

Vietinbank phát hành cho cổ đông hiện hữu: những phân tích hữu ích cho cổ đông

Vietinbank vừa được Ngân hàng Nhà nước và Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận tăng vốn điều lệ từ 16.858 tỷ đồng lên 20.230 tỷ đồng thông qua việc phát hành cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1. Bài viết này nhằm cung cấp những đánh giá về đợt phát hành này và về tầm quan trọng đối với Vietinbank .

Thông tin đợt phát hành:

- Số cổ phiếu phát hành: 337.162.027 cổ phiếu
- Hình thức phát hành: phát hành cho cổ đông hiện hữu (right issue)
- Tỷ lệ phát hành là: 20%, tức là cổ đông hiện tại cứ sở hữu 5 cổ phiếu sẽ được quyền mua thêm 1 cổ phiếu ở mức giá 10 ngàn đồng/cổ phiếu.
- Ngày giao dịch không hưởng quyền: 29/11/2011.

Đây là đợt phát hành trong kế hoạch tăng vốn lên 1 tỷ USD trong năm 2011 của Vietinbank. Kế hoạch này đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua ngày 31/5/2011, bao gồm đợt 1: phát hành cho cổ đông hiện hữu 3.372 tỷ đồng và đợt 2: phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược nước ngoài 3.570 tỷ đồng (15% vốn điều lệ).

Thay đổi cơ cấu sở hữu:

Nếu như phát hành thành công đợt 1, Vietinbank sẽ vượt qua Vietcombank để trở thành ngân hàng có vốn điều lệ lớn thứ 2 (sau Agribank: 21.300 tỷ đồng). Và nếu kế hoạch phát hành đợt 2 cho Ngân hàng Nova Scotia thành công, Vietinbank sẽ là ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất trong hệ thống 43 ngân hàng thương mại cổ phần, ngay cả khi Vietcombank hoàn thành bán 15% cho Mizuho Bank.

Bảng 1: Cơ cấu sở hữu Vietinbank trước và sau khi phát hành

PHÁT HÀNH ĐỢT 1 VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU									
	Cơ cấu sở hữu trước 1/12/2011			Phát hành 20% cho CDHH			Cơ cấu sở hữu từ 1/12/2011		
	Triệu cổ phiếu	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ lệ %	Tỷ lệ phát hành	Triệu cổ phiếu	Giá trị (Tỷ VND)	Triệu cổ phiếu	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ lệ %
Cổ đông nhà nước (NHNN)	1,353.8	13,538	80.3%	20%	270.8	2,708	1,624.6	16,246	80.3%
Công ty Tài chính Quốc tế (IFC)	55.3	553	3.3%	20%	11.1	111	66.3	663	3.3%
Quỹ Đầu tư Cấp vốn của IFC	113.3	1,133	6.7%	20%	22.7	227	136.0	1,360	6.7%
Nhà đầu tư chiến lược	20.3	203	1.2%	20%	4.1	41	24.4	244	1.2%
Công đoàn Vietinbank	26.8	268	1.6%	20%	5.4	54	32.2	322	1.6%
Lãnh đạo chủ chốt	0.2	2	0.0%	20%	0.0	0	0.2	2	0.0%
	1,569.7	15,697	93.1%	20%	313.9	3,139	1,883.6	18,836	93.1%
Cổ phiếu tự do chuyển nhượng	116.1	1,161	6.9%	20%	23.2	232	139.3	1,393	6.9%
	1,685.8	16,858	100.0%	20%	337.2	3,372	2,023.0	20,230	100.0%

Nguồn: Cáo bạch Vietinbank, StoxPlus

Tổng số tiền Vietinbank dự kiến huy động từ thị trường trong đợt 1 này là 3.372 tỷ đồng (164 triệu USD). Trong đó, Chính phủ và các nhà đầu tư tổ chức (nhóm IFC và cổ đông nội bộ) sẽ góp vốn 3.139 tỷ đồng (153 triệu USD) và phần còn lại 232 tỷ đồng (10.5 triệu USD) là thu hút từ thị trường.

Vietinbank cũng trong quá trình đàm phán phát hành 15% cho đối tác chiến lược Ngân hàng Nova Scotia của Canada, nếu thành công, các cổ đông hiện hữu sẽ giảm và cơ cấu sở hữu của Vietinbank được thể hiện trong Bảng 2 phía sau. Tuy nhiên, đánh đổi cho việc giảm sở hữu của các cổ đông hiện hữu này là Vietinbank dự kiến sẽ thu về khoảng 7.140 tỷ đồng (khoảng 340 triệu USD) giả sử giá phát hành là 20 ngàn/cổ phiếu – tương đương giá thị trường điều chỉnh sau đợt phát hành đợt 1 cho cổ đông hiện hữu.

Bảng 2: Cơ cấu sở hữu Vietinbank sau khi phát hành 15% cho đối tác chiến lược

PHÁT HÀNH ĐỢT 2			
	Triệu cổ phiếu	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ lệ %
Cổ đông nhà nước (NHNN)	1,624.6	16,246	68.3%
Công ty Tài chính Quốc tế (IFC)	66.3	663	2.8%
Quỹ Đầu tư Cấp vốn của IFC	136.0	1,360	5.7%
Nhà đầu tư chiến lược	24.4	244	1.0%
Công đoàn Vietinbank	32.2	322	1.4%
Lãnh đạo chủ chốt	0.2	2	0.0%
Bank of Nova Scotia (dự kiến)	357.0	3,570	15.0%
	2,240.6	22,406	94.1%
Cổ phiếu tự do chuyển nhượng	139.3	1,393	5.9%
	2,380.0	23,800	100.0%

Nguồn: Cáo bạch Vietinbank, StoxPlus

Đánh giá về giá điều chỉnh dự kiến:

Có nhiều ý kiến thảo luận và hỏi về phương pháp điều chỉnh giá cổ phiếu CTG sẽ diễn ra vào đầu phiên giao dịch ngày 29/11/2011, chúng tôi đã tính toán dựa trên giá đóng cửa ngày 25/11/2011 thì giá điều chỉnh của CTG sẽ là 20.500 đồng/cổ phiếu. Giá thực tế điều chỉnh là bao nhiêu sẽ phụ thuộc vào giá đóng cửa của CTG vào ngày 28/11/2011, ngay trước ngày giao dịch không hưởng quyền 29/11/2011.

Bảng 3: Tính toán giá điều chỉnh sau ngày chốt quyền CTG

TÍNH TOÁN GIÁ ĐIỀU CHỈNH CTG SAU NGÀY CHỐT QUYỀN 29/11/2011	
Giá cổ phiếu CTG trước ngày chốt quyền (VND)	22,600
Số cổ phiếu lưu hành hiện tại (triệu cổ phiếu)	1,686
Giá trị vốn hóa trước ngày phát hành (Tỷ VND)	38,099
Số tiền dự kiến thu được (Tỷ VND)	3,372
Giá trị Vietinbank sau khi thu tiền phát hành (Tỷ VND)	41,471
Số cổ phiếu lưu hành sau ngày phát hành (triệu cổ phiếu)	2,023
Giá điều chỉnh sau ngày 1/12 (VND)	20,500

Nguồn: StoxPlus. Tính toán giá điều chỉnh sau ngày chốt quyền sẽ thay đổi theo giá đóng cửa thực tế của phiên giao dịch trước đó.

Đánh giá đợt phát hành:

- **Khả năng thành công khả năng ở tỷ lệ rất cao:** Đã có nhiều ý kiến cho rằng trong bối cảnh thị trường chứng khoán khủng hoảng niềm tin này thì việc phát hành của Vietinbank sẽ có độ rủi ro rất cao cho sự thành công. Tuy nhiên theo phân tích số liệu trên Bảng 1 cho thấy phần lớn số tiền 3.372 ngàn tỷ đồng sẽ được Chính phủ và nhóm cổ đông IFC và cổ đông nội bộ đóng góp. Việc Ngân hàng Nhà nước và các cơ quan liên quan phê duyệt phương án phát hành này cũng có nghĩa là việc mua đủ số vốn tăng thêm từ Nhà nước sẽ được thực hiện.

Thực tế, Theo Công văn số 563/TTg-KTTH ngày 07 tháng 4 năm 2010 của Thủ tướng Chính phủ về việc đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại NHTMCP, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cơ quan đại diện chủ sở hữu phần vốn Nhà nước, cử người đại diện phần vốn Nhà nước tại Vietinbank và thực hiện mua phần vốn phát hành cho cổ đông Nhà nước theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ tại văn bản số 3813/VPCP-KTTH ngày 09/6/2011 của Văn Phòng Chính phủ.

Số tiền thu hút từ thị trường chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ và với số tiền là 232 tỷ đồng. Theo chúng tôi, khả năng thành công đăng ký thực hiện quyền mua này là cao bởi hầu hết các cổ đông của 116 triệu cổ phiếu chuyển nhượng tự do này đều ít gánh chịu những tổn thất lớn do CTG là một trong các cổ phiếu giữ được ổn định về biến động giá kể từ khi niêm yết.

- **Tầm quan trọng của đợt phát hành:** Tổng cộng số tiền mà Vietinbank dự kiến thu được từ đợt phát hành này 3.372 tỷ đồng. Đây là số vốn quan trọng để Vietinbank tăng khả năng an toàn vốn. Số tiền này dự kiến, theo kế hoạch sử dụng vốn phát hành, sẽ giúp Vietinbank đầu tư hệ thống công nghệ thông tin, chiến lược mở rộng kinh doanh tại nhiều thị trường nước ngoài, đầu tư góp vốn, liên doanh, v.v,. Tuy nhiên, điều quan trọng hơn, số tiền này có thể sẽ giúp Vietinbank tăng cường nguồn lực tài chính để xử lý những rủi ro của hệ thống nếu như bối cảnh ngành ngân hàng Việt nam diễn biến xấu hơn (mất vốn do nợ xấu).

Và nếu cộng với 7.140 tỷ đồng dự kiến thu được từ việc phát hành 15% cho đối tác chiến lược thì Vietinbank sẽ có thêm nguồn tiền khoảng 10.512 tỷ đồng (tương đương 513 triệu USD). Đây là nguồn tiền vô cùng quan trọng, nhất là trong bối cảnh nguồn vốn khan hiếm và thanh khoản thấp trên hầu hết các loại thị trường vốn của Việt Nam.

Tỷ lệ CAR của Vietinbank tại 30.9.2011 là 9.86% (yêu cầu của Ngân hàng Nhà nước là 9%) và với số vốn tăng thêm này, tỷ lệ CAR của Vietinbank sẽ tiệm cận với mức yêu cầu tối thiểu của các chuẩn mực quốc tế (12%).

- **Đánh giá về khả năng pha loãng cổ phiếu:** 9 tháng đầu năm 2011, lợi nhuận sau thuế hợp nhất của CTG đạt 4.501 tỷ đồng, tức tăng 57% so với cùng kỳ năm 2010 và tăng 32% so với cả năm 2010 cũng như vượt xa kế hoạch 3.825 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế kế hoạch năm 2011 của Vietinbank. Do

đó, việc phát hành 20% cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu sẽ không làm pha loãng đáng kể lợi ích của cổ đông hiện hữu cũng như cổ đông thiểu số. Hay nói cách khác, việc phát hành tăng vốn của Vietinbank không làm cho lợi ích của cổ đông bị giảm đi do theo kế hoạch kinh doanh năm 2011-2013 thì Vietinbank duy trì được tăng trưởng EPS.

Bên cạnh đó, Ban lãnh đạo Vietinbank duy trì một chính sách cổ tức cổ tức khá cao: 1500-1600 VND/cổ phiếu cho các năm tài chính 2011-2013 và do đó các cổ đông hiện được hưởng một tỷ suất cổ tức cố định khoảng 7.5% - 8% hàng năm.

Rủi ro đợt phát hành:

Yếu tố rủi ro lớn nhất vốn đang được cộng đồng đầu tư và thị trường chú ý như rủi ro về nợ xấu gia tăng do những khó khăn của rất nhiều doanh nghiệp trong nhiều ngành trong bối cảnh kinh tế hiện tại mà khả năng có cả những khách hàng của Vietinbank. Cũng giống như các thị trường tài chính nước ngoài, đây sẽ là một ẩn số lớn mà bất kỳ một hệ thống sổ sách, báo cáo kế toán thống kê nào có thể phản ánh chính xác. Và cũng như nhiều ngân hàng khác thì đây là rủi ro hệ thống mà cổ đông và các nhà đầu tư vào CTG có lẽ đang theo dõi sát sao. Tuy nhiên, theo báo cáo tài chính quý 3 hợp nhất của Vietinbank đã được kiểm toán bởi Ernst & Young, nợ xấu của Vietinbank là 3.931 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ 1,44% thấp hơn mức trung bình của ngành ngân hàng là khoảng 3,4% và thấp nhất trong khối NHTMNN. Bên cạnh những rủi ro chung thì giống như nhiều đợt phát hành cổ phiếu ở Việt Nam, cổ đông hiện hữu và nhà đầu tư sẽ khá lo ngại về thời gian chờ đợi cổ phiếu phát hành thêm này được hoàn tất các thủ tục để có thể được niêm yết bổ sung nhằm tạo thanh khoản cho khoản đầu tư của họ. Thông thường các thủ tục này kéo dài khoảng 3 tháng và có nhiều trường hợp kéo dài 6 tháng, cổ đông và nhà đầu tư hi vọng và mong chờ Vietinbank sẽ hoàn tất nhanh chóng nhất có thể khi họ hoàn tất và đóng tiền đầy đủ cho đợt phát hành thêm.

Kết luận:

Sự thành công của đợt phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu này và thương vụ 15% cho đối tác chiến lược Ngân hàng Nova Scotia có tầm quan trọng rất lớn trong việc nâng cao tiềm lực tài chính của Vietinbank và triển khai các dự án công nghệ thông tin, mở rộng kinh doanh ở các thị trường tài chính những ngoài, v.v. cũng như đối phó với những rủi ro có thể xảy ra do bối cảnh kinh tế khó khăn hiện tại của Việt Nam. Xét trên số liệu công bố mới nhất thì Vietinbank vẫn đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng tài sản ở mức tốt. Do đó khả năng pha loãng cổ phiếu CTG cho cổ đông hiện hữu theo chúng tôi là thấp. Tuy nhiên, bối cảnh khó khăn hiện tại của rất nhiều doanh nghiệp trong nhiều ngành và trong đó có khách hàng của Vietinbank là những rủi ro tiềm tàng lớn mà cổ đông và thị trường kỳ vọng ban lãnh đạo Vietinbank sẽ chủ động có những biện pháp hạn chế rủi ro.

Bộ phận Phân tích Độc lập, StoxPlus Corporation