Ngành ngân hàng

Cập nhật 02/2017

Thực hiện
Phạm Thiên Quang
Trần Yến Linh
Nguyễn Thạch Thảo

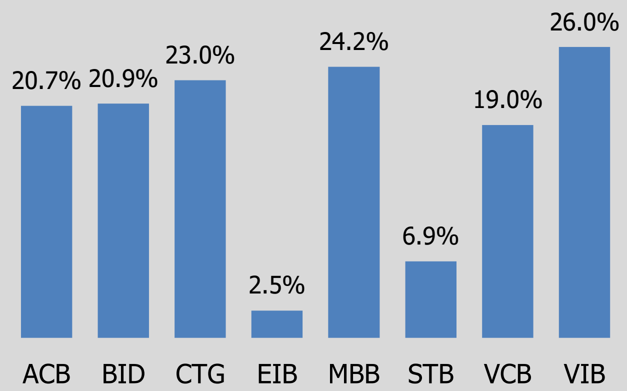
Tóm tắt quan điểm đầu tư

- Ngành ngân hàng tiếp tục phân hóa trong năm 2017: Nhóm ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và đang tiếp tục cải thiện gồm: VCB, MBB, ACB (riêng ACB vẫn còn tiếp tục xử lý phần tài sản liên quan đến Nhóm 6 Công ty Bầu Kiên);
- Khả năng tăng trưởng lợi nhuận (earnings growth) và đạt mức sinh lời tốt (ROA, ROE): VCB và MBB.
- Quan điểm đầu tư: Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi cập nhật 3 ngân hàng MBB, VCB và VIB.
    - **MBB thỏa mản cả 2 điều kiện:** Cơ bản tốt (LNTT 2017 dự báo tăng trưởng 20,5%) và có định giá rẻ (P/B chỉ ở mức 0,9x). Phù hợp với mục đích đầu tư.
    - **VCB mặc dù là ngân hàng có yếu tốt cơ bản tốt nhất nhưng định giá không rẻ** (trailing P/B 2,8x và forward P/B 2,65x). Phù hợp với mục tiêu trading tại vùng giá này. VCB sẽ là cơ hội mua tốt nếu giá điều chỉnh về lại vùng 32.000 VND – 34.000 VND.
    - **VIB vẫn còn gánh nặng trích lập dự phòng** (tỷ lệ VAMC Bond lớn, LLR thấp), chỉ số sinh lời ROE thấp (ROE 2016 chỉ đạt 6,5%).
- **Các ngân hàng CTG, BID chỉ phù hợp với mục tiêu trading** do chất lượng tài sản còn cần thêm thời gian để giải quyết và cải thiện dần. **ACB đã tăng giá khá nhiều từ đầu năm, phản ánh kì vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ cải thiện cùng tiến độ xử lý tài sản liên quan đến Bầu Kiên đạt kết quả khả quan hơn.** Tuy nhiên, ROE vẫn ở mức thấp (<10%), trong khi định giá cũng không còn rẻ. ACB cần thêm ít nhất một năm nữa trước khi ROE có thể cải thiện.
- Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình các ngân hàng trong thời gian tới (sau khi có thêm thông tin cụ thể về kế hoạch kinh doanh 2017).

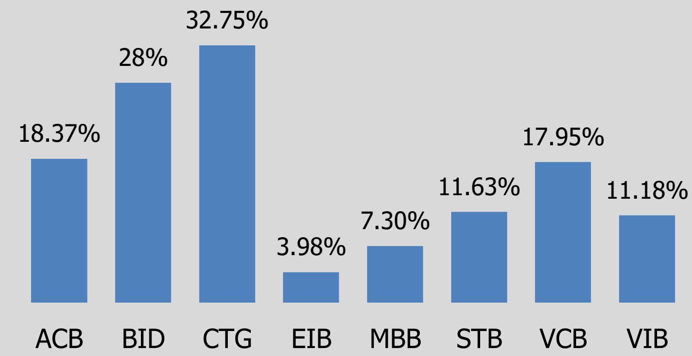
Tăng trưởng tín dụng và huy động năm 2016

- Nhiều ngân hàng niêm yết đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng cao. Ở một số ngân hàng có tỷ lệ LDR đã quá cao (trên mức 100%) như CTG, BID, tỷ lệ tăng trưởng huy động đã được đẩy mạnh hơn trong năm 2016.

Tăng trưởng tín dụng 2016



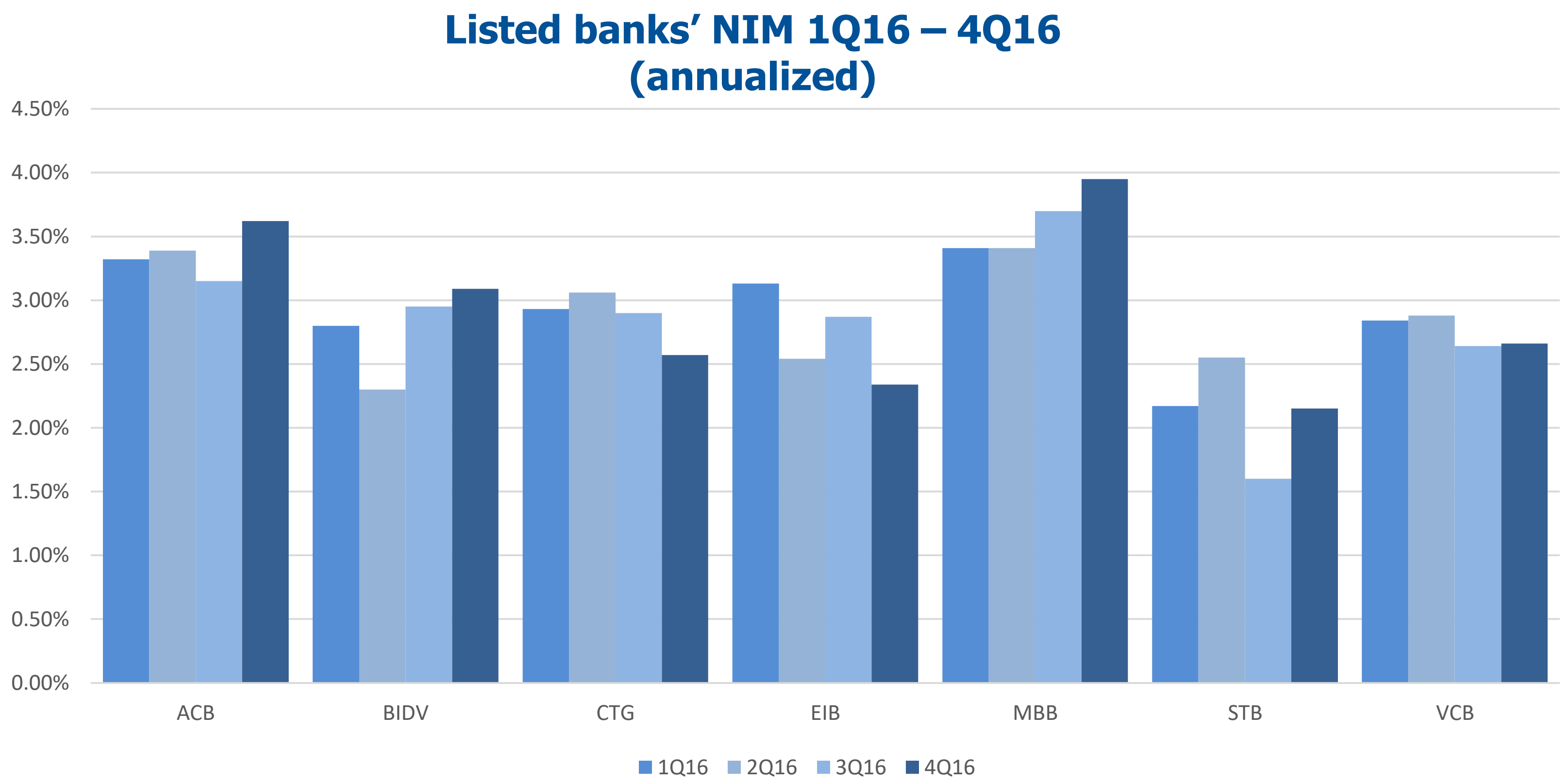
Tăng trưởng huy động 2016



Source: Banks FS

NIM tiếp tục gặp sức ép

- Do cạnh tranh gay gắt, NIM của các ngân hàng tiếp tục gặp sức ép trong năm qua.
- NIM một số ngân hàng (ví dụ MBB) đã tạo đáy và bắt đầu cải thiện từ Q3/2016



Source: Banks FS

Chất lượng tài sản tiếp tục phân hóa

- VCB, MBB, ACB là 3 ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống; trong đó, VCB là ngân hàng đầu tiên hoàn thành trích lập dự phòng cho số dư nợ VAMC bond.

	Lãi và phí phải thu/Doanh thu lãi 4 quý (4Q)	Nợ nhóm 2/ Tổng dư nợ	Nợ xấu	VAMC (tỷ VND)	VAMC/Tổng dư nợ	LLR/NPL
ACB	19,70%	0,88%	1,25%	1.800	1,10%	126,49%
BID	14,95%	3,69%	1,96%	20.650	2,85%	70,65%
CTG	27%	0,84%	1,02%	10.341	1,56%	101,77%
VCB	**15,30%**	**1,44%**	**1,48%**	**0**	**0%**	**118,86%**
MBB	18,83%	1,26%	1,32%	4.332	2,87%	103,18%

Source: Banks FS
VAMC Bond at 30/06/2016

Một số chỉ tiêu chính –2016

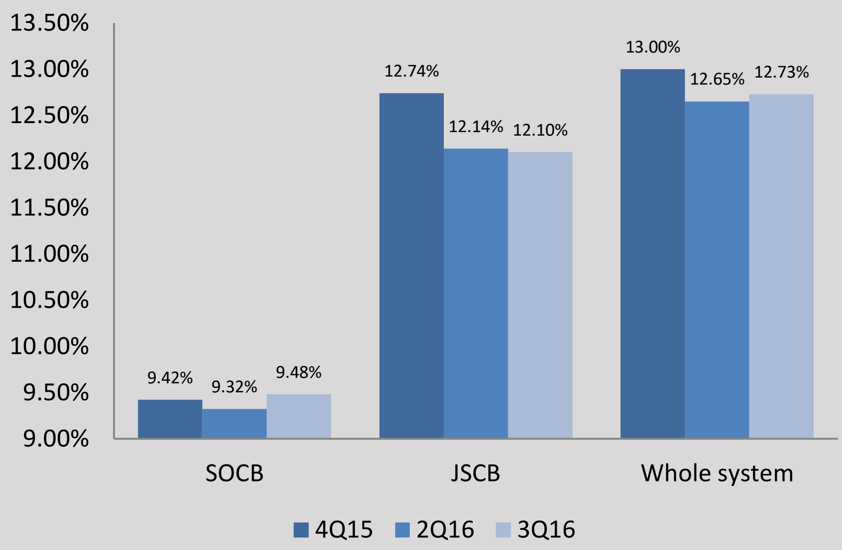
Tăng trưởng (yoy)	Tín dụng	Huy động	Doanh thu lãi	Doanh thu ngoài lãi	Lợi nhuận hoạt động	Chi phí trích lập	Lợi nhuận trước thuế	Nợ xấu	ROA *(annualized)*	ROE *(annualized)*
BID	20,93%	28,59%	22,90%	25,58%	24,83%	63,37%	-2,69%	1,95%	0,67%	14,42%
CTG	23,03%	32,75%	18,93%	3,68%	12,70%	7,33%	16,13%	1,02%	0,79%	11,51%
VCB	18,85%	17,80%	20,00%	11,00%	15,76%	5,64%	24,75%	1,48%	0,94%	14,54%
MBB	24,22 %	7,30%	9,00%	29,10%	7,03%	-3,42%	13,89%	1,32%	1,27%	13,41%

Source: Banks FS

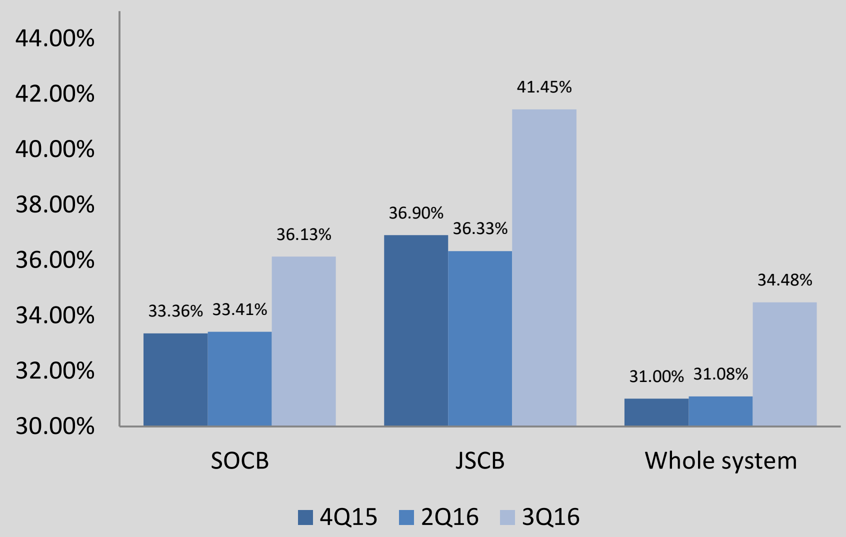
An toàn vốn và thanh khoản của hệ thống

- Hệ số CAR tiếp tục giảm do tăng trưởng tài sản rủi ro tiếp tục tăng trong khi việc bổ sung vốn đang diễn ra tương đối chậm
- Tỷ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung dài hạn có xu hướng tăng cao, đặc biệt ở nhóm ngân hàng cổ phần

CAR at 30/09/2016



Short-term funding used for mid- and long-term loans at 30/09/2016



Source: SBV

Triển vọng 2017

Tín dụng

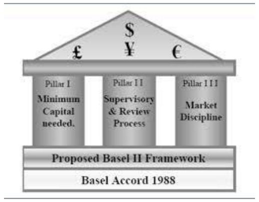
- Dự báo tiếp tục duy trì ở mức tăng trưởng cao để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP
- Mức tăng: 18-20%

Lãi suất

- Lãi suất tạo đáy và sẽ tăng dần

Kết quả kinh doanh tiếp tục phân hóa

- Áp lực trích lập dự phòng phân hóa giữa các ngân hàng
- Chất lượng tài sản và khả năng tạo ra lợi nhuận cũng phân hóa rõ nét



Vấn đề an toàn vốn

- Việc tăng vốn sẽ là nhiệm vụ trọng tâm trong năm tới để có thể tiếp tục duy trì tăng trưởng trong bối cảnh áp dụng Basel II
- Việc trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ bị ảnh hưởng

Tái cấu trúc ngành

- Nhiệm vụ tái cấu trúc ngành ngân hàng nhiều khả năng sẽ được đẩy mạnh hơn vào năm tới sau khi Chính phủ bắt đầu giai đoạn hành động

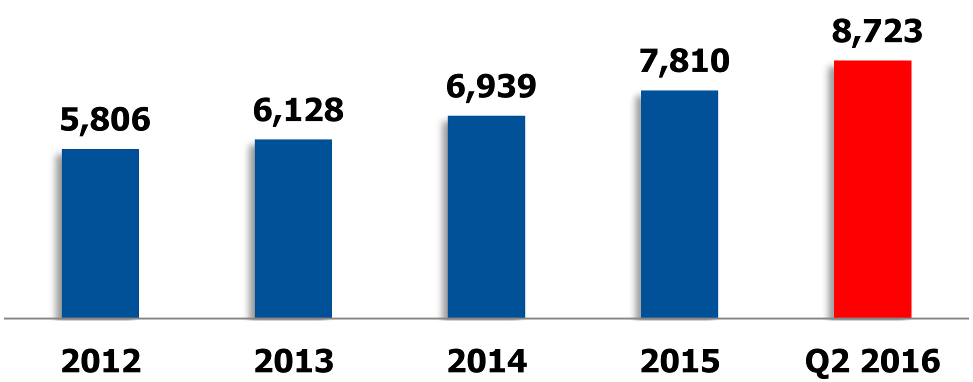
1. Cơ hội đầu tư: MBB
2. Cập nhật kết quả kinh doanh: VCB, VIB

MB Bank (MBB) – MUA – Giá mục tiêu: 20.500 VND

Branch network:

- 81 chi nhánh
- 169 phòng giao dịch
- 2 chi nhánh in Laos & Cambodia

Employees:



MB Bank (MBB) – MUA – Giá mục tiêu 20.500 VND

Lợi nhuận ngân hàng MBB sẽ tăng trưởng khả quan trong năm 2017

Quan điểm đầu tư

- **MBB công bố việc tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt đợt 1** cho cổ đông với tỷ lệ tạm ứng 6%, ngày chốt danh sách cổ đông được nhận cổ tức là 24/02/2017 và ngày tạm ứng là 08/03/2017.
- Năm 2016, **lợi nhuận trước thuế của MBB đạt 3.650 tỷ đồng**, tăng trưởng 13,35%. Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 14,22% và 7,30%. Hệ số LDR hiện tại là 77,48%. NIM đạt 3,58%, giảm nhẹ so với 33,81% năm 2015.
- **Valuation**: Với giá hiện tại 14.200, MBB đang được giao dịch ở mức forward P/E và P/B lần lượt là 6,82x và 0,87x dựa trên mức EPS và BVPS ước tính lần lượt là 2.083 VND và 16.141 VND. Với lợi nhuận dự đoán sẽ cất cánh trong năm sau, chúng tôi cho rằng MBB là cổ phiếu ngân hàng rẻ nhất hiện tại.

Key data (10.02.2017)	
Giá (VND)	14.200
Giá mục tiêu (12 tháng) (VND)	**20.500**
Upside	44%
Cổ tức (VND)	1.000
Dividend yield	7,0%

VND bn	2013	2014	2015	2016	2017E
LNTT	3021	3.174	3.220	3.650	4.398
Tăng trưởng	-2,2%	5,0%	1.45%	13,35%	20,49%
EPS (VND)	2.141	2.167	1.809	1.753	2.083
BVPS (VND)	13.458	14.284	14.121	15.076	16.141
P/E	6,82x	6,74x	8,18x	7,93x	6,82x
P/B	1,08x	1,02x	0,98x	0,93x	0,87x
ROAE	16,25%	15,62%	12,75%	12,24%	13,40%

Cơ cấu cổ đông

As of 30th June 2016

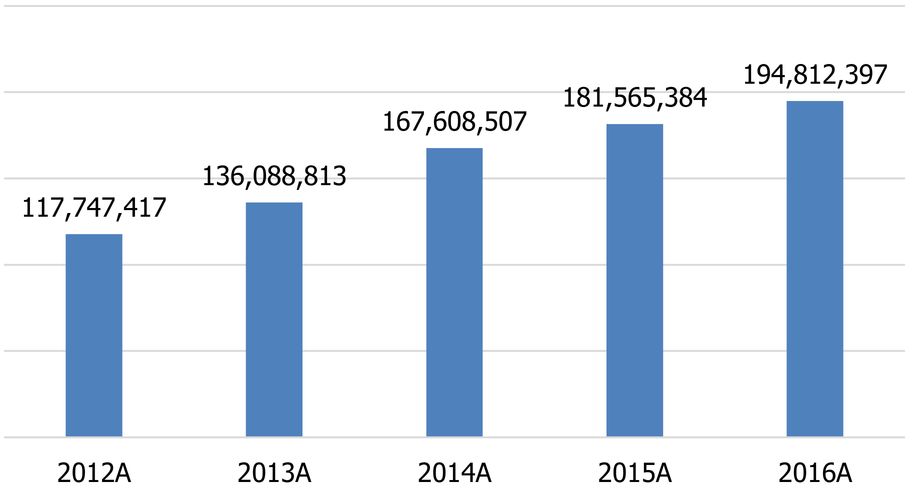
Shareholder categories	No. of shares	%
1. **Institutional Shareholders**	**1,379,476,875**	**84.57%**
▪ Domestic	1,055,807,630	64.73%
▪ Foreign	323,669,245	19.84%
2. **Individual Shareholders**	**251,704,943**	**15.43%**
▪ Domestic	249,179,832	15.28%
▪ Foreign	2,525,111	0.15%
Total	**1,631,181,818**	**100%**

	Name of Shareholder	No. of shares	%
1.	**Viettel**	**240,600,000**	**14.75%**
2.	**SCIC**	**160,400,000**	**9.83%**
3.	**Vietnam Helicopter Corporation**	**127,850,132**	**7.84%**
4.	**Saigon Newport Corporation**	**122,716,735**	**7.52%**
5.	**Vietcombank**	**114,794,244**	**7.04%**
6.	**Group of foreign investors and affiliates as major shareholder**	**120,683,436**	**7.40%**
6.1	*Amersham Industries Limited*	*28,166,345*	*1.73%*
6.2	*Balestrand Limited*	*4,454,391*	*0.27%*
6.3	*Veil Holdings Limited*	*2,937,100*	*0.18%*
6.4	*Vietnam Enterprise Investments Limited*	*35,419,813*	*2.17%*
6.5	*Wareham Group Limited*	*11,260,867*	*0.69%*
6.6	*Norges Bank*	*36,693,143*	*2.25%*
6.7	*Dc Developing Markets Strategies Public Limited Company*	*1,751,777*	*0.11%*

Huy động vốn tăng trưởng đều

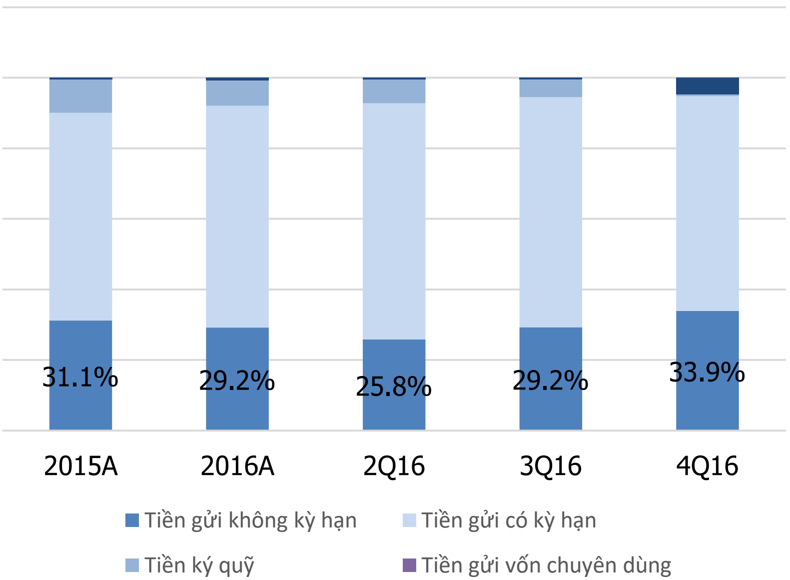
- Cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn hồi phục sau khi giảm trong quý 2 năm 2016, đến quý 4 tăng lên 33,9%. Điều đó cho thấy MBB vẫn chưa đánh mất lợi thế về nguồn vốn giá rẻ từ các khoản tiền gửi không kỳ hạn.

Huy động vốn
(triệu VND)



Nguồn: MBS research

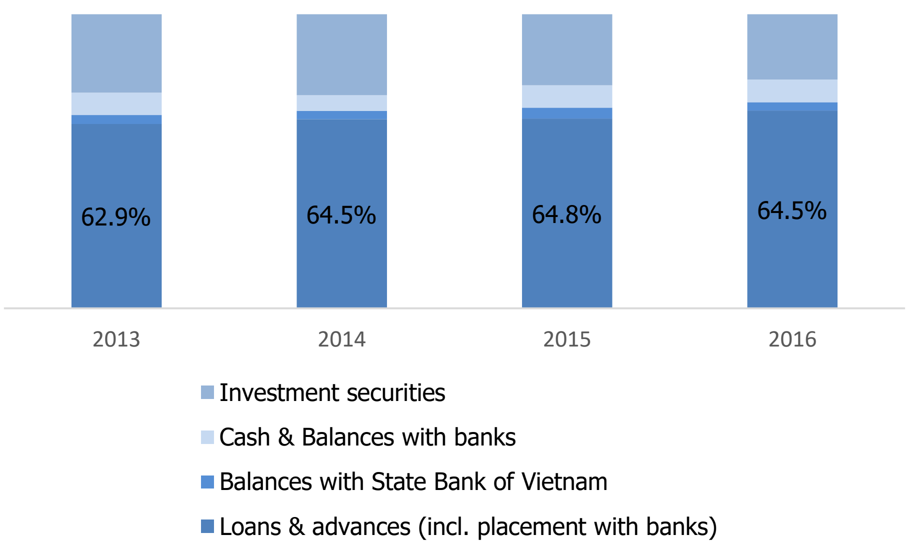
Cơ cấu huy động vốn
(%)



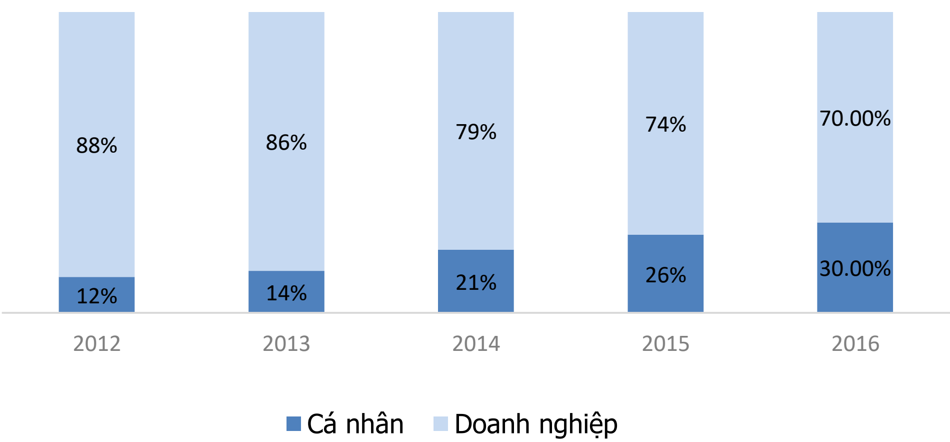
Tiếp tục tập trung phát triển mảng bán lẻ

- Tăng trưởng tín dụng đạt 24,2% trong năm 2016. Cơ cấu cho vay chuyển dịch rõ rệt sang đối tượng khách hàng thể nhân. Tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân (bán lẻ) chiếm 30% cơ cấu cho vay của MBB trong năm 2016, tăng liên tiếp qua các năm, từ 12% năm 2012.

Cơ cấu tài sản sinh lãi
(Trn VND)



Cơ cấu cho vay theo đối tượng khách hàng
(%)



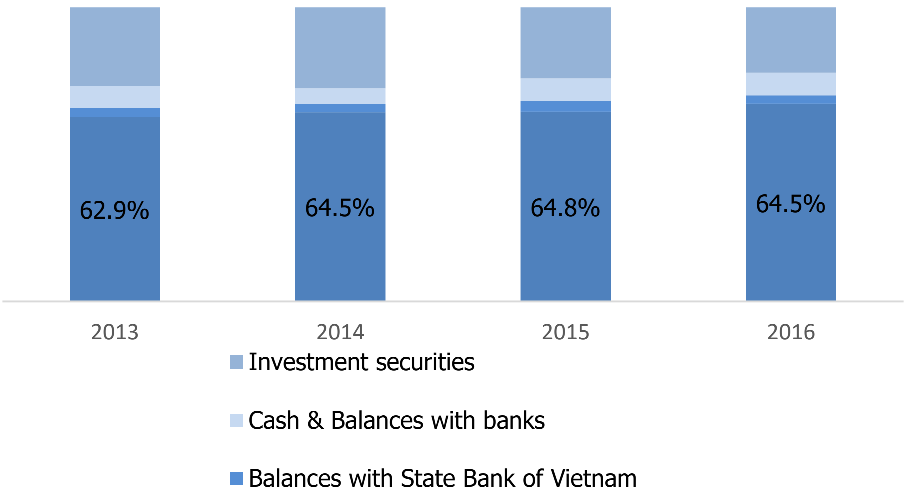
NIM đã tạo đáy từ quý II và có xu hướng tăng

NIM cải thiện nhờ lợi suất trái phiếu đầu tư phục hồi

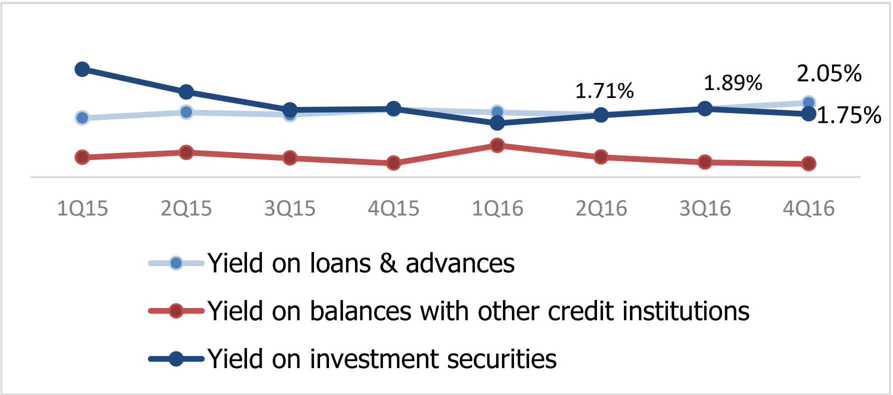
NIM của MBB đạt 3,58% cả năm 2016, giảm so với 3,81% năm 2015; riêng trong quý 4, đạt 3,95% (annualized), sau khi tạo đáy ở quý 2.

MBB tiếp tục nâng tỷ trọng cho vay trong tổng tài sản sinh lãi để cải thiện hệ số NIM. **Tín dụng cho vay chiếm 64,5%** tổng tài sản sinh lãi năm 2016 so với 45,1% vào năm 2012.

Lợi suất trái phiếu đầu tư giảm mạnh trong quý I, khi những khoản trái phiếu dài hạn từ năm 2012 đến kì đáo hạn (từ 9,8% năm 2012 xuống còn 6,4% sau 6 tháng đầu năm 2016) ảnh hưởng đến hệ số NIM. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lượng trái phiếu dài hạn (3-5 năm và trên 5 năm) tăng từ 1Q16 cùng với lãi suất TPCP tăng nhẹ thời gian gần đây đã cải thiện lợi suất trái phiếu đầu tư cũng như hệ số NIM của MBB.



Cơ cấu tài sản sinh lãi tính đến năm 2016



Lợi suất bình quân

Mô hình dự phóng lợi nhuận

Các giả thiết chính và dự phóng:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Mô hình dự phóng tăng trưởng tín dụng và huy động trong năm 2017 lần lượt là 15% và 20%. Do hiện nay hệ số LDR đã tăng khá nhiều so với các năm trước, hoạt động huy động tiền gửi từ khách hàng có khả năng cần đẩy mạnh hơn trong năm 2017.
- **Chi phí hoạt động:** Chi phí hoạt động năm 2016 tăng mạnh do ngân hàng đầu tư vào mở rộng số lượng chi nhánh, phòng GD cũng như đầu tư vào công nghệ cho công ty tài chính tiêu dùng mới đi vào hoạt động. Hệ số CIR năm 2016 tăng lên 42,36% so với 39,32% năm 2015.

	2015	2016	2017E
Nguồn vốn chính			
Huy động khách hàng	181.565	194.812	224.034
Tăng trưởng	*8,30%*	*7,30%*	*15,00%*
Tăng trưởng về tài sản			
Tín dụng	121.348	150.737	180.885
Tăng trưởng	*20,60%*	*24,22%*	*20,00%*
LDR	66,80%	77,40%	80,70%
NII Drivers			
Lợi suất tài sản sinh lãi	7,05%	6,98%	7,07%
Chi phí vốn	3,38%	3,65%	3,65%
Chi phí hoạt động	3.449	4.174	4.747
Tăng trưởng	*10,75%*	*21,04%*	*13,72%*
CIR	39,32%	42,36%	42,34%
Chi phí dự phòng	2.018	2.030	2.065
Credit cost rate (không kể dự phòng VAMC bond)	1,30%	0,54%	0,75%

Mô hình dự phóng lợi nhuận

- **Doanh thu lãi dự phóng đạt 9.209 tỷ đồng trong năm 2017,** tương đương tăng trưởng 15,42%. Do cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn cuối năm 2016 đã có dấu hiệu tăng rõ rệt (33,90%), nên áp lực tăng chi phí vốn giảm trong năm tiếp theo. Chi phí vốn bình quân (Interest bearing liability cost) dự phóng bằng với mức 3,65% năm 2015, trong khi lợi suất tài sản sinh lãi (Interest earning asset yield) ước đạt 7,07% so với 6,98% năm 2015.
- **Lợi nhuận trước thuế:** Lãnh đạo ngân hàng MBB đã đưa ra mức mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2017 là 4.300 tỷ đồng. Đây là lần đầu tiên Ngân hàng đưa ra con số kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận trên 20%. Với nhiều lợi thế về giá vốn rẻ, NIM đang có nhiều dấu hiệu phục hồi cùng với chất lượng tài sản rất tốt trong nhiều năm, chúng tôi tin rằng lợi nhuận của MBB sẽ thực sự cất cánh trong năm 2017.

Tỷ VND	2015	2016	2017E
Doanh thu lãi	7.318	7.978	9.209
Doanh thu ngoài lãi	1.453	1.876	2.002
Tổng doanh thu hoạt động	8.771	9.855	11.212
Tăng trưởng	*5,60%*	*12,35%*	*13,76%*
Chi phí hoạt động	3.449	4.174	4.139
Lợi nhuận hoạt động trước trích lập dự phòng	5.323	5.680	6.464
Chi phí trích lập	2.102	2.030	2.065
Lợi nhuận trước thuế	3.220	3.650	4.398
Tăng trưởng	*1,47%*	*13,35%*	*20,49%*
Thuế thu nhập doanh nghiệp	709	767	879
Lợi nhuận sau thuế	2.512	2.883	3.519
ROAA	*1,18%*	1,23%	1,27%
ROAE	*12,75%*	12,51%	13,41%
EPS (VND)	1.809	1.666	2.083
BVPS (VND)	14.121	15.072	16.141

Định giá

Theo phương pháp P/B

- Forward P/B dựa trên giá hiện tại: 0,87x
- Mức P/B hợp lý (base case): 1,3x
- FY17 BVPS: 16.141

-> Giá mục tiêu (12 months): ~ VND 20.500 (up side 44%)

Key Milestones

1994 | 2004 | 2008 | 2010 | 2011 | 2015

1994
Establishment with VND 20Bn

2004
2004 -2008 strategy implementation

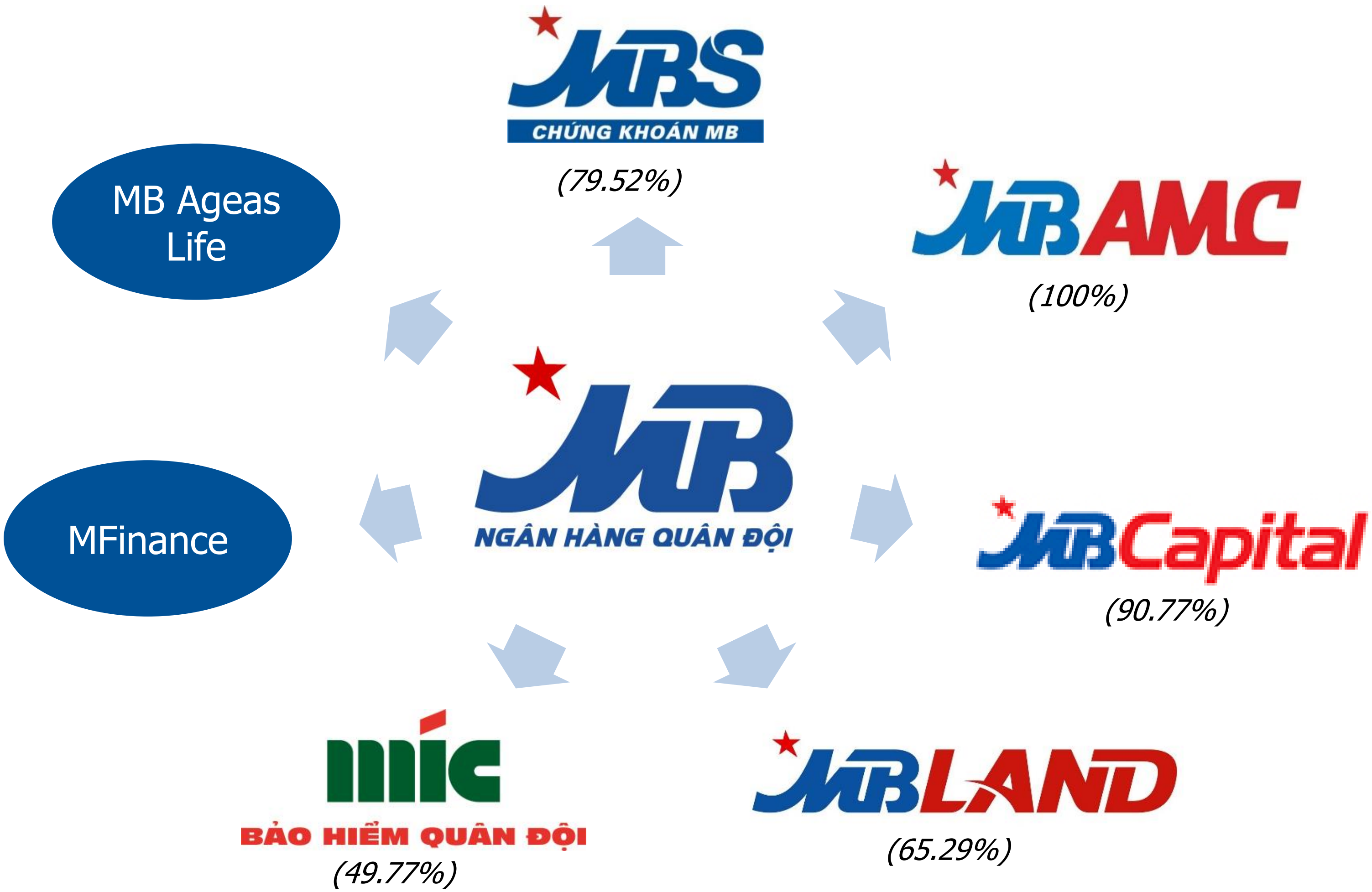
2008
- Increased chartered capital to VND 5,300B
- Launched internal rating system
- Strategic partnership with Viettel

2010
- Started Strategic Plan for 2011-2015 with the vision for 2020
- Started to expand aboard

2011
Listed on HSX (730m shares)

2015

MB as a Financial Group



Vietcombank (VCB)-Update

- VCB công bố báo cáo tài chính quý 4 với kết quả lợi nhuận khả quan, **lợi nhuận trước thuế trong năm 2016 đạt 8.517 tỷ đồng, tăng trưởng 24,75%** và vượt kế hoạch lợi nhuận đề ra 13,56%. Tín dụng trong năm qua của VCB đạt 460.808 tỷ đồng (+19%) trong khi tăng trưởng huy động đạt 590.398 tỷ (+17,95%). Tỷ lệ LDR (theo cách tính thông thường) hiện tại đạt 78,1%; tăng nhẹ so với 77,30% cuối năm 2015).
- **Tổng doanh thu hoạt động của VCB năm 2016 đạt 24.907 tỷ đồng (tăng 17,48%)** trong đó nguồn thu từ lãi là 18.529 tỷ đồng (tăng 20,00%) và nguồn thu từ phí dịch vụ đạt 2.111 tỷ đồng (tăng 13,00%). Chi phí hoạt động trong năm qua của ngân hàng tăng 20%, hệ số CIR tăng nhẹ đạt 40,07% so với 39,18% năm 2015.
- **MBS tiếp tục đánh giá VCB là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống; đặc biệt khi ngân hàng đã trích lập dự phòng cho toàn bộ số dư nợ VAMC bond.** Tỷ lệ quỹ trích lập dự phòng (Loan Loss Reserve Coverage) hiện tại đạt 118,86%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 và nợ xấu trên tổng dư nợ lần lượt chiếm 1,44% và 1,48%. Trong khi đó, tỷ lệ lãi và phí phải thu trên tổng thu nhập lãi 4 quý đạt 15,30%.

Số liệu chính (10.02.2017)	
Giá hiện tại (VND)	35.500
Giá mục tiêu (12 tháng) (VND)	**40.000**

Tỷ VND	2014	2015	2016	2017E
PBT	**5.844**	**6.827**	**8.517**	**10.627**
Tăng trưởng	1,60%	16,83%	24,78%	24,80%
EPS (VND)	1.833	1.994	1.667	2.358
BVPS (VND)	16.257	16.888	13.663	15.021
Forward P/B				2.61x

▪ **Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện.** Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 tiếp tục giảm trong khi tỷ lệ dự phòng tín dụng /nợ xấu (LLR/NPL) vẫn đang ở mức an toàn (trên 100%). VCB là ngân hàng đầu tiên hoàn thành trích lập dự phòng trái phiếu VAMC. Được biết, Ngân hàng đã xóa hết số dư nợ trái phiếu VAMC ra khỏi bảng cân đối, chuyển nợ xấu trở về VCB và trích lập toàn bộ 2.632 tỷ đồng. MBS dự phóng trong năm 2017, lợi nhuận của VCB sẽ tăng mạnh phần lớn do trích lập dự phòng giảm.

Chất lượng tài sản	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
NPL	1,84%	1,85%	1.75%	1,75%	1,48%
Nợ nhóm 2/ Tổng dư nợ	2,40%	2,42%	1.74%	1,88%	1,44%
Lãi và phí phải thu/ Tổng tài sản	0,72%	0,72%	0.63%	0,81%	0,73%
LLR	120,6%	130,2%	113,1%	127,7%	118,9%
VAMC	3.564		3.513	3.360	0
VAMC bond/ Tổng dư nợ	0,92%		0,82%	0,75%	0
Trích lập cho trái phiếu VAMC	16.7%		67,45%	68,41%	100%

- **VCB đã hoàn thành việc phát hành 8.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp** trong kế hoạch tăng vốn cấp 2 của Ngân hàng, phát hành xong toàn bộ kế hoạch được ngân hàng nhà nước phê duyệt (2.000 tỷ đồng đã được phát hành tháng 11 năm 2016). Tỷ lệ vốn cấp 2 trên tổng vốn hiện có của ngân hàng là 28,54%, cho thấy ngân hàng vẫn còn nhiều dư địa để tăng vốn cấp 2. Kế hoạch tăng vốn cấp 1 thông qua phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược GIC rất có thể sẽ phải thực hiện lại từ đầu trong năm 2017. MBS chưa đưa vào mô hình dự phóng trường hợp trong năm nay ngân hàng có thể tăng vốn cấp 1.
- **Chi phí dự phòng năm 2016 đạt 6.410 tỷ đồng**, vượt kế hoạch đề ra đầu năm là 6000 tỷ đồng, tăng 5,6% so với năm 2015. Tỷ lệ chi phí dự phòng/ tổng dư nợ bằng 1,51% (bao gồm dự phòng cho VAMC bond) và bằng 0,67% (không bao gồm dự phòng cho VAMC bond) trong đó dự phòng cho trái phiếu VAMC là 2.632 tỷ đồng. Với gánh nặng trích lập giảm trong năm 2017, mô hình dự phóng lợi nhuận của MBS vẫn cẩn trọng đưa ra mức credit cost rate (chi phí dự phòng/tổng dư nợ) là 1%. Mức **trích lập dự phòng ước tính trong năm 2017 là 5.045 tỷ đồng**.
- Với dự phóng tăng trưởng tín dụng 19%, tăng trưởng huy động 17% trong năm 2017, thu từ hoạt động tăng 12%, chi phí dự phòng giảm 21%, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế của VCB đạt 10.627 tỷ đồng, tăng trưởng 25% so với năm 2016.

Mô hình dự phóng lợi nhuận

Dự phóng mô hình lợi nhuận:

- NIM trong năm 2016 đạt 2,63%, tăng nhẹ so với 2,58% năm 2015. Lợi suất tài sản sinh lãi tăng lên 5,36% (2015:5,24%) trong khi chi phí vốn là 2,86% (2015:2,79%). Biên lợi nhuận lãi (Net interest spread) tăng lên 2,50% năm 2016 so với 2,45% năm 2015. **NIM của VCB ước tính tăng nhẹ lên 2,66% năm 2017**.
- **Tăng trưởng tín dụng và huy động dự phóng lần lượt đạt 19% và 17%.** Hệ số LDR kỳ vọng vẫn nằm trong tỷ lệ an toàn dưới 80%.
- **Với tỷ lệ credit cost rate cẩn trọng là 1,00%,** chi phí trích lập ước tính trong năm 2017 đạt 5.452 tỷ đồng, giảm so với 6.141 tỷ đồng năm 2015, tương đương 21,29%.

Tỷ VND	2015	2016	2017E
Nguồn vốn			
Huy động	500.528	590.398	690.765
Tăng trưởng	18,60%	17,95%	17,00%
Tín dụng			
Cho vay	387.151	460.808	548.362
Tăng trưởng	19,7%	19,03%	20,03%
LDR	77,3%	78,1%	79,4%
Nguồn thu lãi			
Lợi suất sinh lãi	5,24%	5,36%	5,39%
Chi phí vốn	2,79%	2,86%	2,80%
NIM	2,58%	2,63%	2,66%
Chi phí hoạt động	8.306	9.979	12.272
Tăng trưởng	21,30%	20,15%	22,98%
CIR	39,18%	40,07%	43,92%
Chi phí trích lập	6.068	6,141	5,452
Credit cost rate (Bao gồm trích lập cho trái phiếu VAMC)	1.59%	0,67%	1,00%

Mô hình dự phóng lợi nhuận

- **Lợi nhuận trước thuế ước tính đạt 10.627 tỷ đồng,** tương đương với tăng trưởng 24,80%. Theo đó lợi nhuận sau thếu đạt 8.502 tỷ đồng, tăng 24,21% so với năm 2016.
- **Hệ số ROE và ROA** của VCB vẫn được kỳ vọng cao nhất trong hệ thống ngân hàng với tỷ lệ tương ứng 16,48% và 1,01%.
- Với mô hình chưa dự phóng phương án tăng vốn mới trong năm 2017, **BVPS và EPS ước tính đạt 15.021 VND và 2.358 VND.**

Tỷ VND	2015	2016	2017E
Doanh thu lãi	15.453	18.529	21.344
NIM	2,58%	2,63%	2,66%
Doanh thu ngoài lãi	5.748	6.378	6.602
Tổng doanh thu hoạt động	21.201	24.907	27.946
Chi phí hoạt động	8.306	9.979	12.272
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	12.895	14.220	15.433
Chi phí trích lập	6.068	6.410	5.045
Lợi nhuận trước thuế	6.827	8.517	10.627
Tăng trưởng	16,80%	24,75%	24,80%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	1.495	1.672	2.125
Lợi nhuận sau thuế	5.332	6.845	8.502
ROAA	0,90%	0,90%	1,01%
ROAE	12,0%	13,70%	16,48%
EPS (VND)	1.994	1.897	2.358
BVPS (VND)	16.888	13.662	15.021

Định giá

Theo phương pháp P/B

Hiện tại, cổ phiếu VCB đang được giao dịch ở mức forward P/B 2,61x; không rẻ khi hầu hết các cổ phiếu ngân hàng khác đang được giao dịch quanh mức P/B quanh 1,00x. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra mức P/B hợp lý cho VCB là 2,5x với lợi thế là ngân hàng dẫn đầu hệ thống, vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận.

- P/B : 2,5x
- FY17F BVPS: 15.021 VND

-> Giá mục tiêu (12 tháng): ~ VND 37.500

VIB Bank (VIB)- Update

- VIB công bố báo cáo tài chính quý 4 2016, theo đó **lợi nhuận trước thuế đạt 701.937 tỷ đồng, tăng trưởng 7,14%;** tín dụng đạt 60.179 tỷ đồng (+25,90%), huy động khách hàng đạt 59.260 tỷ đồng (+11,17%). Tỷ lệ LDR hiện tại là 102%. Tổng tài sản tăng 24% so với năm 2015, lên 104.548 tỷ đồng.
- **Lãi thuần trong năm 2016 tăng 12%** trong khi thu **từ phí dịch vụ tăng 53,90%.** MBS đánh giá VIB là ngân hàng có nguồn thu khá đa dạng, thu nhập ngoài lãi chiếm gần 30% tổng thu nhập năm 2016. Chi phí hoạt động tăng gần 19%, tỷ lệ CIR vẫn thuộc mức cao nhât hệ thống, khoảng 61,66%.
- Với các kế hoạch ngân hàng VIB đặt ra khá tham vọng (các chỉ số tăng trưởng ít nhất 30%), chúng tôi cho rằng VIB có thể đạt được lợi nhuận khả quan trong năm nay; tuy nhiên, với quan điểm tìm kiếm những ngân hàng có tăng trưởng cao đi liền với chất lượng tài sản tốt, MBS vẫn **chưa đưa ra khuyến nghị mua đối với cổ phiếu VIB.**

VND bn	2013	2014	2015	2016	2017E
LNTT	81.091	648.353	655.144	701.937	844.788
Tăng trưởng		699,54%	1,05%	7,14%	20,35%
EPS (VND)		926	923	996	1.198
BVPS (VND)			15.071	15.500	16.032
P/E					14,10x
P/B					1,06x
ROAE				6,48%	7,50%

VIB Bank (VIB)- Update

- **Một điểm tích cực của Ngân hàng VIB là một trong những ngân hàng có hệ số an toàn vốn CAR cao nhất hệ thống.** Tính đến tháng 11/2016, CAR của VIB là 16%, giảm so với 18% cuối năm 2015; tuy nhiên, điều này cho thấy trước thềm áp dụng Basel II, sức ép phải tăng vốn chủ sở hữu dẫn đến rủi pha loãng đối với VIB là tương đối thấp so với các ngân hàng khác.
- **VIB duy trì trả cổ tức đều đặn, tuy nhiên, hiệu quả sinh lời trên vốn chủ còn hạn chế.** Ngân hàng đã trả cổ tức 9% bằng tiền mặt, 14% bằng cổ phiếu cho năm 2014; tỷ lệ này tương ứng 8,5% và 16,5% năm 2015. Đại diện Ngân hàng cho biết sẽ tiếp tục trả cổ tức cho năm 2016 và những năm tiếp theo. Tuy vậy, hiệu quả sinh lời trên vốn chủ của ngân hàng còn hạn chế. Tỷ lệ ROE hiện ở mức còn khá thấp, đạt 6,48% năm 2016. NIM giảm còn 2,58% so với 2,99% năm 2015. Điều này là do lãi thuần tăng 12% trong khi tổng tài sản sinh lãi tăng gần 30%.
- **Tỷ trọng cho vay mảng bán lẻ duy trì ở mức 47%, tương đương với năm 2015 (số sau khi trình bày lại báo cáo tài chính)**. NIM của VIB trong năm 2016 giảm còn 2,58% so với 2,99% năm 2015. Đại diện VIB cho biết ngân hàng vẫn kỳ vọng NIM sẽ tăng trong năm sau nhờ vào các khoản cho vay tín dụng có NIM cao hơn. Chúng tôi hiểu rằng Ngân hàng sẽ thay đổi khẩu vị rủi ro đối với các khoản cho vay, chấp nhận các khoản vay rủi ro hơn so với trước đây. Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng đây là yếu tố tích cực cho hoạt động của Ngân hàng trong thời gian tới. Bởi xét về chất lượng tài sản, cuối năm 2016, hệ số lãi và phí phải thu/ doanh thu lãi 4 quý của VIB là 24,4%, tương đối cao so với các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt hơn như VCB, MBB (bảng ở slide tiếp theo), cho thấy nợ xấu tiềm ẩn của ngân hàng VIB là khá cao.

Chất lượng tài sản kém phản ánh gánh nặng trích lập lớn trong tương lai

- So với một số ngân hàng niêm yết khác (ở bảng dưới), VIB có chất lượng tài sản cần khắc phục hơn cả, thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu cao, tỷ lệ VAMC/ tổng dư nợ còn lớn trong khi tỷ lệ quỹ trích lập dự phòng (Loans loss reserve coverage) còn rất thấp (56,23%).
- Trong quý 4 năm 2016, số dư VAMC bond của ngân hàng giảm còn 2.662 tỷ đồng, so với 3.715 tỷ đồng trong đầu năm. Tuy tỷ lệ VAMC bond/ total loans giảm nhưng tỷ lệ NPL lại tăng từ 1.54% trong quý 3 lên 2,57%. Chúng tôi ngờ rằng số dư nợ VAMC bond giảm, trong đó một phần lớn vẫn chưa được xử lý bằng cách thu hồi nợ mà được đẩy về nợ xấu của chính ngân hàng.
- Với tỷ lệ quỹ dự phòng thấp, nợ xấu cao và tỷ lệ VAMC bond/ tổng dư nợ lớn, VIB vẫn còn gánh nặng trích lập lớn trong các năm tiếp theo.

	Lãi và phí phải thu/Doanh thu lãi 4 quý (4Q)	Nợ nhóm 2/ Tổng dư nợ	Nợ xấu	VAMC (tỷ VND)	VAMC/Tổng dư nợ	LLR/NPL
ACB	19,70%	0,88%	1,25%	1.800	1,10%	126,49%
BID	14,95%	3,69%	1,96%	20.650	2,85%	70,65%
CTG	27%	0,84%	1,02%	10.341	1,56%	101,77%
VCB	15,30%	1,44%	1,48%	0	0%	118,86%
MBB	18,83%	1,26%	1,32%	4.332	2,87%	103,18%
VIB	**24,40%**	**0,75%**	**2,57%**	**2.622**	**4,35%**	**56,23%**

Mô hình dự phóng lợi nhuận

- **Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model)** cập nhật của chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 2017 đạt 844 tỷ đồng (tăng 20,35%), theo đó EPS là 1.198 VND, BVPS đạt 16.032 VND. Với giá tham chiếu 17.000 VND, cổ phiếu VIB sẽ được giao dịch ở mức forward P/B là 1,06x. **Với các yếu tố cơ bản còn hạn chế cùng với gánh nặng trích lập trong thời gian tới, chúng tôi không đánh giá lạc quan đối với cổ phiếu VIB trong thời gian tới.**

Mô hình thu nhập	2015 (tỷ đồng)	2016 (tỷ đồng)	2017E (tỷ đồng)
Thu nhập lãi thuần	2.344	2.625	2.824
Thu nhập ngoài lãi	585	774	848
Chi phí hoạt động	1.765	2.096	2.047
Lợi nhuận trước dự phòng	1.164	1.303	1.625
Chi phí dự phòng	509	601	780
Lợi nhuận trước thuế	655	701	844

Contact

Research
Pham Thien Quang
Email: quang.phamthien@mbs.com.vn
Mobile: +84 988 906 163
Trần Yến Linh
Email: linh.tranthiyen@mbs.com.vn
Nguyễn Thạch Thảo
Email: thao.nguyenthach@mbs.com.vn

Institutional Sales
Truong Hoa Minh
Email: minh.truonghoa@mbs.com.vn
Mobile: +84 938 207 357

Nguyen Viet Dung
Email: dung.nguyenviet@mbs.com.vn
Mobile: +84 904313029