

BSC RESEARCH

Chuyên viên thực hiện

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi duy trì khuyến nghị mua cổ phiếu VCB với giá mục tiêu là 45.500 đồng/cp (upside 7,3%). Ngày 18/3/2016, cổ phiếu VCB giao dịch tại mức giá 42.200 đồng/cp, tương đương P/E FW là 19,96x và P/B là 2,5x. VCB là ngân hàng dẫn đầu trong hệ thống các ngân hàng thương mại tại Việt Nam, chất lượng tài sản tốt, kết quả kinh doanh được kỳ vọng tăng trưởng mạnh từ năm 2016 (+27% trong năm 2016) nhờ tăng trưởng tín dụng, dịch vụ và giảm mạnh chi phí dự phòng rủi ro tín dụng.

Kết quả kinh doanh năm 2015, ngân hàng dẫn đầu nhiều mảng hoạt động.

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 45 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 578 nghìn tỷ đồng. Thị phần tín dụng tăng lên 9%. Huy động vốn tiền gửi của khách hàng đạt 501 nghìn tỷ đồng (+19% yoy). Thị phần huy động vốn đạt 10,2%. VCB là ngân hàng dẫn đầu trong lĩnh vực thương mại (30% thị phần), thanh toán quốc tế (16% thị phần), kinh doanh ngoại tệ, phái sinh và thẻ tín dụng (30% thị phần theo số lượng thẻ và 44% thị phần theo doanh thu thẻ).

Kế hoạch kinh doanh 2016. Ngân hàng đặt mục tiêu tổng tài sản đạt 765 nghìn tỷ đồng, (+13,5%); cho vay đạt 453 nghìn tỷ đồng (+17%), tỷ lệ nợ xấu dưới 2%. Tổng lợi nhuận trước thuế đạt 7.500 tỷ đồng và phần đầu đạt 8.000 tỷ đồng, trong đó, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu kỳ vọng giảm, trích lập tối đa 5.500 tỷ đồng trong năm 2016. Tính riêng 2 tháng đầu năm 2016, tăng trưởng tín dụng của VCB đạt 1,84%, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng âm của toàn hệ thống. Tính riêng 2 tháng đầu năm 2016, tổng lợi nhuận trước thuế của công ty mẹ đạt 1.323 tỷ đồng, trong đó, ngân hàng trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu là 900 tỷ đồng.

Định hướng kết quả kinh doanh từ 2016-2020. Ngân hàng định hướng phát triển mạnh mẽ ngân hàng bán lẻ, với mục tiêu trở thành ngân hàng số 1 về bán lẻ và số 2 về bán buôn. Tổng tài sản đạt 55 tỷ USD, vốn chủ sở hữu đạt 4,5 tỷ USD (gấp 2x). Tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 17-18%, tăng trưởng tiền gửi đạt 16-17%, tỷ lệ cho vay/huy động đạt 80%. Tỷ lệ nợ xấu dưới 2% và tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng duy trì trên 100%. Tăng trưởng thu nhập lãi và ngoài

lãi từ 14-16%, tỷ lệ chi phí trên thu nhập duy trì khoảng 40%. Hệ số ROA, ROE dao động lần lượt là 1-1.2% và 12-15%. Hệ số CAR đạt từ 10-12%.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2016. Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay năm 2016 của VCB là 18% (đạt 457 nghìn tỷ đồng). Lợi nhuận sau thuế được dự báo đạt 6.741 tỷ đồng (+27%) nhờ tín dụng tăng nhanh, NIM cải thiện và giảm mạnh chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. EPS 2016 ước đạt 2.124 đồng/cp.

- **VCB ít chịu ảnh hưởng từ dự thảo sửa đổi thông tư 36.** Dự nợ cho vay bất động sản khoảng 8% trong tổng dự nợ của VCB, trong đó, khoảng 50-60% của dự nợ bất động sản đang được tính tỷ trọng rủi ro là 150% (sẽ tăng lên 250% theo dự thảo sửa đổi thông tư 36). Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn thấp, đạt 18%. Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) đạt 77,08%. Do vậy, ngân hàng vẫn còn dư địa tăng trưởng tín dụng theo dự thảo sửa đổi thông tư 36 (quy định tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn là 40% và LDR là 90% đối với VCB).
- **Chất lượng tài sản tốt, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng có xu hướng giảm từ năm 2016.** 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, dự 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 dự báo, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng năm 2016 là 5,2 nghìn tỷ đồng (-13% yoy).
- **Khả năng sinh lời cao và tăng.** NIM, hệ số đo lường khả năng sinh lời của danh mục tín dụng tăng nhanh từ mức 2,4% lên 2,58%. ROE của ngân hàng được cải thiện từ 10,65% năm 2014 lên tới 11,9% năm 2015. Điều này 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, 29% 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 nhờ tăng tỷ lệ LDR và tăng huy động nguồn vốn giá rẻ.

Cổ tức và kế hoạch tăng vốn năm 2016. VCB dự kiến trả 10% cổ tức bằng tiền mặt và phát hành 35% cổ phiếu thưởng trong năm 2016. Đồng thời, ngân hàng trình đại hội cổ đông thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ 10% (hướng tới nhà đầu tư nước ngoài). Điều này, nếu thành công sẽ bổ sung vốn điều lệ, là công cụ đắc 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, hướng tới áp dụng Basel II.

Phân tích kỹ thuật VCB

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Tích cực
- Chỉ báo RSI: Tích cực

Nhận định: Ngưỡng hỗ trợ và kháng cự gần nhất của VCB là 41 và 44.5, tương ứng mốc 50% và 38.2% của Fibonacci Retracement 25.8 – 56.1. Xu hướng hiện tại là xu hướng Tăng, và áp lực bán hiện tại không lớn khi chỉ báo xung lượng vẫn chưa đi vào vùng quá mua.

Khuyến nghị: Mua tích lũy trong khoảng 42 – 42.5, mua mạnh khi breakout khỏi 44.5 với khối lượng lớn, dừng lỗ nếu VCB thủng ngưỡng hỗ trợ 41.

Đồ thị

Đồ thị kỹ thuật VCB



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
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: 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

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

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.