

Ngành Ngân hàng – ICB8355  
Ngày 25 tháng 02 năm 2016

**BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP**  
**Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam - VCB**

**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg:10,000cp

**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	45.500
Giá thị trường (24/2/2016)	42.300
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Đi ngang
Triển vọng 12 tháng	Đi ngang

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	2.665
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	112.730
Giá trị sổ sách/cp	17.250
Sở hữu nước ngoài (%)	20,9%
Giá hiện tại (đ/cp)	42.300
KLTB 10 ngày (cp)	772.042
Giá thấp nhất 52T (đ)	33.765
Giá cao nhất 52T (đ)	56.000
+/- 7 ngày qua	+6,28%
+/- 1 tháng qua	+6,82%

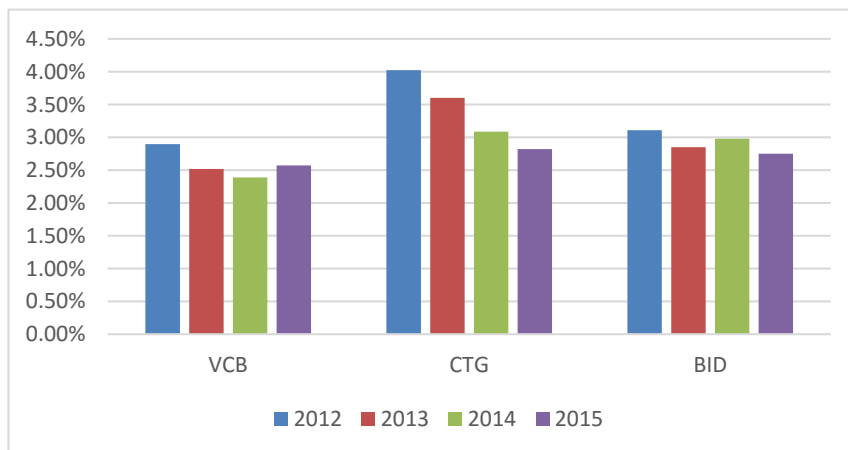
Chuyên viên phân tích  
Trần Thị Hồng Tươi  
Email: tuoith@bsc.com.vn  
Tel: +84 4 39352722 (108)

Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu VCB với giá mục tiêu là 45.500 đồng/cp, upside 8%. VCB là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần dẫn đầu hệ thống ngân hàng Việt Nam cả về quy mô và hiệu quả hoạt động. Hoạt động cho vay, dịch vụ được kỳ vọng tăng trưởng cao. Chất lượng tài sản tốt, trích lập dự phòng rủi ro chặt chẽ và được kỳ vọng sẽ giảm trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế đạt 6,7 nghìn tỷ đồng (+27% yoy) tương đương với EPS 2016 là 2.208 đồng/cp. Ngày 24/02/2016, cổ phiếu VCB được giao dịch tại mức giá 42.300 đồng/cp, tương đương P/E FW và P/B lần lượt là 19,16x và 2,45x.

**Quy mô.** Kết thúc năm 2015, tổng tài sản của ngân hàng đạt 674 nghìn tỷ đồng (+17% yoy), đứng thứ 3 trong số các ngân hàng niêm yết. Vốn chủ sở hữu đạt 46 nghìn tỷ đồng, (+6% yoy), trong đó, vốn điều lệ của ngân hàng là 27 nghìn tỷ đồng. Cho vay khách hàng đạt 387 nghìn tỷ đồng, tăng 19% yoy, tổng quy mô tín dụng đạt khoảng 633 tỷ đồng (18% yoy). Huy động vốn tiền gửi của khách hàng đạt 498 nghìn tỷ đồng (+18% yoy).

**Khả năng sinh lời của danh mục tín dụng tăng.** NIM, hệ số đo lường khả năng sinh lời của danh mục tín dụng tăng nhanh từ mức 2,34% lên 2,57%. Hệ số này còn thấp hơn so với CTG và BID, tuy nhiên, điểm tích cực là NIM của VCB đang tăng trong khi NIM của CTG và BID đều giảm. Điều này có thể là do (1) chất lượng danh mục cho vay thực chất hơn mang lại hiệu quả cao hơn từ đồng vốn giải ngân; (2) 2 khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ trị giá 1 tỷ USD/ khoản với lãi suất hấp dẫn 3-4,8%/năm trong khi lãi suất USD đầu vào chỉ từ 0-0,25%/năm; (3) tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn cao, đây là nguồn vốn có chi phí huy động thấp nhất trong hệ thống ngân hàng, 28% tiền gửi vào VCB là không kỳ hạn, cao hơn nhiều so với CTG (14%) và BID (18%). Kết quả, thu nhập lãi thuần của ngân hàng đạt 15 nghìn tỷ đồng, tăng 31% yoy. Chúng tôi cho rằng thu nhập lãi của VCB đạt 18,6 nghìn tỷ đồng (+20% yoy) nhờ cho vay tăng 18% lên 457 nghìn tỷ đồng, NIM tiếp tục được cải thiện.

**NIM của VCB, CTG và BID từ 2012-2015**



Nguồn: BCTC VCB, CTG, BID, BSC research

**Chất lượng tài sản tốt, chi phí dự phòng rủi ro có xu hướng giảm.** Danh mục cho vay chủ yếu tập trung vào 2 lĩnh vực là gia công, chế biến (31%) và thương mại, dịch vụ (27%). Tỷ lệ nợ xấu thấp, đạt 2,01%, tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ xấu đã bán cho VAMC là 3,59%. Trong năm 2015, ngân hàng đã tự xử lý 3.411 tỷ đồng nợ xấu và bán khoảng 2.800 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC. Chúng tôi lưu ý, dư nợ nhóm 5, nhóm có khả năng mất vốn của VCB đang tăng nhanh, tăng 60% lên 5,7 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ lãi thực thu/thu nhập lãi cao, đạt 96%. Tỷ lệ bao nợ xấu cao nhất toàn ngành, đạt 111%. Với những kết quả trên chúng tôi kỳ vọng, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của VCB sẽ tiếp tục giảm trong các năm tới. Năm 2015, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của VCB lên tới 6 nghìn tỷ đồng, chiếm 47% lợi nhuận trước dự phòng của ngân hàng. Chúng tôi ước tính, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng năm 2016 là 5,2 nghìn tỷ đồng (- 13% yoy).

**Thu nhập ngoài lãi.** Thu nhập ngoài lãi chiếm 27% tổng thu nhập hoạt động của VCB, đạt 5,7 nghìn tỷ đồng (+4% yoy). Tỷ lệ này cao hơn so với nhiều ngân hàng BID (22%), CTG (17%) và MBB (21%). Trong đó, thu nhập dịch vụ đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (+5% yoy) là nguồn thu nhập ổn định và ít chịu rủi ro, các ngân hàng cần đẩy mạnh khai thác nguồn thu dịch vụ này.

**Thanh khoản tốt.** Tỷ lệ cho vay/ huy động đạt khoảng 77%, đáp ứng yêu cầu của thông tư 36. Tỷ lệ này cũng thấp hơn nhiều so với CTG (109%) và BID (106%). Trong nhiều năm liền VCB liên tục là ngân hàng cho vay ròng liên ngân hàng. Đây chính là động lực để VCB đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới, đặc biệt, nếu dự thảo sửa đổi thông tư 36 nâng trần tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi của các NHTMCP do nhà nước sở hữu trên 50% vốn điều lệ từ 80% lên 90% được thông qua.

**Kế hoạch tăng vốn.** Ngân hàng dự kiến phát hành 10% cổ phiếu cho nhà đầu tư tài chính nước ngoài. Kế hoạch này sẽ được trình đại hội cổ đông 2016 thông qua. Điều này, nếu thành công sẽ bổ sung vốn điều lệ, là công cụ đặc lực để ngân hàng mở rộng hoạt động kinh doanh cũng như nâng hệ số CAR, đảm bảo an toàn cho hoạt động ngân hàng.

**Bảng so sánh các chỉ tiêu tài chính của VCB, CTG và BID**

	2011	2012	2013	2014	2015	CTG 2015	BID 2015
<b>Quy mô</b>							
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	19,698	23,174	23,174	26,650	26,650	37,234	34,187
Tổng tài sản (tỷ đồng)	366,722	414,488	468,994	576,989	673,910	779,483	850,748
Cho vay khách hàng (tỷ đ)	209,418	241,167	274,314	323,332	387,152	538,080	598,457
Tiền gửi của khách hàng (tỷ đ)	227,017	285,382	332,246	422,204	499,764	492,960	564,589
Vốn chủ sở hữu/TTS	7.81%	10.02%	9.04%	7.51%	6.82%	7.17%	4.81%
<b>Tăng trưởng (so với đầu năm)</b>							
Tăng trưởng tài sản	19.21%	13.03%	13.15%	23.03%	16.80%	17.90%	30.82%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	18.44%	15.16%	13.74%	17.87%	19.74%	22.33%	34.28%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	10.87%	25.71%	16.42%	27.08%	18.37%	16.21%	28.18%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	92.25%	84.51%	82.56%	76.58%	77.47%	109.15%	106.00%
<b>Chất lượng tài sản</b>							
Tỷ lệ nợ xấu	2.03%	2.40%	2.73%	2.31%	2.01%	0.92%	1.62%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.54%	2.19%	2.35%	2.18%	2.22%	0.85%	1.23%

DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	125.13%	91.14%	86.29%	94.43%	110.68%	92.06%	75.95%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi	97%	101%	98%	99%	96%	100%	98%
<b>Hiệu quả kinh doanh</b>							
Lợi nhuận trước DPRR TD	9,171	9,068	9,263	10,436	12,897	12,024	13,747
% yoy	32%	-1%	2%	13%	24%	7%	3%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	3,474	3,303	3,520	4,591	6,068	4,679	5,803
% lợi nhuận trước DPRR TD	38%	36%	38%	44%	47%	39%	42%
LNST (tỷ đ)	4,197	4,397	4,358	4,567	5,314	5,698	5,842
% yoy	-2%	5%	-1%	5%	16%	0%	18%
NIM (TTM)	3.94%	2.89%	2.52%	2.39%	2.57%	2.82%	2.75%
ROA (TTM)	1.24%	1.13%	0.99%	0.87%	0.85%	0.79%	0.78%
ROE (TTM)	17.00%	12.53%	10.38%	10.65%	11.90%	10.28%	15.75%

Nguồn: BCTC VCB, CTG, BID, BSC research

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư  
**Lê Thị Hải Đường**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
**Trần Thăng Long**  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

