

BID: SAU SÁP NHẬP NIM GIẢM MẠNH; VẪN CÓ TRIỂN VỌNG HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH LỢI NHUẬN

Thông tin cổ phiếu	Ngày 15/09/2015
Mã cổ phiếu	BID
Thấp nhất-Cao nhất 52 tuần (đồng)	12.600-28.500
Giá đóng cửa 15/09/2015	28.500
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	97.433
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	3.418.715.336
P/B forward	2,35
EPS forward (đồng/cp)	1.486

- **Kết quả kinh doanh 6T.2015:** LNTT tăng trưởng 26,6% yoy tuy nhiên giảm sút của NIM và dự phòng trích thấp so với kế hoạch là các yếu tố cần chú ý. Đóng góp chính cho tăng trưởng đến từ nguồn thu nhập ngoài lãi (+74,7% yoy) do kết quả nổi bật của thu nhập dịch vụ (+22% yoy), thu nợ đã xử lý (+ 200% yoy) và cùng các thay đổi trong hạch toán chi phí kinh doanh chứng khoán. Chi phí dự phòng tăng 11,3% yoy nhưng mới chỉ tương đương 43% kế hoạch trích cả năm.
- **Chất lượng tài sản không có nhiều dấu hiệu cải thiện:** tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 2,8% sau khi ngân hàng bán 7.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong 6T2015. Tỷ lệ nợ xấu trước bán ước ở mức 4,1%.
- **Một số thông tin đáng chú ý khác:** CAR chỉ đạt 9,05% vào cuối T6/2015, và sẽ được cải thiện sau đó khi ngân hàng hoàn tất phát hành cho cổ đông hiện hữu trong tháng 9 và phát hành 3.500 tỷ đồng trái phiếu tăng vốn. Số cổ phiếu MHB hoán đổi dự kiến niêm yết chậm nhất vào tháng 11/2015. BID đã nhận tạm ứng 50% cho giao dịch bán cổ phần VID Public, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng giao dịch sẽ hoàn tất ghi nhận trong năm 2015.
- **Quan điểm đầu tư:** Khả năng sinh lời được cải thiện, lợi nhuận dự báo đạt 7.577 tỷ đồng (+20,3% yoy) là điểm sáng khi xét tới yếu tố cơ bản của BID, tuy chất lượng tài sản chưa có nhiều dấu hiệu cải thiện và có thể sẽ ảnh hưởng đến tiềm năng lợi nhuận tương lai. Giá hợp lý của BID ở mức 21.100 đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính	2013A	2014A	6T2015	2015F
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	19.209	21.907	10.939	25.269
+/- yoy (%)	15,2%	14,1%	15,1%	15,5%
LNTT (tỷ đồng)	5.280	6.297	3.117	7.577
+/- yoy (%)	(0,2%)	5,0%	26,6%	20,3%
TTS (tỷ đồng)	548.386	650.436	204.409	809.033
+/- yoy (%)	13,1%	18,7%	8,4%	24,8%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2,3%	2,0%	2,8%	2,2%
DPRRTD/Nợ xấu	69,5%	73,1%	62,6%	71,4%
NIM (%)	3,01%	2,93%	2,47%	2,68%

NỘI DUNG:

- Cập nhật KQKD 6T2015, trang 2
- Định giá, trang 6
- Phụ lục dự báo KQKD, trang 8

Cam kết, điều khoản sử dụng tại trang 10

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và DN cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Đậu Thị Vân Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
dtvanh@vcbs.com.vn

15.09.2015
Phòng Phân tích & Nghiên cứu
VCBS

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2015

Bảng cân đối kế toán tại thời điểm cuối Q2/2015 thể hiện các thay đổi cơ bản của một ngân hàng sau sáp nhập, tăng trưởng của KQKD vẫn được duy trì tuy nhiên NIM giảm sút và dự phòng trích thấp so với kế hoạch.

Bảng cân đối kế toán tại thời điểm cuối Q2/2015 thể hiện các thay đổi cơ bản của một ngân hàng sau sáp nhập, tăng trưởng của KQKD vẫn được duy trì tuy nhiên giảm sút của NIM và chất lượng tài sản, dự phòng trích thấp so với kế hoạch là các yếu tố cần chú ý.

Tóm tắt một số điểm chính trong KQKD 6T2015:

Chỉ tiêu	6T2014	6T2015	yoy	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	7.631	7.865	3,0%	Loại trừ doanh thu bảo lãnh; Tổng tài sản sinh lãi tăng mạnh 24% yoy NIM sụt giảm
Thu nhập ngoài lãi	1.863	3.254	74,7%	Thu dịch vụ, bao gồm bảo lãnh (+22% yoy); thu nhập khác (+146%), chủ yếu là thu hồi nợ ngoại bảng tăng mạnh. Hạch toán lại phần trích lập rủi ro chứng khoán đầu tư vào chi phí kinh doanh chứng khoán làm giảm kết quả 2014
Tổng TNHĐ	9.494	10.939	15,2%	Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi tăng lên mức 29,7% từ mức 19,6% của cùng kì
Chi phí HĐ	3.917	4.361	11,3%	Chủ yếu tăng ở chi phí lương (+6,2% yoy)
Chi phí dự phòng	3.114	3.460	11,1%	Năm 2015 không còn được hoàn nhập dự phòng đối với các cam kết ngoại bảng. Dự phòng rủi ro chứng khoán được tính vào chi phí kinh doanh CK thay vì vào chi phí dự phòng.
LNTT	2.463	3.117	26,6%	

Nguồn: BID, VCBS tổng hợp

Tài sản sinh lãi sau hợp nhất MHB tăng mạnh 24% yoy tuy nhiên thu nhập lãi thuần 6T2015 chỉ tăng nhẹ 3% yoy khi NIM sụt giảm mạnh về mức 2,5%.

Xét về cơ cấu tài sản sinh lãi, gia tăng chủ yếu ghi nhận ở vay khách hàng (+16% ytd, +30,7% yoy), tỷ trọng của nhóm tài sản này theo đó đạt 77,1%, mức cao nhất trong 2 năm trở lại đây. Cho vay bán lẻ duy trì đà tăng trưởng vượt trội, đạt 21% ytd và chiếm 19% tổng cho vay của BID tại thời điểm 30/06/2015, tăng khá so với mức 17,9% của năm 2014. Ngoài động lực đến từ các chính sách bán lẻ của BID, cải thiện của tín dụng cá nhân có đóng góp cơ học từ hoạt động sáp nhập MHB. Danh mục của MHB tập trung lớn vào hoạt động cho vay cá nhân và hộ gia đình với quy mô 18.444 tỷ đồng, tương đương 61,7% tổng giá trị cho vay của MHB năm 2014. Một điểm đáng chú ý khác, nếu như hầu hết các ngân hàng niêm yết khác đều có xu hướng tín dụng tăng nhanh đối với kì hạn dài, BID ghi nhận tăng trưởng đều khắp ở các nhóm kì hạn. Tương quan cho vay ngắn hạn – trung và dài hạn không thay đổi so với năm 2014, duy trì ở mức 57% - 43%.

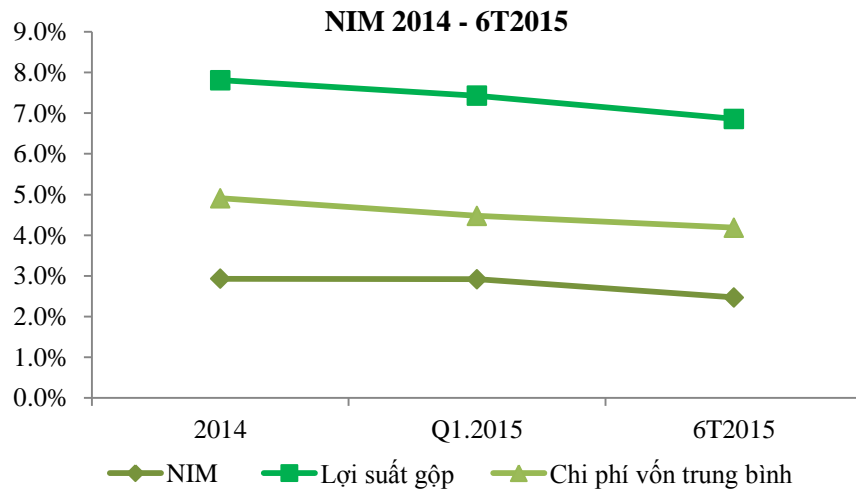
Rõ ràng, các chuyển dịch thiên về các phân khúc có lợi suất cao (tăng tỷ trọng cho vay khách hàng với sự gia tăng nhanh của tín dụng thể nhân) sẽ có tác động tích cực tới NIM, tuy nhiên, NIM của BID vẫn giảm mạnh. NIM đạt 2,47% trong 6T2015, thấp hơn NIM của thời điểm trước sáp nhập. NIM của BID Q1.2015, cả năm 2014 và Q2.2014 lần lượt đạt 2,92%; 2,93% và 2,98%.

Chúng tôi cho rằng biến động của NIM trong 6T2015 gắn liền ảnh hưởng của thương vụ sáp nhập MHB và thay đổi về tỷ lệ cho vay/huy động (LDR).

Lợi suất cho vay khách hàng giảm mạnh 78 điểm cơ bản qoq ngay khi thực hiện sáp nhập ủng hộ suy đoán về việc một phần đáng kể thu nhập lãi phải được thoái thu khi đánh giá lại tài sản của

MHB trong kì.

Dựa trên báo cáo kiểm toán 2014, số ngày thu lãi bình quân của MHB ước tính ở mức 52 ngày, cao hơn nhiều so với ngưỡng thông thường (15-30 ngày). Đây là chỉ báo cho thấy có thể một phần nợ nhóm một thực chất đã quá hạn và khi đánh giá lại, chuyển nhóm trong kì thu nhập lãi đã ghi nhận đối với các khoản nợ này phải được thoái thu. Kết quả 6T2015 của BID có thể đã phản ánh trong đó ảnh hưởng của quá trình này. Đà giảm của lợi suất gộp (- 93 bps ytd và - 54 bps qoq) vượt mức giảm của chi phí vốn bình quân (- 73 bps ytd và - 29 bps qoq) khiến NIM sau sáp nhập giảm nhanh về mức 2,5%.



Nguồn: BID, VCBS ước tính

Bên cạnh đó, tỷ lệ LDR giảm nhanh cũng góp phần tạo nên biến động về NIM. LDR của BID rơi về mức 95% vào thời điểm cuối tháng 6/2015 từ mức 97% duy trì trong 5 quý liền trước đó. Theo cách tính của thông tư 36, LDR cũng giảm chỉ còn 91% ở cùng thời điểm. (Ngân hàng cung cấp con số 82% từ mức 91% của năm 2014 do có thể một vài khác biệt trong cấu phần tính toán, tuy nhiên dù có sự khác biệt trong con số, xu hướng giảm là điểm chung trong ước tính của chúng tôi và số liệu báo cáo của BID.)

Thực tế, BID đã duy trì biểu lãi suất cao hơn khoảng 30-50 điểm cơ bản so với VCB, CTG hay MBB trong 6T2015 để tạo lợi thế cạnh tranh về tiền gửi. Tiền gửi khách hàng tăng trưởng 20,6% ytd và 37,7% yoy.

Thu nhập ngoài lãi ghi nhận tăng trưởng bất thường 74,7% yoy. Ngoài đóng góp từ gia tăng tích cực của thu nhập dịch vụ (+22% yoy) và thu nhập khác (+146% yoy), việc BID trình bày lại kết quả 2014, trong đó ghi nhận dự phòng chứng khoán đầu tư vào chi phí kinh doanh chứng khoán thay vì chi phí dự phòng đã khiến dòng thu nhập này giảm mạnh cũng góp phần tạo ra yếu tố bất thường trên. Hoạt động bảo lãnh (+17% yoy) và thanh toán tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng dịch vụ. Trong khi đó, chính sách xóa nợ bằng dự phòng quyết liệt trong các năm trước đó cùng với việc thành lập ban xử lý nợ chuyên biệt đã giúp kết quả thu nợ ngoại bảng tăng gấp hai lần so với cùng kì, đạt 1.176 tỷ đồng. Đến hết tháng 8/2015, BID đã thu được 1.400 tỷ đồng nợ đã xử lý, theo đó nhiều khả năng sẽ vượt kế hoạch thu nợ 1.500 tỷ đồng đặt ra từ đầu năm.

Với sự cải thiện của các dòng thu nhập chính, tổng thu nhập hoạt động đạt 10.939 tỷ đồng (+15% yoy). Chi phí hoạt động tăng với tốc độ chậm hơn (+11% yoy), tỷ lệ CPHĐ/TNHD theo đó ghi

nhận ở mức 39,9%.

Chi phí dự phòng tăng 11,3% yoy. 6T2015, BID không còn ghi nhận hoàn nhập dự phòng đối với các cam kết ngoại bảng (6T2014 hoàn nhập: 658 tỷ đồng), theo đó chi phí dự phòng vẫn ghi tăng so với cùng kỳ mặc dù số trích mới số trích mới cho rủi ro cho vay khách hàng giảm 17% yoy. Tổng chi phí dự phòng trong 6T2015 chỉ tương đương 43% kế hoạch trích cho cả năm (8.000 tỷ đồng).

Theo đó, lợi nhuận trước thuế đạt 3.117 tỷ đồng (+26,6% yoy).

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Chất lượng tài sản không có dấu hiệu cải thiện trong 6T2015, tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 2,8% sau khi ngân hàng bán 7.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong 6T2015. Tỷ lệ nợ xấu trước bán ước ở mức 4,1%.

Chất lượng tài sản không có dấu hiệu cải thiện trong 6T2015. Nợ xấu tăng 60,3% ytd, trong đó nợ có khả năng mất vốn tăng 92% ytd do ảnh hưởng kép của (1) áp dụng đầy đủ chế độ phân loại nợ theo thông tư 02 (chuẩn CIC và dừng hoạt động tái cơ cấu mà không chuyển nhóm nợ) và (2) sáp nhập MHB. Tỷ lệ nợ xấu theo đó tăng lên mức 2,8% so với ngưỡng 2,03% của cuối năm 2014. Kết quả này đạt được sau khi: (1) ngân hàng sử dụng 1.179 tỷ đồng dự phòng để xử lý nợ xấu trong kỳ và (2) bán 7.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC, thu về 6.697 tỷ đồng mệnh giá trái phiếu đặc biệt. Tỷ lệ nợ xấu trước bán ước ở mức 4,1%. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu giảm về mức 62,6%.

Xét theo cơ cấu ngành, nợ xấu cao nhất ở ngành khai khoáng. Hoạt động bán lẻ với độ phân tán rủi ro cao, ghi nhận tỷ lệ nợ xấu 2,2%, thấp hơn tỷ lệ của toàn danh mục.

MỘT SỐ THÔNG TIN KHÁC

CAR chỉ đạt 9,05%, gần tương đương mức yêu cầu tối thiểu của thông tư 36. Hoạt động phát hành cho cổ đông hiện hữu sẽ hoàn thành trong Q3.

Gia tăng tín dụng nhanh chóng cùng với quá trình tái cơ cấu vốn chậm hơn dự kiến khiến tỷ lệ CAR chỉ đạt mức thấp 9,05% vào cuối T6/2015. BID đứng trước áp lực lớn phải hoàn thành phát hành cho cổ đông hiện hữu và tiếp tục phát hành trái phiếu tăng vốn trong năm 2015 để đảm bảo tiếp tục đủ dư địa tăng trưởng tín dụng.

BID dự kiến hoàn thành đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu, tăng vốn điều lệ thêm 8,59% vào cuối tháng 9. Trong đó, cổ đông Nhà nước sẽ thực hiện quyền với số vốn góp thêm tương đương khoảng 100 triệu USD. Việc góp vốn được cho là gắn liền với chuyển đổi 100 triệu ủy thác đầu tư tại thị trường Campuchia về sở hữu của BID như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo phân tích BID trước đó. Số cổ phiếu phát hành thêm dự kiến sẽ được niêm yết trong Q4.

BID đồng thời có kế hoạch phát hành 3.500 tỷ đồng trái phiếu tăng vốn để bổ sung vào vốn cấp 2. Số trái phiếu này có kỳ hạn 10 năm một ngày, lãi suất cố định 7,4%/năm trong năm năm đầu, nếu trái phiếu không được BID mua lại sau 5 năm kể từ ngày phát hành thì mức lãi suất áp dụng cho thời hạn còn lại của trái phiếu là 7,9%/năm nếu được NHNN chấp thuận.

Việc luôn duy trì CAR chỉ ở ngưỡng tối thiểu và phải bổ sung nguồn vốn qua trái phiếu dài hạn vốn có chi phí vốn cao có thể ảnh hưởng đến tiềm năng tăng trưởng tín dụng của BID. Vấn đề này sẽ được giải quyết tốt hơn khi ngân hàng hoàn thành phát hành cho đối tác chiến lược (15%) và nhà đầu tư tài chính (10%). **Quá trình phát hành chậm hơn dự kiến sau khi có sự kiện sáp nhập MHB khiến các việc rà soát, định giá phải được tiến hành lại và cho tới hiện nay BID chưa cung cấp thêm thông tin mới liên quan đến hoạt động tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược/tài chính.** Theo chúng tôi, việc phát hành nhiều khả năng phải chờ đến 2016 hoặc sau đó.

Ngân hàng đồng thời đang tính toán CAR theo chuẩn Basel II để chuẩn bị cho việc áp dụng trong năm 2016 như định hướng của ngân hàng Nhà nước. Theo đó, tổng tài sản có rủi ro của ngân hàng ước tăng thêm 4,9% nếu tính gộp rủi ro thị trường và rủi ro hoạt động, CAR sẽ giảm nếu

không đi kèm với các hoạt động bổ sung vốn khác.

Cổ phiếu MHB chuyển đổi sẽ được niêm yết chậm nhất trong tháng 11/2015.

BID sẽ hoàn tất các thủ tục với trung tâm lưu ký sau khi có báo cáo kiểm toán 6T2015 để hoàn tất niêm yết cổ phiếu chuyển đổi MHB chậm nhất trong tháng 11/2015. Theo đó, số cổ phiếu tự do giao dịch ước tính tăng thêm 29,4 triệu cổ phiếu (nếu tính chặt chẽ, trừ phần nắm giữ bởi công đoàn MHB, số cổ phiếu tự do giao dịch sẽ chỉ ở mức 21 triệu cổ phiếu). Do chênh lệch thị giá BID-MHB, các cổ đông có thể bán ra chốt lời sau khi tiến hành chuyển đổi, áp lực bán dù không lớn nhưng là một yếu tố cần chú ý.

BID đã nhận tạm ứng 50% giá trị chuyển nhượng VID Public và ghi nhận vào khoản phải trả. Chúng tôi kì vọng việc chuyển nhượng sẽ hoàn tất trong năm 2015.

BID đã nhận tạm ứng 50% giá trị chuyển nhượng VID Public (chúng tôi ước tính khoảng 900 tỷ đồng) và ghi nhận vào các khoản phải trả trong 6T2015. Việc chuyển nhượng sẽ được hoàn tất và chính thức có hiệu lực pháp lý khi ngân hàng Nhà nước cấp phép thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài cho Ngân hàng Public Bank Berhad. Quá trình này sẽ được tiến hành trong vòng 30 ngày kể từ thời điểm NHNN nhận đầy đủ hồ sơ hợp lệ, theo đó chúng tôi kì vọng việc cấp phép sẽ hoàn tất trong năm 2015. Theo đó, BID sẽ được ghi nhận khoản lãi khoảng 1.100 tỷ đồng phát sinh từ việc thoái vốn.

DỰ BÁO KQKD 2015

LNTT dự báo đạt 7.577 tỷ đồng (+20,3% yoy) dựa trên tăng trưởng tín dụng và huy động tương ứng đạt 25% và 30%.

Dựa trên một số thông tin BID cung cấp trong buổi gặp gỡ nhà đầu tư và kết quả 6T2015, chúng tôi điều chỉnh lại một số dự báo KQKD 2015 của BID với các thay đổi chính như sau:

Dựa trên kết quả đạt được của 6T2015, các dấu hiệu tích cực từ nhu cầu tín dụng trong nửa cuối năm và CAR được cải thiện thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu và trái phiếu tăng vốn, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng của BID lên mức 25% từ con số 22% ban đầu. Huy động vốn dự báo ở mức 29% do ngân hàng tiếp tục quá trình giảm tỷ lệ LDR để phù hợp với các yêu cầu về thanh khoản của thông tư 36.

NIM được dự báo giảm 25 điểm cơ bản, về mức 2,62% cho năm 2015 do ảnh hưởng từ thương vụ sáp nhập MHB, giảm LDR và chi phí vốn bị tác động một phần từ quá trình phát hành trái phiếu tăng vốn liên tiếp. Thu nhập lãi thuần dự báo đạt 18.009 tỷ đồng (+14% yoy).

Thu nhập ngoài lãi dự báo ở mức 7.260 tỷ đồng với giả định (1) ngân hàng thu hồi được 2.000 tỷ đồng nợ ngoại bảng và (2) khoản lãi 1.100 tỷ đồng từ thương vụ thoái vốn ở VID Public được ghi nhận trong năm.

Chi phí dự phòng được dự báo trích ở mức 7.845 tỷ đồng với một số thay đổi trong định hướng xử lý nợ xấu của ngân hàng và chế độ hạch toán áp dụng:

- (1) Ngân hàng cho biết sẽ chủ yếu xử lý nợ xấu qua bán cho VAMC và điều chỉnh số ước nợ xấu được xử lý bằng dự phòng giảm về 4.000 tỷ đồng so với kế hoạch 6.000 tỷ đồng trước đó. Chúng tôi giả định số nợ bán VAMC ở mức 10.000 tỷ đồng so với con số đăng kí bán 8.000 tỷ đồng trước đó.
- (2) Theo ngân hàng, số trái phiếu nhận về sẽ được trích lập 20% vào chi phí dự phòng năm 2016, thay vì áp dụng chế độ trích lập tức thì tuyến tính theo tháng sau khi hoán đổi. Trong năm 2014, chúng tôi nhận thấy BID đã áp dụng chế độ trích lập tức thì, đối với 2015 một phần khi không còn được hoàn nhập ngoại bảng, ngân hàng dường như sẽ thay đổi phương pháp trích để giảm bớt áp lực chi phí trước mắt. Theo đó, số trích cho trái phiếu VAMC ước chỉ ở mức 1.552 tỷ đồng.
- (3) Chi phí dự phòng trái phiếu đầu tư và kinh doanh được hạch toán vào chi phí kinh doanh

chứng khoán thay vì chi phí dự phòng.

Theo đó, lợi nhuận trước thuế cả năm 2015 dự báo ở mức 7.577 tỷ đồng (+20,3% yoy).

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh

Giá hợp lý của cổ phiếu BID theo phương pháp so sánh P/B ở mức 21.757 đồng/cp

Ngân hàng	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá thị trường (VND)	BVPS 2015	P/B 2014
ACB	17.441	18.600	14.159	1,31
CTG	73.351	19.900	14.670	1,36
EIB	16.229	11.900	11.891	1,00
MBB	16.116	15.000	14.280	1,05
STB	21.251	15.700	12.040	1,30
VCB	113.796	42.700	17.296	2,47
TB ngành theo tỷ trọng Vốn hóa				1,80
BID			12.096	

Giá hợp lý của một cổ phiếu BID (VND): 21.757

Phương pháp thu nhập vượt trội

Dự báo KQKD 2015-2019 (xem chi tiết ở phụ lục)

Các giả định của mô hình:

Tỷ lệ chiết khấu: 13,6%;

Xác định tỷ lệ chiết khấu:

$K = R_f + \text{Beta} * R_p = 13,6\%$. Trong đó:

R_f : lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm gần nhất là 6,6%

R_p : phần bù rủi ro thị trường là 7%

Beta = 1

Năm/Đơn vị: tỷ VNĐ	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LNST	5.954	7.283	7.987	8.671	10.809
- Chi phí VCSH	5.624	5.786	5.791	5.622	5.483
Thu nhập vượt trội	330	1.497	2.196	3.050	5.336
Giá trị cuối kỳ của thu nhập vượt trội					36.299
Giá trị hiện tại của phần thu nhập vượt trội	291	1.160	1.504	1.860	22.794
Vốn đầu tư	41.354				
Giá trị hiện tại của thu nhập vượt trội	27.608				

Giá trị VCSH	68.963
KLCP (triệu cp)	3.417
Giá cổ phiếu(đồng)	20.172

**Giá trị hợp lý của một cổ phiếu
BID: 21.100 đồng/cp**

Phương pháp định giá	Giá hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Trọng số
So sánh tương quan P/B	21.757	60%
Thu nhập vượt trội	20.172	40%
Mức giá trung bình	21.123	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khả năng sinh lời được cải thiện, lợi nhuận duy trì mức tăng trưởng cao trong 3 năm trở lại đây là điểm sáng khi xét tới yếu tố cơ bản của BID, tuy chất lượng tài sản chưa có nhiều dấu hiệu cải thiện và có thể sẽ ảnh hưởng đến tiềm năng lợi nhuận tương lai. Giá cổ phiếu đã tăng mạnh trong 9T2015 dựa trên kỳ vọng về kết quả kinh doanh cùng một số yếu tố phi cơ bản khác (như giá bán cho đối tác chiến lược, suy đoán về khả năng được thêm vào danh mục ETF), hiện BID đang giao dịch ở mức giá 28.500 đồng/cp, tương đương P/B 2,35 lần, cao hơn trung bình ngành (1,8 lần) và cao hơn mức giá mục tiêu 21.100 đồng/cp của chúng tôi.

Phụ lục dự báo KQKD 2015 -2019

Bảng Cân Đối Kế Toán

Tại ngày 31/12					
Đơn vị tỷ đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Cho vay khách hàng	556.389	645.411	748.677	868.466	1.007.420
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	547.748	636.555	739.313	857.056	994.244
Tiền gửi tại NHNN	27.162	24.025	28.180	32.875	38.451
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	62.682	70.720	84.974	95.785	112.030
Chứng khoán thanh khoản	123.640	147.332	169.491	183.279	215.962
Tiền mặt, vàng, đá quý	6.711	6.680	7.835	9.023	10.553
Tài sản có khác	41.090	44.437	51.547	59.794	69.361
Tổng tài sản	809.033	929.748	1.081.340	1.237.813	1.440.602
Tiền gửi khách hàng	567.744	663.383	785.601	911.297	1.068.314
Tiền gửi không kì hạn của các TCTD khác và KBNN	31.322	33.282	31.557	29.764	32.346
Các khoản vay NHNN và tiền gửi kì hạn của các TCTD khác	83.838	80.080	93.930	108.172	126.518
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	65.884	64.080	75.163	86.560	101.240
Các khoản nợ khác	18.562	21.586	25.320	29.159	34.104
Tổng nợ phải trả	767.351	862.410	1.011.571	1.164.952	1.362.523
Vốn của tổ chức tín dụng	34.217	57.074	57.074	57.074	57.074
Vốn điều lệ	34.187	44.685	44.685	44.685	44.685
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Thặng dư vốn cổ phần	30	12.389	12.389	12.389	12.389
Quỹ của TCTD	2.565	3.652	4.844	6.140	7.757
Chênh lệch tỷ giá và chênh lệch đánh giá lại tài sản	(1)	29	59	89	119
Vốn khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	4.573	6.254	7.462	9.230	12.800
Tổng vốn chủ sở hữu	41.354	67.010	69.440	72.533	77.750
Lợi ích của cổ đông thiểu số	328	328	328	328	328
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	809.033	929.748	1.081.340	1.237.813	1.440.602
Tài sản sinh lãi	734.070	854.607	993.778	1.136.121	1.322.236
Tổng nguồn vốn huy động	682.904	776.744	911.088	1.049.233	1.227.179

Tại ngày 31/12					
Đơn vị tỷ đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Thu nhập lãi	47.116	57.992	72.040	87.694	101.720
Chi phí lãi	(29.107)	(35.218)	(45.462)	(57.085)	(66.289)
Thu nhập lãi thuần	18.009	22.775	26.578	30.609	35.431
Thu nhập ngoài lãi / (chi phí)	7.260	6.433	6.613	7.145	7.777

Tổng thu nhập hoạt động	25.269	29.208	33.191	37.754	43.208
Chi phí hoạt động	(9.847)	(11.206)	(12.635)	(14.308)	(16.375)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động KD trước chi phí dự phòng RRTD	15.423	18.002	20.556	23.446	26.833
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(7.845)	(8.948)	(10.622)	(12.657)	(13.372)
Tổng lợi nhuận trước thuế	7.577	9.054	9.934	10.789	13.461
Chi phí thuế TNDN	(1.623)	(1.771)	(1.947)	(2.118)	(2.642)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	5.954	7.283	7.987	8.671	10.819
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
Lợi nhuận thuần trong kì	5.917	7.246	7.950	8.634	10.782

Tại ngày 31/12					
Tính theo %	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Tỷ lệ tăng trưởng					
Cho vay khách hàng	24,8%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Tổng tài sản	24,8%	16,2%	16,1%	15,9%	16,0%
Tiền gửi khách hàng	28,9%	16,8%	18,4%	16,0%	17,2%
Thu nhập lãi thuần	14,3%	26,5%	16,7%	15,2%	15,8%
Thu nhập ngoài lãi	18,0%	(11,4%)	2,8%	8,1%	8,9%
Lợi nhuận trước thuế	20,3%	19,5%	9,7%	8,6%	24,8%
Lợi nhuận thuần	16,5%	22,3%	9,7%	8,6%	24,8%
Khả năng sinh lời					
NIM	2,68%	2,91%	2,92%	2,92%	2,92%
ROAA	0,82%	0,84%	0,79%	0,75%	0,8%
ROAE	15,9%	13,4%	11,7%	12,2%	14,4%
Quản trị chi phí					
CPHĐ/TNHD	39,0%	38,4%	38,1%	37,9%	37,9%
Nguồn vốn					
Cho vay khách hàng/Tiền gửi khách hàng	98,0%	97,3%	95,3%	95,3%	94,3%
Tỷ số đủ vốn					
Tỷ số an toàn vốn riêng lẻ	6,3%	9,4%	8,3%	7,5%	6,9%
Tỷ số an toàn vốn hợp nhất	10,4%	13,3%	12,1%	11,1%	10,2%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	71,4%	69,5%	67,1%	67,6%	67,3%
Cấu trúc thu nhập					
TN ngoài lãi/Tổng TNHD	28,7%	22,0%	19,9%	18,9%	18,0%

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vCBS.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812