

Ngân hàng

Báo cáo công ty

Ngày 14 tháng 4 năm 2020

Khuyến nghị **MUA**

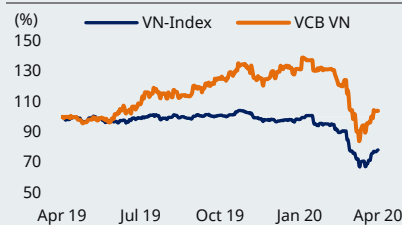
Giá mục tiêu (12 tháng) **83.500**

Giá hiện tại (14/04/20) **69.900**

Lợi nhuận kỳ vọng **19,5%**

Lợi nhuận sau thuế (20F, tỷ đồng)	21.499
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ đồng)	23.418
Tăng trưởng EPS (20F, %)	15,6
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	3
P/E (20F, x)	13,8
P/E thị trường (20F, x)	11,6
VN-INDEX	765,8
Vốn hoá (tỷ đồng)	262.218
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	3.709
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25,2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	23,7
Beta (12M)	1,1
Giá thấp nhất 52 tuần	56.600
Giá cao nhất 52 tuần	95.000

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-0,3	-17,8	4,1
Tương đối	-0,8	5,2	26,2



Công ty Chứng khoán Mirae Asset (VN)

[Ngân hàng]

Nguyễn Thị Bảo Trân

+84 3910 2222 (Ext: 139)

tran.ntb@miraeasset.com.vn

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB VN)

Tiếp tục đà tăng trưởng

Định giá

Chúng tôi nâng mức khuyến nghị Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB VN) lên MUA (từ khuyến nghị NẮM GIỮ một năm trước), với mức giá mục tiêu là 83.500 đồng (tương đương lợi nhuận kỳ vọng là 19,5%). Mức giá mục tiêu này tương ứng mức định giá P/B là 3,83x, tăng so với mức P/B định giá một năm trước là 2,62x, dựa trên cơ sở phân tích tiềm năng lợi nhuận của VCB trong 3 năm tới. Hiện tại VCB đang giao dịch ở P/B tương lai là 2,62x, hấp dẫn so với mức định giá và dự phóng ROE năm 2020 ở mức 21,2%.

Luận điểm đầu tư:

- 1) Tiếp tục quá trình tăng vốn vốn cấp 1 theo kế hoạch nhằm duy trì hệ số an toàn vốn CAR trên 8% (theo chuẩn Basel II) và tăng trưởng tài sản sinh lợi. Việc tăng vốn được kỳ vọng sẽ mang lại thặng dư vốn.
- 2) VCB là ngân hàng đầu ngành xét về chất lượng tài sản. Với chất lượng tài sản tốt, đi kèm với mức dự phòng trích lập cao tạo lớp đệm an toàn cho ngân hàng trong bối cảnh nền kinh tế xấu đi do dịch COVID-19.
- 3) Ngân hàng quản trị rủi ro tốt, với tỷ lệ nợ xấu thấp, duy trì mức dự phòng tích lũy cao, đạt tiêu chuẩn an toàn vốn Basel II sớm nhất hệ thống, dù đẩy mạnh chiến lược ngân hàng bán lẻ. Chi phí được quản trị tốt, duy trì mức tỷ lệ so với thu nhập dưới 40%.
- 4) Chiến lược ngân hàng bán lẻ được kỳ vọng giúp VCB duy trì đà tăng trưởng cao nhờ dự địa tăng NIM và đa dạng hóa thu nhập, đặc biệt là thu nhập từ bancassurance.
- 5) Lợi thế về chi phí huy động thấp, đi kèm với việc tối ưu hóa phân bổ tài sản sinh lời tạo nên dự địa tăng NIM cho VCB.
- 6) Triển vọng tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ là điểm sáng đầu tư đối với VCB trong bối cảnh hiện nay. Một mặt, nhờ lợi thế vốn có về thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại hối, ngân hàng duy trì một cấu trúc thu nhập bền vững. Mặt khác, nhờ hợp đồng độc quyền bancassurance với FWD, ngân hàng sẽ ghi nhận một phần phí độc quyền trong năm nay, cùng với phần phí dịch vụ bảo hiểm tăng thêm sẽ bù đắp lại sự sụt giảm trong tăng trưởng thu nhập từ lãi ròng và phần tăng chi phí dự phòng trong năm 2020.
- 7) Với vị thế ngân hàng đầu ngành, tăng trưởng tốt, chất lượng tài sản cao, và triển vọng tăng trưởng, VCB được hưởng phần bù chênh lệch đáng kể so với mức định giá chung của ngành.

Năm tài chính (31/12)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18.557	22.067	28.538	34.732	39.100	45.408	57.567
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6.658	7.535	10.993	11.314	14.351	17.573	22.402
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (tỷ đồng)	14.900	17.480	25.638	29.870	34.512	40.963	52.108
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	6.876	9.091	14.606	18.511	20.955	24.498	31.688
Lợi nhuận / cổ phần (đồng)	1.517	1.994	3.584	4.481	5.051	5.905	7.638
P/E (x)	40,8	31,0	17,3	13,8	16,5	14,1	10,9
Giá trị sổ sách / cổ phần (đồng)	13.342	14.584	17.264	21.785	25.918	29.527	35.043
P/B (x)	4,6	4,2	3,6	2,8	3,2	2,8	2,4
ROE (%)	11,7%	14,2%	22,5%	23,2%	21,2%	21,3%	23,7%
Tỷ suất cổ tức (%)	2,2%	1,5%	1,5%	0,9%	0,0%	3,6%	3,6%

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

M U C L U C

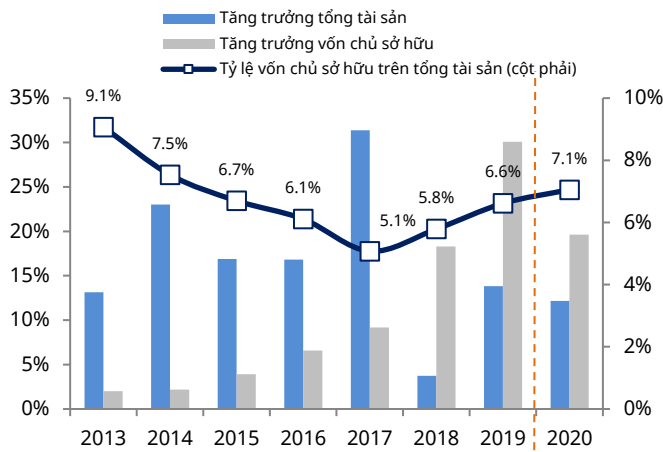
Quan điểm đầu tư	3
1. Tiếp tục tăng vốn để đáp ứng chỉ tiêu an toàn vốn	3
2. Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt	3
3. Quản trị tốt	5
4. Thu nhập: Tiếp tục đà tăng trưởng	6
5. Thanh khoản	10
Triển vọng năm 2020	11
Các yếu tố tích cực	12
Các yếu tố tiêu cực	13
Định giá	14
Tăng mức định giá phản ánh mức ROE tiềm năng	14
Phân tích độ nhạy	14
Định giá tương đối: Phần bù định giá cho ngân hàng đầu ngành	15
Kỳ vọng của thị trường	17

Quan điểm đầu tư

1. Tiếp tục tăng vốn để đáp ứng chỉ tiêu an toàn vốn

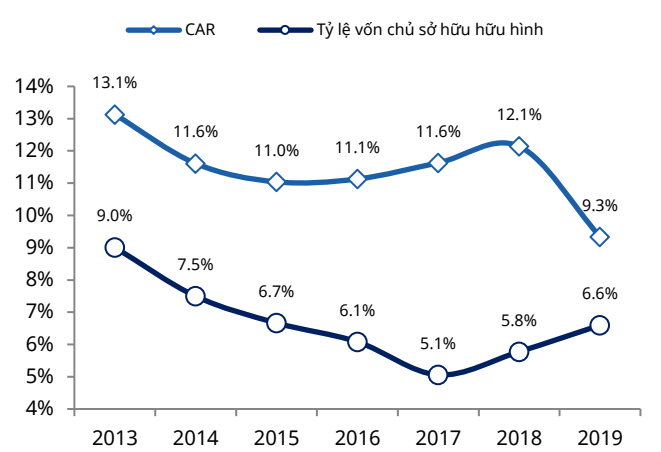
VCB là ngân hàng đầu tiên trong hệ thống đáp ứng tiêu chuẩn an toàn vốn theo chuẩn mực quốc tế Basel II¹ từ năm 2019. Tính đến cuối năm 2019, hệ số CAR của ngân hàng là 9,34%, cao hơn 1,34 điểm % so với mức quy định an toàn tối thiểu là 8%. Dữ liệu lịch sử cho thấy, ngân hàng luôn duy trì hệ số CAR (theo quy định cũ) trên mức quy định tối thiểu 2 điểm %. Dự kiến ngân hàng sẽ tiếp tục quá trình tăng vốn cấp 1 nhằm duy trì hệ số an toàn vốn CAR trên 8% và tăng trưởng tài sản sinh lợi. Việc tăng vốn được kỳ vọng sẽ mang lại thặng dư vốn. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ phát hành thêm 248,67 triệu cổ phiếu (tương ứng 6,7% vốn cổ phần) nhằm huy động thêm 14 nghìn tỷ đồng (khoảng 600 triệu USD) trong năm 2020.

Hình 1. Giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 2. Hệ số an toàn vốn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

2. Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt

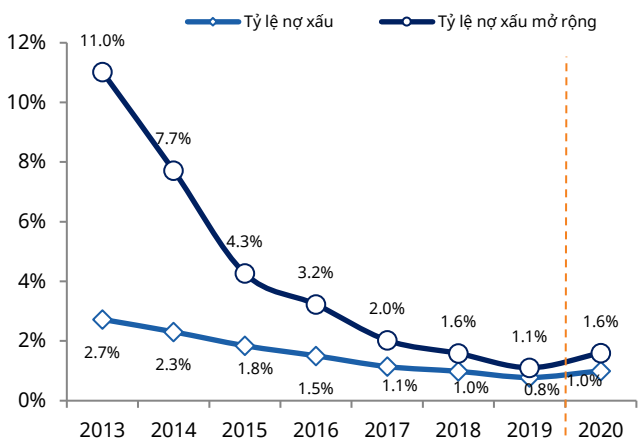
Mặc dù đẩy mạnh cho vay tiêu dùng, ngân hàng vẫn duy trì chất lượng tài sản tốt, với tỷ lệ nợ xấu thuộc top thấp nhất hệ thống là 0,78% vào cuối năm 2019 (-20bps). Nếu bao gồm cả nợ nhóm 2, tỷ lệ nợ xấu mở rộng cũng giảm 48bps xuống còn 1,11% cuối năm 2019. Nhờ vào tỷ lệ nợ xấu giảm, mức trích lập dự phòng trong năm 2019 cũng được giảm tương ứng 25bps xuống còn 0,9% so với tổng dư nợ cho vay. Dù vậy, tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn tăng thêm 16,3 điểm % lên mức 181,7% vào cuối năm 2019. Với chất lượng tài sản tốt, đi kèm với mức dự phòng trích lập cao tạo lớp đệm an toàn cho ngân hàng trong bối cảnh nền kinh tế xấu đi do dịch COVID-19.

¹ Về hệ số an toàn vốn (CAR), có 10 ngân hàng được NHNN chọn thí điểm áp dụng Thông tư 41/2016/TT-NHNN (Thông tư 41) thay cho Thông tư 06/2017/TT-NHNN (Thông tư 06) kể từ ngày 1/1/2020. Thông tư 41, gần với chuẩn quốc tế Basel II, yêu cầu ngân hàng duy trì CAR tối thiểu trên 8%, với công thức tính mới và thay đổi trọng số rủi ro áp dụng cho các tài sản. Quy định yêu cầu ngân hàng tăng vốn tự để đảm bảo đủ vốn, hoặc bằng vốn cấp 1, hoặc bằng vốn cấp 2. Tuy nhiên, vốn cấp 2 được giới hạn ở mức trần là 50% vốn cấp 1. Vốn cấp 1 chủ yếu bao gồm vốn điều lệ, quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ, lợi nhuận giữ lại, thặng dư vốn cổ phần; vốn cấp 2 chủ yếu bao gồm công cụ vốn chủ sở hữu có tính chất nợ do ngân hàng phát hành, nợ thứ cấp có kỳ hạn ban đầu từ năm 5 năm trở lên...

Đại dịch COVID-19 có tác động xấu trực tiếp đến chất lượng tài sản của ngân hàng. Tuy nhiên, rủi ro này chỉ được phản ánh phần nào trong tỷ lệ nợ xấu năm 2020 nhờ vào: 1) ngân hàng vốn có chất lượng tài sản cao; 2) Ngân hàng nhà nước hướng dẫn giãn thời hạn thanh toán đối với nghĩa vụ tài chính phát sinh từ ngày 23/1 cho đến khi sau 90 ngày kể từ ngày Việt Nam công bố kiểm soát được dịch. Nợ nhóm 2 được kỳ vọng sẽ tăng trong bối cảnh hiện nay, đặc biệt là khi điều kiện phân loại nợ được điều chỉnh theo hướng nới lỏng.

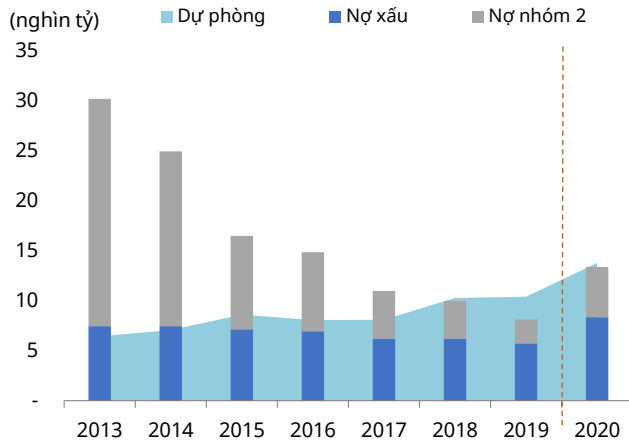
Chúng tôi kỳ vọng tác động nặng nề do dịch bệnh sẽ dẫn đến sự phục hồi mạnh mẽ trong các năm sau. Do vậy, ngân hàng có thể giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu để đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận. Chi phí tín dụng sự kiện tăng nhẹ 8 điểm cơ bản lên 1% tổng dư nợ. Hiện tại, VCB đang giữ mức dự phòng đã trích lập cao (thuộc top đầu của hệ thống), nên dù tỷ lệ này giảm xuống mức 165% vẫn là mức cao so với các ngân hàng khác.

Hình 3. Tỷ lệ nợ xấu



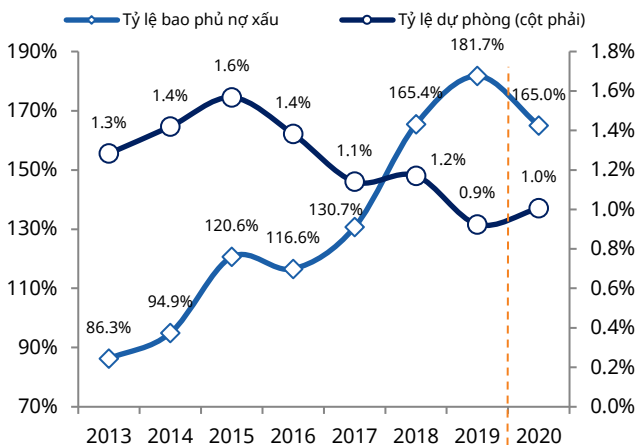
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 4. Mức dự phòng đã trích lập so với nợ xấu



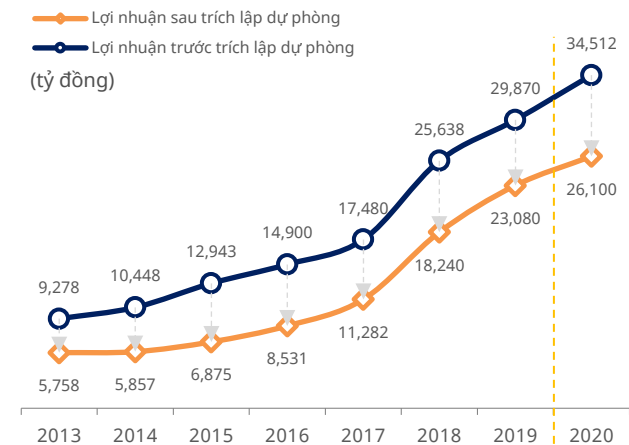
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 5. Chi phí tín dụng và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 6. Dự phòng được tích lũy qua các năm

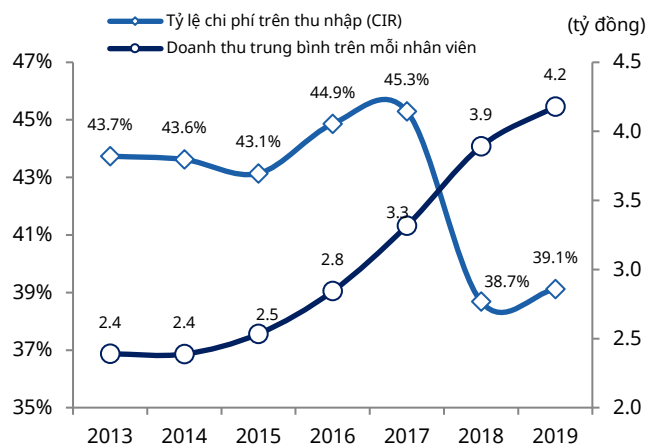


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

3. Quản trị tốt

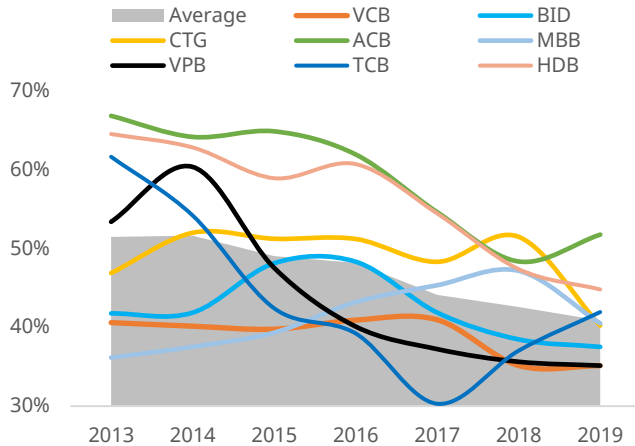
Ngân hàng quản trị rủi ro tốt, với tỷ lệ nợ xấu thấp, duy trì mức dự phòng tích lũy cao, đạt tiêu chuẩn an toàn vốn Basel II sớm nhất hệ thống, dù đẩy mạnh chiến lược ngân hàng bán lẻ. Chi phí được quản trị tốt, duy trì mức tỷ lệ so với thu nhập (CIR) ở mức dưới 40%. Mức CIR này là không cao so với mặt bằng chung của ngành (Hình 9). Ngoài ra, mức doanh thu trung bình trên mỗi nhân viên được quản trị tốt tăng đều qua các năm, trung bình tăng 11,8%/năm trong giai đoạn 2014-2019 (xem Hình 8).

Hình 8. Các chỉ số về hiệu quả hoạt động



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 9. Mức CIR tương đối thấp so với ngành

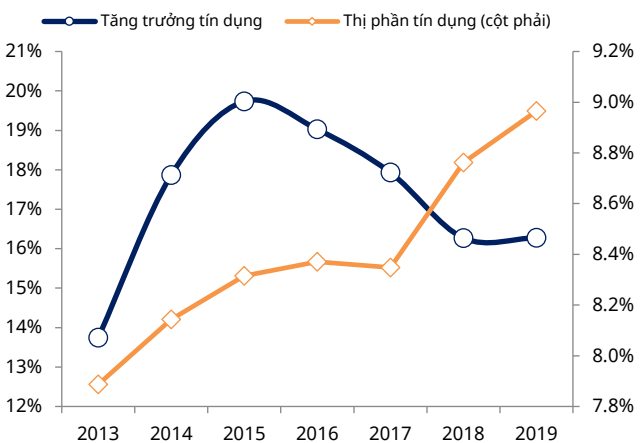


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

VCB được đánh giá là ngân hàng được quản trị tốt nhờ vào:

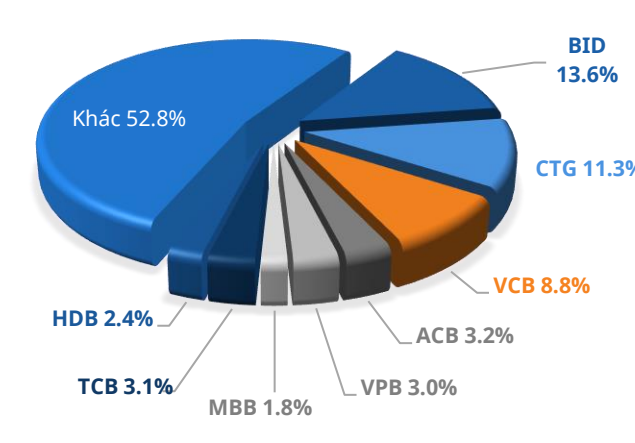
- Thị phần tín dụng được thúc đẩy tăng trong 10 năm qua, duy trì vị trí cao thứ 3 trong hệ thống.
- Chiến lược thúc đẩy ngân hàng bán lẻ: Thay đổi nhận diện thương hiệu mới từ năm 2013; mở rộng mạng lưới kinh doanh, hệ thống chi nhánh, phòng giao dịch, máy ATM, POS; đầu tư vào chuyển đổi số; đẩy mạnh cho vay cá nhân.
- Ký kết hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền 15 năm với FWD, bao gồm thoái vốn khỏi liên doanh bảo hiểm Vietcombank-Cardiff Life Insurance (VCLI).
- Vị trí đầu ngành xét về thanh toán quốc tế (chiếm 16,5% thị phần) và giao dịch ngoại hối.
- Là ngân hàng đầu tiên trong hệ thống áp dụng Basel II từ năm 2019.

Hình 10. Quản trị để tăng thị phần tín dụng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

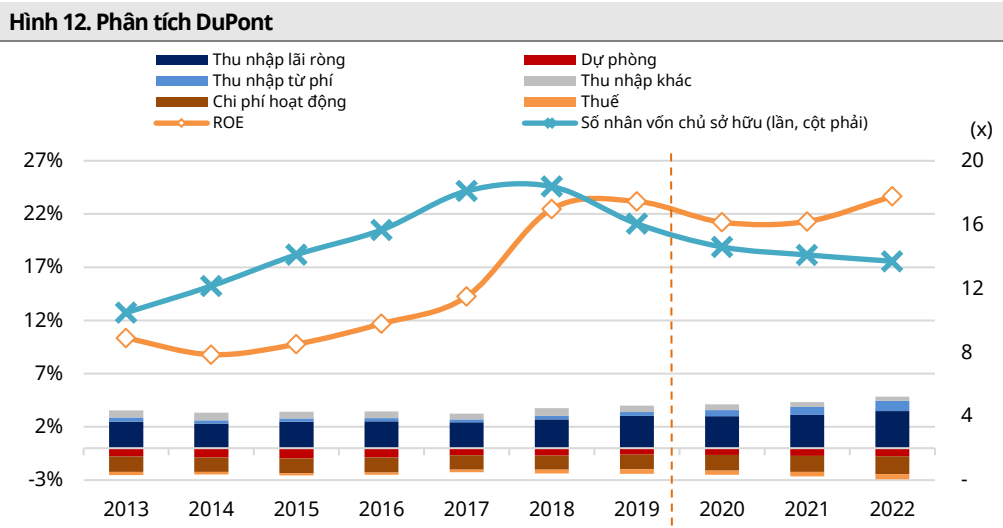
Hình 11. Thị phần tín dụng năm 2019



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

4. Thu nhập: Tiếp tục đà tăng trưởng

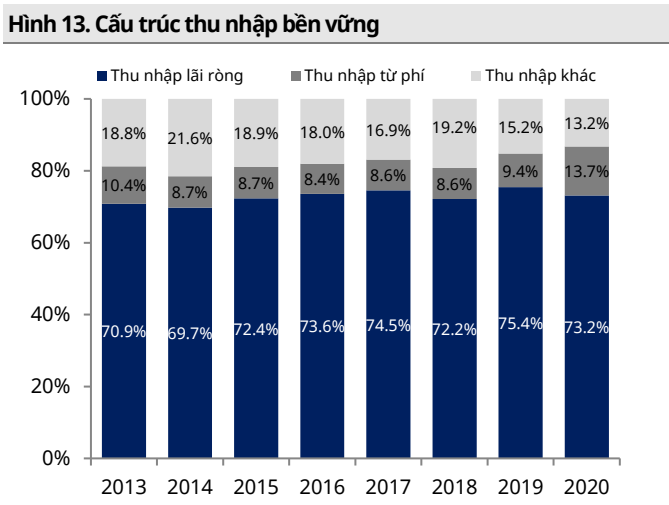
VCB tiếp tục đà tăng trưởng mạnh trong năm 2019, với lợi nhuận trước thuế tăng 26,6%, vượt mức mục tiêu của ban quản trị (cao hơn 15,6%). Nhờ đó, ngân hàng có mức sinh lời ROA và ROE thuộc top đầu của ngành, với ROA là 1,6% (+23bps), ROE là 25,9% (+42bps). Đáng chú ý, dù ngân hàng giảm hệ số nhân vốn chủ sở hữu (tổng tài sản/tổng vốn chủ sở hữu) từ 18,4x xuống còn 16,1x để đảm bảo tiêu chuẩn an toàn vốn, ROE tăng mạnh hơn ROA (42bps so với 23bps).



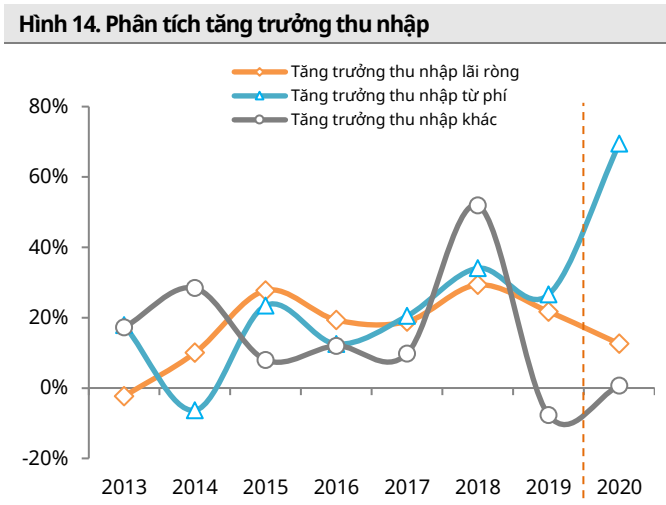
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Cấu trúc thu nhập bền vững: Đa dạng hóa tốt

Tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng tăng 16,5% trong năm 2019. Trong đó, thu nhập từ lãi đóng góp đến 75,4% tổng thu nhập, phần còn lại đến từ thu từ phí dịch vụ (9,4%) và thu nhập khác (15,2%). Cả thu nhập từ lãi và thu nhập từ phí đều duy trì được đà tăng trưởng tốt kể từ năm 2015. Trong năm 2019, thu từ lãi tăng 21,7%, đi kèm với mức tăng 26,6% của thu nhập từ phí. Trong khi đó, thu nhập khác biến động mạnh qua mỗi năm, với mức giảm 7,7% trong năm 2019 do năm 2018 ghi nhận khoản thu nhập bất thường đến từ bán cổ phần đầu tư.



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

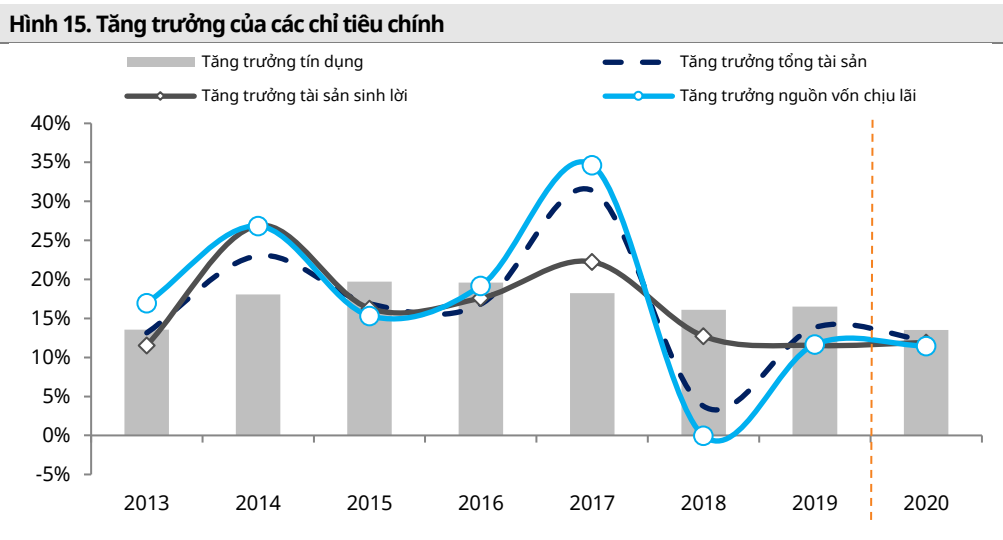


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Động lực tăng trưởng chính đến từ mảng bán lẻ

Lợi thế về chi phí huy động thấp, đi kèm với việc tối ưu hóa phân bổ tài sản sinh lời theo hướng đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ tạo nên dư địa tăng NIM cho VCB.

Phân bố tài sản sinh lời: Tài sản sinh lời của ngân hàng chiếm khoảng 90% tổng tài sản. Trong năm 2019, tổng tài sản sinh lời tăng 11,5% so với mức tăng 13,8% của tổng tài sản. Trong tài sản sinh lời, cho vay khách hàng chiếm 63,3%, cho vay liên ngân hàng chiếm 21,6%, còn lại đầu tư chiếm 14,8%.

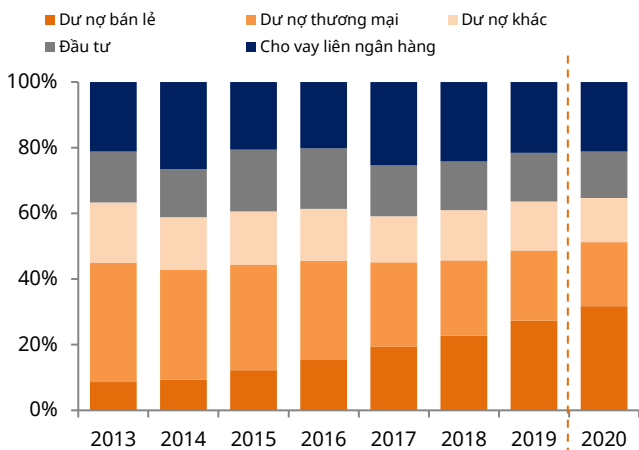


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Ngân hàng có mức tăng trưởng thu nhập từ lãi cao nhờ đẩy mạnh cho vay khách hàng cá nhân. Trong năm 2019, tín dụng cá nhân tăng 33,9%, so với mức tăng 16,3% của tổng dư nợ. Nhờ đà tăng trưởng mạnh của tín dụng cá nhân trong nhiều năm qua (với mức tăng trưởng kép 49,6%/năm trong giai đoạn 2006-2019), tỷ trọng mảng bán lẻ trong tổng dư nợ đã tăng đáng kể từ mức 2,5% năm 2006 lên gần 43% năm 2019. Trong dài hạn, ngân hàng sẽ tiếp tục chiến lược đẩy mạnh bán lẻ do: 1) mảng này có mức sinh lợi tốt hơn; 2) mức trích lập dự phòng yêu cầu thấp hơn do phần lớn khách hàng có tài sản đảm bảo đến 100%. Theo đó, năm 2020, chúng tôi kỳ vọng tín dụng cá nhân tiếp tục tăng trưởng mạnh 30%, chiếm 49% tổng dư nợ.

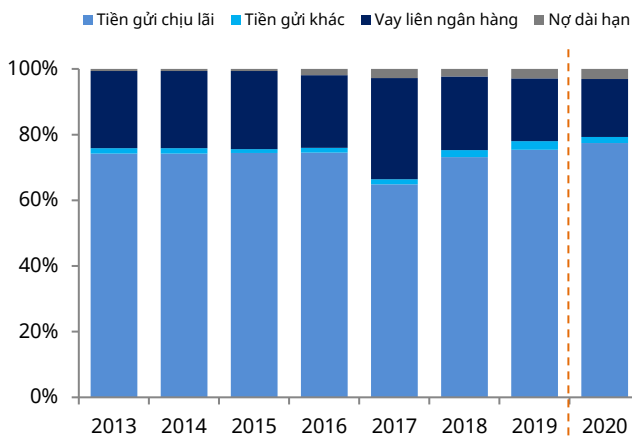
Với mảng bán buôn, tín dụng tăng bình quân 15,3%/năm trong giai đoạn 2006-2019. Năm 2019, mảng này tăng 5,8%, chiếm 57% tổng danh mục cho vay. Đối với mảng bán buôn, ngân hàng chủ yếu tập trung tín dụng vào các ngành công nghiệp chế biến chế tạo (chiếm 29,8% tổng dư nợ), thương mại (chiếm 18% tổng dư nợ), hơn là xây dựng (chiếm 4,4% tổng dư nợ), vận tải và truyền thông (chiếm 3,4%), nông nghiệp (chiếm 2,2%), và nhà hàng khách sạn (chiếm 1,8%), xem hình 18. Tăng trưởng tín dụng đối với mảng này sẽ chịu áp lực xấu từ dịch COVID-19, dự kiến tăng trưởng 1,6% trong năm 2020.

Hình 16. Phân bố tài sản sinh lời



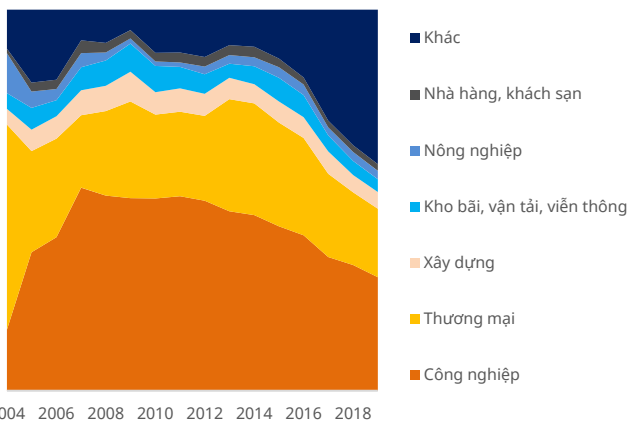
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 17. Cấu trúc nguồn vốn chịu lãi



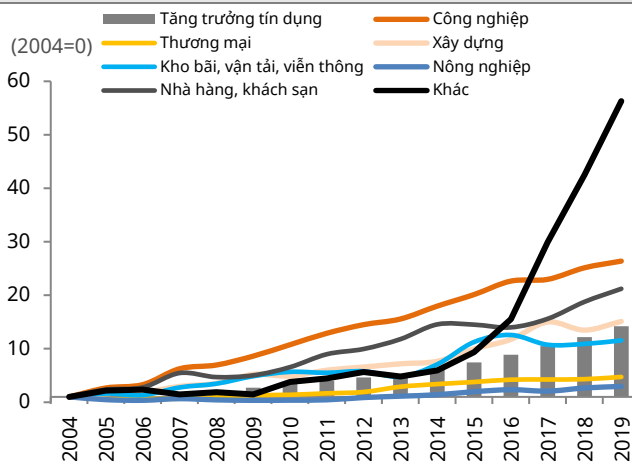
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 18. Phân bố tín dụng



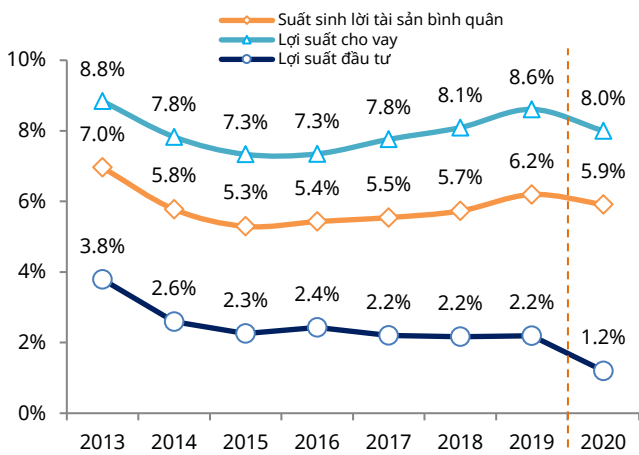
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 19. Tăng trưởng tích lũy tín dụng từ năm 2004



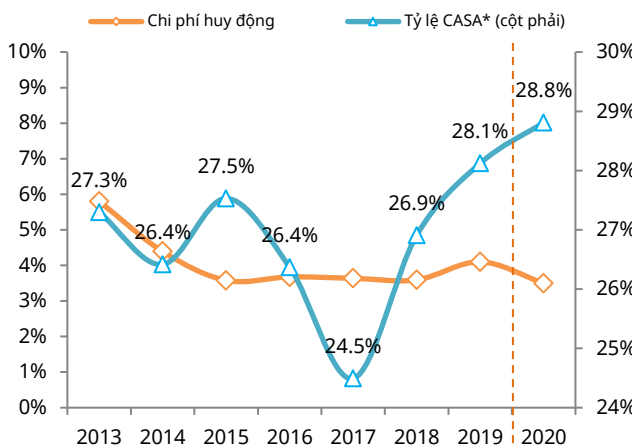
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 20. Suất sinh lời tài sản bình quân



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 21. Lợi thế chi phí huy động thấp



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Lợi thế về chi phí huy động thấp tạo nên dư địa tăng NIM

Nhờ các lợi thế vốn có của một ngân hàng thương mại nhà nước, VCB có tỷ lệ CASA (Current Account Savings Accounts) cao (thuộc top 3 ngành), tăng từ mức 24,5% năm 2017 lên 28,1% vào cuối năm 2019.

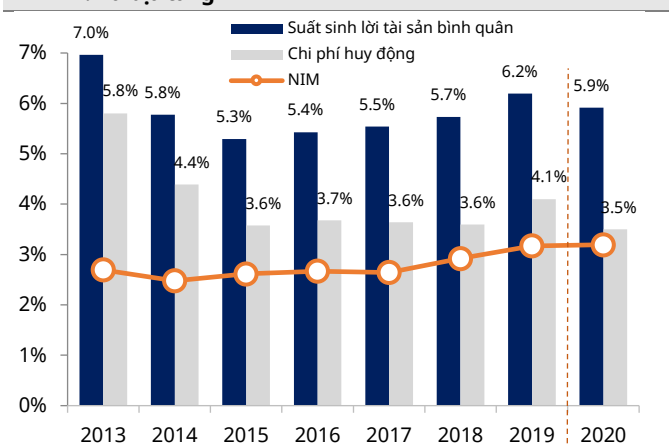
Cấu trúc nguồn vốn chịu lãi: Tiền gửi có kỳ hạn của khách hàng chiếm 78% tổng nguồn vốn phải trả lãi của ngân hàng (+273bps), so với tỷ trọng 19% đến từ vay liên ngân hàng (-339bps). Trong khi đó, tỷ trọng nợ dài hạn được tăng lên 2,9% (+66bps) nhằm tăng Vốn cấp 2 đáp ứng tiêu chuẩn Basel II. Nguồn vốn chủ yếu đến từ các nguồn bền vững cho thấy ngân hàng quản trị rủi ro thanh khoản tốt, đặc biệt trong điều kiện nền thị trường xấu.

Dự địa tăng NIM

Lợi thế về chi phí huy động thấp, đi kèm với việc tối ưu hóa phân bổ tài sản sinh lời theo hướng đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ tạo nên dự địa tăng NIM cho VCB trong 3 năm tới. Hiện tại, NIM của ngân hàng đang ở mức tương đối thấp so với ngành (3,17% so với mức trung bình ngành là 4%). Trung bình ngành ở mức cao là do tính gộp các ngân hàng có công ty tài chính tiêu dùng (như VPB, MBB, HDB). Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy dự địa để VCB tăng NIM vẫn còn nhờ chiến lược đẩy mạnh cho vay tiêu dùng như đã đề cập ở trên. Dù vậy, NIM được dự báo sẽ đi ngang trong năm 2020 do tác động của dịch COVID-19:

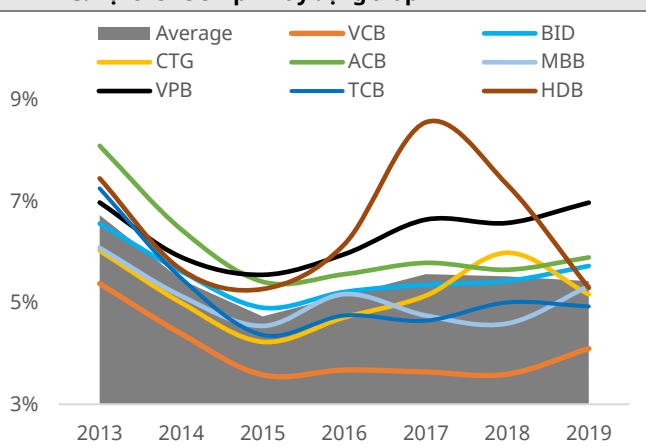
- Chi phí huy động được kỳ vọng giảm 60 điểm cơ bản trong năm 2020 dựa trên việc giảm các mức lãi suất cơ bản của Ngân hàng nhà nước ngày 17/3. Cụ thể, Ngân hàng nhà nước đã giảm lãi suất điều hành 100 điểm cơ bản (theo sau việc bất ngờ giảm 100 điểm cơ bản lãi suất điều hành của FED). Ngoài ra, Ngân hàng nhà nước cũng áp trần lãi suất huy động cho kỳ hạn dưới 1 tháng là 0,5%/năm (-30bps), cho kỳ hạn từ 1 đến dưới 6 tháng là 4,75% (-25bps).
- Tương ứng, lãi suất cho vay cũng được giả định giảm tương ứng 60 điểm cơ bản trong năm 2020 dựa trên việc Ngân hàng nhà nước áp trần cho vay ngắn hạn đối với một số lĩnh vực ưu tiên là 5,5% (-50bps).

Hình 22. Dự địa tăng NIM



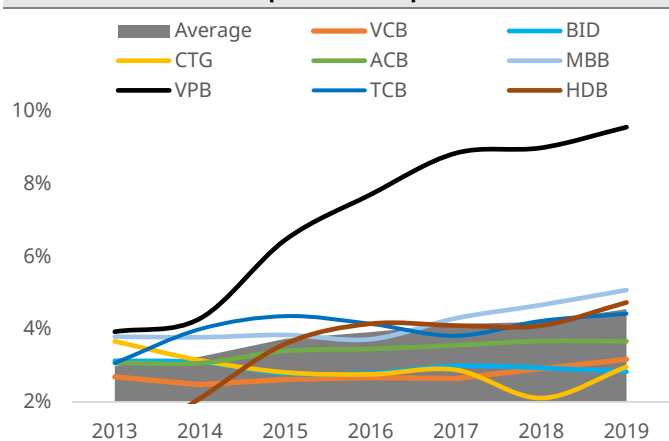
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 23. Lợi thế về chi phí huy động thấp



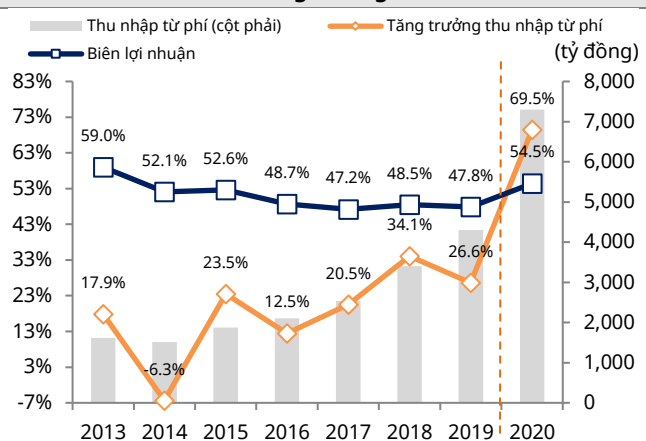
Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 24. Modest NIM compared to local peers



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 25. Net fee income margin and growth rate

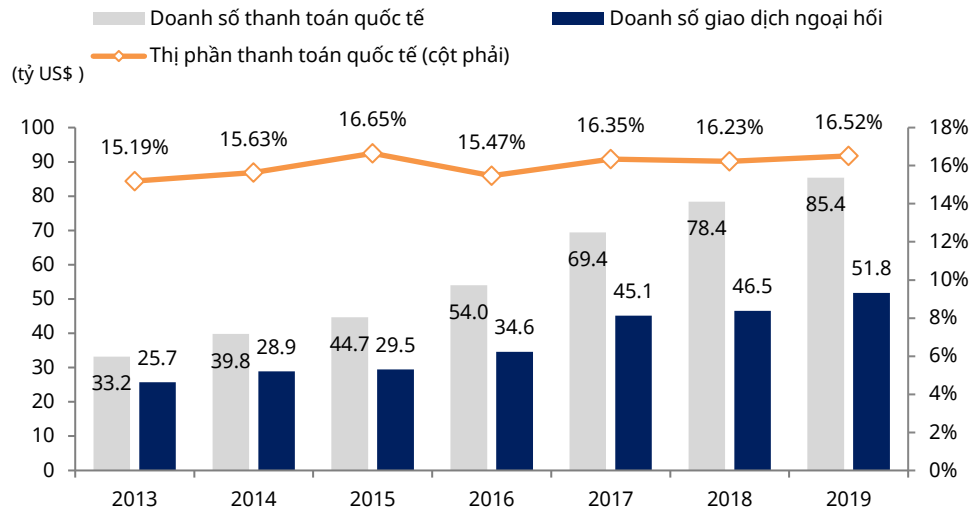


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Triển vọng tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ

Triển vọng tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ là điểm sáng đầu tư đối với VCB trong bối cảnh hiện nay. Một mặt, nhờ lợi thế vốn có về thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại hối, ngân hàng duy trì một cấu trúc thu nhập bền vững. Mặt khác, nhờ hợp đồng độc quyền bancassurance với FWD, ngân hàng sẽ ghi nhận một phần phí độc quyền trong năm nay, cùng với phần phí dịch vụ bảo hiểm tăng thêm sẽ bù đắp lại sự sụt giảm trong thu nhập từ lãi ròng và phần tăng chi phí dự phòng trong năm 2020.

Hình 26. Vị thế đầu ngành về thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại hối

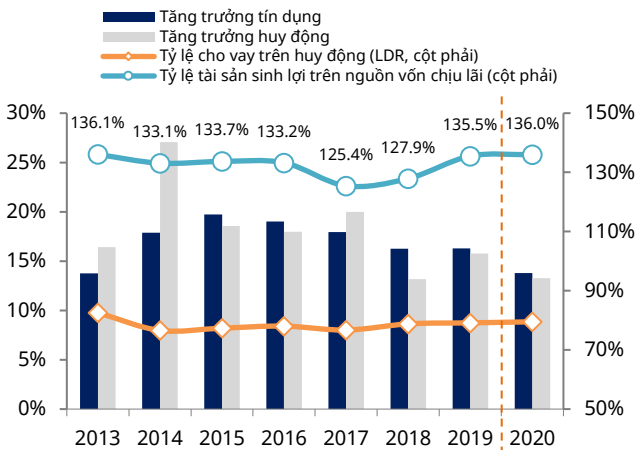


Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

5. Thanh khoản

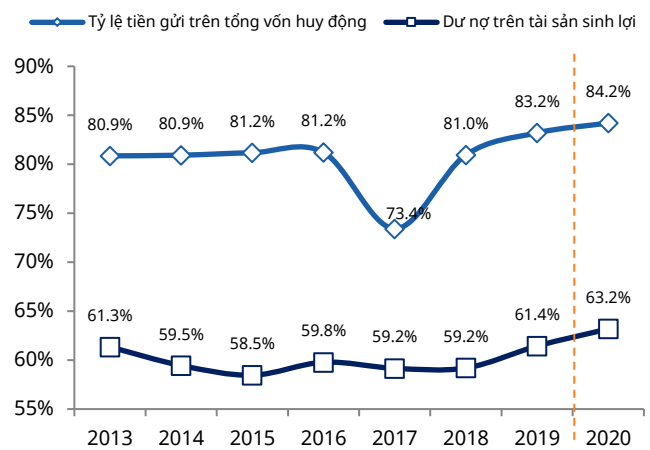
Ngân hàng quản trị thanh khoản tốt, với tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) và tỷ lệ tài sản sinh lợi trên nguồn vốn chịu lãi duy trì ở dưới 80% và 140%. Cụ thể, LDR năm 2019 là 79,1%, được kỳ vọng giữ ở mức 79,5% trong năm 2020 (dưới mức trần quy định là 90%). Về nguồn vốn chịu lãi, chúng tôi dự báo tỷ lệ tài sản sinh lợi trên nguồn vốn chịu lãi sẽ tăng nhẹ từ mức 135,5% năm 2019 lên 136% năm 2020. Trong nguồn vốn huy động, tỷ lệ tiền gửi đã được giữ ổn định ở mức 80-85% trong nhiều năm qua, cho thấy ngân hàng giữ vị thế tốt trong quản trị thanh khoản. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này tăng nhẹ lên mức 84,2%.

Hình 27. Quản trị thanh khoản



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Hình 28. Tỷ trọng nguồn vốn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích MASVN

Triển vọng năm 2020

Bảng 2. Dự báo năm 2020

Chỉ tiêu	2019	2020F	Thay đổi	Giải định
Tăng trưởng (%)				
Tín dụng	16,5	13,5	-3%p	Do tác động bởi COVID-19, tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ sụt giảm 3 điểm % so với mức tăng trưởng năm 2019. Mức sụt giảm này được giải định ở mức vừa phải nhờ: 1) tăng trưởng cho vay cá nhân (chiếm đến 43% danh mục cho vay) sẽ vẫn giữ được đà tăng trưởng mạnh là 30% (so với mức tăng 33.9% trong năm 2019); 2) trong khi đó, khối bán buôn, vốn chịu tác động nặng nề hơn dịch, sẽ được hỗ trợ bởi các gói kích thích kinh tế của chính phủ và các gói cho vay ưu đãi của ngân hàng. Theo đó, tăng trưởng cho vay khách hàng tổ chức sẽ tăng 1,6% trong năm 2020 (so với mức tăng 5,8% trong năm 2019).
Tài sản sinh lợi	11,5	11,9	+0,4%p	
Huy động	15,8	13,3	-2,5%p	Tăng trưởng huy động sẽ giảm tương ứng tăng trưởng cho vay, duy trì tỷ lệ LDR ở mức 80% (so với mức trần quy định là 90%).
Vốn chủ sở hữu	30,1	19,6	-10,4%p	Dựa trên kế hoạch tăng vốn cấp 1 của ngân hàng, và giải định ngân hàng không chia cổ tức tiền mặt theo hướng dẫn của Ngân hàng nhà nước.
Tổng tài sản	13,8	12,2	+1,7%p	
Thu nhập lãi thuần	21,7	12,6	-9,1%p	Chính sách nới lỏng tiền tệ và các gói kích thích kinh tế một mặt giúp đảm bảo được yếu tố thanh khoản, mặt khác sẽ có tác động đến cả lợi suất tài sản và chi phí huy động của ngân hàng. Theo đó, tăng trưởng thu nhập lãi thuần được kỳ vọng chịu áp lực giảm tốc đến 9 điểm %, chỉ còn tăng 12,6% so với mức tăng 21,7% trong năm 2019.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	26,6	69,5	+42,9%p	Hợp đồng phân phối độc quyền bảo hiểm FWD sẽ giúp mục lợi nhuận từ phí dịch vụ tăng mạnh trong năm. Với giải định phí hợp đồng độc quyền khoản 400 triệu USD sẽ được ghi nhận trong 5 năm.
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	16,5	15,5	-1,0%p	
Lợi nhuận trước thuế	26,6	13,1	-13,5%p	Ngân hàng sẽ tăng trích lập dự phòng, do nợ xấu sẽ gia tăng do tác động bởi COVID-19.
Lợi nhuận sau thuế	26,7	13,2	-13,5%p	Nhờ vào tăng trưởng đột biến từ thu nhập phí dịch vụ bù đắp lại sự giảm tốc trong tăng trưởng thu nhập từ lãi. Lợi nhuận sau thuế của VCB được kỳ vọng tăng 13,2% (giảm 13,5 điểm % so với mức tăng năm 2019).
Hệ số an toàn vốn (%)				
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản	6,6	7,1	+44bps	Quá trình tăng vốn để duy trì hệ số an toàn vốn sẽ được tiếp tục.
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0,8	1,0	+22bps	Đại dịch COVID-19 có tác động xấu trực tiếp đến chất lượng tài sản của ngân hàng. Tuy nhiên, rủi ro này chỉ được phản ánh phần nào trong tỷ lệ nợ xấu năm 2020 nhờ vào: 1) ngân hàng vốn có chất lượng tài sản cao; 2) Ngân hàng nhà nước hướng dẫn giãn thời hạn thanh toán đối với nghĩa vụ tài chính phát sinh từ ngày 23/1 cho đến khi sau 90 ngày kể từ ngày Việt Nam công bố kiểm soát được dịch.
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	1,1	1,6	+49bps	Nợ nhóm 2 được kỳ vọng sẽ tăng trong bối cảnh hiện nay, đặc biệt là khi điều kiện phân loại nợ được điều chỉnh theo hướng nới lỏng.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	181,7	165,0	-16,7%p	Chúng tôi kỳ vọng tác động nặng nề do dịch bệnh sẽ dẫn đến sự phục hồi mạnh mẽ trong các năm sau. Do vậy, ngân hàng có thể giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu để đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận. Hiện tại, VCB đang giữ mức dự phòng đã trích lập cao (thuộc top đầu của hệ thống), nên dù tỷ lệ này giảm xuống mức 165% vẫn là mức cao so với các ngân hàng khác.
Dự phòng trên tổng dư nợ cho vay	1,2	1,4	+15bps	
Chi phí tín dụng (trên tổng dư nợ)	0,9	1,0	+8bps	Chi phí tín dụng sự kiện tăng nhẹ 8 điểm cơ bản lên 1% nhờ vào 1) tỷ lệ nợ xấu vẫn giữ được ở mức thấp; 2) tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao.
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,8	0,9	+9bps	
Hiệu quả hoạt động (%)				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	39,12	40,00	+88bps	

Chỉ tiêu	2019	2020F	Thay đổi	Giải định
Khả năng sinh lời (%)				
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	3,2	3,2	+0bps	Chi phí huy động được kỳ vọng giảm 60 điểm cơ bản trong năm 2020 dựa trên việc giảm các mức lãi suất cơ bản của Ngân hàng nhà nước ngày 17/3. Cụ thể, Ngân hàng nhà nước đã giảm lãi suất điều hành 100 điểm cơ bản (theo sau việc bất ngờ giảm 100 điểm cơ bản lãi suất điều hành của FED). Ngoài ra, Ngân hàng nhà nước cũng áp trần lãi suất huy động cho kỳ hạn dưới 1 tháng là 0,5%/năm (-30bps), cho kỳ hạn từ 1 đến dưới 6 tháng là 4,75% (-25bps). Tương ứng, lãi suất cho vay cũng được giả định giảm tương ứng 60 điểm cơ bản trong năm 2020 dựa trên việc Ngân hàng nhà nước áp trần cho vay ngắn hạn đối với một số lĩnh vực ưu tiên là 5,5% (-50bps).
Biên lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	64,9	64,6	-30bps	
ROA	1,44	1,45	+1bps	
ROE	23,2	21,2	-195bps	Với các giả định nêu trên, chúng tôi tính được ROA duy trì ở mức 1,45%. Tuy nhiên, ROE sẽ giảm do vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên để đảm bảo an toàn vốn.
Tỷ lệ thanh khoản (%)				
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	79,1	79,5	+37bps	
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng vốn huy động	83,2	84,2	+100bps	
Tài sản sinh lợi trên nguồn vốn chịu lãi	135,5	136,0	+49bps	

Source: Company data, MAS Vietnam Research estimates

Các yếu tố tích cực

Có 2 yếu tố tích cực có thể giúp nâng mức định giá:

1) Thu hút dòng vốn ngoại đầu tư vào cổ phiếu nhờ triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên thị trường mới nổi

Việc xem xét nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên thị trường mới nổi sẽ giúp các cổ phiếu đầu ngành như VCB thu hút dòng vốn ngoại đầu tư theo các chỉ số MSCI và FTSE. Bảng 3 thống kê tỷ trọng cổ phiếu VCB trong các chỉ số MSCI và FTSE hiện tại. Ngoài ra, theo hình 29, việc khối ngoại đẩy mạnh mua ròng VCB từ năm 2017 là một trong các động lực giúp cổ phiếu tăng giá.

Hình 29. Mối tương quan giữa giá cổ phiếu và việc mua ròng của khối ngoại (lũy kế 5 năm)



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Bảng 3. Tỷ trọng cổ phiếu VCB trong các chỉ số MSCI và FTSE hiện tại

Tên chỉ số	Mã chỉ số	Tỷ trọng của VCB
VN FIN LEAD Index	VNFL	13,95%
VN30 Index	VN30	4,01%
MSCI FM ex GCC/FINANCIALS Price Return USD Index	MXFM60FN	7,58%
MSCI Frontier Asia Index	MXRA	6,02%
MSCI FM/FINANCIALS Price Return USD Index	MXFM0FN	2,39%
Invesco Frontier Markets ETF INAV Index	FRNIV	0,84%
FTSE ASEAN All-Share Index	ASEANAS	0,13%

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

2) Hồi phục mạnh sau khi dịch COVID-19 qua đi

Trong khi thế giới chịu tác động nặng nề từ dịch COVID-19, Việt Nam được nhiều tổ chức dự báo vẫn là một trong các nước tăng trưởng nhanh trong khu vực Châu Á. Tính đến ngày 14/4, Việt Nam có tổng cộng 155 ca khỏi bệnh trong tổng số 265 ca nhiễm, và chưa có ca tử vong nào. Nỗ lực ngăn chặn sự lây lan của dịch bệnh tại Việt Nam, cũng như các gói kích thích kinh tế (bao gồm cả tài khóa và tiền tệ) được chúng tôi đánh giá là tích cực cho sự hồi phục của nền kinh tế sau khi chịu tác động nặng nề từ dịch COVID-19 trong năm 2020. Ngành ngân hàng nói chung là ngành gắn liền với chu kỳ kinh tế, phản ánh sức khỏe của nền kinh tế, do đó chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ tăng trưởng mạnh trở lại trong năm 2021. Tuy vậy, đây vẫn là kịch bản lạc quan.

Các yếu tố tiêu cực

Có 3 yếu tố tiêu cực có thể khiến chúng tôi hạ mức giá mục tiêu:

1) Hoãn kế hoạch tăng vốn cấp 1 do thị trường chứng khoán không thuận lợi

Đầu năm 2019, ngân hàng đã tăng vốn cấp 1 thành công, tuy nhiên chỉ đạt 30,9% so với kế hoạch gọi vốn ban đầu là 14 nghìn tỷ đồng (tương ứng 600 triệu USD). Trong năm 2020 và 2021, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục tăng vốn theo kế hoạch, cụ thể là tăng từ 16 đến 17 nghìn tỷ trong 2 năm. Tuy nhiên, giá cổ phiếu của ngân hàng đã giảm mạnh theo thị trường chung kể từ sau nghỉ Tết Nguyên đán do dịch COVID-19. Theo đó, khả năng ngân hàng sẽ hoãn kế hoạch tăng vốn do không đạt mức giá kỳ vọng. Trong trường hợp đó, chúng tôi sẽ giảm giá mục tiêu cho VCB.

2) Sự cạnh tranh khốc liệt trong mảng ngân hàng bán lẻ

Theo đánh giá của chúng tôi trong kịch bản cơ sở, chiến lược ngân hàng bán lẻ của VCB là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh trong 3 năm tiếp theo. Tuy vậy, trong kịch bản xấu, sự cạnh tranh khốc liệt trong mảng này với các ngân hàng tư nhân khác, cũng như các công ty tài chính khác sẽ khiến tốc độ tăng trưởng giảm lại hoặc biên lợi nhuận không đạt như kỳ vọng.

3) Chịu tác động nặng nề từ dịch COVID-19

Dịch COVID-19 tạo nên lo ngại về suy thoái, thậm chí là khủng hoảng kinh tế. Trong trường hợp tác động từ dịch COVID-19 kéo dài có thể khiến kết quả kinh doanh của ngân hàng xấu hơn dự tính, thậm chí cần thời gian lâu hơn 1 năm mới có thể phục hồi trở lại. Trong kịch bản xấu này, nhu cầu vay và sử dụng các dịch vụ ngân hàng sẽ bị giảm sút, đặc biệt là chất lượng các khoản vay cũng sẽ giảm do bối cảnh kinh tế chung xấu đi khiến ngân hàng từ chối cho vay các khoản vay rủi ro, hoặc đòi hỏi tăng tài sản đảm bảo. Theo đó, lợi nhuận và chất lượng tài sản của ngân hàng bị ảnh hưởng xấu.

Định giá

Tăng mức định giá phản ánh mức ROE tiềm năng

Chúng tôi nâng mức khuyến nghị VCB lên MUA (từ khuyến nghị NẮM GIỮ một năm trước), với mức giá mục tiêu là 83.500 đồng (tương đương suất sinh lời dự kiến là 19,5%). Mức giá mục tiêu này tương ứng mức định giá P/B là 3,83x, tăng so với mức P/B định giá một năm trước là 2,62x, dựa trên cơ sở phân tích tiềm năng lợi nhuận của VCB trong 3 năm tới.

Bảng 3. Kết quả định giá P/B theo mô hình thu nhập tăng dư (residual income)

Phương pháp Residual income	Giá trị	Bình luận
ROE	22,1%	Mức ROE trung bình giai đoạn 2020–2022
Tăng trưởng dài hạn	7,4%	Mức tăng trưởng dài hạn = ROE x Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại
Chi phí vốn	11,2%	Trong đó, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại được tính cho năm dự báo, tương ứng cho mức giá định tỷ lệ chi trả là 66,7%.
		Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ 15 năm = 3,7%; Beta là kết quả mô hình hồi quy, với dữ liệu giá theo tuần trong 2 năm gần nhất = 1,16; Phần bù rủi ro tính từ mô hình là 6,5%.
P/B mục tiêu	3,83x	Mức P/B từ mô hình định giá nằm trong khoảng từ trung bình 5 năm đến cộng 1 độ lệch chuẩn.
Giá khuyến nghị	83.500	
Giá hiện tại (14/04/2020)	69,900	
Suất sinh lời dự kiến	+19,5%	

Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN

Phân tích độ nhạy

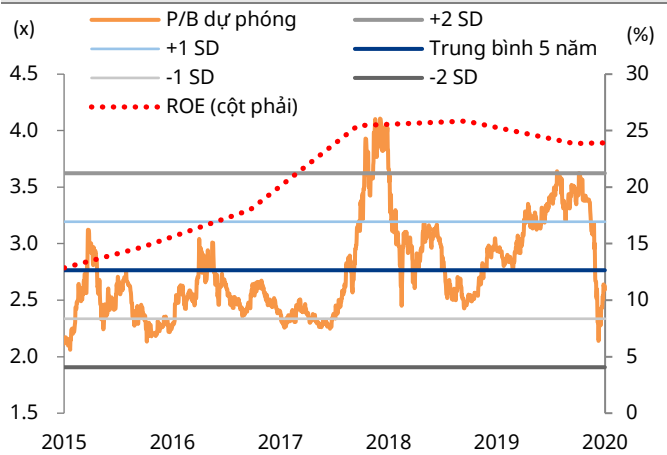
Bảng 4. Vùng giá mục tiêu thay đổi theo mức ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại

P/B mục tiêu		ROE						
		21,25%	21,50%	21,75%	22,00%	22,25%	22,50%	22,75%
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	35,0%	3,68	3,81	3,95	4,10	4,25	4,41	4,58
	32,5%	3,35	3,45	3,56	3,67	3,79	3,92	4,04
	30,0%	3,09	3,17	3,26	3,35	3,45	3,55	3,65
	27,5%	2,88	2,95	3,03	3,10	3,18	3,26	3,34
	25,0%	2,71	2,77	2,83	2,90	2,96	3,03	3,10
Giá mục tiêu		ROE						
		21,25%	21,50%	21,75%	22,00%	22,25%	22,50%	22,75%
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	35,0%	80.200	83.000	86.000	89.200	92.600	96.100	99.800
	32,5%	72.900	75.200	77.600	80.000	82.600	85.300	88.100
	30,0%	67.300	69.100	71.100	73.100	75.100	77.200	79.400
	27,5%	62.800	64.300	65.900	67.600	69.300	71.000	72.800
	25,0%	59.100	60.400	61.800	63.200	64.600	66.000	67.500
Suất sinh lời dự kiến		ROE						
		21,25%	21,50%	21,75%	22,00%	22,25%	22,50%	22,75%
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	35,0%	14,7%	18,7%	23,0%	27,6%	32,5%	37,5%	42,8%
	32,5%	4,3%	7,6%	11,0%	14,4%	18,2%	22,0%	26,0%
	30,0%	-3,7%	-1,1%	1,7%	4,6%	7,4%	10,4%	13,6%
	27,5%	-10,2%	-8,0%	-5,7%	-3,3%	-0,9%	1,6%	4,1%
	25,0%	-15,5%	-13,6%	-11,6%	-9,6%	-7,6%	-5,6%	-3,4%

Nguồn: Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

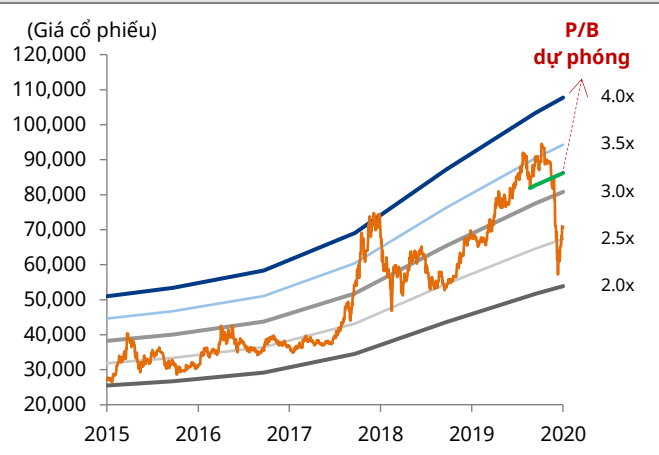
Hai biến số quan trọng trong mô hình định giá là ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Chúng tôi kiểm tra độ nhạy của mức giá mục tiêu sẽ thay đổi thế nào khi 2 biến số này đồng thời thay đổi, kết quả được trình bày như trong bảng 4. Mức ROE được dự báo là 22%, và tăng giảm ± 0,75 điểm %. Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tính mức tăng trưởng dài hạn được dự báo ở mức 33,3%, và cho dao động trong vùng từ 25% đến 35%.

Hình 30. Đồ thị định giá theo P/B dự phóng



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

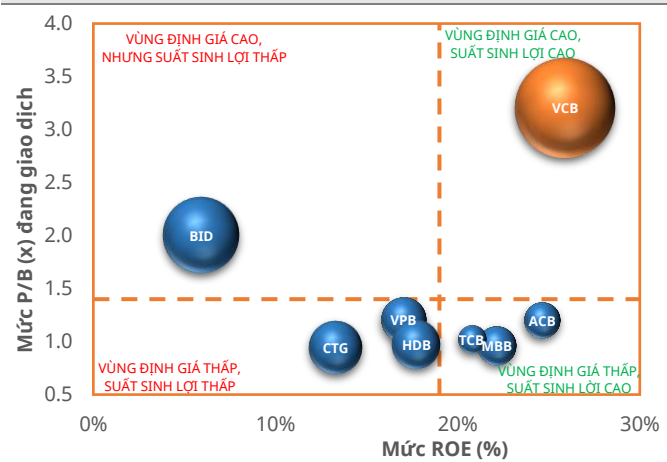
Hình 31. Vùng giá tương ứng mức P/B dự phóng



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

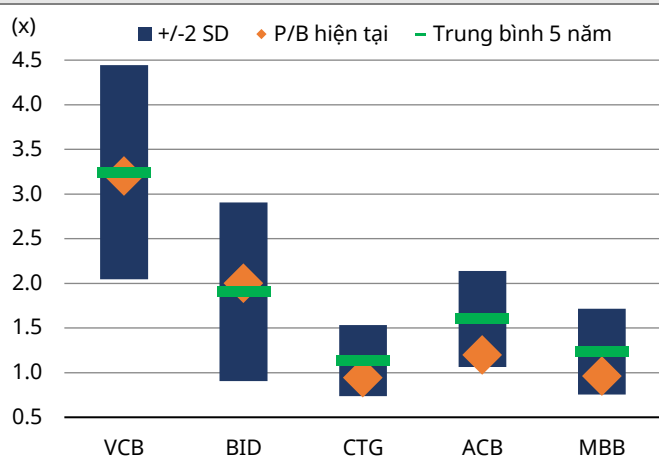
Định giá tương đối: Phần bù định giá cho ngân hàng đầu ngành

Hình 32. Định giá tương đối so với ngành



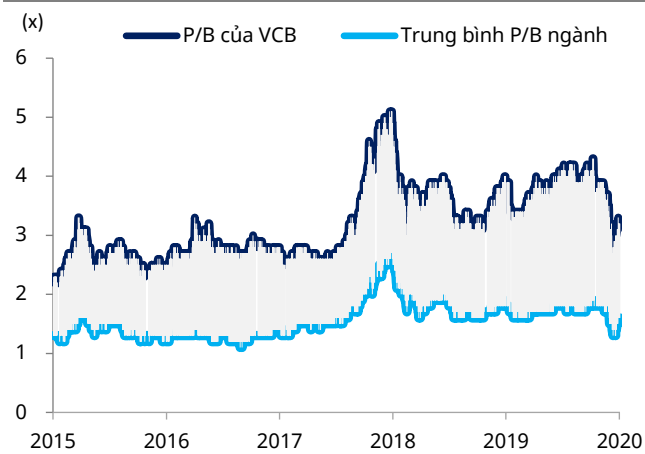
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Hình 33. Vùng thay đổi của P/B giao dịch trong 5 năm



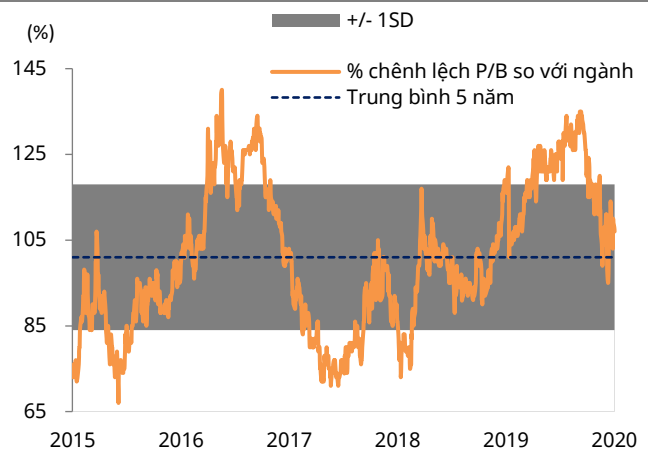
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Hình 34. Phần bù định giá P/B so với ngành



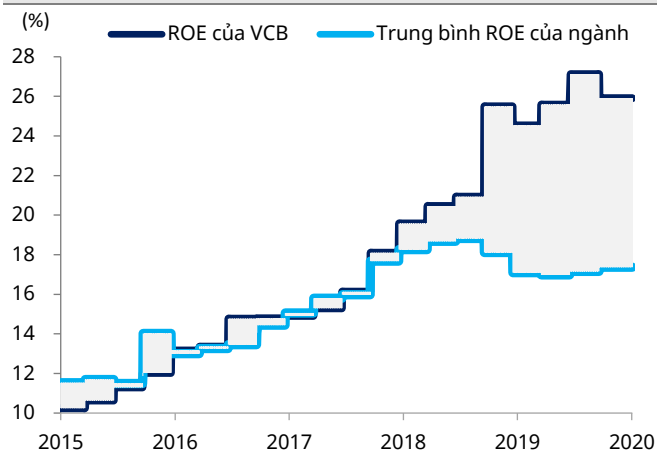
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Hình 35. Vùng thay đổi của phần bù P/B trong 5 năm



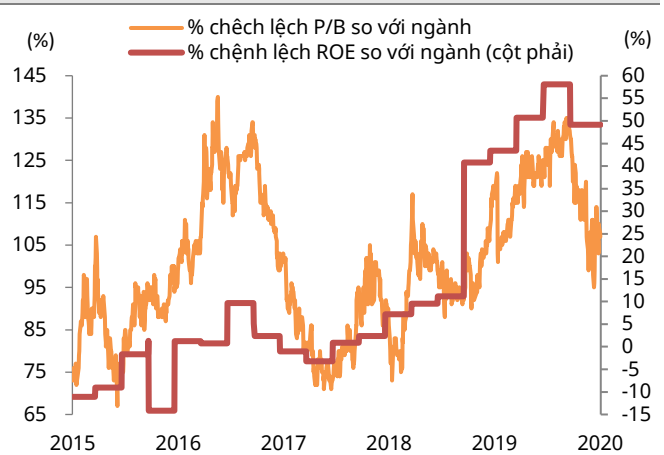
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Hình 36. Phần bù ROE so với ngành



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

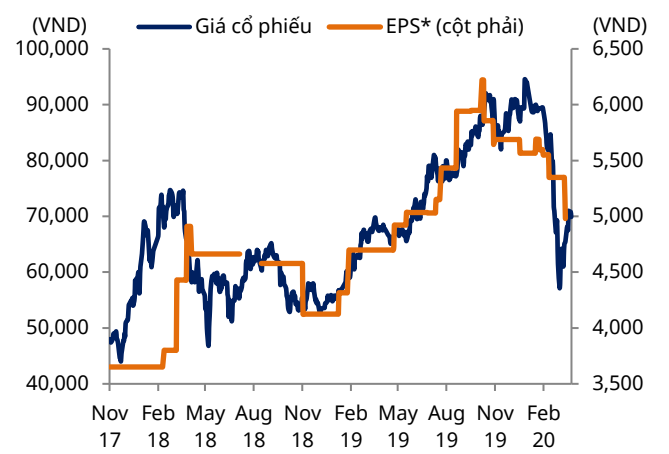
Hình 37. Tương quan giữa phần bù ROE và phần bù P/B



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

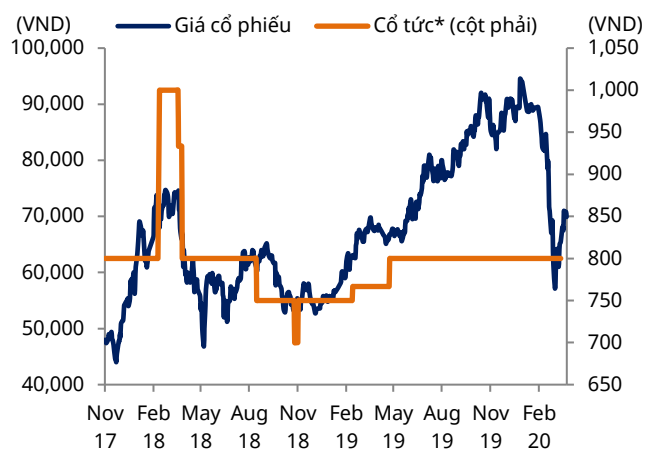
Kỳ vọng của thị trường

Hình 38. Giá cổ phiếu và EPS dự phóng



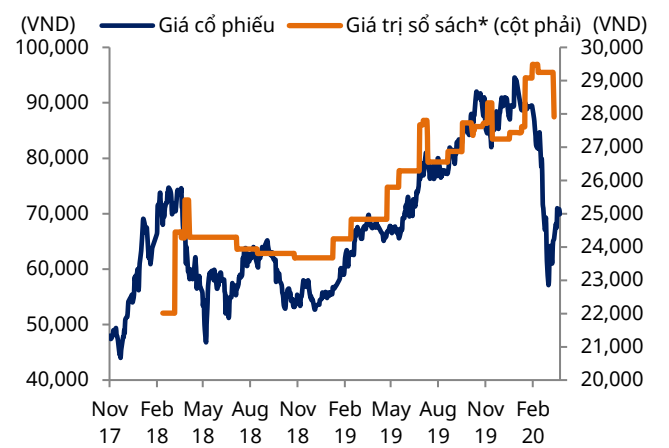
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)
 (*): Chỉ tiêu định giá dự trên thống kê dự báo trên Bloomberg

Hình 39. Giá cổ phiếu và cổ tức



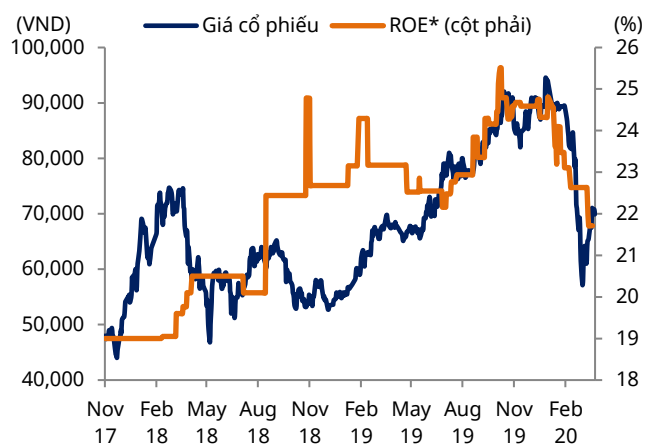
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)
 (*): Chỉ tiêu định giá dự trên thống kê dự báo trên Bloomberg

Hình 40. Giá cổ phiếu và giá trị sổ sách dự phóng



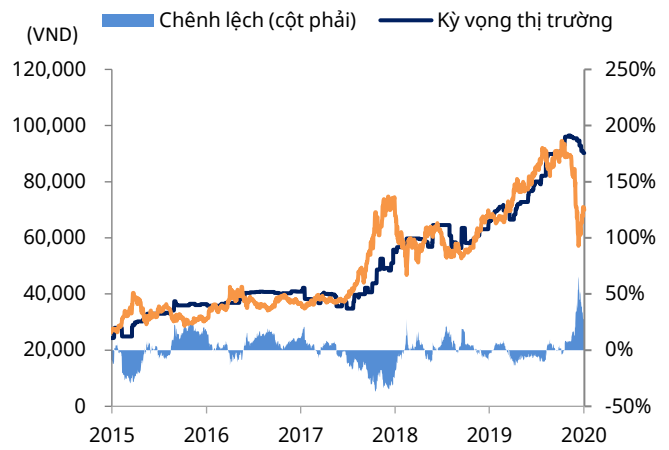
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)
 (*): Chỉ tiêu định giá dự trên thống kê dự báo trên Bloomberg

Hình 41. Giá cổ phiếu và ROE dự phóng



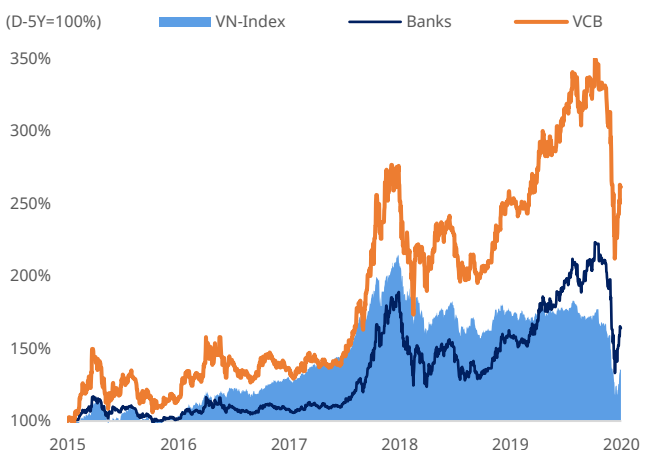
Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)
 (*): Chỉ tiêu định giá dự trên thống kê dự báo trên Bloomberg

Hình 42. Chênh lệch giá cổ phiếu và định giá của thị trường



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Hình 43. Cổ phiếu VCB có suất sinh lời vượt trội với thị trường



Nguồn: Bloomberg, Phòng Phân tích MASVN (dữ liệu cập nhật ngày 14/4/2020)

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB VN/MUA/GIÁ MỤC TIÊU: 83.500)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi và các khoản tương đương	67.879	72.367	77.593	93.990
Chi phí lãi và các khoản tương đương	33.147	33.268	32.185	36.423
Thu nhập lãi thuần	34.732	39.100	45.408	57.567
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	4.307	7.299	11.100	15.930
Lãi thuần từ hoạt động khác	7.007	7.052	6.473	6.473
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	46.046	53.450	62.981	79.969
Tổng chi phí hoạt động	16.176	18.938	22.018	27.861
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	29.870	34.512	40.963	52.108
Tổng chi phí dự phòng	6.790	8.412	10.447	12.629
Lợi nhuận trước thuế	23.122	26.142	30.558	39.522
Chi phí thuế	4.596	5.172	6.045	7.819
Lợi nhuận sau thuế	18.526	20.970	24.513	31.703
Lợi nhuận sau thuế (loại trừ cổ đông thiểu số)	18.511	20.955	24.498	31.688

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và các khoản tương đương	297.933	330.021	373.950	424.842
Chứng khoán đầu tư và kinh doanh	170.844	183.139	195.392	208.058
Cho vay khách hàng, các TCTD khác	724.290	822.304	936.149	1.069.351
Tài sản hữu hình	6.540	6.540	6.540	6.540
Tài sản khác	23.112	29.679	35.914	48.006
Tổng tài sản	1.222.719	1.371.683	1.547.945	1.756.796
Tiền gửi của khách hàng	928.452	1.051.700	1.192.146	1.355.058
Tiền gửi và vay các TCTD khác	162.490	168.182	186.482	205.646
Phát hành giấy tờ có giá	24.896	29.031	33.074	39.253
Các khoản nợ khác	25.998	25.998	25.998	25.998
Tổng nợ phải trả	1.141.836	1.274.911	1.437.700	1.625.954
Vốn của TCTD	42.429	54.126	54.126	54.126
Lợi nhuận giữ lại	26.055	30.246	43.720	64.317
Quỹ của TCTD	12.316	12.316	12.316	12.316
Khoản điều chỉnh vốn	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	83	83	83	83
Tổng vốn chủ sở hữu	80.883	96.771	110.245	130.842

Phân tích Dupont (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập từ lãi	5,9	5,6	5,3	5,7
Chi phí trả lãi	2,9	2,6	2,2	2,2
Thu nhập lãi thuần	3,0	3,0	3,1	3,5
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,4	0,6	0,8	1,0
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,6	0,5	0,4	0,4
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	4,0	4,1	4,3	4,8
Tổng chi phí hoạt động	1,4	1,5	1,5	1,7
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	2,6	2,7	2,8	3,2
Tổng chi phí dự phòng	0,6	0,6	0,7	0,8
Lợi nhuận trước thuế	2,0	2,0	2,1	2,4
Chi phí thuế	0,4	0,4	0,4	0,5
Lợi nhuận (bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số)	1,6	1,6	1,7	1,9
ROA	1,6	1,6	1,7	1,9
Số nhân vốn chủ sở hữu (x)	16,1	14,6	14,1	13,7
ROE	25,9	23,6	23,7	26,3
Chất lượng tài sản (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ lệ nợ xấu	0,8	1,0	1,2	1,2
Tỷ lệ nợ xấu mở rộng (gồm nợ nhóm 2)	1,1	1,6	1,7	1,6
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	181,7	165,0	153,5	164,0
Dự phòng trên tổng dư nợ cho vay	1,2	1,4	1,6	1,7
Chi phí tín dụng (trên tổng dư nợ)	0,9	1,0	1,1	1,2
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	0,8	0,9	0,9	1,0
Chỉ tiêu định giá (đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Lợi nhuận / cổ phần (theo báo cáo)	4.481	5.051	5.905	7.638
Lợi nhuận / cổ phần (theo báo cáo)	4.481	5.051	5.905	7.638
Giá trị sổ sách / cổ phần	21.785	25.918	29.527	35.043
Lợi nhuận trước dự phòng / cổ phần	8.072	9.243	10.971	13.956

Phân tích tỷ số (%)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng (%)				
Tín dụng	16,5	13,5	13,8	14,2
Tài sản sinh lợi	11,5	11,9	12,9	13,2
Huy động	15,8	13,3	13,4	13,7
Vốn chủ sở hữu	30,1	19,6	13,9	18,7
Tổng tài sản	13,8	12,2	12,9	13,5
Thu nhập lãi thuần	21,7	12,6	16,1	26,8
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	26,6	69,5	52,1	43,5
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	16,5	15,5	18,7	27,2
Lợi nhuận trước thuế	26,6	13,1	16,9	29,3
Lợi nhuận sau thuế	26,7	13,2	16,9	29,4
Khả năng sinh lời (%)				
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	2,1	2,4	2,6	3,0
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	3,2	3,2	3,3	3,7
Biên lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	64,9	64,6	65,0	65,2
ROA	1,4	1,5	1,5	1,7
ROE	23,2	21,2	21,3	23,7
Tỷ lệ thanh khoản (%)				
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	79,1	79,5	80,0	80,5
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng vốn huy động	83,2	84,2	84,4	84,7
Tài sản sinh lợi trên nguồn vốn chịu lãi	135,5	136,0	136,0	136,0
Hệ số an toàn vốn (%)				
Hệ số CAR	9,3	-	-	-
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản	6,6	7,1	7,1	7,4
Hiệu quả hoạt động				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (%)	39,1	40,0	40,0	40,0
Doanh thu trung bình trên mỗi nhân viên (tỷ đồng)	4,2	4,2	4,2	4,6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ước tính của Phòng Phân tích MASVN

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
JSC Bank for Foreign Trade of Vietnam (VCB VN)	6/3/2019	Hold	VND66,400
	23/10/2019	Hold	VND88,000
	28/12/2019	Hold	VND98,400
	14/4/2020	Trading buy	VND83,500



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Suites 1109-1114, 11th Floor Two International Finance Centre 8 Finance Street, Central Hong Kong China Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo – SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan Republic of Indonesia 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7 th Floor, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang Street District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-2222 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	