

(MUA; Giá mục tiêu: VND 29.600)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu OCB với giá mục **tiêu VND 29.600** trên cơ sở: (i) OCB là ngân hàng có tốc độ tăng trưởng khá với khả năng sinh lời tốt, (ii) chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể với NPL giảm dần và CIR thấp, và (iii) kỳ vọng nâng cao hiệu quả hoạt động với sự tham gia của cổ đông chiến lược là Ngân hàng Aozora.

Tiêu điểm đầu tư

- **Là ngân hàng có tốc độ tăng trưởng khá và khả năng sinh lời tốt.** Trong giai đoạn 2015 – 2020, tổng tài sản của OCB ghi nhận CAGR 25%, trong khi tổng tiền gửi huy động tăng 25% và tổng dư nợ TT1 tăng 26%, cao hơn tốc độ tăng trưởng bình quân của toàn ngành. NIM và ROE cao hơn bình quân so với các ngân hàng cùng quy mô, đạt tương ứng 3,9% và 24,4% trong năm 2020.
- **Chất lượng tài sản được cải thiện với tỷ lệ bao nợ xấu tăng dần.** NPL giảm dần từ 2,3% năm 2018 xuống còn 1,7% cuối năm 2020 trong khi tỷ lệ bao nợ xấu tăng đáng kể trong vài năm trở lại đây, đạt mức 62%. Dư nợ phân tán tốt, phù hợp với định hướng quản trị rủi ro chặt chẽ và linh động của OCB. Cần lưu ý rằng Ngân hàng đã tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC.
- **Chi phí hoạt động duy trì thấp.** Nhờ ứng dụng công nghệ vào hoạt động ngân hàng với việc phát triển phương thức đa kênh OMNI từ tháng 3/2018, CIR của OCB giảm mạnh từ >53% năm 2017 xuống còn ~29% trong năm 2020, thấp nhất trong hệ thống ngân hàng. Theo đánh giá về mức độ phát triển theo định hướng ngân hàng số của Gartner, OCB OMNI đạt mức 51% vào năm 2020, cao hơn mức trung bình của ngành ngân hàng (32%).
- **Kỳ vọng nâng cao hiệu quả hoạt động từ Cổ đông chiến lược đến từ Nhật Bản – Aozora.** Năm 2020, Ngân hàng Aozora Nhật Bản trở thành cổ đông chiến lược của OCB, tạo tiền đề hỗ trợ phát triển kinh doanh, các hoạt động bán lẻ, quản lý rủi ro, nâng cao công nghệ, và ngân hàng số cho OCB trong tương lai.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu OCB vào khoảng VND 29.600** dựa trên kết hợp phương pháp so sánh P/B và chiết khấu thu nhập thặng dư (RI). Giá mục tiêu tương ứng P/B forward khoảng 1,5 lần (theo BVPS 2021F khoảng VND 19.468).

Biến động giá



| | |
|-----------------------|-------------------------|
| Ngày báo cáo | 13/04/2021 |
| Giá hiện tại | VND 24.750 |
| Giá mục tiêu | VND 29.600 |
| Upside | 19,6% |
| Vốn hóa thị trường | 27.124 tỷ VND |
| Biến động 52 tuần | VND 18.350 - VND 25.400 |
| KLGD bình quân (CP) | 4.230.340 Cp |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN | 30% |
| Tỷ lệ sở hữu NĐTNN | 20,29% |

| Đơn vị: tỷ VND | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Thu nhập hoạt động | 6.613 | 8.013 | 8.958 | 10.297 |
| Lợi nhuận trước thuế và dự phòng | 4.164 | 5.683 | 6.471 | 7.676 |
| Tăng trưởng n/n | 32% | 36% | 14% | 19% |
| Chi phí dự phòng | 933 | 1.263 | 1.597 | 1.997 |
| Tăng trưởng n/n | -1% | 35% | 26% | 25% |
| Lợi nhuận trước thuế | 3.231 | 4.419 | 4.875 | 5.680 |
| Tăng trưởng y/y | 47% | 37% | 10% | 17% |
| Lợi nhuận sau thuế | 2.582 | 3.535 | 3.900 | 4.544 |
| Tăng trưởng y/y | 47% | 37% | 10% | 17% |
| EPS (VND) | 3.269 | 3.225 | 3.559 | 4.146 |
| Giá trị sổ sách mỗi CP (VND) | 14.569 | 15.910 | 19.468 | 23.614 |
| ROAA | 2,4% | 2,6% | 2,3% | 2,2% |
| ROEA | 25,4% | 24,4% | 20,1% | 19,2% |
| P/B | 1,7x | 1,6x | 1,3x | 1,1x |

(MUA; Giá mục tiêu: VND 29.600)

Bảng chỉ số tài chính dựa trên mô hình CAMELS

| Chỉ tiêu | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Chỉ tiêu đảm bảo an toàn vốn | | | | | |
| CAR (%) (Vốn tự có để tính tỉ lệ an toàn vốn tối thiểu / Tổng tài sản có rủi ro quy đổi) | 11,1% | 11,6% | 12,0% | 11,2% | 12,9% |
| Tỷ lệ vốn chủ sở hữu so với tổng nợ phải trả (%) | 8% | 8% | 10% | 11% | 13% |
| Chỉ tiêu chất lượng tài sản | | | | | |
| Tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ tín dụng NPL (%) | N/A | 1,79% | 2,29% | 1,84% | 1,69% |
| Tỷ lệ tài sản sinh lời so với tổng tài sản (%) | 93% | 92% | 94% | 94% | 91% |
| Tỷ lệ quỹ dự phòng rủi ro tín dụng so với tổng nợ xấu LLR (%) | N/A | 43,9% | 55,4% | 62,1% | 46,7% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | | |
| Tỷ lệ lợi nhuận thuần so với vốn chủ sở hữu bình quân (ROAE) (%) | 8,7% | 15,0% | 23,6% | 25,4% | 24,4% |
| Tỷ lệ lợi nhuận thuần so với tổng tài sản (ROAA) (%) | 0,7% | 1,1% | 1,9% | 2,4% | 2,6% |
| Tỷ lệ thu nhập lãi thuần / tổng thu nhập hoạt động (%) | 89,3% | 88,2% | 68,5% | 62,0% | 62,2% |
| Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi / thu nhập từ lãi | 12,0% | 13,4% | 46,0% | 61,3% | 60,8% |
| Tỷ lệ chi phí hoạt động so với tổng thu nhập hoạt động kinh doanh (%) | 56,3% | 53,1% | 37,3% | 37,0% | 29,1% |
| Số ngày lãi phải thu (ngày) | 167 | 132 | 109 | 112 | 107 |

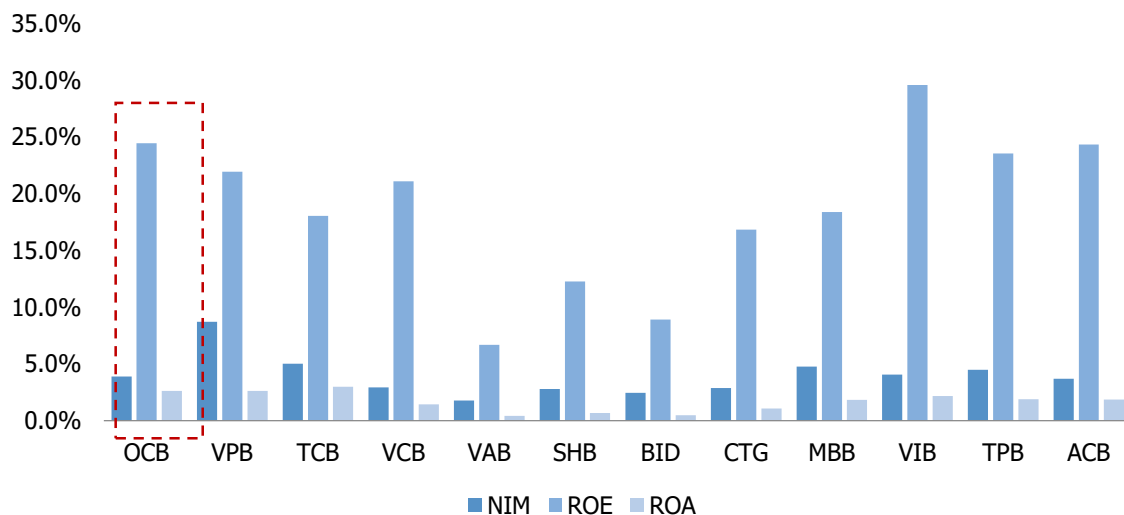
(Nguồn: OCB)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 29.600)

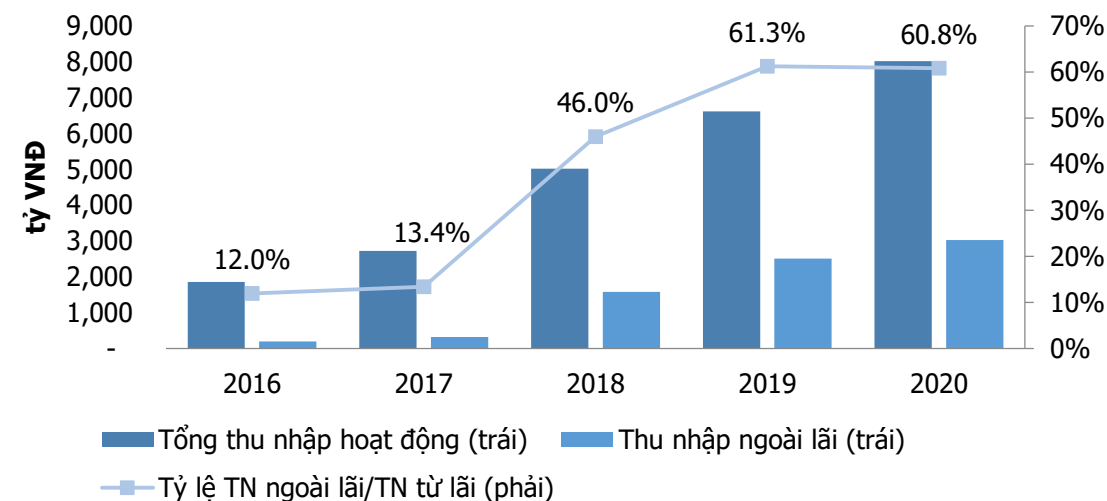
Thông tin cập nhật

- **Nguồn thu đa dạng, hạn chế rủi ro phụ thuộc vào hoạt động tín dụng.** Từ năm 2018 OCB đã giảm dần tỷ trọng của thu nhập lãi thuần trong tổng thu nhập, theo đó tỷ lệ thu nhập ngoài lãi / thu nhập từ lãi tăng từ 46% năm 2018 lên mức 61% năm 2020, chủ yếu đến từ các hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư, và bancassurance.
- **Định hướng tập trung đẩy mạnh mảng bán lẻ và doanh nghiệp SME.** Tệp khách hàng này đóng góp hơn 74% tổng dư nợ cho vay năm 2020 của OCB. Đây cũng là nhóm khách hàng chiếm tỷ trọng cao (34%) và đóng góp đáng kể cho nền kinh tế. Dư nợ của SME trong toàn ngành ngân hàng chứng kiến tăng từ 17,4% năm 2017 lên tới 27% trong năm 2020. Theo đó, OCB định hướng đẩy mạnh các sản phẩm tài chính mới, mở rộng hệ thống phân phối bancassurance... cho khối khách hàng này.
- **OCB có NIM thuộc loại cao trong hệ thống,** với NIM duy trì ~4% trong 3 năm trở lại đây. Dù quy mô tài sản có sinh lời nhỏ (đạt 126 nghìn tỷ đồng), OCB có hệ số NIM cao nhờ (i) tăng tỷ lệ CASA, (ii) áp dụng công nghệ số nhằm tiết kiệm nguồn nhân lực, và (iii) tiếp cận được các nguồn vốn huy động có lãi suất thấp từ các nguồn quốc tế nhờ chất lượng quản trị tài sản tốt.

So sánh top Ngân hàng có NIM cao nhất trong hệ thống NHNY



Tỷ lệ TN ngoài lãi/TN từ lãi



(Nguồn: OCB)

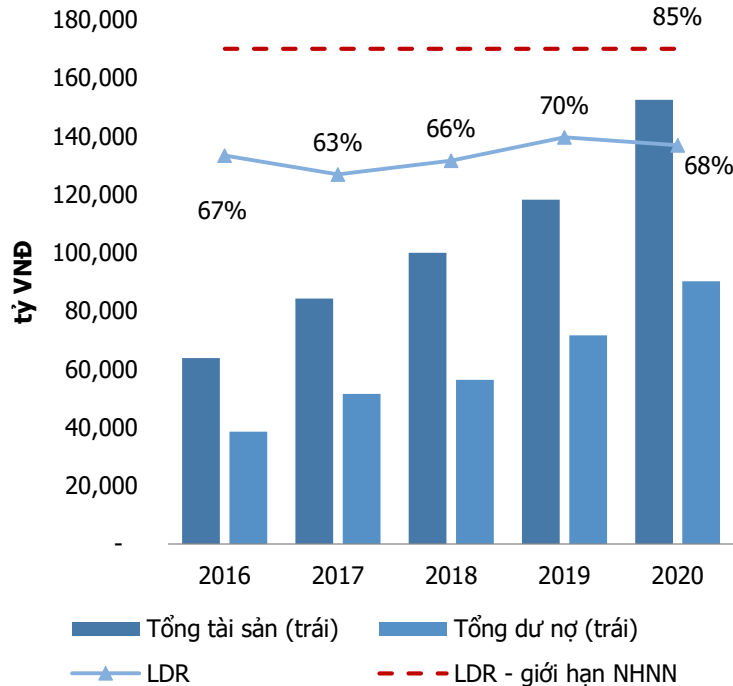
(MUA; Giá mục tiêu: VND 29.600)

Tổng tài sản của OCB ghi nhận CAGR 25%, trong khi tổng tiền gửi huy động tăng 25% và tổng dư nợ TT1 tăng 26%. LDR duy trì quanh mức 70% trong nhiều năm trở lại đây.

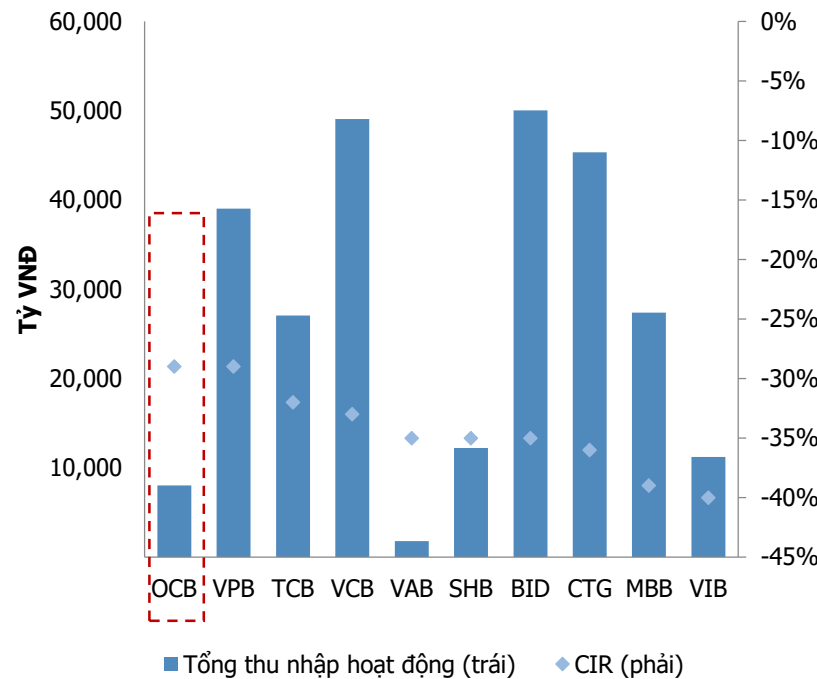
OCB nằm trong nhóm các ngân hàng có chi phí hoạt động thuộc hàng thấp nhất nhờ đẩy mạnh ứng dụng công nghệ vào hoạt động ngân hàng, tiết giảm đáng kể chi phí nhân lực & hạn chế sai sót con người.

Chất lượng tài sản cải thiện khá với tỷ lệ nợ có TSBĐ chiếm tỷ trọng cao trên tổng dư nợ, có xu hướng tăng dần. Mặc dù tỷ lệ bao nợ xấu vẫn thấp trong hệ thống nhưng đã tăng dần trong những năm gần đây.

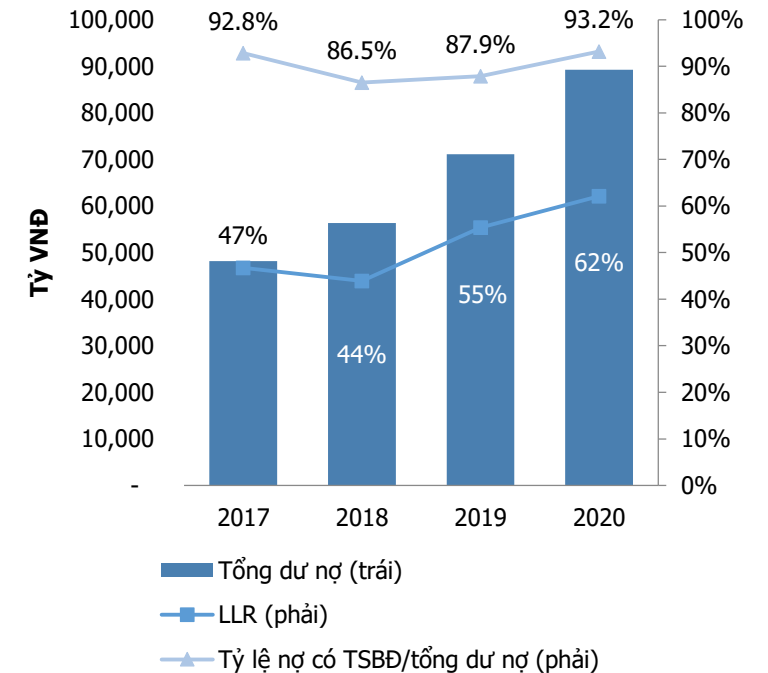
Quy mô tổng TS & dư nợ



Top 10 NH có CIR thấp nhất hệ thống



Tỷ lệ bao nợ xấu



(Nguồn: OCB)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 29.600)

S

- Cổ đông chiến lược đến từ Nhật Bản – Aozora hỗ trợ phát triển kinh doanh,..
- Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ vào hoạt động, CIR thấp.
- Tài sản và vốn CSH tăng nhanh, chính sách quản trị rủi ro rõ ràng và linh hoạt, đẩy mạnh tỷ trọng thu nhập ngoài lãi (trên 30%). NIM duy trì ở mức cao.
- Có sự linh động trong hoạt động cho vay và đầu tư trái phiếu, bảo đảm sinh lời, thanh khoản và an toàn.
- Chiến lược kinh doanh nhất quán và phù hợp: đảm bảo tăng trưởng đồng thời quản trị rủi ro chặt chẽ.

W

- Thị phần tín dụng nhỏ, tỷ lệ trích dự phòng rủi ro/nợ xấu vẫn ở mức thấp.
- Khả năng huy động vốn trên TT1 còn hạn chế, tỷ trọng CASA/tiền gửi KH thấp, chi phí huy động vốn ngày càng cao do khả năng tăng trưởng CASA thấp.
- Cho vay chủ yếu trung dài hạn, đòi hỏi cơ cấu nguồn vốn chủ yếu là trung dài hạn. Để bảo đảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn không vượt quy định của NHNN, OCB phải tăng chi phí vốn về lâu dài.

O

- Ngành ngân hàng đang trong thời kỳ phát triển mạnh mẽ, đã và đang nhận được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư trong và ngoài nước → thuận lợi cho việc huy động vốn, tranh thủ công nghệ và kinh nghiệm từ cổ đông chiến lược nước ngoài.
- Công nghệ số phát triển nhanh, các ngân hàng đi sau như OCB có thể rút ngắn khoảng cách về mở rộng tập khách hàng bán lẻ nếu có hướng đi và lựa chọn đúng đắn trong đầu tư công nghệ và áp dụng vào mọi hoạt động kinh doanh, vận hành.

T

- Ngành ngân hàng đang có sự cạnh tranh khốc liệt giữa các ngân hàng với nhau và với các định chế tài chính khác, đòi hỏi phải liên tục đổi mới và nâng cao kỹ năng nghiệp vụ và cung cấp sản phẩm phù hợp cho nhiều đối tượng khách hàng với chất lượng tốt trong thời gian ngắn nhất. OCB là ngân hàng nhỏ, khả năng cạnh tranh còn chưa cao.
- Các tổ chức tín dụng ngày càng chịu sự quản lý chặt chẽ của NHNN và UBCKNN, yêu cầu phải tuân thủ pháp luật và nâng cao tính minh bạch.

(MUA; Giá mục tiêu: VND 29.600)

Mô hình dự phóng

Chúng tôi dự phóng LNST 2021 của OCB đạt khoảng 3.900 tỷ đồng, tăng 10% n/n trên cơ sở giả định NH đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 24,4%. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu năm 2021 sẽ tăng nhẹ so với năm 2020, đạt khoảng 66%.

Tỷ lệ nợ xấu giữ nguyên ở mức 1,7% trong khi NIM giảm nhẹ xuống còn 3,5% do điều chỉnh lãi vay thấp hơn nhằm gia tăng thị phần tín dụng.

Tổng thu nhập hoạt động ước tính đạt 8.958 tỷ đồng, tăng ~12% n/n, trong đó tỷ trọng thu nhập ngoài lãi / thu nhập lãi tăng nhẹ từ 60,8% năm 2020 lên 62,7% năm 2021, trong đó phí từ hoạt động bancassurance tiếp tục tăng khá với tốc độ tăng 55% n/n.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu OCB vào khoảng VND 29.600** dựa trên kết hợp phương pháp so sánh P/B và chiết khấu thu nhập thặng dư (RI), trong đó P/B mục tiêu được xác định dựa trên bình quân P/B các ngân hàng có quy mô và hoạt động tương đương.

Giá mục tiêu tương ứng P/B forward khoảng 1,5 lần (theo BVPS 2021F khoảng VND 19.468).

So sánh P/B các NH cùng quy mô

| Mã CP | Vốn điều lệ | NIM | ROE | P/B |
|-----------------|-------------|------|-------|-------------|
| EIB | 12.355 | 2,1% | 6,6% | 1,5x |
| LPB | 10.746 | 3,2% | 13,9% | 1,3x |
| MSB | 11.750 | 3,4% | 12,7% | 1,5x |
| SSB | 12.087 | 1,9% | 11,1% | 2,5x |
| TPB | 10.717 | 4,5% | 23,5% | 1,7x |
| VIB | 11.094 | 4,0% | 29,6% | 3,1x |
| Trung vị | | | | 1,6x |

(Nguồn: FinnPro)

Liên hệ Khối Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

| Xếp hạng | Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại |
|-----------------|---|
| MUA | $\geq 15\%$ |
| GIỮ | Từ -15% đến $+15\%$ |
| BÁN | $\leq -15\%$ |

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**