

Cập nhật VCB – MUA

Ngày 14/05/2021



Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị

MUA

HOSE: VCB

Ngân hàng

Giá hiện tại (VND) **96.800**

Giá mục tiêu (VND) **115.400**

Tỷ lệ tăng giá +19,2%

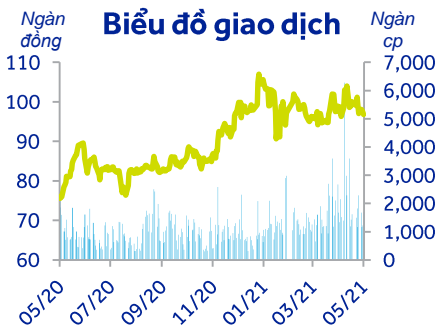
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,8%

Tổng tỷ suất lợi nhuận +20,0%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-0,6	-0,7	-0,4	29,1
Tương đối	-15,7	-1,8	-13,7	-24,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

NHNN	74,8%
Mizuho	15,0%
GIC	2,5%
Khác	7,7%

Thông kê

5/13/2021

Mã Bloomberg

VCB VN

Thấp/Cao nhất 52 tuần 74.900

(VND) -108.500

SL lưu hành (triệu cp) 3.709

Vốn hóa (tỷ đồng) 360.874

Vốn hóa (triệu USD) 15.589

Room khối ngoại còn lại (%) 6,6

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 25,2

KLGD TB 3 tháng (cp) 1.660.812

VND/USD 23.150

VNIndex / HNX 1267,53/292,74

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB)

Lợi nhuận trước thuế Q1/21 tăng 65,3% YoY nhờ tăng trưởng từ cả thu nhập từ lãi và ngoài lãi, trong đó mảng banca bắt đầu đóng góp đáng kể hơn, trong khi chi phí hoạt động và chi phí dự phòng chỉ tương đương cùng kỳ. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA với giá mục tiêu 1 năm 115.400 đồng/cp do (1) giá cổ phiếu VCB đã giảm 6% kể từ báo cáo trước và (2) kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ tiếp tục khả quan trong 9 tháng cuối năm 2021.

Tín dụng tăng 3,8% YTD và 15,6% YoY nhờ tăng trưởng từ phân khúc cho vay cá nhân và SME. Trong khi đó, huy động giảm nhẹ 0,6% YTD, điều này phù hợp với xu hướng tăng dần tỷ lệ LDR (hiện 80% so với mức trần của NHNN là 85%) để tối ưu hóa bảng cân đối và lợi nhuận của VCB.

Thu nhập lãi thuần tăng 11,6% YoY. NIM Q1/21 đạt 3,18%, tương đương với Q1/20 nhưng giảm 22 điểm cơ bản so với Q4/20. Nguyên nhân là do lợi suất cho vay giảm 32 điểm cơ bản so với Q4/20 do VCB giảm khoảng 300 tỷ đồng lãi vay để hỗ trợ cho các khách hàng trong đợt dịch thứ 3. Chúng tôi dự phóng NIM cả năm 2021 ở mức 3,22%, tương đương Q1/21 trên cơ sở kỳ vọng lãi suất huy động và cho vay sẽ không biến động đáng kể trong 9 tháng cuối năm do (1) tác động dịch bệnh khiến nhu cầu tín dụng sẽ không tăng trưởng quá mạnh và (2) thanh khoản hệ thống vẫn ở mức ổn định.

Lãi từ dịch vụ tăng gấp đôi YoY do VCB tiếp tục ghi nhận 20% phí trả trước từ hợp đồng banca (khoảng 1.700 tỷ đồng) trong Q1/21 sau khi đã ghi nhận 20% trong Q4/20. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng VCB sẽ chỉ tiếp tục hạch toán khoản phí trả trước này trong năm sau. Trong Q1/21, VCB thu phí hoa hồng từ banca ~300 tỷ đồng. Nếu loại trừ thu nhập từ hoạt động banca, lợi nhuận từ các mảng dịch vụ khác như thanh toán, thẻ,... tăng trưởng 28% YoY.

Thu hồi nợ ngoại bảng khả quan trong Q1/21, đạt 1.000 tỷ đồng. Dự nợ ngoại bảng của VCB ước tính còn khoảng 20.000 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng thu hồi nợ ngoại bảng đạt 3.200 tỷ đồng trong cả năm 2021.

(xem tiếp trang sau)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	14,6%	16,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%
NIM	2,79%	3,13%	2,95%	3,27%	3,26%	3,29%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	28%	24%	26%	25%	25%	24%
Tăng trưởng tổng thu nhập	34%	16%	7%	22%	12%	13%
CIR	35%	35%	33%	30%	30%	29%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,69%	-0,52%	-0,95%	-0,55%	-0,38%	-0,38%
LN trước thuế	18.269	23.122	23.050	33.642	39.868	45.619
Tăng trưởng	61%	27%	0%	46%	19%	14%
LN thuộc về cổ đông	11.996	16.583	16.069	23.454	27.794	31.804
EPS điều chỉnh (VND)	3.334	4.471	4.333	6.324	7.037	8.052
BVPS (VND)	17.264	21.785	25.347	30.871	41.131	48.383
VCSH / Tổng tài sản	5,8%	6,6%	7,1%	7,7%	9,5%	10,0%
ROA điều chỉnh	1,1%	1,4%	1,3%	1,7%	1,7%	1,8%
ROE điều chỉnh	20,9%	23,2%	18,4%	22,5%	20,1%	18,0%
P/E (x)	29,9	21,6	22,3	15,3	12,9	11,3
P/B (x)	5,8	4,4	3,8	3,1	2,2	1,9
Cổ tức mỗi cp (VND)	800	800	800	800	800	800
Tỷ suất cổ tức	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

CIR Q1/21 giảm xuống 30,5% so với 40% trong Q1/20. Nguyên nhân là tổng thu nhập tăng 27,7% YoY trong khi chi phí hoạt động giảm nhẹ 2,7% YoY do chi phí quản lý công vụ giảm 10,6% YoY. VCB thường ghi nhận trước chi phí hoạt động trong những quý đầu năm và sẽ điều chỉnh trong quý 4. Tuy nhiên, CIR trong Q1/21 ở mức tương đối thấp do tổng thu nhập trong Q1/21 có bao gồm phí banca trả trước. Chúng tôi cho rằng VCB có thể duy trì CIR ở mức 30% trong năm nay do thu nhập vẫn đang tăng trưởng tốt trong khi chi phí hoạt động vẫn đang được kiểm soát chặt chẽ.

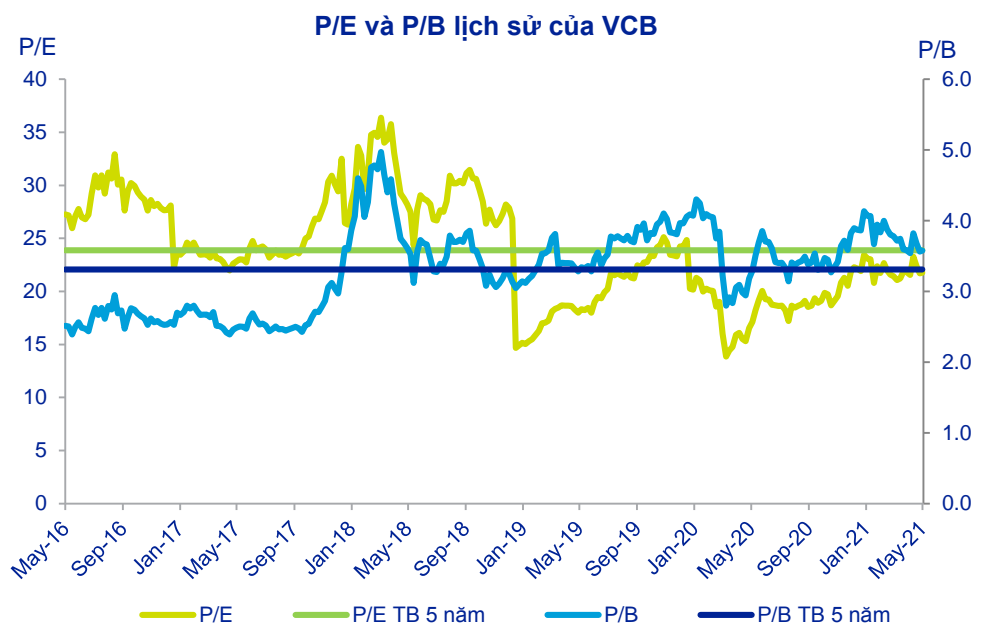
Nợ xấu tăng nhẹ nhưng không đáng lo ngại. Nợ xấu trong Q1/21 tăng thêm 2.468 tỷ đồng và nợ nhóm 2 tăng thêm 1.397 tỷ đồng. Do đó, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ quá hạn (nhóm 2-5) tăng nhẹ lên 0,9% và 1,4% so với 0,6% và 1,0% cuối Q4/20. Nợ xấu tăng lên trong Q1/21 đến từ các khoản vay thông thường, không phải đến từ các khoản nợ được tái cơ cấu, hiện còn 3.900 tỷ đồng, chiếm 0,45% dư nợ.

Ngoài ra, VCB cũng đã chủ động trích lập thêm dự phòng 2.275 tỷ đồng trong Q1/21 (+5,7% YoY), gần bằng mức nợ xấu tăng thêm. Do đó, mặc dù tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống 279% từ mức 368% cuối 2020, thực tế là VCB vẫn đang rất quyết liệt trong việc trích lập dự phòng.

VCB dự kiến sẽ hoàn thành chia cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ 27,6%) trong Q3-Q4/21. Sau đó, ngân hàng mới có thể tiến hành quá trình phát hành riêng lẻ (tối đa 6,5% vốn điều lệ) cho cổ đông chiến lược với giá không thấp hơn định giá độc lập và giá thị trường ở thời điểm phát hành. Chúng tôi dời dự phóng thời điểm hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ từ năm 2021 sang năm 2022.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA với giá mục tiêu 1 năm 115.400 đồng/cp theo phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E và P/B dự phóng năm 2022 là **16,4** lần và **2,81** lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý đối với VCB nhờ:

1. Khả năng sinh lời cao với ROE 4 quý gần nhất đạt 19% (sau điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi);
2. Chất lượng tài sản đang ở mức tốt với tỷ lệ nợ xấu < 1% trong bối cảnh dịch bệnh;
3. Duy trì chính sách trích lập dự phòng quyết liệt với tỷ lệ bao phủ nợ xấu 279%.



(Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi chú thích khác)	Giá hiện tại (đồng):	96.800	Giá mục tiêu (đồng):	115.400	Vốn hóa (tỷ đồng):	359.019	
KẾT QUẢ KINH DOANH	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần	21.938	28.409	34.577	36.285	44.508	50.413	57.354
Lợi nhuận từ dịch vụ	2.538	3.402	4.307	6.607	7.400	8.288	9.200
Lợi nhuận khác	4.930	7.467	6.846	6.170	7.800	8.407	9.407
Tổng thu nhập	29.406	39.278	45.730	49.063	59.709	67.109	75.961
Tăng trưởng (%)	18,2%	33,6%	16,4%	7,3%	21,7%	12,4%	13,2%
Chi phí hoạt động	(11.866)	(13.611)	(15.818)	(16.038)	(17.963)	(20.118)	(22.331)
LN trước dự phòng	17.540	25.667	29.913	33.024	41.746	46.990	53.629
Chi phí dự phòng	(6.198)	(7.398)	(6.790)	(9.975)	(8.104)	(7.122)	(8.010)
LN trước thuế	11.341	18.269	23.122	23.050	33.642	39.868	45.619
LN thuộc về cổ đông	7.197	11.996	16.583	16.069	23.454	27.794	31.804
Tăng trưởng (%)	31,7%	66,7%	38,2%	-3,1%	46,0%	18,5%	14,4%
EPS điều chỉnh (VND)	2.000	3.334	4.471	4.333	6.324	7.037	8.052
LN từ HĐKD chính	14.683	20.496	26.530	30.829	38.389	43.551	49.779
Tăng trưởng (%)	16,5%	39,6%	29,4%	16,2%	24,5%	13,4%	14,3%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Dư nợ tín dụng	550.037	629.505	731.514	826.224	934.758	1.062.396	1.193.311
Tăng trưởng (%)	17,5%	14,4%	16,2%	12,9%	13,1%	13,7%	12,3%
Tiền gửi khách hàng	708.520	801.929	928.451	1.032.114	1.155.967	1.294.683	1.437.098
Tăng trưởng (%)	20,0%	13,2%	15,8%	11,2%	12,0%	12,0%	11,0%
Tổng tài sản	1.035.293	1.074.027	1.222.719	1.326.230	1.494.604	1.708.210	1.906.911
Vốn chủ sở hữu	52.469	62.110	80.800	94.010	114.497	162.468	191.111
BVPS (VND)	14.584	17.264	21.785	25.347	30.871	41.131	48.383

CHỈ SỐ	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tỷ lệ nợ xấu	1,1%	1,0%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	131%	165%	179%	368%	349%	257%	211%
NIM	2,5%	2,8%	3,1%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%
CIR	40,4%	34,7%	34,6%	32,7%	30,1%	30,0%	29,4%
VCSH/Tổng tài sản	5,1%	5,8%	6,6%	7,1%	7,7%	9,5%	10,0%
ROA điều chỉnh	0,8%	1,1%	1,4%	1,3%	1,7%	1,7%	1,8%
ROE điều chỉnh	14,3%	20,9%	23,2%	18,4%	22,5%	20,1%	18,0%
P/E (x)	49,9	29,9	21,6	22,3	15,3	12,9	11,3
P/B (x)	6,8	5,8	4,4	3,8	3,1	2,2	1,9
Suất sinh lợi cổ tức	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM

Tel: (+84 28) 3823 4159

Fax: (+84 28) 3823 5060

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

**CVPT – Hàng tiêu dùng,
Công nghệ**

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

**CVPT – Hàng tiêu dùng,
Truyền thông**

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Vật liệu xây dựng

Huỳnh Anh Huy

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)

huyha@acbs.com.vn

**CVPT – Tài chính, Ngân hàng
Cao Việt Hùng, CFA**

(+8428) 3823 4159 (ext: 326)

hungcv@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (+84 24) 3942 9395

Fax: (+84 24) 3942 9407

Trưởng bộ phận – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc

(+8428) 3823 4159 (ext: 325)

phuctta@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

phuocld@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung, CFA

(+84 28) 38 234 876

tyler@acbs.com.vn

**Trưởng bộ phận -
GDKHĐC**

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 3824 6679

huongctk@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 3824 7677

thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Chu Thị Minh Phương

(+84 28) 3823 4159 (ext:357)

phuongctm@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp

Lê Thị Mai Như

(+84 28) 3823 3834

nhultm@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành

(+84 28) 3823 4798

thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)

dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Phương Nhi

(+84 28) 3823 4159

(ext:315)

nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2020). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.