

Nắm giữ

BSC

NHTMCP Ngoại thương Việt Nam

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	41,100
Giá đóng cửa	38,650
Upside	6%

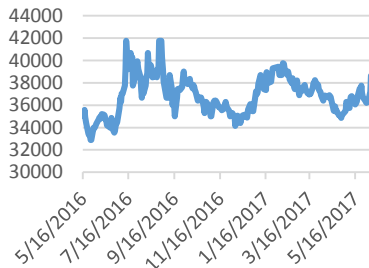
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	3.6
Vốn hóa (tỷ đ)	139,053
Giá cao nhất 52 tuần	60,500
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	1,436,079

Cổ đông lớn (%)

SBV	77.11%
Mizuho Bank	15%
Forum One – VCG Partners VN fund	0.08%
SSI	0.02%
Bảo Việt Nhân thọ	0.02%

Diễn biến giá



Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn
+84 985 965 769

Tổng quan về công ty: VCB là ngân hàng thương mại hàng đầu tại Việt Nam, đứng thứ 2 về vốn điều lệ, và dẫn đầu nhiều mảng hoạt động kinh doanh. Chất lượng tài sản tốt và đang tiếp tục được cải thiện.

Định giá.

Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 12 tháng tới là 41,100 đồng/cp, upside 6% so với giá hiện tại. Ngày 06/06/2017, cổ phiếu VCB được giao dịch tại mức giá 38,650 đồng/cp, tương đương với P/B và P/E lần lượt là 2.77x và 18.65x.

Điểm nhấn đầu tư

- Kết quả kinh doanh của ngân hàng tiếp tục tăng cao. Kết thúc quý 1/2017, LNST của ngân hàng đạt 2,206 tỷ đồng, tăng 20%. Tăng trưởng tín dụng cao, đạt 8.42% trong quý 1/2017, tương đương ½ kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm 2017. Mảng kinh doanh ngoài lãi tăng đến 62% yoy và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế 2017 của ngân hàng đạt 8,643 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 (trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) là 2,073 đồng/cp.

- Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ nợ xấu đạt 1.48%, ngân hàng đã hoàn tất mua và trích lập dự phòng rủi ro đối với toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016. Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, đạt 129% trong quý 1/2017. Do vậy, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu được dự báo giảm 31% yoy còn 4,406 tỷ đồng trong năm 2017

- Hiệu quả sinh lời cao và đang tăng nhờ phát triển ngân hàng bán lẻ. ROA và ROE đạt lần lượt là 0.96% và 14.75%, cao nhất trong các ngân hàng niêm yết. NIM cao, đạt 2.67% trong quý 1/2017 nhờ quy mô nguồn vốn tiền gửi không kỳ hạn lớn, chiếm 28% tổng tiền gửi khách hàng.

- Tiếp tục đẩy mạnh mảng ngân hàng bán lẻ, với khả năng sinh lời cao và tỷ lệ nợ xấu thấp. Mục tiêu năm 2017, tín dụng bán lẻ tăng 40%. Tỷ lệ nợ xấu của khách hàng bán lẻ khoảng 0.9%, thấp hơn so với khách hàng bán buôn, trong khi đó, NIM cao, đạt 3.7%.

Catalyst:

- Dự thảo Nghị quyết xử lý nợ xấu được thông qua
- Tăng tỷ lệ sở hữu đối với nhóm nhà đầu tư nước ngoài.
- Hoàn thành bán vốn cho nhà đầu tư nước ngoài
- Các ngân hàng mới niêm yết được định giá cao hơn so với mức định giá chung của thị trường

Cập nhật hoạt động kinh doanh của ngân hàng và dự báo

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017. Kết thúc quý 1/2017, tổng lợi nhuận sau thuế của ngân hàng đạt 2,206 tỷ đồng, tăng 20% yoy. Ngân hàng đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 9,200 tỷ đồng, tăng 8% yoy. Chúng tôi dự báo, lợi nhuận trước thuế năm 2017 của ngân hàng đạt 10,830 tỷ đồng, tăng 27% yoy dựa trên các giả định, cho vay tăng trưởng 18%, tỷ lệ nợ xấu năm 2017 là 1.48% và chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu năm 2017 giảm 31% yoy còn 4,406 tỷ đồng. Khi đó, lợi nhuận sau thuế đạt 8,643 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 (trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) là 2,073 đồng/cp.

Hoạt động kinh doanh lãi tăng trưởng tích cực. Kết thúc quý 1/2017, tổng dư nợ cho vay của ngân hàng tăng 8.42%, tương đương hơn ½ kế hoạch tăng trưởng năm 2017. Chúng tôi cho rằng, nếu các tỷ lệ an toàn của ngân hàng được duy trì và cải thiện, VCB có thể xin Ngân hàng Nhà nước nới room tăng trưởng tín dụng trong năm 2017. NIM cải thiện từ mức 2.63% năm 2016 lên mức 2.67% trong quý 1/2017. Nhờ vậy, thu nhập lãi thuần của ngân hàng tăng 16% yoy, đạt 5,276 tỷ đồng. Đồng thời, thu nhập ngoài lãi của ngân hàng tăng mạnh, tăng 62% đạt 1,420 tỷ đồng, chiếm 19% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng. Lợi nhuận thuần trước dự phòng đạt 4,138 tỷ đồng, tăng 16% yoy.

Chất lượng tài sản tốt. Chúng tôi đánh giá cao chất lượng tài sản và nỗ lực xử lý nợ xấu của VCB. Tỷ lệ nợ xấu tính đến quý 1/2017 đạt 1.48%. Ngân hàng đã hoàn tất mua lại và trích lập dự phòng toàn bộ trái phiếu đặc biệt trong năm 2016 (tổng chi phí dự phòng trái phiếu đặc biệt năm 2016 là 2,632 tỷ đồng, chiếm 41% tổng chi phí dự phòng năm 2016 của ngân hàng. Tổng tài sản nghi ngờ của VCB, theo tính toán của chúng tôi là 25,677 tỷ đồng, tương đương 51% vốn chủ sở hữu của ngân hàng, mức thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Đồng thời, VCB rất tích cực trích lập dự phòng trong các năm qua, quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu /tổng nợ xấu đến cuối quý 1/2017 đạt 129%, tăng so với mức 117% của năm 2016. Đây cũng là mức cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Do vậy, chúng tôi cho rằng, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới, dự báo giảm 31% trong năm 2016 còn 4,406 tỷ đồng. Trong năm 2017, VCB dự kiến, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đạt 6,000 tỷ đồng, xuất ngoại bảng khoảng 3 đến 4 nghìn tỷ đồng, đồng thời, thu hồi nợ ngoại bảng khoảng 3 nghìn tỷ đồng.

Hiệu quả sinh lời cao. ROA và ROE đạt lần lượt là 0.96% và 14.75%, cao nhất trong các ngân hàng niêm yết. NIM tăng, đạt 2.67% vào quý 1/2017. Lợi thế của VCB là nguồn khách hàng lớn, huy động vốn với chi phí rẻ tương đối so với các ngân hàng hoạt động tại thị trường Việt Nam nhờ nguồn tiền gửi không kỳ hạn dồi dào (nguồn vốn có chi phí vốn thấp), chiếm đến 28% tổng cơ cấu tiền gửi, chỉ đứng sau MBB. Trong khi hầu hết các ngân hàng đối mặt với việc suy giảm NIM, con số này của VCB đang có xu hướng tăng từ năm 2014 trở lại đây nhờ (1) đẩy mạnh mảng khách hàng cá nhân và SMEs với NIM cao, đạt 3.7% trong năm 2016. (2)

NHTMCP Ngoại thương Việt Nam.

Trong năm 2016, ngân hàng giải ngân khoảng 2 tỷ USD đầu tư trái phiếu Chính phủ với lợi suất cao. (3) Tỷ lệ LDR tăng, giúp giảm chi phí vốn của ngân hàng. Chúng tôi cho rằng, NIM của ngân hàng sẽ được duy trì trong năm 2017, nhờ việc tiếp tục đẩy mạnh phân khúc ngân hàng bán lẻ và tăng LDR.

Tiếp tục đẩy mạnh hoạt động ngân hàng bán lẻ. Đây là mảng hoạt động được ngân hàng đầu tư mạnh và đem lại tốc độ tăng trưởng và hiệu quả cao cho VCB. Năm 2016, tăng trưởng huy động của khách hàng SME là 51%, khách hàng cá nhân là 18.6%; tăng trưởng tín dụng của 2 khối này đạt lần lượt là 39% và 51%, nâng tổng cơ cấu tín dụng khách hàng cá nhân và SME lên 35%, đạt khoảng 161 nghìn tỷ đồng. So với hoạt động ngân hàng bán buôn, tỷ lệ nợ xấu của khách hàng bán lẻ thấp hơn (đạt 0.9% trong khi đó tỷ lệ nợ xấu toàn ngân hàng là 1.48%) trong khi đó NIM cao hơn (đạt 3.7% trong khi đó NIM của toàn ngân hàng là 2.63%). Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng bán lẻ đạt 40% trong năm 2017, nâng tỷ trọng dư nợ bán lẻ lên 50% trong giai đoạn 2017-2020 từ mức 35% hiện tại. Từ đó, chất lượng nợ và hiệu quả kinh doanh của ngân hàng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện.

Mạng lưới chi nhánh rộng khắp, là ngân hàng dẫn đầu trong nhiều mảng hoạt động. VCB sở hữu 496 chi nhánh và phòng giao dịch trên cả nước, đứng thứ 4 toàn hệ thống. Tổng dư nợ cho vay cuối quý 1/2017 là 500 nghìn tỷ đồng, chiếm 9% thị phần toàn ngành. VCB dẫn đầu thị trường về cung cấp dịch vụ tài trợ thương mại (16.9% thị phần), dịch vụ thẻ (30% thị phần về số lượng và đến 44% thị phần về doanh số thanh toán thẻ tín dụng), ngân hàng số 1 về kinh doanh ngoại tệ,... Đây là các điều kiện cần thiết để ngân hàng tiếp tục duy trì vị thế cũng như cải thiện lợi nhuận ngoài lãi, là mảng hoạt động ít rủi ro và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng (hiện chiếm khoảng 19% tổng thu nhập của ngân hàng trong khi đó, con số này trên thế giới là 40%).

Kế hoạch tăng 10% vốn điều lệ. ĐHCĐ 2017 thông qua phương án phát hành thêm, bằng hình thức phát hành riêng lẻ hoặc phát hành cho cổ đông hiện hữu với quy mô 10% vốn điều lệ hiện hành, tương đương 360 triệu cổ phiếu. Giá phát hành được xác định không thấp hơn giá định giá của tổ chức có chức năng cung cấp dịch vụ xác định giá trị doanh nghiệp và giá thị trường trên cơ sở nguyên tắc xác định được cơ quan chức năng có thẩm quyền phê duyệt. Điều này sẽ bổ sung vốn cấp 1 cho VCB, đảm bảo các tỷ lệ an toàn vốn và tăng trưởng trong dài hạn cho ngân hàng.

Rủi ro đầu tư. (1) NIM của ngân hàng có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do phát hành trái phiếu dài hạn với lãi suất cao để huy động vốn cấp 2 (năm 2016, VCB phát hành 8 nghìn tỷ đồng trái phiếu dài hạn với lãi suất bằng lãi suất bình quân kỳ hạn 1 năm của 4 NHTM Nhà nước cộng 1%), và giải ngân các gói cho vay ưu đãi với lãi suất thấp hơn mức chung của thị trường. (2) Tỷ lệ CAR hợp nhất của ngân hàng cuối quý 1/2017 giảm còn 9.81%, áp lực huy động vốn có thể khiến ngân hàng chủ động tăng trưởng chậm lại

Phụ lục 01: So sánh các ngân hàng niêm yết quý 1/2017

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB
Quy mô										
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35,978	37,234	34,187	17,127	10,273	18,852	11,197	12,355	3,010	5,644
VCSH (tỷ đ)	50,166	58,196	44,119	25,061	14,556	23,113	13,457	13,597	3,237	8,868
Tổng tài sản (tỷ đ)	794,279	987,383	1,026,252	250,066	251,537	344,409	247,910	132,826	68,140	105,982
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.32%	5.89%	4.30%	10.02%	5.79%	6.71%	5.43%	10.24%	4.75%	8.37%
Tăng trưởng (so với đầu năm)										
Tăng trưởng tài sản	0.81%	4.08%	1.97%	-2.42%	7.64%	3.33%	5.97%	3.12%	-1.26%	1.40%
Tăng trưởng cho vay	8.42%	5.40%	4.81%	0.43%	8.58%	3.79%	5.98%	-0.53%	3.43%	5.70%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	3.19%	1.72%	5.01%	-6.37%	6.86%	4.01%	5.66%	7.75%	3.49%	2.61%
Tiền gửi không kỳ hạn	26.93%	12.68%	15.79%	33.13%	14.22%	12.70%	10.47%	12.88%	5.49%	17.80%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	81.99%	104.71%	99.49%	82.99%	80.19%	68.11%	97.77%	78.37%	60.62%	104.60%
Chất lượng tài sản										
Tỷ lệ nợ xấu	1.48%	1.13%	2.14%	1.33%	1.08%	4.89%	1.92%	3.00%	1.80%	2.19%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ bán cho VAMC	1.48%	2.05%	4.01%	4.17%	1.68%	19.06%	5.56%	8.92%	19.60%	4.99%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.90%	1.06%	1.53%	1.34%	1.31%	1.17%	1.12%	1.39%	1.11%	1.52%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	128.93%	93.68%	71.31%	100.55%	121.06%	24.01%	58.56%	46.49%	61.39%	69.65%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi (lũy kế)	102.03%	99.22%	98.41%	106.80%	111.12%	106.30%	87.51%	89.60%	87.52%	113.78%
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	1.11%	2.06%	1.25%	1.73%	1.55%	12.60%	4.86%	1.25%	12.31%	1.64%
Hiệu quả kinh doanh (lũy kế)										
% Thu nhập lãi thuần	72.40%	79.83%	86.29%	82.94%	71.31%	62.36%	87.86%	82.36%	95.57%	82.28%
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	4,138	4,609	4,625	1,691	1,202	308	499	303	12	303
% yoy	14.79%	19.83%	13.69%	50.76%	93.05%	24.08%	5.38%	-17.46%	4.23%	0.82%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	(1,401)	(2,065)	(2,348)	(579)	(607)	1	(192)	(133)	-	(146)
% vs lợi nhuận trước dự phòng	33.85%	44.80%	50.77%	34.25%	50.52%	-0.31%	38.42%	43.84%	0.00%	48.11%
LNST (tỷ đ)	2,206	2,032	1,824	890	478	211	245	136	9	126
% yoy	20.11%	5.84%	9.91%	26.16%	54.11%	30.00%	0.28%	469.25%	6.58%	13.35%
NIM (TTM)	2.67%	2.65%	2.65%	3.71%	3.28%	1.83%	2.07%	2.46%	1.95%	2.90%
CIR (TTM)	43.22%	40.32%	41.36%	41.73%	55.08%	81.72%	52.65%	63.62%	94.98%	64.02%
ROA (TTM)	0.96%	0.75%	0.65%	1.23%	0.64%	0.13%	0.41%	0.33%	0.02%	0.60%
ROE (TTM)	14.75%	11.47%	14.51%	12.23%	10.72%	1.84%	7.37%	3.14%	0.43%	6.69%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,000	1,858	1,850	1,770	1,514	233	888	343	46	1,024
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	13,944	15,630	12,905	14,632	14,764	12,814	12,024	11,060	10,876	15,712

Phụ lục 02: Phân tích kỹ thuật cổ phiếu VCB

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Đang trong xu hướng hồi phục sau đợt điều chỉnh từ đáy tháng 5 (hỗ trợ ngắn hạn 36), vẫn giữ được xu hướng tăng từ đầu năm (hỗ trợ lịch sử 35)
- Chỉ báo MACD dưới mốc 0 và trên đường tín hiệu chậm, đang thể hiện xu hướng điều chỉnh trong ngắn hạn của giá cổ phiếu, RSI tiến gần về vùng quá mua.
- Thanh khoản: trung bình 1.5 -1.7 đơn vị / phiên.

Nhận định: Cổ phiếu VCB đang có xu hướng hồi phục nhanh quay lại vùng hỗ trợ cụ thể vùng giá 37-38, các chỉ báo kỹ thuật cho biết cổ phiếu đang bước vào đợt hồi phục và tăng trong ngắn hạn, tiếp cận khu vực kháng cự lịch sử quanh mốc 39-40.

Khuyến nghị: Đợt hồi phục nhanh trong những phiên trở lại đây của VCB nằm trong xu hướng tăng chung của toàn ngành. Giai đoạn trước mắt cổ phiếu VCB đang đứng trước kháng cự ngắn hạn 39-40. Nhà đầu tư cần thực hiện nắm giữ cổ phiếu VCB đến khi tiếp cận khu vực kháng cự ngắn hạn và thực hiện mua trở lại tại vùng giá hợp lý 37-38. Giá kỳ vọng ngắn hạn 40, thực hiện cắt lỗ nếu mất hỗ trợ 37.

Đồ thị

Đồ thị kỹ thuật VCB



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 về Vĩ mô, ngành và 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. 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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>