

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)

Cập nhật 15/04/2016

	MUA
Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (sau điều chỉnh) (VND)	36.800
Giá hiện tại (VND)	42.500
Giá hiện tại điều chỉnh (tương đương sau phát hành 35% cổ phiếu thưởng) (VND)	31.500
Upside	16,8%
Dividend yield	3,2%
Total expected return	20,0%

Biểu đồ giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	42.500
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.655
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	113.263
Giá cao nhất 52 tuần	54.500
Giá thấp nhất 52 tuần	32.400
KLGDĐQ (cổ phiếu)	777.026
FOL	30%
% sở hữu nước ngoài	20,9%

Cơ cấu cổ đông

SBV	77,11%
Mizuho	15,00%
Cổ đông khác	7,89%

Phạm Thiên Quang
quang.phamthien@mbs.com.vn
 Trần Trà My
my.trantra@mbs.com.vn
 Trần Yến Linh
equity.research@mbs.com.vn

Kế hoạch lợi nhuận quá khiêm tốn so với thực lực của một ngân hàng dẫn đầu

- VCB đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế (LNTT) 2016 là 7.500 tỷ đồng, chỉ tăng 10% so với 2015. Chúng tôi dự báo LNTT 2016 của VCB có thể đạt 8.692 tỷ đồng, tăng mạnh 27,3% so với 2015.
- VCB tiếp tục khẳng định là một ngân hàng vượt trội về nhiều mặt: Chất lượng tài sản tốt nhất, lợi thế chi phí vốn thấp nhấp, đứng đầu ở nhiều sản phẩm dịch vụ và có cấu trúc thu nhập được đa dạng hóa tốt.
- Hành động:** Tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA**. Động lực tăng giá cổ phiếu (catalysts) trung hạn là dự báo tăng trưởng lợi nhuận vượt kế hoạch và kỳ vọng; dài hạn hơn, VCB là ngân hàng dẫn đầu ngành, còn nhiều dư địa tăng trưởng và cải thiện khả năng sinh lời.

Dự báo lợi nhuận và định giá

Đơn vị: triệu VND	2014	2015	2016F	2017F
Lợi nhuận trước dự phòng	10.435.512	12.895.548	14.302.574	16.034.804
Chi phí dự phòng	4.591.445	6.068.091	5.610.431	5.823.365
Lợi nhuận trước thuế	5.844.067	6.827.457	8.692.143	10.211.439
EPS (diluted) (VND)	1.822	1.994	2.095	2.060
BVPS (VND)	16.257	16.888	15.315	16.375
ROAA	0,87%	0,85%	0,96%	1,00%
ROAE	10,66%	12,03%	13,13%	13,00%
P/E			15,0x	15,3x
P/B			2,05x	1,92x

Nguồn: BCTC VCB & MBS Research dự phóng

Sự kiện

VCB tổ chức họp Đại hội đồng cổ đông thường niên 2016 vào ngày 15/04/2016 vừa qua.

Cập nhật một số mục tiêu kế hoạch chính 2016 và kết quả kinh doanh Q1/2016

Cập nhật nội dung họp Đại hội đồng cổ đông thường niên 2016

Đại hội đồng cổ đông thường niên 2016 thông qua kế hoạch LNTT 2016 là 7.500 tỷ đồng (tăng 10% so với 2015), dựa trên một số chỉ tiêu kế hoạch cụ thể sau:

- Tổng tài sản: tăng 13,5%
- Tín dụng: Tăng 17%; trong đó, cho vay khách hàng cá nhân tăng trưởng 50%
- Huy động vốn từ nền kinh tế: 15%
- Tỷ lệ nợ xấu: <2,5%. VCB chưa có kế hoạch hoán đổi nợ xấu với VAMC trong năm 2016 (trừ khi bắt buộc), nhưng cũng không quá 1.000 tỷ đồng
- Chi phí dự phòng: 5.500 tỷ đồng (giảm khoảng 7,5% so với 2015).

Đại hội thông qua phương án trả cổ tức tiền mặt năm 2015 là 10% (1.000 VND/cổ phiếu) và tăng vốn điều lệ từ 26.650.203.340.000 tỷ đồng lên 39.575.551.950.000 tỷ đồng trong năm 2016, theo lộ trình 2 bước:

- Bước 1: Phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 35% cho cổ đông hiện hữu
- Bước 2: Phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài với tỷ lệ tối đa 10% vốn điều lệ của VCB tại thời điểm chào bán. VCB cho biết hiện tại đã có một số nhà đầu tư đáp ứng được yêu cầu và có ý định tham gia đợt phát hành này.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch LNTT 7.500 (tăng 10%) là quá khiêm tốn và VCB nhiều khả năng sẽ vượt kế hoạch (phân tích và dự phóng chi tiết sẽ được đề cập rõ ở phần sau). Trong khi đó, kế hoạch tăng vốn điều lệ khá mạnh có thể phần nào tạo lo lắng hiệu ứng pha loãng. Chúng tôi đánh giá việc tăng vốn lúc này của VCB là cần thiết, tạo tiền đề cho kế hoạch tăng trưởng mạnh mẽ của VCB trong mấy năm tới, đặc biệt trong bối cảnh VCB sẽ áp dụng Basel II, dẫn đến hệ số an toàn vốn (CAR) bị giảm.

Cập nhật kết quả kinh doanh quý I/2016

Lợi nhuận trước thuế quý I/2016 tăng mạnh, đạt 2.300 tỷ (đây là mức cao nhất từ trước tới nay của VCB trong quý I), tăng 58% so với cùng kỳ. Trong quý I, tăng trưởng tín dụng đạt 6,5% (cao hơn nhiều so với mức tăng 1,54% tín dụng toàn hệ thống), tăng trưởng huy động 2,7%. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 1,76% (so với mức 1,84% thời điểm cuối 2015). Trong quý I, VCB đã trích lập dự phòng 1.300 tỷ đồng (tương đương 23,6% kế hoạch trích lập cả năm 2016 là 5.500 tỷ đồng).

Rõ ràng kết quả quý I/2016 là rất khả quan, củng cố quan điểm của chúng tôi VCB sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm nay ở một mức tương đối lớn.

3 vấn đề trọng yếu

Chúng tôi nhận thấy có 3 vấn đề trọng yếu có thể làm thị trường bất ngờ với VCB trong thời gian tới:

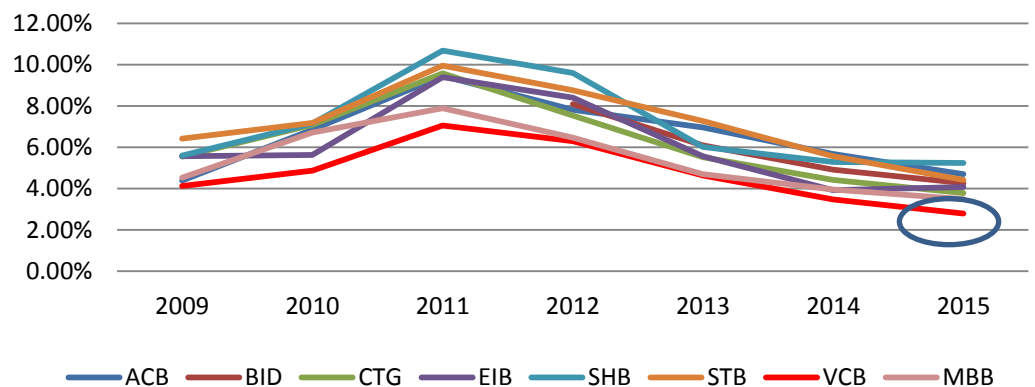
1. VCB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 17%, chi phí trích lập dự phòng giảm so với 2015 nhưng kế hoạch lợi nhuận trước thuế chỉ tăng có 10%. Điều này có hàm ý NIM có thể sẽ bị giảm hay VCB đặt kế hoạch quá khiêm tốn và thận trọng và thực hiện sẽ cao hơn kế hoạch? Dự phóng LNTT VCB có thể vượt kế hoạch bao nhiêu?
2. Hiện tại ROAE của VCB chỉ đang ở mức xấp xỉ 12%. Có quan điểm cho rằng đây là mức ROAE thấp và chưa tương xứng so với giá cổ phiếu VCB (P/B hiện tại tương đối cao, 2,4-2,5x; P/B với BVPS dự phóng ở mức 2x). Câu hỏi đặt ra: liệu ROAE của VCB có thể cải thiện được bao nhiêu từ mức hiện tại để có thể tạo động lực cho một mức định giá cao hơn dành cho VCB từ mức giá cổ phiếu hiện tại?
3. Chương trình tái cơ cấu ngành ngân hàng đã trải qua hơn 4 năm (2012 – 2016), một số ngân hàng quốc doanh như BID, CTG đã thực hiện sáp nhập các ngân hàng yếu kém (PG Bank sáp nhập vào CTG; MHB sáp nhập vào BID). Thực chất công cuộc tái cơ cấu ngành vẫn chưa kết thúc và vẫn còn đó những tổ chức tín dụng yếu kém, tồn tại nhiều vấn đề. Vậy liệu có kịch bản xảy ra VCB buộc phải sáp nhập với một tổ chức tín dụng như vậy (có tin đồn gần đây về việc có thể EIB và STB có thể sẽ cùng được sáp nhập vào VCB)? Hậu quả với VCB sẽ thế nào nếu kịch bản đó xảy ra?

Kế hoạch lợi nhuận quá khiêm tốn. Mô hình dự phóng lợi nhuận (earnings model) của chúng tôi dự báo VCB nhiều khả năng sẽ vượt kế hoạch, đạt mức tăng trưởng LNTT khoảng 27,3% so với năm 2015.

Kế hoạch tăng trưởng tín dụng 17% là khả thi, chúng tôi dự báo VCB có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn, đạt 20%, cao hơn mục tiêu bình quân của cả ngành (18%). Có nhiều yếu tố ủng hộ cho kế hoạch tăng trưởng tín dụng của VCB trong năm 2016: i) LDR tương đối thấp và còn nhiều dư địa cho tăng trưởng (LDR cuối năm 2015 chỉ ở mức 77%, so với mức trần cho phép đối với ngân hàng thuộc nhóm sở hữu Nhà nước như VCB là 90%), ii) VCB có lợi thế chi phí vốn rẻ nhất hệ thống và đây là lợi thế quan trọng trong ngành kinh doanh vốn, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh ở mảng bán lẻ đang khá gay gắt iii) VCB có nguồn khách hàng thế dồi dào và đây là điều kiện thuận lợi để phát triển tín dụng bán lẻ (được VCB xác định là mũi nhọn hiện nay), iv) VCB cũng có thể khai thác mảng khách hàng cá nhân thông qua mối quan hệ tốt với các khách hàng doanh nghiệp (tiếp cận khách hàng là nhân viên của các doanh nghiệp) và cuối cùng v) Lợi thế về danh tiếng vượt trội trong ngành cũng giúp VCB trong mảng thu hút khách hàng cá nhân.

Thực tế cho thấy chỉ trong Quý I/2016, VCB đã đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng khoảng 6,5% (vượt trội so với tăng trưởng chung của ngành chỉ ở mức 1,54% trong Quý I/2016), tương đương hoàn thành trên 38% kế hoạch cả năm 2016.

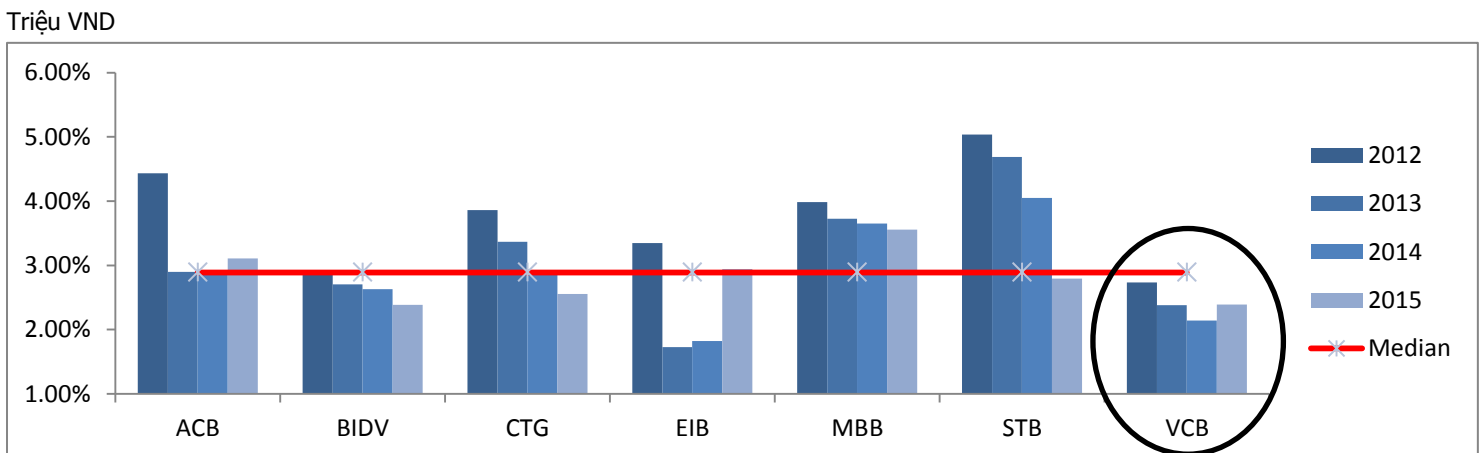
Biểu 1: Chi phí vốn (cost of funds) của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

VCB là trường hợp hiếm hoi trong số các ngân hàng chúng tôi dự báo có thể cải thiện được NIM trong năm nay, đạt 2,67%, tăng khoảng 9 điểm cơ bản (basic points) so với 2015.

Biểu 2: NIM của các ngân hàng niêm yết 2012-2015



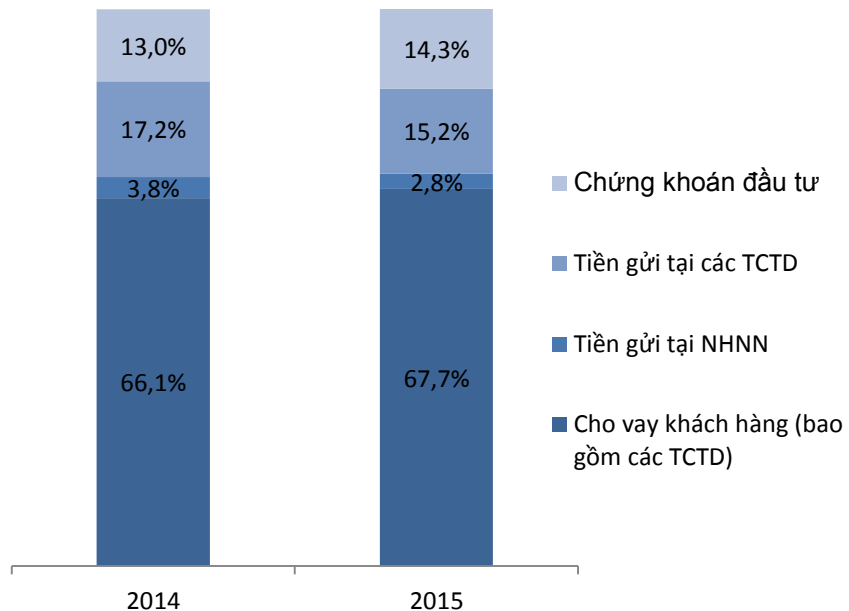
Nguồn: BCTC NHTM, MBS Research

Chúng tôi tiến hành thống kê NIM của 7 ngân hàng niêm yết trong danh sách chúng tôi theo dõi, VCB nằm trong số ngân hàng có NIM thấp hơn trung bình. Tuy nhiên, sau 3 năm giảm liên tiếp, NIM của VCB đã chạm đáy và tăng trở lại trong năm 2015. Lãi suất cho vay và trái phiếu liên tục giảm trong mấy năm qua, trong bối cảnh ngành ngân hàng thực hiện tái cơ cấu và tập trung xử lý nợ xấu khiến NIM giảm. Tuy nhiên, VCB là ngân hàng đã quyết liệt xử lý nợ xấu và dẫn đầu trong nhóm hồi phục, VCB đã đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2015. Mặc dù lãi suất cho vay đầu ra giảm, tuy nhiên chi phí vốn giảm mạnh hơn là yếu tố quan trọng giúp VCB cải thiện được NIM trong năm 2015 vừa qua (tăng từ 2,39% năm 2014 lên 2,58% năm 2015).

Chúng tôi dự báo xu hướng cải thiện NIM của VCB vẫn tiếp tục trong năm 2016 trên cơ sở:

- VCB đã đặt kế hoạch nâng cao tỷ lệ cho vay/huy động LDR (như đã phân tích ở trên, VCB hiện vẫn còn dư địa khá nhiều để tăng cho vay, trong khi ít bị sức ép phải chạy đua nâng lãi suất huy động đầu vào, mặc dù thực tế gần đây VCB cũng đã điều chỉnh nâng nhẹ lãi suất huy động đầu vào).
- Ngoài ra, việc điều chỉnh cơ cấu tài sản sinh lãi theo hướng giảm tài sản liên ngân hàng và tăng tỷ trọng cho vay cá nhân cũng góp phần cải thiện NIM của VCB. Cuối 2015, tiền gửi liên ngân hàng của VCB vẫn chiếm đến 15,2%, trong khi lãi suất gộp tiền gửi liên ngân hàng chỉ có 1,32%.
- Khoản đầu tư trái phiếu chính phủ bằng USD năm 2015 với NIM tốt (cao hơn NIM bình quân) sẽ có ảnh hưởng tích cực đến NIM chung cho cả năm 2016.

Biểu 3: Tỷ trọng tài sản sinh lãi



Nguồn: BCTC VCB, MBS Research

Tuy vậy, xét trên bình diện cả ngành, chúng tôi dự báo NIM của các ngân hàng sẽ rất khó cải thiện trong năm 2016, trong bối cảnh lãi suất huy động đầu vào tăng, trong khi việc tăng lãi suất đầu ra chậm và khó khăn hơn do môi trường cạnh tranh mở rộng quy mô của các ngân hàng. Do đó, ngay cả trường hợp VCB với nhiều yếu tố thuận lợi hơn, việc cải thiện NIM trong 2016 cũng chỉ ở mức vừa phải (9 điểm cơ bản, ~0,09%).

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần 2016 tăng 19,5%, đạt 18.470 tỷ đồng.

Các giả định khác trong mô hình dự báo lợi nhuận

- Chúng tôi giả định tăng trưởng huy động đạt mức 15%, bằng với số kế hoạch VCB đề ra.
- Chúng tôi cũng giả định thu nhập ngoài lãi sẽ tăng 6,3%, trong đó đóng góp chính vẫn là thu nhập từ phí dịch vụ và thu nhập khác (bao gồm thu hồi nợ xấu đã xử lý). VCB là một trong số rất ít ngân hàng của Việt Nam hiện nay có cơ cấu thu nhập đa dạng hóa tốt, trong đó thu nhập ngoài lãi đóng góp đến gần 28% (2015). Cũng như các ngân hàng khác, VCB có định hướng tăng nguồn thu nhập ngoài lãi, nhất là từ phí dịch vụ. Chúng tôi dự báo thu nhập từ phí dịch vụ sẽ tiếp tục tăng dần tỷ trọng đóng góp vào tổng thu nhập.

- Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động sẽ tăng khoảng 23,7%, trên cơ sở lương thường cho nhân viên sẽ tăng do kết quả kinh doanh dự báo tốt hơn; VCB sẽ tiếp tục mở thêm chi nhánh và phòng giao dịch cũng như đầu tư nâng cấp hệ thống liên quan đến digital banking. Do vậy, CIR sẽ tăng lên khoảng 41,8% (so với 39,2% năm 2015). Tuy nhiên cũng cần lưu ý, VCB vẫn nằm trong nhóm ngân hàng (cùng với MBB) quản lý chi phí rất hiệu quả, CIR thấp hơn nhiều ngân hàng khác.
- Lợi nhuận trước dự phòng ước tính đạt 14.302 tỷ đồng, tăng 10,9% yoy.
- Chúng tôi giả định chi phí dự phòng vào khoảng 5.610 tỷ, giảm khoảng 7,5% so với năm 2015; trong đó chi phí trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC khoảng 713 tỷ đồng và phần còn lại là chi phí trích lập dự phòng cho vay khách hàng. Chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate) sẽ giảm từ mức 1,71% năm 2015 xuống còn 1,32% (bao gồm cả chi phí trích lập dự phòng trái phiếu VAMC). VCB là ngân hàng tích cực nhất trong việc xử lý nợ xấu. Tính đến cuối năm 2015, tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu đã lên đến mức 120,6%, cao nhất trong tất cả các ngân hàng niêm yết. Các chỉ tiêu đánh giá chất lượng tài sản của VCB cũng cho kết luận sức ép phải trích lập dự phòng của VCB sẽ giảm kể từ năm nay (2016).

Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính LNTT 2016 tăng khoảng 27,3%, đạt 8.692 tỷ đồng. EPS 2016 pha loãng (sau khi tăng vốn lên 39.575 tỷ đồng) là 2.095 VND.

ROAE, định giá và khuyến nghị

Xác định ROAE hợp lý (normalized ROAE) của VCB

Trong mô hình lựa chọn cơ hội đầu tư trong ngành ngân hàng của chúng tôi, những tiêu chí ưu tiên gồm có:

Tiêu chí định tính

- Có lợi thế cạnh tranh: về chi phí vốn, thương hiệu, hệ thống và khả năng bán chéo sản phẩm
- Tập trung năng lực cốt lõi
- Quản trị minh bạch, thận trọng và hiệu quả, đặc biệt trong việc kiểm soát rủi ro và chi phí

Tiêu chí định lượng

- Cơ cấu nguồn vốn: tỷ lệ tiền gửi khách hàng/nợ phải trả: $\geq 80\%$, trong đó tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn, ký quỹ/nợ phải trả $\geq 30\%$ → Chi phí vốn thấp
- Hiệu quả về chi phí: $CIR \leq 45\%$
- Phân bổ tài sản hợp lý, kiểm soát rủi ro: Các khoản cho vay các lĩnh vực rủi ro cao chiếm tỷ lệ thấp. Chất lượng tài sản tốt
- Sinh lời cao: $ROAA \geq 1\%$, $ROAE \geq 15\%$
- Cơ cấu thu nhập đa dạng hóa

VCB là ngân hàng đáp ứng hầu hết các tiêu chí lựa chọn của chúng tôi, trong khi vẫn còn có thể cải thiện một số tiêu chí quan trọng và đây là động lực tăng giá (catalysts) dài hạn của VCB. Chúng tôi muốn nói về các chỉ số sinh lời ROAA và ROAE.

ROAE của VCB hiện nay vào khoảng 12%. Chúng tôi nhận định VCB có thể và còn nhiều dư địa nâng cao ROAE lên vùng 18-20% bằng cách:

- Tăng trưởng tổng tài sản để nâng cao tỷ lệ tổng tài sản/vốn chủ từ mức 13,9x hiện nay lên 18x.
- Cải thiện ROAA từ mức 0,85% hiện nay lên mức $> 1\%$.

Việc tăng trưởng tài sản nằm trong khả năng của VCB...

Với khả năng tăng trưởng huy động tiền gửi mạnh (tăng trưởng xấp xỉ 20%/năm trong suốt 5 năm qua) và cấu trúc tiền gửi hợp lý (tỷ lệ tiền gửi khách hàng/tổng nợ phải trả $> 80\%$, trong đó tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao, 28% cuối năm 2015), VCB có khả năng tăng trưởng tài sản một cách bền vững và nâng cao tỷ lệ tổng tài sản/vốn chủ sở hữu lên mức 18x. Cũng cần lưu ý, VCB vẫn luôn được đánh giá là ngân hàng được quản trị thận trọng và có độ rủi ro thấp.

... vấn đề là VCB cần cải thiện khả năng sinh lời ROAA lên mức trên 1%

Chúng tôi đã thực hiện phân tích các kịch bản với các biến quan trọng tác động đến ROAA của VCB. Phân tích của chúng tôi chỉ ra rằng ROAA hoàn toàn có cơ hội cải thiện và tăng ROAA lên mức >1% thông qua:

- Cải thiện NIM lên mức >3%, bằng cách thay đổi cấu trúc tài sản sinh lời (tăng cho vay khách hàng và giảm tỷ trọng tài sản liên ngân hàng) và nâng cao hệ số LDR (hiện vẫn còn nhiều dư địa so với mức trần cho phép).
- Cải thiện tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (credit cost rate) xuống dưới 1%.
- Tiếp tục quản trị tốt chi phí hoạt động, giữ tỷ lệ CIR ở mức hiệu quả như hiện tại.

Chúng tôi nhận định VCB có khả năng thực hiện được những điều trên để nâng cao ROAE lên vùng cao hơn mức hiện tại. Chúng tôi cũng nhận thấy VCB có quyết tâm (bên cạnh thực lực) để thực hiện việc cải thiện hệ số sinh lời qua thông điệp của Báo cáo thường niên 2016 mới đây.

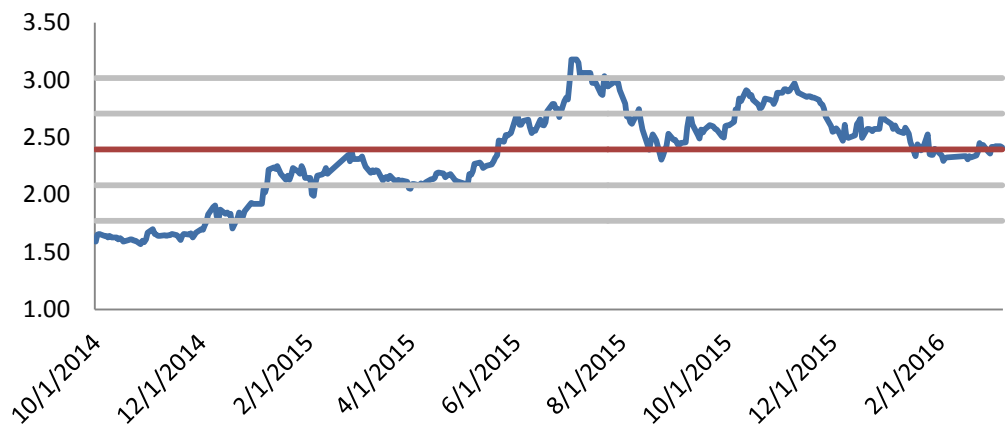
Định giá

Trước khi thực hiện định giá mục tiêu 12 tháng, chúng tôi lưu ý mức giá mục tiêu được đề cập trong báo cáo này trong điều kiện VCB sẽ thực hiện phát hành 35% cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu trong năm 2016. Theo đó, giá thị trường của cổ phiếu VCB sẽ điều chỉnh tương ứng. Nếu thị giá cổ phiếu VCB giữ nguyên mức hiện tại 42.500 VND, tại thời điểm phát hành 35% cổ phiếu thưởng, giá điều chỉnh tương ứng về mức 31.500 VND.

Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng VCB ở mức 36.800 VND, upside 16,8% (so với giá điều chỉnh là 31.500 VND) theo 2 phương pháp so sánh P/B lịch sử và phương pháp P/B hợp lý (justified P/B).

Phương pháp so sánh P/B lịch sử của VCB

Biểu 4: P/B lịch sử của VCB



Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi thu nhập dữ liệu P/B của VCB kể từ ngày 1/10/2014, khi cổ phiếu ngành ngân hàng bắt đầu được chú ý và VCB bắt đầu tăng giá đầu tiên. Từ đó đến nay, các thông số về P/B của VCB như sau:

- Median: 2,43x
- Mean: 2,35x
- Max: 3,18x
- Min: 1,57x
- Standard deviation: 0,32x

Chúng tôi áp dụng mức median lịch sử của VCB là 2,43x và BVPS dự phóng (sau pha loãng) là 15.315 VND, từ đó xác định giá mục tiêu 12 tháng của VCB vào khoảng 37.200 VND (sau điều chỉnh phát hành cổ phiếu thưởng).

Phương pháp P/B hợp lý (Justified P/B)

Chúng tôi sử dụng P/B hợp lý theo 3 kịch bản để xác định giá trị hợp lý của VCB. Các kịch bản theo 3 trường hợp theo giả định tăng trưởng dài hạn của VCB. Chúng tôi giữ nguyên mức normalized ROE và chi phí vốn chủ dài hạn (COE). Với phương pháp này, chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng của VCB vào khoảng 35.700 VND (sau điều chỉnh phát hành cổ phiếu thưởng) (ứng với base case).

Biểu 5: Justified P/B

	Weak case	Base case	Best case
Normalized ROE	20%	20%	20%
Chi phí vốn chủ (long term - COE)	12%	12%	12%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%	6%	8%
Justified P/B	1,67x	2,33x	3,00x
BVPS, 2016F (VND)	15.315	15.315	15.315
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	27.300	35.700	47.400

Tổng hợp định giá

Chúng tôi sử dụng trọng số 70% cho phương pháp so sánh P/B lịch sử (với những ngành phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế như ngân hàng, chúng tôi ưu tiên những phương pháp định giá ít phụ thuộc vào các biến số giả định trong tương lai) và 30% cho phương pháp justified P/B để xác định giá trị mục tiêu của VCB.

Biểu 6: Tổng hợp định giá mục tiêu (sau điều chỉnh)

Phương pháp	Giá trị		Trọng số		Giá mục tiêu (VND)
Historical P/B	37.200	X	70%	→	18.600
Justified P/B	35.700	X	30%	→	17.900
Upside					16,8%

Rủi ro

VCB vẫn thuộc sở hữu chi phối của SBV nên vẫn chịu ảnh hưởng bởi các quyết định mang tính mệnh lệnh hành chính. Nếu VCB bị buộc phải sáp nhập với một ngân hàng yếu kém, khi đó triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của VCB có thể sẽ bị ảnh hưởng phần nào.

Gần đây, có tin đồn EIB và STB sẽ được sáp nhập vào VCB khiến một số nhà đầu tư bán khống. Chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra kịch bản này là rất thấp bởi 2 lý do:

- Lãnh đạo VCB đã nhiều lần khẳng định VCB sẽ cân nhắc sáp nhập với những ngân hàng có văn hóa tương đồng và giúp nâng cao vị thế của VCB;
- 2 ngân hàng BID và CTG đều đã và đang thực hiện sáp nhập với các ngân hàng khác, MHB Bank với BID (đã hoàn thành), PG Bank với CTG (dự kiến trong quý II/2016), tuy nhiên quy mô của các ngân hàng này đều nhỏ so với quy mô của BID và CTG; trong khi quy mô của EIB và đặc biệt là STB khá lớn và còn nhiều vấn đề về chất lượng tài sản. Nếu sáp nhập 2 ngân hàng này vào VCB lúc này, chất lượng tài sản của VCB sẽ suy giảm. Trong bối cảnh VCB đang xúc tiến đàm phán với đối tác chiến lược nước ngoài về đợt phát hành riêng lẻ, chúng tôi nhận định ít có khả năng VCB sẽ sáp nhập với 2 ngân hàng kể trên.

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Mô hình thu nhập (triệu VND)	2015	2016F	2017F
Thu nhập lãi thuần	15.453.032	18.469.843	21.122.497
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.872.648	2.247.178	2.696.613
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.572.574	1.572.574	1.572.574
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán CK KD và đầu tư	349.829	337.733	359.585
Lãi/(lỗ) từ hoạt động khác	1.905.279	1.905.279	1.905.279
Thu nhập từ HĐ góp vốn mua cổ phần	48.435	48.435	48.435
Tổng thu nhập hoạt động	21.201.797	24.581.042	27.704.984
Chi phí hoạt động	8.306.249	10.278.468	11.670.180
Lợi nhuận trước dự phòng	12.895.548	14.302.574	16.034.804
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	6.068.091	5.610.431	5.823.365
Lợi nhuận trước thuế	6.827.457	8.692.143	10.211.439
Thuế thu nhập doanh nghiệp	1.495.390	1.737.429	2.042.288
Lợi nhuận sau thuế	5.332.067	6.953.714	8.169.151
Lợi ích cổ đông thiểu số	18.139	18.139	18.139
Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông	5.313.928	6.935.575	8.151.012

Bảng cân đối kế toán	2015	2016F	2017F
Tiền và các khoản tương đương tiền	8.519.334	9.785.328	11.253.127
Tiền gửi tại NHNN	19.715.035	19.715.035	19.715.035
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	131.527.373	137.795.984	137.795.984
Chứng khoán kinh doanh	9.467.305	9.467.305	9.467.305
Công cụ tài chính phái sinh	628	628	628
Cho vay khách hàng	378.541.826	454.620.404	546.823.851
Cho vay khách hàng	387.151.704	464.582.045	557.498.454
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(8.609.878)	(9.961.641)	(10.674.603)
Chứng khoán đầu tư	108.055.236	115.619.103	123.712.440
Góp vốn đầu tư dài hạn	3.556.750	3.556.750	3.556.750
Tài sản cố định	5.039.473	5.039.473	5.039.473
Tài sản cố định hữu hình	3.385.622	3.385.622	3.385.622
Tài sản cố định vô hình	1.653.851	1.653.851	1.653.851
Tài sản khác	9.971.680	9.971.680	9.971.680
Tổng tài sản	674.394.640	765.571.689	867.336.272
Các khoản nợ của CP và NHNN	41.479.553	41.479.553	41.479.553
Tiền gửi của các TCTD khác	72.135.381	72.135.381	82.770.716
Tiền gửi của khách hàng	500.528.267	575.607.507	661.948.633
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, phái sinh, giấy tờ có giá	2.479.070	2.973.325	3.567.990
Các khoản nợ khác	12.600.027	12.600.027	12.600.027
Vốn của ngân hàng	32.420.681	53.081.251	53.081.251
Vốn điều lệ	26.650.203	39.575.551	39.575.551
Thặng dư vốn cổ phần	5.725.318	13.460.539	13.460.539
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Vốn khác	45.160	45.160	45.160
Quỹ của ngân hàng	4.941.362	4.941.362	4.941.362
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	79.969	79.969	79.969
Đánh giá lại tài sản	89.222	89.222	89.222
Lợi nhuận giữ lại	7.475.808	2.418.792	6.612.249
Lợi ích cổ đông thiểu số	165.300	165.300	165.300
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	674.394.640	765.571.689	867.336.272

Chỉ số chính	2015	2016F	2017F
An toàn vốn			
CAR	11,04%	10,28%	9,72%
Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản	7,19%	8,42%	7,94%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	13,9x	11,9x	12,6x
Chất lượng tài sản			
Tỷ lệ nợ nhóm 3-5	1,84%	1,80%	1,80%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	2,40%	2,00%	2,00%
Quỹ dự phòng/nợ nhóm 3-5	120,5%	119,1%	106,4%
Tốc độ tăng NPL	-4,4%	17,2%	20,0%
Chi phí tín dụng (credit cost rate)	1,71%	1,32%	1,14%
Thanh khoản			
LDR	77,35%	80,71%	84,22%
Tăng trưởng huy động	18,55%	15,00%	15,00%
Tài sản thanh khoản/tổng tài sản	27,1%	19,3%	17,2%
Tài sản thanh khoản/tổng tiền gửi	32,0%	22,8%	20,0%
Khả năng sinh lời			
ROAA	0,85%	0,96%	1,00%
ROAE	12,03%	13,13%	13,00%
NIM	2,58%	2,67%	2,68%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	72,9%	75,1%	76,2%
Chi phí hoạt động/tổng thu nhập	39,14%	41,81%	42,12%
Tỷ lệ tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	16,9%	13,5%	13,3%
Tăng trưởng dư nợ cho vay	19,7%	20,0%	20,0%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	18,6%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	23,6%	10,9%	12,1%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	16,8%	27,3%	17,5%
Định giá			
EPS (diluted) (VND)	1.994	2.095	2.060
BVPS (VND)	16.888	15.315	16.375
DPS (VND)	1.000	1.000	1.000
P/E		15,1x	15,5x
P/B		15,0x	15,3x
D/P		2,05x	1,92x

Nguồn: BCTC VCB, MBS Research

Liên hệ

Equity Research

Phạm Thiên Quang

quang.phamthien@mbs.com.vn

Trần Trà My

my.trantra@mbs.com.vn

Trần Yến Linh

equity.research@mbs.com.vn

Institutional sales

Trương Hoa Minh

minh.truonghoa@mbs.com.vn

Hệ thống Khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên cơ sở mức lợi nhuận kỳ vọng gồm chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá + tỷ suất cổ tức trên thị giá:

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại)+ cổ tức]/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www,mbs.com,vn](http://www.mbs.com.vn)

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,