

Chu kỳ mới: Cơ hội và Thách thức

Sau giai đoạn 1 (2012 – 2015) tái cấu trúc, tỷ lệ nợ xấu đã giảm về dưới 3% theo kế hoạch của NHNN. Tuy vậy, nợ xấu thực chất (bao gồm nợ xấu bán VAMC) chưa thật sự giảm. Các phiên họp Quốc hội đầu năm 2017 đang cho thấy quyết tâm rất cao của Chính phủ trong việc đẩy nhanh tiến trình xử lý nợ nhằm thu hẹp khoảng cách giữa nợ xấu thực chất và nợ xấu báo cáo của các ngân hàng. Thiếu sót và vướng mắc pháp lý để hình thành thị trường mua bán nợ cũng như xử lý tài sản đảm bảo bắt đầu được nhìn nhận thẳng thắn. Mặc dù không lạc quan về tiến độ thu hồi nợ trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng sẽ có các cơ chế đặc biệt nhằm tháo gỡ các rào cản này, việc xử lý và thu hồi nợ của VAMC cũng như các TCTD theo đó sẽ khả quan hơn từ năm 2018.

Câu chuyện về áp lực tăng vốn đáp ứng quy chuẩn của Basel II cũng gây nhiều quan ngại. Bởi lẽ, mặc dù tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng (tham gia thí điểm) đang cao hơn mức tối thiểu theo quy định của Thông tư 36 nhưng vẫn chưa đủ đảm bảo tỷ lệ tối thiểu 8% nếu áp dụng các tiêu chí của Basel II. Trong khi đó, bài toán tăng vốn là không hề dễ dàng, buộc các ngân hàng có thể phải đánh đổi giữa tăng trưởng lợi nhuận, tỷ suất sinh lời với việc gia tăng vốn, hay cổ đông có thể phải tạm chấp nhận việc không được nhận cổ tức tiền mặt trong một vài năm. Ngoài ra, trong bối cảnh nợ xấu thực chất vẫn ở mức cao thì việc tìm kiếm cổ đông chiến lược nước ngoài cũng gặp nhiều trở ngại, đặc biệt ở nhóm Ngân hàng Quốc doanh khi mà các điều kiện phát hành (như là giá) cần có sự chấp thuận của NHNN. Thời gian cần thiết để đưa chất lượng quản trị rủi ro của ngân hàng Việt Nam tiệm cận với chuẩn mực thế giới có thể bị kéo dài hơn các kế hoạch ban đầu của cơ quan chủ quản, làm giới hạn khả năng huy động vốn từ quốc tế với chi phí thấp của ngân hàng Việt Nam cũng như khiến mục tiêu đưa mặt bằng lãi suất cho vay của Việt Nam về mức 5% của Chính phủ do vậy gặp thách thức lớn hơn.

Nhóm NHNY với tổng thị phần tín dụng chiếm hơn 47% được hưởng lợi đáng kể khi hoạt động tín dụng của nền kinh tế khởi sắc trong năm 2015 - 2016. Thu nhập lãi thuần và tổng thu nhập hoạt động duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 2 năm liên tiếp, góp phần bù đắp chi phí hoạt động cũng như chi phí DPRR tín dụng vốn cũng đang tăng trưởng nhanh chóng nhằm đáp ứng nhu cầu (1) Đầu tư hạ tầng công nghệ, mạng lưới và nhân lực và (2) Chi phí DPRR cho TPĐB, dự báo ở mức cao nhất trong giai đoạn 2016 – 2019, đặc biệt khi mà tỷ lệ thu hồi nợ của VAMC vẫn khá thấp.

Tuy nhiên, sự tăng trưởng/phục hồi là không đồng đều giữa các ngân hàng. Thay vào đó là sự phân hóa, trong đó các ngân hàng đã hoàn thành cơ bản đề án tái cấu trúc sẽ có lợi nhuận tăng trưởng bền vững; ngược lại, những ngân hàng mới bắt tay thực hiện tái cơ cấu sẽ cần thêm thời gian để có thể hoàn thành nhiệm vụ của mình trước khi tính đến bài toán tăng trưởng. Các quy định về an toàn vốn và thanh khoản, theo Thông tư 36, Thông tư 06 sửa đổi hay quy chuẩn của Hiệp ước Basel II, có thể khiến xu hướng NIM và tỷ suất sinh lời phân hóa. Mặc dù vậy, nhìn chung đến năm 2016, hầu hết các ngân hàng mà RongViet Research quan sát đã tối ưu hóa dư địa an toàn thanh khoản còn rộng rãi để tăng hệ số sử dụng vốn (như MBB) hoặc đã kịp thời đẩy nhanh huy động tiền gửi từ khách hàng để bù đắp khoản thiếu hụt về chỉ tiêu an toàn thanh khoản (như BID). Hệ số NIM của các ngân hàng này theo đó dự báo sẽ phục hồi trong năm 2017. Ở chiều ngược lại, do nhu cầu vốn khác nhau nhằm đáp ứng yêu cầu an toàn vốn tối thiểu, hệ số sinh lời (ROE, ROA) của các ngân hàng vẫn phân hóa trong thời gian tới.

Cuối năm 2016, định giá tương đối cổ phiếu ngân hàng đã giảm về mức thấp nhất kể từ khi các ngân hàng này được niêm yết. Tuy nhiên, việc lựa chọn cổ phiếu đầu tư cần dựa trên những thay đổi nội tại cũng như triển vọng dài hạn của các ngân hàng. MBB đang có mức định giá hấp dẫn nhất trong nhóm niêm yết. Tuy vậy, VCB và ACB tiếp tục là hai đại diện của nhóm NHQD và NHTMCP trên sàn niêm yết được ưa thích nhất của chúng tôi. Ngoài ra, làn sóng niêm yết các NHTMCP với các tên tuổi nổi bật như VIB, Techcombank, và VPBank, dự kiến thực hiện trong năm 2017, kỳ vọng sẽ tăng thêm lựa chọn cho NĐT.

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ RỒNG VIỆT

Nguyễn Thị Phương Lam

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 86299 2006 | Ext: 1313

NỘI DUNG CHÍNH

NHÌN LẠI NĂM 2016 CỦA CỔ PHIẾU NGÂN HÀNG	2
XỬ LÝ NỢ XẤU: CHẶNG HAI NHIỀU THÁCH THỨC.....	6
VAMC: Góp phần tích cực giảm nợ xấu của hệ thống ngân hàng.....	6
Giai đoạn 2 tái cấu trúc: Tâm điểm xử lý nợ xấu	6
Biến động lợi nhuận các ngân hàng khi trích lập DPRR TPĐB.....	6
CÁC ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG THU NHẬP	12
Thu nhập các ngân hàng biến động mạnh trong giai đoạn tái cấu trúc.....	12
Thông tư 36: Yếu tố tác động hệ số sử dụng vốn và NIM của các ngân hàng.....	12
Triển vọng NIM năm 2017 dưới sự ảnh hưởng của Thông tư 06.....	12
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG: ÁP LỰC TỪ ĐẦU TƯ HẠ TẦNG VÀ NHÂN LỰC CỦA NGÀNH NGÂN HÀNG	19
Tỷ lệ CIR có xu hướng tăng.....	19
Thúc đẩy phát triển khách hàng cá nhân và SMEs: chí phí hoạt động khó giảm	19
THÍ ĐIỂM BASEL II từ năm 2017	22
Áp lực cân đối giữa mục tiêu lợi nhuận và nhiệm vụ đảm bảo an toàn vốn.....	22
ACB: CHƯƠNG MỚI.....	25
BID: HY SINH TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CHO MỤC TIÊU AN TOÀN THANH KHOẢN VÀ VỐN.....	27
CTG: CHỜ ĐỢI THÀNH QUẢ CHUYỂN ĐỔI MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG	29
MBB: TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CHƯA ĐI CÙNG CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN	31
VCB: VAI TRÒ ĐẦU NGÀNH	33
PHỤ LỤC	35

NHÌN LẠI NĂM 2016 CỦA CỔ PHIẾU NGÂN HÀNG

Sau năm 2015 với ba lần dẫn dắt thị trường, nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng diễn biến trầm lắng và có phần tiêu cực trong hầu hết thời gian năm 2016. Tính đến cuối tháng 11/2016, chỉ số ngành ngân hàng giảm hơn 6% YTD trong khi VNIndex tăng 16%. Trong nhóm, ngoại trừ VCB tăng giá khá tốt và ACB tăng nhẹ thì các ngân hàng còn lại đều giảm so với đầu năm.

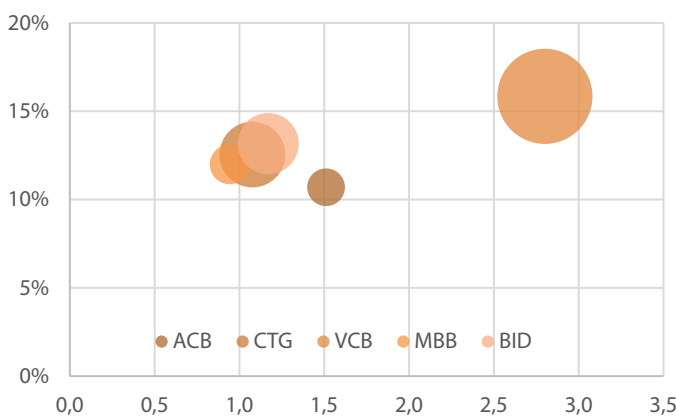
Thống kê chỉ tiêu về Vốn hóa/Tiền gửi của các NHNY cho thấy chỉ tiêu về Vốn hóa/Tiền gửi của các ngân hàng đồng loạt giảm và thậm chí đã thiết lập vùng đáy mới kể từ khi các ngân hàng này niêm yết, ngoại trừ VCB. Chỉ tiêu này phản ánh sự ưa thích của NĐT đối với cổ phiếu ngân hàng so với gửi tiền tiết kiệm. Thông thường, tỷ lệ Vốn hóa/Tiền gửi càng thấp (so với quá khứ và so với trung bình) là một chỉ báo về “sự sợ hãi” đối với cổ phiếu ngành ngân hàng. Như lời NĐT huyền thoại Warren Buffet đã nói “Hãy tham lam khi người khác sợ hãi”, **vậy liệu đã đến lúc tham lam đối với cổ phiếu ngân hàng?**

Hình: Biến động VNIndex và Banking Index giai đoạn 2015 - 2016



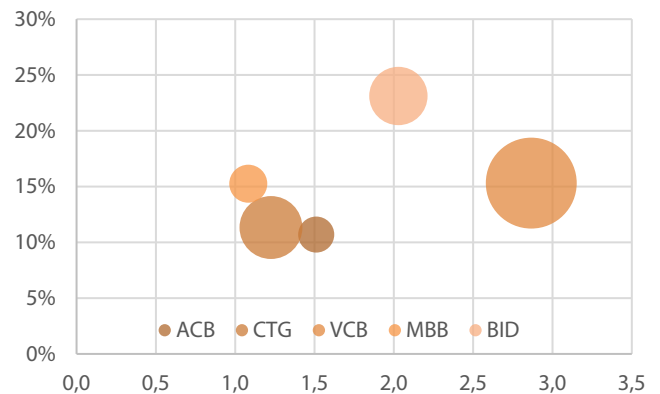
Nguồn: RongViet Research, Bloomberg

Hình: Tương quan PB và ROE của các NHNY



Nguồn: RongViet Research; Giá tại ngày 13/01/2017

Hình: Tương quan PB và ROE của các NHNY sau khi điều chỉnh giá trị TPĐB



RongViet Research cho rằng ngành ngân hàng mới chỉ hoàn tất giai đoạn 1 của quá trình tái cấu trúc và còn nhiều vấn đề lớn chưa được xử lý. Do vậy, cổ phiếu ngân hàng chỉ thật sự hấp dẫn khi mà hai nhiệm vụ căn cơ nhất của ngành là (1) Xử lý và thu hồi nợ, đặc biệt là nợ xấu đã bán qua VAMC và (2) Bài toán



tăng vốn có tín hiệu khả quan hơn. Trong bối cảnh đó, việc đầu tư cổ phiếu ngân hàng cần sự chọn lọc cẩn trọng theo câu chuyện của từng ngân hàng riêng lẻ với tầm nhìn dài hạn.

ACB – HNX

Là một trong những ngân hàng đầu tiên gắn liền với quá trình tái cấu trúc của ngành ngân hàng, đến cuối năm 2016, ACB đã xử lý xong các khoản tiền gửi trái quy định cũng như các khoản cho vay liên ngân hàng. Cùng với đó, ACB cũng dần quay lại quỹ đạo kinh doanh đặc trưng của một ngân hàng thương mại: Hoạt động tín dụng tăng tốc giúp thu nhập lãi của ngân hàng bắt đầu ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2015 và dự báo sẽ duy trì trong giai đoạn tiếp theo.

Trong ngắn và trung hạn, lợi nhuận của ACB vẫn phải sử dụng để xử lý những tổn động cuối cùng liên quan đến Nhóm 6 Công ty đồng thời dành phần lớn thu nhập cho việc đầu tư hoạt động ngân hàng lõi. Trong bối cảnh phân khúc ngân hàng bán lẻ đang có sự cạnh tranh ngày càng gay gắt thì chúng tôi cho rằng việc đầu tư này là hợp lý và cần thiết. Quan trọng hơn cả là hoạt động kinh doanh chính của ACB đã có thể mang lại đủ lợi nhuận đáp ứng các nhu cầu chi tiêu như trên.

Là một trong mười ngân hàng tham gia thí điểm Basel II, ACB đang kết hợp các phương án trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành trái phiếu dài hạn nhằm cải thiện vốn tự có. Với tỷ lệ an toàn vốn (CAR) theo Thông tư 36 đang ở mức tương đối cao so với giới hạn tối thiểu 9%, chúng tôi cho rằng ACB sẽ sớm đáp ứng CAR theo quy chuẩn Basel II (tối thiểu 8%).

Với những thành tựu ngân hàng đạt được sau giai đoạn mạnh tay tái cấu trúc và triển vọng kinh doanh đang dần khả quan, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được chấp nhận với mức định giá PBR cao hơn so với các ngân hàng cùng nhóm đang niêm yết khác.

BID – HSX

Với thị phần tín dụng và huy động khách hàng ở mức trên 12%, trong đó cơ cấu khách hàng vay tập trung vào nhóm sản xuất, thương mại và xây dựng, có thể nói BID được hưởng lợi đáng kể từ sự phục hồi của các nhóm ngành này cùng với nhu cầu về vốn đang gia tăng. Bất kể áp lực đẩy mạnh tăng trưởng huy động so với tín dụng nhằm đảm bảo an toàn thanh khoản, thu nhập thuần từ lãi dự báo vẫn tăng gần 14% trong năm 2016 và đủ giúp BID trang trải chi phí hoạt động cũng như chi phí DPRR tín dụng vốn được dự báo cũng ở mức cao trong năm này.

Hệ số an toàn vốn theo Thông tư 36 đang khá mỏng, BID đang là ngân hàng chịu áp lực tăng vốn nhiều nhất. Mặc dù vậy, bài toán tăng vốn là không hề dễ dàng khi mà (1) Tỷ lệ vốn cấp 2/vốn cấp 1 đã chạm ngưỡng giới hạn và (2) Trong khi cổ đông Nhà nước xác định không đầu tư thêm Ngân sách cho các ngân hàng thương mại, việc phát hành cho NĐT chiến lược/tài chính cũng không thật sự dễ dàng bởi các rào cản về thỏa thuận giá phát hành (như trường hợp VCB). Tuy vậy, nếu có sự hỗ trợ từ phía Nhà nước (cho phép phát hành với giá chiết khấu, cho phép giữ lại lợi nhuận, tạm thời không chia cổ tức) thì giải pháp tăng vốn của BID sẽ thuận lợi trong năm 2017. Tuy vậy, việc tăng vốn có thể khiến các hệ số sinh lời của ngân hàng suy giảm.

Chất lượng tài sản và nợ xấu thực chất đang ở mức cao là mối quan ngại lớn nhất đối với cổ phiếu BID. Với giá trị TPĐB đến thời điểm cuối Q2/2016 còn hơn 20.000 tỷ đồng trong khi tỷ lệ thu hồi nợ xấu rất thấp so với mức trung bình ngành, việc xử lý nợ xấu thực chất của BID vẫn chủ yếu được thực hiện bằng giải pháp trích lập dự phòng. Sau khi loại trừ các yếu tố trên, chúng tôi nhận thấy định giá PBR của BID hiện không còn rẻ.

CTG – HSX

CTG đang trong giai đoạn chuyển mình với nhu cầu đầu tư khá cao, không chỉ đáp ứng chi tiêu công nghệ thông tin và còn mở rộng mạng lưới cũng như nguồn nhân lực. Trong giai đoạn 2015 – 2017, dự báo tỷ lệ CIR duy trì ở mức 47% trong năm 2016 và 2017, với mức tăng trưởng bình quân hơn 10% mỗi năm. Thêm vào đó, giá trị TPĐB của CTG cũng tăng mạnh trong năm 2015 và tỷ lệ thu hồi nợ chỉ đạt khoảng 3% trong 6T2016, chi phí DPRR cho TPĐB dự báo duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2016 – 2018. Mặc dù vậy, với thị phần tín dụng và huy động khoảng hơn 10%, khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế cải thiện là động lực



giúp CTG tăng trưởng thu nhập (+12% YoY) và có thể bù đắp cho các chi phí hoạt động và dự phòng rủi ro.

Hệ số an toàn vốn theo Thông tư 36 đang khá thấp và CTG hầu như không còn khả năng tăng vốn cấp 1 (ngoại trừ giải pháp không trả cổ tức) nhưng còn khá nhiều dư địa cho việc phát hành trái phiếu dài hạn nhằm tăng vốn cấp 2. Tuy vậy, đây là giải pháp mang tính ngắn hạn trong khi chi phí vốn cao hơn so với các hình thức huy động khác.

Sau khi loại trừ các vấn đề về nợ xấu bán qua VAMC, mức định giá của CTG vẫn khá hấp dẫn so với các cổ phiếu cùng nhóm như VCB hay BID. Tuy nhiên, dư địa cho sở hữu nước ngoài không còn nhiều và khả năng cổ đông được nhận cổ tức tiền mặt trong thời gian tới thấp có thể đang là rào cản lớn đối với khả năng tăng giá của cổ phiếu này.

MBB – HSX

Mặc dù là ngân hàng thương mại nhưng với cổ đông lớn là các doanh nghiệp quân đội, MBB luôn có lợi thế huy động vốn với chi phí thấp. Nợ vay cũng được phân loại chặt chẽ và hệ số sử dụng vốn thấp nên MBB luôn được biết đến là NHTM cổ phần có chất lượng tài sản tốt, các chỉ tiêu về an toàn vốn và thanh khoản luôn được đảm bảo. Sau giai đoạn khủng hoảng của ngành ngân hàng vừa qua, điểm yếu trong kinh doanh của MBB bắt đầu bộc lộ. Thị phần huy động và tín dụng thấp, lần lượt 3,2% và 2,5%, cộng thêm ít kinh nghiệm cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng khiến các chỉ tiêu sinh lời của MBB liên tục suy giảm.

Áp lực vốn không đáng quan ngại và chính sách cổ tức ổn định là những điểm cộng đối với MBB. Ngân hàng đặt kế hoạch cổ tức tiền mặt tối thiểu 10%, và kể cả trong giai đoạn ngành ngân hàng đối diện nhiều khó khăn về vốn, MBB vẫn đảm bảo được cổ tức tiền mặt (5% tiền mặt và 5% cổ phiếu).

Mặc dù chất lượng tài sản tốt và áp lực tăng vốn không lớn, cổ phiếu MBB luôn được định giá rất thấp so với các NHNY khác. Một phần nguyên nhân có thể do giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài tại MBB đã chạm mức tối đa, trong khi ngân hàng vẫn đang có kế hoạch phát hành cho đối tác chiến lược nước ngoài ở mức giá chiết khấu. Do đó, với những diễn biến đã diễn ra ở ngân hàng này, chúng tôi cho rằng MBB là cổ phiếu phù hợp với NĐT dài hạn ưa thích cổ tức.

VCB – HSX

VCB là ngân hàng quốc doanh được đánh giá cao về tính minh bạch cũng như quản trị chất lượng tài sản. Mặc dù đứng thứ tư về Tổng Tài sản, đứng thứ 3 về quy mô vốn trong nhóm NHQD, thị phần tín dụng và huy động thấp hơn so với BID và CTG, nhưng cơ cấu tài sản an toàn với hệ số sử dụng vốn còn thấp giúp VCB có nhiều dư địa tăng trưởng lợi nhuận cũng như cải thiện hệ số sinh lời.

Cơ cấu khách hàng của VCB khá đồng đều, chi phí hoạt động không phải là gánh nặng lớn đối với VCB như một số NHNY còn lại. Bên cạnh đó, nhờ tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong năm 2016, VCB đã trích lập DPRR cho toàn bộ TPĐB mà ngân hàng này nắm giữ, trở thành ngân hàng đầu tiên trong hệ thống giải quyết xong vấn đề về TPĐB.

Cũng như hai ngân hàng quốc doanh BIB và CTG, nhu cầu tăng vốn được xem là khá bức thiết đối với VCB. Kế hoạch phát hành riêng lẻ năm 2016 cho cổ đông GIC đã không thành công do vướng mắc về giá. Như vậy, lộ trình tìm kiếm đối tác chiến lược/tài chính của VCB sẽ phải kéo dài sang năm 2017. Song song với đó, phát hành trái phiếu dài hạn và giảm tốc tăng trưởng tín dụng cũng là những phương án sẽ được thực hiện trong năm 2017 nhằm cải thiện CAR. Vẫn đảm bảo được cổ tức tiền mặt cho cổ đông là điểm cộng chúng tôi dành cho VCB.

Xét về tương quan định giá so với các ngân hàng cùng quy mô trong khu vực, mức định giá của VCB là không hấp dẫn lắm. Tuy nhiên, với vai trò là ngân hàng đầu ngành của Việt Nam, các chỉ tiêu về chất lượng tài sản cũng như đảm bảo thanh khoản của VCB được đánh giá là tốt nhất và luôn đảm bảo khả năng chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Do đó, khi ngành ngân hàng phát đi những tín hiệu cải cách khả quan, thì VCB hoàn toàn xứng đáng với mức định giá cao hơn đáng kể so với mặt bằng chung của ngành.

Mã	Khuyến nghị	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu (VND)	PE (x)		PB (x)	
				2016E	2017F	2016E	2017F
ACB	Trung Lập	21.500	23.100	17,3	14,4	1,5	1,4
BID	Trung Lập	16.250	17.000	10,1	9,1	1,2	1,2
CTG	Trung Lập	17.300	18.000	12,4	8,0	1,1	0,9
MBB	Tích Lũy	13.750	15.900	8,5	7,6	0,9	0,9
VCB	Trung Lập	37.450	39.500	24,9	16,9	2,8	2,6

Bảng: Biến động PBR sau khi loại trừ ảnh hưởng của trái phiếu đặc biệt (TPĐB)

	ACB	BID	CTG	MBB	VCB
GTSS 2016E (tỷ đồng)	14.033	44.731	59.897	24.990	48.218
TPĐB 2016E (tỷ đồng)	1.259	17.348	7.327	3.231	1.213
LNST 2016E (tỷ đồng)	1.245	6.621	6.578	2.941	6.633
GTSS (loại trừ TPĐB) (tỷ đồng)	12.774	27.383	52.570	21.759	47.004
LNST (không bao gồm CPDPRR TPĐB) (tỷ đồng)	1.421	9.499	7.782	3.599	8.633
GTSS/cp (tỷ đồng)	14.233	13.084	16.087	14.591	13.402
GTSS (loại trừ TPĐB)/cp (đồng)	12.957	8.010	14.119	12.704	13.065
ROAE 2016E (%)	11	13	13	12	16
ROAE (loại trừ TPĐB) (%)	11	23	11	15	15
PBR (x)	1,5	1,2	1,1	0,9	2,8
PBR (loại trừ TPĐB) (x)	1,7	2,0	1,2	1,1	2,9

Nguồn: RongViet Research

XỬ LÝ NỢ XẤU: CHẶNG HAI NHIỀU THÁCH THỨC

- **VAMC: Góp phần tích cực giảm nợ xấu của hệ thống ngân hàng**
- **Giai đoạn 2 tái cấu trúc: Tâm điểm xử lý nợ xấu**
- **Biến động lợi nhuận các ngân hàng khi trích lập DPRR TPĐB**

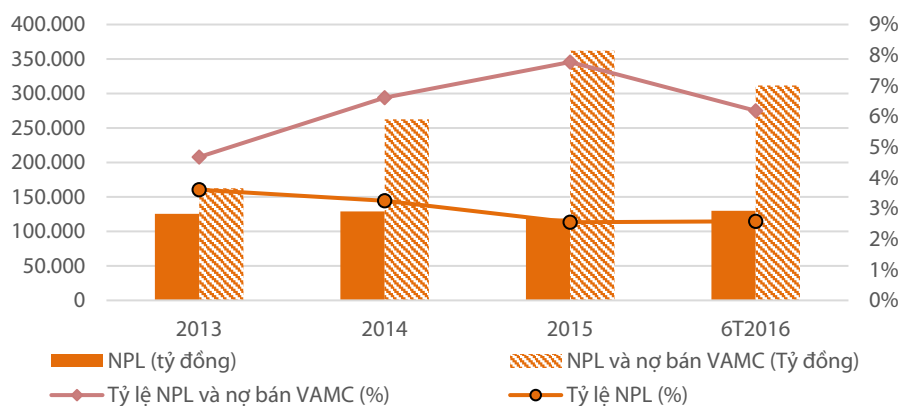
- Nhờ VAMC, tỷ lệ nợ xấu theo báo cáo của các ngân hàng đã giảm nhanh nhưng tiến độ thu hồi nợ của VAMC còn khá thấp, khiến tỷ lệ nợ xấu thực chất vẫn ở mức cao. Việc sửa đổi, bổ sung, nâng cao năng lực và quyền hạn của VAMC đã được thực hiện từ năm 2015 nhưng không đủ giúp đẩy nhanh tiến độ. Với trọng tâm của ngành ngân hàng trong năm 2017 là xử lý và thu hồi nợ xấu đã bán qua VAMC, chúng tôi kỳ vọng các vướng mắc về khung pháp lý xử lý tài sản đảm bảo cũng như thị trường mua bán nợ sẽ được tháo gỡ, tạo tiền đề đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu.
- Với số dư TPĐB tăng mạnh trong năm 2015, chi phí trích lập DPRR TPĐB của các NHNN dự báo ở mức cao trong giai đoạn 2016 – 2018. Giả sử tỷ lệ trích lập dự phòng bình quân 20%/năm và tỷ lệ thu hồi nợ là 0% thì lợi nhuận của các ngân hàng BID, CTG, MBB và EIBB sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nhất do chi phí trích lập dự phòng. Ngược lại, VCB là trường hợp duy nhất có thể đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận ngay cả khi phải trích lập DPRR cho TPĐB.
- Tính đến cuối Q2/2016, tỷ lệ trích lập của EIB và SHB còn rất thấp so với mức tối thiểu theo quy định của Thông tư 14. Do vậy, EIB và SHB có thể phải đề xuất giãn thời gian trích lập DPRR.

VAMC (*): Góp phần tích cực giảm nợ xấu của hệ thống ngân hàng

Đến cuối Q2/2016, tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống được SBV công bố là 2,58%, tương ứng giá trị xấp xỉ 130 ngàn tỷ đồng. So với giá trị nợ xấu và nợ tái cơ cấu được công bố vào cuối tháng 9/2012 thì nợ xấu đã giảm gần 69%. Mặc dù vậy, tỷ lệ nợ xấu giảm nhanh chủ yếu mang hình thức kỹ thuật khi mà phần lớn số nợ được chuyển từ bảng cân đối tài sản của các ngân hàng sang VAMC. Cụ thể, hơn 80% số nợ xấu đã giảm của TCTD là thông qua việc bán nợ cho VAMC. Tỷ lệ thu hồi nợ của VAMC, trong khi đó, ước đạt khoảng 14,5% tổng giá trị nợ xấu tại tổ chức này vào tháng 6/2016. Như vậy, nếu bao gồm số lượng nợ xấu đã chuyển qua VAMC nhưng chưa được xử lý thì tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống vẫn xấp xỉ 6,2% vào cuối Q2/2016 (~312 ngàn tỷ đồng).

(* Công ty Quản lý Tài sản của các TCTD Việt Nam (VAMC) được thành lập và đi vào hoạt động từ ngày 09/07/2013 theo điều chỉnh của Nghị định 53/2013/NĐ-CP. Đồng bộ với quyết định thành lập VAMC, NHNN cũng đồng thời ban hành Thông tư 19/2013/TT-NHNN quy định việc mua, bán và xử lý nợ xấu của VAMC.

Hình: Tỷ lệ nợ xấu thực chất (nợ xấu theo công bố và nợ bán VAMC) vẫn ở mức cao

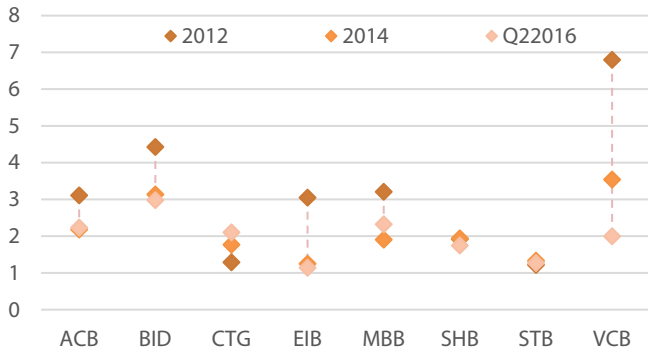


Nguồn: SBV, VAMC, RongViet Research database

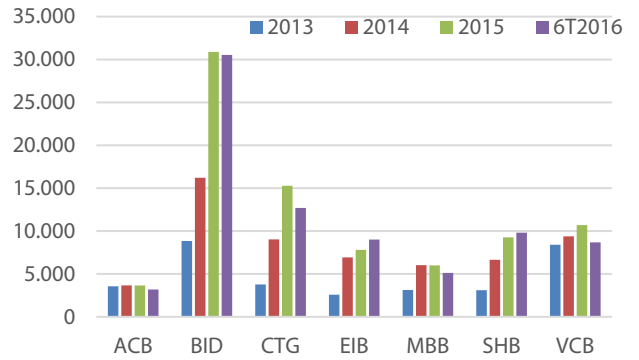


Ở nhóm NHNY, giá trị TPĐB cao nhất ở các ngân hàng BID, CTG và STB, chiếm hơn 66% tổng giá trị TPĐB của nhóm. Ngoài ra, số liệu thống kê cho thấy trung bình khoảng 40 – 50% tổng nợ xấu bán cho VAMC phát sinh vào năm 2015. Với thời hạn trích lập trong 5 năm thì chi phí trích lập dự phòng cho trái phiếu đặc biệt của VAMC sẽ ở mức cao trong giai đoạn 2016 – 2019.

Hình: Tỷ lệ nợ xấu sv nợ xấu và nợ nhóm 2 được thu hẹp



Hình: Tổng giá trị nợ xấu và TPĐB (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của các NHNY, RongViet Research ước tính

Giai đoạn 2 tái cấu trúc: Tâm điểm xử lý nợ xấu

Tỷ lệ thu hồi nợ xấu đến tháng 6/2016 ở VAMC ước đạt khoảng 14,5%, tăng so với cuối năm 2015 (~9,4%) nhưng vẫn thấp hơn kế hoạch, do một số nguyên nhân khách quan như hành lang pháp lý cho việc xử lý và thu hồi nợ chưa hoàn thiện, thiếu thị trường mua bán nợ và nguồn lực tham gia xử lý nợ...

Đầu năm 2015, sau khi hơn 50% số lượng nợ xấu của hệ thống được VAMC mua bằng TPĐB, cơ quan quản lý đã từng bước hoàn thiện hành lang pháp lý nhằm tạo điều kiện cho việc xử lý nợ của VAMC thuận lợi hơn. Nghị định 53/2013/NĐ-CP lần lượt được sửa đổi, bổ sung bởi các nghị định 34/2015/NĐ-CP và 18/2016/NĐ-CP với hai điểm quan trọng hướng đến thúc đẩy quá trình xử lý và thu hồi nợ là (1) Tăng vốn điều lệ của VAMC lên mức 2.000 tỷ đồng từ đầu Q2/2015, và (2) VAMC có thể phát hành trái phiếu để mua nợ theo giá trị thị trường.

Sau nghị định và chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ, NHNN đã ban hành các Thông tư 14/2015/TT-NHNN và Thông tư 08/2016/TT-NHNN sửa đổi và bổ sung Thông tư 19/2013/TT-NHNN. Theo đó, VAMC được tăng thêm quyền hạn và trách nhiệm, có thể chủ động xử lý trong một số tình huống quy định cụ thể. Bên cạnh đó, cơ chế đối với việc mua, bán, xử lý, và trích lập DPRR cho TPĐB, trái phiếu mua nợ theo giá trị thị trường cũng được quy định cụ thể và chi tiết.

Một số điểm sửa đổi, bổ sung đáng chú ý*** Trái phiếu mua nợ theo giá trị thị trường**

- ✓ Trái phiếu được chuyển nhượng giữa NHNN với các TCTD và giữa các TCTD với nhau. Trái phiếu đặc biệt không được chuyển nhượng.
- ✓ Trái phiếu phát hành được tính vào vốn tự có của TCTD và có hệ số rủi ro là 0% khi xác định tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu
- ✓ Trái phiếu, trái phiếu đặc biệt có lãi suất 0%. Trái phiếu và Trái phiếu đặc biệt được sử dụng trong nghiệp vụ tái cấp vốn với NHNN. Giải pháp cho vay tái cấp vốn sẽ hỗ trợ phần nào vấn đề về thanh khoản cho các TCTD, đặc biệt là những TCTD có số lượng TPĐB lớn hoặc đang trong tình trạng khó khăn.
- ✓ Trái phiếu được sử dụng để tham gia nghiệp vụ thị trường mở theo quy định của pháp luật.
- ✓ Sửa đổi điều kiện mua nợ xấu theo giá trị thị trường: đối với điều kiện “Tài sản bảo đảm của khoản nợ xấu có khả năng phát mại” và “Khách hàng vay có triển vọng phục hồi khả năng trả nợ” thì khoản nợ xấu chỉ cần thỏa mãn một trong hai thay vì phải thỏa mãn đồng thời cả hai điều kiện này như quy định ban đầu.

*** Thời hạn của trái phiếu và trái phiếu đặc biệt**

- ✓ Trái phiếu mua nợ theo giá trị thị trường: Thời hạn được xác định theo thỏa thuận giữa VAMC và TCTD bán nợ, tối thiểu là 01 năm. Trường hợp số tiền thu hồi nợ chưa đủ để thanh toán trái phiếu khi trái phiếu đến hạn thanh toán, VAMC quyết định gia hạn thời hạn của trái phiếu, tối đa không quá 03 năm, trừ trường hợp có sự đồng ý của tổ chức sở hữu trái phiếu.
- ✓ Thời hạn của trái phiếu đặc biệt tối đa là 05 năm. Trường hợp phát hành trái phiếu đặc biệt để mua nợ xấu của các tổ chức tín dụng đang thực hiện phương án tái cơ cấu hoặc gặp khó khăn về tài chính thì thời hạn của trái phiếu đặc biệt tối đa không quá 10 năm. Quy trình đề nghị thời hạn cụ thể của TPĐB đối với trường hợp gia hạn cũng được bổ sung.
- ✓ Quy định đối với nhóm TCTD được gia hạn thời hạn trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt:
 - (1) Hai nhóm TCTD được gia hạn: (1) TCTD đang thực hiện phương án cơ cấu lại theo đề án, phương án đã được cấp có thẩm quyền phê duyệt và (2) TCTD gặp khó khăn về tài chính mà việc trích lập DPRR cho TPĐB do VAMC đã phát hành dẫn đến chênh lệch thu chi trước thuế dự kiến của năm đề nghị gia hạn thời hạn trái phiếu đặc biệt bị âm.
 - (2) Ràng buộc đối với các TCTD được gia hạn thời hạn trích lập DPRR cho TPĐB: tăng mức trích lập nếu chênh lệch thu chi (lợi nhuận) trong năm cao hơn chênh lệch thu chi đã báo cáo với NHNN. Bên cạnh đó, các TCTD này cũng không được trả cổ tức cho đến khi TPĐB đã gia hạn được thanh toán.
 - (3) Tổng thời gian trích lập DPRR sau khi được gia hạn là tối đa 10 năm.
- ✓ Quy định về trích lập DPRR cho TPĐB của TCTD: sửa đổi quy định “số tiền phải trích lập hàng năm” (mệnh giá/số năm của TPĐB) thành quy định về số tiền dự phòng cụ thể tối thiểu phải trích lập trong năm. Với cách tính mới này, số tiền tối thiểu phải trích lập trong năm sẽ giảm nếu thu hồi được nợ xấu hoặc TCTD đã trích lập nhanh hơn mức yêu cầu trong các năm liền trước (khuyến khích TCTD trích lập nhiều hơn trong những năm có lợi nhuận cao, đẩy nhanh tiến độ trích lập DPRR). Ngược lại, sẽ tăng gánh nặng trích lập trong những năm tiếp theo nếu TCTD chưa trích lập đầy đủ trong các năm liền trước.

*** Bổ sung các quy định cụ thể hơn về mua, bán và xử lý nợ xấu**

- ✓ Xác định cụ thể về các đối tượng được mua nợ xấu từ VAMC: các cá nhân, tổ chức trong nước và nước ngoài. Theo đó, đối tượng mua nợ từ VAMC được mở rộng thêm “người không cư trú trên lãnh thổ Việt Nam”.

*** Tăng quyền hạn và trách nhiệm cho VAMC**

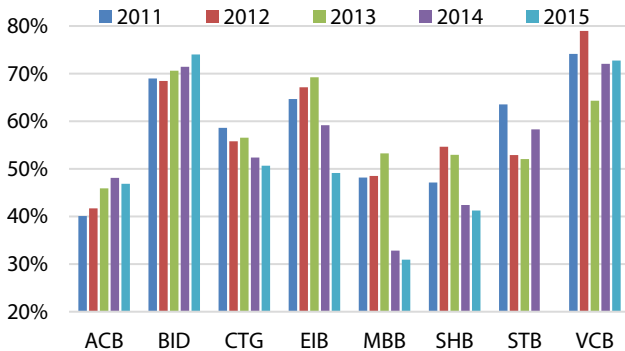
- ✓ VAMC được trao thêm quyền trong việc quản lý và sử dụng TPĐB.
- ✓ Xem xét, quyết định và chịu trách nhiệm về việc cơ cấu lại Khoản nợ xấu mua theo giá trị thị trường trên cơ sở đề nghị bằng văn bản của khách hàng vay.
- ✓ Trong thời hạn 10 ngày làm việc kể từ ngày VAMC có văn bản đề nghị có ý kiến, tổ chức tín dụng bán nợ phải trả lời bằng văn bản về những vấn đề Công ty Quản lý tài sản đề nghị có ý kiến. Sau thời hạn trên, Công ty Quản lý tài sản quyết định và chịu trách nhiệm về việc cơ cấu lại thời hạn trả nợ.
- ✓ Trường hợp Công ty Quản lý tài sản và tổ chức tín dụng bán nợ không thống nhất được phương thức hoặc Điều kiện bán Khoản nợ xấu, Công ty Quản lý tài sản thực hiện bán đấu giá Khoản nợ xấu.

Bất kể năng lực và quyền hạn của VAMC đã được tăng thêm, số vốn điều lệ 2.000 tỷ đồng được xem là rất nhỏ để có thể thực hiện mua bán nợ theo giá trị thị trường. Cho đến thời điểm chúng tôi thực hiện báo cáo, việc bán nợ xấu theo giá trị thị trường chưa được hiện thực hóa và phần lớn nợ xấu bán cho VAMC vẫn đang được các TCTD xử lý bằng cách trích lập DPRR cho trái phiếu đặc biệt.

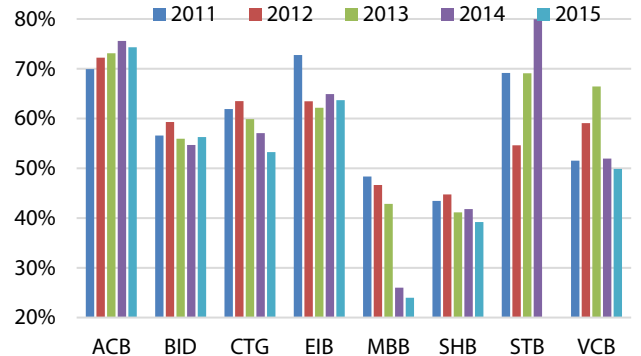
Trong khi đó, yếu tố cần thiết để việc xử lý nợ của VAMC đạt được tiến độ đề ra nhưng còn thiếu và hạn chế là thị trường mua bán nợ và quy định pháp lý liên quan đến việc xử lý tài

sản đảm bảo. Mục tiêu điều hành năm 2017 đang cho thấy quyết tâm rất cao trong việc xử lý và thu hồi nợ xấu của hệ thống và chúng tôi kỳ vọng sẽ sớm có cơ chế đặc biệt nhằm giải quyết các bất cập trên nhằm hấp dẫn nguồn lực xã hội tham gia mua nợ xấu. Ngoài ra, như đánh giá vào năm 2013 của UBGSTCQG, sự cộng hưởng giữa thắt chặt chi tiêu hộ gia đình, khó khăn của khu vực doanh nghiệp và tồn kho BĐS tăng cao là nguyên nhân dẫn đến nợ xấu tồn đọng ngày càng cao. Do vậy, đồng bộ với việc hoàn thiện hành lang pháp lý như trên, thì các biện pháp hỗ trợ sự phục hồi của nền kinh tế nói chung và thị trường BĐS nói riêng cần đi đúng hướng để khôi phục khả năng trả nợ của khách hàng và việc thu hồi nợ thông qua xử lý TSĐB (chủ yếu là BĐS) sẽ thuận lợi hơn.

Hình: Tỷ lệ Dư nợ/TS thế chấp



Hình: Tỷ trọng tài sản đảm bảo là BĐS



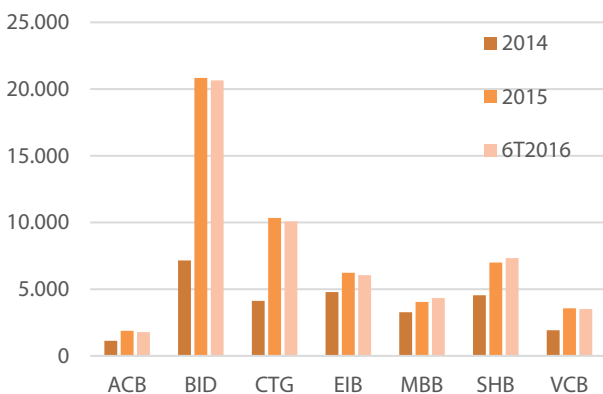
Nguồn: BCTC của các NHNY, RongViet Research tổng hợp

Biến động lợi nhuận các ngân hàng khi trích lập DPRR TPĐB

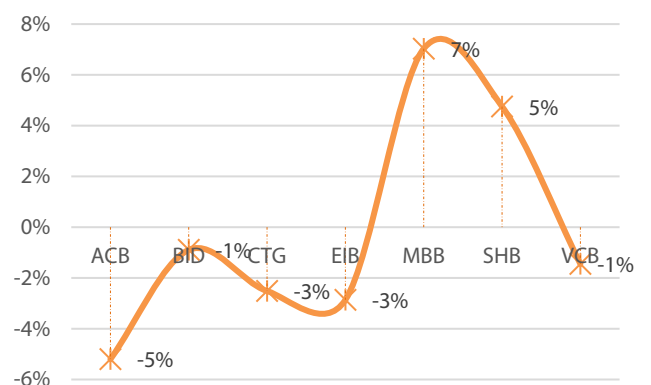
Chi phí DPRR TPĐB bắt đầu tăng mạnh từ năm 2016

Tổng giá trị TPĐB vào cuối quý 2/2016 của 7 NHNY mà chúng tôi thống kê (ACB, BID, CTG, EIB, MBB, SHB, and VCB) là hơn 53.700 tỷ đồng, giảm nhẹ so với mức hơn 53.900 tỷ đồng vào cuối năm 2015. Tuy vậy, sự thay đổi giá trị TPĐB trong sáu tháng đầu năm 2016 giữa các NHNY cũng có sự khác nhau. Trong đó, giá trị TPĐB ở các ngân hàng ACB, BID, CTG, EIB và VCB vào cuối Q2/2016 giảm so với cuối năm 2015, thì giá trị TPĐB lại tăng khá mạnh ở MBB và SHB. Giá trị TPĐB giảm được giải thích là do một phần nợ xấu mà các ngân hàng bán cho VAMC đã được thu hồi trong sáu tháng đầu năm 2016. Quan sát bảng bên dưới có thể thấy tỷ lệ thu hồi của ACB là khá tốt khi mà giá trị TPĐB của ngân hàng này đã giảm hơn 5% so với cuối năm 2015, tiếp đến là EIB và CTG, lần lượt 2,9% và 2,5%.

Hình: Giá trị TPĐB lũy kế GD 2014 – Q2/2016 (tỷ đồng)



Hình: % Thay đổi Giá trị TPĐB cuối Q2/2016 sv năm 2015

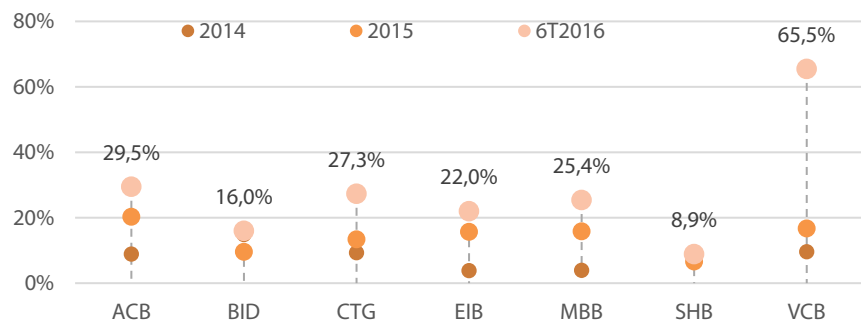


Nguồn: BCTC của các NHNY, RongViet Research tổng hợp



Trong 6T2016, tổng chi phí DPRR tín dụng của các ngân hàng này là 18.147 tỷ đồng (+11% YoY), trong đó ước tính hơn 30% là chi phí trích lập cho TPĐB của VAMC. Như vậy, chỉ trong 6T2016, chi phí dự phòng cho TPĐB của VAMC đã cao hơn tổng chi phí dự phòng TPĐB của cả năm 2015. VCB, BID và CTG là ba ngân hàng có chi phí DPRR cho TPĐB cao nhất. Điểm khác biệt là trong khi mức trích lập cao ở VCB thể hiện sự tích cực của ngân hàng trong việc xử lý gánh nặng này, thì chi phí cao ở BID và CTG chủ yếu do giá trị TPĐB ở hai ngân hàng này cũng thuộc mức cao nhất trong nhóm NHNY. Lũy kế đến cuối Q2/2016, tổng DPRR mà các NHNY (không bao gồm NVB và STB) đã trích lập cho TPĐB đạt xấp xỉ 12.000 tỷ đồng, tương đương 22,3% mệnh giá TPĐB trong cùng thời điểm. Trong đó, tỷ lệ trích lập của VCB là vượt trội hẳn so với trung bình của nhóm, đạt xấp xỉ 65,5% tổng giá trị TPĐB của ngân hàng này.

Hình: Tỷ lệ trích lập dự phòng TPĐB so với giá trị TPĐB



Nguồn: BCTC của các NHNY, RongViet Research ước tính

Để đánh giá ngân hàng nào sẽ bị ảnh hưởng nhiều nhất trên khía cạnh lợi nhuận nếu việc trích lập DPRR 20% cho TPĐB phải thực hiện đầy đủ từ năm 2016, chúng tôi đã ước tính như sau:

- ✓ Giả định lợi nhuận trước CP DPRR bình quân trong 5 năm tới của các NHNY sẽ tương đương mức bình quân giai đoạn (2011 – 2015) nhân với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kép (CAGR) của giai đoạn này.
- ✓ CP DPRR của các khoản vay (không bao gồm chi phí trích lập cho TPĐB): ước tính dựa trên tỷ lệ trích lập dự phòng bình quân giai đoạn (2011 – 2015) so với lợi nhuận hoạt động bình quân trong cùng giai đoạn.
- ✓ Ước tính chi phí DPRR TPĐB mà các NHNY phải trích lập trong vòng 4 năm tiếp theo (2016 – 2019): Đây là giai đoạn chúng tôi cho rằng chi phí trích lập dự phòng sẽ đạt mức cao nhất. Tỷ lệ trích lập giả định là 20%/Giá trị TPĐB mỗi năm với giả định tỷ lệ xử lý và thu hồi nợ từ các khoản nợ xấu đã bán VAMC bằng 0.

Bảng: Ngoại trừ VCB, lợi nhuận các ngân hàng hầu hết giảm trong giai đoạn trích lập DPRR

	ACB	BID	CTG	EIB	MBB	SHB	VCB
Lợi nhuận trước CP DPRR bình quân (2011 - 2015)	2.469	11.471	12.185	2.187	4.763	1.272	10.168
CAGR	8%	8%	1%	15%	4%	91%	19%
LN bình quân trong 5 năm tiếp theo	2.663	12.340	12.262	2.517	4.957	2.436	12.057
Tỷ lệ CP DPRR bình quân (2011 - 2015)	-26%	-48%	-34%	-19%	-34%	-1%	-40%
Tổng CP DPRR ước tính	-1.056	-10.035	-6.210	-1.727	-2.482	-1.416	-5.536
CP DPRR bình quân (2011 - 2015) (*)	-680	-5.868	-4.142	-481	-1.672	-16	-4.823
Ước tính CP DPRR TPĐB bình quân phải trích lập hàng năm	-377	-4.167	-2.068	-1.246	-810	-1.400	-713
LNTT sau trích lập DPRR	1.606	2.305	6.052	790	2.475	1.020	6.522
LNTT bình quân 5 năm gần nhất	1.762	5.616	7.792	1.573	3.026	1.171	5.982

Nguồn: RongViet Research

Với các giả định này, chúng tôi nhận thấy chi phí trích lập DPRR TPĐB của các ngân hàng sẽ giảm mạnh và hoàn tất trích lập vào năm 2020. VCB là trường hợp duy nhất vẫn có khả năng đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận ngay cả khi phải trích lập DPRR TPĐB nếu ngân hàng này có thể duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tương đương giai đoạn 2011 – 2015. Ở chiều ngược lại, các ngân hàng gồm BID, EIB, và MBB là những ngân hàng sẽ đối diện lợi nhuận suy giảm nhiều nhất nếu phải trích lập DPRR TPĐB.

Như số liệu tính toán ở bên trên, trong điều kiện nền kinh tế hồi phục chậm khiến khả năng thu hồi nợ thấp (tỷ lệ thu hồi nợ giả định là 0%), lợi nhuận của hầu hết các ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng. Một số ngân hàng chúng tôi trao đổi (ACB, BID và CTG) thể hiện quan điểm sẽ trích lập DPRR theo đúng tỷ lệ mà NHNN đã quy định (20%/mệnh giá TPĐB mỗi năm). Ngược lại, VCB với thu nhập tăng trưởng mạnh trong năm 2016 sẽ là ngân hàng hoàn tất việc trích lập DPRR TPĐB của VAMC sớm nhất. Đến cuối quý 2/2016, tổng giá trị DPRR mà VCB đã trích lập cho TPĐB là 2.300 tỷ đồng, tương ứng 65% tổng giá trị TPĐB. Số dư TPĐB còn lại sẽ được VCB trích lập trong quý cuối năm 2016, trở thành ngân hàng đầu tiên của hệ thống xử lý xong TPĐB.

Theo Thông tư 14/2015/TT-NHNN, “số tiền trích lập hàng năm” được thay đổi thành “số tiền tối thiểu phải trích lập hàng năm”. Quy định tính toán “số tiền tối thiểu phải trích lập hàng năm” hàm ý rằng nếu tỷ lệ trích lập DPRR trong các năm liền trước thấp hơn mức tối thiểu 20% giá trị TPĐB/năm thì chi phí trích lập sẽ cao dần lên trong các năm tiếp theo và không giới hạn mức tối đa các ngân hàng sẽ trích lập. Đối với các TCTD đã được gia hạn thời hạn trích lập DPRR TPĐB thì nếu hoạt động kinh doanh trong các năm tiếp theo thuận lợi hơn thì các TCTD này vẫn phải ưu tiên lợi nhuận để trích lập sao cho đạt mức tối thiểu phải trích lập của năm đó.

Mức trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt hàng năm

Thông tư 19/2013/TT-NHNN

$$\text{Số tiền trích lập hàng năm} = \frac{\text{Mệnh giá TPĐB}}{\text{Thời hạn TPĐB}}$$

Thông tư 14/2015/TT-NHNN

$$\text{Số tiền tối thiểu phải trích lập tại năm thứ } m = \left(\frac{Y}{n} * m - (Z_m + X_{m-1}) \right)$$

Y: Mệnh giá TPĐB; n: Thời hạn TPĐB

Z_m: Số tiền thu hồi nợ lũy kế đến thời điểm trích lập (năm thứ m)

X_(m-1): Số tiền đã trích lập lũy kế đến năm thứ (m-1)

Nguồn: Thông tư 19, Thông tư 14, RongViet Research tổng hợp

Dựa trên quy định của Thông 14, chúng tôi cũng thực hiện ước tính chi phí DPRR của các NHNY trong thời gian tới. Chúng tôi không thực hiện tính toán đối với VCB do ngân hàng này đã trích lập xong toàn bộ trong năm 2016. Một số giả định và tính toán của chúng tôi như sau:

- Do việc bán nợ xấu cho VAMC chỉ được thực hiện sôi động từ năm 2014, chúng tôi giả định năm này cũng là năm đầu tiên bán nợ.
- Mặc dù tỷ lệ thu hồi nợ trong 1H2016 có sự khác biệt giữa các ngân hàng, tỷ lệ giảm trung bình của TPĐB đối với nhóm niêm yết lại (3%). Do đó, chúng tôi vẫn áp dụng chung tỷ lệ giảm trung bình khoảng 3% mỗi năm, trong 5 năm (2016 – 2020). Những ngân hàng có tốc độ thu hồi tốt hàm ý rằng áp lực chi phí dự phòng sẽ thấp hơn so với ước tính này.

Bảng: Ước tính chi phí DPRR giai đoạn 2016 – 2018 của các NHNY với mức giảm bình quân 3%/năm của TPĐB

	ACB	BID	CTG	MBB	EIB	SHB
DPRR tối thiểu phải trích lập năm 2016	221	3.598	1.505	823	1.224	1.844
DPRR đã trích trong 1H2016	144	1.303	1.367	459	352	188
DPRR còn phải trích trong 2H2016	77	2.295	138	364	872	1.657
DPRR tối thiểu phải trích lập trong năm 2017	322	3.561	1.767	683	1.065	1.187
DPRR tối thiểu phải trích lập trong năm 2018	325	3.560	2.048	552	917	542

Nguồn: RongViet Research



Với các tính toán ở trên, có thể thấy ACB, BID, CTG và MBB đang thực hiện tốt việc trích lập DPRR tính đến cuối Q2/2016. Trong khi đó, mức trích lập trong sáu tháng đầu năm 2016 của EIB và SHB đang rất thấp so với mức tối thiểu phải trích lập, chưa kể đến việc SHB vẫn đang phải tiếp tục bán nợ cho VAMC trong 1H2016. Như vậy, không loại trừ khả năng EIB và SHB sẽ cần được gia hạn thời hạn trích lập DPRR cho TPĐB.

CÁC ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG THU NHẬP

- Thu nhập các ngân hàng biến động mạnh trong giai đoạn tái cấu trúc
- Thông tư 36: Yếu tố tác động hệ số sử dụng vốn và NIM của các ngân hàng
- Triển vọng NIM năm 2017 dưới sự ảnh hưởng của Thông tư 06

- Giai đoạn 2011 – 2015, tăng trưởng tín dụng biến động mạnh đã ảnh hưởng đến lãi suất cũng như thu nhập của các ngân hàng. Tại những thời điểm khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế suy giảm khiến đầu ra tín dụng gặp khó khăn, Trá phiếu Chính phủ (TPCP) trở thành kênh đầu tư an toàn, đảm bảo thanh khoản và thu nhập cho các ngân hàng.
- Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng là điều kiện “cần” và sự cải thiện của “NIM” là điều kiện “đủ” để giúp các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng thu nhập. Thông tư 36, một mặt ban hành các quy định kiểm soát an toàn vốn, mặt khác cũng nói lỏng các yêu cầu về an toàn thanh khoản với hai trọng điểm là giảm hệ số rủi ro lĩnh vực cho vay kinh doanh BĐS và chứng khoán xuống 150% đồng thời tăng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn lên mức 60%, tạo điều kiện cho các ngân hàng cải thiện hệ số sử dụng vốn, qua đó khôi phục NIM. ACB và VCB là hai trường hợp có tỷ lệ NIM hồi phục sớm nhất.
- Mức độ tác động của Thông tư 06 (hiệu lực từ 1/1/2017) lên hệ số sử dụng vốn và NIM sẽ khác nhau tùy thực tế phân bổ vốn cho vay theo kỳ hạn, theo ngành nghề cũng tỷ lệ sử dụng vốn hiện tại của các ngân hàng. Tuy vậy, theo quan sát của chúng tôi, ngoại trừ ACB và VCB có NIM đã phục hồi từ rất sớm, MBB cũng đang tận dụng dư địa an toàn thanh khoản để cải thiện hệ số sử dụng vốn. BID và CTG cũng đã đẩy mạnh tăng trưởng huy động so với tăng trưởng tín dụng trong năm 2016 nhằm cải thiện các chỉ tiêu về an toàn thanh khoản, do vậy áp lực cũng không quá lớn khi Thông tư 06 có hiệu lực. Chúng tôi dự báo NIM của BID và MBB sẽ tăng trong năm 2017 trong khi CTG sẽ cần nhiều thời gian hơn.

Thu nhập các ngân hàng biến động mạnh trong giai đoạn tái cấu trúc

Tăng trưởng kép TNHĐ (CAGR 2011 – 2015) của 8 NHNY đạt 11,6%. Tuy vậy, mức tăng trưởng giữa các ngân hàng không đồng đều với BID, MBB, SHB, VCB và STB tăng trưởng nhanh hơn hoặc xấp xỉ mức chung của nhóm. Ngoài ra, mức biến động về tăng trưởng giữa các năm không đồng đều, đạt 40% trong năm 2011 và 12% trong năm 2015 trong khi duy trì ở mức tăng trưởng một chữ số trong các năm 2012 – 2014. Nguyên nhân chủ yếu do thu nhập lãi, khoản mục đóng góp bình quân khoảng 80% trong TNHĐ của các NHNY, đã biến động khá mạnh trong cùng giai đoạn.

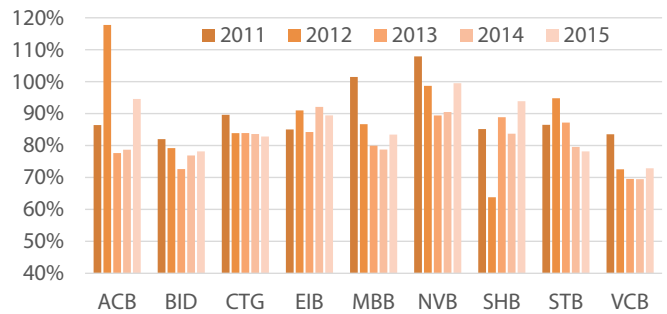
Bảng: Tăng trưởng thu nhập hoạt động của 8 NHNY

Hình: Thu nhập lãi luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng TNHĐ của NHNY



	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2011 - 2015	6T2016 (YoY)
SHB	49,9	31,9	-19,4	37,6	20,9	21,5	29,8
BID	34,2	8,2	15,2	14,0	12,8	16,6	23,7
MBB	25,9	48,0	0,6	8,4	5,6	16,5	-6,7
VCB	29,0	1,4	2,8	11,5	22,7	13,0	26,0
STB	33,6	1,5	10,9	8,5	2,6	10,9	-14,9
CTG	50,6	-1,8	-0,8	-3,5	8,1	8,9	17,6
ACB	39,3	-23,7	-3,2	7,2	2,7	2,5	7,8
EIB	70,0	-13,6	-39,7	-9,4	29,1	0,7	7,2

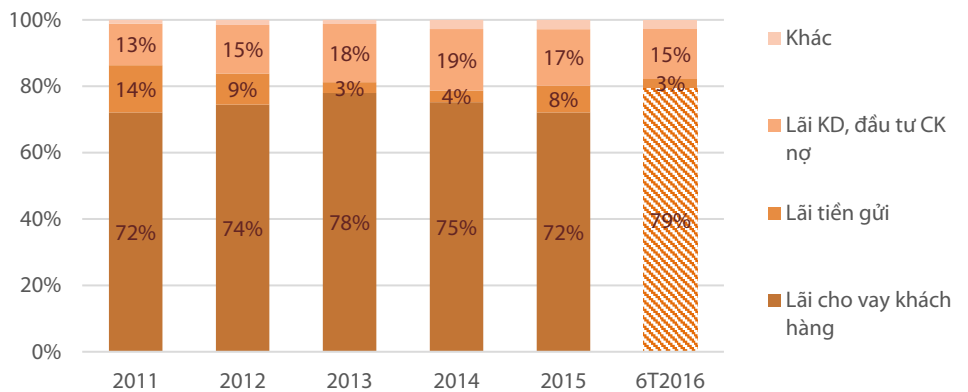
Nguồn: RongViet Research



Thu nhập lãi từ chứng khoán nợ giúp các ngân hàng vượt qua giai đoạn tái cơ cấu khó khăn...

Thu lãi từ cho vay khách hàng, từ đầu tư chứng khoán nợ và từ tiền gửi các TCTD khác là ba nhóm đóng góp chủ yếu trong tổng thu lãi của các ngân hàng. Tuy vậy, giai đoạn lãi suất tăng nóng, không chỉ đối với các khoản cho vay ra nền kinh tế mà còn giữa các TCTD, gây ra nhiều hệ lụy sau đó khiến thu nhập từ tiền gửi các TCTD khác của nhiều ngân hàng bị suy giảm nghiêm trọng, điển hình như ACB, BID, CTG, EIB, MBB và thậm chí là VCB. Sự sụt giảm này được bù đắp một phần bằng thu lãi từ cho vay khách hàng và từ đầu tư chứng khoán nợ, trong đó mức đóng góp từ đầu tư chứng khoán nợ có phần lớn hơn, đặc biệt là trong năm 2013 và 2014 khi tín dụng đối với nền kinh tế cũng gặp nhiều khó khăn. Cụ thể, trong 4 năm (2012 – 2015), CAGR của thu nhập lãi âm 4%, trong đó thu lãi từ cho vay và tiền gửi các TCTD khác lần lượt -4% và -16% còn thu lãi từ đầu tư CK nợ tăng trưởng +4%. Tỷ trọng đóng góp trong thu nhập lãi của đầu tư chứng khoán nợ cũng tăng từ mức bình quân 15% vào năm 2012 lên khoảng 17% trong năm 2015.

Hình: Cơ cấu thu nhập lãi của 8 NHNY

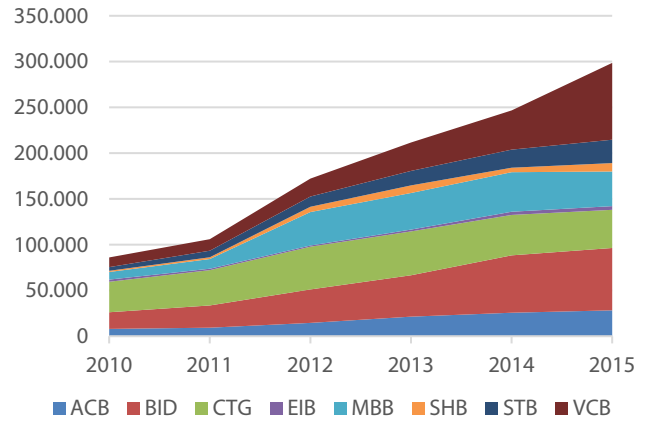
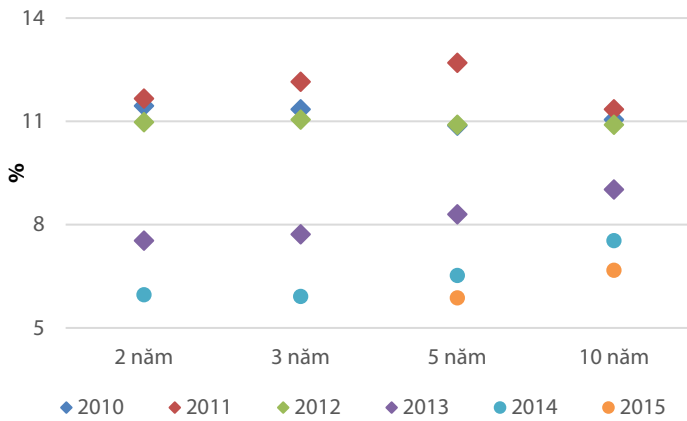


Nguồn: RongViet Research

Hình: Lãi suất trúng thầu TPCP trung bình

Hình: Giá trị đầu tư TPCP và TPCP bảo lãnh của các NHNY (VND billion)





Nguồn: RongViet Research

Biến động cơ cấu Tổng tài sản của các ngân hàng phản ánh khá rõ về sự thay đổi thứ hạng này. Cụ thể, CAGR (2012 – 2015) tổng tài sản đạt 13%, chủ yếu nhờ tăng trưởng cho vay khách hàng và chứng khoán đầu tư, lần lượt đạt CAGR 17,6% và 21,3%. Bình quân giai đoạn 2012 - 2015, tỷ lệ đầu tư TPCP chiếm hơn 56% giá trị đầu tư chứng khoán của các TCTD, tăng mạnh so với mức hơn 43% vào năm 2011. Tỷ lệ này đặc biệt cao trong ba năm 2012 – 2014, giai đoạn tín dụng cho nền kinh tế giảm tốc cũng như hoạt động liên ngân hàng trầm lắng.

Tuy vậy, lãi suất đầu tư TPCP cũng giảm nhanh từ mức đỉnh của năm 2011 (trên 11%/năm) xuống còn xoay quanh mức 8% vào năm 2013 và tiếp tục giảm mạnh trong năm 2014 – 2015 khiến tăng trưởng thu nhập lãi từ đầu tư chứng khoán phân hóa giữa các ngân hàng. Tuy nhiên, mặc dù lợi suất đầu tư giảm, TPCP là tài sản đầu tư có tính thanh khoản cao và không phải trích lập dự phòng. Do vậy, trong bối cảnh không có nhiều khoản cho vay có chất lượng, TPCP vẫn là mảnh đất màu mỡ mang lại thu nhập an toàn cho ngân hàng. BID, MBB và VCB là ba ngân hàng ghi nhận tăng trưởng dương đối với khoản mục này với CAGR (2012 – 2015) lần lượt ở mức 23%, 25% và 11%. Thu nhập lãi từ đầu tư chứng khoán nợ của ACB giảm mạnh trong năm 2012 – 2013 chủ yếu do các khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp của một Tổng Công ty Nhà nước và Nhóm 6 Công ty không đảm bảo khả năng thanh toán.

Hình: Tỷ trọng TPCP và TPCP bảo lãnh trong danh mục CK đầu tư và CK kinh doanh

	2011	2012	2013	2014	2015
ACB	34,9	57,4	63,3	63,7	68,9
BID	77,2	76,3	67,0	66,0	50,4
CTG	56,7	63,4	58,5	44,9	31,4
EIB	6,2	11,0	12,5	13,9	15,6
MBB	52,0	87,7	85,9	78,3	75,2
SHB	12,9	45,8	44,5	27,4	32,9
STB	29,0	52,5	76,0	71,3	48,1
VCB	41,7	24,7	46,7	65,7	69,0

Nguồn: RongViet Research

Hình: Tăng trưởng thu nhập lãi từ CK Nợ (%)

	2012	2013	2014	2015	CAGR (2012 - 2015)
ACB	-19	-29	18	-2	-10
BID	20	76	0	9	23
CTG	5	-1	1	-3	0
EIB	1	-53	20	-2	-14
MBB	83	44	18	-21	25
SHB	3	-28	-14	-1	-11
STB	-8	-16	3	-9	-8
VCB	17	35	-12	10	11

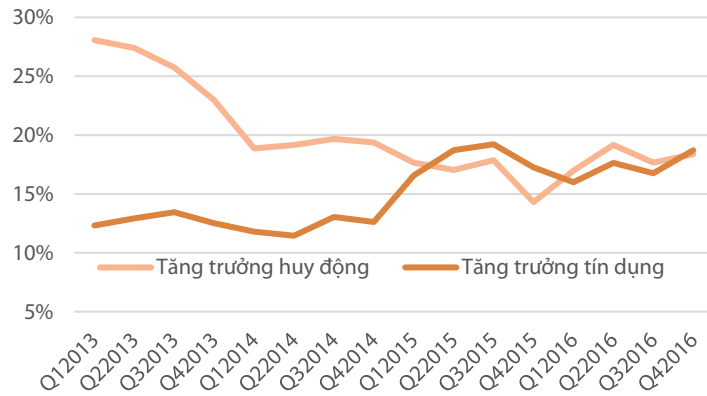
... nhưng động lực thực sự đến từ tăng trưởng tín dụng và khả năng cải thiện NIM

Thu lãi cho vay khách hàng đóng góp hơn 70% tổng thu nhập lãi của các ngân hàng, tương ứng đóng góp hơn 55% vào tổng thu nhập hoạt động. Khi tăng trưởng tín dụng cho nền kinh tế bị siết đột ngột từ mức 29% vào năm 2010 xuống 9% vào năm 2011 và 12% vào năm 2012 đã ảnh hưởng mạnh đến biến động lãi suất trong giai đoạn này và tác động tiêu cực đến thu nhập của các ngân hàng trong các năm tiếp theo. Chỉ khi tín dụng

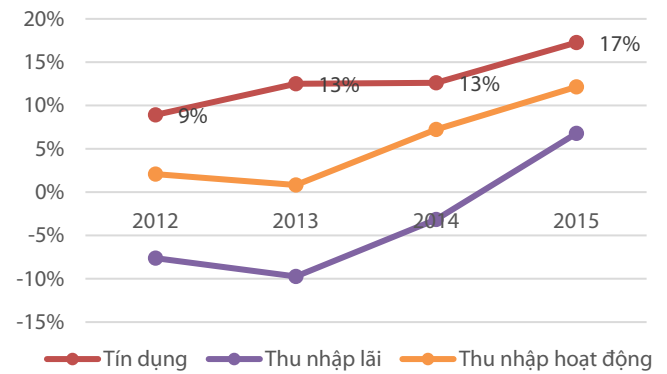


bắt đầu tăng trưởng nhanh hơn từ năm 2013 và tăng mạnh trong năm 2015, thu nhập của các ngân hàng cũng bắt đầu chứng kiến mức tăng trưởng hai chữ số sau nhiều năm liên tiếp không tăng trưởng/tăng trưởng thấp.

Hình: Tăng trưởng tín dụng và huy động giai đoạn 2013 – 2016 của hệ thống

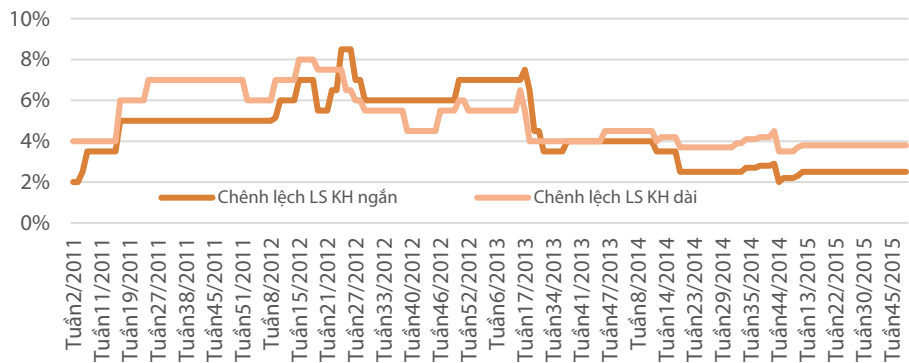


Hình: Tỷ trọng thu nhập lãi bình quân (các NHNY) có độ trễ so với tăng trưởng tín dụng



Nguồn: RongViet Research

Hình: Chênh lệch LS cho vay và huy động (2011 – 2015)



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Khi quan sát từng ngân hàng riêng lẻ, chúng tôi nhận thấy tín dụng tăng trưởng chỉ là điều kiện cần mà chưa đủ để thu nhập lãi cũng như tổng thu nhập của các ngân hàng sẽ cùng tăng trưởng. Giai đoạn 2012 – 2015, ngoại trừ ACB và EIB là những ngân hàng có tăng trưởng tín dụng thấp hơn mức bình quân toàn hệ thống, tăng trưởng tín dụng ở các ngân hàng còn lại cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành. Tuy vậy, thu nhập lãi thuần không tăng trưởng tương xứng trong cùng giai đoạn. Yếu tố được cho là góp phần quan trọng vào tăng trưởng thu nhập của các ngân hàng là biến động tỷ lệ lãi biên ròng (NIM).

Bảng: Tăng trưởng cho vay khách hàng của các NHNY

	ACB	BID	CTG	EIB	MBB	SHB	STB	VCB
2012	0,0	15,6	13,6	0,3	26,1	95,3	19,6	15,2
2013	4,3	15,0	12,9	11,3	17,8	34,4	14,8	13,7
2014	8,5	14,0	16,9	4,5	14,6	27,5	15,8	17,9
2015	15,2	34,6	22,5	-2,6	21,7	26,2	45,0	19,7
6T2012	1,0	10,8	-3,0	1,0	10,9	5,3	-0,3	2,9
6T2013	7,5	7,3	0,4	7,4	7,0	2,7	13,4	-1,5
6T2014	3,3	1,6	0,5	-3,7	7,8	12,1	9,6	6,6
6T2015	10,3	16,3	9,3	-4,2	10,2	13,9	9,9	5,4
6T2016	16,6	9,9	10,2	-4,6	16,6	7,2	7,1	10,4

Nguồn: RongViet Research; (*) Trượt 4 quý

Như bảng bên dưới thể hiện, sau khi đạt mức cao nhất vào năm 2011, xu hướng giảm của NIM kéo dài từ năm 2012 đến nay. NIM có khuynh hướng tạo đáy trong các năm 2013 (ACB, EIB và SHB), năm 2014 (VCB), năm 2015 – 2016 (BID, CTG, và MBB). Đáng chú ý, trong khi hầu hết các ngân hàng phải mất bình quân khoảng 2 năm để khôi phục tỷ lệ này, ACB là ngân hàng có khả năng cải thiện tình hình nhanh nhất. Sau khi chạm đáy vào năm 2013, NIM của ACB bắt đầu phục hồi từ năm 2013. Tỷ lệ NIM (trượt 4 quý) của nhiều ngân hàng tính đến cuối quý 2/2016 ước tính đã phục hồi về mức tương đương năm 2012.

Bảng: NIM tạo đáy trong giai đoạn 2013 – 2015

	2011	2012	2013	2014	2015	6T2016 (*)
ACB	3,4	3,7	2,9	3,0	3,3	3,7
BID	5,1	3,2	3,0	3,1	2,7	3,1
CTG	5,4	4,5	3,6	3,1	2,8	3,3
EIB	3,8	3,1	1,8	1,9	2,7	2,9
MBB	4,9	4,9	4,1	4,2	3,9	3,9
SHB	3,7	2,4	2,0	2,1	2,2	2,3
STB	5,1	5,7	5,1	4,5	3,4	3,0
VCB	3,9	3,0	2,6	2,4	2,6	3,1

Nguồn: RongViet Research tính toán; (*) Trượt 4 quý

Song song với sự biến động của NIM, thu nhập lãi thuần cũng biến động theo cùng xu hướng và hầu hết tăng trưởng tốt nhất vào năm 2015.

Bảng: Thu nhập của các ngân hàng bắt đầu tăng trưởng trở lại khi NIM phục hồi

	ACB	BID	CTG	EIB	MBB	SHB	STB	VCB
2012								
NIM	3,7	3,2	4,5	3,1	4,9	2,4	5,7	3,0
Tăng trưởng Lãi thuần	4,0	4,5	-8,1	-7,6	48,0	48,0	11,2	1,4
Tăng trưởng TNHĐ	-23,7	8,2	-1,8	-13,6	48,0	31,9	1,5	1,4
2013								
NIM	2,9	3,0	3,6	1,8	4,1	2,0	5,1	2,6
Tăng trưởng Lãi thuần	-36,2	5,6	-0,8	-44,2	0,6	0,6	2,0	2,8
Tăng trưởng TNHĐ	-3,2	15,2	-0,8	-39,7	0,6	-19,4	10,9	2,8
2014								
NIM	3,0	3,1	3,1	1,9	4,2	2,1	4,5	2,4
Tăng trưởng Lãi thuần	8,6	20,7	-3,8	-1,0	8,4	8,4	-0,9	11,5
Tăng trưởng TNHĐ	7,2	14,0	-3,5	-9,4	8,4	37,6	8,5	11,5
2015								
NIM	3,3	2,7	2,8	2,7	3,9	2,2	3,4	2,7
Tăng trưởng Lãi thuần	23,5	14,7	7,2	2,5	5,6	5,6	0,8	22,7
Tăng trưởng TNHĐ	2,7	12,8	8,1	29,1	5,6	20,9	2,6	22,7
6T2016 (YoY)								
NIM (TTM)	3,7	3,0	3,2	3,0	3,8	2,3	3,0	3,1
Tăng trưởng Lãi thuần	19,3	20,1	17,1	7,2	-6,7	32,1	-27,5	29,6
Tăng trưởng TNHĐ	7,8	23,7	17,6	7,2	-6,7	29,8	-14,9	26,0

Nguồn: RongViet Research

Thông tư 36: Yếu tố tác động hệ số sử dụng vốn và NIM của các ngân hàng

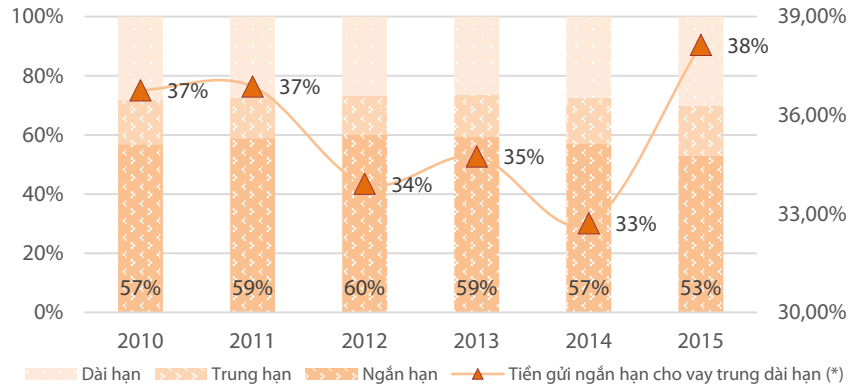
Xu hướng diễn biến như trên của NIM, bên cạnh nguyên nhân về biến động lãi suất, chúng tôi cho rằng sự can thiệp của chính sách trong giai đoạn này cũng góp phần quan trọng không kém. Cụ thể, thông tư 36, ban hành vào ngày 20/11/2014 và bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/02/2015, một mặt đưa ra các quy định nhằm nâng cao khả năng đảm bảo an toàn vốn và hoạt động của TCTD, chi nhánh NH nước ngoài và từng bước xóa bỏ tình trạng sở hữu chéo. Mặt khác, một số quy định thuộc Thông tư này đã giúp các ngân hàng cải thiện đáng kể hiệu quả sử dụng vốn, qua đó tác động tích cực đến NIM.

- ✓ Giảm hệ số rủi ro lĩnh vực cho vay kinh doanh BĐS và chứng khoán từ 250% xuống 150%.
- ✓ Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn điều chỉnh tăng từ 30% lên 60%. Theo đó, tỷ trọng dư nợ trung – dài hạn trung bình của các NHNY đã tăng từ mức hơn 41% trong giai đoạn 2011 - 2014 lên khoảng 47% vào năm 2015. Ngoài ra, để tính toán tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, chúng tôi ước lượng dựa trên thuyết minh BCTC của các NHNY về số dư huy động cũng như cho vay (*). Kết quả tính toán cho

thấy tỷ lệ trung bình ở nhóm NHNY đã tăng mạnh lên hơn 38% vào cuối năm 2015, sau khi chỉ dao động trung bình 32 – 35% trong giai đoạn 2012 - 2014.

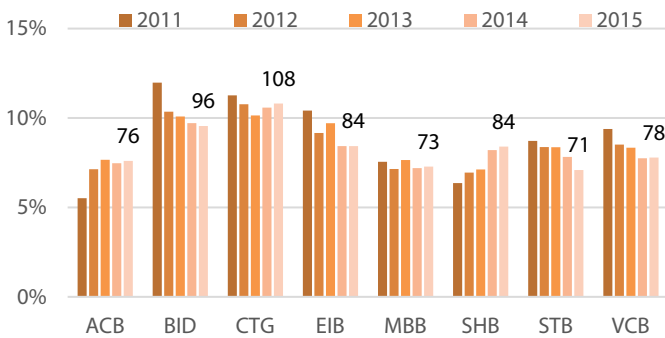
(* Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn = (Dư nợ trung dài hạn – huy động trung dài hạn)/Huy động ngắn hạn; Do các số liệu BCTC chỉ thuyết minh chi tiết ở hai khoản mục này, đồng thời hai khoản mục chiếm tỷ lệ hơn 60% tài sản có và tổng nguồn vốn của TCTD.

Hình: Cơ cấu dư nợ tín dụng theo kỳ hạn của 8 NHNY



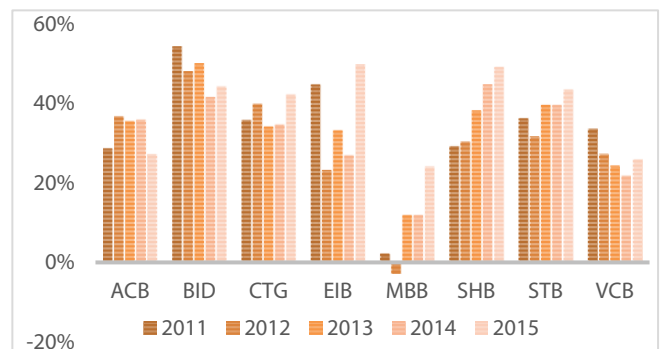
Nguồn: RongViet Research
 (*) Số liệu sử dụng là khoản mục CVKH và Tiền gửi khách hàng trên BCTC của các NHNY

Hình: Tỷ lệ cấp tín dụng (LDR) của các NHNY (%)



Nguồn: RongViet Research

Hình: Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn



Nhờ sự dịch chuyển cơ cấu tín dụng và hệ số sử dụng vốn cải thiện như trên, lợi suất tài sản sinh lãi và chi phí trả lãi diễn biến theo xu hướng có lợi hơn cho các NHNY. So với giai đoạn thịnh vượng 2011 – 2012, lợi suất tài sản sinh lãi cũng như chi phí lãi trên tổng nguồn vốn chịu chi phí lãi đã giảm đáng kể trong năm 2015. Trong đó chi phí lãi có xu hướng giảm nhanh hơn và phục hồi chậm hơn so với lợi suất, điển hình ở các ngân hàng như BID, STB, ACB và CTG. Ở chiều ngược lại, lợi suất tài sản sinh lãi của các ngân hàng bắt đầu phân hóa từ cuối năm 2015 và đồng loạt tăng nhẹ trong nửa đầu năm 2016. Ngoại trừ MBB và STB, NIM của các NHNY còn lại đã bắt đầu phục hồi trong nửa đầu năm 2016.

Bảng: Biến động lợi suất TS sinh lãi bình quân

	2011	2012	2013	2014	2015	6T2016
ACB	13,1	11,9	10,1	8,6	8,0	8,6
BID	18,1	11,4	9,1	8,2	6,9	8,1
CTG	15,1	12,3	8,8	7,2	6,4	7,5
EIB	12,7	10,6	7,3	6,0	6,7	7,2
MBB	12,9	11,4	9,0	8,5	7,2	7,6
SHB	15,2	12,7	8,8	7,8	7,3	8,4
STB	15,6	14,7	12,5	10,4	8,3	9,5
VCB	10,4	8,7	6,9	5,6	5,4	6,1

Nguồn: RongViet Research

Bảng: Biến động chi phí vốn bình quân

	2011	2012	2013	2014	2015	6T2016
ACB	8,9	7,5	7,0	5,6	4,7	4,8
BID	13,6	8,1	6,1	5,0	4,3	4,8
CTG	9,9	8,0	5,6	4,5	3,8	4,3
EIB	9,6	8,2	5,7	4,2	4,2	4,3
MBB	8,1	6,5	4,7	3,9	3,4	3,6
SHB	10,7	10,0	6,5	5,5	4,9	5,8
STB	9,9	8,7	7,2	5,5	4,5	5,7
VCB	7,0	6,3	4,6	3,5	2,9	3,1

Triển vọng NIM năm 2017 dưới sự ảnh hưởng của Thông tư 06

So với Thông tư 36 thì Thông tư 06 có hai điểm sửa đổi mà chúng tôi cho rằng sẽ tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của các ngân hàng là: (1) Giảm dần tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ năm 2017 và (2) Hệ số rủi ro đối với các khoản phải đòi để kinh doanh BĐS cũng sẽ được điều chỉnh tăng lên mức 200% kể từ ngày 01/01/2017. Mức độ tác động của việc điều chỉnh này sẽ tùy thuộc tình hình phân bổ tỷ lệ vốn huy động để cho vay theo kỳ hạn cũng như theo ngành nghề kinh doanh của các ngân hàng.

Theo ước tính của chúng tôi, tính đến thời điểm cuối Q2/2016 thì tỷ lệ vốn NH cho vay TDH của các ngân hàng đang thấp hơn mức 60%. Nhưng nếu so với mức trần từ năm 2017 thì tỷ lệ ở SHB đang cao hơn và ở EIB đang tiệm cận ngưỡng 50%. Như vậy, tỷ lệ NIM của EIB và SHB có thể tiếp tục thu hẹp trong thời gian sắp tới. Diễn biến ngược lại là trường hợp của MBB, VCB, và ACB với tỷ lệ này lần lượt là 18,3%, 28,4% và 30,7%, cách khá xa so với mức trần của năm 2017 và thậm chí là thấp hơn cả tỷ lệ áp dụng từ năm 2018. Đồng nghĩa các ngân hàng này vẫn còn dư địa cho việc cải thiện hệ số sử dụng vốn, qua đó giúp các ngân hàng này cải thiện hệ số NIM. Trong năm 2015 – 2016, ACB, MBB và VCB đã tận dụng dư địa này nhằm đẩy cho vay khách hàng tăng trưởng nhanh hơn so với huy động khách hàng. NIM của ACB và VCB đã kịp hồi phục khá tốt trong các năm vừa qua, trong khi đó chúng tôi kỳ vọng NIM của MBB cũng sẽ tăng trở lại vào năm 2017.

Đối với trường hợp của BID và CTG, trong năm 2016, cả hai ngân hàng đã đẩy mạnh tăng trưởng huy động so với tăng trưởng tín dụng nhằm kéo giảm tỷ lệ LDR vốn đang ở mức rất cao so với trần quy định của NHNN. Ngoài ra, quyết định 2509/QĐ-NHNN ban hành ngày 27/12/2016 và có hiệu lực kể từ ngày 01/01/2017 trong đó cho phép duy trì tỷ lệ LDR ở nhóm Ngân hàng Quốc doanh (BID, CTG và VCB) ở mức 90%. Điều này sẽ giảm bớt áp lực huy động/hạn chế tín dụng của BID và CTG trong năm 2017. Thêm vào đó, tỷ lệ vốn NH cho vay TDH của BID và CTG ước tính lần lượt là 40,9% và 33,8% vào cuối Q2/2016. Do vậy, chúng tôi cho rằng BID và CTG sẽ có thể cải thiện chênh lệch giữa lãi suất cho vay và huy động, qua đó giúp NIM tăng nhẹ vào năm 2017.

Bảng: Lộ trình điều chỉnh tỷ lệ vốn NH cho vay TDH

	(%)	Thông tư 36	Thông tư 06		
			01/07 - 31/12/2016	2017	Từ 2018
NHTM		60	60	50	40
Chi nhánh NHNNg		60	60	50	40
TCTD phi NH		200	100	90	80
NH HTX		60	60	50	40

Nguồn: RongViet Research

Bảng: Tỷ lệ vốn NH cho vay TDH @Q2/2016 (%)

ACB	BID	CTG	EIB	MBB	SHB	STB	VCB
30,7	40,9	33,8	48,0	18,3	51,8	43,3	28,4

CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG: ÁP LỰC TỪ ĐẦU TƯ HẠ TẦNG VÀ NHÂN LỰC CỦA NGÀNH NGÂN HÀNG

- Tỷ lệ CIR có xu hướng tăng
- Thúc đẩy phát triển khách hàng cá nhân và SMEs: chi phí hoạt động khó giảm

- Lĩnh vực ngân hàng bán lẻ, đang được đánh giá đầy tiềm năng ở thị trường Việt Nam với gần 60% dân số trong độ tuổi lao động, là mảnh đất kinh doanh mới của các ngân hàng thương mại. Nhu cầu đầu tư nhân lực, hạ tầng công nghệ cũng như mạng lưới hoạt động theo đó đang tăng mạnh. Khi khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế bắt đầu dấu hiệu cải thiện vào năm 2015, tăng trưởng về nhân viên cũng như chi phí cho nhân viên của các ngân hàng cũng bắt đầu tăng mạnh.
- Bên cạnh nhóm NHTMCP vẫn đang đeo đuổi mảng kinh doanh này từ trước, hai ngân hàng quốc doanh là BID và CTG cũng bắt đầu khai thác nhóm khách hàng SMEs và khách hàng cá nhân. Trong đó, CTG đang hiện thực hóa mục tiêu trên bằng cách đẩy mạnh đầu tư hạ tầng công nghệ cũng như chuyển đổi mô hình hoạt động theo chiều dọc. Trước xu hướng này, dự báo tỷ lệ CIR của BID và CTG vẫn duy trì ở mức cao. Ngược lại, với lợi thế, kinh nghiệm và định hướng khai thác chính ở phân khúc bán buôn (doanh nghiệp quy mô lớn), chi phí hoạt động của VCB sẽ tăng chậm hơn so với các ngân hàng còn lại và CIR có thể duy trì dưới mức 41%.

Tỷ lệ CIR có xu hướng tăng

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập hoạt động (CIR) phân hóa khá rõ nét giữa các ngân hàng. Cụ thể, trong khi CIR ở nhóm quốc doanh luôn dao động quanh mức trung bình 43% ($\pm 4\%$) thì CIR của nhóm NHTM cổ phần dao động quanh mức trung bình 60% ($\pm 5\%$). Mặc dù cũng là NHTM CP nhưng đặc điểm của MBB khá đặc biệt khi mà cấu trúc quản trị tương tự một ngân hàng quốc doanh. Điều này giúp CIR của MBB luôn ở mức rất thấp so với trung bình ngành, chỉ xoay quanh mức 35%.

Trong nhóm NHQD, CIR của CTG bắt đầu tăng nhanh từ năm 2013 và đến năm 2015 cao hơn CIR của VCB khoảng 8 điểm phần trăm. Một phần nguyên nhân do TNHĐ của CTG giảm trong 3 năm liên tiếp (2012 – 2014). Ngoài ra, việc thực hiện kế hoạch chuyển đổi mô hình hoạt động theo chiều dọc đồng thời đầu tư công nghệ cho việc phát triển mảng ngân hàng bán lẻ cũng khiến chi phí hoạt động tăng mạnh, làm tăng tỷ lệ CIR.

Bảng: Tỷ lệ CIR và tăng trưởng CPHĐ của các NHNY giai đoạn 2011 – 6T2016

Ngân hàng	Tỷ lệ CIR của các NHNY						Tăng trưởng CPHĐ (YoY)					
	2011	2012	2013	2014	2015	6T2016	2011	2012	2013	2014	2015	6T2016
ACB	41,2	73,2	66,5	63,8	64,7	65,2	34,6	6,2	9,0	5,6	15,8	13,8
BID	43,2	27,4	38,7	39,4	44,9	42,2	20,0	-31,2	62,6	16,0	28,6	31,0
CTG	40,6	43,0	45,5	46,7	47,1	43,7	26,1	3,9	5,0	-0,8	9,1	23,4
EIB	30,6	42,6	65,3	69,6	60,7	61,8	86,0	20,3	-7,7	-3,4	12,5	11,5
MBB	36,5	35,4	35,9	37,5	39,3	42,5	50,0	43,4	1,8	13,4	10,8	17,3
SHB	50,5	57,1	78,6	49,9	52,8	56,1	65,7	49,1	10,8	-12,7	28,0	29,7
STB	53,1	60,6	55,3	54,1	57,4	71,3	64,8	15,7	1,2	6,1	9,0	20,3
VCB	38,3	39,9	40,3	39,7	39,2	40,7	25,4	5,5	3,8	9,9	21,0	53,9

Nguồn: RongViet Research

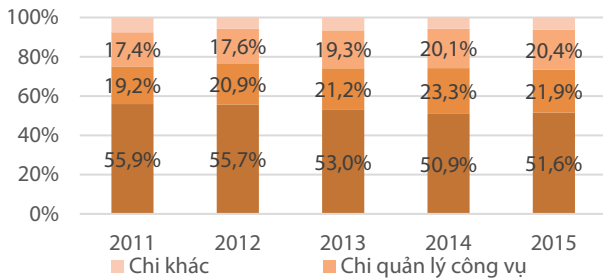
Chi phí nhân viên, chi cho hoạt động quản lý công vụ và chi về tài sản là ba nhóm chi phí chủ yếu trong cơ cấu chi phí hoạt động. Trong đó, chi phí cho nhân viên chiếm hơn 50% tổng chi phí.

VCB với lợi thế rõ rệt trong lĩnh vực bán buôn và MBB với lợi thế đặc thù từ các cổ đông lớn nên có mức thu nhập bình quân mỗi chi nhánh/hoặc nhân viên cao hơn đáng kể so với chi phí bình quân mỗi chi nhánh/hoặc nhân viên. Nhờ vậy, tỷ lệ chi phí/thu nhập ở hai ngân hàng này luôn duy trì ở mức thấp. Trong khi đó, ở BID và CTG, việc giảm dần tỷ trọng cho vay ở nhóm DNNN lại được bù đắp bằng sự tăng trưởng ở nhóm doanh nghiệp SMEs và

khách hàng cá nhân khiến chi phí bình quân mỗi chi nhánh/hoặc nhân viên ở mức tương đối cao so với VCB và MBB và có xu hướng tăng dần qua từng năm.

Diễn biến ở các ngân hàng còn lại phản ánh rõ nét hơn thực trạng cạnh tranh trong mảng bán lẻ của các ngân hàng thương mại cổ phần. Không có lợi thế huy động nguồn vốn chi phí thấp, trong khi việc mở rộng mạng lưới cũng như đầu tư hạ tầng công nghệ nhằm đáp ứng những yêu cầu cần có để hiện diện trong lĩnh vực bán lẻ khiến tỷ lệ chi phí/thu nhập của nhóm NHTMCP luôn ở mức cao.

Hình: Cơ cấu chi phí hoạt động của 8 NHNY



Nguồn: RongViet Research

Bảng: Chi phí nhân viên/thu nhập (%)

	2011	2012	2013	2014	2015
ACB	20,6	32,3	27,5	28,8	32,1
BID	24,5	13,7	21,0	22,5	25,3
CTG	22,2	22,7	23,0	24,1	24,1
EIB	16,4	20,8	29,1	32,1	30,2
MBB	16,0	18,7	16,7	18,0	18,9
SHB	22,9	24,9	32,0	27,1	30,9
STB	28,8	30,7	29,6	31,2	33,8
VCB	21,4	22,2	21,3	20,2	20,2

Thúc đẩy phát triển khách hàng cá nhân và SMEs: chi phí hoạt động khó giảm

Đối diện với CIR tăng mạnh (năm 2012, ngoại trừ BID và MBB), hầu hết các ngân hàng đã phải thực hiện chính sách cắt giảm chi phí cho nhân viên nhằm kéo giảm CIR vào năm 2013. Việc tuyển dụng cũng như tăng chi tiêu cho nhân viên chỉ bắt đầu được đẩy mạnh trong năm 2015. Đây cũng là giai đoạn hoạt động tín dụng của nền kinh tế bắt đầu tăng trưởng nhanh hơn, sau năm 2013 - 2014 tăng trưởng chậm.

Bảng: Thay đổi số lượng nhân viên và thay đổi chi phí bình quân mỗi nhân viên

			2012	2013	2014	2015	CAGR	Notes
ACB	Nhân viên	Số lượng	9.906	8.791	9.296	9.935	9.816	Chi phí nhân viên của ACB giảm mạnh trong hai năm 2012 - 2013. Ngân hàng bắt đầu tăng chi tiêu cho nhân viên từ năm 2014.
		% thay đổi	20,4	(11,3)	5,7	6,9	4,8	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	190	177	187	201	0	
		% thay đổi	(0,6)	(7,1)	5,9	7,4	1,3	
BID	Nhân viên	Số lượng	18.546	18.231	19.130	23.854	23.960	Sau khi giảm mạnh vào năm 2012, chi tiêu cho nhân viên của BID đã tăng mạnh trở lại từ năm 2013.
		% thay đổi	3,8	(1,7)	4,9	24,7	7,5	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	123	221	257	262	0	
		% thay đổi	(41,7)	79,4	16,4	2,0	5,5	
CTG	Nhân viên	Số lượng	19.840	19.886	19.787	20.079	22.289	Chi phí nhân viên đã giảm/hầu như không tăng trong hai năm 2012 - 2013, bắt đầu tăng nhẹ vào năm 2014.
		% thay đổi	6,5	0,2	(0,5)	1,5	1,9	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	251	252	256	274	0	
		% thay đổi	(5,9)	0,1	1,6	7,0	0,6	
EIB	Nhân viên	Số lượng	5.800	5.362	5.728	6.239	5.959	Chậm hơn xu hướng chung của ngành, chi phí nhân viên ở EIB chỉ bắt đầu giảm mạnh từ năm 2013 và kéo dài sang 2014. Sự phục hồi bắt đầu diễn ra vào năm 2015.
		% thay đổi	6,8	(7,6)	6,8	8,9	3,5	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	193	176	165	184	0	
		% thay đổi	2,2	(8,8)	(6,3)	11,6	(0,6)	
MBB	Nhân viên	Số lượng	5.806	6.128	6.939	7.810	8.723	Chi phí bình quân cho nhân viên của MBB tăng trưởng không đồng đều giữa các năm. Tuy vậy, bình quân giai đoạn 2012 - 2015, chi phí cho nhân viên của MBB vẫn tăng cao hơn so với diễn biến ở các NHNY khác.
		% thay đổi	13,9	5,5	13,2	12,6	11,3	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	246	209	216	213	0	
		% thay đổi	52,0	(15,0)	3,3	(1,4)	7,1	
SHB	Nhân viên	Số lượng	4.996	5.002	5.553	6.083	6.226	Sau năm 2012 sụt giảm mạnh, chi phí cho nhân viên của SHB đã hồi phục từ năm 2013. Tuy vậy, mức tăng bình quân giai đoạn 2012 khá khiêm tốn.
		% thay đổi	75,9	0,1	11,0	9,5	21,0	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	147	152	159	200	0	
		% thay đổi	(18,5)	3,5	4,9	25,9	2,7	
VCB	Nhân viên	Số lượng	13.637	13.864	14.099	14.755	14.930	Diễn biến tương tự ACB và CTG, nhưng mức phục hồi chi phí cho nhân viên của VCB bắt đầu tăng mạnh vào năm 2015.
		% thay đổi	8,5	1,7	1,7	4,7	4,1	
	Chi phí bình quân	Triệu đồng/NV	246	239	248	290	0	
		% thay đổi	(3,1)	(3,0)	3,9	17,1	3,4	

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Ngoài ra, Việt Nam với tỷ lệ dân số trẻ cao (~59% dân số trong độ tuổi lao động) và số lượng doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm đến 90% tổng số doanh nghiệp trong khi mức độ sử dụng dịch vụ ngân hàng mới chỉ dừng lại ở các dịch vụ cơ bản như tài khoản, ATM, các dịch vụ thanh toán cơ bản... Do vậy, đầu tư khai thác hai nhóm khách hàng tiềm năng này đang là xu thế kinh doanh không chỉ NHTM mà cả NHQD cũng đang hướng đến.

Sự dịch chuyển cơ cấu dư nợ tín dụng phân theo khách hàng của 7 NHNY (loại trừ NVB và STB) trong giai đoạn vừa qua cũng thể hiện rõ xu hướng này. Theo đó, tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân và SMEs đã tăng từ mức khoảng 60% vào năm 2011 lên khoảng 70% vào năm 2015, bù đắp cho sự sụt giảm tỷ trọng của nhóm khách hàng là doanh nghiệp nhà nước (giảm từ 26% vào năm 2011 xuống 19% vào năm 2015). Trong đó, ngoại trừ VCB duy trì cơ cấu khách hàng khá cân bằng thì hầu hết các ngân hàng còn lại đều tăng dần tỷ trọng dư nợ cho vay khách hàng cá nhân và SMEs.

Tuy vậy, để có thể thâm nhập cũng như chiếm lĩnh thị phần ở nhóm khách hàng cá nhân và SMEs không chỉ cần mạng lưới rộng mà yêu cầu về đầu tư công nghệ cũng như nhân lực cao hơn so với phát triển khách hàng doanh nghiệp lớn. Do vậy, chi phí hoạt động của các ngân hàng dự báo sẽ tiếp tục tăng trong xu hướng tăng trong giai đoạn 3 – 5 năm tới và đặc biệt tăng mạnh ở những ngân hàng đi vào phân khúc bán lẻ như ACB, CTG hay BID. Trong khi đó, với lợi thế, kinh nghiệm và định hướng khai thác chính ở phân khúc bán buôn (doanh nghiệp quy mô lớn), chi phí hoạt động của VCB sẽ tăng chậm hơn so với các ngân hàng còn lại và CIR có thể duy trì dưới mức 41%.

THÍ ĐIỂM BASEL II từ năm 2017

- **Áp lực cân đối giữa mục tiêu lợi nhuận và nhiệm vụ đảm bảo an toàn vốn**

- Mặc dù có hệ số CAR đang cao hơn mức 9% theo Thông tư 36, việc áp dụng Basel II khiến CAR của các ngân hàng tham gia thí điểm giảm mạnh. Do đó, giải pháp tăng vốn và cơ cấu tài sản rủi ro đang được các ngân hàng thực hiện nhằm cải thiện CAR.
- Việc tăng vốn của nhóm NHQD là không hề dễ dàng do (1) Không còn dư địa tăng vốn cấp 1, như trường hợp của CTG; (2) Không còn dư địa tăng vốn cấp 2, như trường hợp BID; (3) Cổ đông Nhà nước không đầu tư thêm vốn; (4) Phát hành riêng lẻ gặp các trở ngại về thỏa thuận giá. Nhóm NHTMCP, trong khi đó, đang thực hiện tăng vốn chủ yếu bằng hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành trái phiếu dài hạn. Ngoài ra, với CAR hiện tại đang ở mức khá cao so với giới hạn của Thông tư 36, việc tăng vốn ở các ngân hàng này sẽ không quá áp lực như ở nhóm NHQD.
- Ngoài ra, việc tăng vốn dưới hình thức nào cũng sẽ có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời (ROA và ROE) hoặc NIM của các NHNY trong ngắn hạn. Xét trên khía cạnh tác động đến chỉ tiêu sinh lời, chúng tôi cho rằng BID sẽ chịu tác động tiêu cực nhất trong khi nỗ lực cải thiện vốn tự có của VCB, CTG và MBB sẽ là sự đánh đổi hợp lý giữa chỉ tiêu sinh lời và vốn tự có.

Áp lực cân đối giữa mục tiêu lợi nhuận và nhiệm vụ đảm bảo an toàn vốn

Theo kế hoạch, tiêu chuẩn Basel II về quản trị vốn và rủi ro trong hệ thống TCTD sẽ bắt đầu được thực hiện thí điểm ở 10 NHTM (*) từ năm 2017. Với quy chuẩn của Basel II, việc quản lý rủi ro tại các TCTD sẽ là thể thống nhất với 3 trụ cột chính: (1) yêu cầu về vốn tối thiểu, (2) quy trình xét duyệt giám sát, và (3) kỷ luật thị trường.

(*) Mười ngân hàng này bao gồm BIDV, VietinBank, Vietcombank, Techcombank, ACB, VPBank, MBBank, Maritime Bank, Sacombank và VIB. Vì STB đang trong giai đoạn xử lý các vấn đề sau sáp nhập PNB nên chúng tôi không tính toán các chỉ tiêu liên quan đến ngân hàng này.

Đối với yêu cầu về vốn, CAR được quy định tối thiểu 8% (thấp hơn yêu cầu hiện tại của Thông tư 36). Tuy vậy, yếu tố rủi ro không chỉ là rủi ro tín dụng mà còn tính đến rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường. Nghĩa là việc hoạch định chiến lược kinh doanh của các ngân hàng sẽ không chỉ dựa vào yếu tố lợi nhuận kiếm được mà còn tính đến yếu tố rủi ro của hoạt động kinh doanh đó.

Công thức tính CAR theo Thông tư 36

$$CAR(\%) = \frac{\text{Vốn tự có}}{\text{Tài sản có rủi ro}} \geq 9\%$$

Công thức tính CAR theo chuẩn Basel II

$$CAR(\%) = \frac{\text{Vốn tự có}}{RWA \text{ Rủi ro tín dụng} + 12,5 * (K \text{ Rủi ro thị trường} + K \text{ Rủi ro hoạt động})} \geq 8\%$$

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Vốn tự có = Vốn cấp 1 + Vốn cấp 2

Tài sản có rủi ro = Tổng tài sản * trọng số tài sản có rủi ro + Tổng nợ * trọng số khoản mục ngoài bảng cân đối

K Rủi ro thị trường/Rủi ro hoạt động: Vốn yêu cầu tối thiểu phải dự phòng cho rủi ro thị trường/rủi ro hoạt động

Bảng: Hệ số CAR theo công bố của các NHNY (%)

	ACB	BID	CTG	MBB	VCB
2013	14,7	10,2	13,2	11,0	13,1
2014	9,8	9,5	10,4	10,7	11,6
2015	12,8	9,8	10,6	12,9	11,0

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Để đáp ứng yêu cầu về CAR như các quy định trên, có rất nhiều hình thức mà các ngân hàng có thể áp dụng. Tuy vậy, việc thực hiện trong thực tế lại không hề dễ dàng, đặc biệt đối với nhóm ngân hàng quốc doanh vốn có CAR đang khá mỏng.



Các phương án cải thiện CAR và khả năng thực hiện của các ngân hàng gồm có:

(1) Tăng vốn tự có (tử số) thông qua tăng Vốn cấp 1:

- ✓ *Phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu.* Nguồn vốn tăng thêm ở các Ngân hàng Quốc doanh có thể sẽ không đáng kể nếu thực hiện theo hình thức này, vì có khả năng cao là cổ đông Nhà nước sẽ từ bỏ quyền mua. Bởi lẽ Nghị quyết Quốc hội về Kế hoạch tái cơ cấu nền kinh tế giai đoạn 2016 – 2020 đã xác định không dùng ngân sách Nhà nước để cấp vốn cho các ngân hàng thương mại.
- ✓ *Phát hành riêng lẻ.* Đối tác chiến lược khả dĩ nhất mà các ngân hàng có thể kỳ vọng là NĐT nước ngoài. Tuy vậy, ngân hàng là một trong những ngành nghề mà tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài nếu được tăng thêm cũng không được vượt quá mức 35% cho thấy cánh cửa khá hẹp đối với ACB (dư địa còn khoảng 5% nếu trần sở hữu nước ngoài được tăng lên mức 35%) nhưng là phương án khả dĩ nhất đối với BID, MBB, và VCB. Tuy nhiên, thất bại của việc phát hành riêng lẻ cho GIC mới đây của VCB cho thấy việc phát hành tăng vốn bằng hình thức này của các NHQD cũng không hề dễ dàng do khó đạt được thỏa thuận về giá phát hành.

Hiện tại, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại CTG đã giảm về mức tối thiểu (xấp xỉ 65%), do đó việc phát hành tăng vốn cấp 1 bằng cả hai phương án trên đều không khả thi đối với ngân hàng này.

- ✓ *M&A.* Một số ngân hàng đã thực hiện M&A và một số ngân hàng đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục để sáp nhập. Tuy vậy, việc sáp nhập với một ngân hàng quy mô nhỏ hơn nhưng rủi ro hơn hoặc quy mô và rủi ro tương đương sẽ không có đóng góp vào sự cải thiện CAR cho ngân hàng nhận sáp nhập.
- ✓ *Cổ tức bằng cổ phiếu.* Đây là phương án mà hầu hết các ngân hàng đang thực hiện. Tuy nhiên, ước tính tỷ lệ VĐL/VTC thấp hơn tỷ lệ VĐL/VCSH từ 0,6 - 1,9 điểm phần trăm. Do vậy, nếu thực hiện chi trả cổ tức bằng cổ phiếu sẽ khiến ROE bị suy giảm nhiều hơn so với lợi ích nhận được từ việc trả cổ tức bằng cổ phiếu.
- ✓ *Giữ lại lợi nhuận, không trả cổ tức.* Phương án này có thể giúp làm tăng vốn tự có khoảng 6% đến hơn 11%. Tuy nhiên ngân hàng có thể sẽ vấp phải sự cản trở của cổ đông vì cổ tức là một trong những nguồn thu nhập chính mà cổ đông ngân hàng trông chờ (điển hình như trường hợp của BID và CTG trong năm 2016).
- ✓ *Bán cổ phiếu quỹ.* Trên sàn niêm yết hiện tại chỉ có STB và ACB có nguồn cổ phiếu quỹ để thực hiện phương án này. Tuy nhiên, nếu việc bán cổ phiếu quỹ không đi cùng tăng trưởng về lợi nhuận có thể sẽ khiến các chỉ tiêu sinh lời (ROA và ROE) suy giảm.

(2) Tăng vốn tự có (tử số) thông qua tăng Vốn cấp 2: hình thức phát hành trái phiếu kỳ hạn dài. Đây cũng là phương án mà nhiều ngân hàng đang thực hiện tuy nhiên điểm hạn chế là chi phí vốn cao và chỉ mang tính ngắn – trung hạn. Như bảng bên dưới thể hiện thì ACB và BID là hai ngân hàng đã tiến gần đến giới hạn được phát hành thêm trái phiếu (Vốn cấp 2 bằng 50% Vốn cấp 1).

(3) hoặc, Giảm tài sản có rủi ro (mẫu số) bằng cách hạn chế tăng trưởng trưởng tín dụng, đẩy nhanh huy động đồng thời tái cơ cấu danh mục cho vay cũng như đầu tư hiện tại. Với phương án này, các chỉ tiêu về đảm bảo an toàn vốn sẽ được cải thiện nhưng khả năng sinh lời và NIM sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực.

Bảng: Vốn tự có tại thời điểm cuối năm 2015 của các NHNY

	ACB	BID	CTG	MBB	VCB
Vốn cấp 1	10.863	36.007	49.600	20.759	41.340
Vốn cấp 2	4.760	24.165	15.536	4.796	8.453
Tỷ lệ Vốn cấp 2/Vốn cấp 1 (%)	43,8	67,1	31,3	23,1	20,4
Vốn tự có	15.623	60.172	65.136	25.556	49.793
Vốn điều lệ (trừ cổ phiếu quỹ)	8.711	34.187	37.234	16.000	26.650
Vốn CSH	12.788	40.950	55.868	22.593	45.007
Vốn điều lệ (trừ cổ phiếu quỹ)/Vốn tự có (%)	55,8	56,8	57,2	62,6	53,5
Vốn điều lệ (trừ cổ phiếu quỹ)/VCSH (%)	68,1	83,5	66,6	70,8	59,2
LNST	1.028	5.822	5.698	2.496	5.332
LNST/Vốn tự có (%)	6,6	9,7	8,7	9,8	10,7
LNST/VCSH (%)	8,0	14,2	10,2	11,0	11,8

Nguồn: BCTC các NHNY, RongViet Research ước tính

Bảng: Các phương án tăng vốn tự có năm 2016 của các ngân hàng (tỷ đồng)

	Vốn cấp 1					Vốn cấp 2	Tổng vốn đã tăng thêm năm 2016	Ghi chú	
	Phát hành riêng lẻ	M&A	Cổ tức bằng cổ phiếu	Giữ lại lợi nhuận	Bán cổ phiếu quỹ	Vốn cấp 1 tăng thêm			Phát hành trái phiếu
ACB			871		665,7 (*)	871	3.500	4.371	(*) Đã được ĐHĐCĐ thông qua, ngân hàng sẽ thực hiện khi điều kiện thị trường phù hợp
BID	x (*)								(*) Đang trong quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược
CTG		3.000 (*)							(*) Dự kiến sáp nhập PG Bank
MBB	x (*)		800			800		800	(*) Đang trong quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược
VCB	3.598 (*)		9.328				8.000	17.328	(*) Kế hoạch phát hành cho GIC nhưng không được cơ quan chủ quản chấp thuận do giá phát hành. VCB có thể sẽ phải có giải pháp mới cho kế hoạch phát hành này trong năm 2017.

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hệ số sử dụng vốn trong giới hạn của NHNN đảm bảo cho tăng trưởng và khả năng cải thiện hiệu quả sinh lời trong tương lai. Cụ thể, cuối Q2/2016, tỷ lệ cấp tín dụng so với huy động (LDR) công bố chỉ ở mức 77% và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn theo ước tính đạt khoảng 31%. Các chỉ tiêu này của ACB thấp hơn đáng kể so với mức trần quy định của Thông tư 36 (và Thông tư 06 sửa đổi). Hệ số sử dụng vốn thấp hơn sẽ tạo điều kiện cho ACB: (1) Đẩy nhanh hoạt động tín dụng và chủ động hơn đối với việc huy động và (2) Chủ động cơ cấu các khoản vay theo kỳ hạn để tối đa lợi ích cho ngân hàng. Nhờ vậy, tỷ lệ NIM dự báo sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2016 và các năm tiếp theo.

Chu kỳ tăng trưởng trở lại. Như đã phân tích ở trên, nhờ giới hạn sử dụng vốn còn khá rộng rãi, tăng trưởng cho vay khách hàng của ACB đã bắt đầu nhanh hơn so với tăng trưởng huy động. Điều này giúp hoạt động ngân hàng lõi của ACB phục hồi tích cực trong năm 2015 với thu nhập lãi thuần tăng trưởng xấp xỉ 24% so với năm 2014. Xu hướng này dự báo sẽ tiếp tục được duy trì trong giai đoạn 2016 – 2018 với CAGR thu nhập lãi ước đạt hơn 17%.

Tiến độ xử lý các vấn đề tổn động nhanh hơn kế hoạch, ACB có thể sớm hoàn tất trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt. Khoản tổn động lớn nhất cần xử lý năm 2016 là gần 5.800 tỷ đồng nợ của Nhóm 6 Công ty. Ước tính trong năm 2016, ACB đã trích lập dự phòng khoảng 1.000 tỷ đồng và thu hồi gần 2.500 tỷ đồng thông qua xử lý tài sản đảm bảo. Với tiến độ khả quan như trên, chúng tôi kỳ vọng ACB có thể sẽ xử lý xong toàn bộ các vấn đề tổn động trong năm 2017 (nhanh hơn để án tái cơ cấu của ngân hàng). Ngoài ra, ACB là một trong những ngân hàng có số dư TPĐB thấp trong hệ thống và khá tích cực trong việc thu hồi nợ xấu đã bán qua VAMC. Đến cuối Q2/2016, số dư TPĐB của ACB là 1.785 tỷ đồng, giảm hơn 5% so với cuối năm 2015. Nhờ tiến độ thu hồi nợ tốt, ước tính chi phí trích lập DPRR cho TPĐB của ACB chỉ xoay quanh mức 300 tỷ đồng mỗi năm. Chúng tôi cũng kỳ vọng sau khi xử lý xong các khoản tổn động cũ, ACB sẽ đẩy nhanh việc trích lập DPRR cho TPĐB nhanh hơn yêu cầu được giao.

Đầu tư hoạt động ngân hàng lõi, tỷ lệ CIR dự báo vẫn duy trì ở mức cao. ACB bắt đầu trở lại với mục tiêu phát triển hoạt động ngân hàng lõi từ năm 2015 với các thay đổi về hệ thống nhận diện thương hiệu cũng như đẩy mạnh đầu tư hạ tầng công nghệ, nhân lực đồng thời phát triển mạng lưới. Kế hoạch này dự kiến được thực hiện trong 4 năm (2015 – 2018), do vậy, chi phí hoạt động dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 14% trong giai đoạn này. Tỷ lệ CIR theo đó vẫn duy trì ở mức trên 65%.

Chuẩn bị vốn cho Basel 2. Giải pháp tăng vốn mà ACB sử dụng gồm (1) Trả cổ tức bằng cổ phiếu giai đoạn 2015 – 2017, (2) Phát hành trái phiếu dài hạn, và (3) Bán cổ phiếu quỹ. Trong đó, ACB đã phát hành 3.000 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 05 năm trong năm 2016. Theo ước tính của chúng tôi, với việc phát hành trái phiếu như trên, khả năng tỷ lệ Vốn cấp 2/Vốn cấp 1 của ACB đã tiệm cận ngưỡng tối đa 50%. Trong khi đó, mặc dù đã được ĐHĐCĐ thông qua, ACB đang ngò thời điểm bán cổ phiếu quỹ.

Quan điểm và định giá

Là một trong những ngân hàng đầu tiên gắn liền với quá trình tái cấu trúc của ngành ngân hàng, đến cuối năm 2016, ACB đã xử lý xong các khoản tiền gửi trái quy định cũng như các khoản cho vay liên ngân hàng. Cùng với đó, ACB cũng dần quay lại quỹ đạo kinh doanh đặc trưng của một ngân hàng thương mại. Hoạt động tín dụng tăng tốc giúp thu nhập lãi của ngân hàng bắt đầu ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2015 và dự báo sẽ duy trì trong giai đoạn tiếp theo.

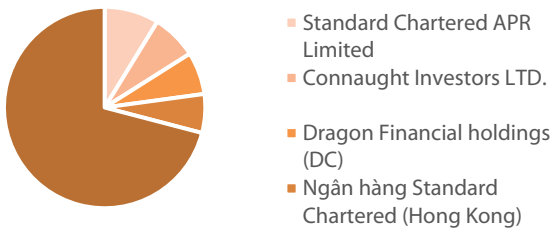
Trong ngắn và trung hạn, lợi nhuận của ACB vẫn phải sử dụng để xử lý những tổn động cuối cùng liên quan đến Nhóm 6 Công ty, trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt và đầu tư hạ tầng nhằm phát triển hoạt động ngân hàng lõi. Trong bối cảnh phân khúc ngân hàng bán lẻ đang có sự cạnh tranh ngày

càng gay gắt thì việc đầu tư này là hợp lý và cần thiết. Quan trọng hơn cả là hoạt động kinh doanh chính của ACB đã có thể mang lại đủ lợi nhuận đáp ứng các nhu cầu chi tiêu như trên.

Với việc lựa chọn chỉ tập trung phát triển nhóm khách hàng truyền thống mà ACB đã có nhiều kinh nghiệm phục vụ (SMEs và cá nhân) đồng thời lấn sân sang phân khúc khách hàng giàu có (Ngân hàng ưu tiên), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của ACB sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2017 – 2019, song hành với sự phục hồi hoạt động kinh doanh và tiêu dùng trong nền kinh tế. Cho năm 2016, dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 21% và tăng trưởng huy động khách hàng tương ứng là 16%. LNTT năm 2016 ước đạt 1.556 tỷ đồng, tăng 21% so với năm 2015 và vượt kế hoạch 3,5%.

Sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh PB, mức giá hợp lý của ACB dự phóng đạt 23.100 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 13/01 khoảng 7%. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho mục tiêu nắm giữ DÀI HẠN đối với cổ phiếu ACB.

Hình: Cổ đông lớn và sở hữu nước ngoài



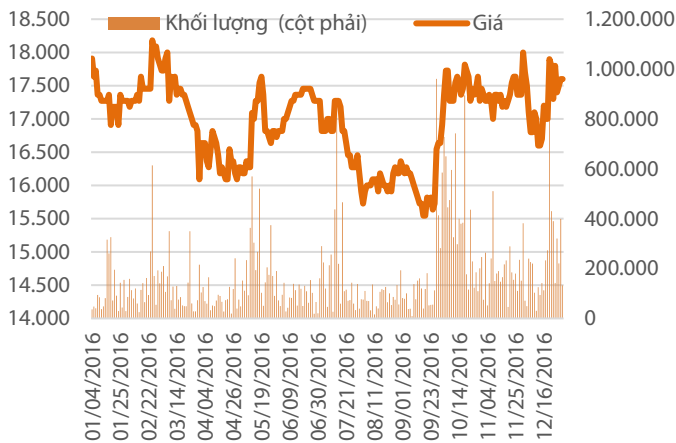
Nguồn: FiinPro

Bảng: Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa (tỷ đồng)	21.986
SLCPDLH	985.901.288
Beta	0,8
Free Float (%)	71%
Giá cao nhất 52 tuần	22.900
Giá thấp nhất 52 tuần	15.600
KLGD bình quân 20 phiên	207.272
Tỷ lệ sở hữu còn NĐTNN (%)	1,5

Nguồn: CafeF, Vietstock, FiinPro, RongViet Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá



Nguồn: FiinPro

Bảng: Các chỉ số tài chính và dự báo

	2014	2015	2016E	2017F
Tổng tài sản	179.610	201.457	234.851	273.146
Tăng trưởng (%)	8%	12%	17%	16%
Vốn chủ sở hữu	12.397	12.788	14.033	16.166
Tăng trưởng (%)	-1%	3%	10%	15%
Cho vay khách hàng	116.324	134.032	162.178	192.992
Tăng trưởng (%)	9%	15%	21%	19%
Tiền gửi khách hàng	154.614	174.919	202.906	235.371
Tăng trưởng (%)	12%	13%	16%	16%
Tổng thu nhập hoạt động	6.056	6.220	7.133	8.427
- Thu nhập lãi thuần	4.766	5.884	6.908	8.064
LNTT (sau trích lập DPRRTD)	1.215	1.314	1.556	2.019
CIR (%)	64	65	66	65
NIM (%)	3,0	3,3	3,4	3,4
ROAA (%)	0,5	0,5	0,6	0,6
ROAE (%)	7,6	8,2	9,3	10,7
BVPS	13.831	14.267	14.233	14.906
EPS	1.021	1.136	1.243	1.489
P/E	15,5	17,4	17,3	14,4
P/B	1,1	1,4	1,5	1,4

Nguồn: RongViet Research

BID: HY SINH TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CHO MỤC TIÊU AN TOÀN THANH KHOẢN VÀ VỐN

TTS tăng trưởng mạnh sau khi sáp nhập MHB. Sau khi hoàn tất hợp nhất MHB, tổng tài sản của BID đã tăng xấp xỉ 31% trong năm 2015 và dẫn đầu nhóm NHNY. Thị phần tín dụng và huy động cũng liên tục tăng lên trong các năm vừa qua và đạt lần lượt 13% và 12,2% vào cuối Q3/2016.

Việc sáp nhập MHB một mặt giúp BID tăng tốc nhanh về tổng tài sản, mở rộng mạng lưới và tăng số lượng nhân viên nhưng đồng thời khiến các chỉ tiêu về chất lượng tài sản cũng như chi phí bị ảnh hưởng. Cụ thể, tỷ lệ nợ xấu vào cuối Q3/2016 tăng nhẹ so với cuối năm 2015 và ở mức 2% trong khi tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu vẫn ở mức thấp so với các NHNY khác, chỉ đạt xấp xỉ 78%. Chi phí hoạt động đồng thời tăng mạnh, tỷ lệ CIR đã tăng mạnh từ mức bình quân 39,4% năm 2014 lên khoảng 45% trong năm 2015.

Chi phí DPRR tín dụng tăng mạnh do trích lập DPRR TPĐB. Giá trị TPĐB mà BID nắm giữ vào cuối năm 2015 là hơn 20.800 tỷ đồng, tăng gần gấp 3 lần so với cuối năm 2014 và chỉ giảm nhẹ (chưa đến 1%) vào cuối Q2/2016, tỷ lệ khá thấp so với mức trung bình của nhóm NHNY. Do vậy, ước tính chi phí DPRR cho TPĐB trong giai đoạn 2016 – 2019 sẽ tăng gấp 3,5 lần so với mức trích lập của năm 2015. Tổng chi phí DPRR tín dụng năm 2016 dự báo tăng xấp xỉ 24% so với năm 2015.

Huy động tăng tốc giúp cải thiện các chỉ tiêu an toàn thanh khoản. 9T2016, tăng trưởng huy động khách hàng đạt 25,7%, cao gấp đôi mức tăng trưởng cho vay. Tỷ lệ LDR (theo Thông tư 36) của BID đã giảm nhanh về mức khoảng 82% (2015: 95,5%). Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ước tính ở mức xấp xỉ 41% vào cuối Q2/2016.

NIM suy giảm tạm thời, nhưng các chỉ tiêu sinh lời đang diễn biến theo xu hướng tiêu cực. Do việc đẩy nhanh tăng trưởng huy động nhằm đảm bảo an toàn thanh khoản, hệ số NIM của BID dự báo sẽ tiếp tục suy giảm đáng kể trong năm 2016. Mặc dù vậy, như trên đã phân tích, đến cuối Q3/2016, BID cơ bản đã đưa các chỉ số về ngưỡng giới hạn của NHNN. Do đó, chúng tôi cho rằng áp lực huy động sẽ giảm dần từ năm 2017 giúp BID khôi phục dần hệ số NIM.

Ở chiều ngược lại, trong ngắn và trung hạn, thu nhập của BID dự báo sẽ tiếp tục bị chi phí hoạt động và chi phí DPRR tín dụng ăn mòn khiến tăng trưởng lợi nhuận không theo kịp đà tăng của Tổng tài sản cũng như VCSH. Các chỉ tiêu sinh lời, ROE và ROA, theo đó dự báo tiếp tục trong xu hướng giảm.

Áp lực tăng vốn đáp ứng quy chuẩn Basel II. Với hệ số CAR đang tiệm cận ngưỡng 9% (theo chuẩn Thông tư 36), mức thấp nhất hệ thống, có thể thấy bộ đệm vốn của BID đang rất mỏng và khó đáp ứng chuẩn Basel II. Trong khi khả năng tăng Vốn cấp 2 của BID đã chạm ngưỡng giới hạn (ước tính tỷ lệ Vốn cấp 2/Vốn cấp 1 đã cao hơn mức 50%), dư địa tăng vốn tự có của BID hoàn toàn phụ thuộc vào khả năng phát hành riêng lẻ của BID trong năm 2017 (tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại BID vẫn đang ở mức trên 95%). Với dư địa sở hữu cổ đông nước ngoài tại BID còn khá dồi dào, phương án phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược nước ngoài là phương án khả dĩ nhất đối với BID. Tuy vậy, xem xét trường hợp của VCB với giá phát hành cho cổ đông chiến lược phải được chiết khấu so với giá thị trường và cần có sự thông qua của cổ đông Nhà nước, có thể thấy hành trình tìm được đối tác chiến lược cho các NHQD không phải là việc dễ dàng.

Định giá và Khuyến nghị

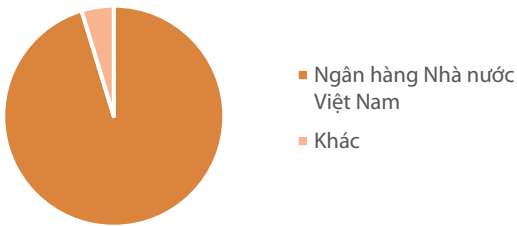
Với thị phần tín dụng và huy động khách hàng ở mức trên 12%, trong đó cơ cấu khách hàng vay tập trung vào nhóm sản xuất, thương mại và xây dựng, có thể nói BID được hưởng lợi đáng kể từ sự phục hồi của các nhóm ngành này cùng với nhu cầu về vốn đang tăng lên. Do vậy, mặc dù tốc độ tăng trưởng huy động đang nhanh hơn đáng kể so với tăng trưởng tín dụng, thu nhập thuần từ lãi

dự báo vẫn tăng gần 14% trong năm 2016 và đủ giúp BID trang trải chi phí hoạt động cũng như chi phí DPRR tín dụng vốn được dự báo cũng ở mức cao trong năm này.

Dự báo cả năm 2016, tăng trưởng cho vay và huy động khách hàng lần lượt đạt 15,5% và 29% trong khi chi phí hoạt động và chi phí DPRR tín dụng dự báo tăng lần lượt 14% YoY và 24% YoY. LNTT theo đó ước tăng hơn 7% và đạt 8.532 tỷ đồng, cao hơn kế hoạch năm khoảng 8%. Trong ngắn hạn, NIM sẽ tiếp tục suy giảm do áp lực đảm bảo các chỉ tiêu về an toàn thanh khoản. Tuy nhiên, việc này cơ bản đã được thực hiện, NIM kỳ vọng có thể phục hồi vào năm 2017. Ở chiều ngược lại, các hệ số sinh lời dự báo sẽ tiếp tục trong xu hướng giảm trong thời gian tới do áp lực tăng vốn đáp ứng Basel II.

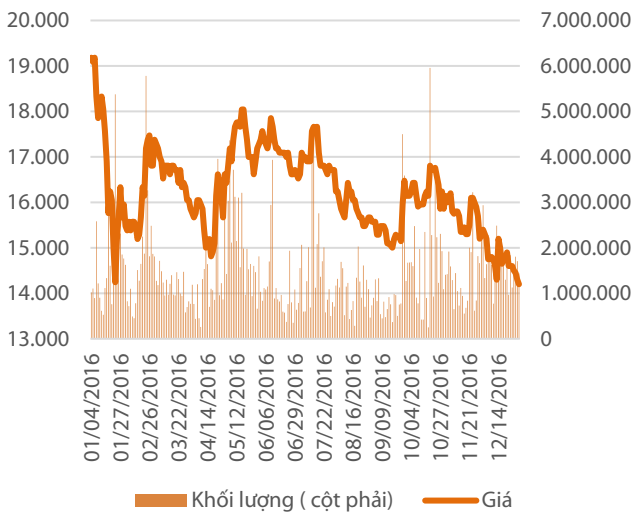
Sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh PB, mức giá hợp lý của BID dự phóng đạt 17.000 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 13/01 khoảng 5%. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho mục tiêu nắm giữ DÀI HẠN đối với cổ phiếu BID.

Hình : Cổ đông lớn và sở hữu nước ngoài



Nguồn: FiinPro

Hình: Diễn biến giá



Nguồn: FiinPro

Bảng: Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa (tỷ đồng)	49.771
SLCPDLH	3.418.715.334
Beta	0
Free Float (%)	4,7%
Giá cao nhất 52 tuần	18.000
Giá thấp nhất 52 tuần	14.200
KLGD bình quân 20 phiên	1.612.260
Tỷ lệ sở hữu còn NĐTNN (%)	28,75

Nguồn: CafeF, Vietstock, FiinPro, RongViet Research tổng hợp

Bảng: Các chỉ số tài chính và dự báo

	2014	2015	2016E	2017F
Tổng tài sản	650.340	850.670	968.700	1.146.566
Tăng trưởng (%)	19%	31%	14%	18%
Vốn chủ sở hữu	33.271	40.950	44.731	47.927
Tăng trưởng (%)	4%	23%	9%	7%
Cho vay khách hàng	445.693	598.434	691.192	807.312
Tăng trưởng (%)	14%	34%	16%	17%
Tiền gửi khách hàng	440.472	564.583	728.312	888.541
Tăng trưởng (%)	30%	28%	29%	22%
Tổng thu nhập hoạt động	21.907	24.712	28.196	26.698
- Thu nhập lãi thuần	16.844	19.315	21.976	21.115
LNTT (sau trích lập DPRRTD)	6.297	7.949	8.532	7.882
CIR (%)	39	45	45	45
NIM (%)	3,14	2,74	2,52	3,16
ROAA (%)	0,8	0,8	0,7	0,6
ROAE (%)	15,3	15,7	15,5	13,2
BVPS	11.835	11.978	13.084	14.019
EPS	1.378	1.434	1.610	1.785
P/E	9,2	14,4	10,1	9,1
P/B	1,1	1,7	1,2	1,2

Nguồn: RongViet Research

CTG: CHỜ ĐỢI THÀNH QUẢ CHUYỂN ĐỔI MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG

Ngân hàng đầu ngành xét về quy mô. Chỉ sau khi BID sáp nhập MHB, CTG mới rơi xuống hàng thứ hai xét về tổng tài sản, thị phần tín dụng cũng như huy động. Tuy vậy, CTG vẫn dẫn đầu nhóm NHNY về quy mô vốn chủ sở hữu và mạng lưới hoạt động. Đến thời điểm cuối Q3/2016, thị phần huy động và cho vay của CTG lần lượt đạt 10,7% và 12%.

Thời kỳ chuyển đổi mô hình hoạt động và đầu tư mạnh tay cho công nghệ. Sau giai đoạn ngành ngân hàng gặp khó khăn và tăng trưởng kém 2012 – 2014, CTG bắt tay thực hiện tái cơ cấu mô hình hoạt động cũng như đầu tư hạ tầng công nghệ nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động. Tuy vậy, việc đầu tư tốn kém và cần nhiều thời gian để hiện thực hóa lợi ích, đồng thời khiến chi phí hoạt động tăng mạnh. Trong năm 2015, tỷ lệ CIR ở mức 47,1%, tỷ lệ cao nhất trong nhóm NHQD. Với kế hoạch đầu tư trung hạn (2015 – 2018) của ngân hàng, tỷ lệ CIR sẽ dự báo vẫn ở mức 47% giai đoạn 2016 – 2018.

Nợ xấu bán VAMC và gánh nặng trích lập DPRR. CTG là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất hệ thống, chỉ trên dưới 1% kể cả trong giai đoạn ngành ngân hàng gặp khó khăn. Mặc dù vậy, nợ xấu CTG bán VAMC tăng đột biến trong năm 2015 và trong nhóm NHNY thì giá trị TPĐB mà CTG nắm giữ chỉ thấp hơn BID. Tỷ lệ thu hồi nợ xấu sau khi bán VAMC khá tốt so với một số NHNY khác, giá trị TPĐB mà CTG nắm giữ vào cuối Q2/2016 đã giảm khoảng 2,5% so với cuối năm 2015. Ước tính chi phí DPRR cho TPĐB sẽ cao nhất trong giai đoạn 2017 – 2019 và giảm mạnh trong năm 2020. Nếu tỷ lệ thu hồi nợ của CTG tốt hơn mức hiện tại, dự báo việc trích lập có thể hoàn tất vào năm 2019.

Khả năng phát hành trái phiếu dài hạn đáp ứng chuẩn Basel II. Hệ số CAR tại thời điểm cuối năm 2015 của CTG chỉ đạt 10,6%, quy mô vốn tự có khá mỏng và khó có thể đáp ứng tiêu chí của Basel II. Tuy vậy, trong các giải pháp tăng vốn thì phương án phát hành trái phiếu kỳ hạn dài là khả thi nhất bởi lẽ (1) Cơ hội bổ sung vốn cấp 1 gần như là 0% khi mà tỷ lệ sở hữu của cổ đông Nhà nước đã giảm về mức tối thiểu 65% và Nghị quyết Quốc hội đã thể hiện rõ quan điểm không dùng vốn ngân sách đầu tư vào các NHTM. Do vậy, CTG khó có khả năng tiếp tục phát hành riêng lẻ hay phát hành thêm hoặc giữ lại cổ tức/trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm bổ sung vốn cấp 1; và (2) Mặc dù CTG đã phát hành 8000 tỷ đồng để tăng vốn cấp 2 trong năm 2015, tổng Vốn cấp 2 mới chỉ tương đương hơn 30% tổng Vốn cấp 1. Như vậy, CTG vẫn còn dư địa khá lớn cho việc phát hành trái phiếu nhằm bổ sung vốn tự có.

Ngoài ra, kế hoạch sáp nhập PG Bank đã được CTG chuẩn bị từ cách đây vài năm và nếu thực hiện thành công, vốn điều lệ của CTG dự kiến tăng thêm khoảng 3.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, như chúng tôi đã phân tích ở phần trên, việc sáp nhập với một ngân hàng có quy mô nhỏ hơn nhưng rủi ro tương đương hoặc lớn hơn sẽ không giúp CTG cải thiện hệ số CAR.

Kết quả kinh doanh 9T2016. Trong 3 quý đầu năm 2016, khoảng cách giữa cho vay và huy động khách hàng tiếp tục giãn rộng với tăng trưởng cho vay chỉ bằng khoảng 60% tốc độ tăng trưởng huy động, tương ứng tăng trưởng lần lượt 16,2% và 26,9%. Trong đó, tín dụng của nhóm khách hàng cá nhân tiếp tục có chuyển biến khả quan, bù đắp cho sự chậm lại của mảng khách hàng doanh nghiệp Nhà nước. Tổng tài sản tăng 15,6% YTD, cao gấp đôi mức tăng trưởng cùng kỳ và tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức dưới 1%.

Các chỉ tiêu an toàn vốn và thanh khoản đã gần như tiệm cận ngưỡng giới hạn của NHNN khiến CTG không có nhiều dư địa cho việc cải thiện NIM cũng như các hệ số sinh lời. Tuy nhiên, các khoản thu nhập vẫn tăng trưởng khá tốt so với cùng kỳ, với thu nhập thuần từ lãi và từ hoạt động dịch vụ lần lượt đạt 18,4% YoY và 12,7% YoY, tổng thu nhập hoạt động tăng 19,3% YoY. Chi phí hoạt động và chi phí DPRR tín dụng tiếp tục tăng trưởng mạnh khiến LNTT chỉ tăng 13,3% YoY, tương ứng đạt 6.485 tỷ đồng và hoàn thành 82% kế hoạch kinh doanh cả năm.



Định giá và Khuyến nghị

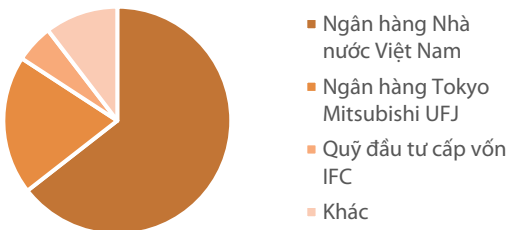
Với thị phần tín dụng và huy động đứng thứ 3 hệ thống, đạt hơn 10% tính đến cuối Q3/2016, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế tăng trở lại là động lực giúp CTG cải thiện thu nhập. Dự báo cả năm 2016, tăng trưởng cho vay và huy động khách hàng lần lượt đạt 18,2% và 30%, thu nhập lãi thuần theo đó tăng trưởng 12% YoY và đóng góp 81,6% vào tổng thu nhập hoạt động (+13,6% YoY).

Mặc dù vậy, CTG vẫn trong giai đoạn chuyển mình với nhu cầu đầu tư khá cao, không chỉ đáp ứng chi tiêu công nghệ thông tin và còn mở rộng mạng lưới cũng như nguồn nhân lực. CIR theo đó dự báo duy trì ở mức trên 47% trong năm 2016 và 2017. Ngoài ra, như đã phân tích ở trên, chi phí DPRR tín dụng của CTG vẫn tiếp tục mạnh (+16% YoY) so với năm 2015 do năm 2016 là thời điểm CTG bắt đầu trích lập toàn bộ TPĐB. LNTT năm 2016 theo đó dự báo đạt hơn 8.249 tỷ đồng, tăng 12,3% so với năm 2015 và cao hơn kế hoạch khoảng 4,4%.

Từ năm 2015, CTG đã bắt đầu đẩy tăng trưởng huy động nhanh hơn rất nhiều so với cho vay khách hàng. Tỷ lệ LDR nhờ vậy đã được đưa về mức 85% vào cuối Q2/2016. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ước tính đạt 33,8%, thấp hơn mức quy định hiện hành của NHNN. Tuy nhiên, mức trần tỷ lệ VNH cho vay TDH sẽ thu hẹp dần từ năm 2017, do vậy, trên thực tế CTG không có nhiều dư địa để cải thiện hệ số NIM. Ở chiều ngược lại, CTG hiện đã mấp mé ngưỡng giới hạn tăng vốn cấp 1, do vậy suất sinh lời trên VCSH (ROE) dự báo sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.

Sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh PB, mức giá hợp lý của CTG dự phóng đạt 18.000 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 13/01 khoảng 4%. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho mục tiêu nắm giữ DÀI HẠN đối với cổ phiếu CTG.

Hình: Cơ cấu cổ đông (%)



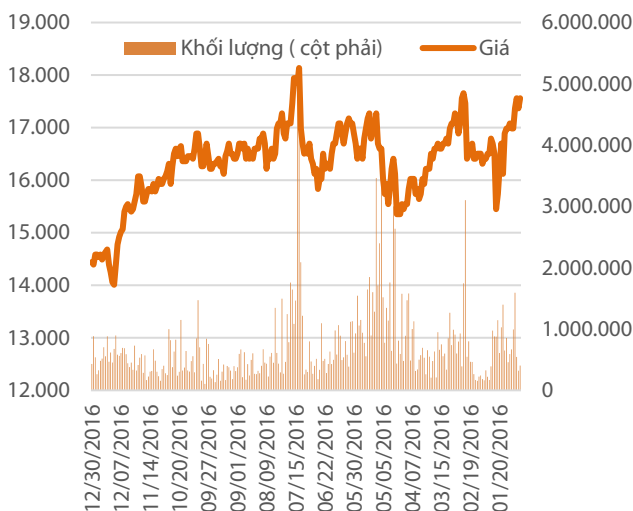
Nguồn: FiinPro

Bảng: Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa (tỷ đồng)	63.484
SLCPDLH	3.723.404.556
Beta	0,96
Free Float (%)	10,41%
Giá cao nhất 52 tuần	18.100
Giá thấp nhất 52 tuần	14.000
KLGD bình quân 20 phiên	741.421
Tỷ lệ sở hữu còn NETNN (%)	0,14

Nguồn: CafeF, Vietstock, FiinPro, RongViet Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá



Nguồn: FiinPro

Bảng: Các chỉ số tài chính và dự báo

	2014	2015	2016E	2017F
Tổng tài sản	661.242	779.483	946.995	1.069.400
Tăng trưởng (%)	15%	18%	21%	13%
Vốn chủ sở hữu	55.259	55.868	59.897	67.916
Tăng trưởng (%)	2%	1%	7%	13%
Cho vay khách hàng	439.869	538.080	636.010	737.772
Tăng trưởng (%)	17%	22%	18%	16%
Tiền gửi khách hàng	424.181	492.960	641.834	770.201
Tăng trưởng (%)	16%	16%	30%	20%
Tổng thu nhập hoạt động	21.031	22.744	25.829	28.621
- Thu nhập lãi thuần	17.580	18.839	21.089	23.629
LNTT (sau trích lập DPRRTD)	7.302	7.345	8.249	10.056
CIR (%)	47	47	47	47
NIM (%)	3,1	2,8	2,6	2,5
ROAA (%)	0,9	0,8	0,8	0,8
ROAE (%)	10,5	10,3	11,4	12,5
BVPS	14.841	15.004	16.087	18.240
EPS	1.266	1.208	1.395	2.153
P/E	10,9	15,4	12,4	8,0
P/B	0,9	1,2	1,1	0,9

Nguồn: RongViet Research



MBB: TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CHƯA ĐI CÙNG CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

NHTM với chất lượng tài sản dẫn đầu. Cũng như VCB, MBB đã áp dụng cả hai phương pháp phân loại nợ theo định tính và định lượng từ rất sớm, do vậy tỷ lệ nợ xấu và trích lập DPRR trong những năm trước của MBB luôn ở mức cao so với các ngân hàng cùng nhóm khác. Nhờ sự chặt chẽ như trên, MBB là một trong những ngân hàng chịu ít áp lực nhất trong giai đoạn thực hiện tái cơ cấu vừa qua của ngành. Đến cuối quý 3/2016, tỷ lệ nợ xấu đã giảm về mức 1,3% và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu đồng thời tăng mạnh lên xấp xỉ 117%.

Cơ cấu tài sản có nhiều biến động sau giai đoạn 1 tái cấu trúc của ngành ngân hàng. Trong quá khứ, trụ cột kinh doanh của MBB không chỉ dựa vào tín dụng đối với nền kinh tế mà còn được đóng góp đáng kể bởi cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng cũng như đầu tư chứng khoán nợ. Tuy vậy, xu hướng này đã có sự dịch chuyển đáng kể từ năm 2012 đến nay, cơ cấu các khoản mục Tiền gửi và cho vay các TCTD khác - Cho vay khách hàng - Chứng khoán đầu tư đã dịch chuyển từ 30% - 42% - 14% cuối năm 2011 thành 10% - 60% - 21% vào cuối quý 3/2016.

Tuy vậy, hiệu quả hoạt động ngân hàng thương mại chưa cao. Tỷ lệ lãi biên ròng (NIM) vẫn trong xu hướng giảm từ năm 2011 do thu nhập lãi từ hoạt động liên ngân hàng cũng lợi suất đầu tư chứng khoán nợ liên tục suy giảm. Trong khi đó, mặc dù vẫn liên tục tăng trưởng mạnh và đã chiếm tỷ trọng hơn 50% trong cơ cấu tài sản của MBB nhưng tín dụng đối với nền kinh tế vẫn chưa mang lại thu nhập lãi đủ bù đắp cho sự sụt giảm trên. Tỷ lệ lãi biên ròng dự báo tiếp tục giảm xuống 3,6% vào cuối năm 2016 (2015: 3,9%).

Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ cho vay so với tiền gửi khách hàng đã tăng mạnh từ mức xấp xỉ 73% vào cuối năm 2015 lên xấp xỉ 80% vào cuối Q3/2016, có thể là hệ quả của việc đẩy nhanh tăng trưởng cho vay so với tiền gửi khách hàng. Trong khi đó, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ước tính chỉ xoay quanh mức 20%, rất thấp so với quy định của Thông tư 36 (và Thông tư 06). Do vậy, mặc dù không còn dư địa để MBB cải thiện hệ số sử dụng vốn nhưng với tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn còn rất thấp, MBB vẫn có khả năng cơ cấu kỳ hạn các khoản vay, qua đó khôi phục dần hệ số NIM.

Áp lực vốn không quá lớn nếu thực hiện thí điểm Basel II. Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) cuối năm 2015 của MBB đạt 12,9%, cách khá xa so quy định 9% của Thông tư 36. Q1/2016, MBB đã phát hành hơn 31 triệu cổ phiếu để hoán đổi với CTCP Tài chính Sông Đà (SDFC) giúp vốn tự có của ngân hàng tăng thêm hơn 300 tỷ đồng. Do vậy, nếu áp dụng quy chuẩn Basel II, chúng tôi cho rằng mức độ thiếu vốn của MBB cũng không trầm trọng như những ngân hàng cùng tham gia thí điểm Basel II khác. Tỷ lệ trả cổ tức năm 2015 của MBB cũng cho thấy sự “nhẹ nhàng” này: trong khi khá nhiều ngân hàng chỉ trả cổ tức bằng cổ phiếu thì với tỷ lệ cổ tức 10% của MBB, chỉ có 5% bằng cổ phiếu và 5% bằng tiền.

Định giá và Khuyến nghị

Mặc dù là ngân hàng thương mại với cổ đông lớn là các doanh nghiệp quân đội, MBB luôn có lợi thế huy động vốn với chi phí thấp. Nợ vay cũng được phân loại chặt chẽ và hệ số sử dụng vốn thấp nên MBB luôn được biết đến là NHTM cổ phần có chất lượng tài sản tốt, các chỉ tiêu về an toàn vốn và thanh khoản luôn được đảm bảo.

Trải qua giai đoạn khủng hoảng của ngành ngân hàng vừa qua, điểm yếu trong kinh doanh của MBB bắt đầu bộc lộ. Thị phần huy động và tín dụng thấp, lần lượt 3,2% và 2,5%, cộng thêm ít kinh nghiệm cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng thương mại khiến các chỉ tiêu sinh lời của MBB liên tục suy giảm. Kết thúc Q3/2016, mặc dù dư nợ cho vay khách hàng đã tăng trưởng 20% trong khi huy động chỉ tăng trưởng 2,9%, thu nhập lãi thuần chỉ tăng trưởng 4% YoY, kém xa so với sự bứt tốc của VCB hay ACB. Mặc dù chi phí trích lập DPRR đã giảm mạnh so với cùng kỳ (-33% YoY), nhưng chi phí hoạt động cũng đồng thời tăng mạnh (23% YoY), LNTT 9T2016 chỉ đạt 2.788 tỷ đồng, tăng 9% YoY và hoàn thành 77% kế hoạch kinh doanh năm. Cho cả năm 2016, dự báo tăng trưởng cho vay và huy

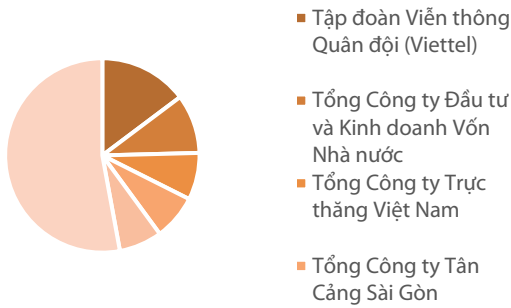


động khách hàng lần lượt đạt 23% và 8%, LNTT theo đó dự báo đạt 3.698 tỷ đồng, tăng 14,7% YoY và cao hơn kế hoạch khoảng 2,3%.

Áp lực vốn không đáng quan ngại và chính sách cổ tức ổn định là những điểm cộng đối với MBB. Ngân hàng đạt kế hoạch cổ tức tối thiểu 10%, và kể cả trong giai đoạn ngành ngân hàng đối diện nhiều khó khăn về vốn, MBB vẫn duy trì được tỷ lệ chi trả này.

Sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh PB, mức giá hợp lý của MBB dự phóng đạt 15.900 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 13/01 khoảng 16%. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TÍCH LŨY cho mục tiêu nắm giữ DÀI HẠN đối với cổ phiếu MBB.

Hình: Cơ cấu cổ đông (%)



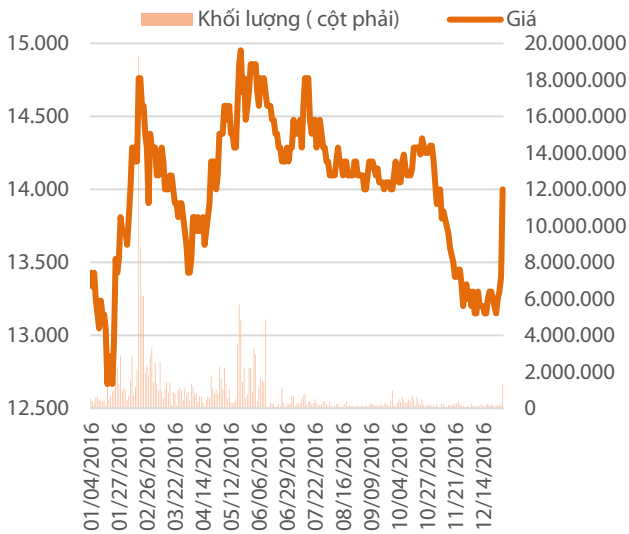
Nguồn: FiinPro

Bảng: Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa (tỷ đồng)	17.733
SLCPDLH	1.712.740.909
Beta	0,94
Free Float (%)	52,9%
Giá cao nhất 52 tuần	15.000
Giá thấp nhất 52 tuần	12.700
KLGD bình quân 20 phiên	829.414
Tỷ lệ sở hữu còn NĐTNN (%)	10

Nguồn: CafeF, Vietstock, FiinPro, RongViet Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá



Nguồn: FiinPro

Bảng: Các chỉ số tài chính và dự báo

	2014	2015	2016E	2017F
Tổng tài sản	200.489	221.042	248.835	274.967
Tăng trưởng (%)	11%	10%	13%	11%
Vốn chủ sở hữu	16.561	22.593	24.990	26.356
Tăng trưởng (%)	9%	36%	11%	5%
Cho vay khách hàng	100.569	121.349	149.259	173.887
Tăng trưởng (%)	15%	21%	23%	17%
Tiền gửi khách hàng	167.609	181.565	195.183	214.701
Tăng trưởng (%)	23%	8%	8%	10%
Tổng thu nhập hoạt động	8.307	8.772	9.387	9.818
- Thu nhập lãi thuần	6.540	7.319	7.929	8.314
LNTT (sau trích lập DPRRTD)	3.174	3.221	3.698	3.870
CIR (%)	37	39	40	40
NIM (%)	4,2	3,9	3,6	5,1
ROAA (%)	1,3	1,2	1,3	1,2
ROAE (%)	15,8	12,7	12,4	12,0
BVPS	14.284	13.851	14.591	15.388
EPS	2.136	1.800	1.614	1.797
P/E	6,1	8,1	8,5	7,6
P/B	0,9	1,1	0,9	0,9

Nguồn: RongViet Research

Nợ xấu và chất lượng tài sản tiếp tục được kiểm soát tốt. Cuối quý 3/2016, tăng trưởng tín dụng của VCB đạt 15,7%, mức tăng trưởng vừa phải so với một số NHNNY khác nhưng là mức tăng trưởng nhanh nhất so với cùng kỳ của các năm liền trước. Nhờ vậy, tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm nhẹ xuống 1,7% và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu tăng mạnh lên khoảng 128% so với mức 108% vào cuối năm 2015.

Hệ số sử dụng vốn thấp hơn quy định tạo điều kiện cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Ước tính tỷ lệ LDR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của VCB đạt lần lượt 79% và 28% vào cuối Q2/2016, tăng nhẹ so với cuối năm 2015. Tuy vậy, so với giới hạn theo của Thông tư 36 (và Thông tư 06) thì các chỉ tiêu sử dụng vốn của VCB còn cách khá xa giúp VCB có nhiều dư địa để cơ cấu kỳ hạn nợ vay cũng như chủ động huy động theo hướng có lợi nhất. Ước tính đến cuối Q3/2016, NIM của ngân hàng đã tăng lên mức hơn 3% (TTM) (2015: 2,7%) và ROE tiếp tục cải thiện lên mức trên 14% so với mức hơn 12% vào cuối năm 2015.

Lợi nhuận chứng kiến sự tăng trưởng mạnh nhờ thu nhập cải thiện trong khi chi phí DPRR giảm. Tổng thu nhập hoạt động 9T2016 tăng 20% YoY nhờ (1) Thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh, 24% YoY, trong bối cảnh NIM cải thiện và (2) Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng khả quan với thu nhập dịch vụ thuần tăng trưởng 13% YoY và thu nhập khác tăng 7% YoY. Trong khi đó, sự tăng mạnh (26% YoY) của chi phí hoạt động trong 9T2016 (chủ yếu do chi cho nhân viên) được bù đắp một phần bởi chi phí DPRR tín dụng giảm (-4% YoY). Nhờ vậy, kết thúc 9T2016, LNTT của VCB tăng trưởng 36% YoY và hoàn thành 84% kế hoạch năm.

Ngân hàng đầu tiên hoàn thành trích lập DPRR TPĐB. Giá trị TPĐB cuối Q22016 của VCB còn hơn 3.500 tỷ đồng (-1,4% YTD) và tỷ lệ trích lập DPRR tương ứng khoảng 65%, là tỷ lệ trích lập cao nhất trong ngành ngân hàng. Với nền tảng hoạt động vững chắc và lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2016, VCB tiếp tục trích lập phần TPĐB còn lại trong quý cuối năm 2016.

Chuẩn bị thí điểm Basel II. Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) đến cuối Q2/2016 của VCB đạt 9,74%, là mức rất thấp so với một số ngân hàng trong nhóm thí điểm Basel II khác. VCB đã và đang thực hiện nhiều phương án nhằm tăng vốn tự có: (1) Phát hành cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 35%: Đã thực hiện; (2) Phát hành riêng lẻ 10% cho đối tác chiến lược GIC và cổ đông chiến lược hiện tại: Sự không thống nhất về giá bán của cổ đông Nhà nước khiến kế hoạch này không thành công. VCB sẽ phải tính đến phương án phát hành thay thế trong năm 2017; và (3) Phát hành 2000 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 10 năm: Đã thực hiện.

Quan điểm và định giá

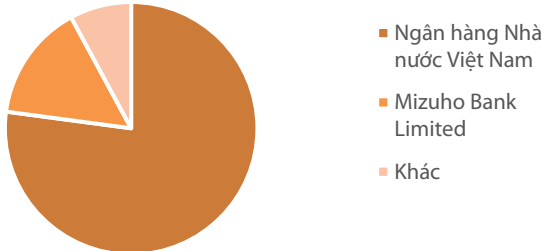
VCB là một trong những ngân hàng được đánh giá cao về tính minh bạch và vị thế trên thị trường ngân hàng. Mặc dù đứng thứ tư về Tổng Tài sản, đứng thứ 3 về quy mô vốn trong nhóm NHQD, thị phần tín dụng và huy động thấp hơn so với BID và CTG, nhưng cơ cấu tài sản an toàn với hệ số sử dụng vốn còn thấp giúp VCB có nhiều dư địa tăng trưởng lợi nhuận cũng như cải thiện hệ số sinh lời.

Ngoài ra, tỷ lệ cho vay ở nhóm doanh nghiệp nhà nước trong xu hướng suy giảm từ năm 2013 và hiện chỉ chiếm khoảng 23,3% trong cơ cấu tín dụng. Ở chiều ngược lại, cho vay khối SMEs và khách hàng cá nhân đã cải thiện đáng kể với tỷ trọng đóng góp lần lượt là 21% và 20% vào cuối năm 2015 với mức CAGR tín dụng giai đoạn 2011 – 2015 của hai nhóm khách hàng này đạt lần lượt là 16% và 30%/năm. Kết quả này cho thấy sự nỗ lực và năng động hơn của VCB trong bối cảnh thị trường bán lẻ đang là đích đến của ngành ngân hàng. Mặc dù vậy, cơ cấu khách hàng của VCB khá đồng đều và chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động không phải là gánh nặng lớn đối với VCB như một số NHNNY còn lại. Tỷ lệ CIR dự báo tăng nhẹ lên mức 41% trong giai đoạn 2016 – 2018 trước khi giảm trở lại về mức 39% vào năm 2020.

Riêng năm 2016, dự báo cho vay và huy động khách hàng tăng trưởng lần lượt 20% và 17%. LNTT 2016 ước đạt 8.315 tỷ đồng, tăng 22% YoY và vượt kế hoạch 11%.

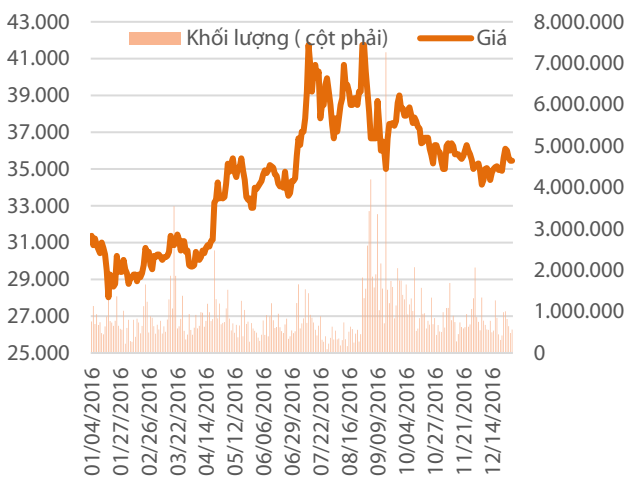
Sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh PB, mức giá hợp lý của VCB dự phóng đạt 39.500 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 13/01 khoảng 5%. Do vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho mục tiêu nắm giữ DÀI HẠN đối với cổ phiếu VCB.

Hình: Cơ cấu cổ đông (%)



Nguồn: FiinPro

Hình: Diễn biến giá



Nguồn: FiinPro

Bảng: Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa (tỷ đồng)	136.895
SLCPDLH	3.597.768.575
Beta	0,83
Free Float (%)	7,9%
Giá cao nhất 52 tuần	41.800
Giá thấp nhất 52 tuần	28.100
KLGD bình quân 20 phiên	932.623
Tỷ lệ sở hữu còn NĐTNN (%)	9,1

Nguồn: CafeF, Vietstock, FiinPro, RongViet Research tổng hợp

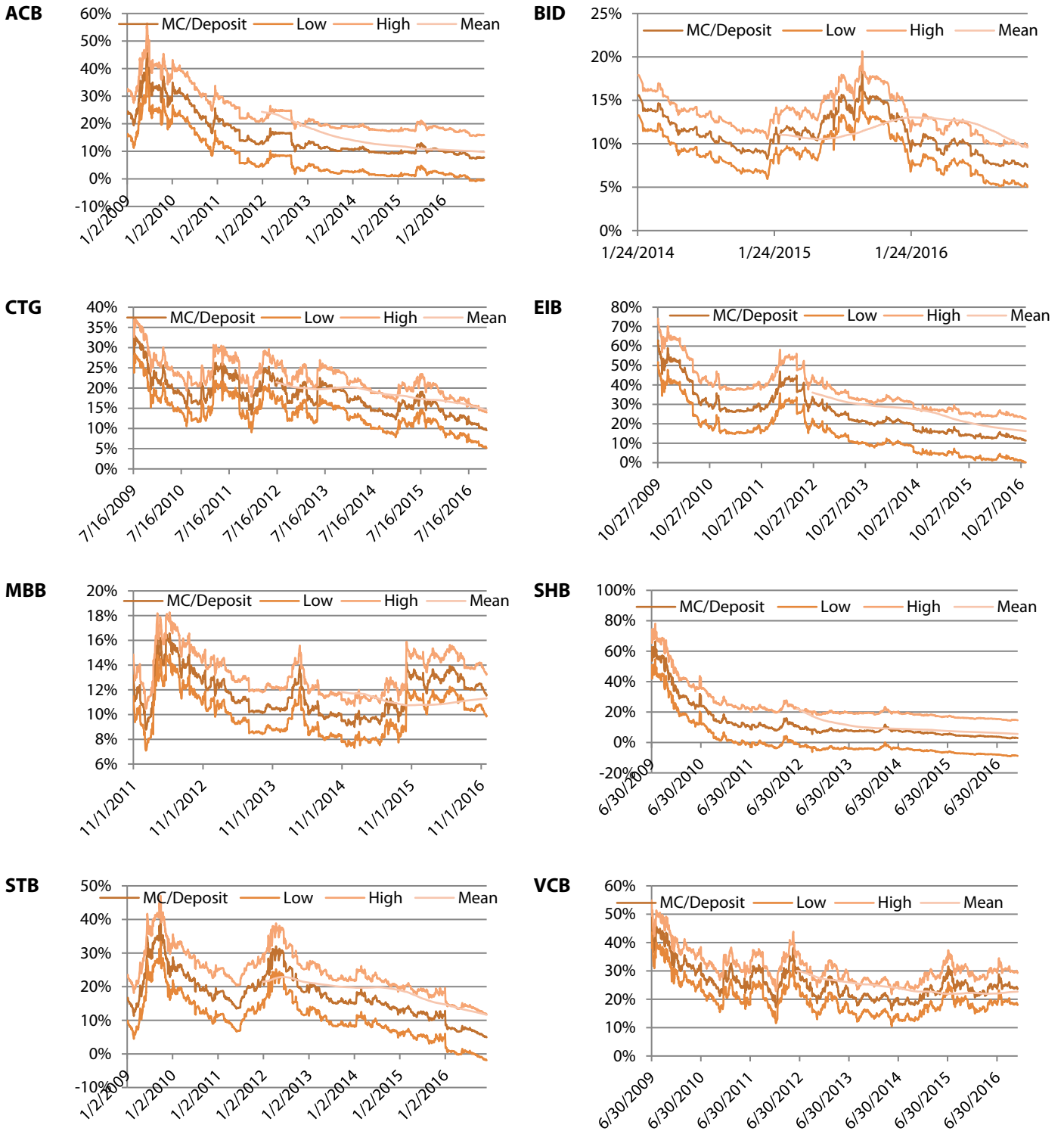
Bảng: Các chỉ số tài chính và dự báo

	2014	2015	2016E	2017F
Tổng tài sản	576.996	674.395	764.197	860.594
Tăng trưởng (%)	23%	17%	13%	13%
Vốn chủ sở hữu	43.325	45.007	48.218	52.608
Tăng trưởng (%)	2%	4%	7%	9%
Cho vay khách hàng	323.338	387.152	464.582	543.561
Tăng trưởng (%)	18%	20%	20%	17%
Tiền gửi khách hàng	422.204	500.528	585.618	667.605
Tăng trưởng (%)	27%	19%	17%	14%
Tổng thu nhập hoạt động	17.285	21.202	24.302	27.047
- Thu nhập lãi thuần	12.009	15.453	18.717	21.537
LNTT (sau trích lập DPRRTD)	5.844	6.827	8.315	10.009
CIR (%)	40	39	41	41
NIM (%)	2,4	2,7	2,7	2,7
ROAA (%)	0,9	0,9	0,9	1,0
ROAE (%)	10,7	12,1	14,2	15,8
BVPS	16.257	16.888	13.402	14.622
EPS	1.533	1.626	1.504	2.220
P/E	20,8	27,0	24,9	16,9
P/B	2,0	2,6	2,8	2,6

Nguồn: RongViet Research

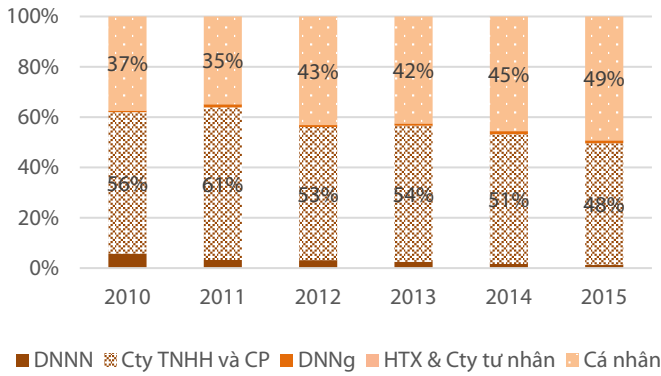
PHỤ LỤC

Hình: Diễn biến tỷ lệ Vốn hóa/Tiền gửi của các NHNN

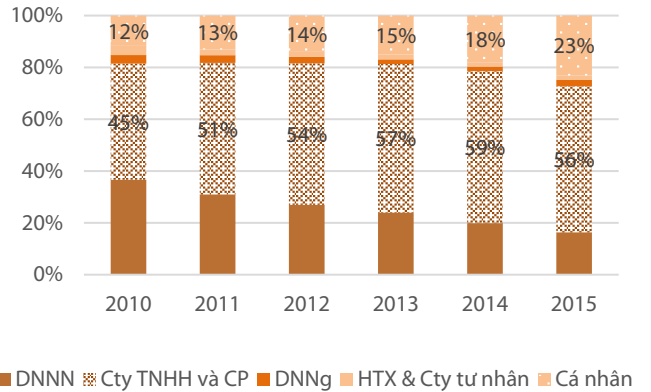


Nguồn: RongViet Research, Bloomberg

Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của ACB

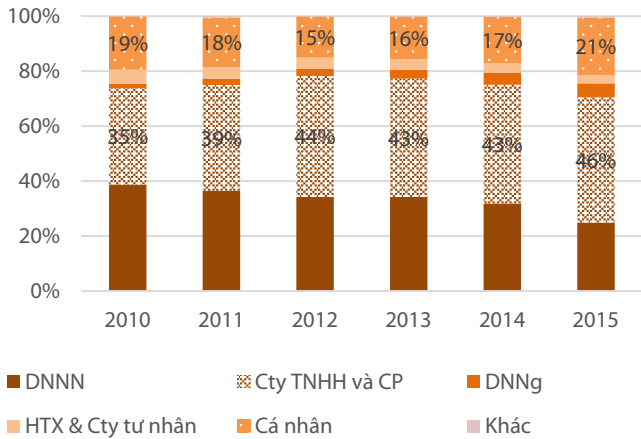


Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của BID

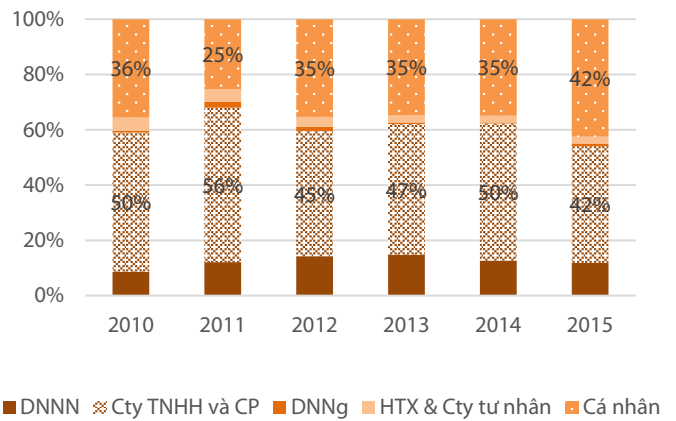


Nguồn: RongViet Research

Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của CTG

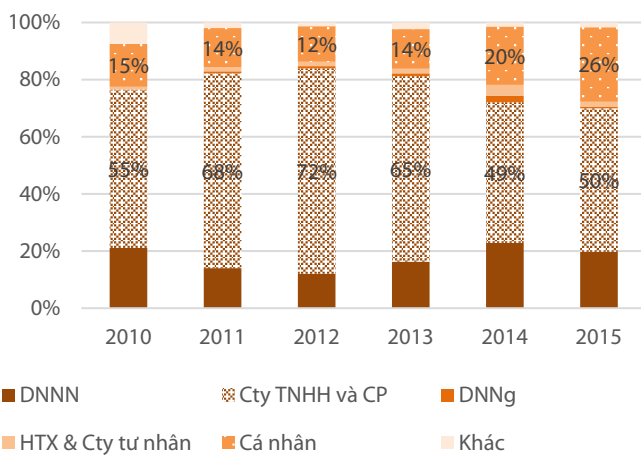


Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của EIB

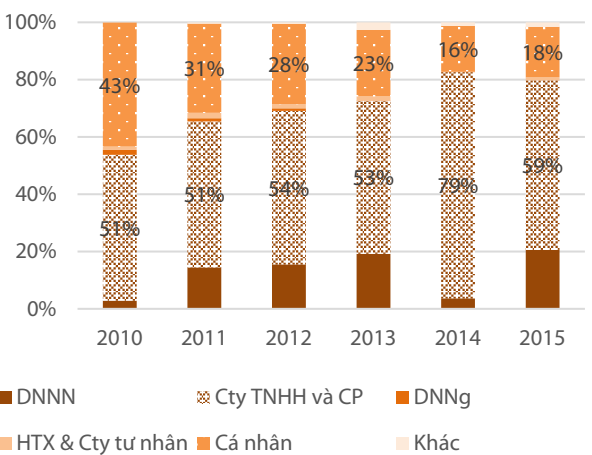


Nguồn: RongViet Research

Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của MBB

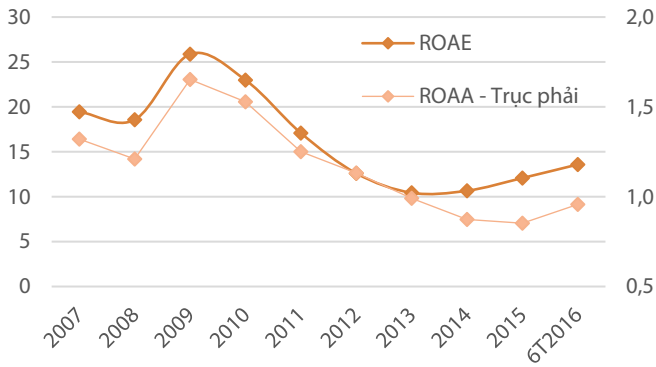


Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của SHB

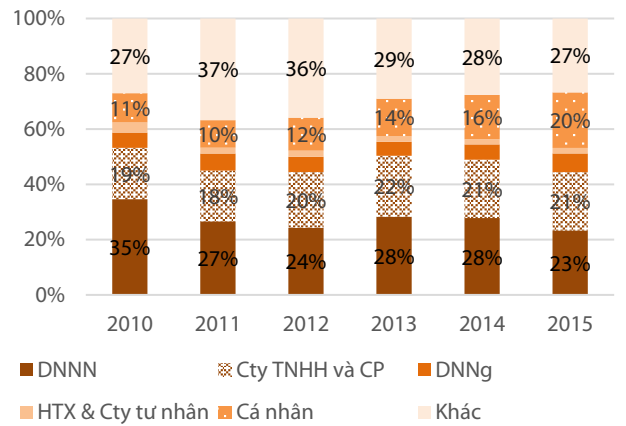


Nguồn: RongViet Research

Hình: ROAE và ROAA của VCB

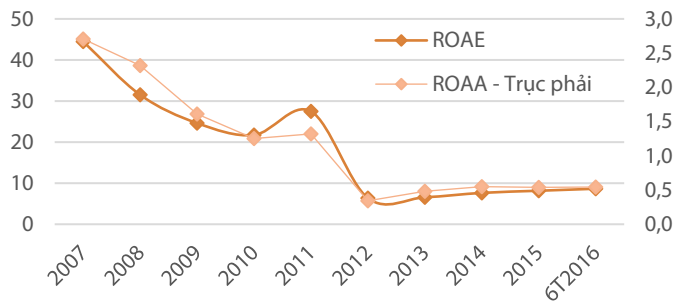


Hình: Cơ cấu Cho vay khách hàng của VCB

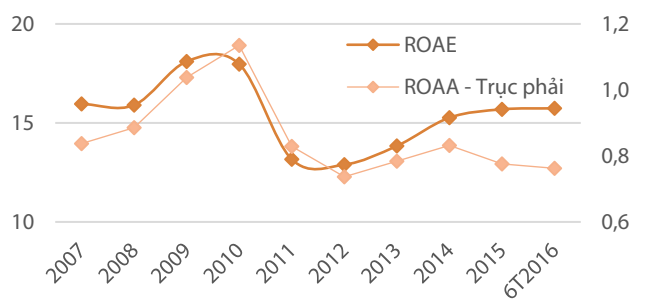


Nguồn: RongViet Research

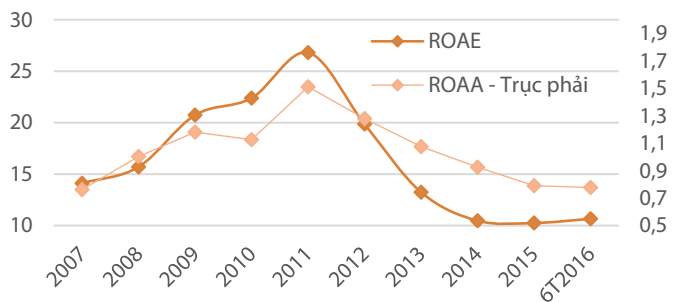
Hình: ROAE và ROAA của ACB (%)



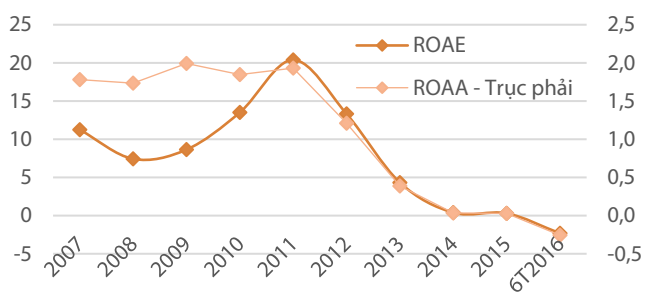
Hình: ROAE và ROAA của BID (%)



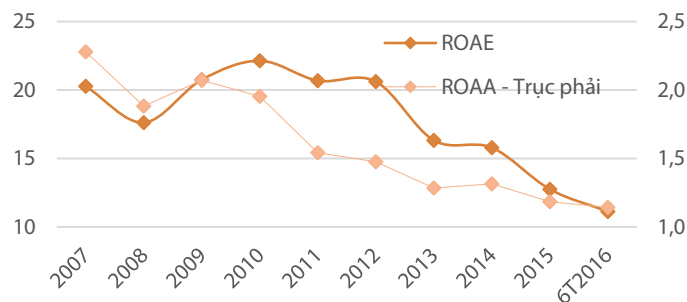
Hình: ROAE và ROAA của CTG (%)



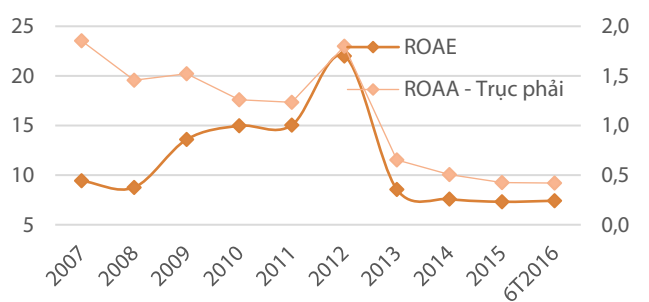
Hình: ROAE và ROAA của EIB (%)



Hình: ROAE và ROAA của MBB (%)



Hình: ROAE và ROAA của SHB (%)



Nguồn: RongViet Research



17/01/2017

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc **RONGVIET SECURITIES, 2017**.



CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4-5, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

95 Võ Văn Tần – Quận
Ninh Kiều –

TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP. Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008