

KHẢ QUAN

Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Công Thương Việt Nam (HOSE: CTG)

Báo cáo lần đầu (01/06/2018)

Giá mục tiêu **30.700 VNĐ**

Upside **11,8%**

Giá hiện tại (28/05/2018) **27.450 VNĐ**

Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ) 102,207

Giá trong 52 tuần (VNĐ) 18,250 – 37,700

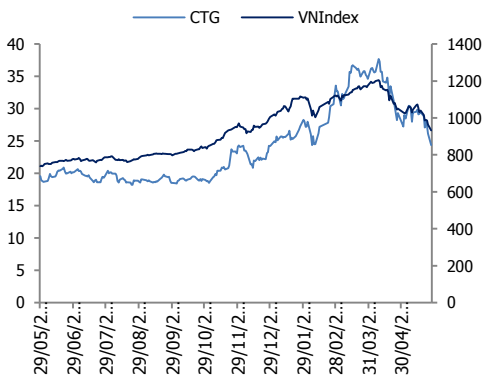
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 30%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng và định giá

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Thu nhập hoạt động	26.462	32.620	35.272	38.921
Thu nhập trước thuế và dự phòng	13.592	17.550	18.694	20.628
Tăng trưởng n/n		29%	7%	10%
Chi phí dự phòng tín dụng	5.022	8.344	6.659	5.194
Tăng trưởng n/n		66%	-20%	-22%
EBT	8.569	9.206	12.035	15.434
Tăng trưởng n/n		7%	31%	28%
Net profit	6.838	7.432	9.599	12.310
Tăng trưởng n/n		9%	29%	28%
EPS (cơ bản) (VNĐ)	1.125	1.996	2.578	3.306
BVPS (VNĐ)	16.127	17.046	18.621	21.167
ROAA	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%
ROEA	11,9%	12,1%	14,4%	16,5%
P/E		n/a	11,9	9,2
P/B		n/a	1,64	1,44

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1T	3T	12T
CTG (%)	1%	-16%	47%
VNIIndex (%)	-4%	-11%	34%

Nguồn: Bloomberg

Cấu trúc sở hữu (trên 5%)

Ngân hàng Nhà Nước	64,46%
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	19,73%
IFC L.P	5,39%
Những cổ đông khác	10,41%

Nguyễn Thị Quế Anh

Chuyên viên phân tích ngành ngân hàng

anh.nguyenthiqu@mb.com.vn

Chất lượng tài sản tạo tăng trưởng bền vững

Cơ hội

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG, giá mục tiêu 30,700 VNĐ (+26,2% upside). Với lợi thế về vốn, nhận diện thương hiệu cao, hệ thống mạng lưới chi nhánh rộng của một ngân hàng thương mại cổ phần nhà nước (TMCP NN) cũng như chất lượng tài sản tốt, lợi nhuận ròng của ngân hàng trong năm 2018 dự phóng tăng trưởng ấn tượng 29% n/n so với những ngân hàng TMCP NN khác. ROEA năm 2018 và 2019 được dự báo đạt tương ứng 14,6% và 16,8%. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu cổ đông nước ngoài (FOL) ở mức trần và những khó khăn trong các giải pháp tăng vốn làm giới hạn khả năng tăng trưởng của ngân hàng.

Luận điểm đầu tư

- Chất lượng tài sản được cải thiện.** Chúng tôi cho rằng ngân hàng TMCP NN sẽ thận trọng trong công tác quản trị rủi ro cho vay và vì vậy, NPL sẽ được duy trì ở mức thấp tương ứng 1,3% và 1,2% trong năm 2018 và 2019. Hơn nữa, mức dự phòng trên NPL hiện tại cũng như dự phóng của ngân hàng luôn ở mức 90% qua các năm. Việc tái toán trái phiếu VAMC sẽ làm giảm chi phí dự phòng đáng kể và góp phần làm tăng lợi nhuận ròng năm 2018 lên 29% n/n.
- NIM ổn định.** Chúng tôi dự đoán NIM năm 2018 và 2019 của ngân hàng đạt 2,8% nhờ vào sự cải thiện lãi suất cho vay 10 điểm cơ bản song song với chi phí vốn tăng thêm 13 điểm cơ bản và 12 điểm cơ bản trong năm 2018 năm 2019 dưới áp lực tăng vốn từ trái phiếu thứ cấp. Tuy nhiên, nhờ vào những lợi thế từ vốn ngân hàng TMCP NN, chúng tôi tin rằng chi phí huy động vốn sẽ tăng không đáng kể.
- ROEA tăng trưởng ổn định.** Nếu so với BID, CTG duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận ròng ổn định, khoảng 10% n/n trong những năm trước. Từ động lực giảm chi phí dự phòng nêu trên, chúng tôi dự phóng ROEA sẽ tăng trưởng ổn định, đạt 14,4% và 16,5% năm 2018 và 2019. Chất lượng tài sản của CTG khá tốt như VCB với mức NPL thấp và công tác xử lý trái phiếu VAMC tích cực. Vì vậy, chúng tôi tin rằng tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận của CTG sẽ cao hơn so với mức dự phóng nếu những giới hạn về tăng vốn được tháo gỡ.
- Diễn biến lợi nhuận tốt hơn trong Q1/2018.** Lợi nhuận trước thuế (EBT) đạt 3.028 tỷ đồng (+19% n/n) và đóng góp 28% lợi nhuận mục tiêu nhờ vào tăng trưởng thu nhập từ lãi 17,3% n/n trong khi mức tăng chi phí hoạt động thấp chỉ 11% n/n và chi phí dự phòng giảm đáng kể. Không những vậy, tỷ lệ nợ xấu Q1/2018 khá thấp và duy trì ở mức 1,2% trong Q1/2018. Chi phí dự phòng bắt đầu trở về mức bình thường khi LLR vẫn đạt ở mức an toàn 98% trong Q1/2018, cải thiện từ mức 92,7% tại Q4/2017. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ giảm 20% và hỗ trợ tăng lợi nhuận trong năm 2018.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 30.700 VNĐ (tăng 11,8%) bằng phương pháp định giá P/B và RI. Theo phương pháp định giá P/B, giá mục tiêu là 35.699 VNĐ, BVPS là 18.821 VNĐ và P/B là 1,9x. Đối với phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư, giá mục tiêu là 25.750 VNĐ, Re là 14% và tốc độ tăng trưởng đều g là 3%.

Rủi ro chính

Những khó khăn về tăng vốn cấp 1 cũng như tỷ lệ sở hữu của cổ đông ngoại đạt mức tối đa sẽ giới hạn khả năng tăng trưởng tín dụng cũng như tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng. Hệ số CAR khá gần so với giới hạn 9% do đó ngân hàng giữ lại toàn bộ lợi nhuận và khó có khả năng chi trả cổ tức tiền mặt. Những khoản cho vay dự án BOT và những doanh nghiệp quốc doanh khiến chúng tôi lo ngại về những khoản phải thu cũng như rủi ro thanh khoản của ngân hàng.

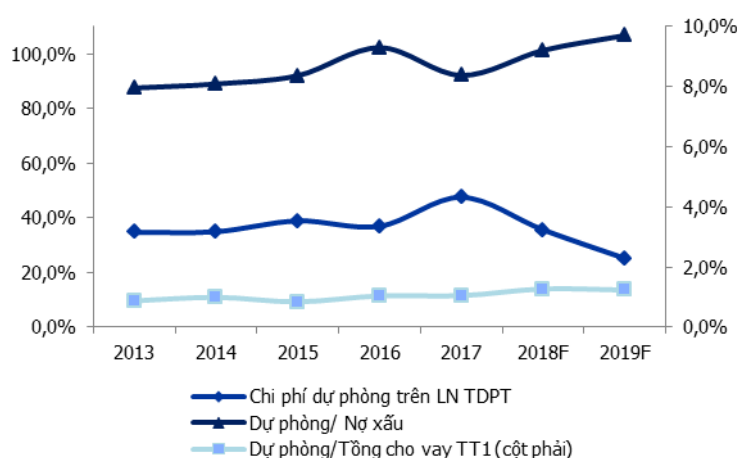
Luận điểm đầu tư

Triển vọng bền vững trong 2018 nhờ vào chất lượng tài sản cải thiện và NIM ổn định.

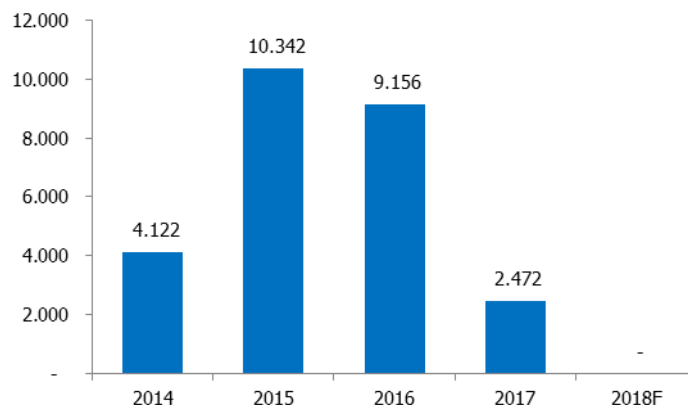
Chất lượng tài sản là động lực chính làm tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2018.

- (i) Ngân hàng đã tích cực xử lý khoản nợ xấu 2.210 tỷ VNĐ (+229%) trong năm trước và chúng tôi dự phóng tỷ lệ xử lý những khoản nợ này sẽ còn tiếp tục cao hơn 20% trong hai năm tới vì những nỗ lực của ngân hàng trong việc xử lý nợ xấu.
- (ii) Trái phiếu VAMC còn lại khoảng 2.471 tỷ đồng sẽ được tất toán xong vào đầu năm 2018 sau giai đoạn trích lập dự phòng và tỷ lệ mua lại cao trong năm 2017. Từ đó, chi phí dự phòng năm 2018 giảm ấn tượng ở mức 27% n/n còn 6.128 tỷ VNĐ năm 2018.

Bảng 1: Chi phí dự phòng



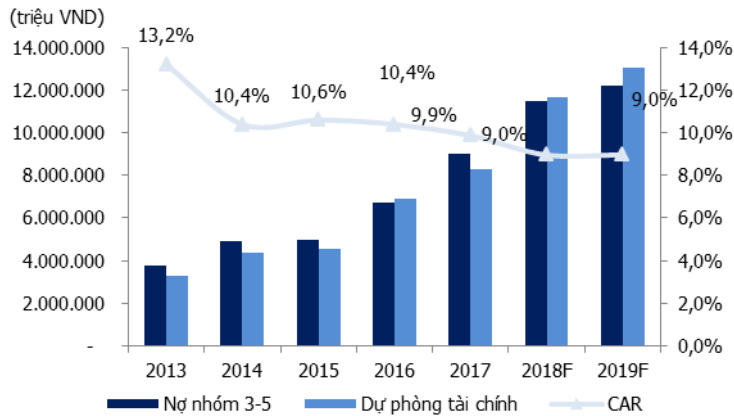
Bảng 2: Trái phiếu VAMC



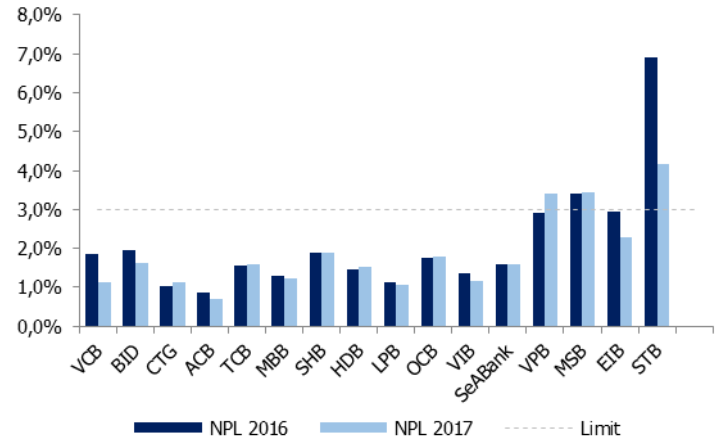
Nguồn: FS Banks, MBS Research

- (iii) Chúng tôi cho rằng tỷ lệ trích lập dự phòng trên nợ xấu của ngân hàng khá an toàn ở mức 90% trong 5 năm về trước. Do đó, chúng tôi tăng tỷ lệ chi phí dự phòng trên nợ xấu (LLR) lên mức trên 100% tương ứng trong năm 2018 và 2019. Trong khi đó, chi phí dự phòng sẽ không còn ảnh hưởng đáng kể đến đến lợi nhuận sau giai đoạn trích lập dự phòng cao năm 2017, dẫn đến chi phí dự phòng trên tổng doanh thu giảm từ 48% năm 2017 chỉ còn 33% năm 2018.
- (iv) Chúng tôi dự phóng NPL của CTG trong hai năm tới sẽ được kiểm soát ở mức dưới 1,5%, lần lượt ở mức 1,3% năm 2018 và 1,2% năm 2019. NPL tăng nhẹ từ 1,14% năm 2017 có thể lý giải do việc ngân hàng tập trung cho vay bán lẻ rủi ro hơn. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy vì có vốn nhà nước sở hữu nên CTG sẽ thận trọng hơn trong việc mở rộng cho vay những ngành nghề rủi ro cũng như quản lý rủi ro và do vậy, NPL sẽ tăng không đáng kể và chỉ ở mức dưới 1,5%.

Bảng 3: Tình trạng dự phòng và tỷ lệ CAR của CTG



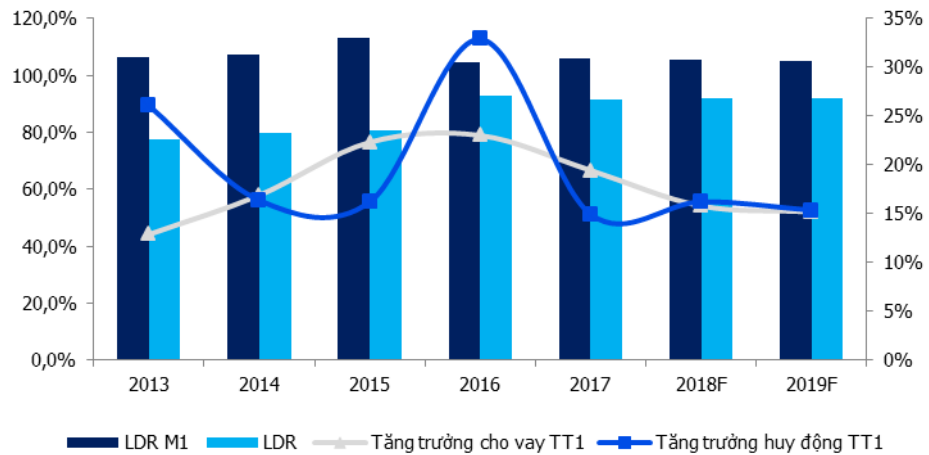
Bảng 4: NPL của các ngân hàng năm 2017



Nguồn: CTG, MBS Research

Tốc độ tăng trưởng tín dụng và huy động sẽ tuân theo quy định của Ngân Hàng Nhà Nước. Để duy trì tỷ lệ LDR theo giới hạn quy định của SBV là 90%, chúng tôi dự phóng những khoản cho vay trên thị trường 1 và huy động tiền gửi từ khách hàng sẽ tăng 16% n/n đạt 915.617 tỷ VNĐ trong năm 2018. Bên cạnh những quy định về giới hạn tăng vốn, chúng tôi thấy rằng nguồn vốn vay mượn đã giảm đáng kể (giảm 50.000 tỷ VNĐ), chủ yếu giảm vốn huy động VNĐ từ những tổ chức tín dụng trong nước. Do đó, chúng tôi thấy tốc độ tăng trưởng tín dụng của CTG có thể cao hơn 16% trong năm 2018 và 2019 trong trường hợp giới hạn tăng vốn được giải quyết.

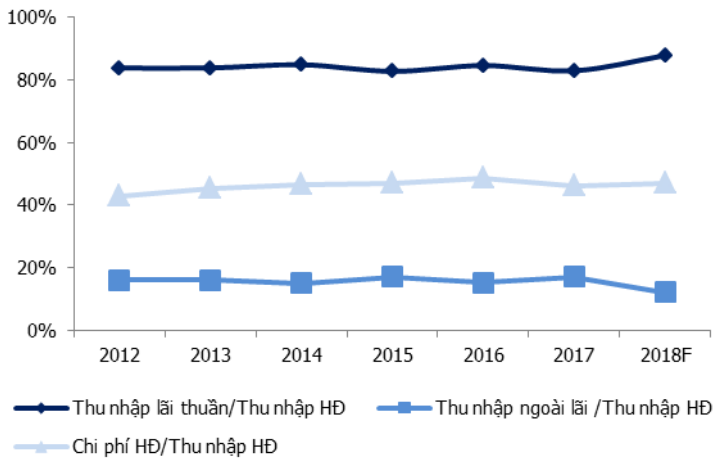
Bảng 5: Tình trạng LDR qua các năm



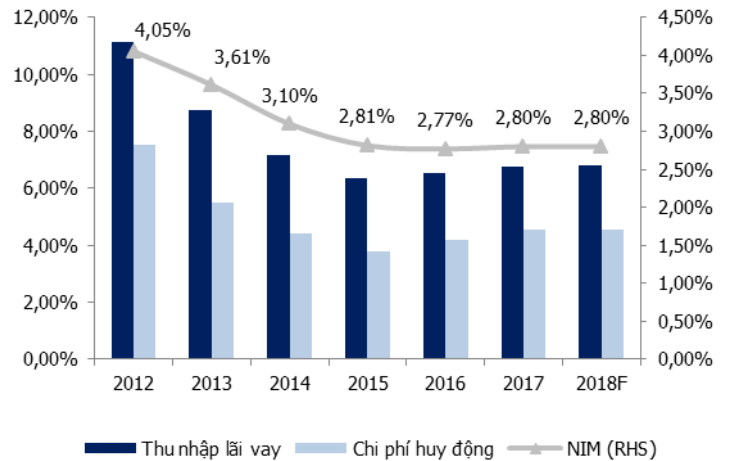
Nguồn: FS CTG, MBS Research

NIM sẽ giữ mức ổn định 2,8% trong năm 2018 và 2,72% trong năm 2019 nhờ vào: (i) Lãi suất cho vay sẽ tăng 10 điểm cơ bản trong hai năm tới, cụ thể đạt 6,82% và 6,92% nhờ vào những chiến lược của ngân hàng tập trung vào mảng cho vay bán lẻ để gia tăng lãi suất cho vay. (ii) Tuy nhiên, ngân hàng đang chịu áp lực tăng vốn huy động, đặc biệt là từ phát hành trái phiếu, có thể tăng chi phí sử dụng vốn của ngân hàng. Vì vậy, chúng tôi dự phóng chi phí huy động vốn của ngân hàng sẽ tăng 13 điểm cơ bản vào năm 2018 và 12 điểm cơ bản vào năm 2019. Nhờ vào những ưu thế về vốn của ngân hàng TMCP NN (tiền gửi từ Bảo hiểm xã hội, SCIC,...) và sự nhận dạng thương hiệu tốt từ lịch sử phát triển lâu đời và hệ thống mạng lưới rộng, chúng tôi đánh giá chi phí huy động vốn của ngân hàng sẽ tăng không đáng kể. **Do đó, thu nhập từ lãi năm 2018 được dự phóng tăng trưởng ở mức 14,6% tương đương 31.010 tỷ VNĐ sau giai đoạn tăng trưởng cao 20,8% n/n năm 2017.**

Bảng 6: Cấu trúc doanh thu của CTG



Bảng 7: Biên lãi suất



Nguồn : FS CTG, MBS Research

Thu nhập ngoài lãi dự phóng tăng không đáng kể sau khi loại trừ phần thoái vốn một phần khỏi Vietin Aviva. Đóng góp thu nhập ngoài lãi trong tổng thu nhập của ngân hàng sẽ giảm 12,1% trong năm 2018. (i) Thu nhập từ phí và dịch vụ được dự phóng sẽ tăng 6% n/n trong năm 2018 đạt 1.961 tỷ VNĐ nhờ vào định hướng phát triển mảng ngân hàng bán lẻ và những dịch vụ trực tuyến (SMS Banking, Bank Plus, Vietinbank Ipay, Vietinbank Ipay Mobile). Tuy nhiên, điều này cũng dẫn đến tăng trưởng chi phí từ phí và dịch vụ tăng cao hơn trước sức ép cạnh tranh trên thị trường ngân hàng. (ii) Chúng tôi loại trừ thu nhập từ thoái vốn một phần của Vietin Aviva xấp xỉ 600 tỷ VNĐ năm 2018 trong quá trình định giá, dẫn đến giảm thu nhập từ công ty liên kết.

Chúng tôi dự phóng CIR là 47% trong năm 2018 (+1% n/n), không tăng đáng kể. Trong năm 2016 và 2017, CIR của CTG đạt 46%, cao hơn so với những ngân hàng TMCP NN khác (trong năm 2017, CIR của VCB và BID lần lượt là 40,4% và 40,9%). Chúng tôi dự phóng CIR tăng nhẹ đến từ dự phòng các khoản phải thu trong những năm tới có khả năng tăng do lãi phải thu trên doanh thu từ lãi tăng cao, xấp xỉ 26% trong năm 2016 và 22% trong năm 2017.

Bảng 8: CIR của các ngân hàng



Nguồn: FS Banks MBS Research

Nợ xấu của ngân hàng có thể đến từ những khoản cho vay dự án BOT. Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ lãi phải thu trên thu nhập từ lãi có sự tăng nhẹ, xấp xỉ lần lượt 26% và 22% trong năm 2016 và 2017. Hiện tại, những ngân hàng TMCP NN ở Việt Nam đều cho vay các dự án BOT. Trong năm 2016, CTG cho vay 31 dự án BOT, khoảng 27.886 tỷ VNĐ (chiếm 4,3% tổng dư nợ cho vay của ngân hàng),

đứng thứ hai trong hệ thống ngân hàng cho vay các dự án BOT. Trong 31 dự án BOT, có khoảng 21 dự án đã tất toán xong trong khi 10 dự án đang xây dựng. Ngân hàng báo cáo các khoản cho vay chưa thanh toán hiện tại đều đạt chuẩn. Do đó, chúng tôi dự báo những khoản vay BOT của ngân hàng sẽ đối mặt với rủi ro thanh khoản cao khi thời gian xây dựng dự án không khớp với thời gian cho vay.

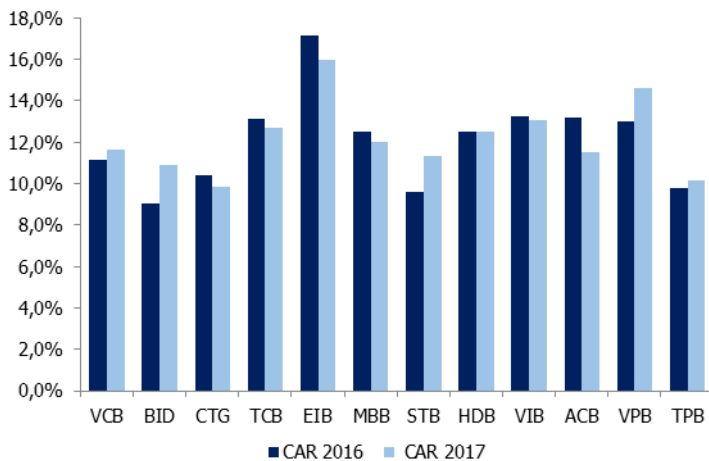
Những quy định cản trở tiềm năng tăng trưởng của Vietin Bank.

CTG đang đứng dưới áp lực tăng vốn vì CAR thấp trong năm 2017 ở mức 9.86% và CAR dự phóng năm 2018 là 8,96%. CAR thấp sẽ làm tăng áp lực tăng vốn cấp 1 và 2. Ngân hàng chịu nhiều trở ngại để tăng vốn cấp 1 vì:

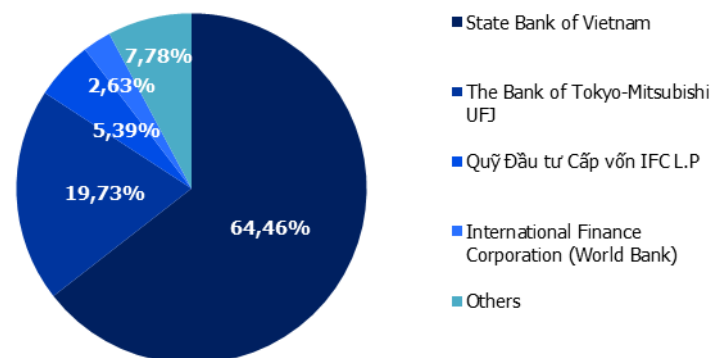
- Ngân hàng phải tuân thủ những quy định của Ngân Hàng Nhà Nước về việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt về ngân sách nhà nước thay vì cổ tức cổ phiếu hay cổ phiếu thưởng.
- Theo như Quyết định 58/2016/QĐ-TTG của Thủ tướng Chính Phủ, trong giai đoạn 2016-2020, tỷ lệ sở hữu của Nhà Nước trong các ngân hàng không được giảm dưới 65% và tỷ lệ sở hữu của Nhà Nước hiện tại ở CTG là 64,46%. Ngân Hàng Nhà Nước (NHNN) có khả năng không tham gia vào đợt phát hành riêng lẻ của CTG. Do vậy, chúng tôi cho rằng khả năng phát hành thêm riêng lẻ cho những nhà đầu tư bên ngoài là thấp vì điều này có thể làm giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà Nước tại ngân hàng.
- Room ngoại hiện tại đã đạt mức tối đa 30% và khá thách thức để tăng FOL. Để tăng vốn thông qua nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi đưa ra 2 giả định: (i) Phát hành riêng lẻ cho những nhà đầu tư hiện hữu hay những nhà đầu tư bên ngoài. Nhưng NHNN lại cần tăng vốn tại ngân hàng để tăng tỷ lệ sở hữu của Nhà Nước. Tuy nhiên, chúng tôi cũng thấy NHNN có khả năng tài trợ vốn cho ngân hàng từ doanh thu cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước trong năm nay. (ii) FOL hiện tại trong hệ thống ngân hàng có thể tăng lên từ 30% đến 50% vì phần lớn tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài ở những ngân hàng có vốn nhà nước hầu như đã đạt mức tối đa. Tuy nhiên, phương án này vẫn bỏ ngỏ từ năm 2016.

Với những lý do trên, chúng tôi tin rằng việc tăng vốn cấp 1 của CTG gặp nhiều thách thức. Do đó, CTG phụ thuộc vào trái phiếu thứ cấp (vốn cấp 2) với chi phí cao hơn để duy trì hệ số CAR.

Bảng 9: Hệ số CAR của các ngân hàng



Bảng 10: Cấu trúc sở hữu



Nguồn : CTG, MBS Research

Mở rộng tín dụng và cải thiện NIM cũng bị giới hạn nếu Thống Đốc Ngân Hàng Nhà Nước và Bộ Tài Chính không thông qua giải pháp tăng vốn điều lệ.

Nếu không có nguồn vốn tăng thêm để mở rộng hoạt động tín dụng, ngân hàng sẽ phụ thuộc vào nguồn huy động tiền gửi. Tuy nhiên, nếu so sánh với các ngân hàng có vốn sở hữu Nhà Nước khác như VCB hay BID, tỷ lệ LDR của CTG đạt 91%. Tín dụng từ thị trường 1 đã vượt quá khả năng vốn của ngân hàng và LDR của thị trường 1 là 106% trong năm 2017. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2018

sẽ giảm hơn so với năm 2017, chỉ tăng 16% (so với 19% trong năm 2017) vì vậy nếu ngân hàng muốn mở rộng tín dụng thì huy động phải tăng hơn 16% và như vậy thì NIM sẽ phải chịu áp lực giảm.

Do đó, chúng tôi dự phóng LDR ở thị trường 1 sẽ duy trì ở mức 106% trong năm 2018 và 2019 trong khi LDR sẽ vẫn ở mức 91% trong những năm tới vì CTG tập trung nguồn vốn từ giấy tờ có giá với chi phí huy động cao hơn. Dự nợ của nợ thứ cấp được dự phóng tăng 20% n/n trong năm 2018 và 2019 vì định hướng trong năm 2018 của ngân hàng là phát hành hơn 3.000 tỷ nợ thứ cấp bằng VNĐ.

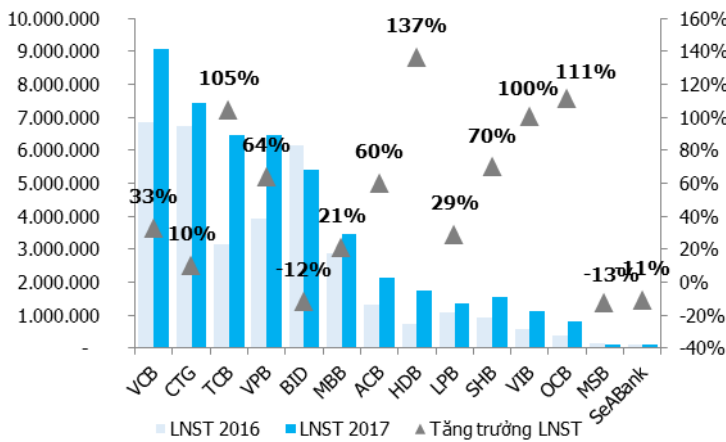
Dựa trên những luận điểm trên, đánh giá của chúng tôi vẫn là tăng trưởng cơ bản của CTG gặp những trở ngại và những động lực tăng trưởng đều bị giới hạn. Trong quá trình dự phóng, các chỉ số so sánh dùng cho cổ phiếu của CTG sẽ được điều chỉnh giảm so với mức bình quân của các ngân hàng tương đương trong ngành.

Với nguồn vốn hoạt động giới hạn, CTG duy trì hoạt động ổn định so với những ngân hàng khác.

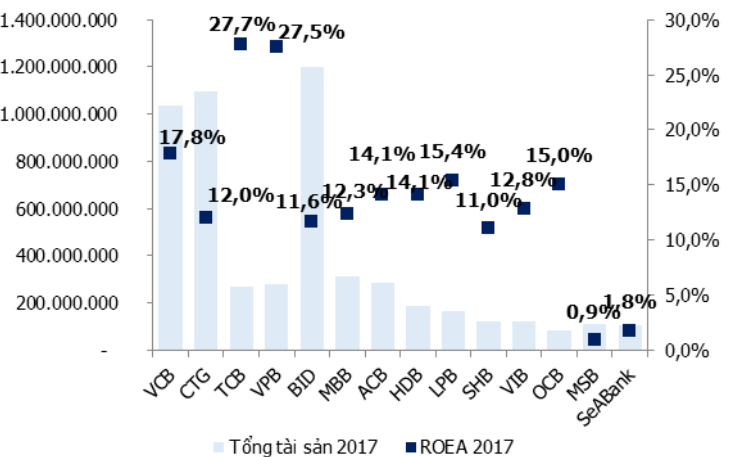
Nếu so với BID, chúng tôi nhận thấy hoạt động của CTG ổn định với tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) khoảng 10% và ROEA tăng dần đạt 12% năm 2017. Với việc giảm chi phí dự phòng chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của ngân hàng sẽ tốt hơn, đạt 29% trong năm 2018. ROEA được dự đoán trong năm 2018 và 2019 đạt lần lượt là 14,4% và 16,5%.

Chất lượng tài sản của CTG khá tương đồng với VCB, với NPL năm 2017 là 1,14% và NPL dự đoán trong năm 2018 là 1,3%. Ngân hàng cũng giải quyết tích cực trái phiếu VAMC và hoàn thành vào Q1/2018. Điều này giúp lợi nhuận trong năm 2018 của CTG tăng trong khi BID vẫn đang trong quá trình giải quyết trái phiếu VAMC.

Bảng 11: Tốc độ tăng trưởng EAT của các ngân hàng



Bảng 12: Hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng



Nguồn: FS Banks, MBS Research

Mô Hình Lợi Nhuận & Định giá

Chúng tôi định giá CTG đạt 30.700 VNĐ, dự phóng dựa trên mức P/B bình quân của các NHTM CP NN ở Việt Nam và những ngân hàng thương mại cổ phần khác có tổng tài sản và ROEA năm 2017 tương đương với CTG. Giá mục tiêu được tính theo bình quân có trọng số của hai phương pháp định giá theo P/B và chiết khấu lợi nhuận thặng dư. Theo phương pháp định giá P/B, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 35.320 VNĐ với BVPS dự phóng là 18.821 VNĐ và P/B là 1,9x. Theo phương pháp định giá chiết khấu lợi nhuận thặng dư, giá mục tiêu là 25.750 VNĐ với Re là 14% và tốc độ tăng trưởng đều là 3%.

Bảng 13: Kết quả định giá

Phương pháp	Kết quả	Tỷ trọng	Phân bổ
RI	25.750	50%	12.875
P/B	35.699	50%	17.850
Giá mục tiêu	30.700		

Bảng 15: Giá trị chiết khấu theo P/B

P/B	2018	2017	2016
Trung bình nhóm so sánh	2,82	1,78	1,36
Trung bình của CTG	1,72	1,12	1,05
Tỷ lệ chiết khấu	-39%	-37%	-22%
Giá trung bình sau chiết khấu			-32,76%

Bảng 14: Phương pháp P/B

Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	Giá đóng cửa	P/E	ROE	P/B
VPB	78.464	52.400	10,7	26,1%	2,7
ACB	47.284	43.600	15,5	14,1%	2,8
MBB	55.736	30.700	13,2	12,3%	1,9
BID	111.108	32.500	15,7	11,6%	2,4
VCB	212.268	59.000	20,4	17,8%	4,3
Bình quân trước khi chiết khấu					2,82
Bình quân sau khi chiết khấu					1,90

Định giá theo giá trị sổ sách

Theo phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng P/B bình quân các ngân hàng Việt Nam có tổng tài sản tương tự và ROEA xấp xỉ trên 10%. P/B mục tiêu 12 tháng năm 2018 là 1,9x.

Những ngân hàng có vốn sở hữu Nhà Nước với vốn hóa thị trường lớn như VCB và BID được đưa vào bảng trên vì những ngân hàng này cũng chịu ảnh hưởng mức tăng trưởng tín dụng và có những ưu thế về vốn như CTG.

Các ngân hàng có quy mô nhỏ đến trung bình theo chiến lược tương tự trong cho vay bán lẻ và định hướng kỹ thuật số với sức mạnh tổng hợp để nâng cao khả năng sinh lời gần đây từ các phân khúc này được đề xuất đưa vào so sánh. Chúng tôi nhận thấy thị trường đang được kỳ vọng có tiềm năng đi lên như cổ phiếu của ACB, MBB, VPB và cũng kỳ vọng có sự bức phá của CTG nếu ngân hàng tập trung phát triển chiến lược cho vay bán lẻ.

Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp này do phần lớn giá trị của ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá vì vậy giá trị của ngân hàng được định giá sẽ phản ánh gần chính xác nhất giá trị sổ sách thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng. Lợi nhuận thặng dư cho cổ đông khá khả quan và tăng lên nhưng khả năng sinh lời trong những năm sau hơi khiêm tốn (tỷ suất sinh lời yêu cầu là **Re là 14%** và tốc độ tăng trưởng đều **g là 3%**).

Bảng 16: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

	2018F	2019F	2020F	2021F
<i>Đơn vị: tỷ VNĐ</i>				
LNST sau trích quỹ khen thưởng phúc lợi	8.481	11.347	13.341	15.999
LN thặng dư (Residual value)	(405)	1.536	2.202	3.253
Gia trị kết thúc (Terminal value)				30.463
Chi phí chủ sở hữu				14%
Tốc độ tăng trưởng				3%
Gia trị chủ sở hữu tại 2018				95.878
Gia cổ phiếu (VNĐ)				25.750

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh cập nhật Q1/2018

(tỷ VNĐ)	Q1/2017	Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	y-o-y
Doanh thu/ Chi phí						
Tổng doanh thu	7.723	8.608	7.607	8.681	8.835	14,4%
Thu nhập từ lãi	6.166	7.319	6.432	7.156	7.234	17,3%
Thu nhập ngoài lãi	32.516	30.932	29.598	28.869	28.074	-13,7%
Chi phí hoạt động	3.114	3.560	3.369	5.026	3.455	11,0%
Lợi nhuận trước dự phòng	4.609	5.048	4.238	3.655	5.379	16,7%
Dự phòng tín dụng	2.065	2.779	1.820	1.681	2.351	13,9%
EBT	2.544	2.270	2.419	1.974	3.028	19,0%
Tăng trưởng tín dụng/ huy động						
Tốc độ tăng trưởng cho vay khách hàng(*)	5,4%	4,9%	5,0%	4,2%	4,5%	
Tốc độ tăng trưởng huy động khách hàng (*)	1,8%	4,1%	4,9%	4,2%	4,9%	
Chất lượng tài sản						
LDR	85%	86%	87%	91%	88%	
NPL	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%	1,2%	
Nợ cấp 2/ Tổng nợ	1,3%	0,5%	0,6%	0,5%	0,4%	
LLR	93,7%	94,9%	100,7%	92,7%	97,6%	

Nguồn: FS CTG, MBS Research

(*) Tốc độ tăng trưởng so với số liệu cuối năm của năm trước

LNTT trong Q1/2018 diễn biến tốt hơn quý 1 năm ngoái, đóng góp 28% lợi nhuận cả năm.

Lợi nhuận trước thuế (LNTT) đã nhảy vọt trong quý này, đạt 3.028 tỷ VNĐ (+19% n/n), cao hơn so với mức 6% n/n trong Q1/2017 nhờ vào tốc độ tăng trưởng doanh thu từ lãi 17,3% n/n (+14% n/n trong Q1/2017) và tốc độ tăng trưởng chi phí là 11% (+17% n/n trong Q1/2017) và giảm chi phí dự phòng đáng kể trong theo mô hình dự phóng. Chi phí dự phòng trong quý này trở lại đạt mức tăng trưởng bình thường 14% n/n sau giai đoạn dự phòng tích cực trong Q1/2017 + 43% n/n. Tổng lợi nhuận trước thuế trong quý này đóng góp 28% vào lợi nhuận kế hoạch của ngân hàng 10.800 tỷ VNĐ và đạt 25,2% lợi nhuận dự phóng.

LDR cải thiện từ mức 91% cuối năm 2017 lên 88% trong Q1/2018. Cho vay khách hàng trong quý này tăng 4,5% so với cuối năm 2017. Chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng này khá tích cực so với mục tiêu của ngân hàng năm 2018 khá thấp 14% n/n. Tăng trưởng huy động khách hàng cũng tăng 15% n/n và chúng tôi nhận thấy ngân hàng đã tăng vốn từ giấy tờ có giá lên 6% từ cuối năm 2017.

NPL không có rủi ro và được duy trì mức 1,2% trong Q1/2017. Nợ nhóm 2 cũng đang trong xu hướng giảm. Giá trị của VAMC được giải quyết hoàn tất trong quý này. Chi phí dự phòng bắt đầu giảm về mức bình thường vì một phần nhỏ trái phiếu VAMC chưa dự phòng còn lại đầu năm. Tuy nhiên, LLR vẫn ở mức an toàn ở Q1/2018, cải thiện từ mức 92,7% ở Q4/2017. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ giảm 20% và giúp tăng lợi nhuận trong năm 2018.

Báo cáo tài chính và định giá

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	2017	2018F	2019F
Thu nhập từ lãi	27.073	31.011	34.103
Thu nhập từ phí và dịch vụ	1.855	1.961	2.311
Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	710	731	753
Thu nhập từ mua bán chứng khoán đầu tư	244	232	227
Thu nhập khác	1.995	1.088	1.278
Thu nhập từ việc đầu tư khác	743	249	249
TỔNG DOANH THU HOẠT ĐỘNG	32.845	35.272	38.921
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(15.070)	(16.578)	(18.293)
Thu nhập trước dự phòng	17.550	18.694	20.628
Chi phí dự phòng	(8.344)	(6.659)	(5.194)
Lợi nhuận trước thuế	9.206	12.035	15.434
Tổng lợi nhuận trước thuế	(1.747)	(2.407)	(3.087)
Lợi nhuận sau thuế	7.459	9.628	12.347
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	29	37
Lợi nhuận ròng	7.432	9.599	12.310

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
Tiền mặt	5.980	7.001	8.076
Tiền gửi tại NHNN	20.757	23.594	27.342
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	107.510	111.221	117.428
Chứng khoán kinh doanh	3.529	3.310	3.646
Tài sản phái sinh và những khoản đầu tư khác	529	529	529
Cho vay khách hàng	782.385	903.955	1.041.762
Cho vay khách hàng	790.688	915.617	1.054.791
Dự phòng	(8.303)	(11.662)	(13.029)
Chứng khoán đầu tư	128.393	137.573	146.863
Đầu tư dài hạn	3.114	3.114	3.114
Tài sản cố định	11.437	11.753	12.083
Tài sản cố định hữu hình	6.387	6.451	6.515
Tài sản cố định vô hình	5.050	5.302	5.567
Đầu tư khác	-	-	-
Tài sản cố khác	31.428	35.978	41.288
TỔNG TÀI SẢN	1.095.061	1.238.028	1.402.130
Tiền gửi của NHNN	15.207	13.940	14.877
Tiền gửi và cho vay của các ngân hàng khác	115.159	124.832	139.683
Tiền gửi khách hàng	752.935	875.105	1.009.510
Phaisinh và những khoản phải trả khác	28.866	34.004	37.174
Nợ phải trả khác	119.129	119.753	120.971
VỐN	63.765	70.395	79.915
- Vốn điều lệ	37.234	37.234	37.234
- Thặng dư vốn cổ phần	8.975	8.975	8.975
- Cổ phiếu quỹ	-	-	-
- Vốn khác	8.975	8.975	8.975
Quý dự trữ	7.476	8.981	10.904
Chênh lệch đánh giá tỷ giá	551	600	657
Chênh lệch đánh giá tài sản	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	9.234	14.287	21.790
Lợi ích cổ đông thiểu số	296	318	355
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN	1.095.061	1.238.028	1.402.130

Nguồn: BCTC CTG, MBS Research

Những chỉ số chính	2017	2018F	2019F
Hệ số an toàn vốn			
CAR	9,87%	8,96%	8,97%
Tổng vốn/ Tổng tài sản	6%	6%	6%
Tổng tài sản/ Tổng nguồn vốn	17,17	17,59	17,55
Chất lượng tài sản			
Nợ nhóm 3-5	1,1%	1,3%	1,2%
Nợ nhóm 2	0,5%	0,5%	0,5%
Chi phí dự phòng / Nợ nhóm 3-5	92,1%	101,3%	106,7%
Lãi suất huy động tín dụng	1,1%	1,3%	1,2%
Thanh khoản			
LDR	91,5%	91,8%	92,0%
Tăng trưởng huy động khách hàng	14,9%	16,2%	15,4%
Tài sản có tính thanh khoản/ Tổng tài sản	12,3%	11,5%	10,9%
Tài sản có tính thanh khoản/ Huy động khách hàng	17,8%	16,2%	15,1%
Hiệu quả sử dụng vốn			
ROA	0,7%	0,8%	0,9%
ROE	12,1%	14,4%	16,5%
NIM	2,8%	2,8%	2,7%
Doanh thu từ lãi/ Tổng doanh thu	83,0%	87,9%	87,6%
Chi phí hoạt động/ Doanh thu hoạt động	46,2%	47,0%	47,0%
Tăng trưởng			
Tăng trưởng tài sản	15,4%	13,1%	13,3%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	19,4%	15,8%	15,2%
Tăng trưởng huy động khách hàng	14,9%	16,2%	15,4%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng và thuế	29,1%	6,5%	10,3%
Tăng trưởng EBT	7,4%	30,7%	28,2%
Định giá			
EPS (cơ bản) (VNĐ)	1.996	2.578	3.306
BVPS (VNĐ)	17.046	18.821	21.367
P/E	n/a	11,92	9,29
P/B	n/a	1,63	1,44

LIÊN HỆ: Trung tâm nghiên cứu

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU MBS

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) – Văn phòng chính

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Mức đánh giá cổ phiếu: Khuyến nghị dựa trên sự chênh lệch giữa giá mục tiêu 12 tháng và giá hiện tại:

Mức đánh giá	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KHÔNG KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng & Cao su thiên nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Dầu, khí và điện

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG QUẢN ĐỘI (MBS)

Được thành lập vào tháng 5 năm 2000, MBS là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên hoạt động ở Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán dẫn đầu tại Việt Nam, cung cấp nhiều dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu, tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và bảo lãnh phát hành. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của MBS vẫn không ngừng mở rộng và hoạt động hiệu quả tại những thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng và những khu vực trọng yếu khác. Khách hàng của MBS chủ yếu là những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, những định chế tài chính và doanh nghiệp. Là một trong những thành viên của tập đoàn MB, bao gồm MB Land, AMC, MB Capital, công ty chứng khoán VIET R.E.M, MB Finance. MBS có thể tận dụng nguồn nhân lực, tài chính và công nghệ đáng kể để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà ít công ty chứng khoán ở Việt Nam có thể cung cấp.

MBS tự hào khi được công nhận:

- Công ty dẫn đầu môi giới – đứng đầu trong thị phần môi giới kể từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu nổi tiếng với đội ngũ chuyên viên phân tích giàu kinh nghiệm cung cấp những sản phẩm nghiên cứu và bình luận về thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế.
- Công ty cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư đáng tin cậy cho những khách hàng doanh nghiệp.

TRỤ SỞ CHÍNH CỦA MBS

Tòa nhà MB, 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
 Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600
 Website: www.mbs.com.vn

LƯU Ý: Bản quyền. MBS 2014, TẤT CẢ ĐỀU ĐƯỢC BẢO QUYỀN. Những nghiên cứu được các tác giả thu nhập từ những nguồn đáng tin. Đối với quan điểm của MBS, các quan điểm được trình bày trong báo cáo là của mỗi tác giả và không nhất thiết liên quan. Không có bất kỳ thông tin cũng như ý kiến nào được viết cho mục đích quảng cáo hoặc khuyến nghị mua / bán bất kỳ chứng khoán nào. Không thể sao chép, lưu trữ bất kỳ phần nào của ấn phẩm này, được lưu trữ trong hệ thống truy xuất, hoặc truyền đi, dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, ghi âm điện tử, cơ khí, photocopy hoặc nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của MBS.