



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



## Quan sát chờ thời cơ tốt

BÁO CÁO LẦN ĐẦU  
16/04/2019

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích  
dungnm@kbsec.com.vn

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Kỳ vọng phát hành thành công 15% vốn điều lệ, giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước**

Kế hoạch phát hành riêng lẻ 15% cho Hana Bank đã được thông qua vào cuối năm 2018. Đây là yêu cầu bắt buộc trong năm 2019 nếu BID muốn duy trì khả năng mở rộng tín dụng cũng như kịp tuân thủ theo quy định của Basel II về tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu CAR 8% vào năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn vẫn gặp khó khăn do đòn bẩy vốn của BID đang ở mức cao.

**Xuất hiện những dấu hiệu tích cực về việc đẩy mạnh xử lý tài sản có vấn đề**

Mặc dù tỷ lệ tài sản có vấn đề vẫn khá cao so với các ngân hàng khác, nhưng đã có dấu hiệu tích cực hơn trong việc xử lý những tài sản này từ phía ngân hàng, bao gồm: 1) Lượng nợ xấu ngoại bảng lần đầu tiên giảm mạnh từ năm 2014; 2) Tỷ lệ xóa nợ tăng cao từ năm 2018 cho thấy kỳ vọng về việc mạnh tay hơn trong xử lý nợ xấu nội bảng của BID. Chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng và chất lượng tài sản sẽ cải thiện đáng kể từ sau năm 2020.

**Vị thế hàng đầu ngành về mạng lưới hoạt động, quy mô tài sản và tín dụng**

Mạng lưới hoạt động của BID đứng thứ 2 toàn ngành (chỉ sau Vietinbank). Ngoài ra, quy mô tổng dư nợ cũng như tín dụng trong nhóm bán lẻ và SOEs đều đứng đầu nhóm ngân hàng niêm yết. Dù không có vị thế cao trong huy động CASA, nhưng BID lại là ngân hàng đứng đầu về huy động tiền gửi có kỳ hạn, thể hiện rõ ràng lợi thế quy mô của ngân hàng.

**Khuyến nghị NĂM GIỮ do KQKD vẫn bị ảnh hưởng lớn bởi chất lượng tài sản trong 2 năm tới và nghi ngờ về khả năng tăng vốn thành công trong năm 2019**

Kể cả trong trường hợp huy động vốn thành công từ nhà đầu tư chiến lược, chúng tôi vẫn cho rằng BID khó đạt tăng trưởng tốt ít nhất trong 2 năm tới do chất lượng tài sản còn nhiều vấn đề tác động không tốt đến khả năng sinh lời của ngân hàng. Trên cả 3 kịch bản cơ sở, tích cực và tiêu cực, chúng tôi đều khuyến nghị **Năm giữ** đối với cổ phiếu BID. Mặc dù việc tăng vốn thành công sẽ là chất xúc tác đến giá trong ngắn hạn, nhưng yếu tố cốt lõi là khả năng sinh lời sẽ khó cải thiện trước năm 2021.

### Năm giữ

Giá mục tiêu (1Y)	33,130VND
Tăng/Giảm	-4.7%
Giá hiện tại (12/04/2019)	34,750VND
Giá mục tiêu	33,130VND
Vốn hóa thị trường	118,800 tỷ VND (5.13 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 13/02/2019: 1USD= 23,150 VND	

#### Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	3,418,715,334
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	1,216,205
% sở hữu nước ngoài	2.34%
Cổ tức tiền mặt	700 VND/cp

#### % thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
BID	-0.28%	9.91%	-3.14%	-11.3%
VN-INDEX	-2.81%	9.84%	-4.24%	-14.9%

#### Dự phóng doanh thu và định giá

	2018A	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	34,956	39,822	42,414	45,647
Tốc độ tăng trưởng (%)	12.9	13.9	6.5	7.6
Tổng LN hoạt động (tỷ VND)	44,491	51,186	53,262	56,868
Chi phí hoạt động CIR (%)	36.2	35.0	34.0	33.0
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	7,542	8,517	8,999	15,241
Tốc độ tăng trưởng (%)	8.6	12.9	5.7	69.4
EPS (nghìn VND)	2,206.1	2,290.3	2,632.3	4,458.1
BVPS (nghìn VND)	15,998.1	21,838.3	26,386.8	30,845.0
P/B	2.17	1.87	1.55	1.32



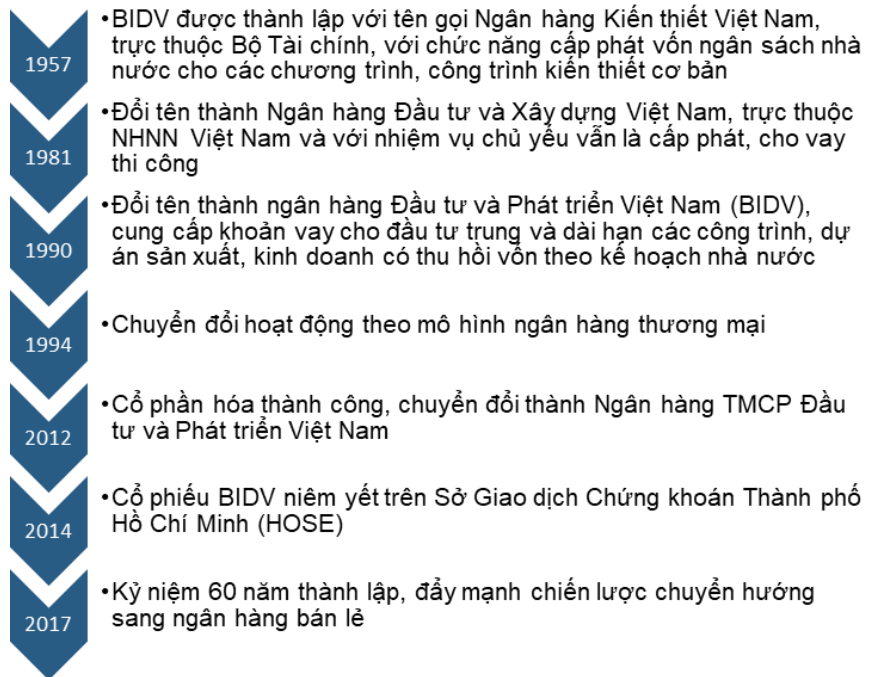
Nguồn: Fiinpro, KBSV

# Mục lục

<b>Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID: HSX).....</b>	<b>1</b>
<b>THÔNG TIN TỔNG QUAN .....</b>	<b>3</b>
Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động.....	3
<b>MÔ HÌNH KINH DOANH .....</b>	<b>5</b>
Cơ cấu tín dụng.....	5
Cơ cấu huy động.....	6
<b>PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH .....</b>	<b>8</b>
Chất lượng tài sản .....	8
An toàn vốn .....	9
Khả năng thanh khoản.....	10
Khả năng sinh lời .....	11
Cập nhật KQKD 2018 .....	12
<b>DỰ PHÓNG KQKD 2019 &amp; ĐỊNH GIÁ .....</b>	<b>15</b>
<b>Dự phóng KQKD 2019 .....</b>	<b>15</b>
Định giá.....	16
<b>RỦI RO &amp; QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ .....</b>	<b>17</b>
<b>PHỤ LỤC .....</b>	<b>18</b>

## THÔNG TIN TỔNG QUAN

### Quá trình hình thành và phát triển



### Ban lãnh đạo

Tổng giám đốc hiện nay của BIDV là ông Phan Đức Tú, trong khi vị trí Chủ tịch HĐQT vẫn đang để trống 2 năm sau khi ông Trần Bắc Hà từ chức năm 2016.

### Quy mô bảng cân đối (chỉ xét nhóm NH niêm yết)

Tính đến cuối năm 2018, TTS của BIDV đạt 1,313,038 tỷ VND, tiếp tục duy trì vị thế số 1 hệ thống ngân hàng Việt Nam. Tuy nhiên, quy mô vốn điều lệ của ngân hàng sau nhiều năm không thay đổi ở mức 34,187 tỷ VND đã giảm xuống vị trí thứ 4. LNTT 2018 đạt 9,473 tỷ VND, đứng thứ 3 toàn ngành, dù vượt qua CTG nhưng vẫn xếp sau VCB và đã bị TCB vượt qua trong năm này.

### Quy mô hoạt động

Theo số liệu năm 2018, BIDV đang hoạt động với 1,062 chi nhánh và PGD phủ kín 63 tỉnh, thành trên cả nước (đứng thứ 3 ngành Agribank và Vietinbank) và 1 chi nhánh nước ngoài tại Myanmar. Số lượng máy ATM và POS lần lượt đạt 1,825 (chiếm 10.5% tổng lượng máy cả nước) và 41,262. Số lượng nhân viên tại ngày 31/12/2018 đạt 25,416 người.

### Thị phần tín dụng và huy động (Biểu đồ 1)

Theo ước tính của chúng tôi, BIDV đang nắm giữ thị phần số 1 cả về tín dụng và huy động toàn hệ thống, lần lượt đạt khoảng 21% và 16.4% tại thời điểm kết thúc năm 2018.

### Xếp hạng tín nhiệm

Xếp hạng tiền gửi nội/ngoại tệ dài hạn và nhà phát hành dài hạn theo Moody's đều được giữ ở mức B1 trong năm 2018 với triển vọng "Tích cực". Bên cạnh đó, theo S&P, xếp hạng nhà phát hành dài hạn và ngắn hạn lần lượt được giữ ở mức B+ và B, với triển vọng lần lượt là "ổn định" và "tích cực".

## Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động

### Cơ cấu sở hữu (Biểu đồ 3)

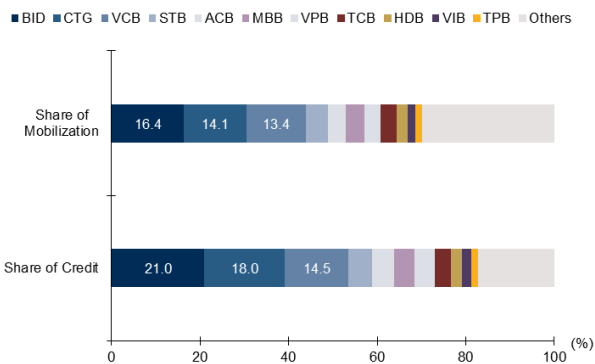
NHNN Việt Nam đang là cơ quan đại diện vốn Nhà nước tại BIDV với 95.28% cổ phần đã được duy trì qua nhiều năm. Cuối năm 2018, NHNN đã thông qua

kế hoạch chào bán 15% cổ phần (tỷ lệ sau phát hành) cho 1 NĐT chiến lược nước ngoài là Ngân hàng KEB Hana Bank của Hàn Quốc, dự kiến sẽ thực hiện trong năm 2019. Nếu kế hoạch này được thực hiện thành công, giá trị huy động được theo mệnh giá phát hành sẽ đạt khoảng 6,033 tỷ VND và tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại BID sẽ giảm còn 80.99%.

**Mô hình hoạt động (Bảng 1)**

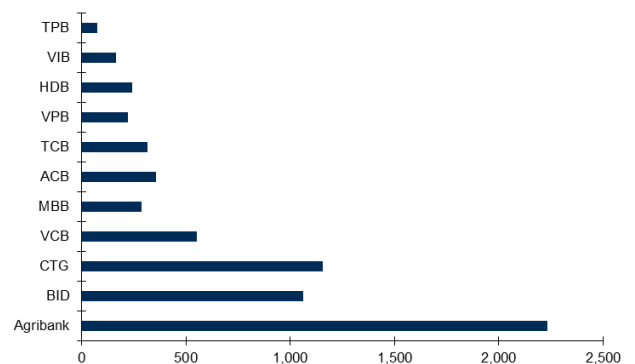
Ngoài hoạt động chính là ngân hàng thương mại, BIDV hiện sở hữu 13 công ty con cung cấp đa dạng các dịch vụ tài chính khác với mục đích chính là hỗ trợ hoạt động của ngân hàng mẹ, trong đó đáng chú ý là công ty CP chứng khoán BIDV (BSC) với vốn điều lệ là 1,110 tỷ VND và đã nhiều năm giữ vị trí trong Top 10 thị phần môi giới cổ phiếu trên sàn HOSE.

**Biểu đồ 1: Thị phần tín dụng và huy động**



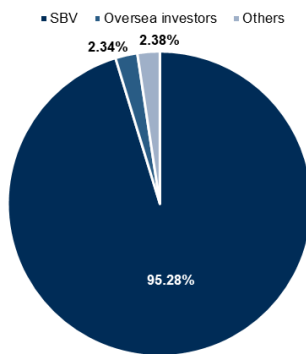
Nguồn: SBV; BCTC các ngân hàng; KBSV Research

**Biểu đồ 2: So sánh mạng lưới hoạt động các ngân hàng**



Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

**Biểu đồ 3: Cơ cấu sở hữu BID**



Nguồn: BID; KBSV Research

**Bảng 1: Mô hình hoạt động của BID**

Công ty con	Tên viết tắt	Ngành	Sở hữu của BID
Công ty TNHH Quản lý nợ và Khai thác tài sản BIDV	BAMC	Tài chính/Ngân hàng	100%
Công ty TNHH BIDV Quốc tế	BIDVI	Tài chính	100%
Công ty TNHH Đầu tư Phát triển Quốc tế	IIDC	Tài chính	100%
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Campuchia	IDCC	Tài chính	100%
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Campuchia	BIDC	Tài chính/Ngân hàng	98.5%
Công ty CP Chứng khoán BIDV	BSC	Thị trường vốn	88.12%
Ngân hàng Liên doanh Lào Việt	LVB	Ngân hàng	65%
Công ty CP Chứng khoán MHB	MHBS	Chứng khoán	60%
Tổng công ty CP Bảo hiểm BIDV	BIC	Bảo hiểm	51%
Công ty cho thuê tài chính TNHH BIDV Sumi-Trust	BSL	Cho thuê tài chính	50%
Công ty Liên doanh Bảo hiểm Lào Việt	LVI	Bảo hiểm	33.15%
Công ty Chứng khoán Campuchia - Việt Nam		Chứng khoán	98.5%
Công ty Bảo hiểm Campuchia - Việt Nam		Bảo hiểm	50.24%

Nguồn: BID; KBSV Research

## MÔ HÌNH KINH DOANH

### Cơ cấu tín dụng

**Cơ cấu tín dụng có sự chuyển dịch rõ ràng từ bán buôn sang bán lẻ, cho vay nhóm SOEs được duy trì đều đặn**

Tương tự VCB và CTG, cơ cấu tín dụng của BID cũng đã có sự chuyển dịch mạnh mẽ từ năm 2012 đến nay, khi tỷ trọng cho vay SOEs liên tục giảm (26.9% năm 2012 xuống 8.7% năm 2018), thay vào đó là tỷ trọng cho vay cá nhân bứt phá mạnh cùng sự tăng trưởng khá đều đặn của phân khúc SMEs.

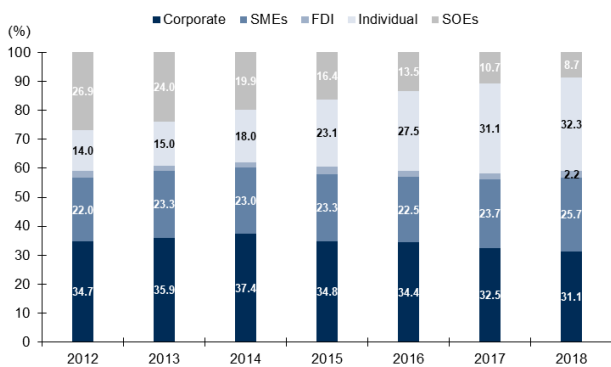
Xét về giá trị tuyệt đối, dư nợ của BID cho nhóm SOEs luôn duy trì dưới 100,000 tỷ VND trong nhiều năm và không có dấu hiệu thay đổi đột biến. Tổng dư nợ cho vay SOEs của VCB, CTG và BID chiếm khoảng 60 – 70% tổng dư nợ cho vay nhóm SOEs trên cả hệ thống, trong đó BID luôn duy trì vị trí thứ 2 sau CTG. Có thể thấy rõ xu hướng giảm của dư nợ cho vay nhóm SOEs trong 2 năm gần đây. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính đến từ xu hướng cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước cũng như sự chuyển dịch sang cho vay bán lẻ. Nhiều khả năng xu hướng giảm này có thể tiếp tục nhưng sẽ chậm hơn trong các năm tới.

**BID giữ thị phần đứng đầu trên nhiều phân khúc, bao gồm cho vay cá nhân, SMEs và SOEs**

Tỷ trọng cho vay cá nhân khoảng 32.3% năm 2018, thấp hơn tương đối so với các ngân hàng TMCP tư nhân do đặc thù ban đầu của BID vẫn là NH bán buôn. Tuy nhiên khi xét về thị phần, BID đang đứng đầu hệ thống NH niêm yết, bỏ khá xa VCB và CTG. Thị phần cho vay cá nhân của BID có dấu hiệu giảm nhẹ 2 năm gần đây trong bối cảnh cạnh tranh trên thị trường bán lẻ đang rất gay gắt. Tính đến hết 2017, tỷ trọng cho vay mua nhà chiếm khoảng 32%, cho vay mua ô tô và thẻ tín dụng khoảng 26% và còn lại là cho vay kinh doanh.

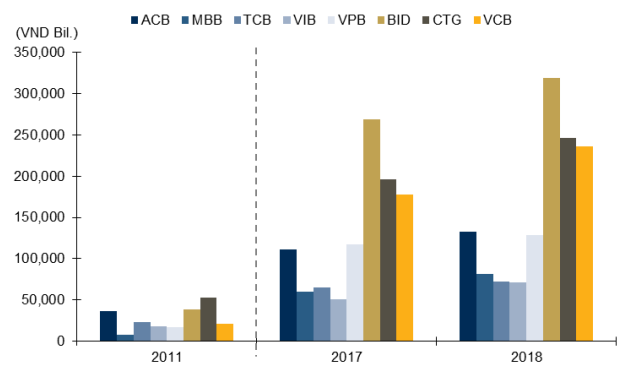
Cho vay nhóm SMEs tăng trưởng khá mạnh trong 2 năm gần đây, đưa tỷ trọng từ 22.5% năm 2016 lên 25.7% năm 2018, trong đó tập trung vào một số ngành nghề như nông nghiệp; thương mại, sửa chữa ô tô, xe máy và công nghiệp chế biến, chế tạo. Dư nợ cho vay nhóm SMEs khi xét trên cùng tiêu chí phân loại cũng đang dẫn đầu nhóm NH niêm yết, bỏ khá xa 2 NH quốc doanh khác là VCB và CTG, điều này cũng cho thấy định hướng kinh doanh của BID trong các năm qua có phần rủi ro hơn so với 2 ngân hàng này.

Biểu đồ 4: Cơ cấu tín dụng theo loại hình doanh nghiệp



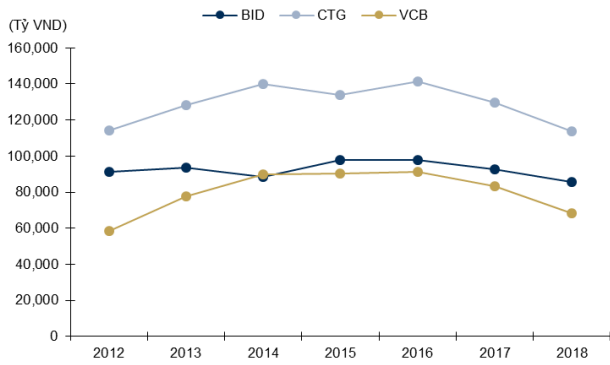
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 5: So sánh cho vay cá nhân



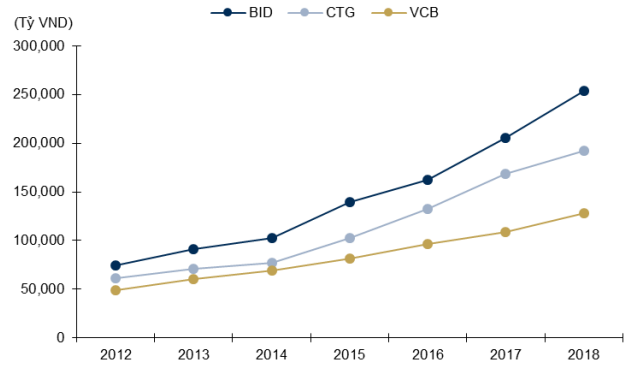
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 6: So sánh cho vay nhóm SOEs



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 7: So sánh cho vay SMEs



Nguồn: BID; KBSV Research

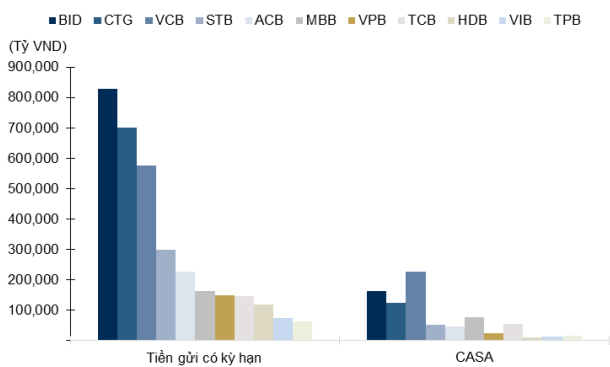
**BID yếu thế hơn hẳn VCB trong việc huy động CASA, tuy nhiên huy động tiền gửi kỳ hạn vẫn đứng đầu hệ thống**

**Cơ cấu huy động**

BID cũng như nhóm NH quốc doanh vẫn thu hút được lượng CASA vượt trội so với nhóm NHTMCP tư nhân nhờ lợi thế lớn là mạng lưới cũng như sự bảo trợ của Nhà nước (yếu tố tác động khá lớn đến tâm lý người gửi tiền tại Việt Nam). Tuy nhiên khi xét riêng nhóm NHTMCP quốc doanh thì lượng CASA của BID kém khá xa VCB, mặc dù xét về quy mô tài sản thì BID vẫn lớn hơn nhiều VCB. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng phần lớn lượng CASA tại BID và CTG hiện đến từ nhóm DN SOEs, khi xét về độ lớn và mức độ thay đổi của 2 khoản mục này khá tương đồng qua nhiều năm. BID cũng có lợi thế nhất định so với 2 NH quốc doanh còn lại khi có lượng tiền gửi lớn từ NHNN do ngân hàng này vẫn là kênh dẫn vốn chính cho các dự án đầu tư của Chính phủ, tuy nhiên, khi xét đến việc thu hút CASA từ các nguồn khác, BID tỏ ra yếu thế hơn hẳn VCB.

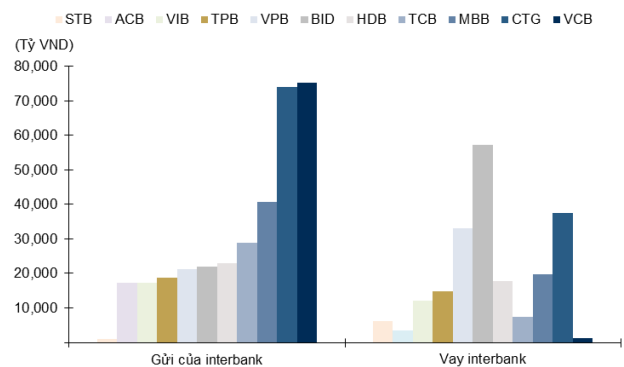
Bù lại, BID sở hữu lượng tiền gửi có kỳ hạn vượt trội trong hệ thống (chỉ tính nhóm niêm yết). Điều này thể hiện sức mạnh khá lớn của BID ở khu vực dân cư, đặc biệt các tỉnh thành ngoài Hà Nội hay HCM. Tuy nhiên, có 2 vấn đề NH này sẽ phải đối mặt trong thời gian tới: 1) Việc phụ thuộc lớn vào tiền gửi có kỳ hạn khiến BID khó khăn hơn VCB trong việc cân đối nguồn, đảm bảo thanh khoản và khả năng sinh lời; 2) Sự mở rộng của nhóm NHTMCP tư nhân cũng như việc phát triển NH điện tử có thể lấy mất thị phần của BID tại các khu vực nêu trên nếu NH này không chủ động hơn trong xu thế này.

Biểu đồ 8: So sánh quy mô tiền gửi



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 9: So sánh hoạt động trên interbank



Nguồn: BID; KBSV Research

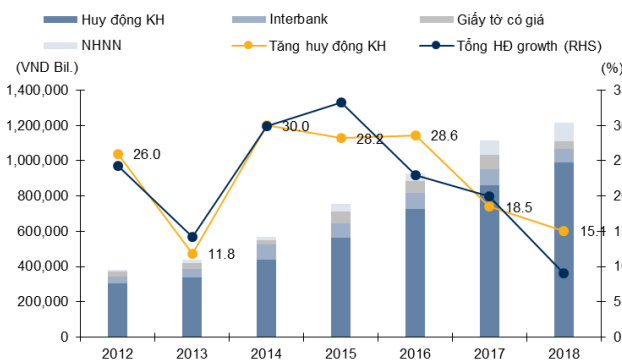
**Áp lực huy động rất lớn từ Hoạt động huy động trên interbank xác nhận lại nhận định trên của chúng tôi,**

**interbank cho thấy áp lực thanh khoản tại BID**

khi lượng vay qua kênh này của BID luôn cao nhất hệ thống, cho thấy rõ áp lực thanh khoản của NH này (đặc biệt khi xét tương quan với VCB). Ngoài ra, dù là NH quốc doanh nhưng so với các đối thủ thì lượng tiền gửi interbank của BID thấp hơn hẳn, cho thấy vị thế thấp hơn của BID trong hệ thống thanh toán hiện tại.

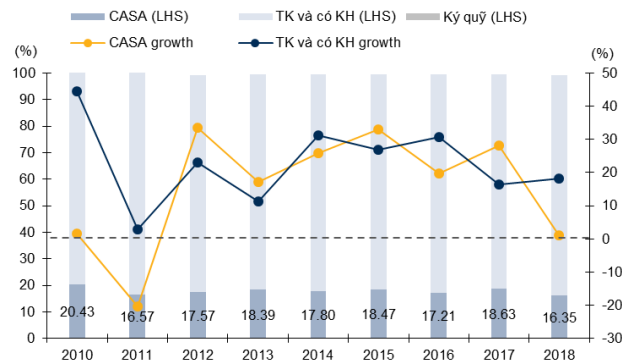
Huy động từ giấy tờ có giá giảm trong năm 2018, do lượng chứng chỉ tiền gửi giảm, tuy nhiên lượng Trái phiếu kỳ hạn dài lại tăng. Chúng tôi cho rằng huy động giấy tờ có giá sẽ tăng trở lại do áp lực từ vốn vẫn khá lớn, kể cả khi BID huy động thành công vốn cấp 1 mới từ đối tác chiến lược.

**Biểu đồ 10: Cơ cấu huy động theo sản phẩm**



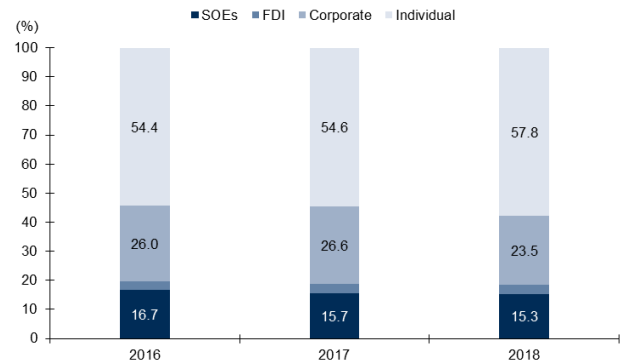
Nguồn: BID; KBSV Research

**Biểu đồ 11: Cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn**



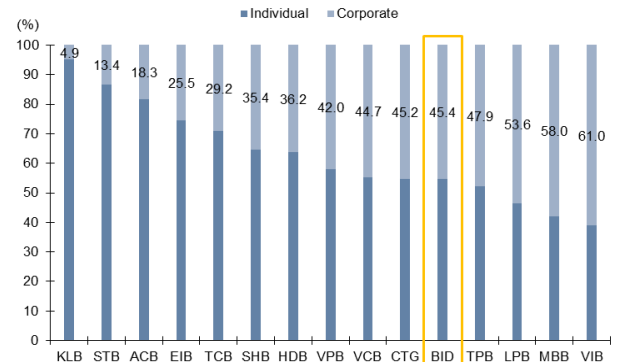
Nguồn: BID; KBSV Research

**Biểu đồ 12: Cơ cấu huy động theo đối tượng**



Nguồn: BID; KBSV Research

**Biểu đồ 13: So sánh cơ cấu huy động theo đối tượng**



Nguồn: BID; KBSV Research

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

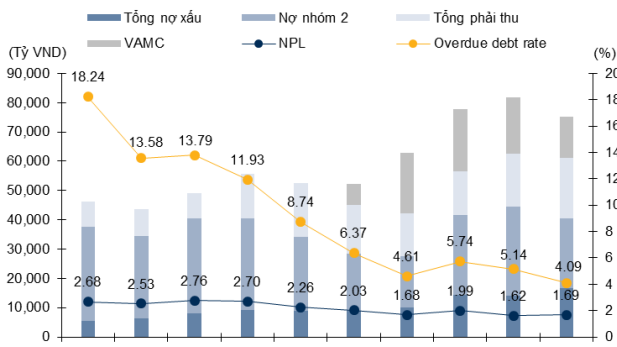
### Chất lượng tài sản

**Tỷ lệ tài sản của vấn đề của BID ở nhóm cao nhất hệ thống, tuy nhiên bắt đầu có dấu hiệu tích cực từ năm 2018**

Vấn đề chính của BID đang nằm ở nợ nhóm 2, mặc dù đã thu hẹp nhưng hiện vẫn đang cao nhất hệ thống ngân hàng (2.4% dư nợ) nếu không tính VPB với mô hình kinh doanh rủi ro hơn. Tổng nợ có vấn đề khoảng 5.78%, chỉ sau VPB. Ngoài ra, lượng trái phiếu VAMC tồn đọng của BID vẫn còn khá lớn, cuối năm 2018 là 14,137 tỷ VND, đứng đầu hệ thống nhóm niêm yết và chiếm khoảng 1.43% dư nợ. Cuối cùng, một rủi ro lớn khác của BIDV là lượng TP doanh nghiệp đang nắm giữ khá lớn, tồn đọng nhiều năm và chất lượng không đảm bảo. Với khoảng 24,221 tỷ VND TPDN cuối 2018, BID cùng với TCB đang là 2 ngân hàng có lượng TPDN lớn nhất hệ thống. Đối với BID, khoảng 5,876 tỷ VND là TP của HAGL, tuy nhiên KQKD và chất lượng TSDB của HAGL trong vài năm gần đây liên tục đi xuống, khiến lượng TP này càng khó thu hồi.

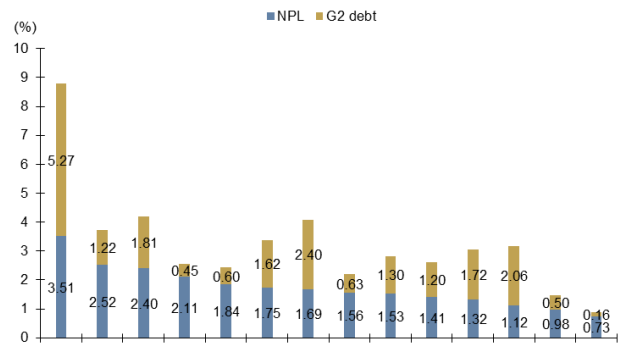
Tuy nhiên, những dấu hiệu tích cực đã xuất hiện từ năm 2018, bao gồm: 1) Lượng TP VAMC còn khá lớn, tuy nhiên 2018 là năm đầu tiên giảm mạnh từ lúc có NĐ42 về giải quyết nợ xấu, đây có thể là tín hiệu giảm áp lực về các khoản nợ xấu nội bảng. Ngoài ra, với kế hoạch đáo hạn lượng trái phiếu này đến năm 2020, chúng tôi cho rằng BID sẽ đẩy nhanh việc trích lập trong 2 năm còn lại; 2) Tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng mạnh trong 2 năm gần đây trong khi tổng nợ xấu giảm dần, cho thấy BID đang mạnh tay hơn hẳn trong việc xóa nợ từ nguồn dự phòng hàng năm, từ đó giúp ngân hàng giảm áp lực cho các năm sau trong khi sẽ có 1 nguồn có thể tận dụng từ thu hồi nợ xấu.

Biểu đồ 14: Tình hình tài sản có vấn đề tại BID



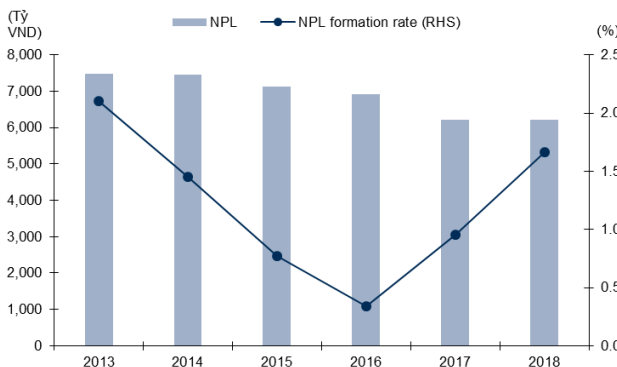
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 15: So sánh nợ xấu ngành ngân hàng



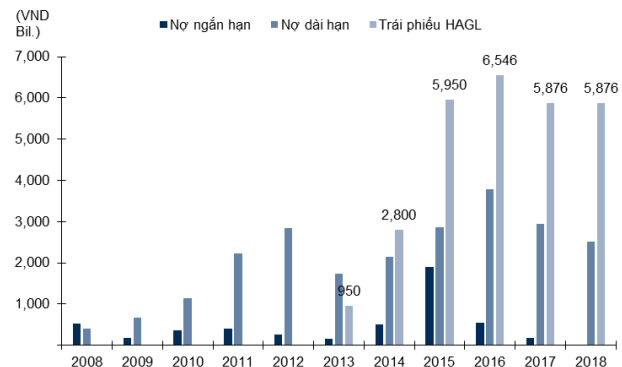
Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 16: Nợ xấu và tỷ lệ hình thành nợ xấu mới



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 17: Dư nợ cho vay của BID tại HAGL



Nguồn: BID; KBSV Research

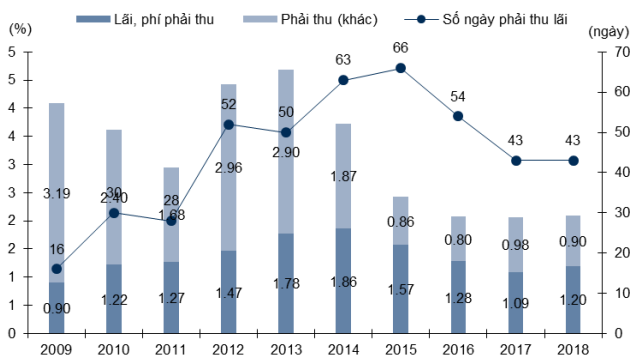


**Rủi ro của các khoản phải thu giảm dần qua các năm và hiện không quá lớn**

Ngoài ra các khoản phải thu của BID đã cho thấy dấu hiệu tích cực hơn hẳn trong 3 năm gần đây, với số ngày phải thu lãi giảm chỉ còn 43 ngày (tương đương nợ nhóm 2). Tuy nhiên, phải thu khác hiện bằng 1.2% tổng dư nợ vẫn có những rủi ro nhất định, đặc biệt khi khoản phải thu nghiệp vụ tài trợ thương mại tăng mạnh từ 233 lên 1,071 tỷ VND năm 2018.

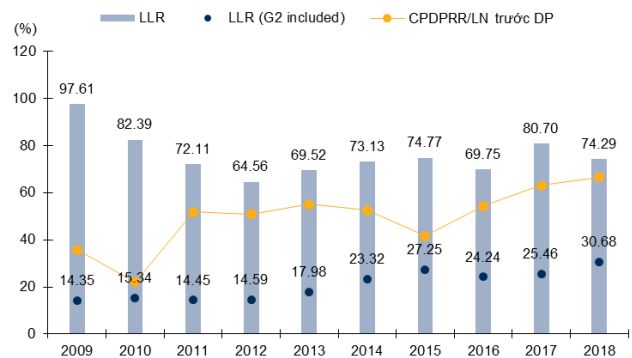
Tỷ lệ trích lập bao phủ nợ xấu (LLR đạt 74.3% năm 2018) vẫn khá thấp so với TB ngành. Với việc tỷ lệ xóa nợ so với nguồn dự phòng tăng mạnh trong năm 2018, cũng như nợ xấu hình thành mới gia tăng, chúng tôi cho rằng, mức trích lập dự phòng trong 2 năm tới sẽ tăng khá mạnh, sau đó có cơ hội giảm dần nếu chất lượng tín dụng được kiểm soát tốt.

**Biểu đồ 18: Thay đổi các khoản phải thu**



Nguồn: BID; KBSV Research

**Biểu đồ 19: Tỷ lệ trích lập và bao phủ nợ xấu**



Nguồn: BID; KBSV Research

**Đòn bẩy cao, BID đang thuộc nhóm ngân hàng chịu áp lực lớn nhất về cơ sở vốn nhằm đáp ứng yêu cầu của TT36 cũng như Basel II**

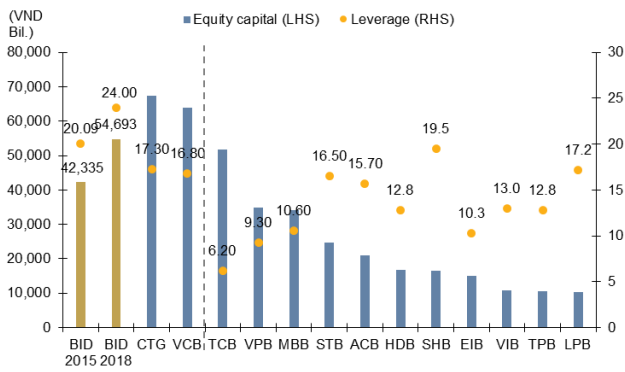
**An toàn vốn**

Tỷ lệ đòn bẩy của BIDV hết năm 2018 là 24x, cao nhất toàn hệ thống và rất rủi ro nếu so với mức an toàn theo chuẩn Moody's. Khó khăn trong việc tăng vốn cũng như áp lực trích lập quá lớn trong nhiều năm đã khiến tỷ lệ đòn bẩy của BID đã cao lại ngày càng mở rộng. CAR theo TT36 cuối năm 2018 khoảng 10.6% và nếu điều chỉnh theo Basel II còn khoảng 8.5%. Với cơ sở vốn hiện tại, chúng tôi ước tính nếu không tăng vốn thành công, BID sẽ chỉ mở rộng tín dụng được khoảng 6% trong năm 2019, chưa kể rủi ro tiếp tục gia tăng.

Yêu cầu tăng vốn gần như là bắt buộc trong 2 năm tới cho NH, ít nhất để đảm bảo tuân thủ Basel II, xa hơn là nhằm giảm thiểu mức độ rủi ro trong quy mô tín dụng hiện tại. Với kế hoạch phát hành cho Hana Bank, nếu thành công 100% theo giá hiện tại thì chúng tôi ước tính CAR của BID có thể cải thiện khoảng 20% lên 12.9% (Theo TT36) và khoảng 10.3% (theo Basel II). Trong trường hợp không tăng vốn thành công, áp lực huy động qua kênh trái phiếu sẽ tăng mạnh, đặc biệt khi hình thức huy động qua Bank CDs trước đây của BID không còn tác dụng trong việc cải thiện vốn cấp 2 như các năm trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dư địa tăng nguồn vốn cấp 2 của BIDV hiện tại đã hết, do quy định của TT36 thì lượng vốn cấp 2 từ nguồn TP đã đạt tối đa (khoảng 21,000 tỷ VND), chỉ có thể mở rộng nếu nguồn cấp 1 được bổ sung. Do vậy, tình hình vốn sẽ khá căng thẳng trong 2 năm tới nếu thương vụ phát hành của Hana Bank tiếp tục gặp trở ngại (Hiện 2 rào cản lớn nhất theo chia sẻ từ ngân hàng là về mặt pháp lý và mức giá phát hành).

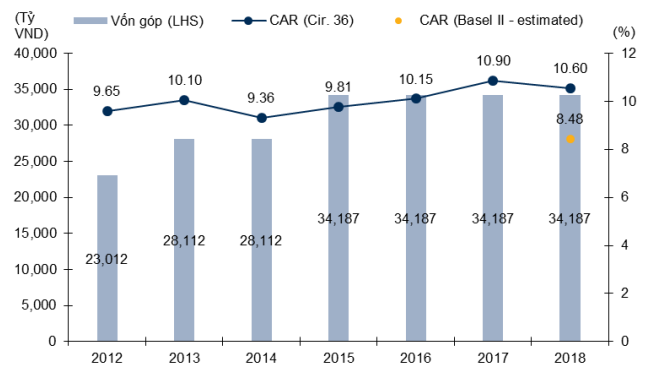
Trong trường hợp không tăng vốn cấp 1 thành công, chúng tôi dự phóng BID chỉ có thể mở rộng tín dụng khoảng 6 – 8%. Ngược lại, nếu tăng vốn thành công, tăng trưởng tín dụng có thể được nâng lên khoảng 12%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động tích cực trên chỉ có thể duy trì trong ngắn hạn, và tăng trưởng tín dụng vẫn sẽ gặp khó khăn do đòn bẩy quá cao.

Biểu đồ 20: So sánh quy mô vốn CSH và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 21: Hệ số an toàn vốn tại BID



Nguồn: BID; KBSV Research

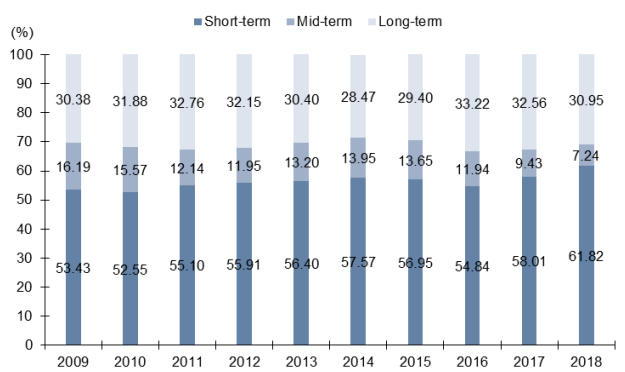
**Áp lực thanh khoản vẫn còn khá lớn và chưa có nhiều dấu hiệu cho thấy sự cải thiện**

**Khả năng thanh khoản**

Hết năm 2018, LDR theo TT36 đạt 83.3% và LDR thuần là 99.9%. BID đã nỗ lực giảm LDR thuần trong các năm gần đây từ mức rất cao trên 110% qua việc giảm dần tốc độ tăng trưởng tín dụng và đẩy mạnh huy động. Tuy nhiên, để giữ LDR theo TT36 dưới mức quy định 90% trong những năm gần đây, BID phải tận dụng thêm nhiều nguồn huy động khác bao gồm tăng mạnh vay trên interbank, chứng chỉ tiền gửi và một phần tài trợ từ NHNN. Chúng tôi cho rằng các nguồn huy động mới này không thực sự bền vững và có thể gây áp lực lên chi phí huy động TB trong tương lai.

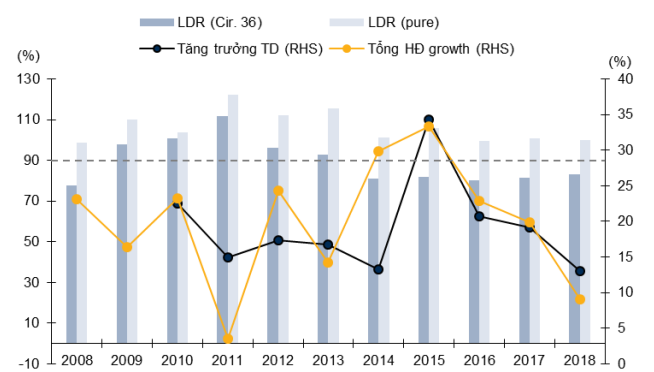
Áp lực thanh khoản của BID lớn hơn hẳn các ngân hàng khác và cũng tăng dần trong vài năm gần đây, thể hiện qua tỷ lệ tài sản thanh khoản cao trên tổng huy động. Việc phân bổ quá nhiều nguồn cho tín dụng trong khi không cân bằng tốt với các tài sản có thanh khoản tốt là nguyên nhân gây ra tình trạng trên.

Biểu đồ 22: Cơ cấu tín dụng theo kỳ hạn



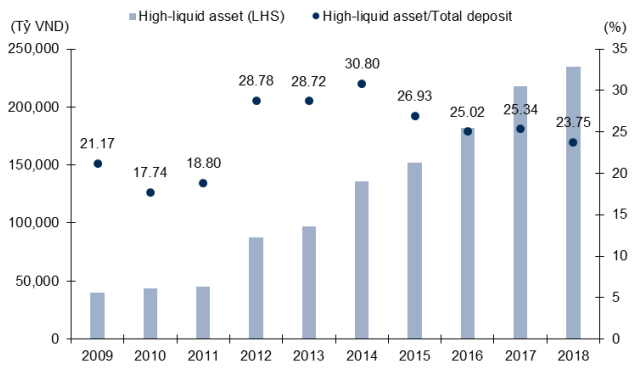
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 23: Thay đổi tỷ lệ LDR



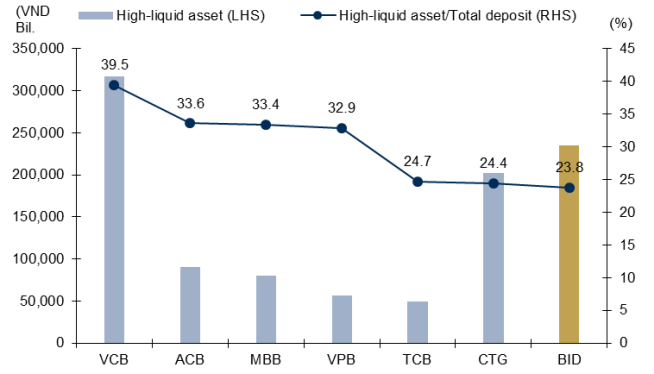
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 24: Tình hình tài sản có thanh khoản tốt



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 25: So sánh tài sản có thanh khoản tốt



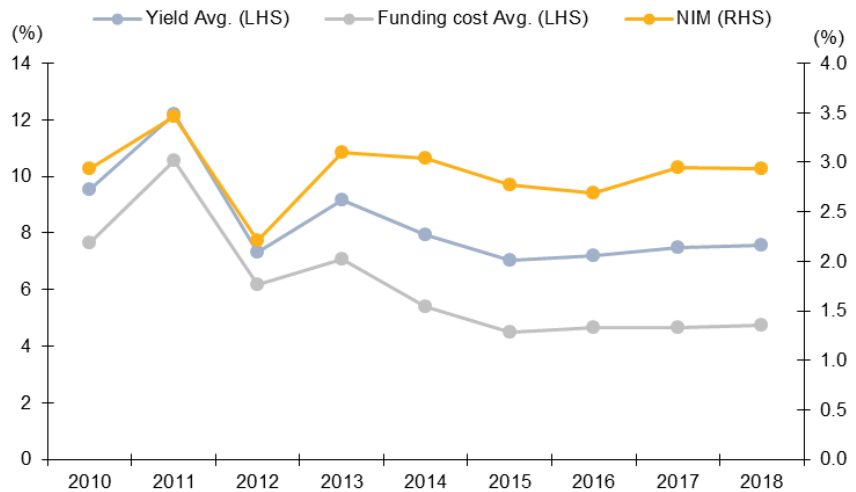
Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

**Khả năng sinh lời khó cải thiện trong tương lai gần do áp lực về cả chi phí huy động lẫn dư địa mở rộng tín dụng**

**Khả năng sinh lời**

NIM sau khi tăng khá mạnh với 26bps vào năm 2017 đã gần như đi ngang trong năm 2018. Mặc dù lợi suất trung bình vẫn duy trì đà tăng nhờ sự chuyển dịch qua cho vay bán lẻ, nhưng áp lực chi phí huy động tăng mạnh đã khiến NIM đi ngang. Có 2 nguyên nhân chính dẫn đến áp lực về chi phí huy động tăng cao: 1) Tăng lãi suất để cạnh tranh huy động kỳ hạn do áp lực thanh khoản tăng trong khi kênh CASA không có lợi thế; 2) Tăng huy động GTCG, đặc biệt kỳ hạn dài nhằm duy trì CAR tối thiểu. Chúng tôi cho rằng áp lực này sẽ vẫn tồn tại trong khoảng 2 năm tới, vừa do những yếu tố nội tại nêu trên, cũng vừa xuất phát từ môi trường lãi suất chung gặp áp lực tăng trong thời gian tới.

Biểu đồ 26: Thay đổi NIM và lãi suất cho vay, huy động bình quân

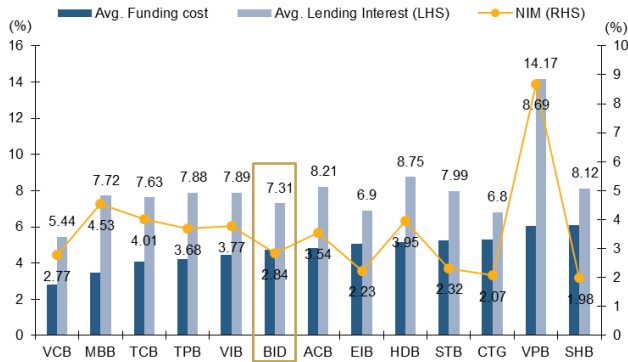


Nguồn: BID; KBSV Research

Xét riêng nhóm quốc doanh trong năm 2018 thì NIM của BID đang cao hơn cả VCB và CTG. Tuy nhiên trong 1 năm tới, chúng tôi cho rằng VCB sẽ vượt qua BID nhờ lợi thế lớn hơn về chi phí huy động cũng như khả năng mở rộng tín dụng nhờ cân đối cơ cấu tài sản sinh lãi tốt hơn (Biểu đồ). Ngoài ra, về mặt lợi suất cho vay, mặc dù có cơ hội cải thiện nhờ xu hướng bán lẻ, tuy nhiên nếu so với nhóm NHTMCP tư nhân thì nhóm quốc doanh sẽ chậm hơn, do tỷ trọng cho bán buôn còn khá lớn, đặc biệt khi lợi suất khó tăng đối với 5 ngành nghề ưu tiên theo Nghị định 01/NĐ-CP (1/1/2018) gồm nông nghiệp, xuất khẩu,

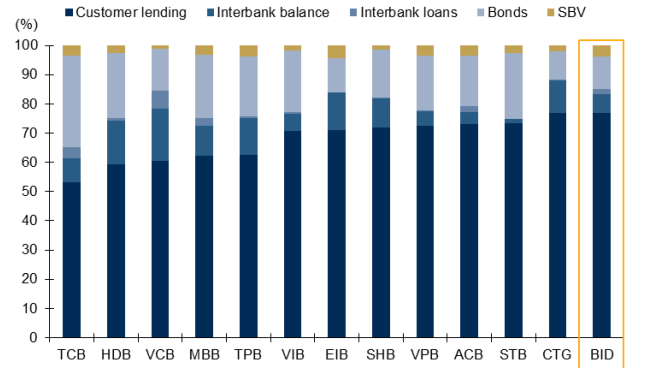
công nghiệp phụ trợ, SMEs và công nghệ cao.

Biểu đồ 27: So sánh cho vay, huy động TB và NIM



Nguồn: BID; KBSV Research

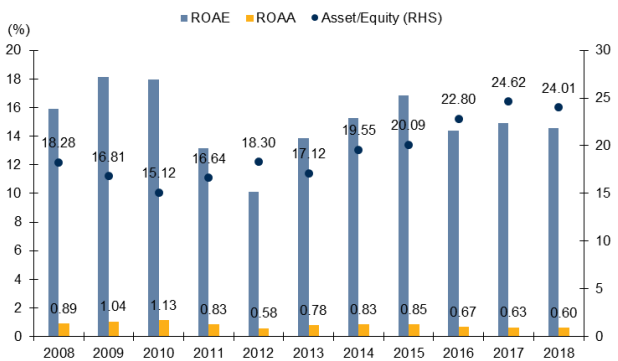
Biểu đồ 28: So sánh cơ cấu tài sản sinh lãi



Nguồn: BID; KBSV Research

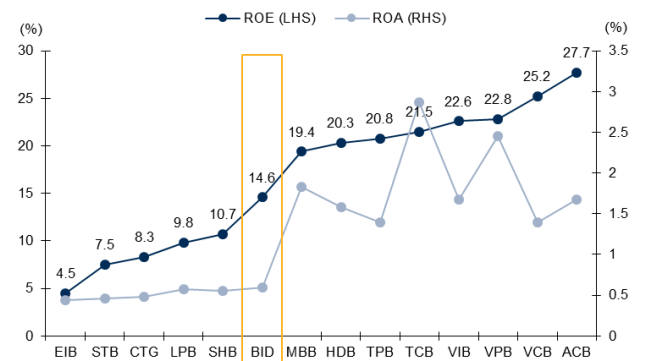
Dù tỷ lệ đòn bẩy cao nhất ngành nhưng do ROA thấp và liên tục đi xuống khiến ROE của BID gần như không được cải thiện. ROE 2018 chỉ đạt 14.6%, thấp hơn hẳn TB ngành dù xu hướng chuyển dịch sang bán lẻ cải thiện lợi suất là rõ ràng.

Biểu đồ 29: Khả năng sinh lời và đòn bẩy



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 30: So sánh khả năng sinh lời các ngân hàng



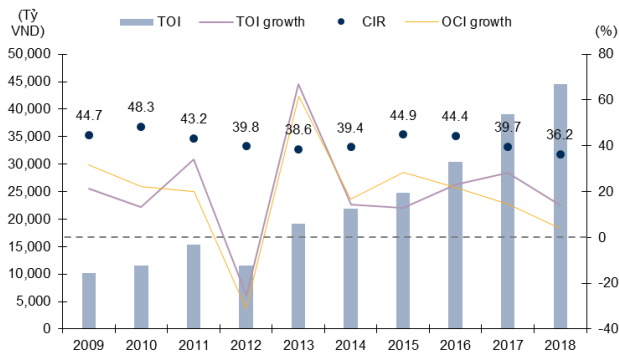
Nguồn: BID; KBSV Research

Cập nhật KQKD 2018

Năm 2018, thu nhập lãi thuần đạt 34,956 tỷ VND, tăng 12.9% yoy; TOI đạt 44,491 tỷ VND, tăng 14% yoy; CIR giảm từ 39.7% còn 36.2%; CPDPRR/LN trước DP tăng từ 63.2% lên 66.6%. LNST của BID đạt 7,542 tỷ VND, tăng 8.6% yoy. Sau khi tăng trưởng mạnh từ 2013 – 2015, LNST đã chững lại do áp lực trích quá lớn xuất hiện khi chất lượng tín dụng không đảm bảo.

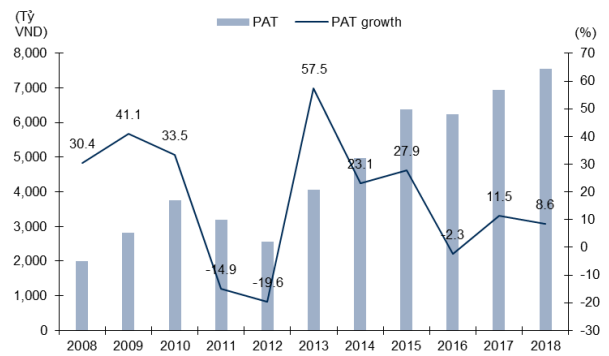
Xét về thu nhập lãi thuần (NII) hay tổng thu nhập hoạt động (TOI), BID đứng đầu nhờ quy mô lớn và bỏ khá xa các NH khác. Chi phí hoạt động cũng được kiểm soát tương đối tốt, tuy nhiên, áp lực chi phí dự phòng quá lớn (tỷ lệ CPDPRRTD/LN trước DP cao nhất) khiến kết quả LNST của BID chỉ đứng thứ 3 hệ thống, kém xa VCB và bị TCB vượt mặt.

Biểu đồ 31: Một vài chỉ số hoạt động của BID



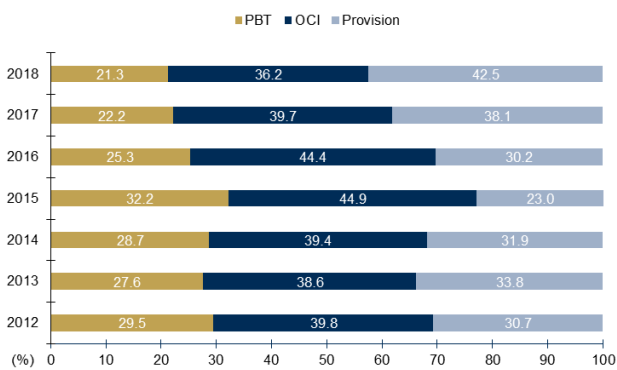
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 32: Thay đổi LNST



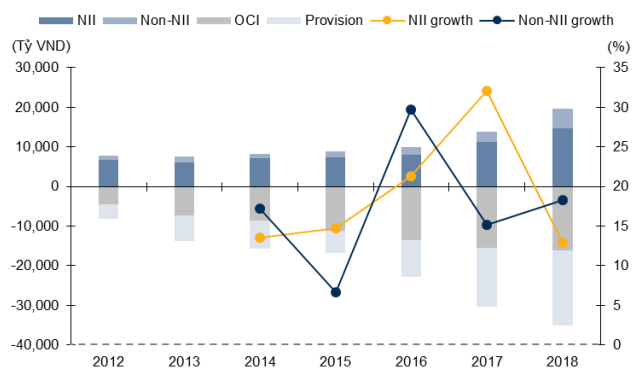
Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 33: Cơ cấu LNNT



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 34: Chi tiết hoạt động kinh doanh

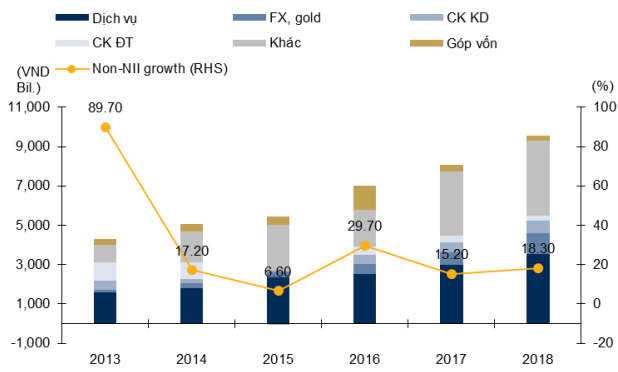


Nguồn: BID; KBSV Research

Cụ thể hơn:

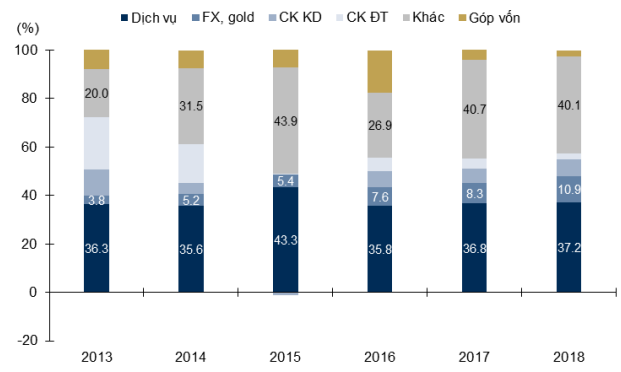
- **NII:** Tăng trưởng tín dụng thuần đạt 13% yoy với động lực chính vẫn là nhóm cá nhân và SMEs (lần lượt đạt 18.7% và 23.8%), tuy nhiên NIM giảm nhẹ 2bps nên NII chỉ tăng khoảng 12.9%, khá thấp so với 2 năm liền trước đó.
- **Non-NII:** Non-NII tiếp tục tăng trưởng ổn định đạt 18.3% năm 2018, trong đó 3 hoạt động đóng góp chính vẫn là dịch vụ, ngoại hối và lãi khác (chủ yếu từ thu hồi nợ xấu). Hoạt động dịch vụ duy trì tăng trưởng khoảng 20%/năm với thanh toán và đại lý bảo hiểm. Kinh doanh ngoại hối có năm tăng trưởng mạnh đạt 55.6% nhờ thương mại tiếp tục khởi sắc. Lãi khác đạt 3,823 tỷ VND, cao hơn mức 2017. Lãi khác đạt mức khá cao vài năm gần đây khi BID đẩy mạnh trích lập và xóa nợ, cũng như công tác thu hồi nợ xấu cải thiện.
- **CIR:** CIR tiếp tục xu hướng giảm, còn 36.2% năm 2018. Việc kiểm soát tốt chi phí nhân viên và các chi phí vận hành khác giúp CIR liên tục được cải thiện. Hiện CIR của BID thấp thứ 4 toàn ngành, sau TCB, VPB và VCB nhưng chúng tôi đánh giá CIR của BID đang tốt tương đương VCB (thứ 3) do VCB ghi nhận CIR thấp trong năm 2018 nhờ một vài yếu tố kỹ thuật. Đây là mức khá tốt khi đặt tương quan về quy mô của BID so với các ngân hàng khác và cho thấy sự chủ động cải thiện của ngân hàng.

Biểu đồ 35: Biến động thu nhập ngoài lãi



Nguồn: BID; KBSV Research

Biểu đồ 36: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



Nguồn: BID; KBSV Research

## DỰ PHÓNG KQKD 2019 & ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng KQKD 2019

Về tình hình vĩ mô, chúng tôi vẫn giữ quan điểm kinh tế Việt Nam sẽ giữ đà tăng trưởng tốt trong năm 2019 như trong [báo cáo triển vọng thị trường 2019](#) đã được phát hành. Theo đó, dự phóng của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng năm 2018 đạt từ 14 – 15%.

Chúng tôi dự phóng dựa trên kịch bản cơ bản là BIDV sẽ phát hành vốn thành công 15% cho cổ đông chiến lược trong năm 2019. Kể cả tăng vốn thành công, nhiều khả năng tăng trưởng tín dụng của BID vẫn sẽ chậm lại do 2 nguyên nhân: 1) Đòn bẩy hiện tại của BID đã rất cao, nếu mở rộng tín dụng mà khả năng sinh lời không được cải thiện sẽ rất rủi ro; 2) Tín dụng tiêu dùng sẽ bị kiểm soát chặt hơn, khiến dư nợ nhóm bán lẻ khó giữ đà tăng trưởng mạnh như các năm trước đó. Chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng tín dụng 12% cho năm 2019.

#### NIM tiếp tục giảm nhẹ khoảng 3 bps

Tín dụng tiêu dùng bị kiểm soát chặt sẽ tác động đến tăng trưởng tín dụng của BID, kìm hãm mức mở rộng lợi suất cho vay TB. Ngoài ra, yêu cầu không được tăng lãi suất đối với một số nhóm ngành ưu tiên cũng sẽ ảnh hưởng đến lợi suất TB. Ở chiều huy động, lãi suất huy động TB sẽ tăng nhẹ do môi trường lãi suất chung có xu hướng tăng và áp lực thanh khoản của BID ngày càng lớn. Tổng hợp lại, chúng tôi cho rằng NIM khó cải thiện, thậm chí sẽ giảm nhẹ trong năm 2019.

#### Non-NII có thể tăng trưởng khoảng 20% năm 2019

Trong đó, chúng tôi dự phóng tăng trưởng lãi dịch vụ và lãi ngoại hối sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực dù chậm lại với mức tăng lần lượt là 15% và 30%. Đặc biệt chúng tôi cho rằng, BID sẽ có cơ hội ghi nhận lợi nhuận lớn từ hoàn nhập dự phòng do NH đã bắt đầu mạnh tay hơn trong việc xóa nợ từ năm 2018, áp lực từ trái phiếu VAMC sẽ giảm bớt (dù vẫn lớn trong 2 năm tới) và công tác thu hồi nợ tích cực hơn.

#### CIR tiếp tục cải thiện nhẹ

Chúng tôi cho rằng CIR sẽ tiếp tục được cải thiện như xu hướng các năm gần đây do BID đã đạt lợi thế theo quy mô, việc dần áp dụng các quy trình hiện đại vào vận hành sẽ hỗ trợ tích cực cho việc kiểm soát chi phí hoạt động.

#### Áp lực chi phí dự phòng sẽ còn khá lớn đến năm 2020, sau đó có cơ hội giảm dần

Việc liên tục tăng trích lập dự phòng từ năm 2015 cho thấy sự thận trọng hơn của BID đối với chất lượng lợi nhuận của mình. Với tỷ lệ tài sản có vấn đề còn khá lớn, chúng tôi cho rằng BID sẽ tiếp tục tăng dần mức trích lập trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, việc TP VAMC đáo hạn năm 2020 yêu cầu BID đẩy nhanh hơn quá trình trích lập của mình, nên đây cũng sẽ là một áp lực đáng kể trong 2 năm tới.

Với những giả định nêu trên, chúng tôi dự phóng LNST của BID trong năm 2019 đạt 8,517 tỷ VND, tăng 12.9% yoy, ROE giảm còn 12.53% trong kịch bản tăng vốn thành công. EPS và BVPS forward 2019 (bao gồm vốn phát hành mới) sẽ lần lượt đạt khoảng 2,290 VND/cp và 21,838 VND/cp (Tăng 3.8% và 36.5% yoy). Kế hoạch kinh doanh 2019 mới công bố gần đây của ngân hàng cũng khá gần với dự phóng trên đây của chúng tôi.

## Định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý của BID.

P/B trailing của BID đang là 2.17x tại mức giá 34,750 VND/cp. Trong giả định phát hành thành công 15% vốn mới, P/B forward = 1.35x. Trong quá khứ, BID đã duy trì được P/B ở mức cao hơn TB ngành, chỉ kém VCB và vượt khá xa CTG. Tuy nhiên, mức định giá cao trong quá khứ của BID không có nhiều yếu tố hỗ trợ như VCB, trong khi nếu so sánh với CTG, BID lại không có điểm gì thực sự nổi bật, xét cả về chất lượng tài sản và khả năng sinh lời. Trong trường hợp phát hành thành công và giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước, chúng tôi kỳ vọng mức giá của BID sẽ được phản ánh hợp lý hơn bởi thị trường.

Do đó, mặc dù vẫn nhận được mức định giá cao hơn tương đối so với nhóm NHTMCP tư nhân, chúng tôi cho rằng mức P/B forward 1.5x là hợp lý đối với BID trong 1 năm tới (nhỉnh hơn TB ngành), trong điều kiện chất lượng tài sản vẫn sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của NH trong 2 năm tiếp theo. Với mức giá điều chỉnh sau tăng vốn là 29,560 VND/cp, giá mục tiêu của BID trong 1 năm tới là 32,757 VND/cp, cao hơn khoảng 11% giá thị trường.

Bảng 2: So sánh định giá một số ngân hàng tại Việt Nam

Ticker	Name	Mkt Cap (VND)	ROE (%)	P/B trailing	P/B forward	P/E trailing	P/E leading	Diluted EPS (5Y Avg. growth %)
ACB VN	ASIA COMMERCIAL BANK	39,785	27.73	1.77	1.36	7.25	5.94	35.2
MBB VN	MILITARY COMMERCIAL JCB	48,080	19.41	1.42	1.14	7.84	5.92	7.13
TCB VN	VIETNAM TECHNOLOGICAL & COMM BANK	94,583	21.53	1.86	1.54	11.37	9.03	26.7
VPB VN	VIETNAM PROSPERITY JSB BANK	55,277	22.8	1.55	1.26	7.44	6.37	10.52
HDB VN	HDBANK	31,196	20.3	2.00	1.78	10.98	10.31	6.48
TPB VN	TIEN PHONG COMMERCIAL JSB	18,075	20.8	1.70	1.13	7.97	6.36	25.12
VIB VN	VIETNAM INTERNATIONAL JSB	14,881	22.6	1.37	1.40	7.16	6.22	8.83
CTG VN	VIETNAM JSCB FOR INDUSTRY & TRADE	87,128	8.3	1.24	1.21	7.16	16.78	-1.34
VCB VN	BANK FOR FOREIGN TRADE OF VIETNAM JSC	250,720	25.18	3.55	2.67	15.46	13.38	16.6
BID VN	BANK FOR INVT. & DEVP OF VIETNAM JSC	127,518	14.6	2.17	1.35	17.33	20.49	8.89
<b>Average</b>			<b>20.33</b>	<b>1.86</b>	<b>1.48</b>	<b>10.00</b>	<b>10.08</b>	<b>14.41</b>

Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

Nhằm phản ánh khách quan hơn về giá trị nội tại của doanh nghiệp, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư, với thời gian dự phóng là 3 năm. Mức chi phí vốn áp dụng là 15.23% dựa trên mô hình CAPM. Mức giá hợp lý đạt khoảng 24,400 VND/cp sau điều chỉnh theo giả định phát hành thành công, thấp hơn khoảng 17.5% mức giá thị trường tại thời điểm định giá.

Bảng 3: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ VND	2019F	2020F	2021F
Lợi nhuận sau thuế	8,517.00	8,999.00	15,241.00
Lợi nhuận thặng dư	187.24	-3,369.30	1,502.15
Chi phí vốn R	15.23%		
g	10.00%		
Terminal value	31,593.98		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	90,893.86		
<b>Giá trị hợp lý BID (VND/cp)</b>	<b>24,442.4</b>		

Nguồn: KBSV Research



## RỦI RO & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong trường hợp không tăng vốn thành công do những vướng mắc trong quá trình đàm phán, tăng trưởng của BID sẽ bị ảnh hưởng mạnh trong 2 năm tới. Mặc dù định giá cổ phiếu sẽ chưa bị ảnh hưởng đáng kể do sở hữu Nhà nước còn quá cao, nhưng chúng tôi cho rằng tác động từ áp lực vốn cũng như chất lượng tài sản sẽ khiến mức định giá khó duy trì cao như các năm vừa qua. Chúng tôi kỳ vọng mức P/B 1.8x trong trường hợp BID không huy động vốn thành công trong năm 2019.

Ngoài ra, yếu tố chu kỳ, nếu xảy ra, sẽ có tác động lớn hơn đến BID so với VCB do khác biệt về chất lượng tài sản và an toàn vốn. Cuối cùng, dự thảo mới đây nhất của NHNN về việc kiểm soát chặt hơn tín dụng tiêu dùng sẽ tác động không nhỏ đến tăng trưởng BID trong 2 năm tới nếu được thông qua do hiện danh mục cho vay bán lẻ của ngân hàng này đang khá lớn.

Dựa trên 3 giả định từ tích cực, cơ sở và tiêu cực, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Nắm giữ** đối với cổ phiếu BID ở thời điểm hiện tại. Kể cả sau khi tăng vốn thành công trong năm 2019 thì triển vọng tăng trưởng và chất lượng tài sản trong 2 năm tiếp theo chưa được đảm bảo.

Bảng 4: Phân tích độ nhạy định giá BID

	Catalysts	Target Price (1Y)	Upside/ (Downside)
<b>Base case</b>	No divestment in 2019	<b>33,130 VND/share</b>	<b>-4.70%</b>
<b>Bull Case</b>	Successful divestment in 2019	<b>38,500 VND/share</b>	<b>10.80%</b>
<b>Bear case</b>	Cyclical risks Retail loans restriction	<b>28,700 VND/share</b>	<b>-17.40%</b>

Nguồn: KBSV Research

## PHỤ LỤC

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	850,506.9	1,006,404.2	1,202,283.8	1,313,037.7
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6,588.85	7,106.55	8,203.02	10,507.56
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	21,718.72	36,710.77	29,418.56	50,185.16
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	67,097.94	61,865.17	118,355.29	104,113.34
Tiền gửi tại các TCTD khác	47,523.97	39,849.01	76,993.46	81,792.63
Cho vay các TCTD khác	19,574.97	22,076.46	41,421.17	22,430.35
Dự phòng rủi ro	-1.00	-60.30	-59.34	-109.64
Chứng khoán kinh doanh	8,872.71	10,016.12	9,613.77	673.64
Chứng khoán kinh doanh	8,903.68	10,086.03	9,708.25	790.21
Dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh	-30.97	-69.91	-94.48	-116.57
Các công cụ tài chính phái sinh	101.88	0.00	193.70	79.76
<b>Cho vay khách hàng</b>	590,917.43	713,633.46	855,535.53	976,333.89
Cho vay khách hàng	598,434.48	723,697.41	866,885.31	988,738.78
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	-7,517.05	-10,063.94	-11,349.78	-12,404.89
Hoạt động mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00
Mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00
Dự phòng rủi ro hoạt động mua nợ	850,506.9	1,006,404.2	1,202,283.8	1,313,037.7
Chứng khoán đầu tư	121,564.77	144,412.97	146,477.35	133,142.95
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	87,421.28	113,657.16	118,097.62	111,419.20
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	36,848.57	36,823.52	38,385.96	29,847.63
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	-2,705.07	-6,067.70	-10,006.22	-8,123.87
Góp vốn, đầu tư dài hạn	35,295.25	11,361.96	11,722.73	12,296.20
Đầu tư vào công ty con	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty liên doanh	4,871.17	3,994.12	2,409.60	2,522.84
Vốn Góp liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty liên kết	4,871.17	3,994.12	2,409.60	0.00
Đầu tư dài hạn khác	539.16	457.47	253.04	213.32
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	-159.65	-121.79	-83.13	-122.63
Tài sản cố định	8,535.31	9,721.94	10,348.52	10,666.71
Bất động sản đầu tư	0.00	0.00	0.00	0.00
Tài sản Có khác	19,858.66	18,607.37	21,558.59	24,721.15
Các khoản phải thu	5,132.17	5,784.93	8,480.65	8,851.91
Các khoản lãi, phí phải thu	9,386.29	9,229.16	9,479.86	11,897.40
<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>				
Tổng nợ phải trả	808,171.5	962,259.9	1,153,449.8	1,258,344.6
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	45,401.60	43,392.14	77,535.40	105,297.40
Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	79,758.32	92,499.22	91,978.86	79,198.15
Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác	21,546.43	33,146.73	27,076.31	22,064.49
Vay các tổ chức tín dụng khác	58,211.89	59,352.49	64,902.55	57,133.66
Tiền gửi của khách hàng	564,692.85	726,021.70	859,985.17	989,671.16
Các công cụ tài chính phái sinh	0.00	103.32	0.00	0.00
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ	35,295.25	11,361.96	11,722.73	12,296.20
Phát hành giấy tờ có giá	65,542.24	66,642.04	83,738.43	39,991.36
Các khoản nợ khác	17,481.22	22,239.53	28,489.24	31,890.31
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	42,335.46	44,144.25	48,834.01	54,693.11
Vốn của tổ chức tín dụng	34,271.78	34,304.55	34,369.93	34,396.61
Vốn điều lệ	34,187.15	34,187.15	34,187.15	34,187.15
Vốn đầu tư XDCB	0.00	0.00	0.00	0.00
Thặng dư vốn cổ phần	30.31	30.31	30.31	30.31
Cổ phiếu Quỹ	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ phiếu ưu đãi	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn khác	54.32	87.09	152.47	179.15
Quỹ của tổ chức tín dụng	2,464.09	3,376.58	4,445.83	4,617.99
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-42.65	-111.57	53.52	156.58
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận chưa phân phối	4,256.50	4,970.93	7,092.01	12,483.07
<b>CHỈ TIÊU NGOẠI BẢNG</b>				
Nợ tiềm tàng	0.00	0.00	0.00	0.00
Thư tín dụng	134,570.97	171,618.23	133,192.32	151,142.07
Bảo lãnh tín dụng	45,091.00	59,046.09	0.00	0.00
Cam kết tín dụng	88,658.34	111,567.97	131,572.18	146,429.82

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	49,005.23	62,600.28	78,628.52	90,074.02
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-29,690.26	-39,165.68	-47,673.18	-55,118.16
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	19,314.97	23,434.60	30,955.33	34,955.86
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	3,962.35	4,490.15	5,611.62	6,801.85
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,625.82	-1,981.01	-2,645.85	-3,251.05
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	2,336.53	2,509.14	2,965.77	3,550.80
Lãi/(lỗ) từ ngoại hối, vàng	293.97	534.47	668.13	1,039.69
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-62.99	455.43	481.62	645.46
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	11.29	402.96	331.34	234.08
Thu nhập từ hoạt động khác	3,537.55	3,785.16	4,594.25	5,344.86
Chi phí hoạt động khác	-1,168.16	-1,902.18	-1,315.26	-1,522.13
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	2,369.39	1,882.98	3,279.00	3,822.73
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	448.99	1,214.49	335.54	242.01
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	24,712.16	30,434.06	39,016.72	44,490.61
Chi phí hoạt động	-11,087.18	-13,526.62	-15,504.24	-16,124.47
LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	13,624.99	16,907.44	23,512.48	28,366.14
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-5,676.33	-9,198.82	-14,847.31	-18,893.64
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	7,948.66	7,708.61	8,665.18	9,472.50
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-1,571.90	-1,496.53	-1,757.94	-1,926.63
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0.00	16.77	38.35	-4.04
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,571.90	-1,479.76	-1,719.59	-1,930.67
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	6,376.76	6,228.86	6,945.59	7,541.83
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-554.49	-91.31	-158.88	-183.96
Cổ đông của Công ty mẹ	5,822.26	6,137.55	6,786.71	7,357.87
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	1,434.00	1,354.00	1,499.00	0.00

**Tóm tắt tình hình tài chính**

	2015	2016	2017	2018
NII	19,315	23,435	30,955	34,956
TOI	24,712	30,434	39,017	44,491
Lợi nhuận sau thuế	6,377	6,229	6,946	7,542
Tổng tài sản	850,507	1,006,404	1,202,284	1,313,038
Vốn chủ sở hữu	42,335	44,144	48,834	54,693
Cho vay khách hàng	598,434	723,697	866,885	988,739
Tiền gửi khách hàng	564,693	726,022	859,985	989,671
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	2.77%	2.69%	2.95%	2.93%
Average Lending Interest	7.30%	7.50%	7.90%	7.90%
Average Funding Cost	4.60%	4.80%	4.80%	5.00%
ROAA	0.85%	0.67%	0.63%	0.60%
ROAE	16.87%	14.41%	14.94%	14.57%
Leverage ratio	20.1	22.8	24.6	24.0
<b>Chất lượng tài sản</b>				
NPL	1.68%	1.99%	1.62%	1.69%
LLR	74.77%	69.75%	80.70%	74.29%
LDR	81.80%	80.30%	81.60%	83.30%
Tỷ lệ nợ quá hạn	4.61%	5.74%	5.14%	4.09%
CPDPRRD/LN trước dự phòng	41.66%	54.41%	63.15%	66.61%
<b>An toàn vốn</b>				
CAR	9.81%	10.15%	10.90%	10.60%
Vốn CSH/Tổng TS	4.98%	4.39%	4.07%	4.17%
<b>Khả năng thanh khoản</b>				
LDR	81.80%	80.30%	81.60%	83.30%
Cho vay KH/Huy động KH	105.98%	99.68%	100.80%	99.91%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
CIR	44.9%	44.4%	39.7%	36.2%
<b>Định giá</b>				
BVPS	12,383	12,913	14,284	15,998
EPS	1,865	1,822	2,032	2,206
P/B	1.56	1.49	1.42	1.42
P/E	15.03	13.81	12.27	7.70

Nguồn: Fiinpro, KBSV

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư

**Mua:** +15% hoặc cao hơn

**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%

**Bán:** -15% hoặc thấp hơn

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)