.481
Các khoản nợ khác	42.802	110.782	116.321	139.585
Tổng nợ phải trả	723.373	885.727	1.049.484	1.191.465
Vốn chủ sở hữu	55.868	62.712	67.149	74.293
Vốn của tổ chức tín dụng	46.209	46.209	46.209	46.209
Quỹ của tổ chức tín dụng	5.275	6.362	7.487	9.043
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	442	479	479	479
Chênh lệch đánh giá lại TS	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	3.942	9.663	12.975	18.562
Lợi ích của cổ đông thiểu số	242	260	279	308
Tổng cộng nguồn vốn	779.483	948.699	1.116.912	1.266.066

	Tỷ đồng			
THUYẾT MINH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	42.472	52.991	63.787	72.422
Từ cho vay khách hàng	31.702	41.574	49.185	56.190
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	1.518	1.362	2.561	3.004
Từ CK đầu tư	8.524	8.958	12.041	13.228
Thu khác từ HĐTD	728	1.097	0	0
Chi phí lãi	-23.633	-30.586	-36.574	-41.965
Từ tiền gửi KH	-20.125	-26.395	-34.232	-39.608
Từ khoản vay các TCTD	-2.610	-2.675	-2.149	-2.051
Từ giấy tờ có giá	-774	-1.406	-193	-306
Chi phí khác	-124	-110	0	0
Chi phí hoạt động	-10.719	-12.902	-14.892	-16.370
Chi phí DPRR tín dụng	-4.679	-5.022	-8.140	-6.597

NHTM CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI (MBB: HSX)

Giải bài toán tăng trưởng với các hoạt động ngoài ngân hàng truyền thống

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- QoQ	Q3-FY16	+/- YoY
Tổng thu nhập hoạt động	3.632	3.479	4%	2.548	43%
LN trước chi phí DPRR	2.092	2.155	-3%	1.472	42%
Lợi nhuận trước thuế	1.478	1.412	5%	926	60%
Lợi nhuận sau thuế	1.195	1.075	11%	757	58%

Nguồn: MBB, RongViet Research

KQKD 9T2017 bứt phá với sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập từ lãi và dịch vụ.

Tổng thu nhập hoạt động đạt 10.012 tỷ đồng (+47,2% YoY) với thu nhập lãi và thu nhập dịch vụ lần lượt đóng góp 79,6% và 10,3%, so với mức 83,8% và 6,8% trong năm 2016. Các hoạt động ngoài lãi và dịch vụ cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh trong 9T2017.

Chi phí hoạt động và chi phí DPRR tín dụng tăng mạnh, lần lượt hơn 41% YoY và 71% YoY khiến LNTT chỉ tăng trưởng hơn 43,5% YoY và đạt 4.002 tỷ đồng, hoàn thành hơn 88% kế hoạch cả năm.

Ưu tiên trích lập dự phòng TPĐB. Tăng trưởng tín dụng năm 2017 của MBB được NHNN cho phép tăng lên 20%. Tuy vậy, với tốc độ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong 9T, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của MBB đạt 22% YoY, và tăng trưởng huy động tương ứng là 9% YoY trong năm 2017. Tổng thu nhập hoạt động dự báo đạt 12.713 tỷ đồng (+29% YoY). Theo cùng đà tăng của thu nhập, chi phí hoạt động và do mở rộng kinh doanh (lĩnh vực bảo hiểm và tài chính tiêu dùng), chi phí hoạt động dự báo tăng 28% YoY với CIR khoảng 42%. Ngoài ra, trích lập dự phòng TPĐB là một trong những ưu tiên mà MBB sẽ thực hiện trong năm 2017. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo chi phí DPRR tín dụng của MBB ở mức 2.127 tỷ đồng (+4,8% YoY), trong đó ~57% là chi phí dự phòng TPĐB. LNTT năm 2017 của MBB dự báo đạt 5.246 tỷ đồng (+43,7% YoY) và vượt kế hoạch khoảng 16%. LNST theo đó dự báo đạt 4.194 tỷ đồng (+44% YoY) và EPS năm 2017 tương ứng là 1.121 đồng.

Định giá và khuyến nghị

Sự tổng hòa của nhiều yếu tố đã giúp KQKD 9T2017 của MBB bứt phá ấn tượng: (1) Chất lượng tài sản tốt và bộ đệm an toàn vốn cao giúp hoạt động tín dụng tăng tốc, đặc biệt trong môi trường hoạt động của ngành đang rất thuận lợi và (2) Sự quyết liệt thúc đẩy tăng trưởng ở một số mảng dịch vụ (chứng khoán, bảo hiểm).

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR), đạt xấp xỉ 11% vào cuối Q2/2017, tương đối cao so với quy định của Thông tư 36. Do đó, MBB hầu như không có áp lực tăng vốn để đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn theo Basel II như các ngân hàng quốc doanh. Ngoài ra, với những chuyển động về hoạt động kinh doanh như trên, bài toán tăng trưởng của MBB gần như đã có lời giải. Mặc dù vậy, bức tranh vĩ mô đang rất thuận lợi trong khi các mảng kinh doanh mới của MBB đang trong những năm đầu hoạt động và có mức độ rủi ro cao hơn so với trước đây. Do vậy, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng đối với khả năng tăng trưởng lợi nhuận mà vẫn đảm bảo chất lượng tài sản trong dài hạn của ngân hàng.

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý trong trung hạn của MBB là 28.700 đồng/cp, tương ứng P/B dự phóng năm 2018 là 1,54 lần, điều chỉnh tăng 7,5% so với giá mục tiêu cập nhật BCCL tháng Mười Một. MBB đặt kế hoạch trả cổ tức tiền mặt 500 đồng/cp. Do đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 21%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với MBB.

MUA

Giá thị trường (VND)	24.200
Giá mục tiêu (VND)	28.700

Cổ tức tiền mặt (VND) *	500
-------------------------	-----

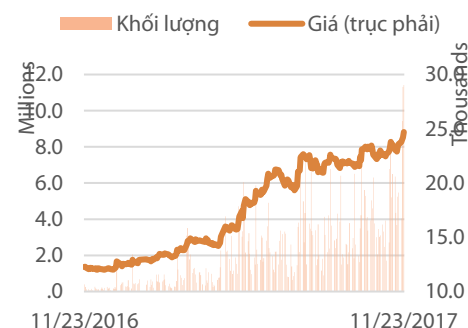
(*) Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	43.935
SLCPDLH	1.815.505.363
Beta	0,94
Free Float (%)	55,65
Giá cao nhất 52 tuần	24.800
Giá thấp nhất 52 tuần	12.067
KLGD bình quân 20 phiên	5.006.400

	FY2016	Hiện tại
EPS	1.706	2.141
Tăng trưởng EPS (%)	-4,5	N/a
EPS điều chỉnh	786	N/a
P/E	7,9	11,5
P/B	0,9	1,6
Cổ tức	500	500
ROE (%)	12,1	14,1

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Viễn thông Quân đội	16,58
Tổng Công ty ĐT và KD Vốn Nhà nước	11,05
Tổng Công ty Trục thăng Việt Nam	8,81
Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn	7,91
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0,0

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Thu nhập lãi	5.097	4.804	6,1%	4.091	24,6%
Chi phí lãi	-2.262	-2.072	9,2%	-2.020	12,0%
Thu nhập lãi thuần	2.835	2.732	3,8%	2.071	36,9%
Thu nhập ngoài lãi	797	747	6,7%	477	67,1%
Từ HĐ Dịch vụ	375	428	-12,5%	180	108,3%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	82	24	248,0%	14	477,5%
Từ mua-bán CK kinh doanh	0	40	-100,0%	145	-100,0%
Từ mua-bán CK đầu tư	43	0	#DIV/0!	0	#DIV/0!
Từ hoạt động khác	297	254	16,8%	138	115,6%
Tổng thu nhập hoạt động	3.632	3.479	4,4%	2.548	42,5%
Tổng chi phí hoạt động	-1.540	-1.324	16,3%	-1.076	43,1%
LN trước chi phí DPRR	2.092	2.155	-2,9%	1.472	42,1%
Chi phí DPRR	-614	-743	-17,3%	-546	12,6%
Lợi nhuận trước thuế	1.478	1.412	4,6%	926	59,5%
Thuế TNDN	-283	-304	-7,0%	-192	47,8%
Lợi nhuận sau thuế	1.195	1.108	7,8%	735	62,6%
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.194	5.194	0,0%	5.194	0,0%

Nguồn: MBB, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2017

	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	16,9	14,6	237 bps	20,0	-305 bps
Huy động khách hàng	8,6	4,4	424 bps	2,9	573 bps
Thu nhập hoạt động	4,4	19,9	-1548 bps	15,3	-1090 bps
LN trước chi phí DPRR	-2,9	27,4	-3035 bps	11,3	-1422 bps
LNST	11,2	20,8	-965 bps	-5,3	1643 bps
Tổng tài sản	13,9	7,8	613 bps	8,5	543 bps
Vốn CSH	12,3	7,7	455 bps	9,3	299 bps
Khả năng sinh lời					
NIM	4,4	4,0	34 bps	3,6	76 bps
Interest spread	4,3	3,8	49 bps	3,4	85 bps
ROAE	14,1	12,9	119 bps	11,6	250 bps
ROAA	1,4	1,3	10 bps	1,2	21 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	1,3	1,3	5 bps	1,3	-1 bps
Dự phòng/Nợ xấu	87,0	102,9	-1595 bps	116,9	-2994 bps
VCSH/Tổng tài sản	9,7	9,9	-14 bps	10,3	-55 bps

Nguồn: MBB, RongViet Research

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2H2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	H2-FY17	+/- HoH	+/- YoY
Thu nhập lãi thuần	5.227	2%	20%
Tổng thu nhập hoạt động	6.333	-1%	13%
Lợi nhuận trước DPRR	3.527	-8%	9%
LNST	2.230	14%	66%

Nguồn: RongViet Research

Thông tin cập nhật

MBB có năm thứ ba liên tiếp ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao hơn đáng kể so với tăng trưởng huy động. Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 16,9% và 8,6% YTD. Trong đó, dư nợ khách hàng SMEs và cá nhân tăng trưởng lần lượt hơn 14,6%YTD và 27,5% YTD, chiếm lần lượt 47,5% và 32,6% tổng dư nợ của MBB. Nhờ cơ cấu danh mục cho vay sang các khoản vay có lãi suất cao hơn, tỷ lệ NIM tăng lên hơn 4%.

Thu nhập hoạt động dịch vụ tăng trưởng mạnh. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng đạt 16,9% YTD cao gần gấp đôi mức tăng trưởng huy động (8,6% YTD) trong 9T2017. Nhờ vậy, thu nhập lãi thuần tăng trưởng xấp xỉ 40% YoY lên 7.974 tỷ đồng trong 9T2017. Thu nhập dịch vụ đạt 1.036 tỷ đồng (+126% YoY) với sự tăng trưởng mạnh mẽ ở hầu hết các lĩnh vực hoạt động. Cụ thể, thu nhập từ chứng khoán tăng trưởng 140% YoY, tăng trưởng dịch vụ thanh toán đạt 59% YoY và thu nhập khác cũng tăng trưởng hơn 42% YoY. Ba hoạt động này đóng góp hơn 72% trong thu nhập dịch vụ của MBB. Ngoài ra, sau khi tăng tỷ lệ sở MIC vào cuối năm 2016, MBB bắt đầu ghi nhận doanh thu bảo hiểm vào hoạt động dịch vụ, chiếm gần 26% thu nhập dịch vụ của MBB.

Tiến độ thu hồi nợ xấu bán qua VAMC khả quan. Số dư trái phiếu đặc biệt mà MBB nắm giữ tại thời điểm cuối quý 2/2017 là 1.971 tỷ đồng, giảm khoảng 42% so với cuối năm 2017. Trong nửa đầu năm 2017, MBB đã trích lập hơn 600 tỷ đồng dự phòng cho trái phiếu đặc biệt và số dư ròng còn khoảng 1.044 tỷ đồng. Với giả định MBB có thể thu hồi khoảng 1.500 tỷ đồng nợ xấu và không bán thêm nợ xấu qua VAMC, chúng tôi dự báo MBB có thể mua lại toàn bộ nợ xấu đã bán qua VAMC muộn nhất trong quý 1/2018. Nếu tiến độ thu hồi nợ tốt hơn dự báo trên, MBB có thể sẽ hoàn tất nghĩa vụ với trái phiếu đặc biệt trong năm 2017.

	2013	2014	2015	2016	H12017	2017E	2018F
Mệnh giá TPĐB	987	3.276	4.048	3.405	1.971	1.905	1.905
Dự phòng TPĐB	0	-129	-642	-1.248	-928	-1.530	-1.905
Chi phí trích lập trong năm	0	-129	-512	-1.001	-602	-1.204	-375

Đối tác chiến lược nước ngoài (phát hành 10% vốn). MBB vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược và khó có khả năng hoàn tất trong năm nay. MBB tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài với mục đích được hỗ trợ về mặt quản trị và công nghệ, hơn là do áp lực về vốn.

Ra mắt Công ty tài chính TNHH MB Shinsei vào ngày 02/11. MB Shinsei, với thương hiệu MCredit, là liên doanh giữa MBB và Shinsei Bank (Nhật Bản), trong đó MBB nắm giữ 50% vốn. Với lợi thế từ hai cổ đông lớn, MCredit đang tập trung phát triển hai nhóm sản phẩm chủ lực là cho vay trả góp và vay tiền mặt.

Phát hành cổ tức bằng cổ phiếu (5%) và ESOP (1% với giá 10.000 đ/cp) trong nửa đầu quý 4/2017. Sau khi phát hành, tổng lượng cổ phiếu lưu hành của MBB là hơn 1,815 tỷ cổ phiếu. Trong đó, 5% cổ phiếu phát hành để trả cổ tức được giao dịch từ ngày 10/11, lượng cổ phiếu ESOP có thời gian hạn chế chuyển nhượng là 2 năm.

	Tỷ đồng			
BÁO CÁO THU NHẬP	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	13.538	15.552	18.644	21.927
Chi phí lãi	-6.219	-7.574	-8.279	-9.275
Thu nhập lãi thuần	7.319	7.979	10.365	12.652
Thu nhập ngoài lãi	1.453	1.876	2.348	2.357
Từ HĐ Dịch vụ	544	683	1.229	1.475
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	159	113	108	0
Từ mua-bán CK kinh doanh	0	0	123	0
Từ mua-bán CK đầu tư	134	101	118	118
Từ hoạt động khác	616	979	770	764
Tổng THNĐ	8.772	9.855	12.713	15.008
Tổng chi phí hoạt động	-3.449	-4.175	-5.339	-6.303
LN trước trích lập DP	5.323	5.681	7.373	8.705
Chi phí DPRR	-2.102	-2.030	-2.127	-1.428
Lợi nhuận trước thuế	3.221	3.651	5.246	7.276
Thuế TNDN	-709	-767	-1.122	-1.455
Lợi nhuận sau thuế	2.512	2.884	4.124	5.891
LNST thuộc về CĐ mẹ	2.496	2.912	4.194	5.891

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	21,7	24,2	22,0	18,0
Huy động khách hàng	8,3	7,3	9,0	10,0
Thu nhập lãi thuần	11,9	9,0	29,9	22,1
Thu nhập hoạt động	5,6	12,4	29,0	18,1
LNST	-0,3	16,7	44,1	40,5
Tổng tài sản	10,3	15,9	18,2	12,4
Vốn CSH	36,4	12,2	13,8	17,3
Khả năng sinh lời				
NIM	4,0	3,6	4,2	
Interest spread	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	39,3	42,4	42,0	42,0
ROAE	12,7	12,1	15,5	18,8
ROAA	1,2	1,2	1,5	1,8
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	1,6	1,3	N/A	N/A
Dự phòng/Nợ xấu	101,4	103,2	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	10,2	9,9	9,5	9,9
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/TTS	64,0	64,9	69,5	72,0
Cho vay KH/Tiền gửi KH	80,8	80,0	80,4	83,6
CAR	12,9	12,5	0,0	0,0

	Tỷ đồng			
BẢNG CÂN ĐỐI	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1.236	1.520	3.165	2.500
Tiền gửi tại NHNN	8.182	10.002	10.617	11.679
Tiền gửi và cho các TCTD khác	28.659	26.953	29.648	32.020
Chứng khoán kinh doanh	3.469	926	880	880
Các công cụ tài chính phái sinh và các TSTC khác	96	53	53	53
Cho vay khách hàng	119.372	148.687	180.854	212.830
Chứng khoán đầu tư	46.760	53.286	60.708	62.142
Góp vốn, đầu tư dài hạn	1.606	842	842	1.011
Tài sản cố định	1.932	2.458	2.827	3.250
Bất động sản đầu tư	298	149	149	149
Tài sản Có khác	9.431	11.381	13.088	13.743
Tổng tài sản	221.042	256.259	302.832	340.257
Các khoản nợ CP & NHNN	1.412	0	0	0
Tiền gửi và vay TCTD khác	7.509	24.713	49.426	59.311
Tiền gửi của khách hàng	181.565	194.812	212.346	233.580
Các CC TCPS và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	318	258	271	298
Phát hành giấy tờ có giá	2.450	2.367	2.249	2.473
Các khoản nợ khác	4.605	7.520	8.272	9.099
Tổng nợ phải trả	197.859	229.670	272.563	304.762
Vốn chủ sở hữu	22.593	25.352	28.861	33.845
Vốn của tổ chức tín dụng	16.719	17.956	18.983	18.983
Quỹ của tổ chức tín dụng	2.242	2.697	3.353	4.274
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại TS	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	3.633	4.699	6.525	10.588
Lợi ích của cổ đông thiểu số	590	1.237	1.408	1.651
Tổng cộng nguồn vốn	221.042	256.259	302.832	340.257

	Tỷ đồng			
THUYẾT MINH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	13.538	15.552	18.644	21.927
Từ cho vay khách hàng	8.430	10.900	14.055	16.838
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	291	341	641	698
Từ CK đầu tư	4.077	3.321	3.948	4.390
Thu khác từ HĐTD	740	990	0	0
Chi phí lãi	-6.219	-7.574	-8.279	-9.275
Từ tiền gửi KH	-5.440	-6.503	-7.695	-8.428
Từ khoản vay các TCTD	-350	-549	-528	-789
Từ giấy tờ có giá	-264	-272	-56	-59
Chi phí khác	-166	-249	0	0
Chi phí hoạt động	-3.449	-4.175	-5.339	-6.303
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-2.102	-2.030	-2.127	-1.428

NHTM CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB:HSX)

Chất lượng tài sản và lợi nhuận được củng cố

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- QoQ	Q3-FY16	+/- YoY
Tổng thu nhập hoạt động	7.288	7.299	0%	6.060	20%
LN trước chi phí DPRR	4.184	4.119	2%	3.557	18%
Lợi nhuận trước thuế	2.680	2.518	6%	2.047	31%
Lợi nhuận sau thuế	2.144	2.016	6%	1.637	31%

Nguồn: VCB, RongViet Research

Cơ cấu thu nhập dịch chuyển tích cực. Thu nhập thuần từ lãi và hoạt động dịch vụ lần lượt đạt 16.161 tỷ đồng (+18,4% YoY) và 1.965 tỷ đồng (+24,3% YoY) trong 9T2017. Trong bối cảnh hoạt động ngành thuận lợi, hầu hết các ngân hàng tăng trưởng lợi nhuận khả quan nhưng phụ thuộc rất lớn vào thu nhập lãi thì chúng tôi đánh giá cao VCB bởi nguồn thu nhập được đa dạng hóa, với thu nhập lãi chỉ chiếm khoảng 74%, và tỷ trọng đóng góp của thu nhập dịch vụ là 9%. Bên cạnh đó, VCB vẫn đang nằm ngoài xu hướng thu phí một số dịch vụ mà ngân hàng cung cấp. Do vậy, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng mảng dịch vụ của VCB còn rất lớn, đặc biệt khi mà VCB là một trong những ngân hàng có thị phần thanh toán quốc tế, thẻ và ATM lớn nhất hệ thống.

Dự báo vượt kế hoạch kinh doanh cả năm 2017 khoảng 18%. Sau Chỉ thị 24 của Thủ tướng Chính phủ, kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm 2017 của VCB được điều chỉnh lên 18%. Tuy nhiên, với diễn biến đến cuối quý 3/2017 vừa qua, chúng tôi dự báo tăng trưởng huy động và cho vay khách hàng của VCB sẽ đạt lần lượt 18,5% YoY và 19,5% YoY cho cả năm 2017. Cũng như nhiều ngân hàng khác, danh mục cho vay của VCB được cơ cấu dần sang các khoản tín dụng có lãi suất tốt hơn. Chúng tôi dự báo tỷ lệ lãi biên ròng (NIM) của VCB sẽ cải thiện nhẹ lên xấp xỉ 2,8%. Thu nhập hoạt động năm 2017 dự báo đạt 29.374 tỷ đồng (+18,1% YoY), trong đó thu nhập thuần từ lãi và dịch vụ sẽ đóng góp lần lượt 74,6% và 9%. Chi phí hoạt động sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh theo xu hướng chung của ngành và tỷ lệ CIR ước tính khoảng 42. LNTT năm 2017 dự báo đạt 10.853 tỷ đồng (+27,3% YoY) và cao hơn kế hoạch cả năm khoảng 18%. LNST theo đó dự báo đạt 8.664 tỷ đồng (+26,8% YoY) và EPS tương ứng là 1.911 đồng.

Định giá và khuyến nghị

Báo cáo tài chính quý 3/2017 của VCB tiếp tục cho chúng tôi niềm tin vững chắc về chất lượng hoạt động của ngân hàng. Song hành cùng mức tăng trưởng khả quan về lợi nhuận, chất lượng tài sản vẫn được ngân hàng ưu tiên củng cố. Tuy vậy, cũng giống như BID và CTG, tỷ lệ an toàn vốn đang rất thấp và thời điểm áp dụng Basel II gần kề thì tăng vốn cấp 1 đang là bài toán cấp bách đối với ngân hàng. Kế hoạch thoái vốn các TCTD từ nay đến đầu năm 2018 có thể cũng là một trong những giải pháp ngân hàng thực hiện nhằm tăng vốn tự có.

VCB là ngân hàng đầu ngành với thị phần cao ở hầu hết các lĩnh vực (huy động, cho vay, thanh toán quốc tế, và thẻ ATM), có chất lượng tài sản tốt và thương hiệu mạnh. Bên cạnh đó, VCB còn là cổ phiếu có vốn hóa lớn, thông tin minh bạch trên sàn niêm yết. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý trong trung hạn của VCB là 50.300 đồng/cp, tương ứng P/B dự phóng năm 2018 là 2,8 lần, điều chỉnh tăng 20% so với giá mục tiêu cập nhật BCCL tháng Mười Một. VCB đặt kế hoạch trả cổ tức tiền mặt 800 đồng/cp. Do đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 6,5%, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VCB.

MUA

Giá thị trường (VND)	48.000
Giá mục tiêu (VND)	50.300

Cổ tức tiền mặt (VND) *	800
-------------------------	-----

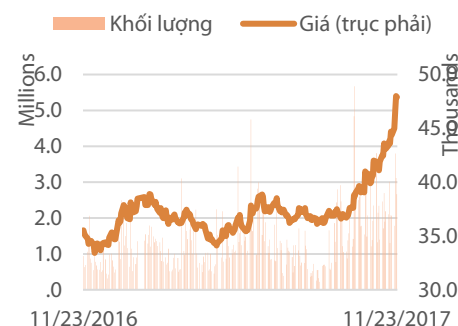
(*) Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	172.693
SLCPDLH	3.597.768.575
Beta	0,83
Free Float (%)	7,89
Giá cao nhất 52 tuần	48.000
Giá thấp nhất 52 tuần	33.425
KLGD bình quân 20 phiên	2.263.910

	FY2016	Hiện tại
EPS	1.566	2.261
Tăng trưởng EPS (%)	25,4	N/a
EPS điều chỉnh	1.507	N/a
P/E	23,8	21,2
P/B	2,8	3,2
Cổ tức	1.000	800
ROE (%)	14,7	15,8

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	77,11
Mizuho Bank, Ltd	15,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	9,3

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Thu nhập lãi	11.597	11.443	1,3%	9.447	22,8%
Chi phí lãi	-6.349	-5.806	9,3%	-4.959	28,0%
Thu nhập lãi thuần	5.248	5.637	-6,9%	4.488	16,9%
Thu nhập ngoài lãi	2.040	1.662	22,8%	1.572	29,8%
Từ HĐ Dịch vụ	651	665	-2,1%	521	24,8%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	645	423	52,5%	528	22,3%
Từ mua-bán CK kinh doanh	135	150	-10,0%	203	-33,5%
Từ mua-bán CK đầu tư	0	44	-100,5%	-44	-99,5%
Từ hoạt động khác	609	380	60,3%	364	67,3%
Tổng thu nhập hoạt động	7.288	7.299	-0,1%	6.060	20,3%
Tổng chi phí hoạt động	-3.104	-3.179	-2,4%	-2.504	24,0%
LN trước chi phí DPRR	4.184	4.119	1,6%	3.557	17,6%
Chi phí DPRR	-1.504	-1.602	-6,1%	-1.510	-0,4%
Lợi nhuận trước thuế	2.680	2.518	6,4%	2.047	30,9%
Thuế TNDN	-531	-497	6,8%	-405	31,1%
Lợi nhuận sau thuế	2.149	2.021	6,3%	1.642	30,9%
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.194	5.194	0,0%	5.194	0,0%

Nguồn: VCB, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2017

	Q3-FY17	Q2-FY17	+/- (QoQ)	Q3-FY16	+/- (YoY)
Tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	16,3	13,9	247 bps	15,7	64 bps
Huy động khách hàng	16,5	10,1	641 bps	14,5	201 bps
Thu nhập hoạt động	-0,1	0,2	-30 bps	-3,9	380 bps
LN trước chi phí DPRR	1,6	-0,4	200 bps	-3,3	488 bps
LNST	6,3	-8,6	1494 bps	3,3	303 bps
Tổng tài sản	14,0	7,8	618 bps	9,4	466 bps
Vốn CSH	13,1	8,7	445 bps	5,3	783 bps
Khả năng sinh lời					
NIM	2,8	2,8	3 bps	2,9	-4 bps
Interest spread	2,8	2,7	12 bps	2,8	3 bps
ROAE	15,8	15,3	47 bps	14,3	151 bps
ROAA	1,0	1,0	1 bps	1,0	0 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	1,2	1,5	-36 bps	1,7	-59 bps
Dự phòng/Nợ xấu	164,8	140,3	2453 bps	127,7	3710 bps
VCSH/Tổng tài sản	6,0	6,1	-9 bps	6,4	-39 bps

Nguồn: VCB, RongViet Research

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2H2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	H2-FY17	+/- HoH	+/- YoY
Thu nhập lãi thuần	10.999	1%	17%
Tổng thu nhập hoạt động	14.788	1%	17%
Lợi nhuận trước DPRR	8.780	6%	15%
LNST	4.441	5%	30%

Nguồn: RongViet Research

Thông tin cập nhật

Duy trì tốt tỷ lệ an toàn thanh khoản. Tăng trưởng tín dụng cuối quý 3/2017 đạt 16,3% YTD. Trong đó, dư nợ các khoản vay dài hạn tăng trưởng cao nhất, ước khoảng 19,3%, dư nợ khoản vay ngắn hạn và trung hạn lần lượt là 16,6% và 6,6%. Do vậy, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của VCB, theo ước tính của chúng tôi, đã tăng mạnh từ mức trên 18% vào cuối quý 2/2017 lên hơn 33,3% vào cuối quý 3/2017. Ngoài ra, mặc dù tiền gửi KBNN tại VCB tăng mạnh (hơn 31% YTD), ngân hàng vẫn duy trì tăng trưởng huy động tương đương mức tăng trưởng cho vay khách hàng, khoảng 16,5%. Do đó, chúng tôi tin rằng chỉ tiêu LDR duy trì tương đương cuối năm 2016, khoảng 78%.

Nền tảng thu nhập vững chắc giúp VCB tăng cường trích lập DPRR. Chi phí DPRR 9T2017 của VCB tương đương cùng kỳ năm 2016, ở mức hơn 4.500 tỷ đồng, bằng 36,2% thu nhập hoạt động trong 9T của ngân hàng. Với mức trích lập DPRR như trên, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) của VCB tăng mạnh lên xấp xỉ 165% từ mức trên 117% vào cuối năm 2016.

Lên kế hoạch thoái vốn các TCTD và công ty tài chính. Danh mục đầu tư các TCTD và công ty tài chính của VCB gồm có EIB (sở hữu: 8,24%), MBB (6,97%), OCB (4,72%), SaigonBank (4,37%), CFC (10,91%). Trong đó, VCB đã thoái thành công Saigonbank và CFC vào ngày 20/11 với giá bình quân lần lượt là 20.100 đồng/cp và 11.550 đồng/cp. Chúng tôi ước tính LNST thu được từ hai khoản thoái vốn này là hơn 115 tỷ đồng. Theo chia sẻ của đại diện ngân hàng, VCB cũng sẽ thoái vốn OCB trong Q4/2017 và lần lượt thoái EIB và MBB vào đầu năm 2018.

Đây là các khoản đầu tư phải loại trừ khỏi vốn cấp 1. Do đó, việc thoái vốn các TCTD không chỉ giúp mang lại lợi nhuận đột biến cho VCB mà còn làm tăng vốn cấp 1 cho ngân hàng. Chúng tôi ước tính vốn cấp 1 của VCB có thể tăng thêm hơn 12% sau khi VCB hoàn tất thoái vốn các TCTD khác.

	Tỷ đồng			
BÁO CÁO THU NHẬP	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	31.361	37.713	44.808	52.172
Chi phí lãi	-15.908	-19.185	-22.896	-26.776
Thu nhập lãi thuần	15.453	18.528	21.912	25.396
Thu nhập ngoài lãi	5.749	6.352	7.463	7.660
Từ HĐ Dịch vụ	1.873	2.107	2.633	3.160
Từ HĐKD ngoại hối	1.573	1.850	2.223	1.882
Từ mua-bán CKKD	178	496	496	342
Từ mua-bán CK đầu tư	171	-89	0	0
Từ hoạt động khác	1.954	1.989	2.110	2.275
Tổng TNHĐ	21.202	24.880	29.374	33.056
Tổng chi phí HĐ	-8.306	-9.950	-12.337	-13.553
LN trước trích lập DP	12.896	14.929	17.037	19.503
Chi phí DPRR	-6.068	-6.406	-6.184	-5.790
Lợi nhuận trước thuế	6.827	8.523	10.853	13.713
Thuế TNDN	-1.495	-1.672	-2.171	-2.743
Lợi nhuận sau thuế	5.332	6.851	8.683	10.951
LNST thuộc về CĐ mẹ	5.314	6.832	8.664	10.951

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	19,7	19,0	19,5	17,0
Huy động khách hàng	18,6	18,0	18,5	16,4
Thu nhập lãi thuần	28,7	19,9	18,3	15,9
Thu nhập hoạt động	22,7	17,3	18,1	12,5
LNST	16,4	28,6	26,8	26,4
Tổng tài sản	16,9	16,8	17,9	14,2
Vốn CSH	3,9	6,6	12,1	15,0
Khả năng sinh lời				
NIM	2,7	2,8	2,7	
Interest spread	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	39,2	40,0	42,0	41,0
ROAE	12,0	14,7	17,0	19,0
ROAA	0,8	0,9	1,0	1,1
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	1,8	1,5	N/A	N/A
Dự phòng/Nợ xấu	120,6	117,1	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	6,7	6,1	5,8	5,8
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/TTS	64,0	64,9	77,3	77,7
Cho vay/Tiền gửi KH	80,8	91,2	94,4	94,2
CAR	11,0	11,1	0,0	0,0

	Tỷ đồng			
BẢNG CÂN ĐỐI	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	8.519	9.692	12.555	17.679
Tiền gửi tại NHNN	19.715	17.382	27.984	32.566
Tiền gửi và cho các TCTD khác	131.527	151.846	182.215	200.436
Chứng khoán kinh doanh	9.467	4.234	9.596	11.515
Các công cụ tài chính phái sinh và các TSTC khác	1	231	730	730
Cho vay khách hàng	378.542	452.684	536.358	624.181
Chứng khoán đầu tư	108.055	131.771	135.482	147.739
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3.557	3.628	3.628	4.353
Tài sản cố định	5.039	5.639	6.485	7.458
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	9.972	10.800	14.040	14.040
Tổng tài sản	674.395	787.907	929.072	1.060.697
Các khoản nợ CP & NHNN	41.480	54.151	64.982	58.484
Tiền gửi và vay TCTD khác	72.135	72.238	61.403	61.403
Tiền gửi của khách hàng	500.528	590.451	699.590	814.141
Các CC TCPS và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	0	0	12	12
Phát hành giấy tờ có giá	2.479	10.286	17.487	20.285
Các khoản nợ khác	12.600	12.678	31.695	44.372
Tổng nợ phải trả	629.222	739.805	875.167	998.696
Vốn chủ sở hữu	45.007	47.958	53.743	61.817
Vốn của tổ chức tín dụng	32.421	36.023	36.023	36.023
Quỹ của tổ chức tín dụng	4.941	5.937	7.199	8.794
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	80	84	84	84
Chênh lệch đánh giá lại TS	89	83	83	83
Lợi nhuận chưa phân phối	7.476	5.831	10.354	16.832
Lợi ích của cổ đông thiểu số	165	144	161	185
Tổng cộng nguồn vốn	674.395	787.907	929.072	1.060.697

	Tỷ đồng			
THUYẾT MINH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	31.361	37.713	44.808	52.172
Từ cho vay khách hàng	24.306	29.024	35.781	42.272
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	1.199	1.521	1.818	2.082
Từ CK đầu tư	5.307	6.564	7.208	7.818
Thu khác từ HĐTD	548	605	0	0
Chi phí lãi	-15.908	-19.185	-22.896	-26.776
Từ tiền gửi KH	-14.956	-17.938	-22.284	-26.148
Từ khoản vay các TCTD	-596	-841	-520	-524
Từ giấy tờ có giá	-279	-349	-92	-104
Chi phí khác	-77	-57	0	0
Chi phí hoạt động	-8.306	-9.950	-12.337	-13.553
Chi phí DPRR tín dụng	-6.068	-6.406	-6.184	-5.790

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4-5 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng
– Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 08, 95-97-99 Võ Văn Tần, Quận
Ninh Kiều – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**