

# NHTM Cổ Phần Ngoại Thương Việt Nam (VCB)

## Sẵn sàng cho kịch bản khó khăn nhất

- Doanh thu 1Q20 tiếp tục tăng trưởng
- Tích cực trong việc trích lập dự phòng.
- Định giá cổ phiếu phù hợp với vị thế ngân hàng dẫn đầu.

### Doanh thu vẫn tăng trưởng

Kết quả kinh doanh 1Q20 của VCB không bị ảnh hưởng đáng kể từ đại dịch COVID-19. Doanh thu lập đỉnh mới, đạt hơn 12,000 tỷ đồng. Các nguồn thu chính gồm thu nhập lãi ròng, thu nhập phí ròng và lãi từ giao dịch ngoại hối duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng giảm 11% n/n còn gần 4,200 tỷ đồng do gia tăng trích lập dự phòng và chi phí hoạt động (OPEX) với tỷ lệ CIR là 40% (+37% n/n)

### Tỷ lệ thanh toán chậm tăng nhưng được dự phòng đầy đủ

Dư nợ 1Q20 VCB được phân loại như bình thường thay vì trì hoãn theo Thông tư 01/2020. Tỷ lệ nợ quá hạn tăng lên tới 1.5% từ mức 1.1% tại cuối năm 2019. Tuy nhiên, những khoản nợ này được bao phủ bởi quỹ dự phòng rủi ro tín dụng dồi dào của ngân hàng, đạt 14,500 tỷ đồng vào cuối T3/2020, tương đương tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLC) là 235%

Dự phòng cụ thể cho các khoản cho vay khách hàng trích trong 1Q20 đạt gần 3,900 tỷ đồng, tương đương với cả năm 2019. Tuy nhiên, VCB báo cáo chi phí tín dụng chỉ gần 2,200 tỷ đồng, tăng 9.2% q/q do hoàn nhập dự phòng khoản cho vay liên ngân hàng. Chúng tôi cho rằng, việc dự phòng RRTD cho các khoản cho vay liên ngân hàng là không cần thiết và VCB sẽ tiếp tục hoàn nhập phần còn lại gần 1,100 tỷ đồng vào 2Q20.

Tăng trưởng tín dụng đạt 2.8% ở 1Q20 trong khi tiền gửi khách hàng chỉ tăng nhẹ. Tiền gửi tại NHNN đã giảm 60,000 tỷ đồng so với 4Q19. Tuy nhiên, điều này được cân bằng nhờ giảm cho vay liên ngân hàng và tiền gửi tại NHNN.

### Giá cổ phiếu hợp lý cho ngân hàng hàng đầu

Chúng tôi tin rằng tỷ lệ cho vay/huy động thấp sẽ cho phép VCB đạt mức tăng trưởng tín dụng 10% trong năm 2020 khi huy động chỉ tăng nhẹ. Thu nhập bất thường từ thỏa thuận phân phối bảo hiểm độc quyền với FWD có thể bù đắp cho việc gia tăng chi phí DPRRTD. Do đó, lợi nhuận ròng năm 2020 được kỳ vọng ở mức 21,000 tỷ đồng, tăng 11% n/n. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cho cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 72,500 đồng.

Đánh giá **GIỮ**

### Thông kê

VNIndex (23/04, điểm)	774
Giá cp (23/04, đồng)	69,200
Vốn hóa (triệu USD)	256,654
SLCP lưu hành (triệu)	3,709
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	94,500/57,200
GTGDTB 6T (triệu USD)	77
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	25.2/23.7
Cổ đông lớn (%)	
Ngân hàng Nhà nước	74.8
Mizuho Bank, Ltd	15.0
GIC	2.6

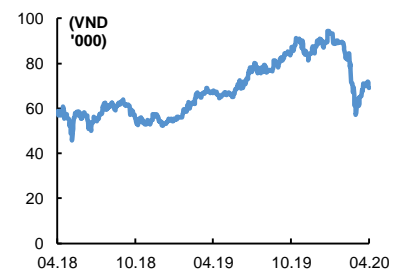
### Định giá

	2019A	2020F	2021F
PB (x)	3.2	2.7	2.3
PE (x)	16.1	15.3	12.8
ROA (%)	1.6	1.6	1.8
ROE (%)	25.9	23.3	23.1
Cổ tức (%)	0.7	1.4	1.4
P/LNTDPTD (x)	8.6	7.8	6.5
BPS (đồng)	21,763	25,808	30,207
EPS (đồng)	4,287	4,536	5,388

### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.2	(0.2)	0.0
Tương đối với VNI (điểm %)	0.0	0.0	0.2

### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

**Trần Yên**

yen.tt@kisvn.vn

**Bảng 1. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng, %, điểm %)

	2019				2020	2019	2020F	1Q20		Ý kiến
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q			QoQ	YoY	
Cho vay khác hàng và trái phiếu doanh nghiệp	680,486	702,920	715,610	741,931	762,729	741,931	816,124	2.8	12.1	
% tăng trưởng (so với đầu năm)	6.4	9.9	11.8	16.0	2.8	16.0	10.0	-	(3.6)	
Cho vay khách hàng	673,022	695,438	708,096	734,707	754,505	734,707	808,178	2.7	12.1	
NPL (Nợ nhóm 3-5)	6,952	7,134	7,625	5,804	6,191	5,804	6,384	6.7	(10.9)	
NPL ratio (%)	1.0	1.0	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.0	(0.2)	
NPL (Nợ nhóm 2-5)	10,864	11,012	11,824	8,364	11,250	8,364	9,201	34.5	3.6	
NPL ratio (%)	1.6	1.6	1.7	1.1	1.5	1.1	1.1	0.4	(0.1)	
Dự phòng cho vay (%)	169.2	176.8	185.2	179.5	235.0	179.5	176.6	55.5	65.8	
VAMC	-	-	-	-	-	-	-			
Tiền gửi khách hàng và trái phiếu	859,626	892,569	923,505	949,835	955,420	949,835	1,038,243	0.6	11.1	
Tiền gửi khách hàng	838,277	871,229	902,184	928,451	934,048	928,451	1,014,869	0.6	11.4	
% tăng trưởng (so với đầu năm)	4.5	8.6	12.5	15.8	0.6	15.8	9.3	-	(3.9)	
CASA (%)	28.0	27.5	27.1	28.3	26.2	28.3	28.5	(2.2)	(1.8)	
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,073,332</b>	<b>1,122,655</b>	<b>1,157,490</b>	<b>1,222,719</b>	<b>1,144,270</b>	<b>1,222,719</b>	<b>1,297,563</b>	<b>(6.4)</b>	<b>6.6</b>	
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>72,919</b>	<b>76,321</b>	<b>81,312</b>	<b>80,800</b>	<b>84,984</b>	<b>80,800</b>	<b>95,788</b>	<b>5.2</b>	<b>16.5</b>	
Tổng thu nhập hoạt động	11,768	11,303	11,995	10,667	12,285	45,730	50,423	15.2	4.4	N/A
Thu nhập lãi ròng	8,499	8,580	8,859	8,640	9,034	34,577	38,067	4.6	6.3	
NIM (%)	3.70	3.42	3.18	3.13	3.13	3.12	3.12	(0.0)	(0.6)	
Thu nhập ngoài lãi	3,269	2,724	3,135	2,028	3,251	11,153	12,357	60.3	(0.5)	
Thu nhập phí ròng	1,998	1,775	2,186	1,728	2,235	7,685	7,329	29.3	11.9	
Lãi từ chứng khoán đầu tư	105	181	66	47	(23)	398	636			
Thu nhập ngoài lãi khác	1,166	768	883	252	1,039	3,070	4,392	311.6	(10.9)	
Dự phòng rủi ro tín dụng	1,506	1,811	1,503	1,971	2,152	6,790	7,295	9.2	42.9	
Thu nhập hoạt động ròng	10,262	9,493	10,492	8,696	10,133	38,940	43,128	16.5	(1.3)	
SG&A	4,384	4,067	4,182	3,186	4,910	15,818	17,441	54.1	12.0	
CIR (%)	37.3	36.0	34.9	29.9	40.0	34.6	34.6	10.1	2.7	
<b>Lợi nhuận trước dự phòng</b>	<b>7,384</b>	<b>7,236</b>	<b>7,812</b>	<b>7,481</b>	<b>7,375</b>	<b>29,913</b>	<b>32,982</b>	<b>(1.4)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>N/A</b>
Lợi nhuận trước thuế	5,878	5,425	6,309	5,510	5,223	23,122	25,688	(5.2)	(11.1)	
Lợi nhuận ròng	4,711	4,365	5,052	4,400	4,183	18,526	20,550	(4.9)	(11.2)	
<b>Lợi nhuận cổ đông kiểm soát</b>	<b>4,707</b>	<b>4,361</b>	<b>5,048</b>	<b>4,397</b>	<b>4,178</b>	<b>18,511</b>	<b>20,533</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>N/A</b>

**■ Tổng quan về công ty**

VCB là một trong bốn ngân hàng có tổng tài sản lớn nhất và là ngân hàng dẫn đầu về giao dịch ngoại hối và thanh toán quốc tế tại Việt Nam. Đây cũng là ngân hàng có lợi nhuận cao nhất tại Việt Nam với định hướng trở thành một trong ba trăm tổ chức tài chính lớn nhất thế giới.

**Cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng TS	1,035,293	1,074,027	1,222,719	1,297,563	1,417,833
TS sinh lãi	1,009,412	1,045,872	1,191,362	1,262,505	1,378,819
Cho vay và TPDN	558,151	639,799	741,931	816,124	906,612
Hộ gia đình	177,778	235,884	315,782	-	-
Doanh nghiệp	380,373	403,915	426,149	816,124	906,612
Tiền gửi và cho vay TCTD	252,315	287,958	313,310	307,398	313,811
Tiền gửi NHNN và TPCP	198,946	118,115	136,121	138,984	158,396
VAMC bond	-	-	-	-	-
TS không sinh lãi	34,243	39,864	45,381	49,979	54,803
Khác	8,361	11,710	14,025	14,922	15,789
Tổng nợ	982,825	1,011,916	1,141,919	1,201,774	1,305,730
Tiền gửi	708,520	801,929	928,451	1,014,869	1,119,248
Trái phiếu	18,215	21,461	21,384	23,374	25,778
Tiền gửi và vay TCTD	66,965	76,550	73,638	77,318	81,183
Tiền vay CP và NHNN	171,385	90,685	92,366	57,801	47,257
Phải trả khác	17,740	21,291	26,081	28,411	32,263
Tổng VCSH	52,469	62,110	80,800	95,788	112,102
VCSH	52,379	62,041	80,717	95,719	112,033
Vốn điều lệ	35,978	35,978	37,089	37,089	37,089
Thặng dư VCSH	-	-	4,995	4,995	4,995
Quỹ khác	7,254	9,446	12,186	14,967	18,052
LN giữ lại	8,715	16,139	26,055	38,278	51,507
Thu nhập toàn diện khác	433	479	391	390	390
Cổ đông thiểu số	89	69	83	69	69

**Kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng thu nhập hoạt động	29,406	39,278	45,730	50,423	60,082
Thu nhập lãi thuần	21,938	28,409	34,577	38,067	44,403
Thu nhập lãi	46,159	55,864	67,724	72,098	81,843
Chi phí lãi	24,221	27,455	33,147	34,031	37,440
Thu nhập ngoài lãi	7,469	10,870	11,153	12,357	15,679
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	4,581	5,669	7,685	7,329	10,018
Lãi từ đầu tư tài chính	788	1,967	398	636	636
Khác	2,100	3,234	3,070	4,392	5,024
Dự phòng rủi ro tính dụng	6,198	7,398	6,790	7,295	9,339
Thu nhập hoạt động ròng	23,208	31,880	38,940	43,128	50,743
Chi phí quản lý và bán hàng	11,866	13,611	15,818	17,441	20,782
Chi phí nhân viên	6,733	7,678	8,669	-	-
Lợi nhuận trước DPTD	17,540	25,667	29,913	32,982	39,300
LNTT	11,341	18,269	23,122	25,688	29,961
Thuế	2,231	3,647	4,596	5,138	5,992
Thuế suất hiệu dụng (%)	20	20	20	20	20
Lãi từ hoạt động chính	6,925	11,350	15,346	17,762	20,367
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2,185	3,272	3,180	2,789	3,602
LN ròng	9,111	14,622	18,526	20,550	23,969
LN dành cho NH mẹ	9,091	14,606	18,511	20,533	23,949

**Chỉ số tài chính**

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>Sinh lợi và hiệu quả(%)</b>					
ROE	14.1	27.7	24.6	20.0	18.3
ROA	0.8	1.7	1.7	1.5	1.5
NIM	3.5	3.6	3.6	3.4	3.6
Lãi TB trên tài sản	8.4	8.3	8.3	7.9	8.0
Chi phí vốn	4.9	4.8	5.0	4.7	4.8
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	54.4	47.8	51.6	46.2	46.2
Chi phí tín dụng	0.9	0.4	0.1	0.6	0.6
<b>Tăng trưởng (%)</b>					
LN dành cho NH mẹ	59.8	142.5	17.0	2.6	9.4
LNTDPTD	81.0	40.2	6.4	21.6	10.2
Tăng trưởng tín dụng	19.3	16.0	16.6	12.3	13.0
Tổng TS	21.7	15.8	16.5	12.1	11.0
<b>Chất lượng TS (%)</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	132.7	151.9	175.0	216.8	213.1
Tỷ lệ cho vay / huy động	76.3	78.0	77.7	78.4	80.1
<b>Tỷ lệ an toàn vốn (%)</b>					
CAR	8.0	10.1	10.9	11.8	13.7
CET1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Tier 1	6.7	8.6	9.7	n.a	n.a

**Chỉ số định giá**

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)</b>					
BPS	9,887	12,963	16,761	20,407	23,901
EPS	1,276	3,107	3,568	3,648	3,995
Cổ tức	-	-	-	500	500
<b>Định giá (x)</b>					
P/B	2.0	1.6	1.2	1.0	0.8
P/E	15.8	6.5	5.6	5.5	5.0
P/PPE	6.2	4.5	4.3	3.5	3.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	2.5	2.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	13.7	12.5
<b>Phân tích ROE (%)</b>					
ROE	14.1	27.7	24.6	20.0	18.3
Đòn bẩy (x)	17.7	15.7	13.8	12.7	12.0
TS sinh lãi / Tổng TS	93.5	94.3	95.0	94.7	94.6
LN ròng / TS sinh lãi	0.8	1.6	1.6	1.5	1.5
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.1	3.3	3.3	3.2	3.4
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.0	0.3	0.1	0.4	0.4
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.3	2.1	2.3	2.0	2.0

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/04/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/04/2020.

Người thực hiện: Trần Yên

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. 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 đánh giá cá nhân hoặc 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.