

## NH TMCP PHƯƠNG ĐÔNG (HSX: OCB)

### Ngân hàng nhỏ tăng trưởng cao

- Duy trì tăng trưởng và chất lượng tín dụng trên nền tảng vốn mạnh và thanh khoản dồi dào
- Thu nhập ngoài lãi sẽ phong phú hơn với đóng góp của mảng thẻ và dịch vụ ngân hàng đầu tư
- Hiệu quả hoạt động liên tục cải thiện nhờ ứng dụng số hóa và công nghệ

### Quan điểm và định giá

Chuyển mình mạnh mẽ về chiến lược tăng trưởng và quản trị điều hành trong vài năm gần đây, OCB định hướng là một ngân hàng bán lẻ hiện đại tập trung cung cấp các sản phẩm và dịch vụ tài chính cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) và các khách hàng cá nhân thu nhập trung bình. Với bộ đệm vốn mạnh và thanh khoản hàng đầu, OCB có khả năng duy trì được tăng trưởng tín dụng thuộc mức cao trong ngành. Khẩu vị rủi ro thấp và mô hình quản trị rủi ro cho vay theo chuỗi cung ứng kết hợp với nền tảng công nghệ hiện đại giúp ngân hàng kiểm soát rủi ro tín dụng ở mức tốt so với các ngân hàng cùng quy mô và phân khúc khách hàng, nhờ đó ổn định NIM sau điều chỉnh rủi ro ở mức hiệu quả. Kết hợp với cơ cấu phí dịch vụ ngày càng phong phú hơn và chiến lược chuyển đổi số được đầu tư có chọn lọc cho mục tiêu nâng cao hiệu quả hoạt động, chúng tôi kỳ vọng OCB có thể duy trì khả năng sinh lời cao hàng đầu ngành trong năm năm tới. Bảng cân đối có thể mở rộng bình quân 23%/năm trong giai đoạn 2021-2025, theo xu hướng hồi phục của nền kinh tế và các chính sách hỗ trợ. Cổ phiếu OCB đang giao dịch ở mức P/B dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn 30% so với bình quân các ngân hàng niêm yết (loại trừ VCB), mặc dù ROE (trước quỹ khen thưởng phúc lợi) dự phóng cao hơn 17%.

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu OCB ở mức **32.100 đồng/cổ phiếu**, tương đương P/B dự phóng năm 2021 và 2022 lần lượt là 1,7 và 1,3 lần. Mức giá này tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là **22%** so với giá đóng cửa ngày **21/12/2021**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với OCB.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022F
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>6.613</b>	<b>8.013</b>	<b>9.120</b>	<b>11.358</b>
Tăng trưởng (%)	31,8	21,2	13,8	24,5
<b>LNST</b>	<b>2.582</b>	<b>3.535</b>	<b>4.419</b>	<b>5.775</b>
Tăng trưởng (%)	46,6	36,9	25,0	30,7
ROA (%)	2,4	2,6	2,6	2,8
ROE (%)	25,4	24,4	22,5	23,3
EPS (VND)	2.408	2.471	3.116	4.106
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	10.817	12.728	15.953	20.169
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	-	-	8,5	6,5
P/B (x)	-	-	1,7	1,3

Nguồn: OCB, Rồng Việt Securities

## MUA

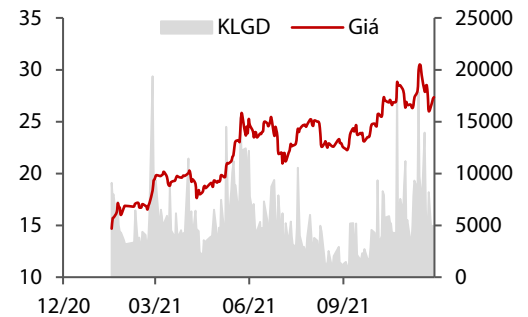
## +22%

Giá hiện tại (VND)	26.250
Giá mục tiêu (VND)	32.100
Cổ tức tiền mặt (VND) *	0

(\* Dự kiến trong 12 tháng tới)

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	37.466
SLCPDLH (cp)	1.369.882.863
Beta	1,3
Free Float (%)	77,4
Giá cao nhất 52 tuần	31.700
Giá thấp nhất 52 tuần	14.680
KLGD bình quân 20 phiên	6.746.345



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
OCB	19	-	-
Ngân hàng	6	47	108
VN Index	9	38	60

### Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch Trịnh Văn Tuấn và gia đình	18,6
Ngân hàng Aozora	15,0
VinaCapital VOF	4,5
Tổng công ty Bến Thành	4,0
Sở hữu NDTNN còn lại (%)	0,0

### Phạm Thị Tố Tâm

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1530

[tam.ptt@vdsc.com.vn](mailto:tam.ptt@vdsc.com.vn)

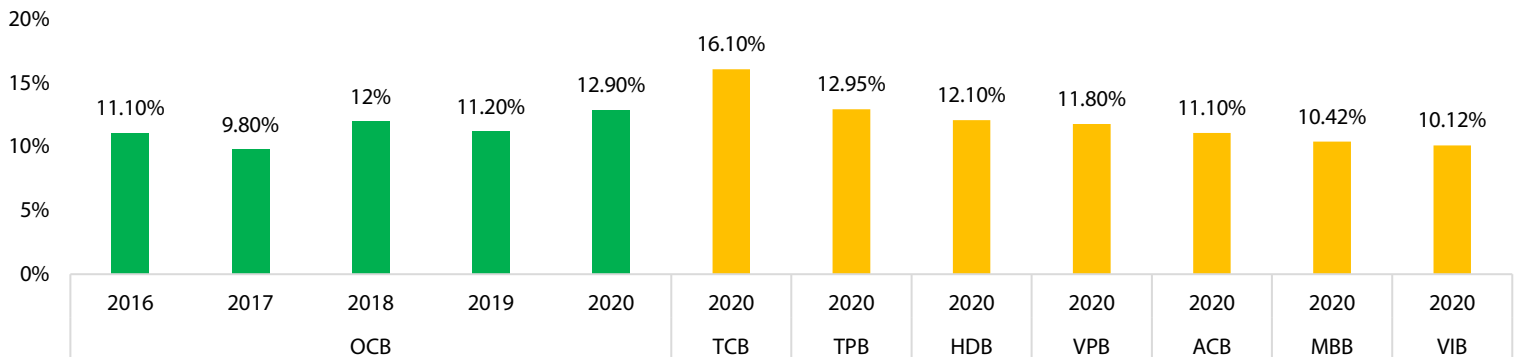
**Luận điểm đầu tư**

**Duy trì tăng trưởng và chất lượng tín dụng trên nền tảng vốn mạnh và thanh khoản cao**

**Nền tảng vốn và thanh khoản tạo cơ hội tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ**

Xây dựng khung quản trị rủi ro theo chuẩn Basel 2 từ năm 2013 và là một trong ba ngân hàng được NHNN công nhận tuân thủ sớm nhất Basel 2, OCB liên tục duy trì cao các chỉ tiêu về an toàn vốn và thanh khoản. Điều này phản ánh sự chủ động của ngân hàng trong quản trị rủi ro và an toàn vốn. Hệ số an toàn vốn (CAR) dao động quanh mức 11-13% trong giai đoạn 2016-2020, cao hơn nhiều ngưỡng tối thiểu 8% theo quy định và chỉ xếp thứ ba trong số các ngân hàng niêm yết (sau TCB và TPB) với hầu hết là vốn cấp 1 (gồm vốn góp của chủ sở hữu và lợi nhuận giữ lại – các loại vốn có độ an toàn cao nhất). Điều này là nhờ ngân hàng ít sử dụng đòn bẩy tài chính với tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng tài sản cao thứ ba trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Về thanh khoản, huy động vốn ngắn hạn thấp khiến OCB không tận dụng tốt chuyển dịch kỳ hạn (sử dụng nguồn vốn ngắn hạn lãi suất thấp cho vay trung dài hạn lãi suất cao) để tối ưu hóa NIM. Tuy nhiên, điều này lại giúp ngân hàng đạt được các tỷ lệ LDR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở khoảng cách an toàn cao so với các ngưỡng quy định của Ngân hàng Nhà nước.

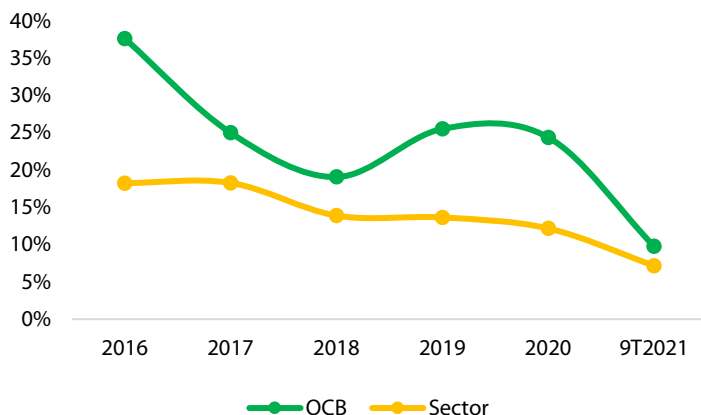
**Hình 1: Tỷ lệ an toàn vốn của OCB so với một số ngân hàng thương mại**



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

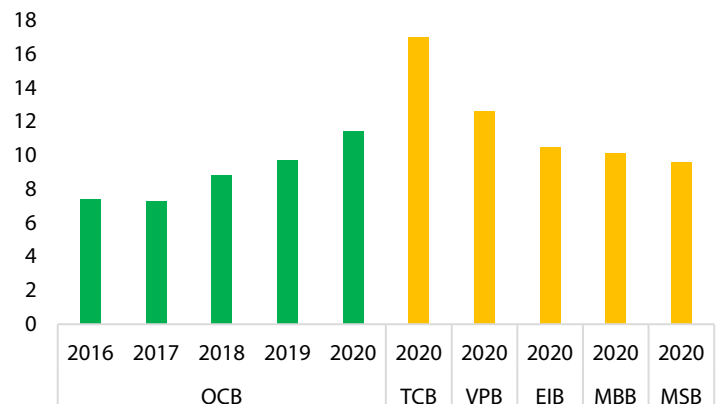
Nền tảng vốn và thanh khoản mạnh kết hợp đi cùng với chính sách tín dụng thận trọng (tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản đảm bảo thấp 43-46%, và 95-96% các khoản vay có tài sản đảm bảo) sẽ đảm bảo cho một ngân hàng có thị phần nhỏ như OCB duy trì được tăng trưởng cho vay trên 20%/năm trong các năm tiếp theo như kế hoạch đã đề ra, khi nền kinh tế Việt Nam và thế giới bước vào chu kỳ hồi phục bắt đầu từ năm 2022.

**Hình 2: OCB tăng trưởng tín dụng luôn cao hơn trung bình ngành**



Nguồn: OCB, NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản (%)**

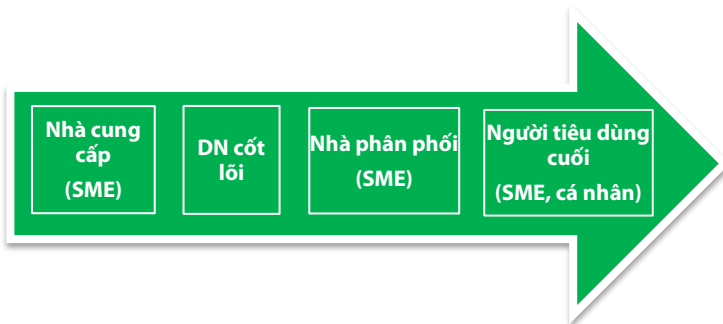


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

**Chất lượng tài sản ở mức tốt trong nhóm ngân hàng nhỏ nhờ mô hình quản lý cho vay theo chuỗi trên nền tảng công nghệ hiện đại**

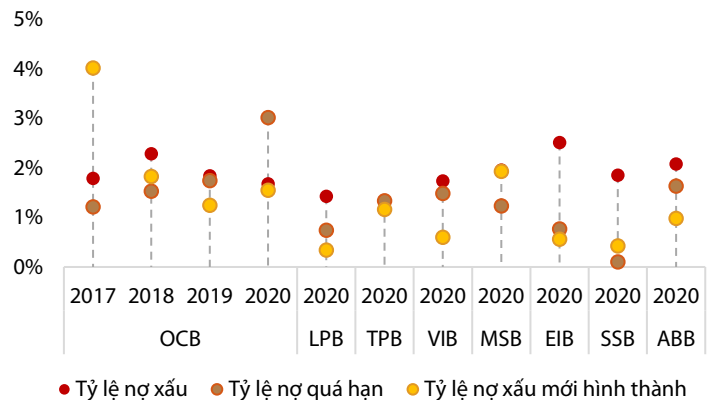
Mô hình tài trợ chuỗi cung ứng của OCB đã giúp ngân hàng giải quyết được vấn đề khó quản lý chất lượng tín dụng của nhóm khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ và siêu nhỏ (SME và MSME) nhằm khai thác thị trường ngách có tiềm năng tăng trưởng cao trong khi vẫn đảm bảo an toàn tài sản. Các khách hàng SMEs được gắn kết vào một chuỗi dựa trên mối quan hệ nhà cung ứng/nhà phân phối của một doanh nghiệp cốt lõi. Các doanh nghiệp cốt lõi có thể có hoặc không có quan hệ tín dụng với OCB. Kết hợp với nền tảng số OCB OMNI, ngân hàng hình thành nên mối liên kết giữa các dòng chảy về hàng hóa/dịch vụ, vốn và thông tin trong chuỗi cung ứng, giúp giám sát chặt chẽ, toàn diện và tư vấn kịp thời cho tất cả các thành viên của chuỗi. Chất lượng tài sản của OCB, nhờ đó, ở mức tương đối tốt so với các ngân hàng cùng quy mô. Các doanh nghiệp cốt lõi mà OCB có quan hệ tín dụng được lựa chọn trên cơ sở thương hiệu uy tín, tình hình tài chính tốt, các dự án có đầy đủ pháp lý và triển vọng bán hàng tốt (Thành Thành Công, Khang Điền, Nam Long, Hưng Thịnh, Sơn Kim, Trường Hải, ...). Mức độ tập trung tín dụng vào các doanh nghiệp lớn khá thấp với tỷ trọng của nhóm này chỉ khoảng 6,2% tổng danh mục tín dụng. Trong khi đó, nhóm các doanh nghiệp lớn không có quan hệ tín dụng được OCB tiếp cận thông qua cung cấp các giải pháp thanh toán và quản lý dòng tiền.

**Hình 4: Mô hình tài trợ theo chuỗi cung ứng của OCB**



Nguồn: OCB

**Hình 5: Tỷ lệ nợ xấu, nợ quá hạn và tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng của OCB và các ngân hàng cùng quy mô**



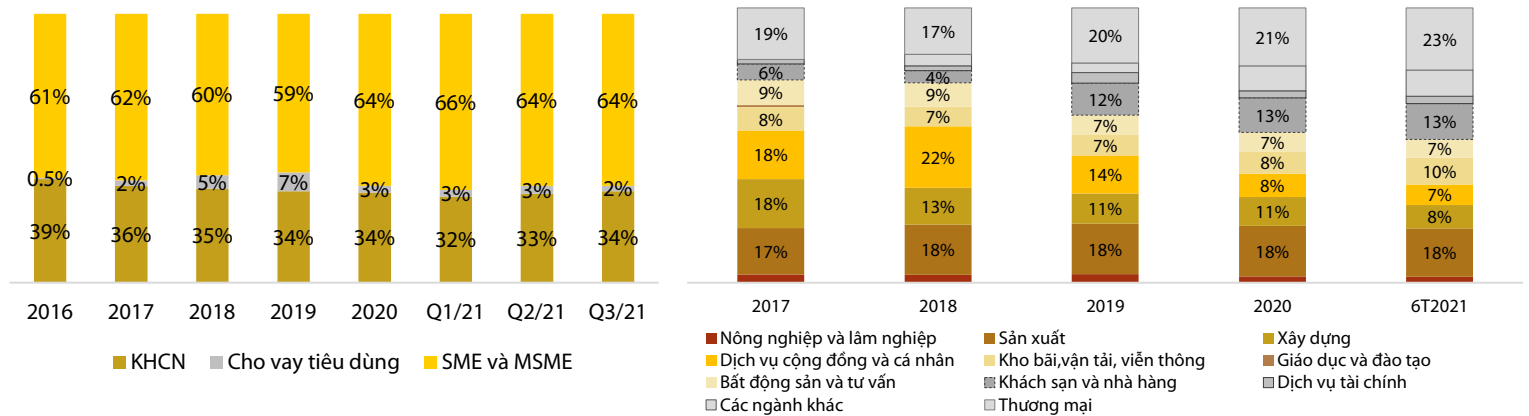
Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Khách hàng cá nhân là người lao động/khách hàng tại các doanh nghiệp khách hàng của OCB với hơn 95% khách hàng cá nhân thuộc nhóm thu nhập trung bình khá (100-200 triệu đồng/năm) là các cơ sở giúp ngân hàng kiểm soát tốt chất lượng tín dụng phân khúc bán lẻ thông qua khai thác thông tin về thu nhập và chi tiêu của khách hàng.

Các hạn mức rủi ro tín dụng được phân loại, điều chỉnh theo tình hình kinh doanh và được theo dõi định kỳ nhằm đưa ra cảnh báo giúp ngân hàng phản ứng sớm và hạn chế được thiệt hại. Nhờ đó, từ khi dịch bệnh xảy ra, ngân hàng đã sớm điều chỉnh giảm dần dư nợ các ngành nhạy cảm như xây dựng (giảm từ 10,9% năm 2019 về 8,5% cuối Q2/2021) và bất động sản (giảm từ 7,3% năm 2019 về 6,6% cuối Q2/2021). Cho vay bất động sản được giới hạn dưới 10% tổng dư nợ trong dài hạn. Mảng cho vay tiêu dùng (COM-B) được dự báo sẽ là mảng kinh doanh chịu ảnh hưởng mạnh nhất bởi dịch bệnh và cũng đã bị hạn chế tăng trưởng dư nợ ngay từ đầu năm 2020. Trong khi tổng dư nợ cho vay khách hàng năm 2020 tăng 26,1%, dư nợ COM-B giảm mạnh từ 7,7% năm 2019 về 3,3%. Đồng thời, ngân hàng đặt mục tiêu giới hạn dư nợ COM-B ở mức tối đa 5% danh mục.

Tuy nhiên, điểm đáng chú ý là tỷ trọng dư nợ ngành khách sạn và nhà hàng lại tăng mạnh từ năm 2019 đến nay (4% năm 2018 lên 13% trong 6T2021). Cuối năm 2020, OCB đã thực hiện xóa nợ cho các khách hàng không còn khả năng trả nợ do ảnh hưởng của dịch bệnh.

**Hình 6: Cơ cấu tín dụng được điều chỉnh nhằm hạn chế tác động của dịch bệnh**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

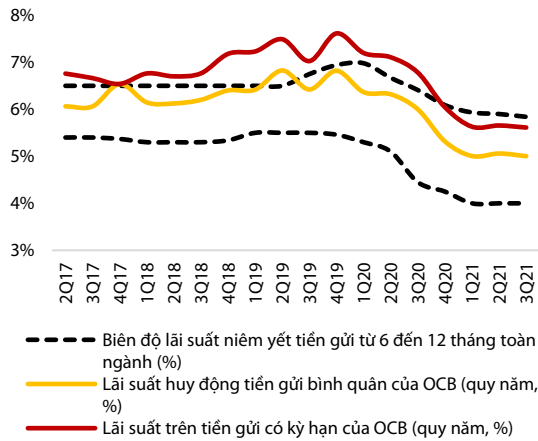
Dư nợ tái cơ cấu do ảnh hưởng của dịch bệnh giảm từ 1.500 tỷ đồng (1,6% danh mục cho vay) cuối năm 2020 về mức thấp so với ngành là 926 tỷ đồng, tương đương 1% danh mục vào cuối Q2/2021. Đợt dịch nghiêm trọng trong quý 3/2021 kết hợp với yếu tố địa bàn kinh doanh tập trung ở miền Nam khiến nợ cơ cấu tăng đáng kể lên 2.003 tỷ đồng, nhưng phần lớn nợ cơ cấu thuộc nhóm vận tải-kho bãi (28%), sản xuất (16%) và xây dựng (16%) và khách hàng các ngành này sẽ phục hồi nhanh sau khi các hạn chế phòng dịch được nới lỏng.

Hệ thống quản trị rủi ro tín dụng đã được OCB đầu tư nâng cấp từ năm 2020 với mục tiêu đến năm 2025 sẽ ứng dụng trí thông minh nhân tạo (AI) và robot đánh giá rủi ro tín dụng khách hàng, rút ngắn thời gian phê duyệt và xử lý chứng từ đồng thời phân tích kho dữ liệu phục vụ marketing, định giá và thiết kế sản phẩm. Chúng tôi kỳ vọng các cải tiến này bên cạnh hiệu quả về chi phí còn đóng vai trò quan trọng giúp ngân hàng gia tăng khả năng chọn lọc khách hàng có chất lượng tín dụng tốt hơn.

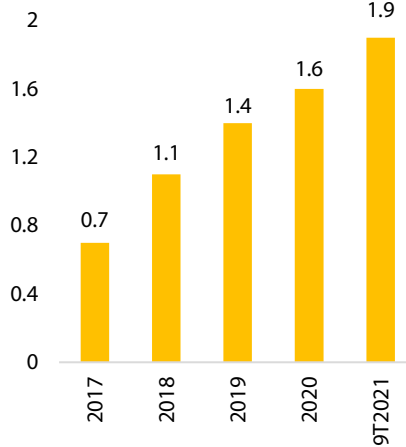
**NIM mở rộng nhẹ trong trung hạn trên cơ sở tối ưu hóa cơ cấu huy động**

Chính sách lãi suất cạnh tranh cho mục tiêu mở rộng cơ sở khách hàng khiến lãi suất tiền gửi của OCB luôn thuộc nhóm cao trong ngành, từ đó khuyến khích khách hàng chọn gửi tiền có kỳ hạn hơn là “để không” trong tài khoản thanh toán. Điều này dẫn đến tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) của OCB chỉ tăng nhẹ từ 10% lên 12% trong giai đoạn 2015-2020. Tuy nhiên, điểm tích cực là CASA từ khách hàng cá nhân (bán lẻ) đã tăng dần tỷ lệ trong tổng nguồn CASA bán lẻ từ 3% năm 2016 lên 8,1% năm 2020. Do tính chất ổn định hơn của CASA bán lẻ so với CASA doanh nghiệp, CASA bán lẻ có vai trò quan trọng giúp các ngân hàng giảm chi phí huy động vốn nhưng nhìn chung, khả năng thu hút CASA bán lẻ của OCB vẫn còn yếu. Từ nửa cuối năm 2020, trong khi các ngân hàng lớn ghi nhận sự gia tăng mạnh trong tỷ lệ CASA (chủ yếu là CASA bán lẻ) nhờ xu hướng thanh toán không dùng tiền mặt tăng tốc trong dịch bệnh kết hợp với hệ sinh thái mạnh và nhiều sáng kiến thu hút CASA, tỷ lệ CASA của OCB chỉ cải thiện nhẹ từ 11,1% giữa năm 2020 lên 12% cuối năm 2020 nhưng sau chín tháng đầu năm 2021 lại giảm về 10,4%. Các hạn chế về quy mô nhỏ và khách hàng cá nhân thu nhập trung bình có thể là các nguyên nhân khiến khả năng thu hút và duy trì CASA kém.

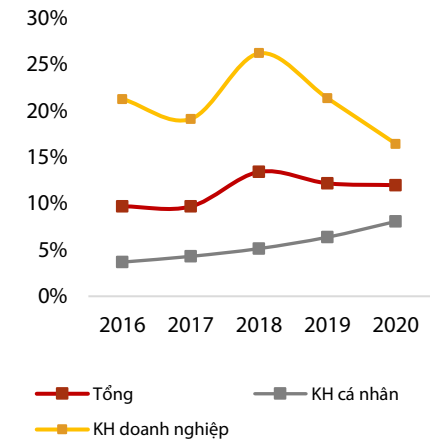
**Hình 7: Lãi suất tiền gửi bình quân và có kỳ hạn (%/năm)**



**Hình 8: Quy mô tập khách hàng (triệu khách hàng)**



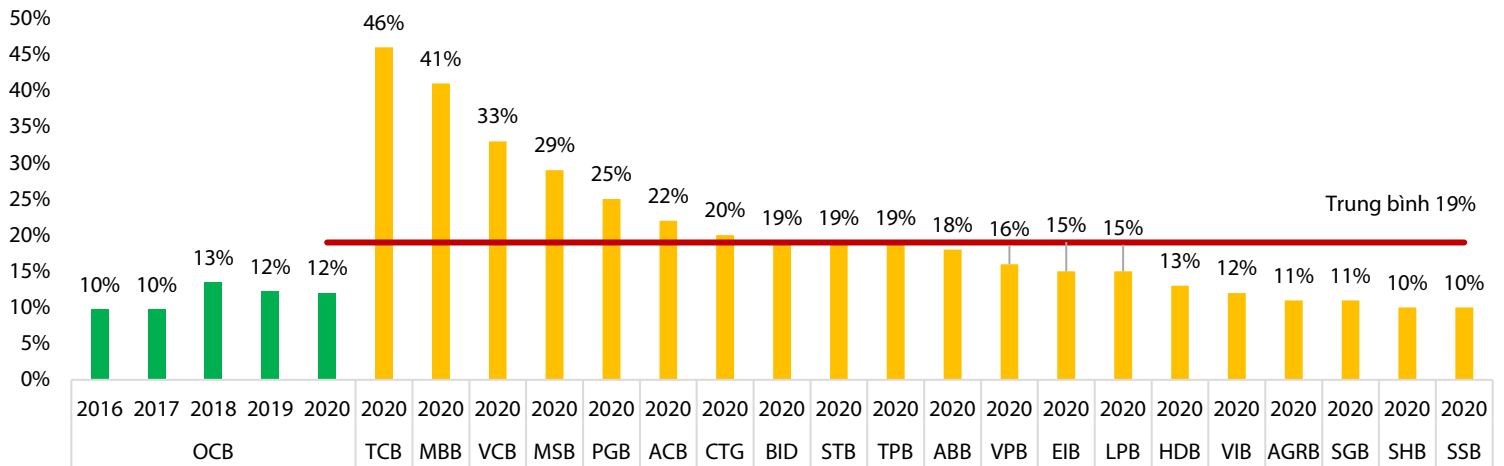
**Hình 9: Tỷ lệ CASA theo nhóm khách hàng**



Nguồn: OCB, SBV, Fiiipro, CTCK Rồng Việt

Chiến lược ngân hàng số giai đoạn 2021-2025 được OCB kỳ vọng sẽ giúp ngân hàng tăng cường khả năng thu hút khách hàng nhờ tập trung nâng cao trải nghiệm khách hàng trên nền tảng hợp kênh và ngân hàng mở. Tuy vậy, xem xét mức độ cạnh tranh gay gắt trong cuộc đua CASA giữa các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng lớn có độ phủ thương hiệu cao, cùng với các hạn chế đã đề cập, chúng tôi cho rằng mục tiêu nâng tỷ lệ CASA lên 17% vào năm 2025 của ban lãnh đạo trên thực tế sẽ cần nhiều thời gian hơn. Do đó, cơ hội hạ thấp chi phí huy động nhờ gia tăng tỷ lệ CASA là không nhiều.

**Hình 10: Tỷ lệ CASA của OCB so với các ngân hàng khác và trung bình các ngân hàng niêm yết**

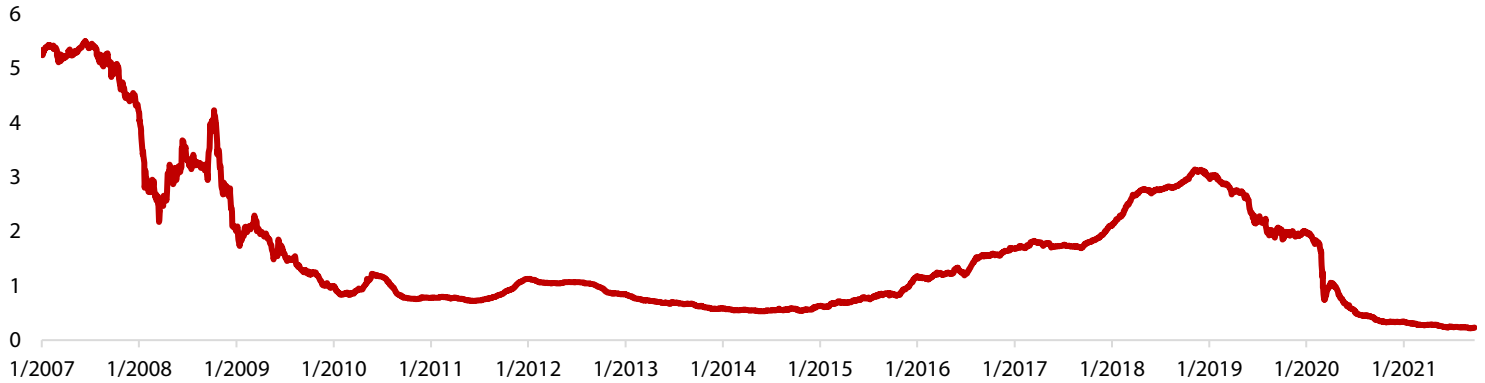


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Thu hút CASA từ nguồn tiền gửi dân cư không phải là thế mạnh của OCB. Thay vào đó, ngân hàng giảm chi phí vốn nhờ thu hút các nguồn vốn trung và dài hạn từ các tổ chức tài chính quốc tế và từ phát hành giấy tờ có giá. Từ năm 2019 đến nay, nhờ quan hệ hợp tác với nhiều tổ chức tài chính quốc tế và xếp hạng tín nhiệm ở mức Tích cực, ngân hàng đã huy động từ IFC và ADB các gói tín dụng tổng cộng 405 triệu USD, góp phần đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn của ngân hàng, giảm chi phí huy động đồng thời gia tăng các tỷ lệ an toàn. Theo kỳ hạn tài trợ, các khoản tài trợ từ các tổ chức này có lãi suất bằng lãi suất cho vay USD liên ngân hàng (LIBOR) cộng biên độ 0,5-2%/năm, mức lãi suất thấp hơn rất nhiều so với lãi suất huy động từ dân cư cùng kỳ hạn tại OCB (cuối tháng 11/2021 là 6,1-6,15%/năm). Thu hút thêm nguồn tài trợ

từ các tổ chức tài chính quốc tế là một trong các trọng tâm chiến lược của OCB trong thời gian tới và sẽ giúp ngân hàng tiếp tục cải thiện chi phí vốn.

**Hình 11: Lãi suất LIBOR 12 tháng đồng USD (%/năm)**

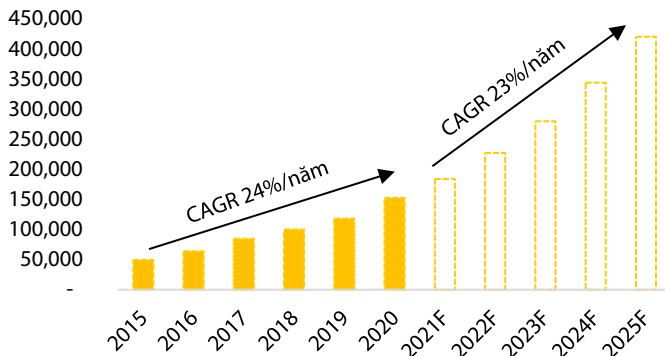


Nguồn: Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis (Mỹ)

Giấy tờ có giá cũng là một trong những nguồn huy động đáng kể của OCB từ năm 2018. Tỷ trọng giấy tờ có giá trong tổng nguồn vốn tăng từ 1,7% năm 2017 lên 10,7% năm 2020. So với lãi suất huy động kỳ hạn 24 tháng và 36 tháng, lãi suất trái phiếu OCB kỳ hạn 2 - 3 năm thấp hơn không đáng kể trong giai đoạn 2018-2020. Vì vậy, việc tăng mạnh phát hành giấy tờ có giá trong giai đoạn này, theo chúng tôi, là nhằm đón đầu quy định siết vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn trong điều kiện tăng trưởng tín dụng của ngân hàng luôn ở mức gần gấp đôi toàn ngành, hơn là làm giảm chi phí huy động. Tuy nhiên, lãi suất các trái phiếu kỳ hạn 2-3 năm phát hành từ đầu năm 2021 đến nay đã giảm đáng kể, chỉ 4,2 - 3,5%/năm, so với lãi suất tiền gửi tiết kiệm cùng kỳ hạn 6,5-6,8%/năm. Thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng dồi dào nhưng tình hình cho vay không dễ dàng là nguyên nhân khiến các ngân hàng tìm đến các kênh đầu tư khác, tạo điều kiện cho OCB hạ thấp lãi suất giấy tờ có giá. Với đóng góp ngày càng lớn của nguồn giấy tờ có giá huy động trong thời kỳ lãi suất thấp và độ dài kỳ hạn của các trái phiếu này, chúng tôi tin rằng OCB có thể đạt được mức chi phí huy động giai đoạn 2021-2023 tốt hơn giai đoạn 2018-2020. Chênh lệch kỳ tái định lãi suất của bảng cân đối kế toán duy trì dương trong biên độ hẹp khiến OCB ít có khả năng tận dụng xu hướng đường cong lãi suất dốc lên trong giai đoạn đầu của quá trình phục hồi của nền kinh tế sắp tới để mở rộng NIM.

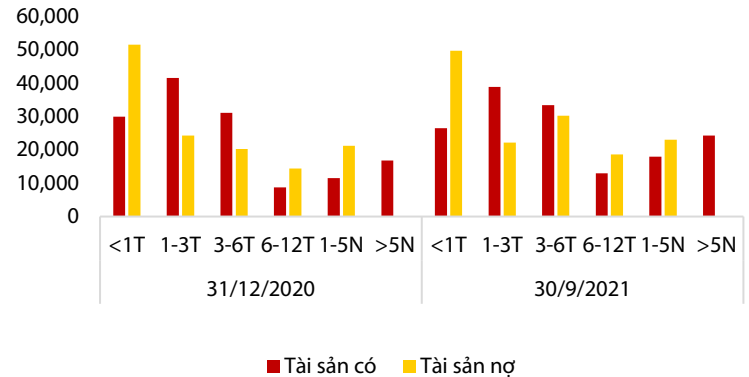
Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bảng cân đối giai đoạn 2021-2025 thấp hơn so với giai đoạn 2016-2020 trên cơ sở kiểm soát rủi ro tín dụng thận trọng, bồi dưỡng bộ đệm dự phòng và NIM cải thiện nhẹ trong chu kỳ tín dụng mở rộng. ROA xấp xỉ 2,9-3%, so với mức 2,3% giai đoạn 2018-2020, nhờ hạ thấp chi phí tín dụng và tăng cường hiệu quả hoạt động nhờ số hóa. ROE trung bình đạt 23,3%, thấp hơn mức 24,5% của giai đoạn 2018-2020, do tỷ trọng thu nhập từ kinh doanh trái phiếu chính phủ giảm dần.

**Hình 12: Tăng trưởng tổng tài sản 2015-2025F (tỷ đồng)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Tài sản và nợ phân bổ theo rõ kỳ hạn còn lại (tỷ đồng)**



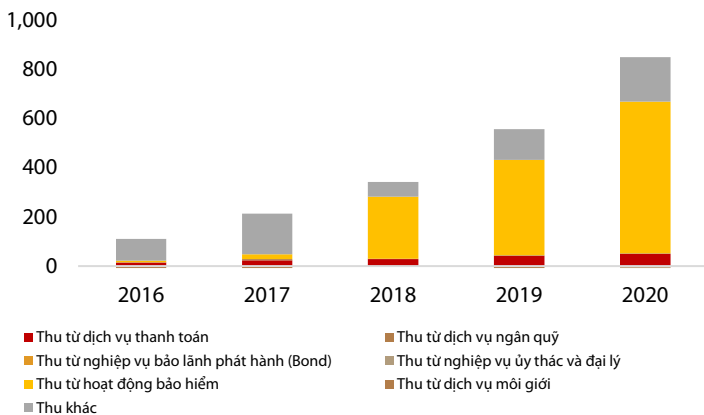
Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Thu nhập ngoài lãi sẽ phong phú hơn với đóng góp của mảng thẻ và dịch vụ ngân hàng đầu tư**

Cơ cấu thu nhập trước năm 2018 tập trung vào thu nhập lãi với tỷ trọng thu nhập lãi chiếm đến 90%. Từ năm 2018, hoạt động đầu tư trái phiếu chính phủ đóng góp tích cực vào thu nhập ngoài lãi của OCB giúp tỷ trọng thu nhập ngoài lãi lên đến 38% năm 2020, cao nhất trong số các ngân hàng chúng tôi đang theo dõi. Tăng trưởng mạnh thu nhập ngoài lãi là yếu tố quan trọng giúp ngân hàng lành mạnh hóa nền tảng vốn, hạn chế phơi nhiễm với rủi ro tín dụng cũng như đưa OCB vào nhóm các ngân hàng có hiệu quả kinh doanh cao nhất hệ thống.

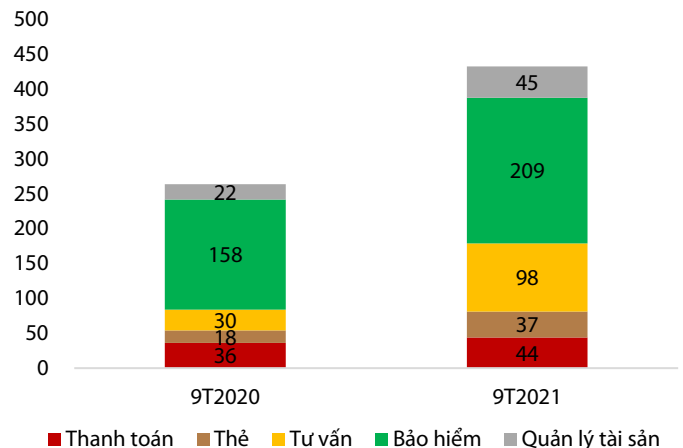
Bắt đầu phân phối bảo hiểm nhân thọ của Generali từ năm 2017 và hợp tác phân phối độc quyền cho Generali từ năm 2019, thu nhập từ bancassurance tại OCB luôn chiếm trên 70% doanh thu phí giai đoạn 2018-2020. Doanh số phí bảo hiểm hàng tháng của OCB luôn mức vượt cam kết với Generali tối thiểu 30%. Xem xét các động lực dồi dào về tăng trưởng doanh thu bảo hiểm nhân thọ của thị trường Việt Nam như mức độ xâm nhập bảo hiểm thấp và tầng lớp trung lưu đang mở rộng nhanh chóng, chúng tôi tin rằng ngân hàng có thể duy trì mức tăng trưởng cao cho thu nhập mảng phân phối bảo hiểm trong các năm tới.

**Hình 14: Các cấu phần trong thu nhập thuần từ dịch vụ (tỷ đồng)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 15: Thu nhập các mảng dịch vụ chính gia tăng đáng kể sau 9T2021 (đã loại trừ hoa hồng bảo hiểm phụ trội năm 2020)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

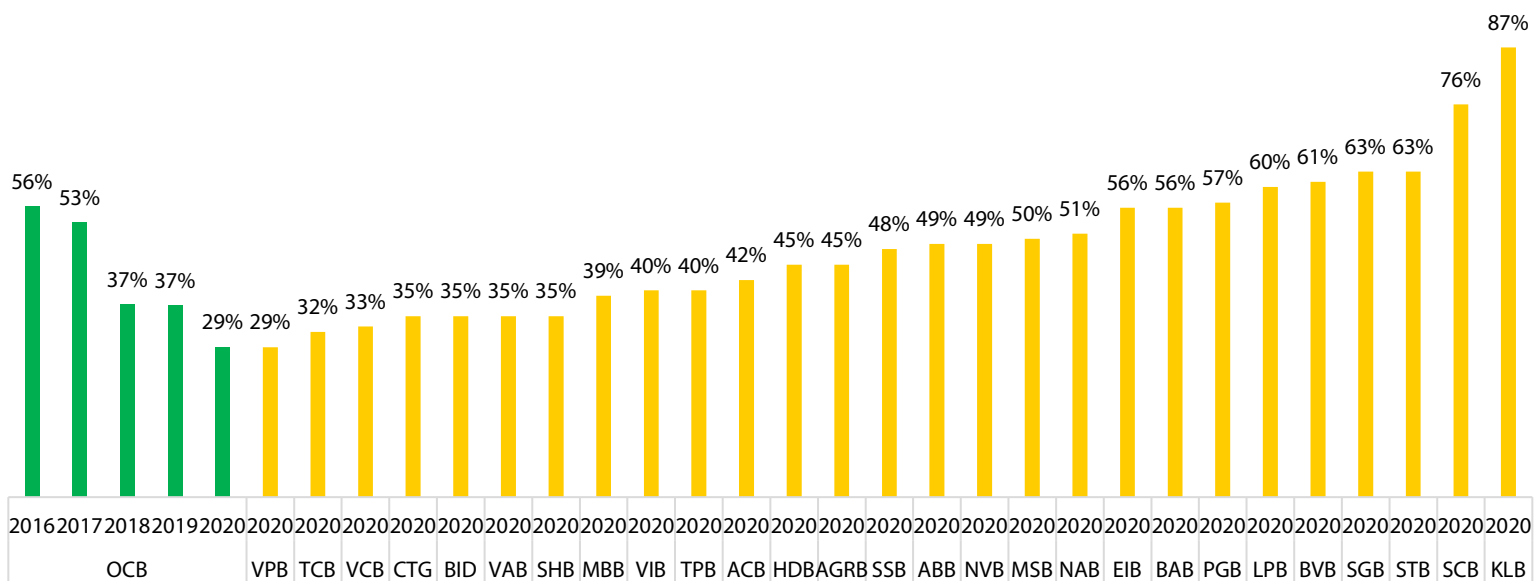
Hiện tại, các mảng dịch vụ khác gồm thanh toán, thẻ chỉ đóng góp 7% cho thu nhập phí so với mức trung bình trên 25% tại các ngân hàng khác. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ thanh toán và thẻ có thể tăng tốc trong các năm tới nhờ chiến lược phát triển nhóm khách hàng ưu tiên là chủ các doanh nghiệp SME và chủ hộ kinh doanh từ năm 2019 đi kèm với nâng cấp hệ thống thẻ từ năm 2020. Hoạt động thanh toán không dùng tiền mặt qua app OCB OMNI cũng đã tăng mạnh từ khi dịch bệnh bắt đầu. Trong Q2/2021, số lượng giao dịch và giá trị giao dịch qua app tăng 105% và 154% YoY. Các yếu tố này, cùng với việc ngân hàng sẽ đưa vào vận hành sàn giao dịch hàng hóa (marketplace) cho khách hàng và tiếp tục tối ưu hóa các nền tảng số OCB OMNI và OCB Open API sẽ thúc đẩy doanh số phí thẻ và phí thanh toán.

Dịch vụ tư vấn phát hành, bảo lãnh thanh toán và phân phối trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) sẽ đóng góp đáng kể vào thu nhập dịch vụ từ năm 2021 trên cơ sở liên kết giữa khối nguồn vốn với khối khách hàng doanh nghiệp lớn và khối khách hàng cá nhân. Mỗi quan hệ hợp tác với các doanh nghiệp lớn chủ yếu trong ngành bất động sản như Sơn Kim, Nam Long, FLC, TTC... tạo dư địa tăng trưởng dồi dào cho mảng kinh doanh này, giúp ngân hàng đa dạng hóa nguồn thu nhập phí. Toàn bộ TPDN đều có tài sản đảm bảo là bất động sản và được ngân hàng quản lý như một khoản vay thông thường nhằm hạn chế rủi ro tín dụng.

**Hiệu quả hoạt động liên tục cải thiện nhờ ứng dụng số hóa và công nghệ**

Nhiều nghiên cứu cho thấy công nghệ tài chính mang lại lợi ích lớn nhất cho tiêu dùng cá nhân và các công ty SMEs, trong số các nhóm khách hàng tín dụng của ngành ngân hàng. Hiệu quả vận hành và tối ưu hóa khi ứng dụng công nghệ tài chính (fintech) tại nhóm ngân hàng quy mô nhỏ cũng cao hơn nhờ tính đơn giản và đồng nhất về tổ chức hoạt động của nhóm này cao hơn so với các ngân hàng lớn. Tại OCB, từ khi áp dụng quản lý tập trung bằng số hóa trên nền tảng hợp kênh năm 2018, CIR giảm từ trên 53% năm 2017 về 28% trong 9T2021, thuộc nhóm hiệu quả hàng đầu trong các ngân hàng niêm yết. Loại trừ hoạt động mua bán trái phiếu chính phủ, hệ số CIR 35% vào cuối Q3/2021 của OCB vẫn thuộc nhóm hiệu quả khá.

**Hình 16: CIR của OCB so với các ngân hàng niêm yết**



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt



Trong thời gian tới OCB sẽ tiếp tục nâng cấp hệ thống T24 core banking (dự kiến vận hành từ tháng 12/2021), số hóa toàn bộ các nhóm quy trình chính và một số quy trình phụ để hình thành một nền tảng số hoàn chỉnh từ trong nội bộ, không chỉ trên giao diện tiếp xúc với khách hàng. Nếu kế hoạch được thực hiện đúng tiến độ, hệ số CIR có thể cải thiện hơn nữa trong tương lai gần.

Nhằm phục vụ cho nguồn khách hàng cá nhân mới dồi dào hàng năm thu hút từ hệ thống 100 trường đại học, cao đẳng đang sử dụng nền tảng quản lý thanh toán và tiền mặt của OCB, trải nghiệm khách hàng được xác định là một trọng tâm đầu tư của OCB trong các năm tới. Trong lộ trình 2021-2025, bên cạnh tiếp tục tối ưu hóa các nền tảng số OCB OMNI và OCB Open API, OCB sẽ tăng tốc đa dạng hóa các sản phẩm dịch vụ tài chính và phi tài chính thông qua hợp tác với các công ty fintech và các công ty khởi nghiệp công nghệ. Trải nghiệm “Tất cả trong một” phong phú và đồng nhất sẽ là điều kiện để OCB giữ chân khách hàng, đặc biệt là các khách hàng cá nhân, từ đó giúp ngân hàng giảm chi phí tìm kiếm khách hàng và tập trung khai thác nhóm khách hàng có tiềm năng mang lại giá trị cao nhất.

## Rủi ro

### Rủi ro tăng giá

**Phát hành riêng lẻ 70 triệu cổ phiếu (5,1% tổng số cổ phần đang lưu hành).** Là một ngân hàng nhỏ nhưng OCB đã thể hiện được hiệu quả hoạt động vượt trội trong nhiều năm trong khi tiềm năng tăng trưởng thời gian tới vẫn rất dồi dào. Điều này đã giúp kế hoạch phát hành riêng lẻ nhận được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư. Ngân hàng đang tạm thời giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài ở mức 21.8% nhằm chuẩn bị cho sự tham gia nhiều hơn của (các) cổ đông nước ngoài. Thương vụ sẽ được hoàn thành trong Q4/2021 hoặc đầu năm 2022 và sẽ là chất xúc tác cho giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

### Rủi ro giảm giá

**Rủi ro đối tác.** Một số mảng kinh doanh thời gian tới được xây dựng trên các mối quan hệ đối tác với một số doanh nghiệp lớn trong ngành bất động sản, một ngành kinh doanh “nhạy cảm”. Chiến lược này, một mặt, có thể hỗ trợ tốt cho tăng trưởng quy mô khách hàng và thu nhập nhưng mặt khác sẽ khiến ngân hàng chịu ảnh hưởng bởi rủi ro từ phía đối tác nhiều hơn.

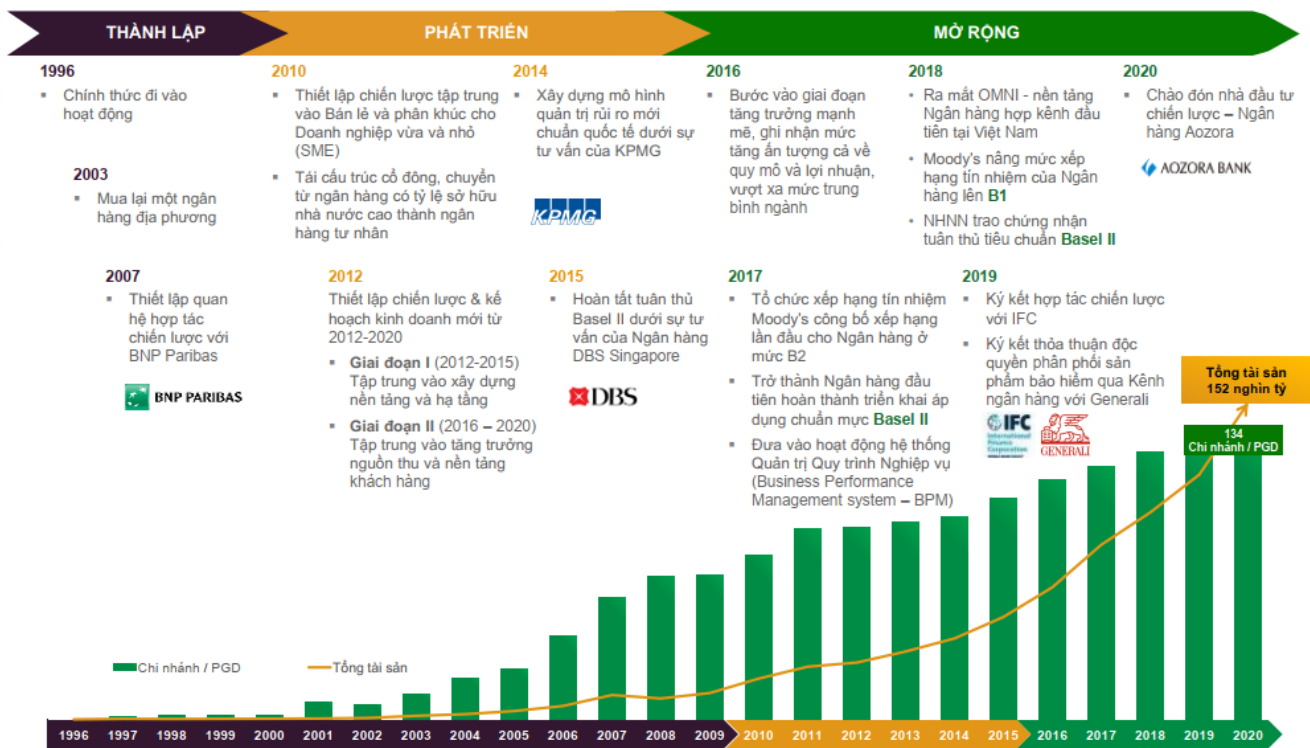
**Rủi ro dịch bệnh.** Thông tư 03 và thông tư 14 đã tạo ra một cơ chế đặc biệt giúp các ngân hàng, bao gồm OCB, giảm bớt áp lực từ cơ cấu nợ cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh nhờ cho phép dàn trải chi phí tín dụng trong ba năm thay vì ghi nhận ngay một lần. Mặc dù các biện pháp phòng dịch nghiêm ngặt đã được dỡ bỏ, sự phục hồi thu nhập và dòng tiền của doanh nghiệp và người dân vẫn tương đối chậm trong khi diễn biến dịch bệnh vẫn rất khó lường. Rủi ro của các khoản vay đang tăng nhưng các ngân hàng phải giảm lãi suất để hỗ trợ khách hàng và phải tiếp tục cho vay để duy trì tăng trưởng bảng cân đối kế toán, từ đó duy trì tăng trưởng thu nhập. Nếu các biện pháp phòng dịch gắt gao được tái áp dụng, quy mô nợ vay có rủi ro trở thành nợ xấu sẽ tăng kéo theo chi phí trích lập dự phòng lớn. Thêm vào đó, tỷ trọng đáng kể của nhóm ngành nhà hàng – khách sạn trong tổng danh mục tín dụng của OCB cũng là một yếu tố cần lưu ý, trên cơ sở lĩnh vực này chịu thiệt hại nhiều nhất và phục hồi mong manh nhất trong các ngành kinh tế.

## Tổng quan ngân hàng

### 1. Thành lập, tên gọi

Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB) được thành lập năm 1996 tại thành phố Hồ Chí Minh với bốn cổ đông lớn là Văn phòng Thành ủy TP.HCM, Tổng công ty Bến Thành, Vietcombank, BNP Paribas. Đến năm 2010, ngân hàng bắt đầu tái cấu trúc trở thành ngân hàng cổ phần tư nhân và thiết lập chiến lược kinh doanh tập trung vào bán lẻ và doanh nghiệp SME đồng thời củng cố năng lực kinh doanh, nâng cấp hoạt động quản trị và quản lý rủi ro. Từ năm 2016, OCB bước vào giai đoạn mở rộng kinh doanh, tăng trưởng liên tục về quy mô và lợi nhuận với các chỉ số sinh lời thuộc nhóm đầu ngành vào năm 2020. Số lượng chi nhánh/ phòng giao dịch đến cuối năm 2020 đạt 134 điểm và tổng tài sản 152 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng đã ký kết hợp tác chiến lược với ngân hàng Aozora (Nhật Bản) trong năm 2020 và hoàn thành IPO vào đầu năm 2021. Ngân hàng Aozora hiện là cổ đông chiến lược duy nhất tại OCB.

**Hình 17: Quá trình hình thành và phát triển của OCB**



Nguồn: OCB

### 2. Vốn điều lệ

Trải qua nhiều lần tăng vốn và IPO đầu năm 2021, hiện tại vốn điều lệ của OCB đạt 10.959 tỷ đồng, xếp thứ 17 trong toàn hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam.

### 3. Cơ cấu tổ chức

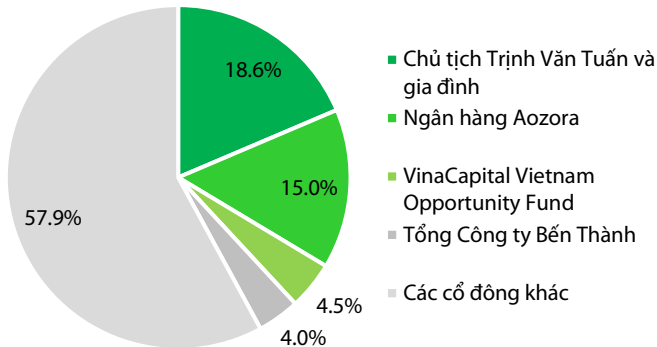
Sau khi thoái toàn bộ vốn tại CTCP Chứng khoán Phương Đông (ORS) năm 2015, OCB thành lập công ty con (sở hữu 100% vốn điều lệ 25 tỷ đồng) là Công ty TNHH MTV Chuyển tiền Quốc tế NHTM Phương Đông (OIMT) vào năm 2017. Các nghiệp vụ ngân hàng chính đều tập trung tại ngân hàng mẹ.

### 4. Cấu trúc sở hữu

Đến thời điểm cuối tháng 9/2021, OCB có 1.369.882.863 cổ phiếu đang lưu hành. Ngân hàng hiện có một cổ đông chiến lược là Ngân hàng Aozora (Nhật Bản) đang sở hữu 15% cổ phần. Chủ tịch Trịnh Văn Tuấn và gia đình nắm giữ khoảng 18,6%.

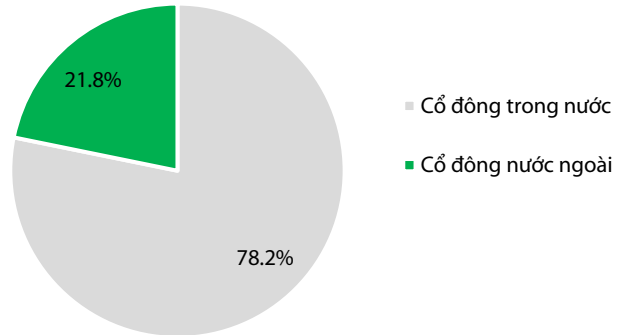
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài của OCB hiện đang được khóa ở mức 21,8%, thấp hơn mức trần 30% theo quy định của NHNN, nhằm chuẩn bị cho kế hoạch phát hành riêng lẻ 5,1% (70 triệu cổ phiếu) cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

**Hình 18: Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn (tính đến cuối năm 2020)**



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt

**Hình 19: Cơ cấu sở hữu theo loại nhà đầu tư (tính đến cuối năm 2020)**



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt

### 5. Chiến lược và phân khúc khách hàng trọng tâm

Sau quá trình tái cấu trúc định hình chiến lược tập trung vào bán lẻ và doanh nghiệp SME và chủ động tuân thủ sớm quản trị rủi ro theo tiêu chuẩn quốc tế, OCB liên tục nâng cao hiệu quả hoạt động và dẫn đầu ngành về tốc độ tăng trưởng từ năm 2015. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn 2015-2020 của tổng TNHĐ và LNTT lần lượt là 41% và 75%. Trong tương lai gần, OCB đặt mục tiêu trở thành ngân hàng TMCP tư nhân lớn thứ năm về doanh thu vào năm 2025 với trọng tâm là kết nối các phân khúc kinh doanh theo chuỗi nhằm nâng cao trải nghiệm khách hàng trên cơ sở tận dụng hệ sinh thái đối tác lớn và tối ưu hóa hiệu quả quản lý thông qua chuyển đổi số. Mỗi chuỗi khách hàng bao gồm các SME là nhà cung ứng và nhà phân phối của một doanh nghiệp lớn cốt lõi. Trong khi đó, khách hàng cá nhân thu nhập trung bình (100-200 triệu đồng/năm) được tiếp cận và phát triển trên cơ sở các nhu cầu thường nhật như giáo dục (thông qua đối tác trường học), khám chữa bệnh (thông qua đối tác bệnh viện) và nhà ở (thông qua các chủ đầu tư bất động sản).

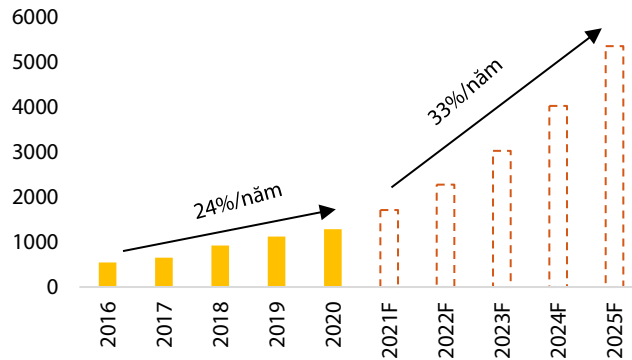
**Hình 20: Hệ sinh thái đối tác đa dạng của OCB**



Nguồn: OCB

Cơ sở khách hàng của OCB tăng trưởng nhanh với tốc độ trung bình 24%/năm, đạt 1,3 triệu khách hàng hoạt động vào cuối năm 2020. Quy mô này vẫn nhỏ nếu so với nhiều ngân hàng khác trong hệ thống. Tuy nhiên, chiến lược mới về thu hút khách hàng thông qua khai thác hệ sinh thái mà nổi bật là hợp tác chiến lược với các trường đại học, cao đẳng (Đại học Bách khoa, ĐH UEH, Đại học Mở TP. HCM, Đại học Ngân hàng...), các doanh nghiệp bất động sản (Nam Long, Khang Điền, Sơn Kim, FLC...) và hàng không (Bamboo Airways) sẽ giúp cơ sở khách hàng của OCB mở rộng nhanh chóng lên 5-6 triệu khách hàng vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép 33%/năm, theo mục tiêu của ban lãnh đạo.

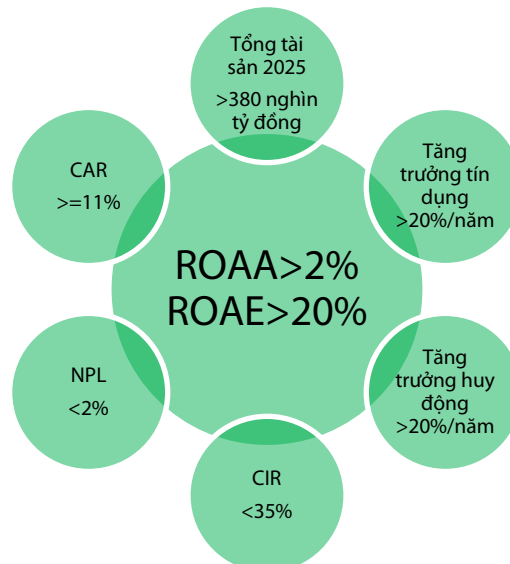
**Hình 21: Cơ sở khách hàng và mục tiêu đến năm 2025 (nghìn khách hàng)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

Một điểm nổi bật ở OCB so với các ngân hàng khác là hoạt động đầu tư trái phiếu chính phủ đạt hiệu quả cao nhất trong số các ngân hàng chúng tôi đang theo dõi. Thu nhập từ kinh doanh TPCP tạo ra trung bình 19% tổng thu nhập hoạt động giai đoạn 2018-2020. Ngân hàng xác định mảng kinh doanh này sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong giai đoạn tiếp theo nhờ đội ngũ nhân sự chuyên môn cao và giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh TPCP. Chúng tôi tin rằng quy mô giao dịch ngày càng tăng khi cơ sở nhà đầu tư tham gia vào thị trường TPCP ngày càng đa dạng cùng với các cải tiến trong quản lý, vận hành và hạ tầng giao dịch của nhà điều hành sẽ giúp OCB phát huy tốt vai trò nhà tạo lập thị trường và duy trì thu nhập ở mảng kinh doanh TPCP.

**Hình 22: Các mục tiêu trọng yếu về hiệu quả và hoạt động đến năm 2025**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

## 6. Chiến lược số

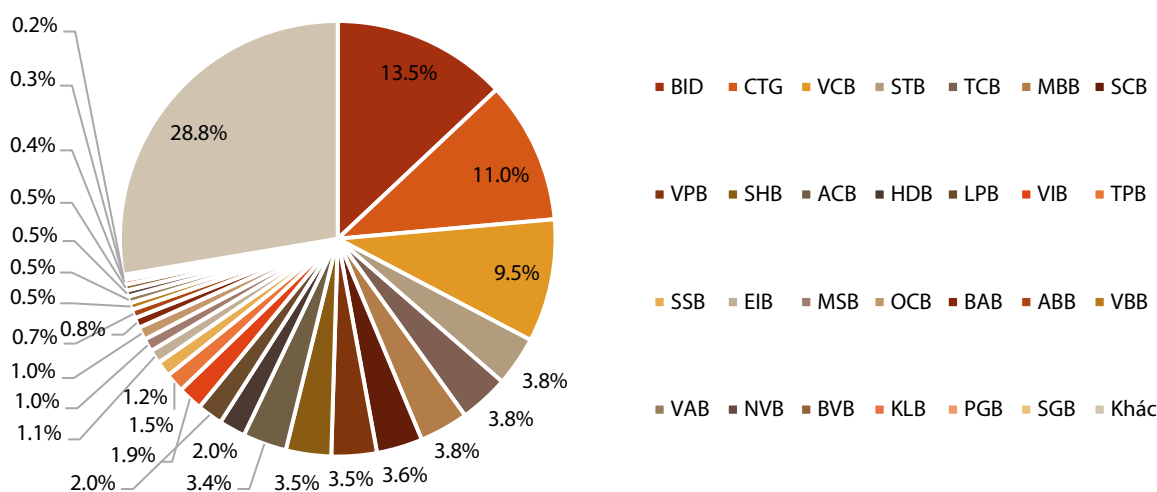
Trong ngành ngân hàng, đầu tư cho ngân hàng số và chuyển đổi số là bước đi tất yếu và phải được tiến hành liên tục nhằm duy trì lợi thế cạnh tranh. Trong khi nhiều ngân hàng vốn lớn đầu tư hùng hậu ngay từ đầu với mục tiêu chuyển đổi số nhanh và mạnh thì OCB với vị thế một ngân hàng nhỏ vạch ra một lộ trình từng bước có tính chọn lọc và phù hợp với khả năng tài chính. Cột mốc đầu tiên trong quá trình chuyển đổi số là ngân hàng số OCB OMNI ra mắt tháng 3/2018 giúp khách hàng sử dụng các dịch vụ ngân hàng mà không phải đến quầy với điểm nhấn đáng chú ý về tính tiện lợi cho khách hàng là một tài khoản có thể được sử dụng trên nhiều thiết bị. Trọng tâm tiếp theo là đa dạng hóa sản phẩm thông qua xây dựng và chia sẻ mã nguồn mở (Open API) với các công ty công nghệ giúp rút ngắn thời gian đầu tư cho các tiện ích ngân hàng số. Giai đoạn từ năm 2020 trở đi ngân hàng tập trung nguồn lực hiện đại hóa ngân hàng lõi, số hóa các quy trình nội bộ và nâng cấp quản trị rủi ro sử dụng robot và trí tuệ nhân tạo. Ngoài ra, theo tìm hiểu của chúng tôi, OCB là một trong số ít ngân hàng (cùng với TCB, VIB, VietA Bank và PVCom Bank) đang tiên phong dịch chuyển dữ liệu lên đám mây. Việc này vừa giúp ngân hàng tăng tốc xử lý dữ liệu theo thời gian thực vừa hỗ trợ phát triển sản phẩm, dịch vụ một cách nhanh chóng và mang tính cá nhân hóa nhiều hơn. Nhờ đó, mặc dù ngân sách không lớn nhưng tính tiên phong và chọn lọc trong triển khai có thể giúp OCB nâng cao trải nghiệm khách hàng và duy trì lợi thế cạnh tranh.

## Phân tích tài chính

### Thị phần tín dụng và cơ cấu cho vay: Thị phần tín dụng mở rộng nhanh với doanh nghiệp vừa và nhỏ là khách hàng chính

Sau tái cấu trúc, OCB bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh từ năm 2016. Cho vay khách hàng tăng trưởng mạnh hơn toàn ngành với CAGR 2016-2020 là 23,5%. Nhờ đó, thị phần tín dụng của OCB đã mở rộng đáng kể từ 0,7% năm 2016 lên 1% cuối Q3/2021. Tỷ trọng cho vay khách hàng trong tổng tài sản giai đoạn 2016-2020 ổn định quanh 57-58%. Trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm một phần rất nhỏ, chưa đến 0,1% tổng tài sản.

**Hình 23: Thị phần tín dụng (CVKH+TPDN) tại 30/9/2021**

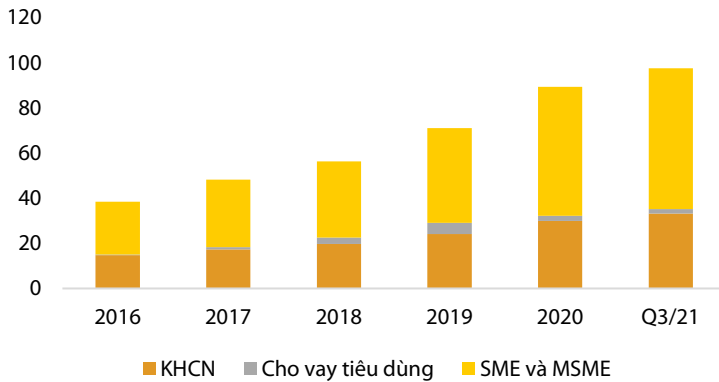


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Danh mục cho vay định hướng bán lẻ của OCB tập trung vào nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), khách hàng cá nhân và tín dụng tiêu dùng (COM-B), chiếm tỷ trọng lần lượt là 64%, 34% và 2% cuối Q3/2021. Khách hàng doanh nghiệp được quản lý theo mô hình tài trợ chuỗi cung ứng. Khách hàng cá nhân là người lao động/khách hàng của các doanh nghiệp khách hàng, được tiếp cận và phát triển dựa trên các nhu cầu của các giai đoạn cuộc đời bao gồm giáo dục, khám chữa bệnh và nhà ở nhằm tận dụng hệ sinh thái đa dạng. Ngoài ra, phân khúc khách hàng thu nhập cao hơn gồm chủ doanh nghiệp SME và chủ hộ kinh doanh được ưu tiên phát triển thành một nhánh riêng biệt, tạo điều kiện bán chéo các sản phẩm thẻ, thanh toán và bảo hiểm.

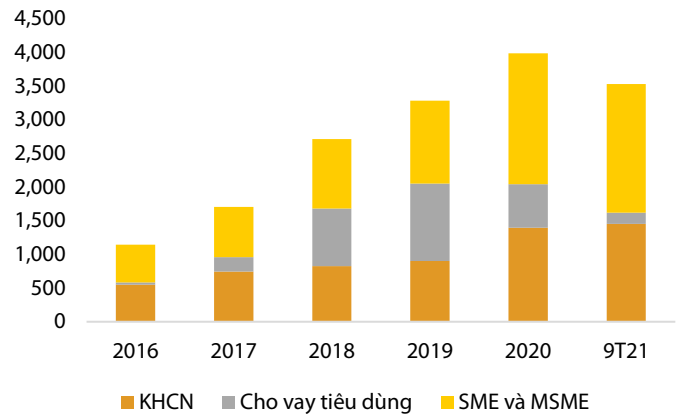
Mảng COM-B (phục vụ các khách hàng thu nhập thấp) được hình thành và đẩy mạnh từ năm 2017 đến năm 2019 và có hiệu quả sinh lời cao nhất trong các phân khúc (chiếm 5% dư nợ nhưng tạo ra 35% thu nhập lãi cho vay), trong khi tỷ lệ nợ xấu hàng năm được kiểm soát xấp xỉ 7%, tương tự các đối thủ chính trong mảng cho vay tiêu dùng là FE Credit và Mcredit... NIM tổng thể của danh mục, nhờ đó, đã tăng dần từ 3,11% năm 2016 lên 3,94% năm 2019. Từ khi dịch bệnh xảy ra, mảng COM-B đã tạm thời được thu hẹp quy mô từ đầu năm 2020 (từ 7% cuối năm 2019 xuống 2% danh mục cho vay cuối Q3/2021 hay giảm từ khoảng 5.000 tỷ đồng còn xấp xỉ 2.000 tỷ đồng) nhằm tối thiểu hóa tác động của dịch bệnh lên toàn bộ danh mục. Trong tình hình dịch bệnh vẫn còn nhiều yếu tố không chắc chắn, chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ tiếp tục dè dặt với tăng trưởng ở phân khúc này nhằm kiểm soát chất lượng tài sản.

**Hình 24: Danh mục cho vay theo nhóm khách hàng (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 25: Thu nhập lãi theo nhóm khách hàng (tỷ đồng)**



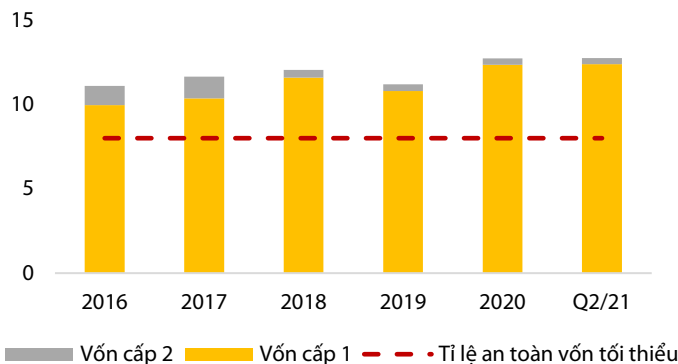
Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Nguồn vốn: Bộ đệm vốn mạnh thuộc nhóm đầu ngành**

Lợi nhuận tăng tốc mạnh mẽ kết hợp với chính sách cổ tức bằng cổ phiếu đã giúp OCB duy trì nguồn lực tăng trưởng. Nền tảng vốn hiện tại ở OCB đang cao thứ ba trong ngành (chỉ sau TCB và TPB). OCB là một trong số các ngân hàng tuân thủ sớm nhất Thông tư 41/2016/TT-NHNN quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài (tương đương Basel 2) với tỷ lệ an toàn vốn 12,85% cuối năm 2020, cao gấp rưỡi ngưỡng tối thiểu 8% quy định của Basel 2, trong khi bình quân nhóm NHTM tư nhân là 10,9% và nhóm NHTM quốc doanh là 8,94%. Việc tuân thủ sớm cho thấy ý chí quyết tâm và tính chủ động của OCB trong tiếp cận các tiêu chuẩn quản lý tiên tiến, tạo nền tảng phát triển bền vững và chống đỡ tốt các cú sốc trong nền kinh tế như đã thấy từ khi dịch COVID-19 bùng phát.

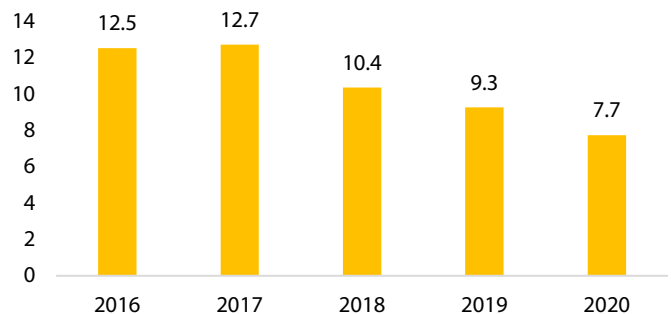
Tỷ lệ đòn bẩy (nợ/vốn chủ sở hữu) giảm nhanh trong giai đoạn 2016-2020, tốt thứ ba trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hàng năm luôn cao hơn tăng trưởng tổng tài sản và chính sách cổ tức bằng cổ phiếu giúp cho nền vốn chủ sở hữu tăng dần và tác động lành mạnh hóa nền tảng vốn. Trong giai đoạn tăng trưởng tín dụng cao sắp tới khi nền kinh tế phục hồi, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng vẫn giữ được nền tảng vốn mạnh hiện tại, trên cơ sở duy trì hiệu quả hoạt động ROA cao như giai đoạn 2019-2020 và chính sách hạn chế cổ tức tiền mặt.

**Hình 26: Tỷ lệ an toàn vốn của OCB (%)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 27: Nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)**

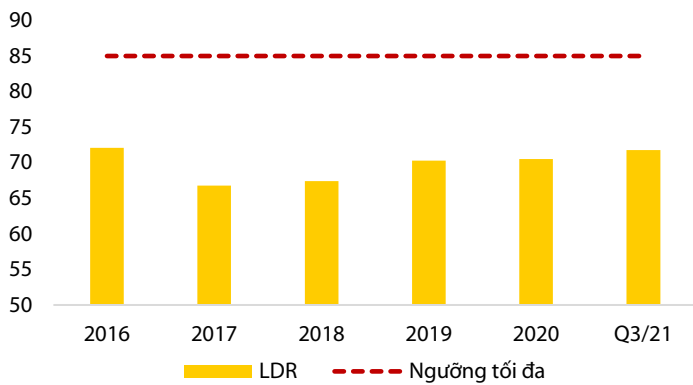


Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

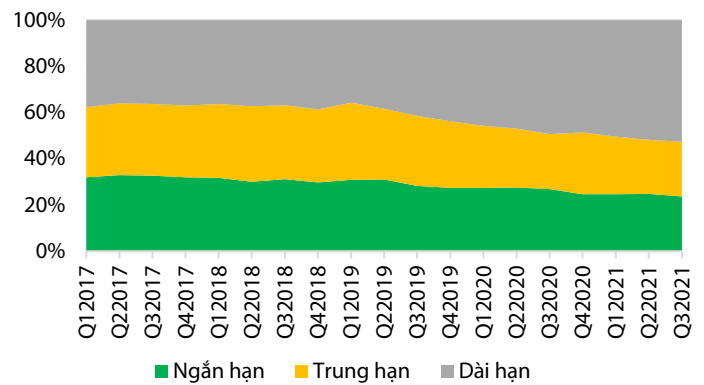
**Thanh khoản: Quản lý thanh khoản thận trọng không tạo điều kiện tối ưu NIM**

OCB duy trì thanh khoản ở khoảng cách an toàn cao so với các ngưỡng quy định của NHNN nhờ cơ cấu kỳ hạn của nguồn huy động và cho vay đều nghiêng về kỳ hạn trung và dài hạn. Đây là điểm tích cực chuẩn bị cho ngân hàng hấp thụ tốt các rủi ro về thanh khoản. Tuy nhiên, đây đồng thời là điểm hạn chế do ngân hàng không tận dụng được chuyển dịch kỳ hạn (sử dụng vốn ngắn hạn chi phí thấp cho vay trung và dài hạn lãi suất cao) nhằm cải thiện NIM trong thời kỳ lãi suất trên tài sản thanh khoản cao xuống rất thấp đòi hỏi phải phân bổ vốn hợp lý. Cải thiện NIM bằng cách tăng tỷ lệ CASA là mục tiêu của nhiều ngân hàng do lãi suất phải trả cho loại tiền gửi này gần như bằng 0. Tuy nhiên, tại OCB, tỷ lệ CASA hiện khá thấp và không ổn định. Các nỗ lực nâng cao trải nghiệm khách hàng cá nhân OCB đang thực hiện khó có thể giúp CASA mở rộng nhanh chóng để đạt được một mức NIM tốt hơn, do các hạn chế về quy mô, tập khách hàng cá nhân thu nhập trung bình và các thành phần của hệ sinh thái không có mối liên kết chặt chẽ.

**Hình 28: Tỷ lệ cho vay trên huy động LDR (%)**



**Hình 29: Danh mục cho vay theo kỳ hạn (%)**

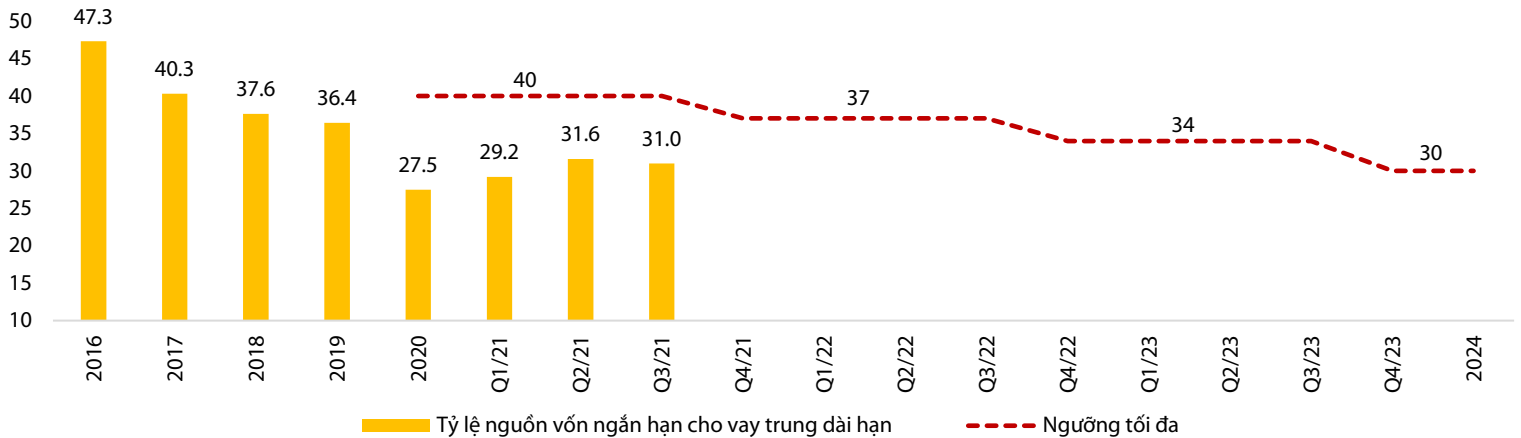


Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ LDR ổn định quanh ngưỡng 70%, thấp hơn nhiều ngưỡng tối đa 85%, cho thấy OCB vẫn còn dư địa khá lớn để cải thiện các chỉ số lợi nhuận. Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn có xu hướng giảm dần từ 47,3% năm 2016 về 27,5% năm 2020, tuy có bật tăng lên 31% sau 9T2021 một phần do tỷ trọng cho vay dài hạn tăng. Chiến lược nguồn vốn giai đoạn tiếp theo vẫn tập trung vào các nguồn trung và dài hạn sẽ giúp duy trì tỷ lệ này dưới các ngưỡng quy định theo lộ trình giảm dần tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của NHNN.



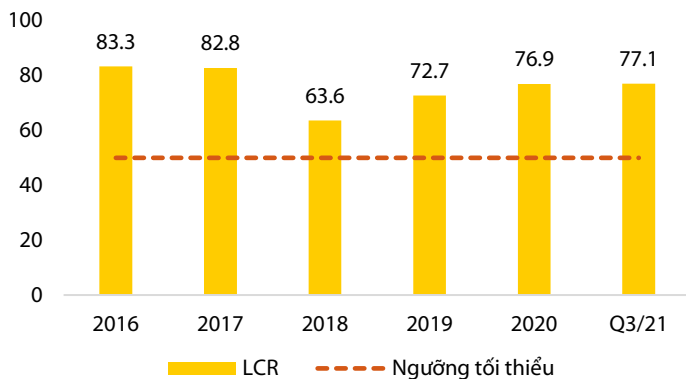
**Hình 30: Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (%)**



Nguồn: OCB, CTCK Rông Việt

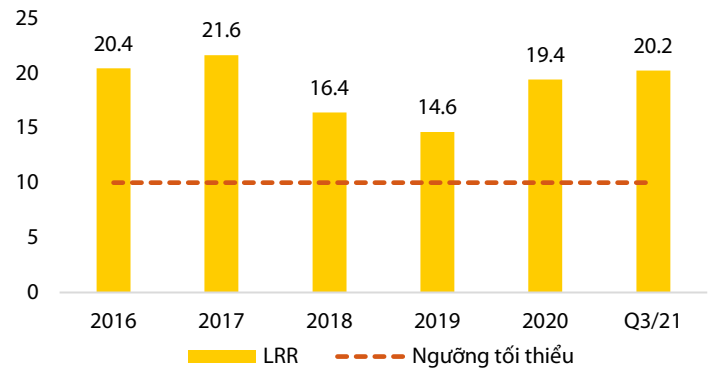
Tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày (LCR) và tỷ lệ dự trữ thanh khoản (LRR) cải thiện trong nửa đầu năm, tương ứng với sự suy giảm của tỷ lệ CASA và tỷ lệ tài sản thanh khoản cao tăng lên, chủ yếu do ngân hàng phân bổ vốn nhiều hơn vào TPCP tạo tài sản cơ sở cho nghiệp vụ tạo lập thị trường TPCP, vốn là hoạt động có hiệu suất sinh lời cao nhất (CIR hàng năm chỉ khoảng 3%, theo ban lãnh đạo). Chúng tôi kỳ vọng các tỷ lệ này sẽ giảm nhẹ trong các năm tới theo đà tăng dần của tỷ lệ CASA nhưng vẫn duy trì khoảng cách cao với các ngưỡng quy định.

**Hình 31: Tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày LCR (%)**



Nguồn: OCB, CTCK Rông Việt

**Hình 32: Tỷ lệ dự trữ thanh khoản LRR (%)**



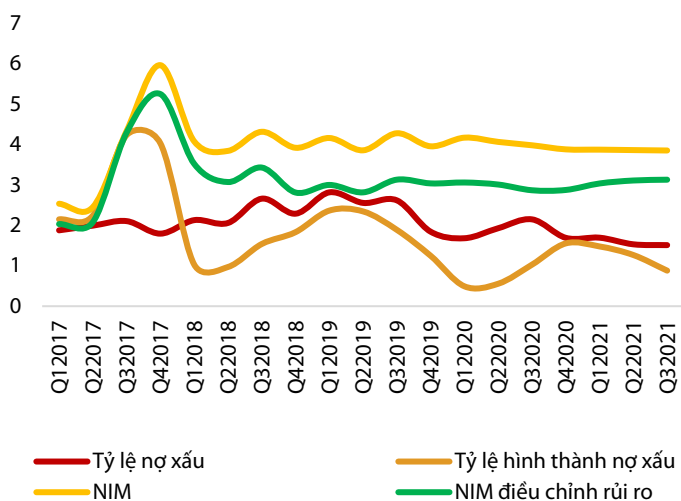
Nguồn: OCB, CTCK Rông Việt

**Chất lượng tài sản: Rủi ro tín dụng được kiểm soát tốt nhưng bộ đệm dự phòng cần cải thiện**

Tỷ lệ nợ xấu của OCB tăng mạnh trong năm 2018 do đẩy mạnh tín dụng tiêu dùng từ cuối năm 2017, trước khi giảm dần về mức 1,5% cuối Q3/2021 nhờ thu hẹp mảng tín dụng tiêu dùng từ đầu năm 2020 và tích cực xử lý các khoản nợ không còn khả năng thu hồi trong Q4/2020 nhằm chuẩn bị cho các khoản nợ xấu tiềm năng trong trường hợp dịch bệnh diễn biến phức tạp hơn. Tỷ lệ hình thành nợ xấu cải thiện dần từ 1,83% năm 2018 về 0,9% cuối Q3/2021, mặc dù có tăng lên 1,55% cuối năm 2020 do độ trễ hình thành nợ xấu sau các đợt dịch đầu năm 2020. Theo đó, NIM sau điều chỉnh rủi ro cải thiện nhẹ từ 2,8% năm 2018 lên 3,1% cuối Q3/2021. Chính sách cơ cấu nợ và giữ nguyên nhóm nợ của NHNN đã góp phần giúp ngân hàng kiểm soát được tỷ lệ hình thành nợ xấu.

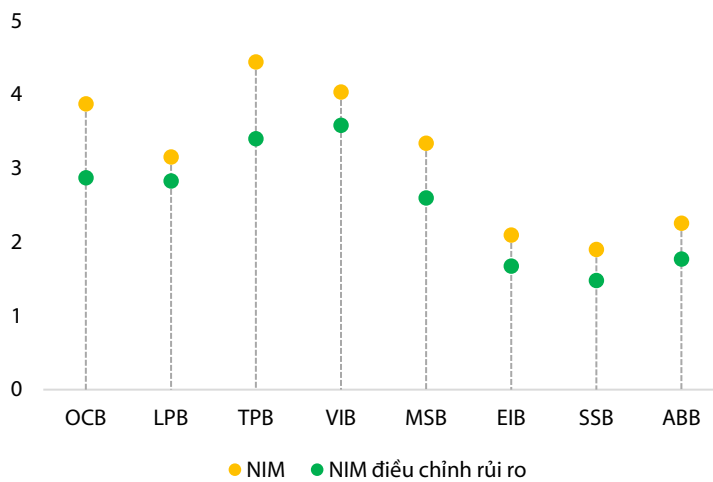
Nợ tái cơ cấu giảm từ 1.500 tỷ đồng (1,6% danh mục cho vay) cuối năm 2020 về 926 tỷ đồng (1% danh mục) vào cuối Q2/2021 nhưng tác động nghiêm trọng của đợt bùng phát dịch lần thứ tư khiến nợ cơ cấu tăng lên mức 2.003 tỷ đồng (2% danh mục) trong Q3/2021 do doanh nghiệp SME là nhóm chịu ảnh hưởng nặng nhất đồng thời địa bàn kinh doanh của ngân hàng tập trung ở khu vực phía Nam. Tuy nhiên, nợ cơ cấu tập trung ở các nhóm ngành vận tải, kho bãi (28%), sản xuất (16%) và xây dựng (16%) có khả năng phục hồi nhanh từ Q4 theo tiến trình bình thường hóa nền kinh tế.

**Hình 33: Tỷ lệ hình thành nợ xấu, tỷ lệ nợ xấu, NIM và NIM sau điều chỉnh rủi ro (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

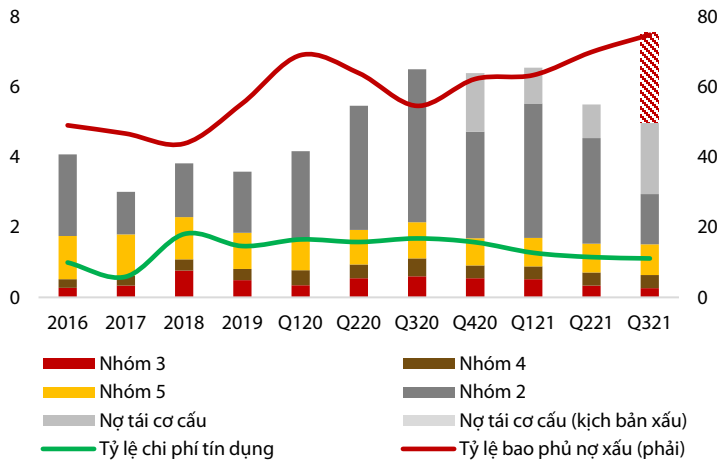
**Hình 34: NIM và NIM sau điều chỉnh rủi ro của OCB so với các ngân hàng cùng phân khúc rủi ro năm 2020 (%)**



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

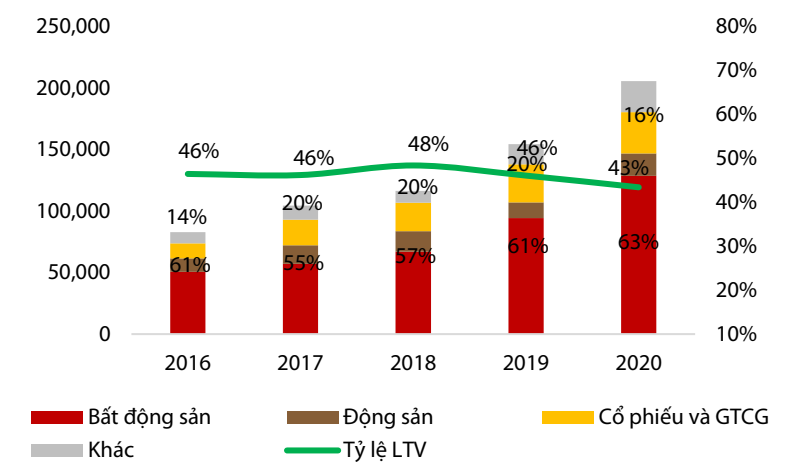
Chi phí tín dụng trên nợ vay tăng mạnh trong năm 2018 nhằm tất toán trái phiếu VAMC trong cùng năm và duy trì mức nền cao hơn cho đến nay. Điều này giúp OCB có điều kiện sử dụng dự phòng xóa bỏ nợ xấu, cải thiện chất lượng bảng cân đối và tạo dư địa cho vay. Bộ đệm dự phòng đã cải thiện đáng kể nhưng vẫn khá mỏng với tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu đạt 75% cuối Q3/2021. Số dư dự phòng 1.105 tỷ đồng vào cuối Q3/2021 tương đương tỷ lệ bao phủ chỉ khoảng 23% của tổng dư nợ nhóm 2, nợ xấu và nợ tái cơ cấu khoảng 4.878 tỷ đồng. Ngân hàng ước tính nợ cơ cấu trong trường hợp xấu nhất có thể lên đến 2.500 tỷ đồng vào cuối năm nay và tổng dư nợ của các khách hàng được cơ cấu có thể lên đến 11.000 tỷ đồng. Mặc dù OCB định hướng tỷ lệ bao phủ nợ xấu sẽ đạt 80% vào cuối năm, chúng tôi vẫn ưa thích một bộ đệm dự phòng “dày” hơn như tại nhiều ngân hàng lớn, trong bối cảnh nhiều bất ổn hiện nay.

**Hình 35: Nợ cần chú ý (nhóm 2), nợ xấu (nhóm 3-5), nợ tái cơ cấu, tỷ lệ bao phủ nợ xấu và tỷ lệ chi phí tín dụng (%)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt. Không có dữ liệu về nợ tái cơ cấu từ Q1/2020 đến Q3/2020

**Hình 36: Danh mục tài sản đảm bảo và tỷ lệ LTV (tỷ đồng, %)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

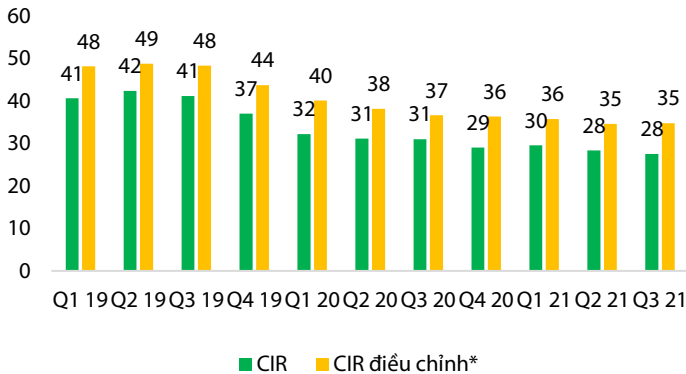
Chi phí dự phòng cho tổng nợ của các khách hàng bị ảnh hưởng trong đợt dịch lần thứ tư là khoảng 400 tỷ đồng và sẽ được phân bổ theo lộ trình ba năm như quy định của Thông tư 03. Đồng thời, nợ tái cơ cấu và nợ xấu có thể vẫn còn tăng trong một hoặc hai quý tới kéo theo áp lực về dự phòng. Mặc dù vậy, với khẩu vị rủi ro thấp của OCB, thể hiện ở 96% dư nợ có tài sản đảm bảo, hơn 80% tài sản đảm bảo là bất động sản và các tài sản có thanh khoản cao cùng với tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo (LTV) thấp, chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ có thể duy trì chi phí tín dụng không tăng quá cao.

OCB đặt cược vào nền dự phòng thấp dựa trên khả năng kiểm soát cho vay chặt chẽ và tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo thấp và quan điểm này đã thể hiện tính khả thi từ năm 2019 đến nay, ngay cả trong các thời điểm khó khăn của dịch bệnh, bên cạnh những chính sách hỗ trợ của NHNN. Chu kỳ tín dụng mở rộng sắp tới cùng với chiến lược tín dụng thận trọng và các dự án nâng cao năng lực hệ thống quản trị đang được đầu tư sẽ giúp OCB tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động đánh giá và phê duyệt tín dụng, gián tiếp giảm dần tỷ lệ hình thành nợ xấu mới.

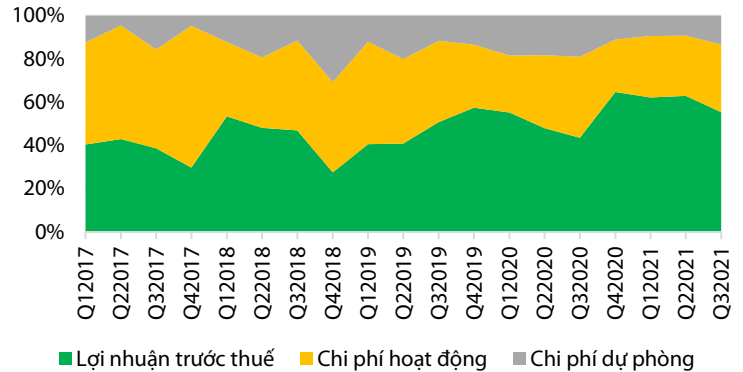
**Năng lực quản trị: Quản trị hiệu quả trên nền tảng số hóa hoạt động**

Đẩy mạnh chuyển đổi số trong hoạt động kinh doanh từ năm 2017 là một nguyên nhân quan trọng giúp OCB tạo đột phá về hiệu quả kinh doanh trong năm 2018. Tỷ lệ CIR giảm mạnh từ 53,1% năm 2017 xuống 37,3% năm 2018 và tiếp tục giảm về 27,6% cuối Q3/2021. Chỉ số hiệu quả sử dụng tài sản ROA và tỷ suất lợi nhuận trước thuế cũng thuộc nhóm cao nhất ngành (2,61% và 55,2% năm 2020). Như đã đề cập, thu nhập hoạt động giai đoạn 2018-2020 có phần đóng góp lớn của hoạt động kinh doanh TPCP. Hoạt động này có chi phí rất thấp với CIR chỉ 3%. Nếu loại trừ mảng kinh doanh TPCP và thu nhập từ thu hồi nợ đã xóa, hệ số CIR của các hoạt động ngân hàng thông thường trong giai đoạn trên cũng cải thiện đáng kể từ 46,5% năm 2018 về 35,4% cuối Q2/2021 và thuộc nhóm trung bình ngành.

**Hình 37: Hệ số CIR và CIR điều chỉnh (% , dồn 4 quý)**



**Hình 38: Phân bổ tổng thu nhập hoạt động (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt. (\*) điều chỉnh cho thu nhập và chi phí hoạt động kinh doanh TPCP

Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

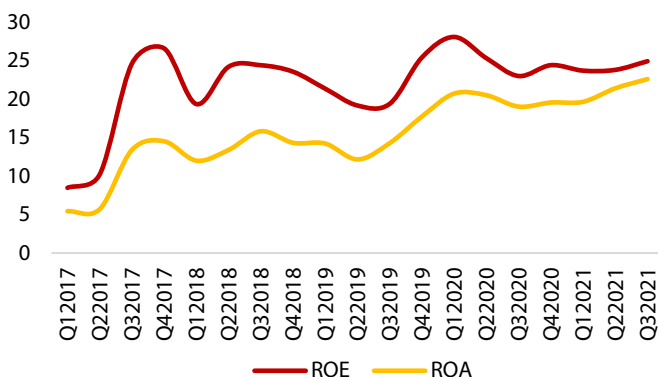
Chúng tôi đánh giá hệ số CIR trong năm tiếp theo vẫn có dư địa cải thiện dựa trên chiến lược chuyển đổi số giai đoạn 2021-2025. Chi phí trích lập dự phòng sẽ tăng trong các quý tới do tình hình rủi ro tín dụng của nền kinh tế gia tăng trong dịch bệnh. Các yếu tố này có thể khiến biên lợi nhuận trước thuế đi ngang trong ngắn hạn, trước khi đạt mức cao hơn trong chu kỳ kinh tế phục hồi.

**Chất lượng lợi nhuận: Hiệu quả kinh doanh cốt lõi cải thiện nhờ khẩu vị rủi ro thấp và liên tục cải tiến**

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng ba năm gần đây có vai trò quan trọng của hoạt động không cốt lõi là kinh doanh TPCP. ROA của ngân hàng tăng hơn gấp đôi từ 1,1% năm 2017 lên 2,6% năm 2020 tương ứng với tỷ trọng của kinh doanh TPCP trong tổng thu nhập hoạt động đạt 1,8% năm 2017 và 21,9% năm 2020. Loại bỏ ảnh hưởng của hoạt động này, hiệu quả kinh doanh cốt lõi cải thiện nhẹ ở mức trung bình ngành, từ 1,1% lên 1,4%.

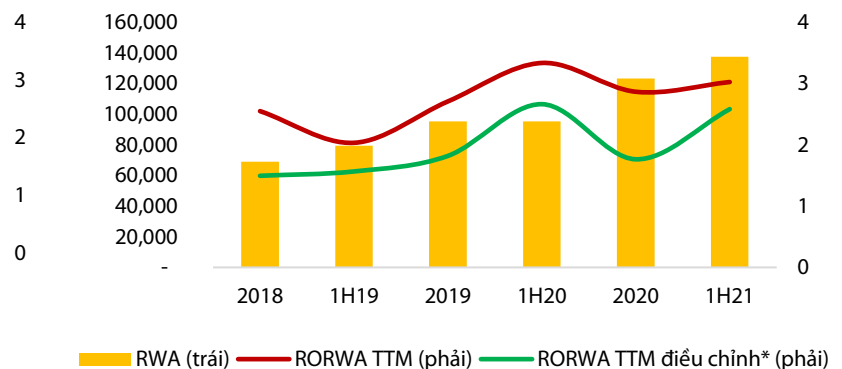
Hiệu quả hoạt động trên vốn rủi ro (RORWA) của hoạt động cốt lõi tăng mạnh từ 1,5% cuối năm 2018 lên 2,6% cuối Q2/2021, mặc dù tạm thời sụt giảm cuối năm 2020 do tăng trưởng tín dụng tập trung trong quý cuối năm. Điều này là kết quả của chiến lược cho vay thận trọng và các cải tiến liên tục trong quản trị và vận hành. Các yếu tố này kết hợp với chiến lược đa dạng hóa thu nhập ngoài lãi sẽ giúp ngân hàng nâng cao chất lượng lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2025.

**Hình 39: ROA và ROE của OCB (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 40: Tài sản tính theo rủi ro tín dụng (RWA), RORWA và RORWA điều chỉnh (tỷ đồng, %, dồn 4 quý)**

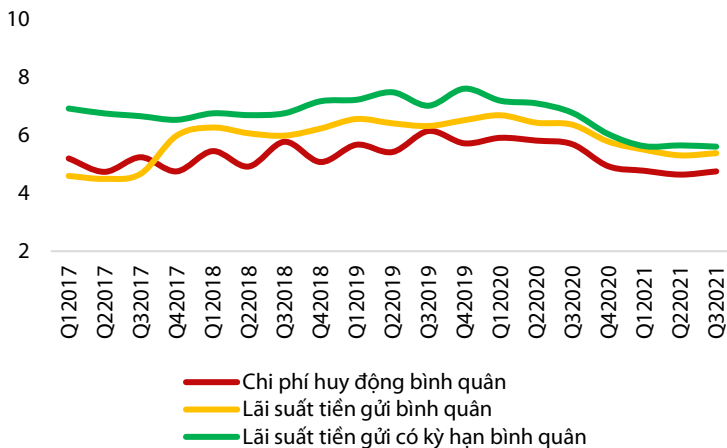


Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt. (\*) điều chỉnh cho hoạt động kinh doanh TPCP

Tốc độ tăng trưởng vượt trội (44%/năm) của thu nhập giai đoạn 2016-2020 được đóng góp bởi hoạt động tín dụng (+32%/năm) và thu nhập ngoài lãi (+97%/năm).

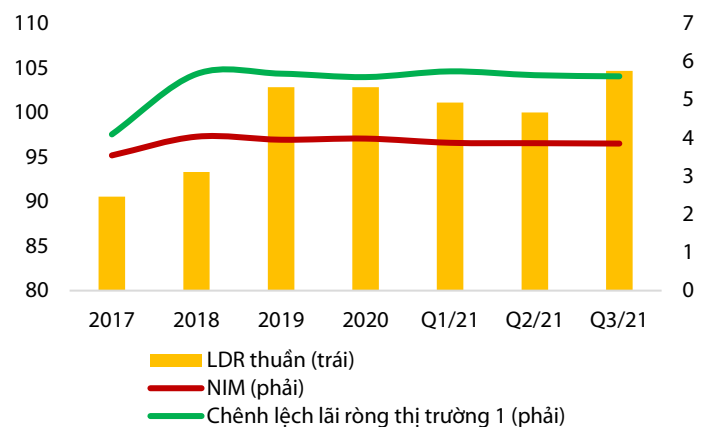
- Dự nợ tín dụng tăng trưởng kép hàng năm 23,5% vào các lĩnh vực dự địa lớn là doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng cá nhân, kết hợp với biên NIM mở rộng giúp cho thu nhập lãi thuần tăng trung bình 32%/năm.
- NIM mở rộng liên tục từ 3,14% năm 2016 lên xấp xỉ 4% giai đoạn 2018-2019 nhờ gia tăng cấu phần tín dụng tiêu dùng (tín chấp). NIM đi ngang trong năm 2020 nhờ giảm chi phí huy động trong môi trường lãi suất thấp trong khi thu hẹp mảng tín dụng tiêu dùng với lo ngại rủi ro phân khúc này sẽ tăng cao trong dịch bệnh. 9T2021, NIM giảm xuống 3,85% dưới tác động cộng gộp của các đợt hỗ trợ khách hàng và mảng tín dụng tiêu dùng tiếp tục thu hẹp quy mô.
- Không có lợi thế về huy động do quy mô ngân hàng nhỏ, danh mục cho vay nghiêng về nhóm khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân thu nhập trung bình. Lãi suất huy động bình quân có xu hướng tăng/giảm theo lãi suất cho vay và chênh lệch lãi ròng thị trường 1 (lãi suất cho vay trừ lãi suất huy động thị trường 1) ổn định quanh mức 5,4% trong giai đoạn 2018-2020.
- Chiến lược giảm chi phí huy động vốn nhờ phát hành giấy tờ có giá lãi suất thấp mà OCB đang triển khai có thể giúp ngân hàng tạm thời giảm được chi phí vốn trong môi trường lãi suất thấp của chu kỳ tín dụng thu hẹp và hưởng lợi trong giai đoạn đầu của chu kỳ tín dụng mở rộng sắp tới. Tuy nhiên, về dài hạn, mục tiêu giảm chi phí huy động bền vững phải dựa trên xây dựng các cơ sở để thu hút và giữ chân nguồn CASA cá nhân vốn ổn định hơn CASA doanh nghiệp.

**Hình 41: Chi phí huy động bình quân, lãi suất tiền gửi và tiền gửi có kỳ hạn bình quân (% , dồn 4 quý)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 42: LDR, NIM và chênh lệch lãi ròng thị trường 1 (% , dồn 4 quý)**



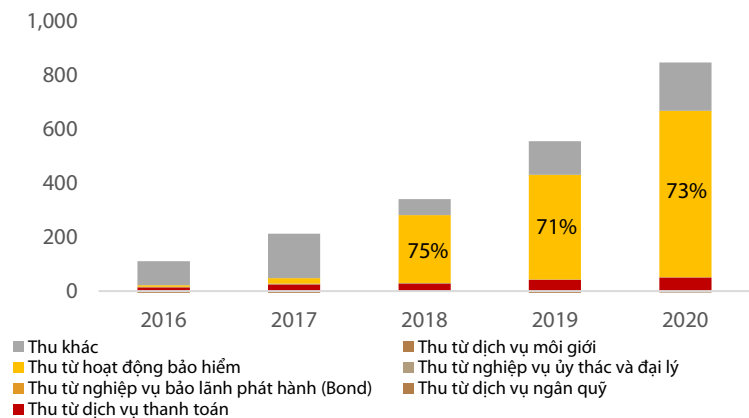
Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

Thu nhập dịch vụ luôn tăng trưởng cao hơn thu nhập lãi thuần với sự phát triển dịch vụ thanh toán, hoạt động bán chéo bảo hiểm và từ năm 2021 là dịch vụ ngân hàng đầu tư. Đầu tư cho mảng thẻ mới được ngân hàng đẩy mạnh gần đây, theo xu hướng thanh toán không dùng tiền mặt, kết hợp với phát triển mô hình ngân hàng điện tử đáp ứng nhu cầu của người dùng bán lẻ.

Năng lực công nghệ đang đáp ứng tốt nhu cầu thanh toán của khách hàng với số lượng 9T2021 đạt 9,3 triệu giao dịch, tăng 28% so với cả năm 2020 và giao dịch trên kênh số chiếm 78% tổng giá trị giao dịch, so với 65% trong năm 2020. Số lượng khách hàng sử dụng app OMNI chiếm một nửa tổng số khách hàng cá nhân (1 triệu/1,9 triệu). Doanh thu dịch vụ thanh toán tăng trưởng trung bình 26%/năm. Biên lợi nhuận gộp mảng thanh toán cũng ngày càng cải thiện, từ 58,4% năm 2016 lên 81,9% năm 2020 nhờ phát triển kênh số OMNI và các sản phẩm thẻ được thiết kế phù hợp và ưu đãi cho từng nhóm khách hàng như thẻ

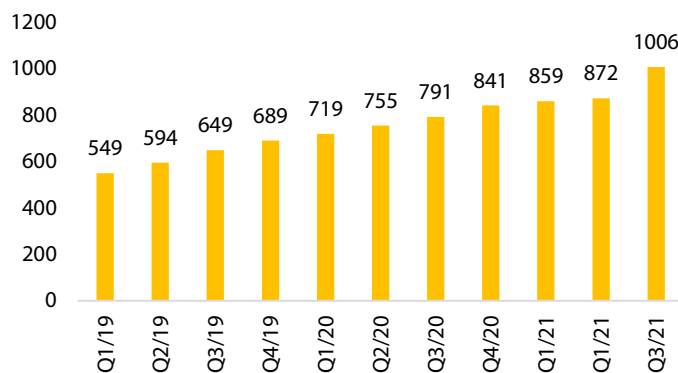
tín dụng cho khách hàng ưu tiên, thẻ tín dụng liên kết OCB-TTC, thẻ tín dụng đồng thương hiệu OCB Bamboo Airways, thẻ tín dụng dành cho bác sĩ, thẻ tín dụng dành cho giới trẻ... Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn tới nhờ xu hướng chuyển dịch kênh thanh toán sang kênh số giúp ngân hàng tiết giảm chi phí hoạt động. Marketplace sắp triển khai trên app OMNI kết nối giao dịch mua bán hàng hóa cũng sẽ góp phần gia tăng thu nhập từ thanh toán.

**Hình 43: Các cấu phần trong thu nhập dịch vụ thuần (tỷ đồng)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 44: Số lượng người dùng app OMNI (nghìn người)**



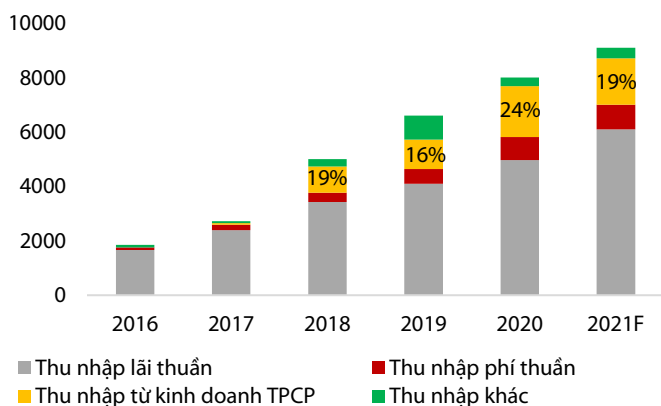
Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

Tương tự như tại nhiều ngân hàng, hoạt động phân phối bảo hiểm đóng góp một phần trọng yếu trong tổng thu nhập dịch vụ của OCB với tỷ trọng trên 70% và tăng trưởng 56%/năm trong ba năm gần đây. Phân phối độc quyền cho Generali liên tiếp vượt mức cam kết về doanh số. Ngân hàng có kế hoạch nâng cao chất lượng tư vấn thông qua phát triển đội ngũ tư vấn viên chuyên sâu và đầu tư cơ sở hạ tầng phục vụ hoạt động tư vấn. Mô hình tư vấn mới kết hợp với chiến lược thu hút khách hàng thu nhập khá từ nguồn đối tác tập đoàn lớn sẽ giúp ngân hàng đạt mức tăng trưởng về bancassurance tốt hơn trong thời gian tới.

Hoạt động ngân hàng đầu tư tận dụng mối quan hệ với các tập đoàn lớn sẽ đóng góp vào thu nhập dịch vụ từ năm 2021. Thu nhập từ dịch vụ tư vấn trong 9T2021 ghi nhận 98 tỷ đồng, tăng 226% YoY và chiếm 20% tổng thu nhập từ dịch vụ. Nhu cầu của khách hàng cá nhân đối với các sản phẩm đầu tư ngày càng đa dạng, vượt khỏi những sản phẩm truyền thống như tiền gửi ngân hàng, vàng và bất động sản. Điều này đang tạo ra cơ hội phát triển cho kênh trái phiếu doanh nghiệp. Mặc dù tham gia thị trường tư vấn và bảo lãnh thanh toán trái phiếu doanh nghiệp muộn hơn một số ngân hàng và các công ty chứng khoán, mối quan hệ chặt chẽ của OCB với các tập đoàn bất động sản lớn và tiềm năng tăng trưởng của thị trường bất động sản vẫn có thể giúp OCB đạt được tốc độ tăng trưởng tốt về thu nhập hoạt động tư vấn.

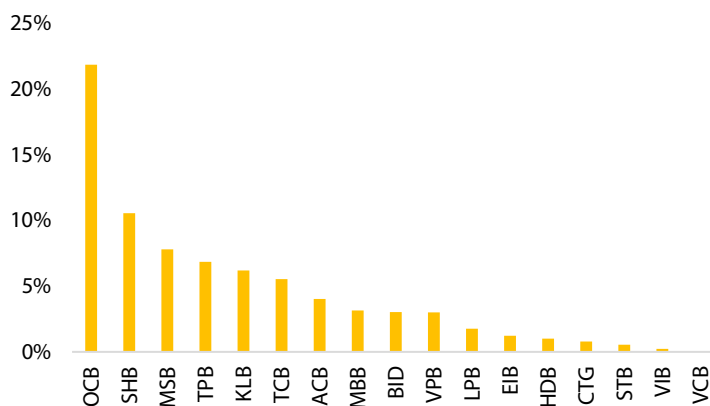
Nguồn thu nhập ngoài lãi lớn nhất trong ba năm gần đây là hoạt động kinh doanh trái phiếu chính phủ, giúp ngân hàng gia tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi từ 12% năm 2017 lên 38% năm 2020. Ngân hàng đã hoàn thành tái cấu trúc hoạt động và nhân sự cho mảng kinh doanh này trong năm 2018. Đóng góp của hoạt động kinh doanh trái phiếu Chính phủ trong tổng thu nhập hoạt động tăng dần từ 18,7% năm 2018 lên 23,5% năm 2020, bao gồm thu nhập từ hiện thực hóa lợi nhuận các TPCP sở hữu trước năm 2018 (chiếm phần lớn) và thu nhập từ mua bán TPCP hưởng chênh lệch giá. Tiềm năng tăng trưởng thu nhập từ kinh doanh TPCP vẫn còn rất lớn nhờ nhu cầu giao dịch ngày càng tăng với sự tham gia của ngày càng nhiều nhà đầu tư mới như các quỹ hưu trí tự nguyện, quỹ bảo hiểm liên kết đầu tư và các định chế đầu tư chuyên nghiệp của nước ngoài trên cơ sở các cải tiến của cơ quan quản lý về mô hình tổ chức và hệ thống giao dịch. Chúng tôi kỳ vọng khi lãi suất TPCP tăng trở lại trong chu kỳ tín dụng phục hồi, phần thu nhập tăng dần từ tự doanh sẽ bù đắp cho phần thu nhập giảm dần từ hiện thực hóa lợi nhuận TPCP.

**Hình 45: Các cấu phần trong tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 46: Tỷ trọng thu nhập từ kinh doanh TPCP trong tổng thu nhập hoạt động năm 2020**



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Tổng thu nhập hoạt động được kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ bình quân 24%/năm trong giai đoạn 2021-2025 với thu nhập ngoài lãi duy trì tỷ trọng cao 32-33%. Khả năng kiểm soát chi phí tốt thể hiện ở hệ số CIR hoạt động cốt lõi liên tục giảm. Khẩu vị cho vay thận trọng với tỷ lệ nợ có tài sản đảm bảo lớn, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ hình thành nợ xấu ổn định ở mức khả quan giúp cho chi phí tín dụng giai đoạn sắp tới không tạo áp lực quá lớn lên ngân hàng. Tăng trưởng lợi nhuận, vì vậy sẽ ổn định và phù hợp với tốc độ mở rộng bảng cân đối.

Các chỉ số sinh lời ROA và ROE tổng thể đã cải thiện vượt bậc trong giai đoạn 2016-2020. ROA và ROE cuối Q3/2021 đạt 3,0% và 24,9%, vượt trội so với trung bình ngành (1,8% và 19,2%), trong khi tỷ lệ đòn bẩy, hệ số an toàn vốn và thanh khoản thuộc nhóm đầu ngành. Với chiến lược giai đoạn 2021-2025 đa dạng hóa nguồn lợi nhuận, cải tiến vận hành và bám sát quan điểm quản trị tín dụng thận trọng, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của OCB có thể đạt mức tăng trưởng kép bình quân 28%/năm.

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021/2022

**Bảng 1: Tóm tắt KQKD 9T2021**

	9T2021	Ghi chú
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	4.155 tỷ đồng, tăng 22,5% YoY	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tín dụng tăng 21,5% YoY và huy động tăng 24,3% YoY.</li> <li>NIM (dồn 4 quý) mở rộng từ 3,69% cuối Q3/2020 lên 3,85% cuối Q3/2021.</li> <li>NIM giảm so với mức 3,98% cuối năm 2020 do (1) các gói giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng và thoái thu lãi các khách hàng bị ảnh hưởng dịch bệnh, (2) tỷ trọng cho vay khách hàng doanh nghiệp tăng từ 48% lên 64%, (3) tỷ lệ CASA khiêm tốn giảm từ 12% về 10,4%.</li> </ul>
<b>Thu nhập ngoài lãi</b>	2.091 tỷ đồng, tăng 24,9% YoY	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thu nhập dịch vụ giảm 11% YoY nhưng tăng mạnh 61% YoY nếu loại trừ thu nhập một lần từ hoa hồng bảo hiểm phụ trội<sup>1</sup> (khoảng 235 tỷ đồng) trong 9T2020. Trong đó, phí thanh toán và dịch vụ thẻ tăng 50%, phí bancassurance tăng 32% và thu nhập từ vấn phát hành TPDN tăng 226% YoY.</li> <li>Thu từ dịch vụ yếu trong Q3 (giảm 39% YoY) do OCB giảm phí hỗ trợ khách hàng và mảng bảo hiểm trầm lắng theo các biện pháp giãn cách xã hội.</li> <li>Thu từ kinh doanh TPCP ổn định với tỷ trọng 21% tổng thu nhập hoạt động (TOI), tăng 42% YoY.</li> </ul>

<sup>1</sup> Phí trả trước của hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền với Generali là 500 tỷ đồng và được ghi nhận vào kết quả kinh doanh năm 2019. Trong năm 2020, OCB ghi nhận 350 tỷ hoa hồng hỗ trợ bổ sung do hoàn thành chỉ tiêu về doanh số năm độc quyền đầu tiên và tỷ lệ tái tục năm 2 của lô hợp đồng này. Điều khoản hoa hồng hỗ trợ bổ sung không áp dụng cho các năm tiếp theo.

<b>Tổng nhập động</b>	<b>thu hoạt</b>	6.246 tỷ đồng, tăng 23,3% YoY	Động lực chính: thu nhập lãi thuần và thu nhập từ kinh doanh trái phiếu Chính phủ
<b>CIR</b>		Giảm nhẹ từ 29,1% cuối năm 2020 về 27,6% cuối Q3/2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chuyển đổi số các quy trình vận hành</li> <li>CIR thuộc nhóm hiệu quả nhất trong số các ngân hàng niêm yết</li> </ul>
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>		661 tỷ đồng, giảm 29,7% YoY	<ul style="list-style-type: none"> <li>Danh mục cho vay được kiểm soát tốt và các Thông tư 01 và Thông tư 03 hỗ trợ cơ cấu nợ.</li> <li>Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1,69% cuối năm 2020 về 1,51%. Chi phí xóa nợ giảm 8% YoY và dự phòng bao nợ xấu tăng từ 62% lên 75%.</li> </ul>
<b>LNTT</b>		3.768 tỷ đồng, tăng 50% YoY	

Nguồn: OCB, CTCK Rông Việt

Dựa trên các kết quả khả quan này, kết hợp với quan điểm thận trọng với diễn biến của dịch bệnh, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế cả năm của ngân hàng có thể đạt 5.526 tỷ đồng, tăng 25% YoY. Tín dụng năm 2021 được dự báo tăng 20% với hầu hết là dư nợ cho vay. Tăng trưởng tiền gửi được dự phóng ở mức 18% trong khi tổng huy động từ nguồn tài trợ nước ngoài và giấy tờ có giá ước tính tăng 28%, dẫn đến tổng nguồn huy động tăng 20%, bám sát định hướng duy trì an toàn thanh khoản cao của ngân hàng. Chúng tôi đánh giá đợt dịch lần thứ tư chỉ ảnh hưởng tạm thời và nhu cầu tín dụng sẽ tích cực trở lại khi các hoạt động kinh tế-xã hội dần bình thường trong quý 4. Sang năm 2022, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng cải thiện tốt 23,9% và tăng trưởng huy động ở mức 23,4%.

Biên lãi NIM năm 2021 được dự phóng đi ngang ở mức 3,85%, tương tự 9T2021. Cơ sở của dự phóng này bao gồm việc OCB tiếp tục thực hiện ưu đãi lãi suất hỗ trợ khách hàng và độ trễ tác động của đại dịch khiến ngân hàng không thể ghi nhận lãi dự thu của các khoản nợ cơ cấu mới phát sinh trong khi các khách hàng đã được tái cơ cấu phục hồi chậm. Áp lực lớn hơn chi phí huy động giảm nhờ tiếp tục dịch chuyển nguồn huy động từ tiền gửi dân cư sang nguồn vốn vay ưu đãi từ các tổ chức tài chính nước ngoài và giấy tờ có giá lãi suất thấp. Trong kịch bản cơ sở diễn biến dịch bớt phức tạp hơn từ giữa năm 2022, áp lực phải hỗ trợ khách hàng giảm sẽ giúp NIM cải thiện 11 điểm cơ bản lên 3,96% trên nền lãi suất huy động được kỳ vọng ổn định ở mức thấp hiện nay. CASA thấp và không ổn định sẽ không tạo tác động tích cực đối với lãi suất huy động.

Từ các giả định nêu trên, chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần năm 2021 và 2022 tăng trưởng lần lượt là 22,7% và 25,7%.

Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ năm 2021 và 2022 tăng lần lượt 8,1% và 44%, tương ứng với 10% và 11,5% TOI của mỗi năm, với cơ cấu được đa dạng hóa nhờ thu nhập hoạt động ngân hàng đầu tư và thu từ dịch vụ thanh toán tăng mạnh, bên cạnh mảng phân phối bảo hiểm vẫn đóng vai trò dẫn dắt. Đối với thu nhập ngoài lãi khác, thu nhập từ mua bán TPCP vẫn tăng về giá trị nhưng giảm dần về tỷ trọng, chiếm 17,2% TOI năm 2021 và 15,3% năm 2022 so với 21,9% năm 2020.

Chi phí hoạt động sẽ dần được kiểm soát tốt hơn nhờ chuyển đổi số trong các kênh bán hàng và các quy trình nội bộ, trong khi phân bổ chi phí đầu tư hàng năm cho hạ tầng công nghệ và mạng lưới giao dịch vật lý không quá lớn và thu nhập ngoài lãi tăng mạnh. Hệ số CIR giảm về 27,4% năm 2021 và 26,2% năm 2022, so với 29,1% năm 2020.

Đợt dịch lần thứ tư có thể gây áp lực tạm thời lên chất lượng tài sản của ngân hàng với tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1,51% cuối Q3 lên 1,7% vào cuối năm 2021 sau đó cải thiện nhẹ về 1,64% năm 2022. Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng sẽ tăng lên xấp xỉ 1% trên tổng dư nợ giai đoạn 2021-2022, so với 0,9% cuối Q3/21, do tác động của dịch bệnh lên chất lượng tài sản có độ trễ. Nợ tái cơ cấu có thể tiếp tục hình thành trong một vài quý tới với Thông tư 14 về kéo dài thời gian cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ hỗ trợ khách hàng. Kết hợp tỷ lệ hình thành nợ xấu nội bảng và phần trích lập theo lộ trình ba năm của nợ cơ cấu, chi phí trích lập dự phòng có thể đạt 1.095 tỷ đồng (-13,3%) năm 2021 và 1.162 tỷ đồng (+6,1%) năm



2022, tương ứng với chi phí tín dụng trên tổng dư nợ là 1,11% năm 2021 trước khi giảm về 0,96% năm 2022 nhằm duy trì bộ đệm dự phòng.

Tổng hợp, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế hợp nhất tăng trưởng lần lượt 25% và 30,7% trong năm 2021 và 2022, tương ứng 5.526 tỷ đồng và 7.223 tỷ đồng. ROA duy trì nền cao quanh 2,6-2,8% trong khi ROE lần lượt đạt 22,5% và 23,3% trong năm 2021 và 2022. NIM và NIM sau điều chỉnh rủi ro đều cải thiện. Hiệu quả hoạt động duy trì mức tốt hàng đầu ngành. Các yếu tố này kết hợp với dư địa về an toàn vốn và thanh khoản tạo nền tảng duy trì tốc độ mở rộng bảng cân đối hàng năm 23% trong giai đoạn 2021-2025.

### Định giá và khuyến nghị

Tại giá 27.350 đồng/cp ngày 9/12/2021, OCB đang giao dịch ở mức PE dự phóng 8,5 lần và PB dự phóng 1,7 lần cho năm 2021. PE và PB dự phóng tầm nhìn một năm là 6,7 và 1,4 lần. Mức PB dự phóng 1 năm thấp hơn 30% so với mức bình quân của 26 ngân hàng niêm yết (loại trừ VCB) và thấp hơn 33% so với mức bình quân các ngân hàng tư nhân. Cần nhắc các ưu điểm về khả năng duy trì mức tăng trưởng cao hơn trung bình ngành về lợi nhuận và tốc độ mở rộng bảng cân đối, chất lượng tài sản tốt và đang dần cải thiện, ROA và ROE dự phóng thuộc nhóm đầu ngành và hệ số đòn bẩy thấp, cùng với các nhược điểm về nền dự phòng và khả năng thu hút CASA yếu, chúng tôi cho rằng OCB xứng đáng với một mức định giá tương đương trung bình ngành.

**Bảng 2: Các chỉ số hiệu quả hoạt động, hệ số định giá, tỉ suất cổ tức dự phóng**

	ROE 2021E	ROE 2022F	P/B 2021E	P/B 2022F	Tỉ suất cổ tức 2021E	Tỉ suất cổ tức 2022F
OCB	22,5%	23,3%	1,7	1,3	0,0%	0,0%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của OCB sử dụng các phương pháp (1) chiết khấu dòng tiền giúp phản ánh triển vọng chi trả cổ tức và phát hành tăng vốn trong trung và dài hạn, kết hợp với (2) định giá so sánh theo hệ số P/B dự phóng. Sau khi tăng mạnh theo kết quả lợi nhuận cao trong nửa đầu năm, định giá toàn ngành ngân hàng đang bị chi phối lớn bởi lo ngại về tác động của đợt dịch lần thứ tư lên kết quả kinh doanh nửa cuối năm. Vì vậy, chúng tôi phân bổ tỷ trọng cho phương pháp chiết khấu dòng tiền là 80% và phương pháp P/B là 20%, nhằm hạn chế tác động của các yếu tố mang tính thị trường lên định giá dài hạn của OCB.

**Bảng 3: Các phương pháp định giá và giá trị hợp lý của OCB**

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Trung bình
Chiết khấu dòng tiền	30.296	80%	24.237
Hệ số P/B dự phóng	39.761	20%	7.952
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>32.189</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tổng hợp, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu OCB ở mức **32.100 đồng/cổ phiếu**, tương đương P/B dự phóng cho kỳ hạn một năm là 2,0 lần. Mức giá này tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là **22%** so với giá đóng cửa ngày **21/12/2021**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với OCB.

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BÁO CÁO THU NHẬP</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021F</b>	<b>FY2022F</b>
Thu nhập lãi	9.638	10.793	12.510	15.894
Chi phí lãi	-5.537	-5.812	-6.400	-8.213
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>4.101</b>	<b>4.982</b>	<b>6.111</b>	<b>7.681</b>
Thu nhập ngoài lãi	2.512	3.031	3.009	3.677
<i>Từ HĐ Dịch vụ</i>	546	841	909	1.308
<i>Từ HĐKD ngoại hối, vàng</i>	114	95	90	170
<i>Từ mua-bán CK kinh doanh</i>	-6	131	136	56
<i>Từ mua-bán CK đầu tư</i>	1.094	1.752	1.570	1.740
<i>Từ hoạt động khác</i>	764	211	302	402
	0	2	2	2
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>6.613</b>	<b>8.013</b>	<b>9.120</b>	<b>11.358</b>
Tổng chi phí hoạt động	-2.449	-2.329	-2.499	-2.973
LN trước trích lập DP	4.164	5.684	6.621	8.385
Chi phí DPRR	-933	-1.263	-1.095	-1.162
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>3.231</b>	<b>4.420</b>	<b>5.526</b>	<b>7.223</b>
Thuế TNDN	-649	-885	-1.108	-1.448
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.582</b>	<b>3.535</b>	<b>4.418</b>	<b>5.775</b>
<b>LNST thuộc về CĐ mệ</b>	<b>2.582</b>	<b>3.535</b>	<b>4.419</b>	<b>5.775</b>

Đơn vị: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021F</b>	<b>FY2022F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Cho vay khách hàng	26,2	26,0	20,1	24,3
Huy động khách hàng	14,5	26,1	18,0	24,0
Thu nhập lãi thuần	19,4	21,5	22,7	25,7
Thu nhập hoạt động	31,8	21,2	13,8	24,5
LNST	46,6	36,9	25,0	30,7
Tổng tài sản	18,2	29,1	20,6	23,5
Vốn CSH	30,8	51,5	25,3	26,4
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	3,9	3,9	3,9	4,0
CIR	37,0	29,1	27,4	26,2
ROAE	25,4	24,4	22,5	23,3
ROAA	2,4	2,6	2,6	2,8
<b>Chất lượng tài sản</b>				
Tỷ lệ nợ xấu	1,8	1,7	1,2	0,9
Tỷ lệ nợ xấu và VAMC	1,8	1,7	1,2	0,9
Dự phòng/Nợ xấu	55,4	62,3	80,0	75,6
VCSH/Tổng tài sản	9,7	11,4	11,9	12,2
<b>Tỷ lệ an toàn hoạt động</b>				
(Cho vay KH + TCTC)/TTS	74,4	68,9	68,9	69,4
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	102,8	102,8	104,6	104,6
LDR điều chỉnh (CVKH+TPDN)/(HDKH+GTG)	89,7	87,2	86,7	86,5

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BẢNG CÂN ĐỐI</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021F</b>	<b>FY2022F</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	713	932	1.045	1.007
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	2.073	4.088	4.317	5.354
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	17.494	16.384	20.316	25.192
Chứng khoán kinh doanh	497	929	1.135	1.388
Các công cụ tài chính phái sinh & tài sản tài chính khác	71	66	66	66
Cho vay khách hàng	70.366	88.688	106.504	132.420
Chứng khoán đầu tư	22.874	33.588	41.192	50.450
Góp vốn, đầu tư dài hạn	5	3	3	3
Tài sản cố định	595	546	736	909
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	3.474	7.306	8.621	10.345
<b>Tổng tài sản</b>	<b>118.160</b>	<b>152.529</b>	<b>183.935</b>	<b>227.132</b>
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	170	152	597	307
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	18.369	22.838	27.360	34.254
Tiền gửi của khách hàng	69.142	87.171	102.862	127.549
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	4.628	4.935	5.182	5.441
Phát hành giấy tờ có giá	11.765	16.335	22.052	27.565
Các khoản nợ khác	2.579	3.662	4.028	4.431
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>106.653</b>	<b>135.093</b>	<b>162.081</b>	<b>199.547</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.507</b>	<b>17.435</b>	<b>21.854</b>	<b>27.629</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	8.050	12.662	15.402	15.402
Quỹ của tổ chức tín dụng	1.076	1.605	2.252	3.097
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	2.381	3.168	4.200	9.131
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	0	0	0	0
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>118.160</b>	<b>152.529</b>	<b>183.935</b>	<b>227.176</b>

Đơn vị: tỷ đồng

<b>THUYẾT MINH</b>	<b>FY2019A</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021F</b>	<b>FY2022F</b>
<b>Thu nhập lãi</b>	<b>9.638</b>	<b>10.793</b>	<b>12.510</b>	<b>15.894</b>
Từ cho vay khách hàng	7.721	8.834	10.513	13.230
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	296	157	177	282
Từ CK đầu tư	1.336	1.318	1.399	1.853
Từ NV bảo lãnh	0	0	0	0
Thu khác từ HĐTD	284	484	421	529
<b>Chi phí lãi</b>	<b>-5.537</b>	<b>-5.812</b>	<b>-6.400</b>	<b>-8.213</b>
Từ tiền gửi KH	-4.226	-4.523	-4.949	-6.301
Từ khoản vay các TCTD	-352	-259	-280	-395
Từ giấy tờ có giá	-718	-888	-971	-1.280
Chi phí khác	-241	-141	-200	-237
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>-2.449</b>	<b>-2.329</b>	<b>-2.499</b>	<b>-2.973</b>
<b>Chi phí dự phòng rủi ro</b>	<b>-933</b>	<b>-1.263</b>	<b>-1.095</b>	<b>-1.162</b>

**BÁO CÁO CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**
**Nguyễn Thị Phương Lam**
*Head of Research*

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Trần Hà Xuân Vũ**
*Senior Manager*

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**
*Manager*

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng**
*Manager*

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Đào Phước Toàn**
*Manager*

toan.dp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

**Bernard Lapointe**
*Senior Consultant*

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Phạm Minh Tú**
*Analyst*

tu.pm@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

**Nguyễn Ngọc Thành**
*Analyst*

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Trần Hoàng Thế Kiệt**
*Analyst*

kiet.tht@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1528)

- Bất động sản
- Thị trường

**Nguyễn Hồng Loan**
*Analyst*

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

**Trần Thị Hà My**
*Senior Consultant*

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Ngọc Thảo**
*Analyst*

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

**Hoàng Minh Thắng**
*Analyst*

thang.hm@vdsc.com.vn

+ 84 28 6288 2006 (1319)

- Bất động sản

**Trần Thu Anh**
*Analyst*

anh.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà**
*Assistant*

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Trần Ngọc Thảo Trang**
*Assistant*

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



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, Rổng Việt 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 Rổng Việt 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 Rổng Việt Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rổng Việt Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rổng Việt Securities, 2021.**