Báo cáo cập nhật

VCB - Ngân hàng Ngoại thương VN

BSC

21/02/2019

Khuyến nghị THEO DÕI

Vương Chí Tâm (PTCB)
tamvc@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	66,616
Giá đóng cửa	60.010
Upside	11%

Lê Quốc Trung (PTKT)
trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	65,000
Giá cắt lỗ	60,000

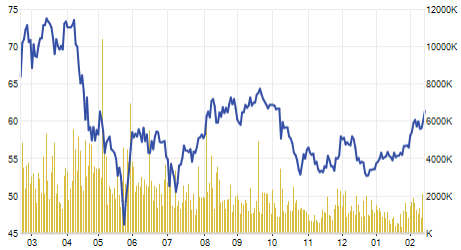
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	3,709
Vốn hóa (tỷ đ)	222,903
Giá cao nhất 52 tuần	76,500
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	1,383,276
Sở hữu NĐT NN	23.4%

Cổ đông lớn (%)

Ngân hàng nhà nước VN	55.41%
Mizuho Bank	15%
GIC Private Ltd	2.55%
CTCP FPT	1.17%
CTCP viễn thông FPT	0.55%

Diễn biến giá



Tổng quan về công ty: VCB là NH đầu ngành, đứng đầu về chỉ tiêu lợi nhuận. Hiện VCB đang tiếp tục theo đuổi việc bán vốn cho cổ đông nước ngoài trong năm 2019.

BÁN VỐN CHIẾN LƯỢC

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 66,616 VND/cp, upside 11% theo phương pháp định giá P/B = 3.4x với kỳ vọng việc bán vốn cho CDCL trong năm 2019.

Dự báo KQKD 2019.

Chúng tôi dự báo, VCB sẽ ghi nhận TOI và PBT trong năm 2019 lần lượt đạt mức 44,988 tỷ VND (+14.5% yoy) và 20,654 tỷ VND (+12.9% yoy). Nếu loại trừ thu nhập bất thường từ thoái vốn, PBT của VCB tăng trưởng 24.6%. Dự báo này dựa trên giả định (1) tăng trưởng tín dụng năm 2019 đạt mức 14%, tương đương với mục tiêu NHNN đề ra, (2) cho vay +15.19% yoy, huy động +11.3% yoy, huy động/tiền gửi đạt mức 81.7%, thấp hơn mức trần NHNN quy định, (3) NIM được cải thiện lên mức 3% do tiếp tục cơ cấu khoản vay và chuyển đổi xu hướng cho vay bán lẻ, (3) NPL = 0.97%, tỷ lệ bao nợ xấu = 165%, (4) thu hồi nợ xấu ngoại bảng đạt mức 3,500 tỷ VND.

Rủi ro đầu tư

Định giá cao, P/B = 3.4x (trung bình ngành = 1.5x).

Cập nhật doanh nghiệp (chi tiết tham khảo trang 2)

KQKD 2018. Trong năm 2018, VCB đã ghi nhận TOI và PBT lần lượt đạt 39,288 tỷ VND (+33.61% yoy) và 18,300 tỷ VND (+61.4% yoy).

Thu nhập lãi thuần +29.5% yoy do (1) tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 đạt mức 14.78%, (2) NIM được cải thiện lên mức 2.77%, (3) tỷ lệ casa ở mức cao, 28.3% cơ cấu huy động.

Thu nhập ngoài lãi +29.5% yoy và hiện chiếm 27.7% TOI, theo chúng tôi đánh giá là cơ cấu LN bền vững của các NH (khoảng 70% LN đến từ thu nhập lãi thuần).

Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện. NPL = 0.97% (trung bình ngành = 1.65%), tỷ lệ bao nợ xấu = 165% cao nhất toàn ngành.

Tiếp tục theo đuổi việc bán chiến lược với GIC trong năm 2019. Đầu năm 2019, VCB đã bán được 3% (giá trung bình khoảng 58,000 VND/cp) và dự kiến sẽ tiếp tục bán 7% cho đối tác chiến lược GIC trong năm 2019.

KQKD 2018. Trong năm 2018, VCB đã ghi nhận TOI và PBT lần lượt đạt 39,288 tỷ VND (+33.61% yoy) và 18,300 tỷ VND (+61.4% yoy). Cho vay +16.41% yoy, tiền gửi tăng 13.23% yoy, tỷ lệ cho vay/tiền gửi tiếp tục giữ ở mức thấp so với tỷ lệ cho phép của SBV, đạt mức 78.86% đảm bảo thanh khoản và giúp NH tiếp tục tăng trưởng trong tương lai. PBT tăng 61.4% do (1) thu nhập lãi thuần +29.5% yoy lên 28,409 tỷ VND, (2) thu nhập từ dịch vụ +34.01% lên 3,401 tỷ VND nhờ tăng phí giao dịch đầu năm 2018, (3) thu hồi nợ xấu ngoại bảng 3,273 tỷ VND (+49.7% yoy), (4) thoái vốn từ MBB, EIB và ghi nhận 1,728 tỷ VND, (5) CIR được cải thiện lên mức 34.6%, nếu loại trừ khoản thoái vốn thì CIR là 36.2% (trung bình ngành 47%).

Thu nhập lãi thuần +29.5% yoy do (1) tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 đạt mức 14.78%, thấp hơn mức trần 17% nhà nước cấp, (2) NIM được cải thiện lên mức 2.77%, tăng 30 bps nhờ việc chuyển dịch sang cho vay bán lẻ và cơ cấu lại các khoản nợ vay hiện tại lên các khoản vay có lãi suất cao hơn. Hiện nay, tỷ lệ cho vay bán lẻ của VCB chiếm khoảng 37% các khoản cho vay khách hàng (tăng từ mức 33% trong năm 2017), (3) tỷ lệ casa ở mức cao, 28.3% cơ cấu huy động (trung bình ngành 15.7%) giúp cho VCB tận dụng được nguồn vốn giá rẻ. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2019, tăng trưởng tín dụng đạt mức 14% theo như chỉ đạo của NHNN và VCB sẽ tiếp tục giữ vững vị thế đầu ngành với lợi thế lớn giúp giữ vững mức NIM như hiện nay.

Thu nhập ngoài lãi +29.5% yoy và hiện chiếm 27.7% TOI, theo chúng tôi đánh giá là cơ cấu LN bền vững của các NH (khoảng 70% LN đến từ thu nhập lãi thuần), trong đó có sự cải thiện phí dịch vụ +34% yoy do tăng phí dịch vụ, tích cực trong việc thu hồi xử lý nợ xấu.

Chất lượng tài sản tiếp tục được cải thiện. NPL = 0.97% (trung bình ngành = 1.65%), tỷ lệ bao nợ xấu = 165% cao nhất toàn ngành.

Tiếp tục theo đuổi việc bán chiến lược với GIC trong năm 2019. Đầu năm 2019, VCB đã bán được 3% (giá trung bình khoảng 58,000 VND/cp) và dự kiến sẽ tiếp tục bán 7% cho đối tác chiến lược GIC trong năm 2019.

Dự báo 2019. Chúng tôi dự báo, VCB sẽ ghi nhận TOI và PBT trong năm 2019 lần lượt đạt mức 44,988 tỷ VND (+14.5% yoy) và 20,654 tỷ VND (+12.9% yoy). Nếu loại trừ thu nhập bất thường từ thoái vốn, PBT của VCB tăng trưởng 24.6%. Dự báo này dựa trên giả định (1) tăng trưởng tín dụng năm 2019 đạt mức 14%, tương đương với mục tiêu NHNN đề ra, (2) cho vay +15.19% yoy, huy động +11.3% yoy, huy động/tiền gửi đạt mức 81.7%, thấp hơn mức trần NHNN quy định, (3) NIM được cải thiện lên mức 3% do tiếp tục cơ cấu khoản vay và chuyển đổi xu hướng cho vay bán lẻ, (3) NPL = 0.97%, tỷ lệ bao nợ xấu = 165%, (4) thu hồi nợ xấu ngoại bảng đạt mức 3,500 tỷ VND. Hiện nay, cổ phiếu VCB hiện đang được giao dịch với mức P/E = 22.7x và P/B = 3.4x, cao hơn nhiều so với trung bình ngành hiện nay P/B = 1.5x do có vị thế đầu ngành.

Phân tích kỹ thuật

VCB_ Bứt phá

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD hướng lên.
- Chỉ báo RSI: Vùng quá mua, xu hướng tăng.
- Đường MA MA 20 vượt cả MA50 và MA200.

Nhận định: VCB đang trong đà lấp khoảng gap của vùng giai đoạn điều chỉnh trước. Thanh khoản cổ phiếu trong hai phiên tăng điểm gần đây vượt mức trung bình 20 phiên. Chỉ báo MACD cho thấy động lực tăng khá mạnh khi phân kỳ dương trong khi chỉ báo RSI báo hiệu đà tăng có thể dừng lại do RSI đang ở vùng quá mua. Nhịp vận động 3 đường MA cho thấy cổ phiếu vẫn đang nằm trong xu hướng tăng giá với ngưỡng hỗ trợ vững tại ngưỡng giá MA200 tại ngưỡng giá 58. VCB sẽ tăng trở lại và gặp ngưỡng cản tại mức giá 65. Nếu thanh khoản tiếp tục duy trì đà tăng, VCB sẽ trở về vùng giá 70.

Khuyến nghị: Mua cổ phiếu tại ngưỡng giá 61-62, cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng giá 60 và chốt lãi tại ngưỡng giá 65 nếu thanh khoản trong phiên vượt ngưỡng này thấp. Nếu thanh khoản phá ngưỡng 65 cao, nhà đầu tư nên chốt lãi tại vùng giá 68-70.

Đồ thị kỹ thuật VCB

Nguồn: Amibroker, BSC

Ngân hàng Ngoại thương VN (VCB)

BSC

Phụ lục 01: Tổng quan về VCB

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
QUY MÔ						
Vốn điều lệ (tỷ đ)	26,650	26,650	35,978	35,978	35,978	35,978
VCSH (tỷ đ)	40,896	42,495	45,292	49,443	60,103	66,948
Tổng tài sản (tỷ đ)	576,996	674,395	787,935	1,035,293	1,072,983	1,259,063
Vốn chủ sở hữu/TTS	7.09%	6.30%	5.75%	4.78%	5.60%	5.32%
TĂNG TRƯỞNG (YOY)						
Tăng trưởng tài sản	23.03%	16.88%	16.84%	31.39%	3.64%	17.34%
Tăng trưởng cho vay	17.87%	19.91%	18.85%	17.93%	16.41%	15.19%
Tăng trưởng tiền gửi	27.08%	18.70%	17.82%	20.00%	13.23%	11.13%
CASA/huy động	24.27%	26.49%	25.43%	26.69%	26.60%	26.33%
Cho vay/tiền gửi	76.58%	77.36%	78.04%	76.70%	78.86%	81.74%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Tỷ lệ nợ xấu	2.31%	1.84%	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	2.83%	2.44%	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	2.19%	2.22%	1.75%	1.49%	1.62%	1.62%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	94.94%	120.63%	116.82%	130.67%	165.31%	165.00%
Lãi thực thu/ TN lãi (ytd)	99.76%	95.97%	97.51%	99.50%	97.51%	99.00%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.13%	1.25%	1.26%	1.11%	1.17%	1.17%
Tài sản nghi ngờ	34,512	28,287	25,043	24,103	26,880	26,872
% TTS	5.98%	4.19%	3.18%	2.33%	2.51%	2.13%
% VCSH	85.46%	67.84%	57.05%	50.89%	49.08%	42.30%
HIỆU QUẢ KINH DOANH (YOY)						
% Thu nhập lãi thuần	69.47%	72.89%	74.47%	74.60%	72.31%	76.04%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	10,436	12,896	14,947	17,540	25,679	26,543
% yoy	12.65%	23.57%	15.91%	17.35%	46.40%	3.37%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	4,591	6,068	6,369	6,198	7,379	5,889
% vs LN trước DP	44.00%	47.06%	42.61%	35.34%	28.73%	22.19%
LNST (tỷ đ)	4,586	5,332	6,895	9,111	14,658	16,592
% yoy	4.75%	16.28%	29.31%	32.13%	60.89%	13.19%
NIM (TTM)	2.37%	2.54%	2.61%	2.47%	2.77%	3.01%
CIR (TTM)	26.56%	28.62%	25.59%	21.08%	18.78%	13.09%
ROA (TTM)	0.88%	0.85%	0.94%	1.00%	1.39%	1.42%
ROE (TTM)	11.35%	12.79%	15.71%	19.23%	26.76%	26.12%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,714	1,994	1,911	2,527	4,070	4,563
EPS pha loãng (TTM)	1,705	1,994	1,911	2,527	4,031	4,563
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	13,409	13,933	13,365	14,470	17,589	19,593

Nguồn: BSC research

Ngân hàng Ngoại thương VN (VCB)

BSC

Phụ lục 02: Tổng quan các ngân hàng niêm yết 2018

	MBB	CTG	**VCB**	BID	STB	TCB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	21,605	37,234	**35,978**	34,187	18,852	34,966	25,300	12,886	9,810	7,500	8,566	7,835
VCSH (tỷ đ)	34,173	67,469	**63,889**	54,693	24,632	51,783	34,750	21,018	16,828	10,201	10,642	10,667
Tổng tài sản (tỷ đ)	362,361	1,164,318	**1,072,983**	1,313,038	406,041	321,049	323,308	329,333	216,107	175,095	136,179	139,000
Vốn chủ sở hữu/TTS	9.43%	5.79%	**5.95%**	4.17%	6.07%	16.13%	10.75%	6.38%	7.79%	5.83%	7.81%	7.67%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài sản	15.45%	6.32%	**3.64%**	9.21%	10.20%	19.18%	16.40%	15.83%	14.14%	7.13%	9.72%	12.86%
Tăng trưởng cho vay	16.16%	8.89%	**16.26%**	14.12%	14.94%	-0.89%	21.38%	15.92%	17.86%	18.43%	21.59%	20.71%
Tăng trưởng tiền gửi	8.99%	9.68%	**13.23%**	15.08%	9.17%	17.84%	27.93%	11.85%	6.24%	-2.59%	8.31%	24.11%
CASA	33.48%	15.02%	**28.27%**	16.35%	14.85%	27.14%	13.25%	16.67%	8.35%	18.18%	18.16%	14.29%
Cho vay/tiền gửi	88.13%	103.16%	**77.58%**	98.65%	72.48%	78.20%	127.53%	84.44%	95.11%	94.21%	100.21%	112.25%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	1.34%	1.59%	**1.00%**	1.71%	2.14%	1.78%	3.56%	0.73%	1.55%	1.43%	1.13%	2.54%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	1.34%	1.59%	**1.00%**	1.71%	2.14%	1.78%	3.56%	0.73%	1.55%	1.43%	1.13%	2.54%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.52%	1.53%	**1.65%**	1.27%	1.39%	1.51%	1.64%	1.12%	1.10%	1.26%	1.17%	0.92%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	113%	96%	**165%**	74%	65%	85%	46%	152%	71%	88.25%	103%	36%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	1.33%	1.86%	**1.40%**	2.12%	2.35%	2.17%	2.42%	1.50%	2.58%	3.46%	1.76%	1.53%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)												
% Thu nhập lãi thuần	74.64%	78.34%	**72.31%**	78.57%	65.37%	60.64%	79.46%	73.85%	80.99%	102.89%	77.80%	79.78%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	10,805	14,490	**25,679**	28,366	3,839	12,507	20,452	7,321	4,999	1,831	2,780	3,362
% yoy	37.33%	-17.44%	**46.40%**	20.64%	66.31%	7.40%	26.78%	40.21%	45.59%	-20.02%	66.66%	91.57%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(3,038)	(7,748)	**(7,379)**	(18,894)	(1,592)	(1,846)	(11,253)	(932)	(994)	(618)	(522)	(620)
% vs LN trước DP	28.11%	53.47%	**28.73%**	66.61%	41.47%	14.76%	55.02%	12.74%	19.89%	33.77%	18.79%	18.46%
LNST (tỷ đ)	6,190	5,428	**14,658**	7,542	1,790	8,474	7,356	5,137	3,202	960	1,805	2,193
% yoy	77.34%	-27.23%	**60.89%**	8.58%	51.51%	31.47%	14.20%	142.53%	63.81%	-29.83%	87.29%	95.09%
NIM (TTM)	4.56%	2.08%	**2.78%**	2.98%	2.34%	4.13%	8.81%	3.56%	4.05%	3.50%	3.69%	3.79%
CIR (TTM)	44.70%	49.59%	**34.64%**	36.24%	67.12%	31.84%	34.21%	47.83%	47.05%	62.47%	50.59%	44.45%
ROA (TTM)	1.83%	0.48%	**1.39%**	0.61%	0.46%	2.87%	2.45%	1.67%	1.58%	0.93%	1.39%	1.67%
ROE (TTM)	19.41%	8.27%	**25.18%**	14.52%	7.48%	21.53%	22.83%	27.73%	20.27%	15.92%	20.84%	22.55%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,865	1,456	**4,070**	2,152	950	2,420	2,907	3,987	2,897	1,280	2,107	2,800
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	15,109	18,040	**17,739**	15,109	13,066	14,790	13,735	16,311	15,938	13,601	12,424	13,615
Định giá	22,100	21,100	**59,800**	32,500	13,000	27,550	21,650	30,400	31,200	9,000	21,300	17,700
P/E	7.71	14.49	**14.69**	15.10	13.69	11.38	7.45	7.63	10.77	7.03	10.11	6.32
P/B	1.46	1.17	**3.37**	2.15	0.99	1.86	1.58	1.86	1.96	0.66	1.71	1.30

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>