

## NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VN (VCB)

15.12.2017

## ĐÁNH GIÁ

MUA  
HOSE: VCB

Ngành: Ngân hàng

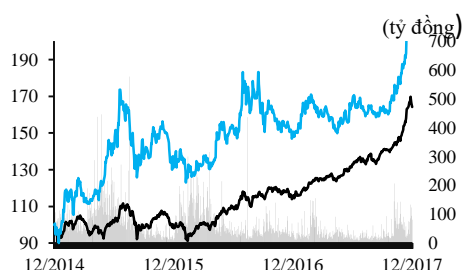
Giá thị trường (VND)	44.700
Giá mục tiêu (VND)	51.800
Chênh lệch so với giá hiện tại	15,9%
Tỷ suất cổ tức	1,8%
Suất sinh lợi kỳ vọng	17,7%

## Thông kê

08/12/2017

Thấp/Cao 52 tuần (nghìn đồng)	49,4-34,1
SL lưu hành (triệu cp)	3.598
Vốn hóa (tỷ đồng)	167.836
Vốn hóa (triệu USD)	7.377
% khối ngoại sở hữu	20,76
SL cp tự do (triệu cp)	1.140
KLGD TB 3 tháng (triệu cp)	2.574
VND/USD	22.750
Index: VNIndex / HNX	940/132

## So sánh giá cổ phiếu vsVNINDEX



Trading value (Right) — VN-Index (Left) — VCB (Left)

## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	25%	7%	24%	33%
Tương đối	-16%	-3%	7%	-9%

## THÔNG TIN NỔI BẬT

## • Kết quả kinh doanh 9 tháng 2017

- ✓ LNTT đạt 7.934 tỷ đồng (+25,42% y/y) hoàn thành 86% kế hoạch năm
- ✓ Tăng trưởng tín dụng đạt 16,3% ytd và huy động đạt 16,5% ytd

## • Dự phóng 2017: LNST đạt 8.173 tỷ đồng (+19,3% y/y) và VCSH đạt 53.040 tỷ đồng (+10,3% y/y). EPS và BVPS lần lượt đạt 2.272 đồng và 14.742 đồng, tương ứng với mức P/E forward 19,68x và P/B forward 3,19x.

**Dự phóng 2018:** LNST năm 2018 đạt 12.361 tỷ đồng (+51,2% y/y) và VCSH đạt 62.889 tỷ đồng (+18,6% y/y). Theo đó, EPS và BVPS lần lượt đạt 3.436 đồng và 17.479 đồng, tương ứng với P/E forward 13x và P/B forward 2,69x.

## • Động lực tăng trưởng

- ✓ Tín dụng tăng tốc ở phân khúc khách hàng cá nhân trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng gia tăng nhờ thu nhập cải thiện theo đà phục hồi của nền kinh tế
- ✓ Chi phí huy động thấp nhờ nguồn tiền gửi giá rẻ chiếm tỷ trọng lớn
- ✓ Lợi nhuận đột biến từ các thương vụ thoái vốn tại SGB, CFC (đã hoàn tất), OCB (dự kiến cuối tháng 12/2017) và EIB và MBB (dự kiến trong tháng 1/2018)
- ✓ Chất lượng tài sản cải thiện cùng với tỷ lệ nợ xấu thấp (1,15%), đã xử lý xong nợ tại VAMC giúp giảm gánh nặng dự phòng

## • Nâng giá mục tiêu lên 51.800 đồng từ mức 39.000 đồng, cao hơn 15,9% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VCB.

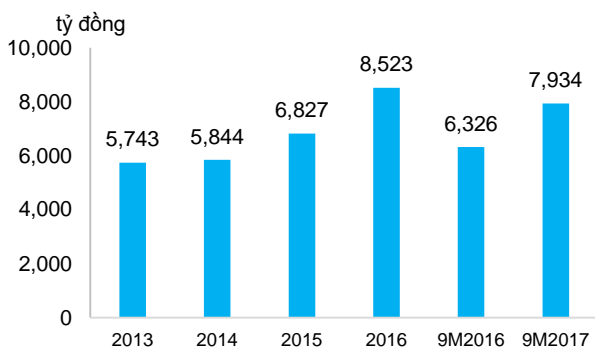
ĐVT: tỷ VND	2016	2017F	2018F
TN lãi ròng	18.528	20.709	24.646
TN ngoài lãi ròng	6.352	7.101	10.949
LN trước CPDP	14.929	15.852	20.467
LNTT	8.523	10.216	15.451
Tăng trưởng tín dụng	18,8%	18,8%	18,6%
Tăng trưởng huy động	17,8%	17,5%	17,5%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	19,9%	11,8%	19,0%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	10,9%	11,8%	54,2%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	15,8%	6,2%	29,1%
Tăng trưởng LNTT	<b>28,5%</b>	<b>19,9%</b>	<b>51,2%</b>
CIR	40%	43%	42,5%
NIM	2,66%	2,53%	2,57%
LDR	78%	79%	79,6%
Tỷ lệ nợ xấu	1,51%	1,28%	1,3%
LLRR	117%	156%	136%
ROAA	0,94%	0,96%	1,23%
ROAE	14,6%	16,2%	21,0%
EPS	1.904	2.272	3.436
BVPS	13.369	14.742	17.480
P/E forward	19,4	20,7	19,7
P/B forward	2,7	3,2	3,0

Phạm Thị Tố Tâm  
(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1451  
tam.pt@kisvn.vn  
[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

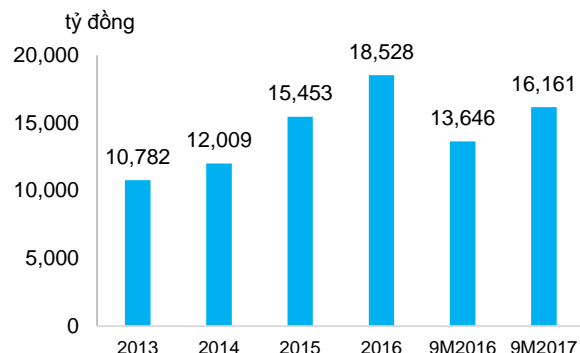
## I. KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG 2017

Theo BCTC quý III 2017 của VCB, LNTT lũy kế 9 tháng đạt 7.934 tỷ đồng, tăng 25,42% y/y và hoàn thành 86% kế hoạch cả năm và 78% dự phóng điều chỉnh của chúng tôi. Tín dụng bán lẻ là nhân tố đóng góp chính vào cả tăng trưởng tín dụng lẫn tăng trưởng dịch vụ. Tuy nhiên, chi phí hoạt động đang có xu hướng tăng do mở rộng quy mô. Đồng thời, ngân hàng vẫn duy trì trích lập dự phòng cao theo chiến lược quản trị rủi ro thận trọng và tăng trưởng tín dụng tăng tốc so với cùng kì năm ngoái.

Hình 1: Lợi nhuận trước thuế



Hình 2: Thu nhập lãi ròng



Source: VCB, KISV Research

Source: VCB, KISV Research

### 1. Tín dụng mở rộng trong 6 tháng đầu năm nhưng đã giảm tốc trong quý III

Nền kinh tế thể hiện sự cải thiện mạnh mẽ nhất kể từ năm 2014 tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động tín dụng tăng trưởng nhanh. Trong 9 tháng đầu năm, VCB ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực so với năm 2016. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng 9 tháng đạt 16,3% ytd, cao hơn so với mức tăng của cùng kỳ 2016 (15,7% ytd) và mức trung bình toàn hệ thống (11,5% ytd). Tổng dư nợ cho vay khách hàng cuối quý 3/2017 đạt 536.059 tỷ đồng. Trong đó, dư nợ cho vay ngắn hạn (chiếm 57%) tăng 17% ytd, trong khi cho vay trung dài hạn (chiếm 43%) tăng 16% ytd.

VCB đã đặt mục tiêu cơ cấu lại danh mục tín dụng theo hướng giảm dần cho vay lãi suất thấp. Ngoài ra, cơ cấu cho vay theo nhóm khách hàng cũng có sự dịch chuyển từ cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp nhà nước (23,3% năm 2015 giảm còn 19,8% năm 2016) sang cho vay thể nhân, doanh nghiệp vừa và nhỏ và doanh nghiệp FDI (tăng từ 20,22% năm 2015 lên 25,3% năm 2016) theo định hướng hoạt động giai đoạn 2016-2020. Cơ cấu khách hàng mục tiêu sẽ bao gồm 11-12% là doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp Nhà nước và 40% là khách hàng cá nhân, SMEs và doanh nghiệp FDI. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng những yếu tố này sẽ tác động tích cực đến biên lãi thuần NIM trong năm nay và các năm tới nhờ đóng góp từ biên lãi cao hơn của phân khúc khách hàng cá nhân.

Huy động vốn tiếp tục ổn định nhờ nguồn tiền gửi dồi dào mặc dù lãi suất huy động của VCB thấp nhất toàn hệ thống và đã giảm thêm 0,1% ở tất cả các kỳ hạn từ đầu tháng 11. Kết thúc quý 3/2017, tổng lượng tiền huy động từ khách hàng của VCB đạt 688.000 tỷ đồng, tăng 16,5% ytd, cao hơn so với mức tăng cùng kỳ năm 2016 (14,7% ytd) và cao hơn so với trung bình ngành (11,2% ytd). Thanh khoản vẫn duy trì tốt với LDR ở mức 78%, tương đương của năm 2016, thấp hơn nhiều so với mức trần 90% của Thông tư 06. Cùng với lợi thế về nguồn tiền gửi không kỳ hạn (lãi suất thấp) chiếm tỷ trọng lớn (27%) trong tổng tiền gửi khách hàng, VCB vẫn còn nhiều dư địa để mở rộng cho vay mà không phải chịu áp lực huy động vốn.

Thu nhập lãi thuần 9 tháng đạt 16.161 tỷ đồng, tăng 18,4% y/y. Tuy nhiên, biên lãi thuần NIM 9 tháng chỉ đạt 2,07%, giảm nhẹ so với mức 2,12% của cùng kỳ năm 2016. Tín dụng đã giảm tốc khi tăng trưởng trong quý 3 chỉ đạt 2,47%, trong khi mức tăng trưởng đạt rất cao 13,86% trong 6 tháng đầu năm, khác hẳn với tình trạng chặt vật thường thấy trong quý 1 và quý 2 các năm trước. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do VCB bắt đầu kim hãm đà tăng trưởng tín dụng từ quý III theo chiến lược quản trị rủi ro thận trọng sau 6 tháng tín dụng tăng rất mạnh và để đảm bảo hệ số an toàn vốn CAR trên mức tối thiểu 9%.

## 2. Hoạt động ngoài lãi tăng trưởng mạnh

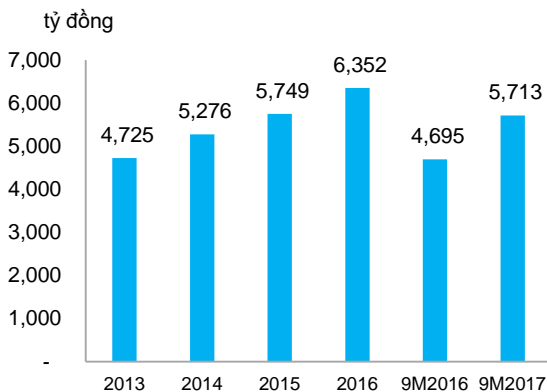
Thu nhập ngoài lãi 9 tháng đạt 5.713 tỷ đồng, tăng 21,7% y/y, đóng góp 26,11% vào tổng thu nhập hoạt động, tăng nhẹ so với mức đóng góp 25,6% của cùng kỳ 2016. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ chiếm phần lớn, đạt 1.965 tỷ đồng (tăng mạnh 24% y/y so với mức tăng 13,5% y/y của năm 2016) bên cạnh thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và vàng 1.710 tỷ đồng (cũng tăng mạnh 9,2% y/y so với tốc độ tăng 2,46% y/y của năm 2016) và thu nhập khác 2.038 tỷ đồng (+32% y/y). Tốc độ tăng thu nhập ngoài lãi lớn hơn tốc độ tăng thu nhập lãi (21,7% so với 18,4%) đã giúp tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trong tổng thu nhập của VCB tăng nhẹ từ 25,5% lên 26,1% trong 9 tháng.

Đặc biệt, chúng tôi dự báo trong quý IV/2017 VCB sẽ hạch toán một khoản lợi nhuận đột biến do trong tháng 11/2017 ngân hàng đã thoái vốn thành công tại Ngân hàng TMCP Sài Gòn Công Thương (SGB) và Công ty Tài chính Xi Măng (CFC) và dự kiến sẽ hoàn tất thoái vốn tại Ngân hàng Phương Đông (OCB) vào cuối tháng 12, trong đó:

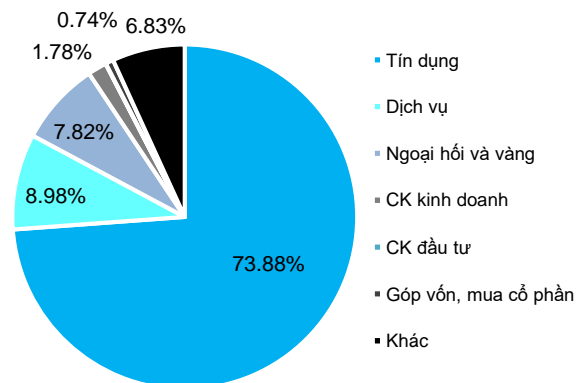
- SGB: VCB nắm giữ 13.251.695 cổ phiếu, giá trị sổ sách cuối năm 2016 là 9.316 đồng/cp, giá trúng thầu trung bình 20.100 đồng/cp. Do đó, lợi nhuận cho VCB là 143 tỷ đồng.
- CFC: VCB nắm giữ 6.600.000 cổ phiếu, giá trị sổ sách cuối năm 2016 là 10.750 đồng/cp, giá trúng thầu trung bình 11.554 đồng/cp. Lợi nhuận về tay VCB là 5,3 tỷ đồng.
- OCB: VCB đang sở hữu 18.887.709 cổ phần với giá trị sổ sách vào cuối năm 2016 là 7.666 đồng/cp. Giá đấu khởi điểm là 13.000 đồng/ cp. Do đó VCB sẽ thu về tối thiểu 100,7 tỷ đồng.

Như vậy, lợi nhuận trước thuế năm 2017 sẽ có thêm một khoản thu nhập tối thiểu là 249 tỷ đồng, tăng 2.5% so với dự báo của chúng tôi trong trường hợp không có thoái vốn.

Hình 3: Thu nhập ngoài lãi thuần



Hình 4: Cơ cấu thu nhập của VCB



Source: VCB, KISV Research

Source: VCB, KISV Research

## 3. Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt

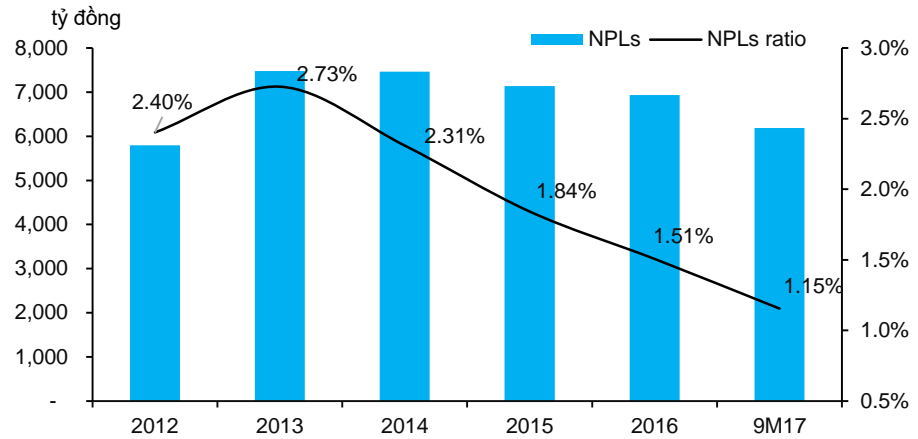
Hoạt động kinh doanh diễn biến tích cực đã thúc đẩy VCB mở rộng mạng lưới và nhân sự nhanh chóng. Tại thời điểm cuối tháng 9/2017, tổng số nhân viên của VCB là 16.182 người, tăng 567 người so với cuối năm 2016. Theo đó, chi phí hoạt động 9 tháng (chủ yếu là chi phí lương và chi phí phát triển hạ tầng công nghệ thông tin ngân hàng) tăng mạnh 26% y/y lên 9.433 tỷ đồng. Tuy nhiên, hệ số chi phí hoạt động/ thu nhập hoạt động CIR chỉ tăng nhẹ lên 43% từ mức 41% tại thời điểm cuối năm 2016. Chúng tôi cho rằng sự gia tăng này là hợp lý và phù hợp với định hướng phát triển mạnh mẽ bán lẻ của VCB trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt với nhiều ngân hàng khác.

## 4. Nợ xấu vẫn được kiểm soát tốt với mức trích lập dự phòng tương đối thận trọng

Nợ xấu tại thời điểm cuối tháng 9/2017 ở mức 6.184 tỷ đồng, giảm 10,8% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 1,15% so với mức 1,51% cuối năm 2016. Ngoài lý do tăng trưởng tín dụng mở rộng, VCB đã có nhiều đổi mới trong quản trị quy trình cho vay và thu nợ như phân khúc và phân hạng khách hàng, chuẩn hóa các điều kiện cấp tín dụng, tăng

cường kiểm soát khách hàng là doanh nghiệp nhà nước và xây dựng lộ trình thu hồi nợ chi tiết đến từng khoản nợ. Mặc dù đã hoàn thành trích lập dự phòng cho nợ xấu tại VAMC trong năm 2016 và tỉ lệ nợ xấu 9 tháng đầu năm ở mức thấp, VCB vẫn đẩy mạnh trích lập dự phòng rủi ro khi chi phí trích lập dự phòng 9 tháng đạt 4.506 tỷ đồng, đẩy tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu LLR tăng kỷ lục lên 164,8% từ mức 117% cuối năm 2016. Cụ thể, quỹ dự phòng rủi ro đạt 10.190 tỷ đồng cho 6.184 tỷ đồng nợ xấu. Với số dư quỹ dự phòng rất cao này, giả sử VCB trong quý cuối năm không tiếp tục nâng tỷ lệ LLR lên nữa hoặc giảm trích lập thì vùng LNTT năm 2017 10.000-11.500 tỷ đồng hoàn toàn nằm trong khả năng của VCB.

**Hình 5: Tình hình nợ xấu tại VCB**



Nguồn: VCB, KISV Research

## 5. Mức độ an toàn vốn giảm do chưa tăng được vốn

VCB đang đứng trước áp lực duy trì mức độ an toàn vốn khi CAR 6 tháng đầu năm theo báo cáo của ngân hàng đã giảm xuống còn 9,81% so với mức 11,13% của năm 2016. Phương án tăng vốn điều lệ thông qua phát hành riêng lẻ 7,7% vốn điều lệ cho GIC, phương án phát hành 10% vốn điều lệ ra công chúng hoặc riêng lẻ cho tối đa 10 nhà đầu tư tổ chức cũng như kế hoạch phát hành 8.000 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2017 vẫn chưa có tiến triển mặc dù hơn 11 tháng của năm 2017 đã trôi qua. Theo nhận định của chúng tôi, trong năm 2017, VCB sẽ chưa thể tăng thêm một đồng vốn nào.

Do đó, chúng tôi nhận định tín dụng của VCB sẽ khó tăng mạnh hơn mức tăng 18,8% của năm 2016 để duy trì hệ số CAR trên mức 9%. Bằng chứng là tín dụng trong quý III đã giảm tốc như đã phân tích ở trên.

## II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

### 1. Triển vọng cả năm 2017

Trong năm 2017, VCB vẫn giữ vững được vị thế ngân hàng đầu ngành với lợi thế chất lượng tài sản vượt trội, định hướng phát triển đúng đắn tập trung vào mảng cho vay bán lẻ cùng với chiến lược quản trị rủi ro thận trọng. Kết thúc quý III/2017, VCB đã hoàn thành 78% dự phóng thu nhập của chúng tôi. LNST năm 2017 dự báo đạt 8.173 tỷ đồng (+19,3% y/y) và VCSH đạt 53.040 tỷ đồng (+10,3% y/y). Theo đó, EPS và BVPS lần lượt đạt 2.272 đồng và 14.742 đồng, tương ứng với P/E forward 19,7x và P/B forward 3,2x. Trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng quý IV tăng xấp xỉ mức tăng của quý III và cả năm đạt 18,8% nhằm duy trì hệ số CAR trên 9%. Tăng trưởng huy động cả năm đạt 17,5%. NIM đạt 2,53%.
- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh hơn (+12% y/y) so với cùng kỳ, đạt 7.101 tỷ đồng. Trong đó thu nhập khác tăng 19% y/y nhờ lợi nhuận từ thoái vốn khỏi SGB, CFC và OCB.
- Tỷ lệ nợ xấu cả năm ước đạt 1,28%. Chúng tôi giả định VCB sẽ giảm trích lập dự phòng trong quý IV để giảm tỉ lệ LLR về 156% sau khi tăng kỷ lục lên 165% trong 9 tháng đầu năm. Chi phí dự phòng nợ xấu 2017 ước đạt 5.636 tỷ đồng (-12% y/y) nhờ

không còn phải trích lập cho trái phiếu tại VAMC và tỉ lệ nợ xấu giảm so với năm 2016 (1,51%). Như vậy, VCB sẽ còn phải trích lập thêm 1.130 tỷ đồng trong quý IV.

## 2. Triển vọng 2018 – Lợi nhuận có thể tăng đột biến từ câu chuyện thoái vốn

Nền kinh tế được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng cao cùng với môi trường vĩ mô ổn định như năm 2017 và VCB tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu thị trường. Kết quả kinh doanh năm 2018 được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng như năm 2017 với giả định thận trọng là các phương án tăng vốn chưa thành công. Trong đó, VCB sẽ duy trì NIM bằng cách tiết kiệm chi phí huy động thông qua giảm lãi suất tiền gửi của khách hàng, khi chưa thể đẩy mạnh cho vay. Chúng tôi cũng dự báo thu nhập ngoài lãi sẽ tiếp tục mở rộng với tốc độ cao hơn tốc độ tăng thu nhập lãi thuần (thông qua nâng cấp chất lượng dịch vụ và đẩy mạnh bán chéo sản phẩm), giúp gia tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trong tổng thu nhập.

Tâm điểm chú ý của năm 2018 sẽ đến từ hoạt động thoái vốn tại EIB và MBB dự kiến hoàn tất trong tháng 1/2018 với kỳ vọng giá đầu thành công của cổ phiếu EIB ở mức 13.000 – 13.500 đồng/cp và MBB ở mức 27.000 - 27.500 đồng/cp. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thu về khoảng 3.000 tỷ đồng và VCB sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận này ngay trong quý I/2018.

<b>ĐVT: Nghìn tỷ VND</b>	<b>Giá thoái vốn EIB (nghìn VND)</b>						
<b>Giá thoái vốn MBB (nghìn VND)</b>	<b>12.0</b>	<b>12.5</b>	<b>13.0</b>	<b>13.5</b>	<b>14.0</b>	<b>14.5</b>	<b>15.0</b>
<b>25.5</b>	2.62	2.67	2.72	2.77	2.82	2.87	2.92
<b>26.0</b>	2.68	2.73	2.78	2.83	2.88	2.93	2.98
<b>26.5</b>	2.74	2.79	2.84	2.89	2.95	3.00	3.05
<b>27.0</b>	2.81	2.86	<b>2.91</b>	<b>2.96</b>	3.01	3.06	3.11
<b>27.5</b>	2.87	2.92	<b>2.97</b>	<b>3.02</b>	3.07	3.12	3.17
<b>28.0</b>	2.93	2.98	3.03	3.08	3.14	3.19	3.24
<b>28.5</b>	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.25	3.30
<b>29.0</b>	3.06	3.11	3.16	3.21	3.26	3.31	3.36
<b>29.5</b>	3.12	3.17	3.22	3.27	3.33	3.38	3.43
<b>30.0</b>	3.19	3.24	3.29	3.34	3.39	3.44	3.49

Chúng tôi dự báo LNST năm 2018 đạt 12.361 tỷ đồng (+51.2% y/y) và VCSH đạt 62.889 tỷ đồng (+18,6% y/y). Theo đó, EPS và BVPS lần lượt đạt 3.436 đồng và 17.479 đồng, tương ứng với P/E forward 13x và P/B forward 2.69x. Trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng đạt tương đương năm 2017 ở mức 18,6% với giả định thận trọng là VCB chưa tăng được vốn. Tăng trưởng huy động cả năm đạt 17,5%. NIM đạt 2,57%.
- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng rất mạnh (+54,2% y/y) so với cùng kỳ, đạt 10.949 tỷ đồng. Trong đó thu nhập khác tăng 126% y/y nhờ lợi nhuận bất thường 3.000 tỷ đồng từ thoái vốn khỏi EIB và MBB.
- Tỉ lệ nợ xấu cả năm ước đạt 1,3%. Chi phí dự phòng cả năm khoảng 5.016 tỷ đồng dựa trên giả định tỷ lệ quỹ trích lập dự phòng/ tổng nợ xấu ở mức 135,6%.

### 3. Định giá

Một số giả định trong các mô hình định giá:

- Để đơn giản, chúng tôi không tính đến các phương án phát hành tăng vốn điều lệ trong mô hình định giá.
- Hệ số PER trong lịch sử của VCB cao nhất lên đến 30x trong khi hệ số PBR duy trì ổn định quanh mức 3.3x. Tại thời điểm đầu năm 2018, chúng tôi cho rằng mức PER hợp lý khoảng 23x và PBR hợp lý khoảng 3.3x.

#### Phương pháp thu nhập thặng dư RIM

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Giá trị vốn chủ sở hữu	53,040	62,889	72,767	85,201	99,971	117,975
Lợi nhuận ròng	8,173	12,361	12,756	15,312	17,648	20,882
Chi phí vốn	6,365	7,547	8,732	10,224	11,997	14,157
Thu nhập thặng dư	1,808	4,814	4,024	5,088	5,652	6,725
Giá trị hiện tại thu nhập thặng dư	1,808	4,814	3,593	4,056	4,023	4,274
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	6.5%					
Chi phí vốn Re	12.0%					
Tổng giá trị hiện tại thu nhập thặng dư (2018-2022)		20,760				
Giá trị hiện tại thu nhập thặng dư cuối kỳ		52,597				
Giá trị vốn chủ sở hữu		136,246				
Số lượng CP (triệu cp)		3,598				
<b>Định giá</b>		<b>37,867</b>				

#### Phương pháp P/E & P/B mục tiêu

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
BVPS (VND)	14,742	17,480	20,226	23,682	27,787	32,791
P/B mục tiêu	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>Giá</b>	<b>47,913</b>	<b>56,810</b>	<b>65,733</b>	<b>76,965</b>	<b>90,308</b>	<b>108,211</b>
P/B forward	3.2	2.7	2.3	2.0	1.7	1.4
EPS	2,272	3,436	3,545	4,256	4,905	5,804
P/E mục tiêu	23.0	23.0	21.0	20.0	19.0	19.0
<b>Giá</b>	<b>52,246</b>	<b>79,020</b>	<b>74,457</b>	<b>85,120</b>	<b>93,195</b>	<b>110,276</b>
P/E forward	19.7	13.0	12.6	10.5	9.11	7.7

Tổng hợp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
RIM	50%	37,867
P/B	30%	56,810
P/E	20%	79,020
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>51,782</b>

### III. Phân tích kỹ thuật



- Giá đã vượt qua được kênh giá tích lũy trong khoảng thời gian dài, đi kèm với là dòng tiền mạnh đẩy giá tăng rất thuyết phục.
- Các đường trung bình thể hiện xu thế tăng vững chắc khi đường MA(20) nằm trên đường MA(50).
- Dãy Bollinger Band mở rộng ra sau giai đoạn tích lũy cũng cho thấy quán tính tăng rất mạnh của giá, với các mức giá đóng cửa liên tục nằm ở dãy trên của Bollinger.
- Sau giai đoạn tăng mạnh, VCB đang trong quá trình kiểm chứng lại ngưỡng hỗ trợ quanh vùng giá 42-43k. Tuy nhiên, nếu so với nhịp tăng mạnh trước đó thì những nhịp điều chỉnh là không đáng kể khi áp lực bán ra cũng không quá lớn, mà chủ yếu chỉ là những nhịp chốt lời ngắn hạn.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị tiếp tục nắm giữ VCB và tăng tỷ trọng khi VCB điều chỉnh quanh ngưỡng 42-43. Mục tiêu trung hạn tại vùng đỉnh cũ quanh 50-51, tương đương với tỷ suất sinh lời 17%. Cắt lỗ khi giá rớt khỏi ngưỡng hỗ trợ 40k tương ứng với phạm vi hoạt động của đường MA(20).

### IV. Quan điểm đầu tư

VCB tiếp tục khẳng định vị thế vững chắc là ngân hàng số 1 Việt Nam khi công bố KQKD tích cực 9 tháng đầu năm với tốc độ tăng trưởng duy trì khả quan. Kết quả này có được là nhờ chiến lược phát triển tập trung vào phân khúc ngân hàng bán lẻ trong bối cảnh thu nhập người dân cải thiện và nhu cầu chi tiêu gia tăng, nỗ lực phát triển hạ tầng công nghệ thông tin trong quản trị doanh nghiệp và cung cấp dịch vụ đến khách hàng cũng như sự đổi mới trong quản trị rủi ro theo hướng thận trọng. VCB cũng duy trì chất lượng tài sản vượt trội nhờ nợ xấu đã được kiểm soát tốt và giảm mạnh trong 9 tháng đầu năm cùng với quỹ dự phòng nợ xấu cao kỷ lục. Các động lực tăng trưởng không ngừng củng cố và phát triển. Trở ngại duy nhất hiện nay đối với VCB là các phương án tăng vốn chưa thành công nhưng chúng tôi cũng kì vọng việc tăng vốn có thể tiến hành thành công trong tương lai gần trong bối cảnh TTCK sôi động. Cuối cùng, tâm điểm chính là hoạt động thoái vốn có thể mang lại lợi nhuận đột biến cho VCB trong năm 2018, nhân tố được kì vọng sẽ giúp cho giá cổ phiếu VCB kéo dài xu thế tăng sang năm tới. Kể từ đầu năm đến nay, giá cổ phiếu VCB đã tăng 29%. Với giá mục tiêu được điều chỉnh lên 51.800 đồng từ mức 39.000 đồng, cao hơn giá hiện tại 15,9%, và tỷ suất cổ tức 1,8%, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VCB.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	12,500	14,825	17,524	20,590	24,194	28,355
Tiền gửi tại NHNN	24,976	29,347	34,424	40,276	47,123	54,992
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	180,655	214,257	253,252	297,571	349,646	409,785
<b>Cho vay KH</b>	<b>547,440</b>	<b>649,264</b>	<b>767,431</b>	<b>901,731</b>	<b>1,059,534</b>	<b>1,241,774</b>
Dự phòng cho vay khách hàng	(10,949)	(11,442)	(13,524)	(15,891)	(18,672)	(21,884)
Chứng khoán đầu tư	142,313	153,698	165,994	179,273	193,615	209,104
<b>Tài sản sinh lãi</b>	<b>884,436</b>	<b>1,035,124</b>	<b>1,207,576</b>	<b>1,402,960</b>	<b>1,631,246</b>	<b>1,893,772</b>
Tài sản khác	12,796	14,843	17,218	19,973	23,168	26,875
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>923,368</b>	<b>1,078,571</b>	<b>1,256,261</b>	<b>1,457,656</b>	<b>1,692,933</b>	<b>1,963,522</b>
Các khoản nợ NHNN	58,971	69,291	81,279	95,096	111,262	129,843
Tiền gửi và vay các TCTD	83,103	89,671	105,184	117,472	130,897	152,757
Tiền gửi của khách hàng	693,780	815,192	956,220	1,118,777	1,308,970	1,527,568
Phát hành giấy tờ có giá	18,300	19,215	20,176	21,185	23,303	25,633
Nguồn vốn không chịu lãi khác	16,173	22,657	21,455	21,236	20,338	11,098
Tổng nợ phải trả	870,328	1,016,027	1,184,313	1,373,765	1,594,770	1,846,899
Vốn chủ sở hữu	53,040	62,889	72,767	85,201	99,971	117,975
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>923,368</b>	<b>1,078,916</b>	<b>1,257,081</b>	<b>1,458,966</b>	<b>1,694,741</b>	<b>1,964,874</b>

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Thu nhập lãi	40,472	47,914	55,861	64,827	75,028	87,863
Chi phí lãi	(19,763)	(23,268)	(27,162)	(31,656)	(36,879)	(42,975)
<b>Thu nhập lãi ròng</b>	<b>20,709</b>	<b>24,646</b>	<b>28,700</b>	<b>33,170</b>	<b>38,149</b>	<b>44,888</b>
<b>Thu nhập ngoài lãi ròng</b>	<b>7,101</b>	<b>10,949</b>	<b>9,314</b>	<b>10,988</b>	<b>13,010</b>	<b>15,456</b>
Tổng thu nhập hoạt động	27,810	35,595	38,014	44,159	51,159	60,345
Chi phí hoạt động	(11,958)	(15,128)	(16,156)	(18,105)	(20,975)	(24,741)
<b>Lợi nhuận trước chi phí dự phòng</b>	<b>15,852</b>	<b>20,467</b>	<b>21,858</b>	<b>26,054</b>	<b>30,184</b>	<b>35,603</b>
Dự phòng	(5,636)	(5,016)	(5,913)	(6,914)	(8,123)	(9,500)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>10,216</b>	<b>15,451</b>	<b>15,945</b>	<b>19,140</b>	<b>22,061</b>	<b>26,103</b>
Chi phí thuế	(2,043)	(3,090)	(3,189)	(3,828)	(4,412)	(5,221)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,173</b>	<b>12,361</b>	<b>12,756</b>	<b>15,312</b>	<b>17,648</b>	<b>20,882</b>

Chỉ tiêu chính	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng tổng tài sản	17.2%	16.8%	16.5%	16.0%	16.1%	16.0%
Tăng trưởng tín dụng	18.8%	18.6%	18.2%	17.5%	17.5%	17.2%
Tăng trưởng huy động	17.5%	17.5%	17.3%	17.0%	17.0%	16.7%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	11.8%	19.0%	16.4%	15.6%	15.0%	17.7%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	11.8%	54.2%	-14.9%	18.0%	18.4%	18.8%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	20.2%	26.5%	6.8%	12.1%	15.9%	18.0%
Tăng trưởng LN trước DP	6.2%	29.1%	6.8%	19.2%	15.9%	18.0%
<b>Tăng trưởng LNTT</b>	<b>19.9%</b>	<b>51.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>20.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>18.3%</b>
CIR	43.0%	42.5%	42.5%	41.0%	41.0%	41.0%
NIM	2.53%	2.57%	2.56%	2.54%	2.51%	2.55%
LDR	78.9%	79.6%	80.3%	8.06%	80.9%	81.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.28%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
LLRR	156.3%	135.6%	135.6%	135.6%	135.6%	135.6%
ROAA	0.96%	1.23%	1.09%	1.13%	1.12%	1.14%
ROAE	16.16%	21.32%	18.81%	19.39%	19.06%	19.16%



**TĂNG TỶ TRỌNG:** Nếu giá mục tiêu cao hơn 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** Nếu tổng suất sinh lời kỳ vọng thấp hơn -5%.

## KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ư thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.

## LIÊN HỆ

### Trụ sở chính

Tòa nhà Maritime Bank  
Tầng 3, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.  
ĐT: +84 28 3914 8585  
Fax: +84 28 3821 6899

### Chi nhánh Hà Nội

Tòa nhà CTM  
Tầng 6, 299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
ĐT: +84 24 3974 4448  
Fax: +84 24 3974 4501

### Phòng Phân tích

Trưởng phòng Phân tích  
Bạch An Viễn  
[vien.ba@kisvn.vn](mailto:vien.ba@kisvn.vn)

Chuyên viên phân tích Tài chính  
Phạm Thị Tố Tâm  
[tam.pt@kisvn.vn](mailto:tam.pt@kisvn.vn)

Chuyên viên Phân tích Tài chính  
Đặng Gia Tuấn  
[tuan.dg@kisvn.vn](mailto:tuan.dg@kisvn.vn)

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật  
Nguyễn Lê Nguyên Vĩ  
[vi.nl@kisvn.vn](mailto:vi.nl@kisvn.vn)

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô  
Chu Lục Ninh  
[ninh.cl@kisvn.vn](mailto:ninh.cl@kisvn.vn)

### Phòng Khách hàng Định chế

Trưởng phòng Khách hàng Định chế  
Lâm Hạnh Uyên  
[uyen.lh@kisvn.vn](mailto:uyen.lh@kisvn.vn)