

Ngân hàng

Báo cáo cập nhật
9 tháng ba, 2020

Khuyến nghị **Năm giữ**

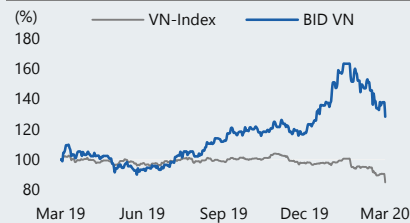
Giá mục tiêu (12 tháng) 46.300

Giá hiện tại (9/3/20) 43.600

Lợi nhuận kỳ vọng **6,2%**

Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng)	10.421
Kỳ vọng của thị trường (20F, tỷ đồng)	10.102
Tăng trưởng EPS (20F, %)	6,3
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	9,5
P/E (20F, x)	20,5
P/E thị trường (20F, x)	11,9
VN-INDEX	891,4
Vốn hoá (tỷ đồng)	175.360
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4.022
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	18,8
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	18,0
Beta (12M)	1,5
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	30.550
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	55.800

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-15,7	14,1	28,2
Tương đối	-4,6	27,9	43,4



Công ty Chứng khoán Mirae Asset (VN)

[Ngân hàng]

Nguyễn Thị Bảo Trân

+84-028-3910-2222 (#139)

tran.ntb@miraeeasset.com.vn

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

Kỳ vọng chuyển hướng tích cực từ cuối năm 2020

Tóm tắt

Chúng tôi giữ mức khuyến nghị **Năm giữ** và tăng mức giá mục tiêu lên 46.300 nghìn đồng (tương ứng lợi nhuận kỳ vọng là 6.2%) đối với Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID VN). Chúng tôi tăng mức P/B mục tiêu lên 2,3 lần từ mức 1,8 lần một năm trước, chủ yếu dựa trên giả định rằng BID có khả năng tạo ra ROE cao hơn từ năm 2021.

Các yếu tố tích cực: Dưới đây là hai yếu tố chính để tăng mức P/B mục tiêu:

- Tiếp tục tăng vốn để đáp ứng chi tiêu an toàn vốn:** Dù ngân hàng đã tăng được vốn từ phát hành cho cổ đông chiến lược mới KEB Hana Bank, BID cần tiếp tục để tăng vốn tự có để phù hợp với chuẩn an toàn vốn (CAR) mới để mở rộng tín dụng, dựa trên: 1) Số nhân vốn chủ sở hữu cao (hiện trên 20x, so với trung bình ngành là khoảng 10x); 2) vốn cấp 2 cao, và bị giới hạn ở mức 50% vốn cấp 1 theo quy định; và 3) quy mô cho vay lớn (~13% toàn hệ thống).
- Thành quả từ nỗ lực xử lý nợ xấu:** Thu nhập được dự báo sẽ tăng mạnh trở lại sau 3 năm tích cực trích lập dự phòng nợ xấu, xử lý nợ xấu; cũng như phản ảnh chi phí tín dụng sẽ giảm trong vài năm tới.

Các yếu tố tiêu cực: Chúng tôi lưu ý hai rủi ro lớn đối với hoạt động của ngân hàng:

- Nguy cơ tụt hậu do cạnh tranh khốc liệt:** Theo mô hình ngân hàng truyền thống, sự suy giảm trong hoạt động kinh doanh cốt lõi đã kéo dài đã phản ảnh vào khả năng sinh lời của BID. Trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng hạn chế, việc nới lỏng trần tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) đối với các ngân hàng tư nhân lên 85% (từ 80%) ngụ ý mở rộng tín dụng hơn nữa cho các ngân hàng tư nhân. Đặc biệt, các ngân hàng đạt tiêu chuẩn Basel II sẽ được cấp trần tăng trưởng tín dụng cao hơn. Về đa dạng hóa dòng thu nhập, ngân hàng tư nhân đã tăng tốc trong những năm gần đây nhờ lợi thế "tiên phong" các phân khúc mang lại lợi suất cao như bancassurance và tài chính tiêu dùng.
- Rủi ro sự kiện:** Với tổng mức dư nợ lớn, BID sẽ đối mặt với rủi ro lớn hơn trong kịch bản suy thoái kinh tế. Tác động kinh tế của COVID-19 có thể kể đến như thiếu hụt nguyên liệu, gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và sự sụt giảm trong chi tiêu tùy ý. Hơn nữa, thiếu hụt vốn lưu động có thể gây đình trệ sản xuất, tổn hại đến thu nhập của công ty quý 1, cũng như kết quả kinh doanh năm 2020. Do bối cảnh kinh tế không thuận lợi, dư nợ cho vay của BID có thể giảm, thậm chí nợ xấu có thể tăng.

Định giá tương đối

BID, với dự báo ROE FY20 ở mức 11,2%, đang giao dịch với P/B dự phóng là 2,0 lần. So với ngành, BID là tương đối không hấp dẫn, do mức định giá cao hơn và mức lợi nhuận thấp hơn.

Năm tài chính (31/12)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020 (F)
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	19.315	23.435	30.955	34.956	35.995	39.615
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	5.397	6.999	8.061	9.527	12.171	14.215
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (tỷ đồng)	13.625	16.907	23.513	28.366	30.885	34.989
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	6.298	6.138	6.787	7.358	8.487	10.413
EPS (VND)	1.842	1.795	1.985	2.152	2.110	2.242
ROE (%)	16,59	14,2	14,6	14,2	12,8	11,2
P/E (x)	29,2	34,3	30,8	78,8	19,1	20,5
P/B (x)	3,9	3,7	3,4	3,1	2,5	2,0
Tỷ suất cổ tức (%)	5,3	6,4	2,8	2,1	1,5	1,5

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

N Ộ I D U N G

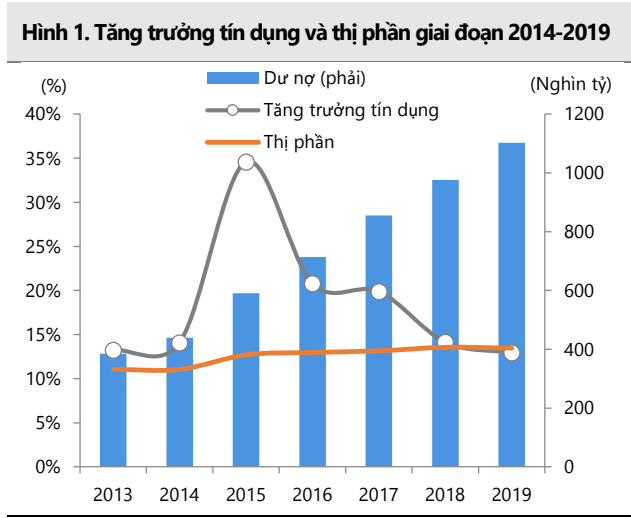
Quản trị nhằm cải thiện sức khỏe của ngân hàng	3
1. Tiếp tục tăng vốn để đáp ứng chỉ tiêu an toàn vốn	3
2. Chất lượng tài sản: Tích cực giải quyết nợ xấu	4
3. Quản trị: Nhà đầu tư chiến lược mới	5
4. Thu nhập: NIM được quản lý ở mức ổn định	6
5. Thanh khoản	7
6. Độ nhạy rủi ro lãi suất	7
Định giá	8
Định giá P/B theo phương pháp thu nhập thặng dư	8
Định giá tương đối	9
Quan điểm đầu tư	10
Các yếu tố tích cực	10
Các yếu tố tiêu cực	10

Quản trị nhằm cải thiện sức khỏe của ngân hàng

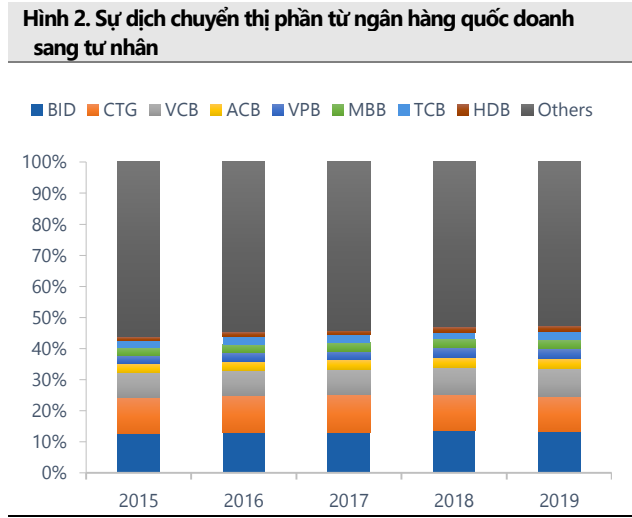
1. Tiếp tục tăng vốn để đáp ứng chỉ tiêu an toàn vốn

Định vị: Ngân hàng dẫn đầu ngành về quy mô và thị phần

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID VN) là ngân hàng niêm yết lớn nhất của Việt Nam xét về cả tổng tài sản (1,490 nghìn tỷ) và thị phần cho vay (~13%), theo sau bởi hai ngân hàng quốc doanh khác (Vietinbank hay CTG VN, Vietcombank hay VCB VN). Trong những năm gần đây, các ngân hàng tư nhân đã tăng trưởng rất mạnh mẽ và tăng tỷ trọng thị phần. Trong bối cảnh đó, BID vẫn giữ vững vị trí đầu ngành về thị phần (Xem hình 2).



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

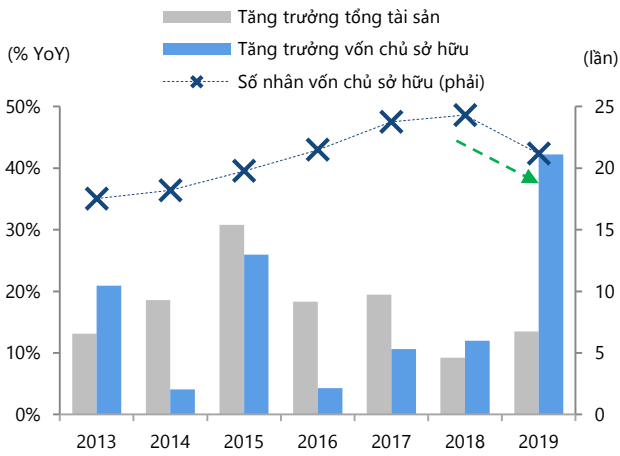
Quá trình tăng vốn sẽ được tiếp tục

Dù ngân hàng đã tăng được vốn từ phát hành cho cổ đông chiến lược mới KEB Hana Bank, BID cần tiếp tục để tăng vốn tự có để phù hợp với chuẩn an toàn vốn (CAR) mới để mở rộng tín dụng, dựa trên: 1) Số nhân vốn chủ sở hữu cao (hiện trên 20x, so với trung bình ngành là khoảng 10x); 2) vốn cấp 2 cao, và bị giới hạn ở mức 50% vốn cấp 1 theo quy định; và 3) quy mô cho vay lớn (~13% toàn hệ thống). Trong năm 2020, BID dự kiến phát hành 341.87 triệu cổ phiếu (tương đương với 8,5% vốn điều lệ hiện tại) thông qua phát hành riêng lẻ, cộng với kế hoạch phát hành hơn 281.5 triệu cổ phiếu để chi trả 7% cổ tức bằng cổ phiếu trong quý 3- 4.

Phát hành mới cho đối tác chiến lược KEB Hana Bank đã giúp ngân hàng khuếch đại vốn cấp 1 và tuân thủ yêu cầu CAR mới theo Thông tư 41¹. Theo quy định cũ (Thông tư 06), ngân hàng đã duy trì hệ số CAR trên mức yêu cầu của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), tức là khoảng 9% trong hai năm qua. Tuy nhiên, nếu dựa trên nghiên cứu của IMF, ước tính rằng việc áp dụng Basel II sẽ khiến CAR của các ngân hàng giảm khoảng 2-4 điểm phần trăm; do đó, BID có thể đã cần thêm vốn để đủ điều kiện mới (tối thiểu CAR là 8%), và ngân hàng đã tăng CAR bằng cách tích cực phát hành Vốn cấp 2 trong 2018-2019 trước khi tăng vốn cấp 1. Trong năm 2019, BID đã phát hành 33,1 nghìn tỷ đồng trái phiếu cấp 2 (+54,8% YoY; so với +9,5% YoY trong năm 2018).

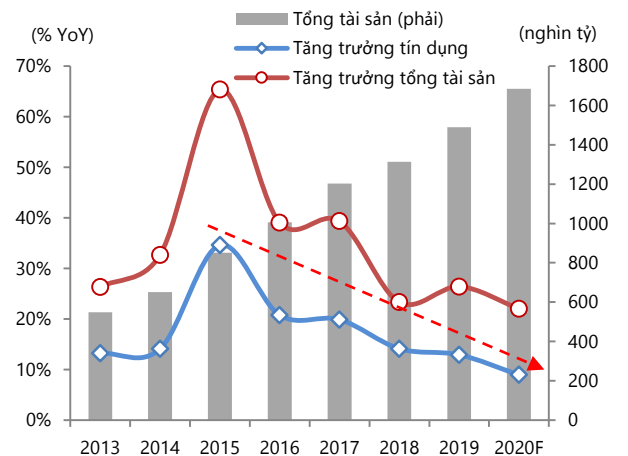
¹ Về hệ số an toàn vốn (CAR), 10 ngân hàng được NHNN chọn thí điểm (bao gồm BID) áp dụng Thông tư 41/2016/TT-NHNN (Thông tư 41) thay cho Thông tư 06/2017/TT-NHNN (Thông tư 06) kể từ ngày 1/1/2020. Thông tư 41, gần với chuẩn quốc tế Basel II, yêu cầu ngân hàng duy trì CAR tối thiểu trên 8%, với công thức tính mới và thay đổi trọng số rủi ro áp dụng cho các tài sản. Quy định yêu cầu ngân hàng tăng vốn tự có để đảm bảo đủ vốn, hoặc bằng vốn cấp 1, hoặc bằng vốn cấp 2. Tuy nhiên, vốn cấp 2 được giới hạn ở mức trần là 50% vốn cấp 1. Vốn cấp 1 chủ yếu bao gồm vốn điều lệ, quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ, lợi nhuận giữ lại, thặng dư vốn cổ phần; vốn cấp 2 chủ yếu bao gồm công cụ vốn chủ sở hữu có tính chất nợ do ngân hàng phát hành, nợ thứ cấp có kỳ hạn ban đầu từ năm 5 năm trở lên...

Hình 3. Số nhân vốn chủ sở hữu cao ám chỉ khả năng thiếu vốn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 4. Nhu cầu vốn tương ứng để tăng tài sản có rủi ro



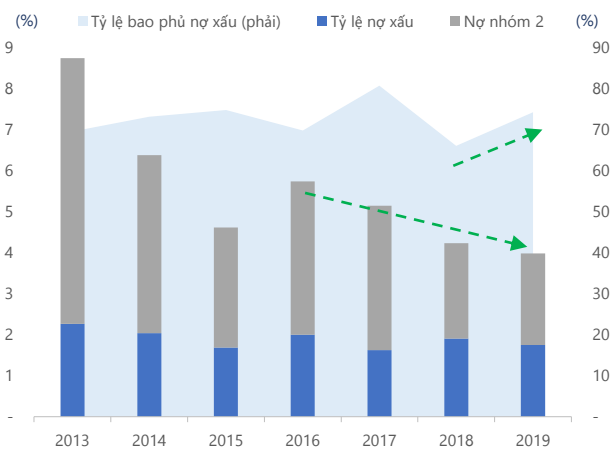
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

2. Chất lượng tài sản: Tích cực giải quyết nợ xấu

Kiểm soát tỷ lệ nợ xấu nội bảng dưới 2%

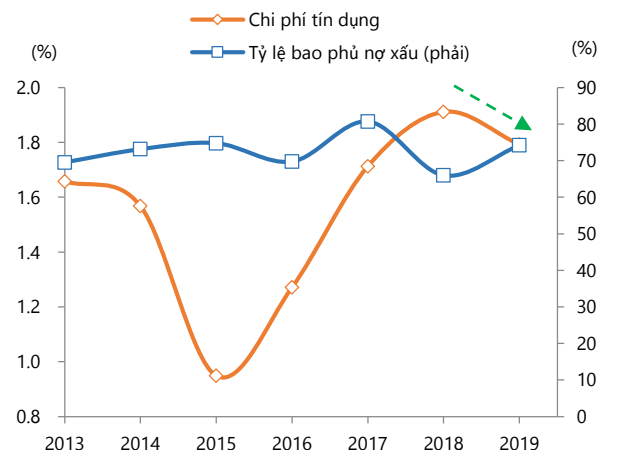
Lợi nhuận sau thuế sẽ được cải thiện đáng kể từ năm 2021 trở đi (tích cực nhất có thể là cuối năm 2020) nhờ nỗ lực xử lý nợ xấu trong những năm qua. Trong 3 năm qua, lợi nhuận của ngân hàng đã chịu áp lực rất từ việc trích lập dự phòng, qua đó thể hiện quyết tâm của ngân hàng để giải quyết nợ xấu (cả nội bảng và ngoại bảng). Tính đến cuối năm 2019, tỷ lệ nợ xấu (NPL) và tỷ lệ nợ xấu mở rộng (bao gồm cả các khoản nợ Nhóm 2) giảm xuống còn 1,7% (-16 điểm cơ bản YoY) và 3,97% (-26 điểm cơ bản YoY). Bên cạnh đó, các tỷ lệ bao phủ nợ xấu được cải thiện lên mức 74,2% (+8 điểm cơ bản YoY). Trong năm 2019, BID tiếp tục trích lập gần 20 nghìn tỷ đồng dự phòng (tương đương với 64,8% lợi nhuận hoạt động trước trích lập dự phòng). Điều này đã dẫn đến các chỉ số về suất sinh lời của BID không hấp dẫn như các ngân hàng khác; cụ thể, ROAA và ROAE của BID là 0,6% và 13,1%, so với trung bình ngành tương ứng là 1,7% và 19,8%.

Hình 5. Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 6. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng cùng với chi phí tín dụng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hoàn tất trích lập nợ xấu bán cho VAMC

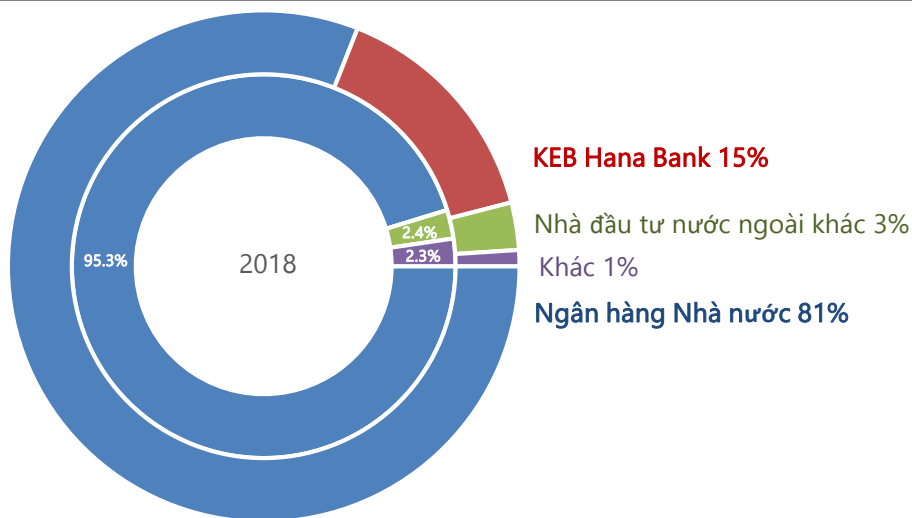
Nợ xấu đã bán cho Vietnam Asset Management Company (VAMC) đã được ngân hàng mua lại trước kỳ hạn và tất toán khi kết thúc năm tài chính 2019. Trước đó, trong báo cáo bán niên 2019, ngân hàng còn số dư trái phiếu VAMC là gần 5 nghìn tỷ đồng, giảm 1,5 nghìn tỷ đồng so với số dư cuối năm 2018.

3. Quản trị: Nhà đầu tư chiến lược mới

Đối tác chiến lược Hàn Quốc KEB Hana Bank đã chính thức trở thành nhà đầu tư của BID kể từ tháng 10 năm 2019, trị giá hơn 20 nghìn tỷ, qua đó khuếch đại vốn cấp 1 của ngân hàng. Trong đó, thặng dư vốn là 14 nghìn tỷ đồng. Với số vốn mới, ngân hàng đã đáp ứng CAR yêu cầu Basel II, tăng tốc xử lý nợ xấu, và được hưởng lợi từ một nguồn vốn-giá thấp.

Sau thỏa thuận này, cơ cấu cổ đông của BID bao gồm: 81% đại diện sở hữu bởi NHNN, 15% sở hữu bởi KEB Hana Bank. NHNN sẽ tiếp tục giữ mức cổ phần kiểm soát tại BID (cũng như tại các ngân hàng quốc doanh khác) để tạo điều kiện thực hiện các công cụ tiền tệ và đảm bảo các mục tiêu kinh tế qua trọng khác (như điều tiết thị trường ngoại hối). Về phía ngân hàng, BID cũng được hưởng lợi khi là một ngân hàng quốc doanh, như: 1) huy động tiền gửi từ cá nhân, do sự an toàn của ngân hàng, uy tín và tên tuổi (thể hiện qua tỷ lệ CASA năm 2019 là 17,2%); 2) huy động vốn chi phí thấp từ các tổ chức quốc doanh khác; và 3) nguồn khách hàng là các doanh nghiệp nhà nước lớn. Ngược lại, ngân hàng sẽ phải giảm mức lãi suất cho vay đối với một số lĩnh vực ưu tiên theo định hướng của chính phủ.

Hình 7. Cơ cấu cổ đông của BID

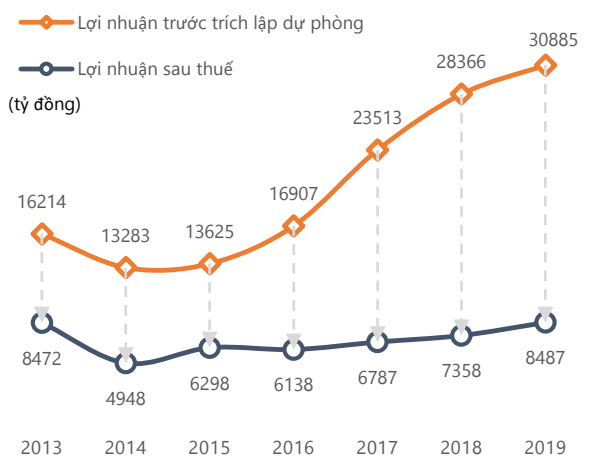


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Quản trị hiệu quả hơn

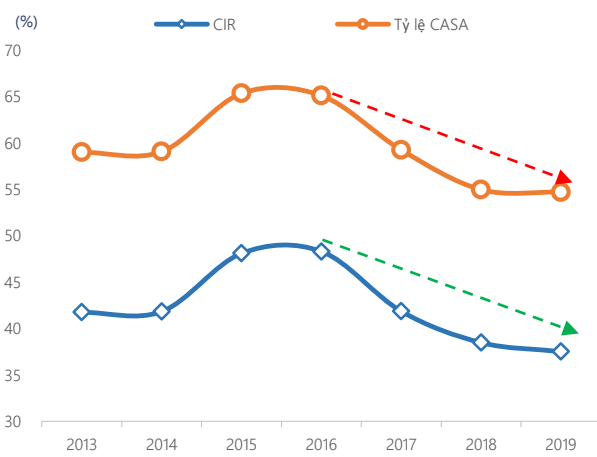
Trong 3 năm qua, BID đã kiểm soát chi phí hoạt động hiệu quả, giảm tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR). Theo đó, CIR đã giảm còn 37,5% tính đến cuối năm 2019 từ mức 48,3% vào cuối năm 2016.

Hình 8. Tích cực trích lập dự phòng nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

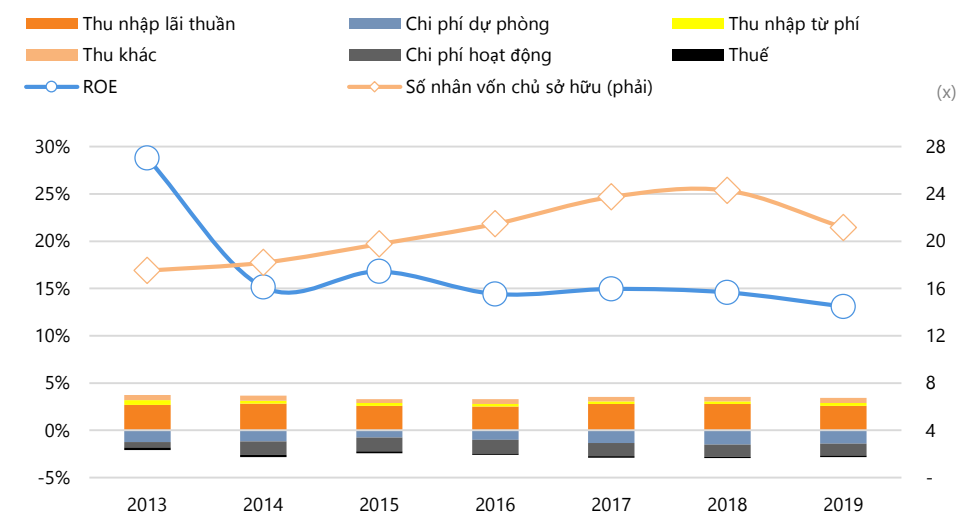
Hình 9. Quản trị hiệu quả hơn (CIR giảm dần)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

4. Thu nhập: NIM được quản lý ở mức ổn định

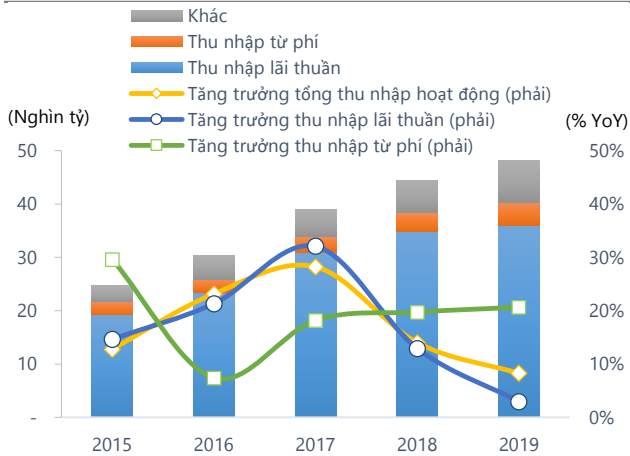
Hình 10. Phân tích DuPont: Thành phần ROE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

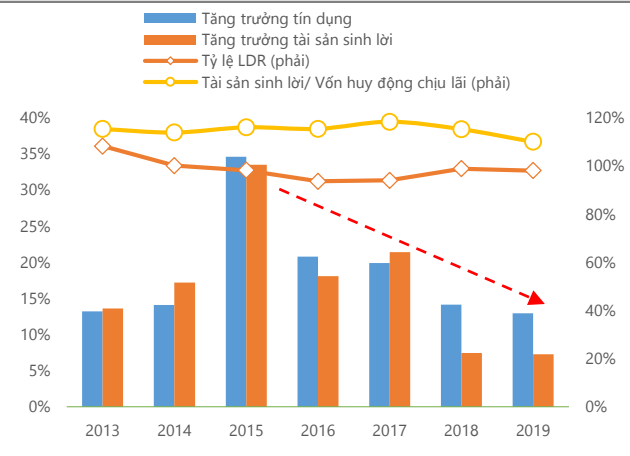
Tổng thu nhập hoạt động năm 2019 đạt 48,2 nghìn đồng, tăng 8,3% YoY. Theo mô hình ngân hàng truyền thống, sự suy giảm trong hoạt động kinh doanh cốt lõi đã kéo dài đã phản ánh vào khả năng sinh lời của BID. Quan trọng hơn, tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) giảm là do suất sinh lời tài sản thấp.

Hình 11. Mô hình ngân hàng truyền thống



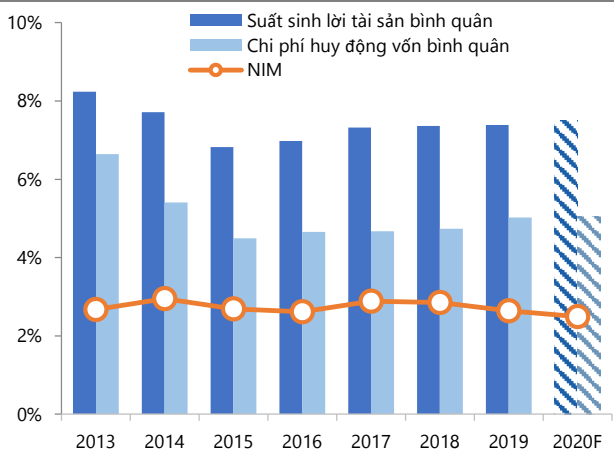
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 12. Sự suy giảm trong hoạt động kinh doanh cốt lõi



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

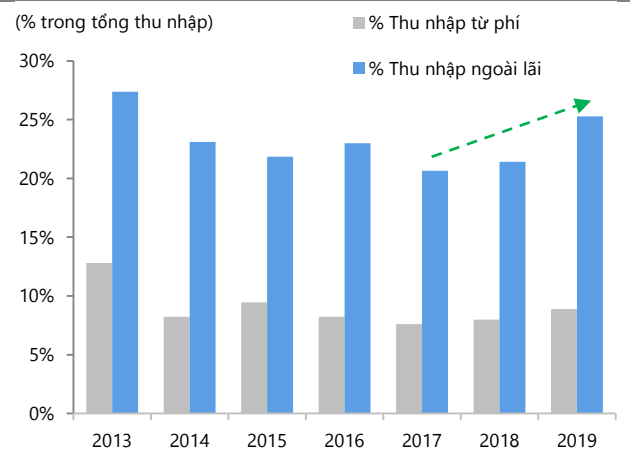
Hình 13. NIM giảm là do suất sinh lời tài sản thấp



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Ghi chú: NIM là tỷ lệ thu nhập lãi cận biên

Hình 14. BID đang đa dạng hóa các kênh thu nhập khác



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

5. Thanh khoản

Bảng 1 tính mức chênh lệch thanh khoản giữa tài sản và nợ phải trả theo kỳ hạn của năm tài chính 2019. Theo đó, ngân hàng có thể sẽ phải tăng thêm các nguồn huy động để bổ sung nguồn vốn ngắn và trung hạn (dưới 12 tháng). Tuy nhiên, chúng ta xem xét đây là một nguy cơ nhỏ vì NHNN đang giới hạn tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (tham khảo Thông tư 22/2019/TT-NHNN). Trong Thông tư 22, NHNN vạch ra lộ trình 3 năm để giảm dần tỷ lệ tối đa của vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung và dài hạn từ 40% xuống 37% kể từ ngày 1/10/2020; xuống 34% vào 1/10/2021; và xuống 30% từ 1/10/2022 trở đi. Bên cạnh đó, chúng tôi xem xu hướng tăng chung về chi phí huy động dẫn đến tình trạng thiếu vốn dài hạn là rủi ro không đáng kể.

Bảng 1. Chênh lệch thanh khoản theo kỳ hạn (Đơn vị: Nghìn tỷ đồng)

Kỳ hạn	Quá hạn	0-1 tháng	1-3 tháng	3-12 tháng	1-5 năm	> 5 năm	Tổng
Tổng tài sản	25,2	292,6	231,1	410,2	174,5	378,9	1.512,4
Tổng nợ phải trả	0,0	460,0	284,4	564,0	60,7	43,2	1.412,3
Chênh lệch thanh khoản ròng	25,2	-167,4	-53,3	-153,9	113,8	335,7	100,1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

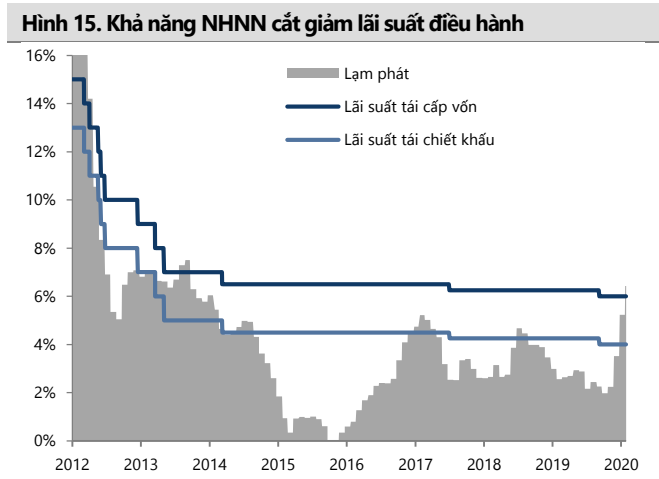
6. Độ nhạy rủi ro lãi suất

Trong năm 2020, NHNN có thể sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất điều hành (25 điểm cơ bản) căn cứ trên: 1) mức lạm phát tương đối thấp hiện tại và lạm phát kỳ vọng; 2) nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cũng như giảm lãi suất cho vay của các lĩnh vực ưu tiên. Tuy nhiên, việc chính sách tiền tệ chuyển hướng sang nới lỏng có thể đã dẫn đến lạm phát cao hơn, với mức lạm phát thực tế đã tăng kể từ tháng 11/2019. Do đó, khả năng cắt giảm trong năm nay là thấp. Đồng thời, các công cụ tiền tệ đang được tích cực vận hành để đối phó với khả năng suy thoái kinh tế do sự bùng phát và lây lan nhanh chóng của dịch COVID-19. Tương ứng, lãi suất liên ngân hàng có xu hướng thể hiện phản ứng tức thì đối với chính sách tiền tệ dù chỉ kéo dài trong một thời gian ngắn. Dựa trên mức chênh lệch tài sản và nợ phải trả nhạy cảm với lãi suất vào cuối năm 2019, BID sẽ hưởng lợi khi NHNN tăng lãi suất điều hành, thay vì là cắt giảm lãi suất.

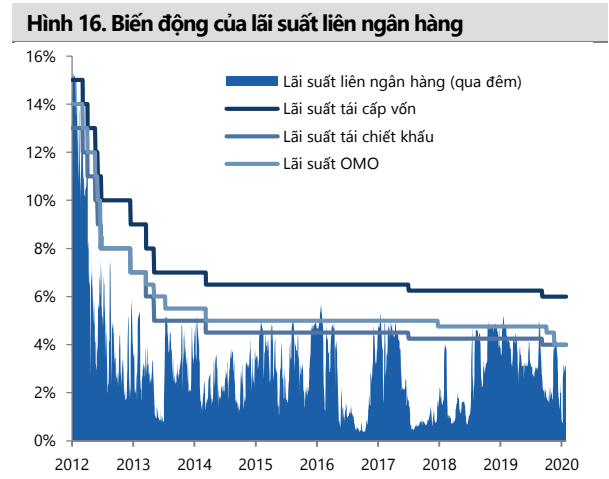
Bảng 2. Độ nhạy rủi ro lãi suất (Đơn vị: Nghìn tỷ đồng)

Kỳ hạn	0-1 tháng	1-3 tháng	3-6 tháng	6-12 tháng	1-5 năm	> 5 năm	Tổng
Tổng tài sản	543.2	402.6	312.1	117.8	58.9	77.8	1,512.4
Tổng nợ phải trả	511.3	285.2	261.4	300.9	43.7	9.8	1,412.4
Mức chênh lệch nhạy cảm với lãi suất	31.8	117.4	50.7	-183.1	15.2	68.0	100.1
Tác động nếu NHNN cắt giảm lãi suất	-	-	-	+	-	-	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Định giá

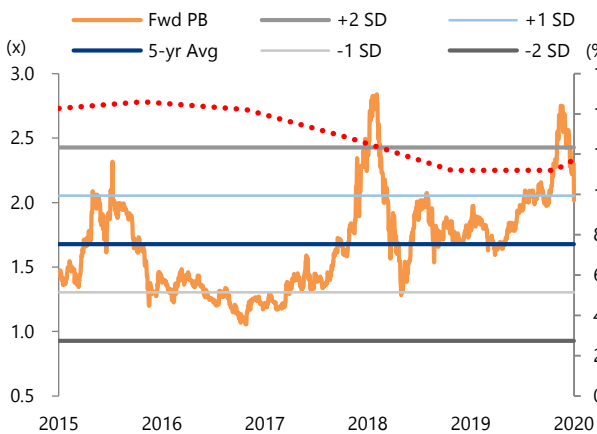
Định giá P/B theo phương pháp thu nhập thẳng dư

Bảng 3. Định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dư (residual income, viết tắt RI)

Phương pháp RI	Giá trị	Lý do
ROE	15,7%	Thu nhập được dự báo sẽ tăng mạnh trở lại sau 3 năm tích cực trích lập dự phòng nợ xấu, xử lý nợ xấu; cũng như phản ánh chi phí tín dụng sẽ giảm trong vài năm tới.
Tăng trưởng bền vững	11,0%	Do tỷ lệ lợi nhuận giữ lại cao để đảm bảo đáp ứng chuẩn CAR
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,0%	Lãi suất phi rủi ro = 3%; Beta điều chỉnh = 1.54; Phần bù rủi ro = 6.5%
P/B mục tiêu	2,3x	P/B mục tiêu xác định theo phương pháp RI
Giá mục tiêu (12 tháng)	46.300	
Giá hiện tại (9/3/20)	43.600	
Lợi nhuận kỳ vọng	6,2%	

Nguồn: Ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Hình 17. Định giá band chart lịch sử: Forward P/B



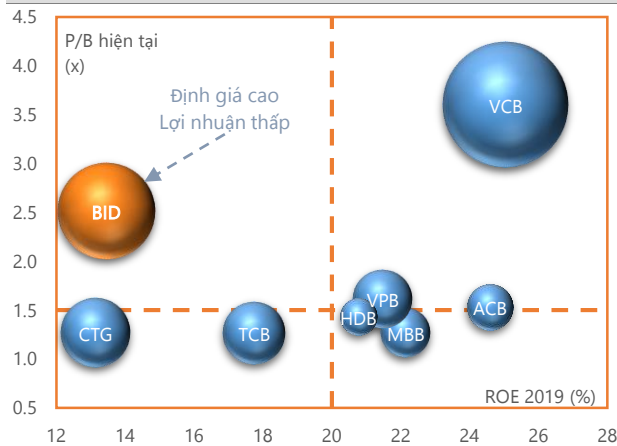
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Hình 18. Định giá band chart lịch sử: Forward P/B



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

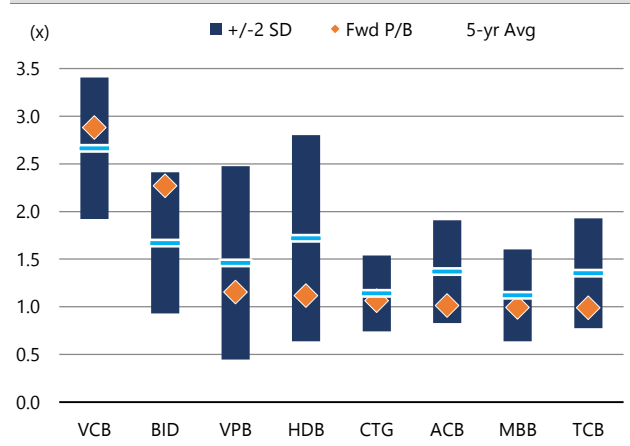
Hình 19. Định giá tương đối: Không hấp dẫn



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Ghi chú: Kích cỡ quả cầu đại diện cho mức vốn hóa hiện tại

Hình 20. Mức P/B hiện tại chạm band cao nhất trong 5 năm



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Định giá tương đối

BID, với dự báo ROE FY20 ở mức 11,2%, đang giao dịch với P/B dự phóng là 2,0 lần. So với ngành, BID là tương đối không hấp dẫn, do mức định giá cao hơn và mức lợi nhuận thấp hơn.

Bảng 5. Các chỉ tiêu định giá chính

Ngân hàng		VCB VN	BID VN	CTG VN	ACB VN	MBB VN	VPB VN	TCB VN	HDB VN
Sàn giao dịch		HOSE	HOSE	HOSE	HOSE	HOSE	HOSE	HNX	HOSE
Giá mục tiêu (12 tháng)		98.400	46.300	29.800	31.600	26.300	31.200	28.200	30.700
Giá hiện tại (9/3/20)		78.600	43.600	24.000	23.300	19.250	25.600	20.550	26.050
Lợi nhuận kỳ vọng		25,2	6,2	24,2	35,6	36,6	21,9	37,2	17,9
Vốn hoá (tỷ đồng)		291.518	175.360	89.362	38.597	46.420	62.406	71.928	25.077
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		3.709	4.022	3.723	1.657	2.411	2.438	3.500	962,6298
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)		25,2	18,8	35,5	78,2	78,2	72,7	79,6	72,1
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)		23,8	18,0	29,6	30,0	20,9	23,4	22,5	23,3
Beta (12M)		1,2	1,5	1,3	1,1	1,1	1,3	1,0	1,0
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)		61.900	30.550	19.500	20.000	18.611	17.500	19.900	24.450
Giá cao nhất 52 tuần (VND)		95.000	55.800	28.450	27.100	23.900	29.300	27.550	32.350
Tăng trưởng EPS (%)	2019	39,6	47,8	74,8	15,7	37,3	11,7	7	26,9
	2018	79,7	9	-6	153,4	72,4	4,8	4,6	47,6
	2017	31,4	11,4	7,9	69,8	19,5	4,1	119	115,5
Biên PPOP (%)	2019	58,8	58,2	54,4	45,9	53,5	60,5	54,3	54,3
	2018	59,4	57,4	43,8	49,6	45,8	60,2	60,2	52,1
	2017	53,9	54,5	48,2	43,9	47,7	58,8	67,3	45,1
ROA (%)	2019	1,6	0,6	0,8	1,7	2	2,4	2,9	1,6
	2018	1,4	0,6	0,5	1,7	1,8	2,4	2,9	1,4
	2017	1	0,6	0,7	0,8	1,2	2,5	2,6	1
ROE (%)	2019	25,1	13,5	13,1	24,6	22,1	21,5	17,8	20,8
	2018	22,5	11,5	8,3	26,9	20,1	22,8	21,5	19,1
	2017	14,3	11,6	9,3	13,1	13,2	27,5	27,7	14,9
P/E (x)	2019	16,6	19,3	10,3	7,2	5,7	10,4	7,7	7,6
	2018	23,2	79,6	25,4	8,3	7,9	9,3	8,3	9,7
	2017	41,7	31,1	17	21,1	13,6	10	8,7	14,3
P/B (x)	2019	3,6	2,5	1,3	1,5	1,3	1,6	1,3	1,4
	2018	4,8	3,1	1,4	2	1,5	2	1,5	1,8
	2017	5,7	3,5	1,5	2,6	1,7	2,3	2,5	2
Tỷ suất cổ tức (%)	2019	0,9	1,5	N/A	N/A	2,7	N/A	N/A	5
	2018	1,5	2,1	3	N/A	2,7	N/A	N/A	4,3
	2017	1,5	2,8	2,9	N/A	2,4	N/A	N/A	N/A

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Quan điểm đầu tư

Các yếu tố tích cực

Chúng tôi tăng mức P/B mục tiêu lên 2,3 lần từ mức 1,8 lần một năm trước, chủ yếu dựa trên giả định rằng BID có khả năng tạo ra ROE cao hơn từ năm 2021. Dưới đây là hai yếu tố chính để tăng mức P/B mục tiêu:

1) Tiếp tục tăng vốn để đáp ứng chi tiêu an toàn vốn

Dù ngân hàng đã tăng được vốn từ phát hành cho cổ đông chiến lược mới KEB Hana Bank, BID cần tiếp tục để tăng vốn tự có để phù hợp với chuẩn an toàn vốn (CAR) mới để mở rộng tín dụng, dựa trên: 1) Số nhân vốn chủ sở hữu cao (hiện trên 20x, so với trung bình ngành là khoảng 10x); 2) vốn cấp 2 cao, và bị giới hạn ở mức 50% vốn cấp 1 theo quy định; và 3) quy mô cho vay lớn (~13% toàn hệ thống). Trong năm 2020, BID dự kiến phát hành 341.87 triệu cổ phiếu (tương đương với 8,5% vốn điều lệ hiện tại) thông qua phát hành riêng lẻ, cộng với kế hoạch phát hành hơn 281.5 triệu cổ phiếu để chi trả 7% cổ tức bằng cổ phiếu trong quý 3-4.

2) Thành quả từ nỗ lực xử lý nợ xấu

Thu nhập được dự báo sẽ tăng mạnh trở lại sau 3 năm tích cực trích lập dự phòng nợ xấu, xử lý nợ xấu; cũng như phản ánh chi phí tín dụng sẽ giảm trong vài năm tới.

Các yếu tố tiêu cực

Chúng tôi lưu ý hai rủi ro lớn đối với hoạt động của ngân hàng:

1) Nguy cơ tụt hậu do cạnh tranh khốc liệt

Theo mô hình ngân hàng truyền thống, sự suy giảm trong hoạt động kinh doanh cốt lõi đã kéo dài đã phản ánh vào khả năng sinh lời của BID.

- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng chậm hơn sẽ tiếp tục trong năm 2020, sau khi giảm dần xuống dưới 14% trong năm 2018 và 2019 từ mức trên 18% trong giai đoạn 2016-2017. Về lâu dài, Ngân hàng Nhà nước có kế hoạch hạ thấp tăng trưởng tín dụng hơn nữa, gần với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa.
- Trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng hạn chế, việc nới lỏng trần tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) đối với các ngân hàng tư nhân lên 85% (từ 80%) ngụ ý mở rộng tín dụng hơn nữa cho các ngân hàng tư nhân. Đặc biệt, các ngân hàng đạt tiêu chuẩn Basel II sẽ được cấp trần tăng trưởng tín dụng cao hơn. Nhìn chung, cạnh tranh với các ngân hàng tư nhân sẽ ngày càng khốc liệt.
- Về đa dạng hóa dòng thu nhập, ngân hàng tư nhân đã tăng tốc trong những năm gần đây nhờ lợi thế "tiên phong" các phân khúc mang lại lợi suất cao như bancassurance (VPB, TCB, VCB), tài chính tiêu dùng (VPB, HDB, MBB) và bán lẻ (hầu hết các ngân hàng tư nhân).

2) Rủi ro sự kiện

Với tổng mức dư nợ lớn, BID sẽ đối mặt với rủi ro lớn hơn trong kịch bản suy thoái kinh tế. Tác động kinh tế của COVID-19 có thể kể đến như thiếu hụt nguyên liệu, gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và sự sụt giảm trong chi tiêu tùy ý. Hơn nữa, thiếu hụt vốn lưu động có thể gây đình trệ sản xuất, tổn hại đến thu nhập của công ty quý 1, cũng như kết quả kinh doanh năm 2020. Do bối cảnh kinh tế không thuận lợi, dư nợ cho vay của BID có thể giảm, thậm chí nợ xấu có thể tăng. Ngoài ra, BID đã giới thiệu khoản kích thích cho vay 120 tỷ đồng để hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID-19 (chiếm 40% trong gói 285 tỷ đồng của NHNN).

Bảng 5. Các giả định chính dự phóng kết quả kinh doanh 2020

Các giả định chính	Thực tế 2019	Năm 2020	
		Nghị quyết ĐHCĐ	Dự báo
Tăng trưởng tín dụng	7,1%	9,0%	9,0%
Tăng trưởng huy động	12,6%	9,0%	13,0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	14,8%	14,9%	16,6%
Tỷ lệ nợ xấu	1,74%	<1,7%	1,7%
Tăng trưởng vốn điều lệ	17,6%	15,5%	15,5%

Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID VN/NĂM GIỮ/GIÁ MỤC TIÊU: VND46.300)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/17	12/18	12/19	12/20F
Thu nhập lãi và các khoản tương đương	78.629	90.074	100.764	116.375
Chi phí lãi và các khoản tương đương	47.673	55.118	64.769	76.760
Thu nhập lãi thuần	30.955	34.956	35.995	39.615
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	2.966	3.551	4.284	5.120
Lãi thuần từ hoạt động khác	5.096	5.976	7.887	9.095
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	39.017	44.483	48.165	53.829
Tổng chi phí hoạt động	15.504	16.117	17.280	18.840
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	23.513	28.366	30.885	34.989
Tổng chi phí dự phòng	14.847	18.894	20.009	21.774
Lợi nhuận trước thuế	8.665	9.473	10.876	13.215
Chi phí thuế	1.720	1.931	2.211	2.643
Lợi nhuận sau thuế	6.946	7.542	8.665	10.572
Lợi nhuận sau thuế ngân hàng mẹ	6.787	7.358	8.487	10.413

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/17	12/18	12/19	12/20F
Tiền và các khoản tương đương	8.203	10.508	14.117	19.763
Chứng khoán đầu tư và kinh doanh	156.091	133.817	144.469	220.687
Cho vay khách hàng, các TCTD khác	973.891	1.080.447	1.156.784	1.261.021
Tài sản hữu hình	5.949	6.352	6.295	7.018
Tài sản khác	58.150	81.914	168.441	176.692
Tổng tài sản	1.202.284	1.313.038	1.490.105	1.685.181
Tiền gửi của khách hàng	859.985	989.671	1.114.231	1.243.181
Tiền gửi và vay các TCTD khác	181.237	196.792	197.754	226.385
Phát hành giấy tờ có giá	83.738	39.991	62.772	66.079
Các khoản nợ khác	28.489	31.890	37.581	41.339
Tổng nợ phải trả	1.153.450	1.258.345	1.412.338	1.576.984
Vốn của TCTD	34.187	34.187	40.220	46.454
Lợi nhuận giữ lại	7.092	12.483	13.998	24.411
Quỹ của TCTD	4.446	4.618	5.744	6.635
Khoản điều chỉnh vốn	236	366	14.686	27.578
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.873	3.039	3.118	3.118
Tổng vốn chủ sở hữu	48.834	54.693	77.766	108.198

Phân tích Dupont

(%)	12/17	12/18	12/19	12/20F
Thu nhập từ lãi	7,12	7,16	7,19	7,33
Chi phí trả lãi	4,32	4,38	4,62	4,83
Thu nhập lãi thuần	2,80	2,78	2,57	2,50
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,27	0,28	0,31	0,32
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,46	0,48	0,56	0,57
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	3,53	3,54	3,44	3,39
Tổng chi phí hoạt động	1,40	1,28	1,23	1,19
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	2,13	2,26	2,20	2,20
Tổng chi phí dự phòng	1,34	1,50	1,43	1,37
Lợi nhuận trước thuế	0,78	0,75	0,78	0,83
Chi phí thuế	0,16	0,15	0,16	0,17
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,01	0,01	0,01	0,01
Suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)	0,61	0,59	0,61	0,66
Đòn bẩy tài chính (x)	23,75	24,30	21,16	17,07
Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	14,60	14,21	12,81	11,20

Chất lượng tài sản (%)

Tỉ lệ nợ xấu	1,62	1,90	1,74	1,70
Tỉ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ nhóm 2	5,14	4,23	3,97	3,80
Tỉ lệ bao phủ nợ xấu	80,7	66,0	74,2	220,4
Dự phòng trên tổng dư nợ cho vay	1,05	1,02	1,07	3,47
Chi phí tín dụng (trên tổng dư nợ)	1,71	1,91	1,79	1,64
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	1,38	1,55	1,48	1,52

Chỉ tiêu định giá (đồng)

Lợi nhuận / cổ phần (theo báo cáo)	1.499	1.634	2.414	2.242
Lợi nhuận / cổ phần (điều chỉnh)	1.985	2.152	2.110	2.242
Giá trị sổ sách / cổ phần	14.284	15.998	19.335	23.291
Lợi nhuận trước dự phòng / cổ phần	6.878	8.297	7.679	7.532

Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

Ghi chú (*): Ngân hàng công bố hệ số CAR được duy trì trên mức yêu cầu tối thiểu của Ngân hàng nhà nước.

Phân tích chỉ số (Tóm tắt)

(%)	12/17	12/18	12/19	12/20F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	19,88	14,12	12,92	8,96
Tổng dư nợ tín dụng	25,58	10,94	7,07	9,01
Vốn huy động	18,45	15,08	12,59	11,57
Tổng vốn chủ sở hữu	10,62	12,00	42,19	39,13
Tổng tài sản	19,46	9,21	13,49	13,09
Thu nhập lãi thuần	32,09	12,92	2,97	10,06
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	18,20	19,73	20,64	19,51
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	39,07	20,64	8,88	13,29
Lợi nhuận hoạt động	12,41	9,32	14,82	21,50
Lợi nhuận sau thuế	10,58	8,42	15,34	22,70
Khả năng sinh lời				
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	2,65	2,62	2,36	2,23
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	2,88	2,86	2,64	2,48
Biên lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	29,90	31,49	30,65	30,07
Suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)	0,61	0,59	0,61	0,66
Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	14,60	14,21	12,81	11,20
Tính thanh khoản				
Tỉ lệ cho vay/huy động (LDR, loại trừ CDs)	99,48	98,65	98,95	96,63
Tổng dư nợ trên tổng tài sản	71,16	74,36	73,99	71,29
Hệ số an toàn vốn (CAR)				
Hệ số CAR	10,90	9,00	N/A	N/A
Tỷ lệ vốn cấp 1	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ vốn cấp 2	N/A	N/A	N/A	N/A
Hiệu quả hoạt động				
Tỉ lệ chi phí trên thu nhập	39,74	36,23	35,88	35,00
Tỉ lệ chi phí trên tài sản	1,29	1,23	1,16	1,12

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
JSC Bank for Investment and Development of Vietnam (BID VN)	03/09/20	Hold	VND46,300
	04/10/19	Hold	VND37,800



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (□), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Suites 1109-1114, 11th Floor Two International Finance Centre 8 Finance Street, Central Hong Kong China Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo – SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7 th Floor, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang Street District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-2222 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	