VCB đã công bố kế hoạch kinh doanh tăng trưởng. Việc bán cổ phần OCB đem lại một khoản lãi khá cao. Triển vọng tích cực. Tiếp tục duy trì đánh giá Khả quan.

Vietcombank (VCB – Khả quan) đã thoái vốn thành công cổ phần OCB. Ngân hàng cũng đã công bố tài liệu họp ĐHCĐTN, trong đó có kế hoạch kinh doanh năm 2018 với LNTT tăng trưởng 14,6%. Dự báo của HSC lạc quan hơn nhiều so với kế hoạch của Ngân hàng. Tiếp tục duy trì đánh giá Khả quan.

Kết luận nhanh. Tiếp tục đánh giá Khả quan. Chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu VCB lên 65.100 đồng, tương đương P/B dự phóng là 3,2 lần. Cho năm 2018, HSC dự báo LNTT đạt 15.357 tỷ đồng (tăng trưởng 35,4%), gồm 2.000 tỷ đồng lợi nhuận ước tính từ thoái vốn tại MBB và EIB. Trên thực tế, động lực chính hỗ trợ giá cổ phiếu VCB trong 6 tháng qua chính là câu chuyện thoái vốn với tiềm năng đóng góp đáng kể vào lợi nhuận năm nay. Và khả năng phát hành riêng lẻ cho đối tác cũng tăng lên. Ngoài ra, câu chuyện tăng trưởng vẫn giữ nguyên giá trị, trong đó Ngân hàng tiếp tục mở rộng thị phần nhờ tập trung vào mảng ngân hàng bán lẻ trong khi chi phí dự phòng giảm nhờ chính sách quản trị rủi ro tín dụng chủ động. Sau khi giảm từ đỉnh 75.000 đồng thiết lập vài tuần trước (P/B dự phóng tại mức giá này là 3,7 lần), VCB đóng cửa tại 61.000 đồng vào ngày hôm qua; tương đương P/B dự phóng là 3 lần. Tại thị giá hiện tại, cổ phiếu VCB đáng để đầu tư hơn nhiều so với trước đó.

VCB vừa mới bán 6,67 triệu cổ phiếu OCB còn lại trong lần đấu giá thứ hai – Giá khởi điểm là 13.000 đồng và giá trúng bình quân là 25.771 đồng, cao hơn nhiều giá trúng bình quân trong lần đấu giá đầu tiên diễn ra vào cuối tháng 12 năm ngoái (khi đó, khối lượng cổ phiếu đặt mua thấp hơn khối lượng chào bán và giá trúng bình quân gần sát giá khởi điểm, là 13.005 đồng).

Đã có tổng cộng 677 NĐT tham gia đấu giá, trong đó có 8 tổ chức và 669 cá nhân. Tổng số lượng cổ phiếu đặt mua là 72,27 triệu cổ phiếu, cao gấp gần 11 lần số lượng chào bán. Và điều khác biệt trong lần đấu giá này là cổ phiếu ngân hàng đang rất nóng, hay đã nóng cho đến tận rất gần đây.

Thông tin cổ phiếu vào ngày 20/4/2018	
Giá CP (đồng)	61.000
Số lượng niêm yết hiện tại	3.597.768.575
Số lượng CP đang lưu hành	3.597.768.575
Giá cao nhất trong 52 tuần	74.700
Giá thấp nhất trong 52 tuần	34.110
Thay đổi giá trong 3 tháng	0,0%
Thay đổi giá trong 6 tháng	50,6%
Thay đổi giá trong 12 tháng	73,6%
Khối lượng CP giao dịch tự do	359.776.858
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	254.860
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	219.463.883
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	9.668,0
Số lượng được phép sở hữu	1.079.330.572
Số lượng còn được phép mua	344.925.175
% sở hữu nước ngoài	20,41%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	30,0%

VCB sẽ ghi nhận 203,6 tỷ đồng lãi từ thoái vốn OCB và CFC trong năm 2018 – Sau 2 đợt bán cổ phần OCB, VCB đã:

- Bán toàn bộ 19,83 triệu cổ phiếu OCB và thu về 343,1 tỷ đồng. Theo đó Ngân hàng sẽ ghi nhận tổng cộng 198,3 tỷ đồng lãi.

Năm ngoái, VCB đã thoái vốn xong cổ phần tại:

- SGB và lãi 142,9 tỷ đồng.
- CFC và lãi 5,3 tỷ đồng.

Trong các khoản lãi nói trên, chỉ có khoản lãi từ thoái vốn khỏi SGB đã được hạch toán vào BCTC năm 2017. Như vậy tổng cộng 203,6 tỷ đồng lãi từ thoái vốn khỏi OCB & CFC sẽ được hạch toán trong năm 2018.

VCB cũng đã công bố tài liệu họp ĐHCĐTN, sẽ diễn ra vào ngày 27/4/2017. Những điểm chính đáng quan tâm trong tài liệu gồm:

Trụ sở chính
Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone,
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 39334693
F: (+84 24) 39334822

Fiachra Aodh MacCana
Giám đốc điều hành - Phòng Nghiên cứu
fiachra.maccana@hsc.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA
Chuyên viên phân tích cấp cao
ha.plien@hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

VCB đặt kế hoạch LNTT tăng trưởng 14,6% trong năm 2018 – đạt 13.000 tỷ đồng dựa trên các giả định sau:

1. Tổng tài sản tăng 14%.
2. Tiền gửi tăng trưởng 15%.
3. Tín dụng tăng trưởng 15% (theo hạn mức của NHNN).
4. Tỷ lệ nợ xấu dưới 1,5%.

Cổ tức cho năm 2017 – VCB sẽ trả cổ tức tiền mặt tỷ lệ 8% cho năm 2017, tương đương sẽ chi 2.878 tỷ đồng (bằng 32,5% LNST). Trong khi đó, hiện tại nhiều ngân hàng khác muốn trả cổ tức bằng cổ phiếu.

VCB cũng sẽ thoái vốn khỏi EIB và MBB trong năm 2018 – VCB hiện vẫn nắm giữ:

1. 8,19% cổ phần EIB, tương đương 1.609 tỷ đồng nếu tính tại thị giá hiện tại. Giá vốn đầu tư của VCB là 582 tỷ đồng nên nếu bán toàn bộ số cổ phần EIB tại thị giá ngày hôm nay thì Ngân hàng sẽ lãi 1.027 tỷ đồng.

2. 6,97% cổ phần MBB, tương đương 4.094 tỷ đồng nếu tính tại thị giá hiện tại. Giá vốn đầu tư của VCB là 1.243 tỷ đồng nên nếu bán toàn bộ số cổ phần MBB tại thị giá ngày hôm nay thì Ngân hàng sẽ lãi 2.851 tỷ đồng.

VCB muốn bán số cổ phần trên trong năm 2018 nhằm tuân thủ đầy đủ quy định của nhà nước. Tuy nhiên thời điểm và phương thức thoái vốn vẫn chưa được công bố. Hiện trong mô hình của mình, HSC giữ quan điểm khá thận trọng về các khoản lãi tiềm năng từ bán số cổ phần nói trên.

Kế hoạch tăng 10% vốn cấp 1, tương đương 359,77 triệu cổ phiếu cuối cùng đã được chính phủ chấp thuận. Tuy nhiên, Tài liệu ĐHCĐTN lại không có thông tin chi tiết về kế hoạch này. Trong một phát biểu trước đây, Chủ tịch VCB cho biết GIC vẫn tỏ ra quan tâm tới việc mua cổ phần. Trong khi đó, Ngân hàng Mizuho – cổ đông nước ngoài nắm giữ 15% cổ phần – sẽ được phép mua thêm cổ phần để duy trì tỷ lệ này ở Vietcombank.

Kế hoạch bán 10% cổ phần ban đầu đã được cổ đông thông qua tại ĐHCĐTN năm 2015 tổ chức vào tháng 4/2016 và sau đó, trong năm 2016 VCB và GIC đã ký MOU về bán 7,73% cổ phần cho NĐT này (phần còn lại sẽ được chào bán cho Mizuho). Tuy nhiên, ở những bước cuối cùng, thương vụ này không được các cấp quản lý chấp thuận do giá bán thấp hơn thị giá cổ phiếu ở thời điểm đó. Sau đó, vào ĐHCĐTN năm 2016 tổ chức vào Q2/2017, cổ đông tiếp tục thông qua kế hoạch

Top 10 trong danh sách 100 nơi làm việc tốt nhất Việt Nam trong năm 2017

tương tự tuy nhiên có bổ sung thêm điều kiện về giá bán. Cụ thể, giá bán sẽ không thấp hơn (1) định giá của đơn vị định giá độc lập, và (2) thị giá cổ phiếu, và cũng phải được chính phủ chấp thuận.

Cho năm 2018, HSC dự báo LNTT tăng trưởng 35,4% - đạt 15.357 tỷ đồng. Dự báo của chúng tôi bao gồm lợi nhuận từ thoái vốn tại EIB và MBB. Các giả định của chúng tôi gồm:

1. Tín dụng tăng trưởng 17% đạt 635.818 tỷ đồng và huy động tăng trưởng 15% đạt 814.798 tỷ đồng.

2. Tỷ lệ NIM giảm nhẹ 0,05% xuống 2,62% và thu nhập lãi thuần tăng trưởng 12,7% đạt 27.729 tỷ đồng.

3. Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 44,3% đạt 10.778 tỷ đồng. Chúng tôi cũng giả định Ngân hàng sẽ ghi nhận 2.000 tỷ đồng lợi nhuận không thường xuyên dự kiến từ chuyển nhượng cổ phần tại MBB và EIB. Giả định của chúng tôi là khá thận trọng do tính theo thị giá hiện tại của hai cổ phiếu trên, lợi nhuận từ thoái vốn có thể gấp đôi mức dự báo.

4. Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động tăng 20,8% lên 14.339 tỷ đồng.

5. Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng giảm nhẹ 1,9% so với năm 2017, là 6.083 tỷ đồng.

Theo đó, chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng 35,4% đạt 15.357 tỷ đồng, EPS pha loãng là 2.741 đồng (tăng 31,6%). Và BVPS là 20.349 đồng, tương đương P/B dự phóng là 3,0 lần.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Câu chuyện tăng trưởng dài hạn của Ngân hàng vẫn rất tiềm năng – Tiềm năng tăng trưởng của VCB là rất lớn. Với thương hiệu ngân hàng tin cậy nhiều năm qua, vị thế dẫn đầu về thanh toán trên thị trường liên ngân hàng, tăng trưởng lợi nhuận ổn định cùng với hệ thống khách hàng lớn, VCB hoàn toàn xứng đáng là ngân hàng tốt nhất trên thị trường. Và trở ngại duy nhất đối với tăng trưởng của VCB là hạn mức tín dụng mà NHNN cấp cho Ngân hàng. Các hệ số an toàn của VCB đều rất tốt, cụ thể;

- Hệ số CAR năm 2017 là 11,63%.
- Tỷ lệ vốn huy động ngắn hạn cho vay trung và dài hạn là khoảng 28%, thấp hơ nhiều so với mức trần cho phép theo đề xuất.
- Hệ số LDR thuần chỉ là 76,7%, thấp hơn so với mức bình quân ngành.
- Hệ số nợ xấu năm 2017 là 1,14% dư nợ, là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất trong ngành. VCB vẫn luôn minh bạch về nợ xấu và nhanh chóng xử lý nợ xấu phát sinh.
- Toàn bộ trái phiếu VAMC nắm giữ đã được trích lập dự phòng kể từ năm ngoái.
- Hệ số LLR là năm 2017 là 130,7%, là mức cao nhất trong ngành.

Dư nợ cho vay bán lẻ của VCB tăng trưởng với tốc độ gộp hàng năm là 51% trong 2 năm qua, với tỷ trọng trong tổng dư nợ tăng từ 20,1% vào năm 2015 lên 32,7% vào năm 2017. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM lại không được cải thiện nhiều mà chỉ dao động quanh 2,7%, là mức khá khiêm tốn trong các NHTMCP. VCB sở hữu mạng lưới trên cả nước với quy mô xếp thứ 4, cụ thể có 496 chi nhánh và phòng giao dịch tính đến cuối năm 2017. Ngân hàng có tỷ lệ CASA cao là 30%, chi phí huy động thấp nhất trong ngành 3,02% vào năm 2017 và khả năng tiếp tục tăng trưởng dư nợ cho vay bán lẻ. Tuy nhiên, cùng với chỉ đạo của nhà nước về việc giữ lãi suất cho vay thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, chúng tôi cho rằng tỷ lệ NIM của VCB sẽ không tăng nhiều trong thời gian sắp tới.

Trong trung đến dài hạn, HSC dự báo;

- Chúng tôi tốc độ tăng trưởng gộp bình quân năm của cho vay trong ba năm tới là 17%.
- Trong khi đó hệ số LDR thuần trong giai đoạn này sẽ tăng từ 76,7% lên 80%.
- Tỷ lệ NIM sẽ dao động trong khoảng 2,6% đến 2,8%.
- Tốc độ tăng trưởng gộp bình quân năm của tài sản trong ba năm tới là 15%.
- Và tốc độ tăng trưởng gộp bình quân năm của thu nhập lãi thuần là 15,7%.
- Trong khi đó dự báo tốc độ tăng trưởng gộp bình quân năm của thu nhập ngoài lãi là 19,3%.
- Do đó dự báo tốc độ tăng trưởng gộp bình quân năm của LNTT trong ba năm tới là 19,5%.

Mô hình của chúng tôi dựa trên quan điểm khá thận trọng về khoản lợi nhuận không thường xuyên từ bán cổ phần còn lại tại EIB và MBB. Và do cổ phần của VCB tại hai ngân hàng này là khá lớn, đây sẽ là yếu tố tác động lớn đến lợi nhuận. Và do đó đây cũng là động lực chính hỗ trợ giá cổ phiếu trong 6-18 tháng tới.

Quan điểm đầu tư – Tiếp tục đánh giá Khả quan. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 65.100 đồng, tương đương P/B dự phóng là 3,2 lần. Cho vay bán lẻ tăng trưởng mạnh nhờ tình hình tài chính tốt hiện là động lực chính cho tăng trưởng của Ngân hàng và dự báo mảng này sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng của Ngân hàng trong vài năm tới. Khả năng ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ bán cổ phần tại 3 TCTD trong năm nay sẽ giúp LNTT tăng đáng kể.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 28) 3823 3299
F : (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T : (+84 24) 3933 4693
F : (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn