

BID [KKQ -13,7%] - Một loạt chuỗi sự kiện khiến chúng tôi do dự về BID – Cập nhật

Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng cao cấp

Nguyễn Lê Hoàng Yến
Chuyên viên cao cấp

17/09/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	1,9%
Room tối đa cho khối ngoại	30,0%
SL cổ phiếu lưu hành	3.148 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	3.419 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	28.650
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	11.940

Cơ cấu cổ đông

Ngân hàng Nhà nước (SBV)	95,3%
Khác	4,7%

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

Giá: 24.800 VND **Giá mục tiêu: 20.500 VND TL tăng: -17,3% (-13,7% cổ tức)**
Giá trị vốn hóa: 3,469 tr VND **GTGD/ngày (30 ngày): 2,31 tr USD** **Room NN: 2,8%**

Các chỉ số chính	2014A(**)	2015F	2016F
LN trước dự phòng	13.283	15.306	16.893
LNST trừ lợi ích CĐTĐ	4.948	5.684	4.767
Tăng trưởng LN trước dự phòng	12,8%	15,2%	10,4%
Tăng trưởng LNST	22,8%	14,9%	-16,1%
Tăng trưởng EPS	22,8%	5,4%	-29,4%
PER theo giá hiện tại	14,9x	14,1x	20,0x
PBR theo giá hiện tại	2,1x	1,9x	1,9x
ROE	15,2%	14,1%	9,9%
Lợi suất cổ tức theo giá hiện tại	4,1%	3,6%	3,6%
Nợ xấu	1,9%	2,7%	2,8%
Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu	9,3%	9,4%	9,8%

Ghi chú: (*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên lợi nhuận được điều chỉnh, không tính đến thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng cho nhân viên (Thông tin 200).

(**) Chỉ tính riêng BID

- Một chuỗi các sự kiện bất ngờ diễn ra liên quan đến việc BID được thêm vào cả 2 quỹ ETF lớn, với số liệu và dựa trên kế hoạch là Chính phủ sẽ mua toàn bộ đợt phát hành quyền mua, (việc phân phối cổ phiếu phát hành từ quyền mua sẽ diễn ra trễ nhất là vào ngày 11 tháng 10 năm 2015) thì tỷ lệ lưu hành tự do sẽ là 4,72% (có thể còn thấp hơn khi nhóm cổ đông ngoài Chính phủ không mua hết).

- Không tính đến diễn biến của ETF, một vấn đề khác là việc có thêm nguồn bổ sung cổ phiếu BID trong quý 4/2015 khi các cổ đông ngoài Chính phủ tại MHB (Ngân hàng Phát triển nhà Mekong) được nhận 30 triệu cổ phiếu BID như là một phần của thỏa thuận sáp nhập, trong khi các cổ đông ngoài Chính phủ tại BID (ngân hàng sau sáp nhập) được nhận khoảng 13 triệu cổ phiếu từ phát hành quyền mua (giá định mua toàn bộ 100%).

- BID tiếp tục cập nhật về các tiến triển của quá trình thương thảo với (các) nhà đầu tư chiến lược đã được chọn lọc (tất cả những gì chúng tôi biết đến thời điểm này là đến từ một nước thuộc OECD), và chúng tôi hy vọng điều này sẽ trở thành hiện thực vì ngoài việc tăng vốn, đây là dấu chỉ cho thấy BID đã vượt qua được quy trình rà soát đặc biệt khắt khe (cơ hội này đã không được thực hiện khi phát hành quyền mua vì theo BID, Chính phủ sẽ mua toàn bộ số cổ phiếu được hưởng quyền này).

- Sau những sự kiện liên quan đến ETF và việc lựa chọn nhà đầu tư chiến lược có thể kéo dài đến năm 2016, hoạt động kinh doanh cơ bản sẽ tự kiểm định lại, cũng như đặc điểm cho vay tập trung sẽ khiến BID dễ bị ảnh hưởng hơn VCB và CTG khi các điều kiện kinh tế vĩ mô toàn cầu chuyển hướng. Điểm đáng lo ngại thứ hai là BID là ngân hàng có lượng bán nợ cho VAMC nhiều nhất trong 6 tháng đầu năm 2015 (dựa trên số liệu tương đối) trong số các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Nhìn chung, dù chúng tôi đánh giá tích cực về quan điểm phân loại nợ xấu của BID và xu hướng lãi dự thu của ngân hàng này, chúng tôi vẫn nhận định CTG vẫn là lựa chọn thứ 2 trong các ngân hàng quốc doanh do có rủi ro thấp hơn vì ít bị ảnh hưởng bởi các tin tức tiêu cực, cũng như cơ chế NIM tốt hơn.

- Vấn đề về tỷ lệ CAR (tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu) đã, đang và sẽ là vấn đề cho những lo ngại trong tương lai gần. CAR hiện dao động hơn mức 9% một chút. Đợt phát hành quyền mua chắc chắn sẽ giúp tăng CAR. Với dự báo thận trọng, chúng tôi cho rằng việc lựa chọn nhà đầu tư chiến lược sẽ kết thúc trong năm 2016. Nếu việc này diễn ra sớm hơn, vấn đề CAR sẽ trở nên bớt lo ngại, nhưng nếu kéo dài sang năm 2016, vấn đề này có thể gây phân tâm cho ban lãnh đạo. Là một trong những ngân hàng lớn nhất Việt Nam, chúng tôi giả định hệ thống sẽ linh hoạt để phù hợp với BID hơn là áp đặt quy định lên vấn đề CAR của ngân hàng. Tuy nhiên, việc củng cố CAR chắc chắn sẽ giúp BID cạnh tranh trực tiếp với VCB và CTG.

- Chúng tôi thiết lập mô hình định giá BID với khả năng tăng trưởng tín dụng linh hoạt trong vòng 2 năm tới (tăng trưởng 16,4% năm 2015) trước khi giảm đều đến năm cuối của mô hình còn 13,2% (tập trung vào tăng trưởng mảng cho vay bán lẻ trong kỳ dự báo), NIM dao động trong khoảng 2,5-2,9% trong kỳ dự báo và chi phí tín dụng dài hạn trong khoảng trung bình. Chi phí dự phòng năm 2015 ước tính sẽ đạt 7.968 tỷ đồng để đạt lợi nhuận trước thuế 7.337 tỷ đồng, so với con số 7.500 tỷ đồng theo kế hoạch. Với giá đóng cửa 24.800 đồng, BID đang giao dịch với P/E dự phóng 14,1 lần và P/B dự phóng 1,9 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi đã được nâng từ 19.100 đồng lên 20.500 đồng, tương ứng với tổng mức sinh lời -13,7% và khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH	2015F - MHB	2015F - BID	2015F - Hợp nhất	2016F Hợp nhất	BẢNG CĐKT	2015F - MHB	2015F - BID	2015F - Hợp nhất	2016F Hợp nhất
tỷ đồng					tỷ đồng				
Thu nhập từ lãi	4.378	43.033	47.411	53.921	Tiền mặt	471	6.310	6.782	7.629
Chi phí lãi	-3.001	-27.063	-30.065	-34.317	Tiền gửi tại NHNN	932	17.105	18.038	20.689
Thu nhập lãi thuần	1.377	15.970	17.347	19.605	Cho vay các TCTD khác	4.791	52.565	57.357	63.092
Thu nhập từ dịch vụ	107	2.981	3.088	3.160	Chứng khoán KD	52	6.033	6.085	6.603
Chi phí từ dịch vụ	-54	-1.043	-1.097	-1.043	Chứng khoán KD	80	6.074	6.154	6.665
Lãi thuần dịch vụ	54	1.938	1.991	2.117	Dự phòng giảm giá	-28	-41	-69	-62
Lãi kinh doanh ngoại hối	18	265	283	303	Công cụ phái sinh	0	0	0	0
Lãi CK kinh doanh	24	1.698	1.722	1.883	Cho vay KH	33.183	512.398	545.582	635.236
Lãi từ HĐ khác	86	1.141	1.226	1.130	Cho vay KH	33.436	520.253	553.689	644.782
Thu nhập từ góp vốn	0	1.277	1.277	491	Dự phòng rủi ro	-252	-7.855	-8.107	-9.546
Chi phí hoạt động	-1.228	-7.313	-8.541	-8.637	Chứng khoán đầu tư	7.681	97.185	104.866	114.769
LN trước dự phòng	331	14.975	15.306	16.893	Sẵn sàng để bán	6.881	70.682	77.564	85.334
Chi phí dự phòng	-115	-7.854	-7.968	-10.882	Giữ đến ngày đáo hạn	800	26.503	27.303	29.435
LN trước thuế	216	7.121	7.337	6.010	Dự phòng giảm giá	-413	-3.154	-3.567	-6.988
Thuế	-48	-1.567	-1.614	-1.202	Đầu tư dài hạn	185	5.120	5.305	5.817
LN sau thuế	168	5.555	5.723	4.808	Tài sản cố định	1.144	7.086	8.230	8.477
Trừ: lợi ích CĐTS	0	-40	-40	-42	TS cố định hữu hình	593	3.631	4.225	4.351
LN ròng trừ CĐTS , báo cáo	168	5.515	5.684	4.767	TS cố định cho thuê	0	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	168	5.515	5.684	4.767	TS cố định vô hình	551	3.455	4.005	4.126
Định giá					Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
EPS cơ bản báo cáo, VND	500	1.790	1.662	1.212	Tài sản khác	1.493	26.728	28.222	30.178
EPS cơ bản điều chỉnh VND	500	1.790	1.662	1.212	TỔNG TÀI SẢN	49.934	730.532	780.467	892.490
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	500	1.901	1.755	1.239	Nợ phải trả	46.274	689.748	736.022	840.044
Giá trị sổ sách/CP (Đồng)	10.866	13.114	12.893	13.237	Nợ CP và NHNN	3.892	20.121	24.013	25.213
P/E (lần)	N/A	13,0	14,1	20,0	Tiền gửi & vay TCTD khác	8.325	98.200	106.525	122.263
P/B (lần)	N/A	1,9	1,9	1,9	Tiền gửi KH	32.979	493.328	526.307	605.253
Chỉ số khả năng sinh lợi					Công cụ phái sinh	0	75	75	75
Biên lãi ròng (NIM) (%)	3,1%	2,5%	2,5%	2,5%	Nguồn vốn khác	0	37.218	37.218	40.939
Suất sinh lợi/ tài sản (%)	10,0%	6,7%	6,9%	6,9%	Giấy tờ có giá	0	23.577	23.577	27.077
Chi phí vốn (%)	7,0%	4,2%	4,4%	4,5%	Các khoản nợ khác	1.077	17.230	18.307	19.223
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) (%)	78,8%	32,8%	35,8%	33,8%	Vốn CSH	3.661	40.416	44.076	52.041
ROAE (%)	4,7%	15,0%	14,1%	9,9%	Vốn của TCTD	3.369	30.848	34.217	41.909
ROAA (%)	0,4%	0,8%	0,8%	0,6%	Quỹ của TCTD	41	2.457	2.498	3.189
ROAA trước dự phòng	0,7%	2,2%	2,1%	2,3%	Chênh lệch tỷ giá	0	-47	-47	-49
Tăng trưởng tài sản					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tăng trưởng tín dụng (%)	12,0%	16,7%	16,4%	16,5%	Lợi nhuận giữ lại	250	7.158	7.408	6.992
Tăng trưởng huy động (%)	13,0%	12,0%	12,1%	15,0%	Lợi ích của CĐTS	0	368	368	405
Chất lượng tài sản					NỢ PHẢI TRẢ & VỐN	49.934	730.532	780.467	892.490
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	N/A	2,7%	2,7%	2,8%					
Dự phòng/NPL (%)	N/A	55,9%	57,7%	52,9%					
Dự phòng/cho vay (%)	0,8%	1,5%	1,5%	1,5%					
Chi phí dự phòng/cho vay (%)	0,3%	1,5%	1,4%	1,7%					
NPL/Vốn CSH (%)	N/A	35%	32%	35%					
Thanh khoản									
Cho vay/ HĐ từ KH (%)	89,1%	88,4%	88,4%	89,6%					
Vay liên ngân hàng (%)	18%	15%	15%	15%					
CAR (%)	12,0%	9,3%	9,4%	9,8%					
Vốn CSH/tài sản (%)	7%	6%	6%	6%					

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. LNST và EPS điều chỉnh được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ thưởng cho nhân viên (Thông tư 200). (2) Bao gồm lợi tức cổ phiếu, phát hành riêng lẻ, quyền mua sắp thực hiện (nếu có)

Dự báo KQLN

	2015 Trước đây	2016 Trước đây	2015 Hiện nay	2016 Hiện nay	Lý do điều chỉnh dự báo
Tỷ đồng					
Thu nhập lãi ròng	18.781	21.552	17.347	19.605	Thu nhập từ lãi vay giảm trong năm 2015 do xu hướng NIM giảm dần sau khi sáp nhập MHB. Dự báo con số này khá khó khăn cho BID so với các ngân hàng khác do phụ thuộc một phần nào đó vào sự thành công của chương trình tăng vốn nhằm tạo ra đệm an toàn cho CAR.
Thu nhập ngoài lãi	6.872	7.519	6.500	5.925	Chúng tôi thận trọng trong dự báo thu nhập ngoài lãi cho năm 2016 vì đã qua giai đoạn để kiếm lời từ danh mục đầu tư trái phiếu chính phủ của ngân hàng.
Lợi nhuận trước dự phòng	15.727	17.790	15.306	16.893	
Chi phí dự phòng	-9.012	-9.956	-7.968	-10.882	Chi phí dự phòng ước tính năm 2015 giảm phù hợp với kế hoạch. Con số năm 2016 chỉ có thể được xem như chỉ báo cho công tác dự phòng sắp tới khi xem xét mức tăng mạnh số trái phiếu VAMC trong bảng cân đối kế toán. Con số thực tế năm 2016 phụ thuộc vào những yếu tố không hoàn toàn là các quyết định kinh tế.
LN trước thuế	6.715	7.834	7.337	6.010	Lợi nhuận ước tính cho năm 2015 là con số có ý nghĩa hơn do tăng nhờ chi phí dự phòng thấp hơn và giả định BID ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn khỏi ngân hàng VID.
LN ròng sau thuế	5.199	6.069	5.684	4.767	
Tăng trưởng hàng năm %					
Thu nhập lãi ròng	18,4%	14,8%	-4,8%	13,0%	
Thu nhập ngoài lãi	8,8%	9,4%	28,5%	-8,9%	Ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn VID Bank sẽ giúp nâng chỉ số này trong năm 2015.
Lợi nhuận trước dự phòng	17,4%	13,1%	13,0%	10,4%	
Chi phí dự phòng	27,2%	10,5%	12,4%	36,6%	
LN trước thuế	6,5%	16,7%	13,5%	-18,1%	
LN sau thuế	4,9%	16,8%	12,0%	-16,1%	
Cho vay khách hàng	16,0%	15,5%	16,4%	16,5%	
Tiền gửi	17,5%	15,0%	12,1%	15,0%	
Các chỉ báo chính					
Tỷ lệ lãi biên NIM (%)	2,9%	2,9%	2,5%	2,5%	NIM giảm sau khi sáp nhập với MHB
Thay đổi NIM (%)	+7	+4	-46	0,0	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập CIR (%)	38,7%	38,8%	35,8%	33,8%	
Tỷ lệ cho vay/huy động LDR (%)	95,9%	96,8%	88,4%	89,6%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	2,2%	2,2%	2,7%	2,8%	Con số nợ xấu lớn không nên được xem là yếu tố tiêu cực khi BID phân loại nợ khá thận trọng
Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu (LLR) (%)	75,1%	75,3%	57,7%	52,9%	
ROAA (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	
ROAE (%)	13,3%	12,2%	14,1%	9,9%	
Tỷ lệ an toàn vốn CAR (%)	10,4%	10,9%	9,4%	9,8%	CAR ước tính giảm khi chúng tôi dời việc tăng vốn từ nhà đầu tư chiến lược sang năm 2016
Chỉ báo định giá					
Cổ tức/CP (đồng)	300	300	900	900	BID vẫn thể hiện sự ưu tiên cho việc duy trì cổ tức tiền mặt cao.
Lợi suất cổ tức (%)	1,2%	1,2%	3,6%	3,6%	
EPS (đồng)	1.707	1.727	1.755	1.239	
Tăng trưởng EPS (%)	-3,2%	1,2%	5,4%	-29,4%	
Giá trị sổ sách/số CP (đồng)	13.205	16.173	12.893	13.237	
PER (lần)	14,5	14,4	14,1	20,0	
PBR (lần)	1,9	1,5	1,9	1,9	

Nguồn: Số liệu do ngân hàng cung cấp và ước tính của VCSC

KQLN 6 tháng đầu năm 2015

Khó khăn trong việc phân tích KQLN Quý 2/2015 của BID nằm ở chỗ chúng tôi phải sử dụng số liệu hợp nhất, bao gồm MHB, và do đó phải tính toán số liệu dự phóng cho cả năm của từng quý nhưng lại không có KQLN Quý 1/2015 của MHB, nên lợi suất cao hơn thực tế một chút. Dưới đây là tất cả những gì chúng tôi có thể suy luận từ các số liệu trên:

Lợi suất cho vay sau hợp nhất chỉ ở mức 6,7% nếu dự phóng cho cả năm trên cơ sở Quý 2: và NIM sau hợp nhất tương ứng cũng thấp, dù là NIM của Quý 2 (2,37%) hay 6 tháng đầu năm (2,54%), trong khi NIM 2014 của BID trước sáp nhập là 2,97%.

Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm 2015 đạt 9%: Kết quả này xấp xỉ các ngân hàng khác và tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) theo báo cáo “vẫn trên 9%” trong giai đoạn này.

Lợi nhuận trước thuế 6 tháng đầu năm 2015 đạt 42% mục tiêu cả năm là 7.500 tỷ đồng, dù BID vẫn chưa ghi nhận 830 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi Ngân hàng VID.

Bán khoảng 7.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong 6 tháng đầu năm 2015: tương đương 1,26% dự báo cho vay khách hàng cả năm, và trong số các mã chúng tôi theo dõi, ngân hàng có tỷ lệ này cao ngay sau BID là STB với 1,07%. BID cho biết nợ xấu phát sinh từ việc hợp nhất MHB nhiều khả năng sẽ được giải quyết thông qua VAMC.

Tăng mục tiêu thu hồi nợ xấu lên 1.800 tỷ đồng vì kinh tế cải thiện: Trong mô hình của chúng tôi, con số này tương đương tỷ lệ thu hồi 30%.

BID huy động 3.500 tỷ đồng thông qua phát hành trái phiếu thứ cấp trong tháng tám: Theo chúng tôi được biết, đợt phát hành này của BID dành cho nhà đầu tư trong nước.

Tăng cường cho vay vào hàng nông nghiệp và BĐS: Về tín dụng cho BĐS của BID, chúng tôi lặp lại nhận định đối với CTG là chúng tôi yên tâm về tình hình bất động sản trong vài năm tới. Tuy nhiên, BID cho vay vào BĐS mạnh hơn nhiều so với CTG, theo ước tính của chúng tôi năm 2014 lần lượt là 24% tổng dư nợ của BID so với 15% tổng dư nợ của CTG hồi năm 2014.

Một số thông tin về thương vụ M&A:

Mục đích của việc sáp nhập là tận dụng mạng lưới khách hàng bán lẻ rộng lớn tại khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long, nơi MHB là ngân hàng dẫn đầu.

Tỷ lệ chuyển đổi cổ phiếu theo thương vụ M&A là 1:1 (1 cổ phiếu MHB đổi lấy 1 cổ phiếu BID), được cho là có lợi cho cổ đông MHB. Tuy nhiên, vì cổ phần của NHNN tại hai ngân hàng trên đều trên 90%, chúng tôi cho rằng tỷ lệ chuyển đổi này là hợp lý.

Chúng tôi tóm tắt việc tính cổ phần của NHNN và tỷ lệ lưu hành tự do tương ứng của ngân hàng sau sáp nhập dưới đây:

Hình 1: Thay đổi về cổ phần khi mua lại MHB:

Trước đợt phát hành quyền mua	MHB (%)	BID (%)	Sau khi sáp nhập (%)
Cổ phần NHNN	$\frac{307tr}{337tr} = 91,26\%$	$\frac{2.692tr}{2.811tr} = 95,76\%$	$\frac{2.692tr + 307tr}{2.811tr + 337tr} = 95,28\%$

Nguồn: Ước tính của VCSC

Tại ĐHCĐ năm nay, BID cũng cho biết sẽ phát hành quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 100:8,6, qua đó cổ đông có thể mua với giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Nếu đạt tỷ lệ thành công 100%, BID sẽ bán được khoảng 270 triệu cổ phiếu, nâng tổng số cổ phiếu lưu hành lên 3,419 triệu cổ phiếu.

Hình 2: Thay đổi về cổ phần khi phát hành quyền mua cổ phiếu (kịch bản dưới đây giả định toàn bộ cổ phiếu không dành cho nhà nước được bán thành công)

Trước đợt phát hành quyền mua	Nếu NHNN không thực hiện quyền mua	Nếu NHNN thực hiện quyền mua
Cổ phần của SBV	$\frac{2.999tr}{3.419tr} = 87,8\%$	$\frac{2.999tr \times 1,086}{3.419tr} = 95,28\%$
Lưu hành tự do	$100\% - 87,8\% = 12,2\%$	$100\% - 95,28\% = 4,72\%$

(tr) : triệu cổ phiếu

Nguồn: Ước tính của VCSC

Thời gian thực hiện đợt phát hành quyền mua cổ phiếu kết thúc ngày 21/09/2015.

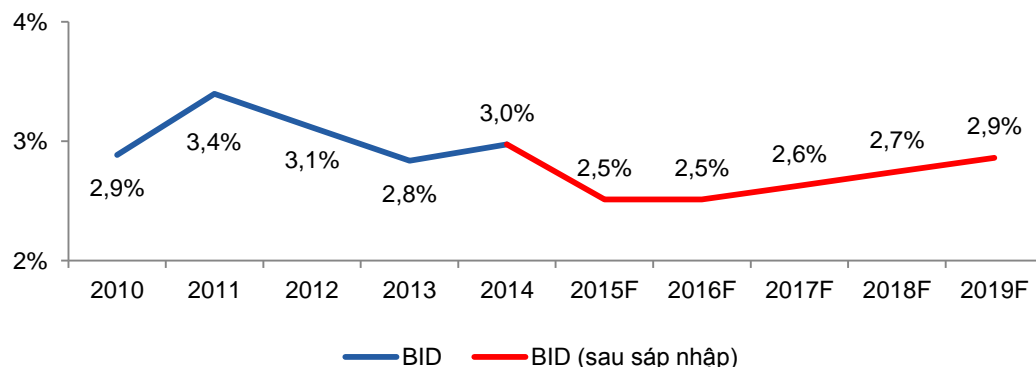
Dự báo tài chính dành cho ngân hàng sau sáp nhập không chênh lệch so với nghị quyết ĐHCĐ đưa ra.

Các giả định trong mô hình định giá

Tăng vốn để đảm bảo các yêu cầu về tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu là mối quan tâm chính của BID trong giai đoạn dự báo: Với sự tham gia của NHNN vào đợt phát hành quyền mua cổ phiếu ngày 15/09, đợt phát hành này sẽ thành công nhưng chúng tôi dự báo thận trọng là việc tăng vốn từ nhà đầu tư chiến lược sẽ hoàn tất trong Quý 1/2016 với việc tăng cổ phần thêm 15% và 10% nữa trong năm 2018. Ngoài ra, chúng tôi cũng giả định tăng thêm 3.500 tỷ đồng trái phiếu thứ cấp trong năm 2016.

Dự báo NIM sẽ thấp sau khi sáp nhập: Và sau đó tăng nhẹ vì các điều kiện tín dụng chặt chẽ hơn sẽ cải thiện lợi nhuận của các ngân hàng.

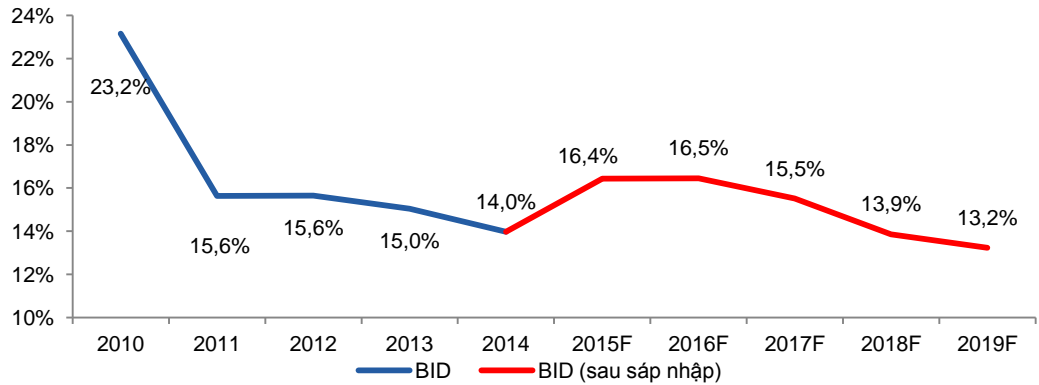
Hình 3: NIM từ 2010 đến 2019



Nguồn: BID và VCSC

Giả định tăng trưởng tín dụng của chúng tôi bị hạn chế vì nhu cầu định kỳ khai thác thị trường vốn và giả định áp lực liên tục phải duy trì cổ tức bằng tiền mặt.

Hình 4: Tăng trưởng tín dụng từ 2010 đến 2019



Nguồn: BID và VCSC

Giả định thu nhập thặng dư của BID

Giả định	2015	2016	2017	2018	2019	Cuối kỳ
Lãi suất phi rủi ro	5,5%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,0%
Phần bù rủi ro	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Chi phí chủ sở hữu	11,1%	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	12,6%
Hệ số beta	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
ROE (vốn chủ sở hữu đầu kỳ)	15,4%	10,8%	13,0%	17,0%	18,6%	
Chi phí chủ sở hữu	11,1%	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	
Thu nhập thặng dư	4,3%	-0,3%	1,4%	4,9%	6,0%	
Giá trị vốn CSH đầu kỳ	36.797	44.076	52.041	54.299	64.120	
Thu nhập thặng dư	1.599	-126	721	2.663	3.859	
Giá trị hiện tại TN thặng dư	1.542	(109)	560	1.847	2.378	
Tăng trưởng liên tục	3%					
Vốn CSH đầu kỳ	36.797					
Giá trị hiện tại TN thặng dư 2015-2019	6.218					
Giá trị hiện tại TN thặng dư cuối kỳ	25.757					
Giá trị hiện tại thu nhập thặng dư	68.773					
Số cổ phiếu (triệu)	3.419					
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	20.117					

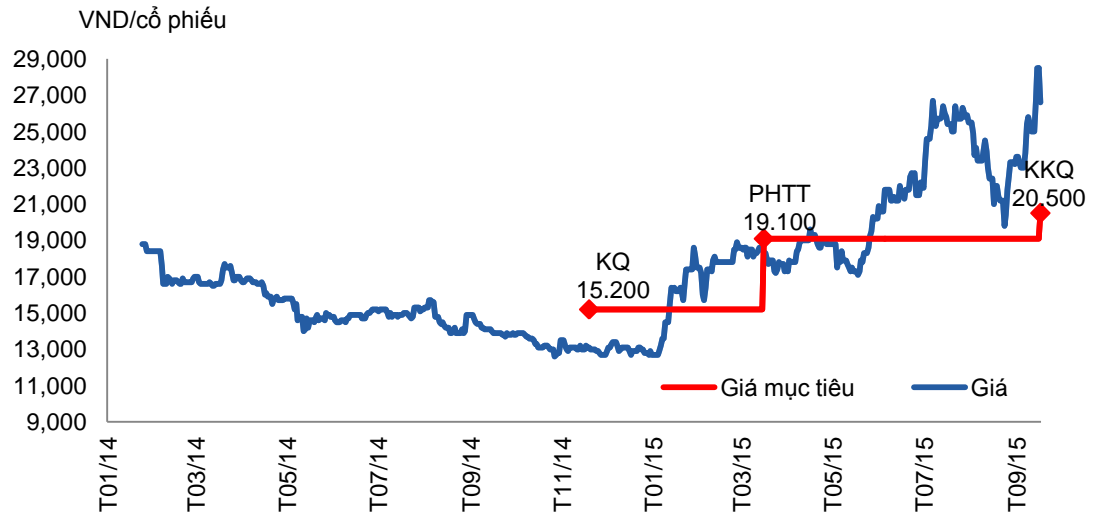
Nguồn: Ước tính của VCSC

Giá trị hợp lý có hệ số của BID

	Mục tiêu	Giá trị mục tiêu	Hệ số	Giá trị có hệ số
Phương pháp P/B	1,7 lần Giá trị sổ sách 2015	21.918	25%	5.412
Phương pháp thu nhập thặng dư		20.117	75%	15.088
Giá trị hợp lý có hệ số			100%	20.500
Giá hiện tại				24.800
TL tăng tiềm năng và LS cổ tức				-13,7%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang sau

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Hoàng Long và Nguyễn Lê Hoàng Yến, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143

Đình Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140

Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124

Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Văn Đình Phong, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185

Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.