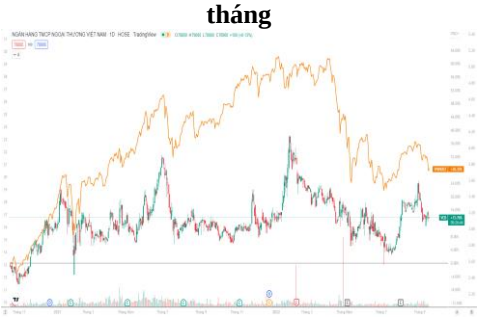
Báo cáo phân tích Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB)
DỰ PHÒNG LỚN, VỮNG BƯỚC TĂNG TRƯỞNG

Ngày thực hiện: 19/09/2022

Khuyến nghị	Trung lập
Giá hiện tại	74.300đ
Giá mục tiêu	94.700
Upside	27,5%
Thời gian nắm giữ	1 năm
Cổ tức	18,1%
Tỷ suất cổ tức	2,4%

Biến động giá VCB so với Vnindex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	4.732.516.571
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	47.325
Vốn hóa (tỷ đồng)	351.439
Khoảng giá 52 tuần	98.800 - 64.400
Giá trị giao dịch bình quân 20 phiên (tỷ đồng)	23,4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	74,8%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	23,55%

Chỉ số tài chính

Năm	2019	2020	2021
EPS	4991	4975	4632
BVPS	21785	25347	23039
PE	14,41	20,1	17,47
ROE%	25,88%	21,09%	21,57%
ROA%	1,61%	1,45%	1,60%
LDR %	79,13%	81,37%	84,62%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu kinh doanh của Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam – VCB

ĐVT: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	67.724	69.205	70.749	80.651
Tăng trưởng lãi và các khoản thu nhập tương tự	21,2%	2,2%	2,2%	14,0%
Thu nhập lãi thuần	34.577	36.285	42.400	50.684
Biên lợi nhuận lãi thuần	51,1%	52,4%	59,9%	62,8%
Lợi nhuận sau thuế	18.526	18.473	21.939	29.218
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	26,7%	-0,3%	18,8%	33,2%

Nguồn: VCB, CSI Research

Triển vọng của ngân hàng:

Tăng trưởng tín dụng cao nhất trong nhóm các ngân hàng quốc doanh nhờ chất lượng tài sản tốt và tham gia hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém: (1) Chỉ tiêu CAR cao nhất trong nhóm ngân hàng quốc doanh. Ngoài ra, trong năm 2022 VCB có kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 18,1% điều này giúp ngân hàng tăng sức chịu đựng về vốn, vừa đảm bảo chỉ tiêu an toàn rủi ro, vừa tạo điều kiện cho tăng trưởng tín dụng thuận lợi. (2) Tuy là ngân hàng có quy mô lớn với tổng tài sản hơn 1,6 triệu tỷ đồng, dư nợ cho vay khách hàng lên đến 1,1 triệu tỷ đồng nhưng lại là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành. Tại Q2/2022 chỉ số NPL của VCB đạt 0,61%, nợ tái cơ cấu khoảng 3.000 tỷ đồng, tuy nhiên đa số khách hàng đều phục hồi tốt ngoại trừ khoảng 5%-7% trong số này có khả năng chuyển nợ xấu. (3) Trong Đại hội đồng Cổ đông năm 2022, các cổ đông đã thông qua tờ trình nhận chuyển giao bắt buộc một tổ chức tín dụng với nguyên tắc không hợp nhất BCTC và VCB không bơm vốn cho TCTD này. Việc nhận chuyển giao bắt buộc sẽ tạo điều kiện để VCB mở rộng quy mô kinh doanh và tăng room tín dụng từ ngân hàng nhà nước trong các năm tiếp theo.

Hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng duy trì tăng trưởng đều đặn, hoạt động bảo hiểm tăng trưởng tốt. Mảng kinh doanh ngoại hối và vàng đạt mức tăng trưởng CAGR 24,5% trong 3 năm gần đây. Q2/2022 lãi từ kinh doanh ngoại hối của ngân hàng đạt 1.471,71 tỷ (+49,2% yoy) chiếm tỷ trọng 9,2% trong tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng. Lãi từ dịch vụ Q2/2022 đạt 694,6 tỷ (+62,1% yoy) nhưng giảm 74% so với quý trước do VCB giảm chi phí dịch vụ nhằm thu hút Casa và mảng bảo hiểm chịu ảnh hưởng bởi việc ghi nhận một phần phí Upfront Bancas trong Q1/2022. Tuy nhiên, hoạt động bảo hiểm vẫn còn dư địa với tăng trưởng doanh thu thuần (không tính các khoản trả trước, thưởng theo mốc) khoảng 60%/năm cho giai đoạn 2022-2025.

Tính ổn định của ngân hàng nhờ lợi thế từ thương hiệu, quy mô: Tính ổn định của ngân hàng được thể hiện qua những chỉ tiêu như Tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp trong nhiều năm và có xu hướng giảm dần; Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành và có xu hướng tăng lên; NIM duy trì mặc dù thị trường có nhiều biến động; Casa có xu hướng tăng và ở mức tương đối cao so với ngành; Tỷ lệ CIR duy trì qua các năm; Hiệu quả hoạt động ROE, ROA ở mức cao.

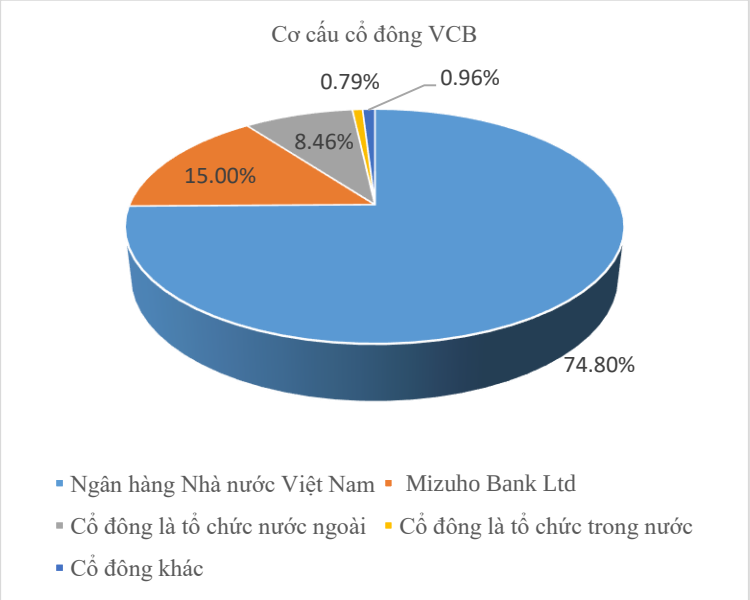
Định giá và khuyến nghị: Kết hợp 2 phương pháp Định giá thu nhập thặng dư và Chỉ số so sánh P/B với tỷ trọng lần lượt 40% và 60%, giá trị hợp lý của cổ phiếu VCB đạt 94.763 đồng/CP. Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với cổ phiếu VCB do giá thị trường đã gần phản ánh giá trị ngân hàng trong ngắn hạn. Tuy nhiên để lựa chọn đầu tư dài hạn nhiều năm thì VCB vẫn là cổ phiếu tốt đáng để nhà đầu tư quan tâm.

Rủi ro:

- Rủi ro lạm phát tăng cao, kéo theo ngân hàng tăng lãi suất huy động, nhưng lãi suất cho vay khó tăng tương ứng sẽ làm giảm khả năng mở rộng NIM của ngân hàng.
- Rủi ro liên quan đến việc nhận chuyển giao bắt buộc tổ chức tín dụng yếu kém.

I. Tổng quan ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam

Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam được thành lập năm 1963 trên cơ sở tách ra từ Cục Ngoại hối trực thuộc Ngân hàng Trung ương. Năm 2009 được niêm yết trên sàn Hose với vốn điều lệ khoảng 12,1 nghìn tỷ đồng. Tính đến 30/06/2022 vốn điều lệ của ngân hàng lên đến hơn 43,7 nghìn tỷ đồng và là 1 trong 4 ngân hàng quốc doanh có tài sản lớn nhất. Hoạt động chính trong lĩnh vực cho vay, cuối năm 2021 VCB đã có 121 chi nhánh, 476 phòng giao dịch tại 58 tỉnh thành phố trên cả nước.



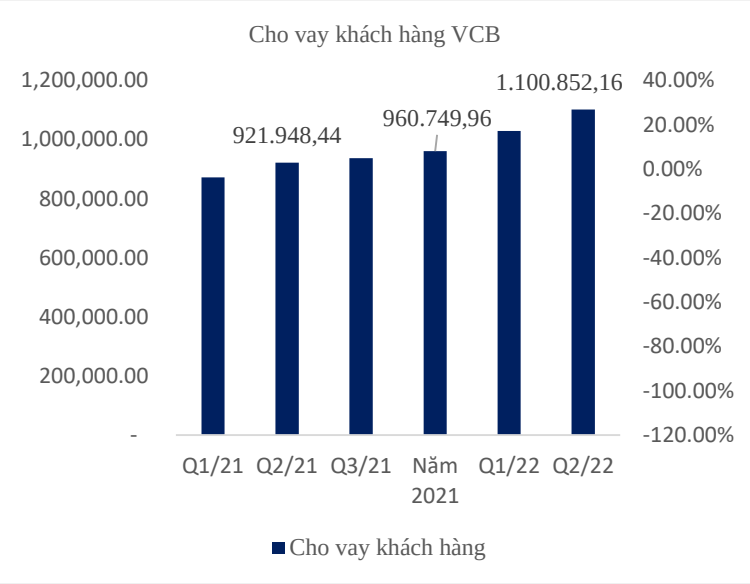
Nguồn: VCB, CSI Research

Về cơ cấu cổ đông, VCB có 2 cổ đông lớn là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Ngân hàng Mizuho (Nhật Bản) với tỷ lệ sở hữu tại ngày 30/12/2021 lần lượt là 74,8% và 15%. Ngoài ra các tổ chức nước ngoài cũng đang sở hữu với tỷ lệ lên tới 8,46%, cổ đông là tổ chức trong nước sở hữu 0,79%. Với cơ cấu cổ đông như trên, cho thấy cổ phiếu VCB khá cô đặc.

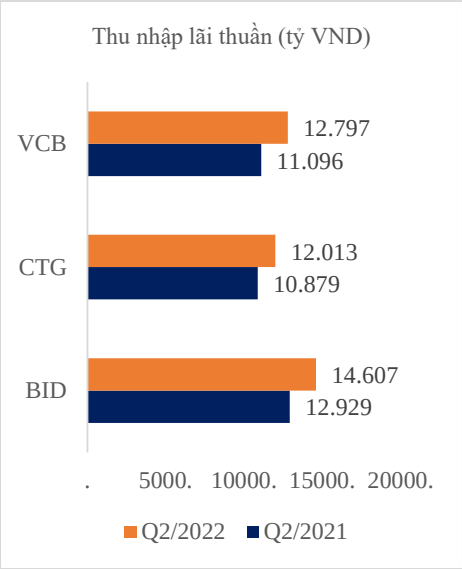
II. Tình hình kinh doanh Q2/2022 và Lũy kế 6 tháng đầu năm 2022 của ngân hàng VCB

Cho vay khách hàng của VCB trong 6 tháng đầu năm 2022 đạt 1.100,8 nghìn tỷ đồng (+14,6% Ytd), cao hơn mức tăng trưởng 9,8% Ytd tại thời điểm Q2/2021 và bằng tăng trưởng cho vay khách hàng của cả năm 2021 (14,4% Ytd). Tính cả dư nợ từ trái phiếu doanh nghiệp thì tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng đạt 14,4% Ytd tương ứng 1.112,4 nghìn tỷ đồng. Trong Q3/2022 Ngân hàng Nhà nước đã cấp thêm hạn mức tín dụng cho VCB lên 17,7%, trên cơ sở hạn mức còn lại VCB sẽ cơ cấu các khoản nợ để tăng hiệu quả và mở rộng tín dụng cho các ngành có tiềm năng.

Nguồn: VCB, CSI Research

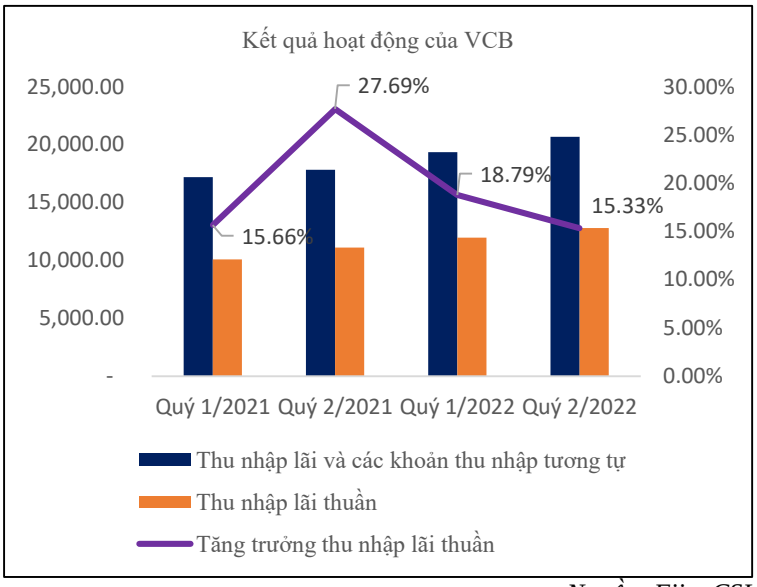


Nguồn: VCB, CSI Research



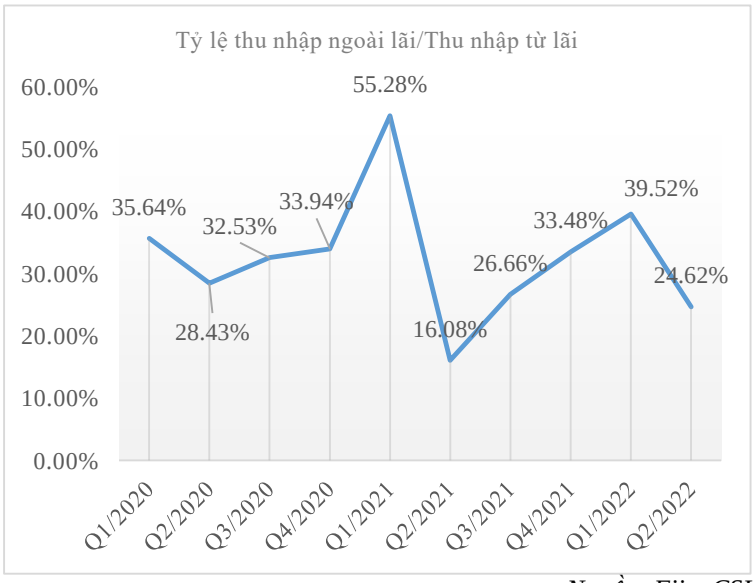
Nguồn: VCB, CSI Research

Thu nhập lãi thuần tại Q2/2022 của ngân hàng đạt 12.797,2 tỷ đồng (+15,3% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2022 đạt 24.773 tỷ đồng (+17% yoy). So với các ngân hàng quốc doanh được niêm yết trên thị trường, VCB đang có tốc độ tăng trưởng tốt hơn khi tăng trưởng thu nhập lãi thuần của các ngân hàng quốc doanh Q2/2022 chỉ đạt 12,93%.



Nguồn: Fiin, CSI Research

Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi/Thu nhập lãi của VCB tại Quý 2/2022 đạt 24,62% tăng so với mức 16,08% tại Quý 2/2021. Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi/Thu nhập lãi của VCB có sự biến động mạnh qua các kỳ, chủ yếu do ghi nhận phí trả trước bảo hiểm có sự khác nhau giữa các kỳ và lãi từ thu nợ xử lý ghi nhận khá biến động đặc biệt trong năm 2020, 2021 khi hoạt động cho vay bị ảnh hưởng bởi Covid.



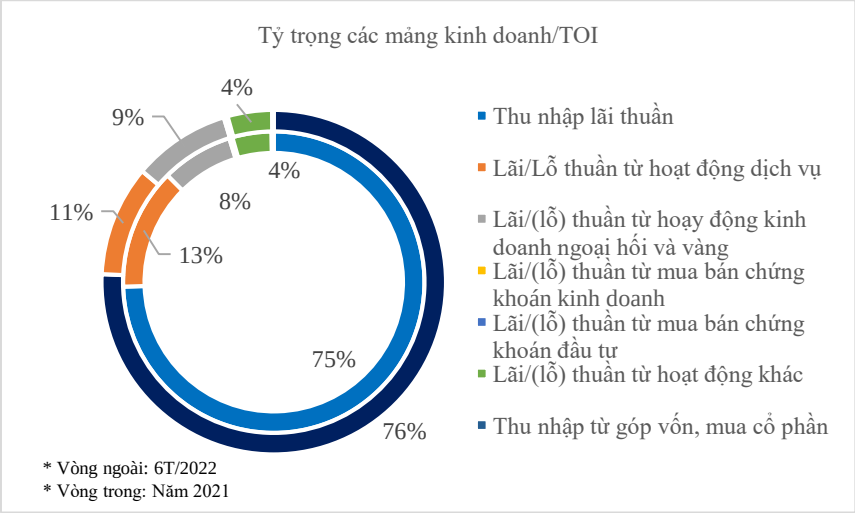
Nguồn: Fiin, CSI Research

Lãi từ hoạt động dịch vụ Q2/2022 đạt 694,63 tỷ (+62,1% yoy) nhưng giảm 74% so với quý trước do ngân hàng giảm phí dịch vụ Ngân hàng điện tử và hưởng của việc ghi nhận một phần phí Upfront Bancassurance trong Q1/2021.

Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng ghi nhận sự tăng trưởng tốt và ổn định. Q2/2022 đạt 1.471,71 tỷ (+49,2% yoy), lũy kế 6T/2022 đạt 2.993,58 tỷ (+47,6% yoy) cho thấy quy mô giao dịch ngoại tệ ngày càng tăng khi Việt Nam tham gia sâu vào hoạt động thương mại quốc tế. Với xu hướng này, VCB sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng hoạt động kinh doanh ngoại hối và đóng góp lợi nhuận tương đối ổn định cho ngân hàng.

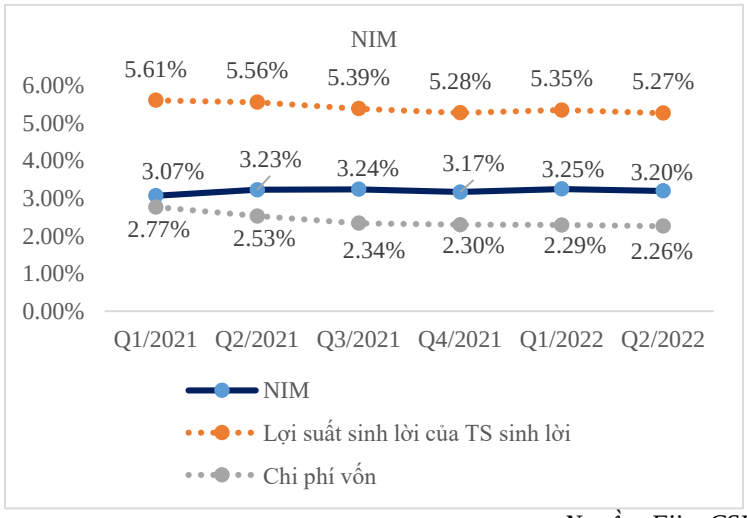
Xét theo tỷ trọng, mảng cho vay của ngân hàng vẫn chiếm tỷ trọng lớn với 76% trong 6T/2022, hoạt động kinh doanh ngoại hối và hoạt động dịch vụ chiếm tỷ trọng 20%, lãi lỗ

từ hoạt động khác chiếm 4%. Tỷ trọng các mảng kinh doanh/TOI của ngân hàng không có sự biến động mạnh so với năm 2021.

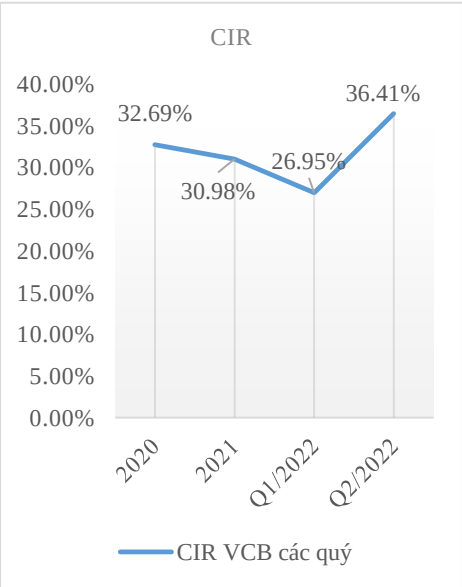


Nguồn: VCB, CSI Research

Tỷ lệ Nim của VCB quý 2/2022 đạt 3,2% giảm nhẹ so với tỷ lệ 3,23% tại quý 2/2021, tuy nhiên NIM đã có sự cải thiện so với tỷ lệ 3,16% của năm 2021. Theo chúng tôi, tỷ lệ NIM của VCB có sự cải thiện nhờ ngân hàng thực hiện tối ưu hóa cơ cấu huy động và cho vay. Tỷ lệ cho vay khách hàng/Huy động TT1 của ngân hàng tăng mạnh từ 84,62% năm 2021 lên 92,09% Q2/2022.



Nguồn: Fiin, CSI Research

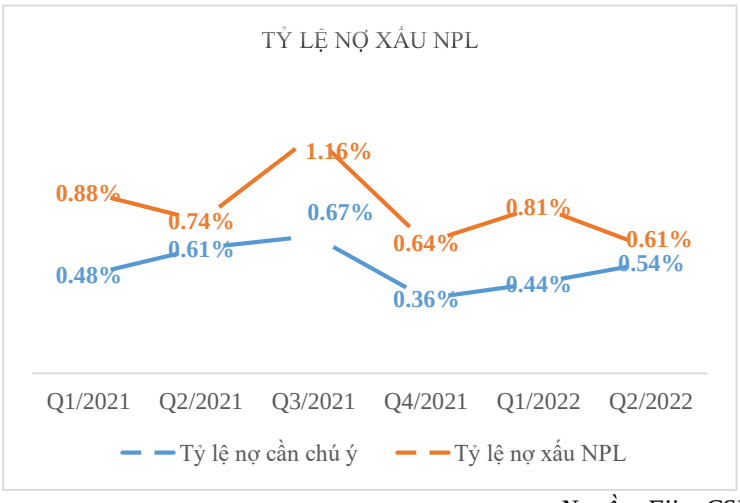


Nguồn: Fiin, CSI Research

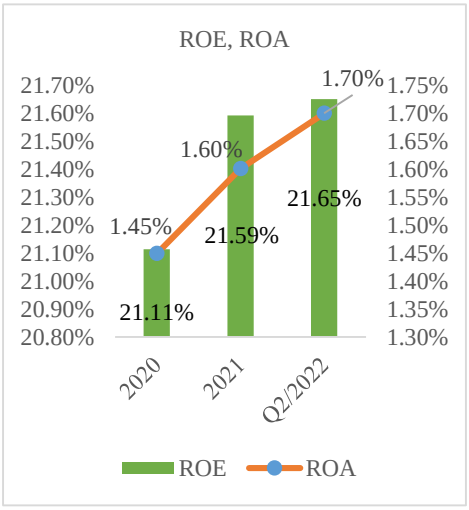
Tại Q2/2022 chi phí hoạt động đạt 5.815,8 tỷ (+23% yoy), trong đó chi phí nhân viên giảm nhẹ đạt 2.132 tỷ (-3% yoy), nhưng chi phí về tài sản và chi phí cho hoạt động quản lý công vụ tăng mạnh đạt 889,51 tỷ (+32% yoy) và 2.500 tỷ (+56% yoy). Tuy nhiên, TOI trong kỳ có sự tăng trưởng tốt đạt 15.972,34 tỷ (+23,8% yoy) đã giúp tỷ lệ CIR của VCB quý 2/2022 đạt 36,41% không có sự thay đổi nhiều với cùng kỳ nhưng tăng mạnh so với quý trước.

VCB là ngân hàng nổi tiếng về chất lượng khách hàng cao, nhờ đó tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng được đảm bảo ở mức thấp. Tại Q2/2022 nhóm nợ xấu của VCB giảm 20% QoQ tương ứng với 6.694 tỷ, nhưng nợ xấu nhóm 2 tăng lên 5.951 tỷ (+31,4% QoQ), tỷ lệ NPL giảm từ 0,81% tại Q1/2022 còn 0,61% tại Q2/2022.

Trong Q2/2022 VCB trích lập dự phòng rủi ro tín dụng 2.733,45 tỷ (-15% yoy), lũy kế 6T/2022 VCB trích lập dự phòng rủi ro tín dụng 5.007 tỷ (-9% yoy). Tuy nhiên trong 6 tháng đầu năm 2022, trích lập dự phòng chung và dự phòng cụ thể của hoạt động cho vay khách hàng lên tới hơn 8,000 tỷ tương đương 87% trích lập dự phòng của cả năm 2021, nhưng trong 6T/2022 VCB gần như không hề xử lý nợ xấu bằng các khoản dự phòng, từ đó kéo tỷ lệ bao phủ nợ xấu lên mức 505,88%. Trong nửa đầu năm 2022 riêng trích lập từ cho vay khách hàng lên tới 8.000 tỷ, nhưng tỷ lệ dự phòng rủi ro ghi nhận 5.000 tỷ, nguyên nhân do ngân hàng đã hoàn nhập 3.000 tỷ từ nguồn dự phòng rủi ro tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác. Do đó dự phòng rủi ro tiền gửi và cho vay các TCTD khác tại 30/06/2022 còn 1.000 tỷ (-75% Ytd),



Nguồn: Fiin, CSI Research



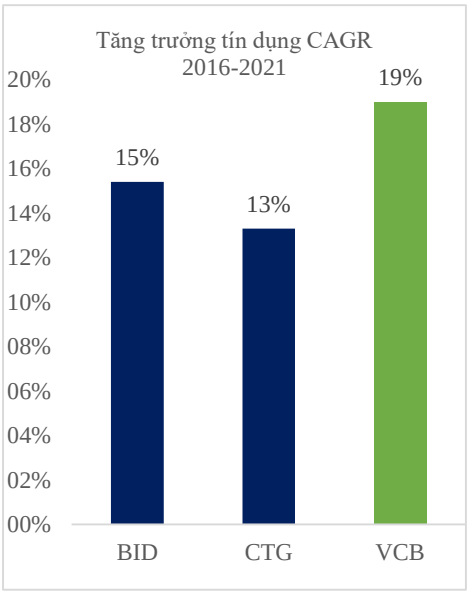
Nguồn: Fiin, CSI Research

Nợ tái cơ cấu tại cuối Q2/2022 khoảng 3.000 tỷ, đa số khách hàng đều phục hồi tốt sau dịch bệnh nên có khả năng hoàn thành nghĩa vụ nợ với ngân hàng. Trong số đó có khoảng 5-7% có khả năng chuyển thành nợ xấu, tương ứng với khoảng 150-210 tỷ, xấp xỉ 0,02% tổng cho vay khách hàng, vì vậy các khoản nợ tái cơ cấu không đáng lo ngại. Đối với dư nợ cho vay BĐS tại 30/06/2022 khoảng 4% tổng cho vay khách hàng, tỷ lệ nợ xấu ở mức 0,5%.

Với tăng trưởng tín dụng cao và khả năng quản lý chi phí tốt giúp ngân hàng đạt hiệu quả hoạt động ở mức cao. Tại Q2/2022 ROA và ROE của VCB lần lượt là 1,7% và 21,65%, đều có sự cải thiện so với năm 2021 (1,6% và 21,59%).

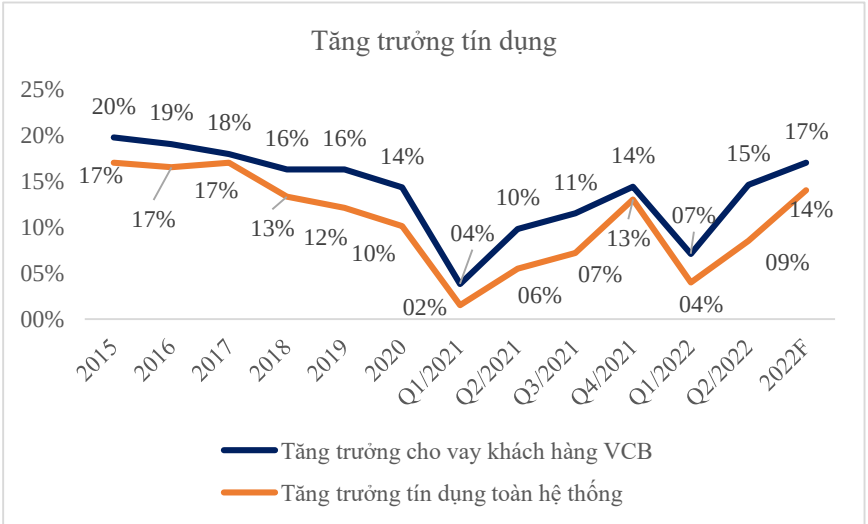
III. Triển vọng của ngân hàng VCB

Tăng trưởng tín dụng cao nhất trong nhóm các ngân hàng quốc doanh nhờ chất lượng tài sản tốt và tham gia hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém:

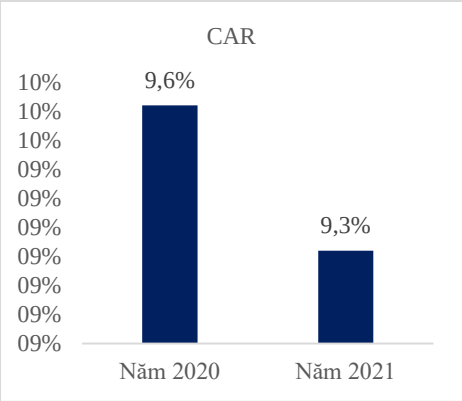


Nguồn: Fiin, CSI Research

Tăng trưởng cho vay khách hàng Q2/2022 đạt 14,6% Ytd, tương đương với mức tăng trưởng 14,4% Ytd của cả năm 2021. Trong Q3/2022 VCB cũng được ngân hàng nhà nước cấp thêm hạn mức tín dụng lên 17,7% giúp ngân hàng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. So với các ngân hàng quốc doanh khác như BID và CTG thì VCB có mức tăng trưởng tín dụng CAGR trong khoảng thời gian 5 năm (2016-2021) tốt nhất với 19%. Theo chúng tôi, do VCB là ngân hàng lớn chiếm khoảng 10% thị phần dư nợ tín dụng toàn hệ thống nên tốc độ tăng trưởng tín dụng chịu ảnh hưởng lớn bởi mục tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm của ngân hàng nhà nước. Thống kê từ năm 2015 và các quý 2021 đến nay cho thấy tốc độ tăng trưởng của ngân hàng có tương quan với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống. Biên độ chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng của VCB và tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống mỗi năm khoảng 1-4%, vì vậy chúng tôi dự đoán tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống hàng năm khoảng 13-14%, thì tăng trưởng cho vay khách hàng của VCB hoàn toàn có thể đạt mức 15-17% mỗi năm.



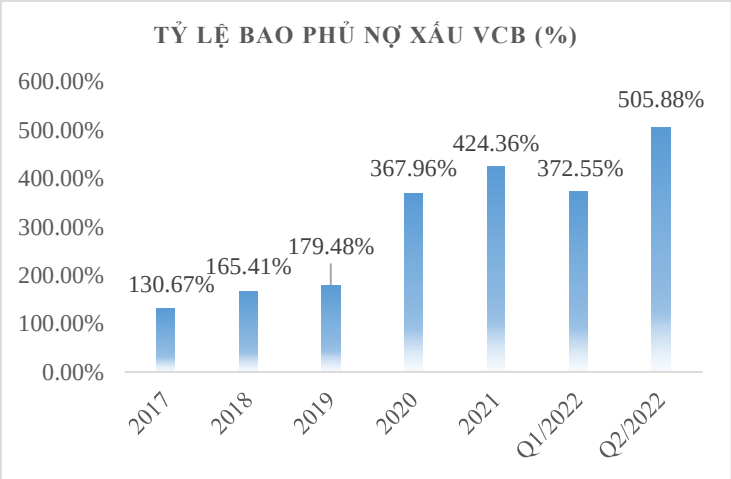
Nguồn: Fiin, CSI Research

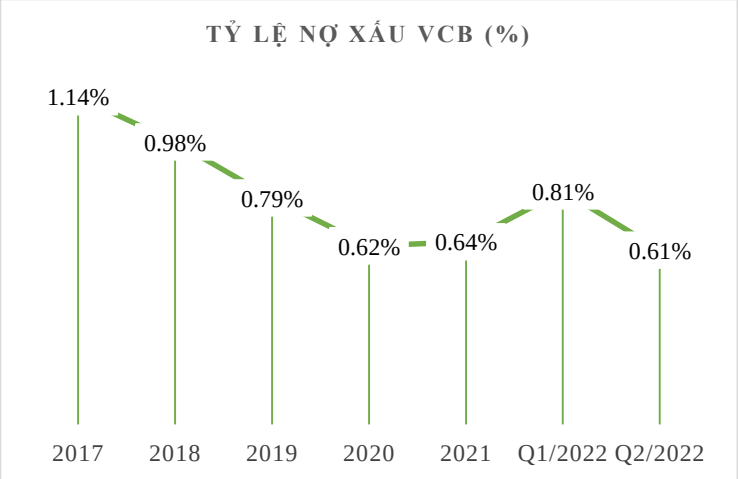


Nguồn: VCB, CSI Research

Tăng trưởng tín dụng còn phụ thuộc lớn vào chất lượng tài sản của ngân hàng. Chúng tôi lựa chọn các tiêu chí chính để đánh giá chất lượng tài sản của VCB thông qua hệ số an toàn vốn (CAR), tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ bao phủ nợ xấu và hệ số cho vay khách hàng/huy động khách hàng.

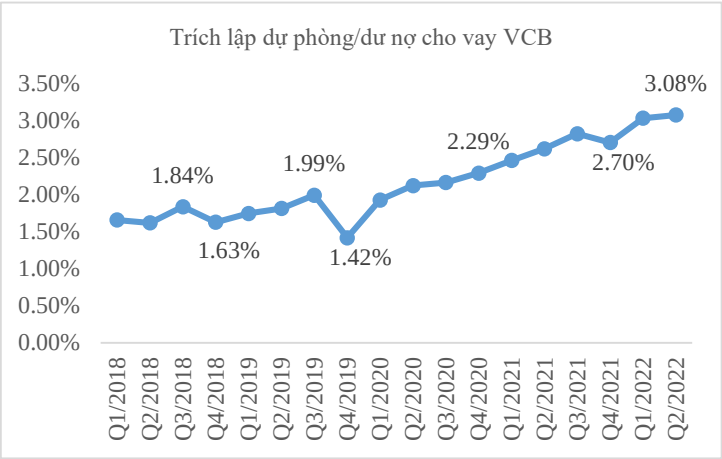
Hệ số CAR năm 2021 của ngân hàng đạt 9,31% và có xu hướng giảm dần, tuy nhiên so với các ngân hàng quốc doanh thì VCB vẫn ở mức cao nhất khi hệ số CAR của BID và CTG tại năm 2021 đạt 8,97% và 9,14%. Để nâng cao hệ số CAR, trong năm 2022 VCB có kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 18,1% từ nguồn lợi nhuận còn lại năm 2019, 2020. Sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu, vốn điều lệ của ngân hàng tăng lên 55.891 tỷ đồng. Ngoài ra, kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ với quy mô tương đương 6,5% vốn điều lệ của ngân hàng dự kiến sẽ thực hiện trong năm 2023. Nếu phát hành thành công thì vốn điều lệ có thể tăng lên khoảng 59,5 nghìn tỷ đồng, hệ số CAR dự kiến sau khi tăng vốn có thể tăng lên 150-200 BPS, sẽ góp phần giúp ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng tốt.

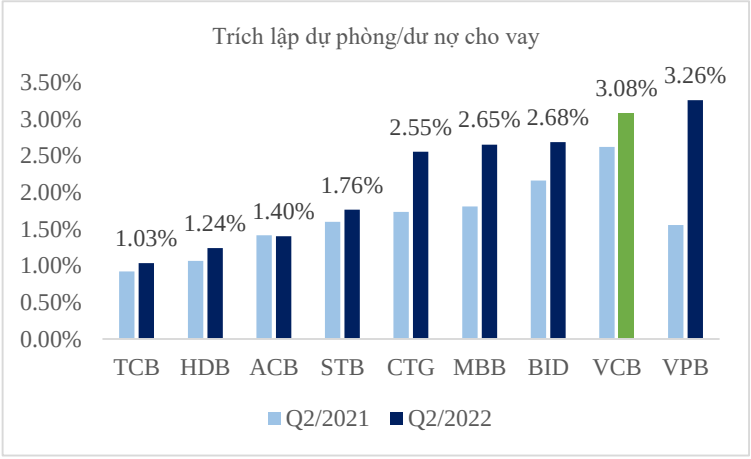




Nguồn: Fiin, CSI Research

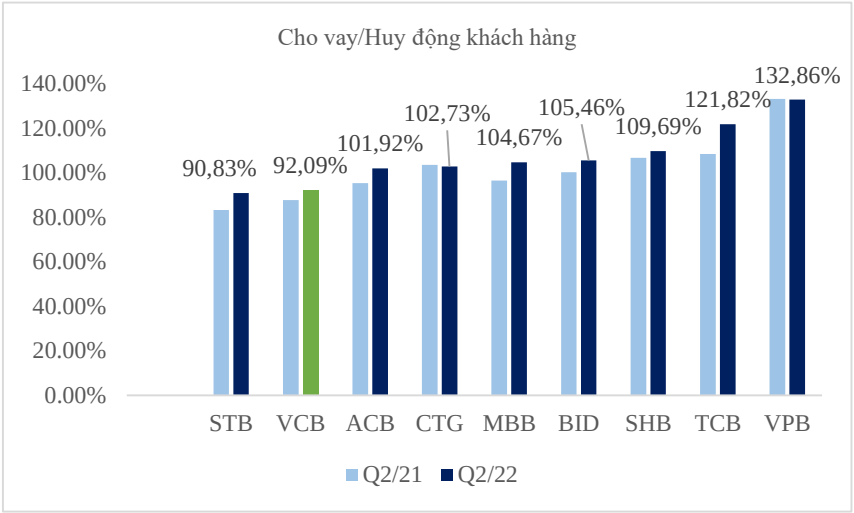
Tuy là ngân hàng có quy mô lớn với tổng tài sản hơn 1,6 triệu tỷ đồng, dư nợ cho vay khách hàng lên đến 1,1 triệu tỷ đồng nhưng lại là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành. Tại Q2/2022 chỉ số NPL của VCB đạt 0,61% đã giảm so với tỷ lệ 0,74% tại Q2/2021 nhờ khả năng quản trị tín dụng tốt và tích cực xử lý nợ xấu của ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng đã duy trì ở mức thấp từ 2018 đến nay, ngay cả khi trải qua 'bài kiểm tra' mang tên đại dịch Covid thì nợ xấu của VCB vẫn luôn duy trì dưới 1%, cho thấy khả năng quản lý tín dụng của ngân hàng có hiệu quả cao. Hơn thế nữa, tỷ lệ bao phủ nợ xấu tưởng chừng giảm vì phải xử lý các khoản nợ xấu, nhưng sau đại dịch tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VCB còn tăng mạnh hơn từ mức 367,96% năm 2020 lên mức 505,88% tại Q2/2022. So sánh chỉ tiêu này với các ngân hàng trong ngành cho thấy tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VCB cao gần gấp đôi so với ngân hàng có mức trích lập cao thứ 2 trong ngành là BID. Bên cạnh đó, khi tính toán tỷ lệ trích lập dự phòng/dư nợ tín dụng tại Q2/2022, VCB đạt 3,08% tức nợ xấu tăng mạnh đến 3,08% thì mới bằng được khoản dự phòng của ngân hàng. So sánh với các ngân hàng có quy mô vừa và lớn cho thấy tỷ lệ này của VCB thường trong Top 2 chỉ sau VPB. Tóm lại, với bộ đệm dự phòng dày dặn như vậy sẽ đảm bảo cho VCB có thể chịu rủi ro từ thị trường tốt hơn các ngân hàng khác trong ngành.



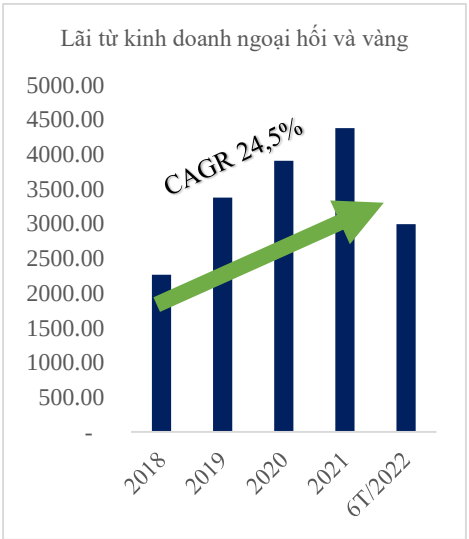


Nguồn: Fiin, CSI Research

Tại Q2/2022 tỷ lệ Cho vay khách hàng/Huy động từ TT1 của ngân hàng đạt 92,09% cao hơn tại thời điểm cuối năm 2021 (84,62%), do ngân hàng có mức tăng trưởng cho vay khách hàng 14,6% Ytd nhưng huy động từ TT1 chỉ tăng 5,29% Ytd. Tỷ lệ này tăng lên cho thấy thanh khoản của ngân hàng giảm sút, nhưng khi tối ưu được nguồn huy động tối đa đem lại tỷ suất lợi nhuận cao. Tỷ lệ cho vay khách hàng/Huy động TT1 của ngân hàng có xu hướng tăng dần, cho thấy VCB sử dụng nguồn vốn hiệu quả và tài sản có chất lượng tốt. Trong nửa cuối năm 2022, VCB sẽ tiếp tục cơ cấu các khoản nợ, mở rộng tín dụng với các ngành tiềm năng giúp chất lượng cho vay tốt, từ đó góp phần hạn chế rủi ro tín dụng cho ngân hàng. So sánh với các ngân hàng vừa và nhỏ tại Q2/2022, tỷ lệ Cho vay/Huy động TT1 của VCB không quá cao, tuy nhiên cũng không có sự cách biệt quá lớn so với các ngân hàng so sánh.



Nguồn: Fiin, CSI Research



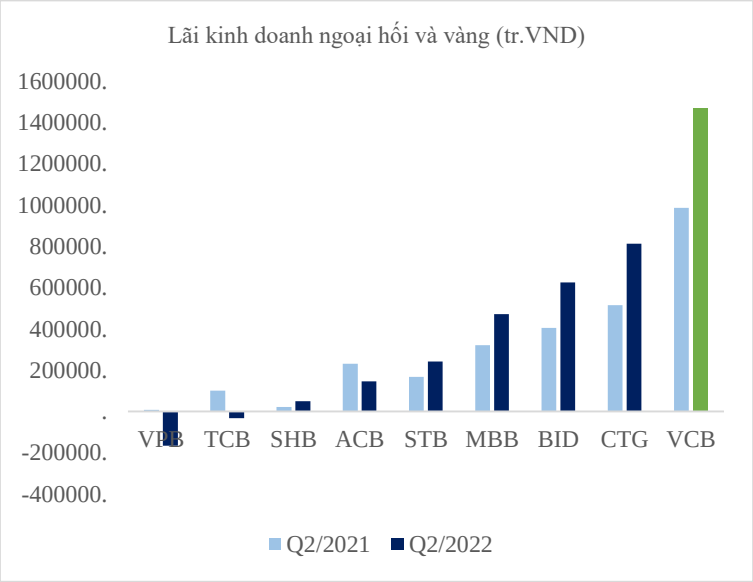
Nguồn: VCB, CSI Research

Trong Đại hội đồng Cổ đông năm 2022, các cổ đông đã thông qua tờ trình nhận chuyển giao bắt buộc một tổ chức tín dụng với nguyên tắc không hợp nhất BCTC và VCB không bơm vốn cho TCTD này. Việc nhận chuyển giao bắt buộc sẽ tạo điều kiện để VCB mở rộng quy mô kinh doanh và tăng room tín dụng từ ngân hàng nhà nước trong các năm tiếp theo.

Hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng duy trì tăng trưởng đều đặn, hoạt động bảo hiểm tăng trưởng tốt.

Mảng kinh doanh ngoại hối và vàng của VCB đạt mức tăng trưởng CAGR 24,5% trong 3 năm gần đây. Q2/2022 lãi từ kinh doanh ngoại hối của ngân hàng đạt 1.471,71 tỷ (+49,2% yoy) chiếm tỷ trọng 9,2% trong tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng. Đây là khoản thu nhập đều đặn của ngân hàng từ nghiệp vụ kinh doanh ngoại tệ giao ngay, sẽ chịu ảnh hưởng 1 phần từ biến động tỷ giá và khối lượng ngoại tệ giao dịch. Chúng tôi cho rằng xu hướng hội nhập với thế giới của Việt Nam sẽ kéo theo nhu cầu mua bán ngoại tệ ngày càng lớn, giúp ngân hàng duy trì tỷ trọng lãi từ kinh doanh ngoại hối/TOI đều đặn hàng năm. Mảng hoạt động này của ngân hàng hoạt động hiệu quả hơn so với mặt bằng chung của ngành. Tăng trưởng lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng của các ngân hàng niêm yết

Q2/2022 tăng 40,95% yoy, thấp hơn mức tăng trưởng của VCB. So về quy mô thì VCB luôn duy trì vị thế đứng đầu khi so sánh với các ngân hàng vừa và lớn khác, điều này cũng cho thấy VCB có lợi thế hơn trên thị trường kinh doanh ngoại hối.

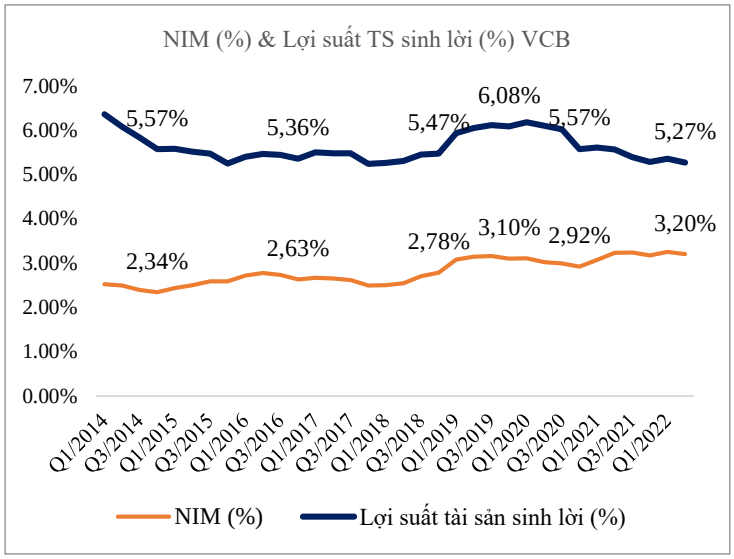


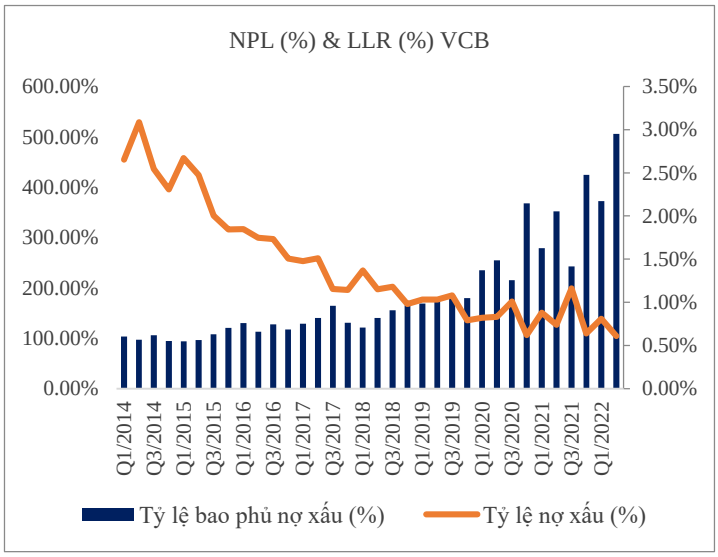
Nguồn: Fiin, CSI Research

Lãi từ dịch vụ Q2/2022 đạt 694,6 tỷ (+62,1% yoy) nhưng giảm 74% so với quý trước do VCB giảm chi phí dịch vụ nhằm thu hút Casa và mảng bảo hiểm do chịu ảnh hưởng của việc ghi nhận một phần phí Upfront Bancas trong Q1/2022. Tuy nhiên, hoạt động bảo hiểm vẫn còn dư địa tăng trưởng doanh thu thuần (không tính các khoản trả trước, thưởng theo mốc) khoảng 60%/năm cho giai đoạn 2022-2025.

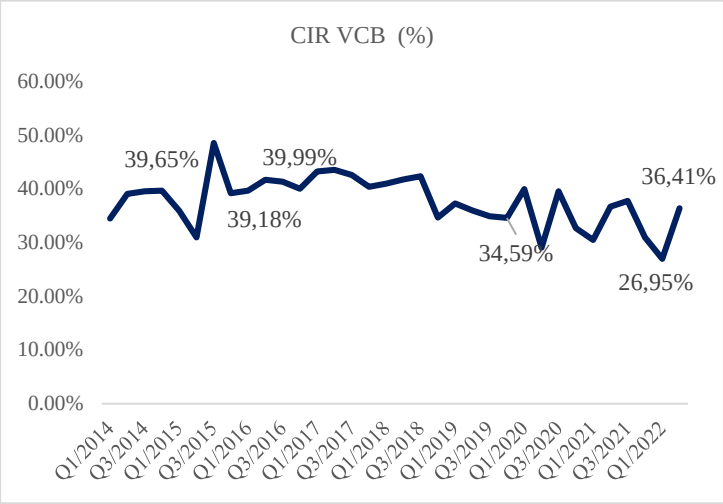
Tính ổn định của ngân hàng nhờ lợi thế từ thương hiệu, quy mô.
Với vai trò là một ngân hàng nhà nước có quy mô lớn VCB cũng góp phần quan trọng giúp ngân hàng nhà nước quản lý vĩ mô. do vậy tính ổn định của ngân hàng là rất quan trọng. Để duy trì kết quả kinh doanh ổn định như vậy nhờ vào quy mô ngân hàng lớn và thương hiệu uy tín giúp VCB có điều kiện lựa chọn cho vay khách hàng chất lượng.

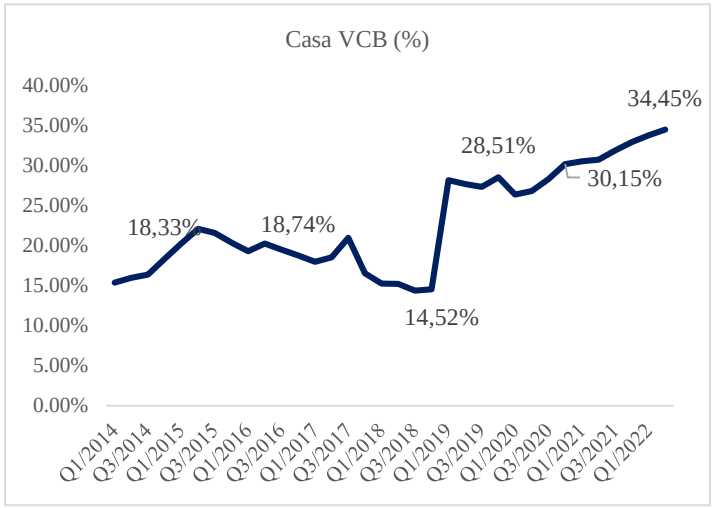
Tính ổn định của ngân hàng được thể hiện qua những chỉ tiêu như: Tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp trong nhiều năm và có xu hướng giảm dần; Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành và có xu hướng tăng lên; NIM duy trì mặc dù thị trường có nhiều biến động; Casa có xu hướng tăng và ở mức tương đối cao so với ngành; Tỷ lệ CIR duy trì qua các năm; Hiệu quả hoạt động ROE, ROA ở mức cao.



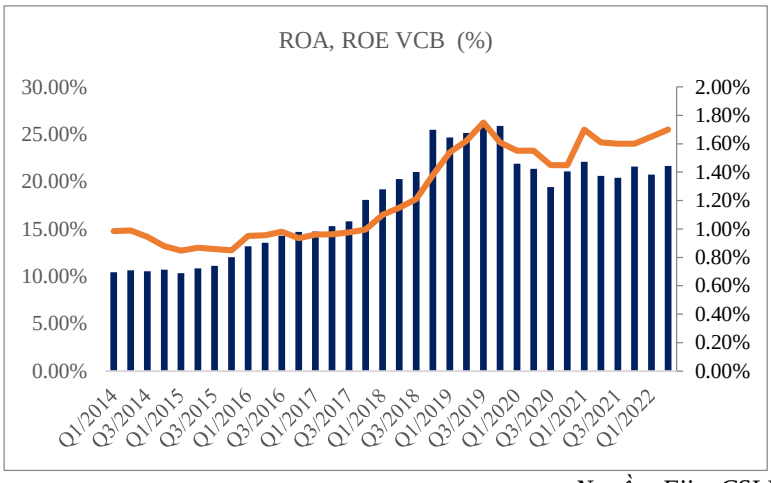


Nguồn: Fiin, CSI Research

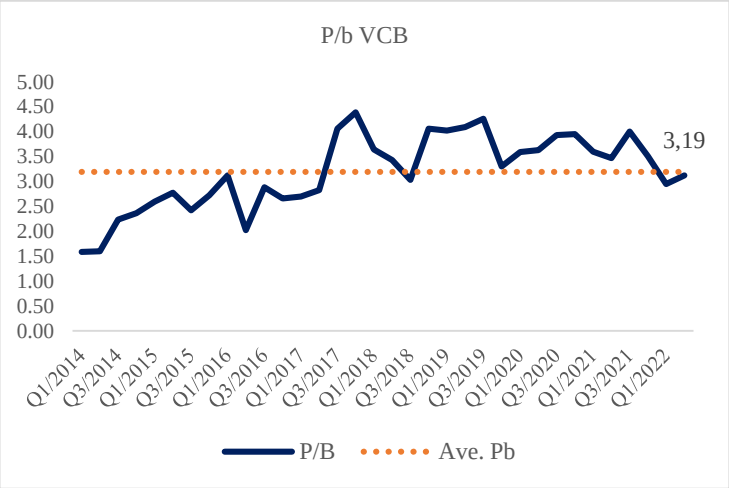


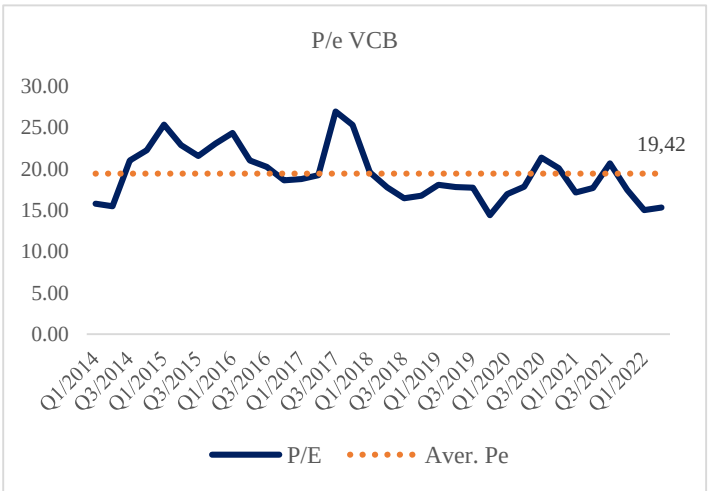


Nguồn: Fiin, CSI Research



Nguồn: Fiin, CSI Research





Nguồn: Fiin, CSI Research

Định giá	Giá trị	Tỷ trọng
RI	83.644	40%
P/B	102.176	60%
Giá trị hợp lý	**94.763 VNĐ/CP**	

Nguồn: CSI Research

IV. Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB) với giá mục tiêu là 94.763 VNĐ/CP, upside 27,5% so với thời điểm 19/09/2022. Mức giá mục tiêu được tính toán dựa trên sự kết hợp của hai phương pháp Chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) và phương pháp So sánh P/B, với tỷ trọng lần lượt là 40% và 60%.

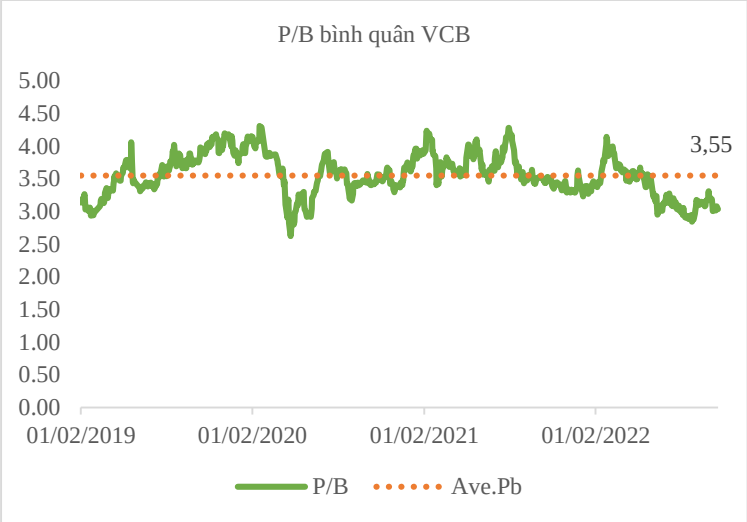
Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Mô hình định giá chia làm 2 giai đoạn, giai đoạn thứ nhất kéo dài 3 năm từ 2023 đến 2025 với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân khoảng 19,7%/năm; giai đoạn thứ hai từ 2026

trở đi với tốc độ tăng trưởng đều bằng 3%/năm. Hệ số chiết khấu là chi phí sử dụng vốn chủ với 10,48% được tính bằng công thức CAMP. Các thông số về phần bù rủi ro, Beta và lãi suất phi rủi ro lần lượt là 10,36%; 0,77 lần và 2,5%. Theo phương pháp Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, giá trị hợp lý của cổ phiếu VCB là 83.644 VNĐ/CP.

Phương pháp so sánh P/B

VCB có lợi thế lớn từ quy mô, thương hiệu vì vậy đối với phương pháp so sánh chúng tôi sử dụng bình quân chỉ số P/B của ngân hàng từ 2019 đến nay. Theo đó, chỉ số P/B trung bình đạt 3,55 lần. Bởi phần lớn giá trị của Ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá vì vậy giá trị của ngân hàng được định giá sẽ phản ánh gần như chính xác nhất giá trị sổ sách thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng. Với phương pháp so sánh P/B giá trị hợp lý của VCB là 102.176 VNĐ/CP.



Nguồn: Fiin, CSI Research

Phụ lục

Kết quả kinh doanh VCB

ĐVT: Tỷ đồng

	2019	2020	2021	2022F	2023F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	**67.724**	**69.205**	**70.749**	**80.651**	**95.401**
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(33.147)	(32.920)	(28.349)	(29.967,8)	(37.005,6)
Thu nhập lãi thuần	**34.577**	**36.285**	**42.400**	**50.683,5**	**58.395,6**
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	9.003	10.588	11.287	12.602,8	14.907,7
Chi phí hoạt động dịch vụ	(4.696)	(3.981)	(3.879)	(4.551,8)	(5.384,3)
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	4.307	6.607	7.407	8.051,0	9.523,4
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạy động kinh doanh ngoại hối và vàng	3.378	3.906	4.375	5.859,2	6.733,1
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	146	2	104	94,9	140,4
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	7	(0)	(85)	4.145,0	4.770,1
Thu nhập từ hoạt động khác	3.428	2.545	3.100	3.249,8	3.900,4
Chi phí hoạt động khác	(358)	(744)	(707)	(511,6)	(673,6)
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	3.070	1.800	2.393	2.738,2	3.226,8
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	245	461	130	77,3	-
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	45.730	49.063	56.724	71.017,0	82.789,4
Chi phí hoạt động (TOE)	**(15.818)**	**(16.038)**	**(17.574)**	**(22.461,8)**	**(26.227,2)**
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	29.913	33.024	39.149	48.555,21	56.562,21
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(6.790)	(9.975)	(11.761)	(11.867,59)	(13.693,12)
Tổng lợi nhuận trước thuế	**23.122**	**23.050**	**27.389**	**36.687,62**	**42.869,09**
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4.596)	(4.577)	(5.450)	(7.469,47)	(8.553,83)
Lợi nhuận sau thuế	**18.526**	**18.473**	**21.939**	**29.218,15**	**34.315,26**

Nguồn: Fiin, CSI Research

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản VCB

	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
Số CP Lưu hành	Triệu CP	3.597,77	3.597,77	3.708,88	3.708,88	3.708,88	4.732,52
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	3.597,77	3.597,77	3.708,88	3.708,88	3.708,88	4.732,52
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	14.584,00	17.264,00	21.785,00	25.347,00	29.397,00	25.968,00
Doanh số/CP	VNĐ	8.173,00	10.917,00	12.330,00	13.228,00	15.294,00	12.853,00
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	14.063,00	16.708,00	21.198,00	24.527,00	28.592,00	25.385,00
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VNĐ	42.139,00	-16.742,00	6.761,00	6.903,00	-14.770,00	15.588,00
EPS cơ bản	VNĐ	2.001,00	3.334,00	4.326,00	4.333,00	5.310,00	5.271,00
Tổng tài sản	Tỷ VNĐ	1.035.293	1.074.026	1.222.719	1.326.230	1.414.673	1.601.681
Tổng cho vay khách hàng	Tỷ VNĐ	535.321,40	621.573,25	724.290,10	820.545,47	934.774,29	1.066.990
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	%	1,14%	0,98%	0,79%	0,62%	0,64%	0,61%
Trích lập dự phòng/Nợ xấu	%	-130,67%	-165,41%	-179,48%	-367,96%	-424,36%	-504,40%
Trích lập dự phòng/Dư nợ cho vay	%	1,49%	1,63%	1,42%	2,29%	2,70%	3,08%
Chi phí DPRR/Cho vay KH	%	-1,23%	-1,26%	-0,99%	-1,27%	-1,31%	-1,12%
Vốn CSH/Nợ vay	%	5,35%	6,15%	7,08%	7,64%	8,36%	8,32%
Vốn CSH/Dư nợ cho vay	%	9,67%	9,84%	11,01%	11,20%	11,36%	11,17%
Vốn CSH/Tổng tài sản	%	5,08%	5,79%	6,62%	7,09%	7,71%	7,68%
Tỷ lệ Dư nợ/Tiền gửi (LDR)	%	76,70%	78,79%	79,13%	81,37%	84,62%	92,09%

	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	283.504,17	283.504,17	292.259,54	292.259,54	292.259,54	372.922,31
P/E		39,39	23,63	18,22	18,19	14,84	14,95
P/E pha loãng		39,39	23,63	18,22	18,19	14,84	14,95
P/B		5,40	4,56	3,62	3,11	2,68	3,03
P/S		9,64	7,22	6,39	5,96	5,15	6,13
ROE %	%	18,09%	25,49%	25,90%	21,11%	21,59%	21,65%
ROA trước dự phòng %	%	1,92%	2,43%	2,60%	2,59%	2,86%	2,89%
ROA %	%	1,00%	1,39%	1,61%	1,45%	1,60%	1,70%
ROIC%	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Biên lãi suất ròng (NIM)	%	2,49%	2,78%	3,10%	2,92%	3,17%	3,20%
Lợi suất trung bình của Tài sản sinh lời	%	5,24%	5,47%	6,08%	5,57%	5,28%	5,27%
Chi phí Tài chính trung bình (COF)	%	-2,86%	-2,81%	-3,15%	-2,85%	-2,30%	-2,26%
Thu nhập ngoài lãi/ Thu nhập từ lãi	%	32,53%	32,22%	31,55%	33,94%	33,48%	24,62%
Tỷ lệ Chi phí/Thu nhập (CIR)	%	-40,35%	-34,65%	-34,59%	-32,69%	-30,98%	-36,41%
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	407,27	653,65	828,16	825,77	980,74	1.115,09

Nguồn: Fiin, CSI Research

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:
Email: csi.research@vncsi.com - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Người thực hiện: Lê Anh Tùng
Email: tungla@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Bộ phận Phân tích Nghành và Doanh nghiệp

Lê Thị Kim Huê
Phó phòng Phân tích
Email: hueltk@vncsi.com.vn

Phạm Ngọc Ánh
Chuyên viên phân tích
Email: anhpn@vncsi.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên phân tích
Email: tungla@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng
Trưởng phòng Phân tích
Email: khanglc@vncsi.com.vn

Nguyễn Phương Linh
Chuyên viên phân tích
Email: linhnp@vncsi.com.vn

Hoàng Thị Nguyên
Trợ lý TTNC
Email: nguyenht@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) /giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước, Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào, CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này, CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI
Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội
ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: https://www.vncsi.com.vn