

20/09/2021

VCB ghi nhận tăng trưởng PBT thấp hơn kì vọng trong Q2/2021

Trong Quý 2/2021, TOI của ngân hàng đã đạt mức 12,895 tỷ VND (+ 20.1% YoY) nhưng PBT chỉ ghi nhận mức 4,938 tỷ VND (-14.3% YoY). Trong năm 2021, chúng tôi dự báo VCB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt ở mức 51,345 tỷ VND (+4.7% YoY) và 24,242 tỷ VND (+5.2% YoY)

Chất lượng tài sản chưa có dấu hiệu suy giảm trong Q2/2021 nhưng VCB đã thận trọng tăng cường trích lập dự phòng

Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0.74% trong Q2/2021 từ 0.88% của Q1 sau khi VCB xóa 618 tỷ VND nợ xấu. Tuy nhiên, trước diễn biến phức tạp của dịch bệnh Covid-19, VCB đã thận trọng gia tăng trích lập nợ xấu với chi phí ghi nhận 3,225 tỷ VND (tăng 73.7% YoY và 41.8% QoQ). Theo đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng vọt lên mức 352% - mức cao nhất toàn ngành

Chính phủ cũng đã đồng ý bổ sung vốn Nhà nước hơn 7.600 tỷ đồng cho VCB, giúp tạo thêm nguồn lực để kinh doanh cho ngân hàng

Khuyến nghị **NĂM GIỮ**, giá mục tiêu 106,500 VND/cp

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của VCB trong năm 2021 đạt mức 13%. Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** (duy trì) đối với cổ phiếu VCB. Giá mục tiêu là VND 106,500/cp, cao hơn 6.9% so với giá tại ngày 17/09/2021.

NĂM GIỮ duy trì

Giá mục tiêu VND 106,500

Tăng/Giảm (%)	6.9%
Giá hiện tại (17/09/21)	VND99,600
Giá mục tiêu consensus	VND112,800
Vốn hóa thị trường (tr USD)	USD16,221 tr

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ free-float (%)	6.64%
GTGD TB 3 tháng (tr USD)	USD6.9 tr
Room NĐTNN còn lại (%)	6.4%
Cổ đông lớn (%)	NHNN Việt Nam (74.8%)

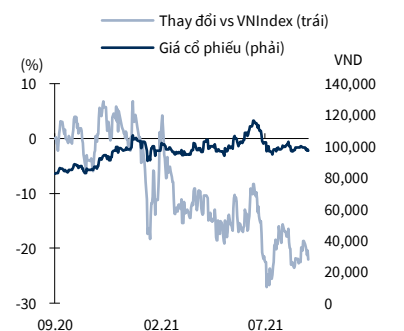
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.8	-6.7	1.7	17.2
Tương đối	-5.1	-7.3	-10.5	-22.2

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	36,285,475	37,263,777	43,282,438	47,833,374
TOI (triệu VND)	49,062,541	51,344,993	58,700,014	64,864,417
PBT (triệu VND)	23,049,561	24,241,634	31,430,993	37,693,878
EPS (VND)	4,975	4,911	6,369	7,638
BVPS (VND)	25,346	31,821	37,714	45,271
P/E (x)	20.1	21.6	18.7	17.8
P/B (x)	3.6	3.3	3.2	3.0
ROAA (%)	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%
ROAE (%)	21.1%	22.3%	18.3%	18.4%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính công ty, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Cập nhật kết quả kinh doanh

VCB ghi nhận tăng trưởng PBT thấp hơn kì vọng trong Q2/2021 do tăng cường trích lập dự phòng

Trong Quý 2/2021, TOI của ngân hàng đã đạt mức 12,895 tỷ VND (+ 20.1% YoY) nhưng PBT chỉ ghi nhận mức 4,938 tỷ VND (-14.3% YoY) sau khi VCB đẩy mạnh trích lập dự phòng lên mức 3,225 tỷ (+ 73.7% YoY) do lo ngại về ảnh hưởng tiêu cực của dịch bệnh Covid-19 lên hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 1. Tóm tắt kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2Q 2021	2Q 2020	% YoY
Thu nhập lãi thuần	11,088	8,077	37.3%
Thu nhập ngoài lãi	1,807	2,656	-32.0%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	12,895	10,734	20.1%
Chi phí hoạt động	(4,736)	(3,118)	51.7%
Chi phí dự phòng	(3,225)	(1,856)	73.7%
LNTT (PBT)	4,938	5,759	-14.3%

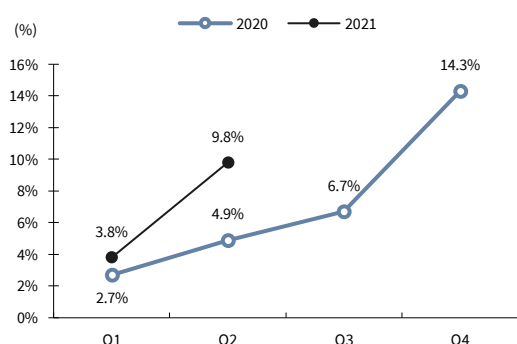
Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, KB Securities Vietnam

Thu nhập lãi thuần Q2/2021 tăng 37.3% YoY đến từ:

— Hoạt động tín dụng khởi sắc, tăng 9.8% YTD – cao hơn nhiều so với trung bình toàn ngành ở mức xấp xỉ 5.5% YTD. Trong đó, cho vay cá nhân (đặc biệt là hoạt động mua nhà) ghi nhận mức tăng nổi trội nhất +11.8% YTD, tiếp theo là cho vay SME tăng +9.8% YTD và DN lớn +8% YTD.

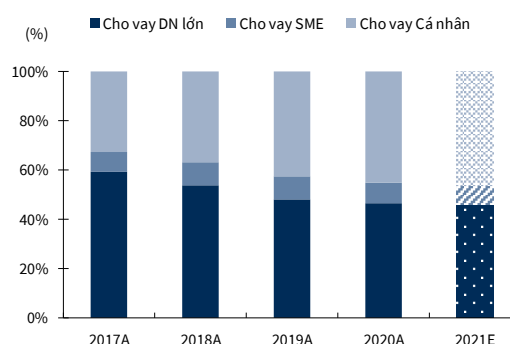
Tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm sẽ phụ thuộc nhiều vào “biến số” dịch bệnh Covid-19 và chúng tôi kì vọng mức tăng trưởng tín dụng 13 - 13.5% cho VCB đến từ (1) kì vọng nguồn cầu tín dụng phục hồi tốt trong Q4 khi diễn Covid-19 chuyển biến tích cực ở Việt Nam; và (2) kì vọng NHNN sẽ có thêm 1 đợt nới room tín dụng vào cuối năm để hỗ trợ nền kinh tế.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng 2020 – 2021 (%)



Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. Tỷ trọng cho vay (%)



Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

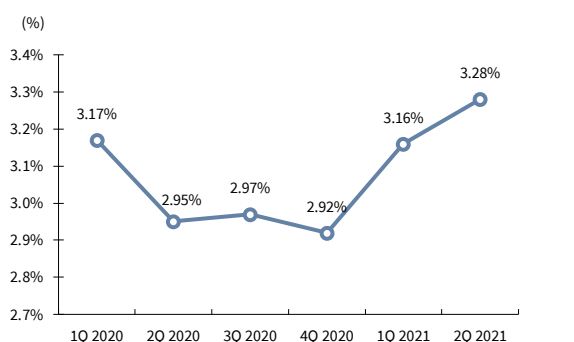
— NIM tiếp tục được cải thiện trong Q2 lên mức 3.28% (+12 bps QoQ) nhờ (1) tận dụng chi phí vốn thấp (giảm lãi suất huy động và tăng tỷ lệ CASA) để bù đắp việc giảm lãi suất cho vay ưu đãi cho khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19; và (2) tăng hệ số LDR.

— Tỷ lệ CASA tăng lên mức 33.2% - mức cao nhất trong vòng nhiều quý trở lại

đây nhờ việc triển khai các gói phí dịch vụ thanh toán hướng tới khách hàng cá nhân; đồng thời tận dụng ưu thế CASA Doanh nghiệp tăng cao do ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Chúng tôi kì vọng tỷ lệ CASA của VCB sẽ vẫn được duy trì ở mức cao, quanh 33% trong năm nay.

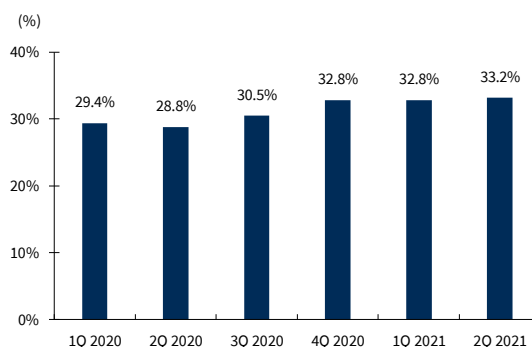
Dù vậy, với việc triển khai liên tiếp các đợt cắt giảm lãi suất hỗ trợ cho các DN chịu tác động bởi dịch bệnh Covid-19, chúng tôi hạ NIM của VCB trong năm 2021 xuống 2.8% từ 3.0% của năm 2020.

Biểu đồ 3. NIM (%)



Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 4. Tỷ lệ CASA (%)

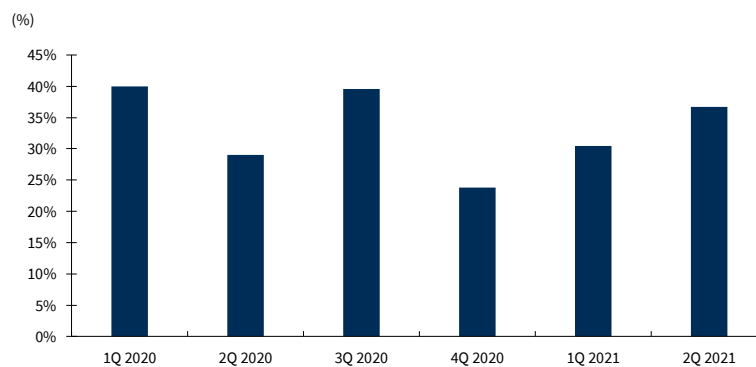


Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

Thu nhập ngoài lãi Q2/2021 suy giảm 32% YoY chủ yếu do bút toán điều chỉnh giảm 850 tỷ VND sau khi ghi nhận 1,700 tỷ VND phí bancassurance trả trước của năm 2021 trong Q1/2021. Chúng tôi kì vọng việc ghi nhận phí này sẽ ổn định hơn trong nửa cuối năm.

OPEX tăng 51.7% YoY do mức nền cùng kì năm ngoái thấp cũng như việc ghi nhận mức chi phí công vụ đáng kể. Tỷ lệ CIR tăng lên 36.7% trong Q2/2021.

Biểu đồ 5. Tỷ lệ CIR (%)



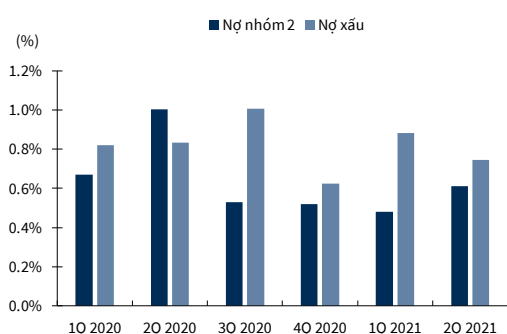
Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

Chất lượng tài sản chưa có dấu hiệu suy giảm trong Q2/2021 nhưng VCB đã thận trọng tăng cường trích lập dự phòng

Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0.74% trong Q2/2021 từ 0.88% của Q1 sau khi VCB xóa 618 tỷ VND nợ xấu. Tuy nhiên, trước diễn biến phức tạp của dịch bệnh Covid-19, VCB đã thận trọng gia tăng trích lập nợ xấu với chi phí ghi nhận 3,225 tỷ VND (tăng 73.7% YoY và 41.8% QoQ). Theo đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng vọt lên mức 352% - mức cao nhất toàn ngành.

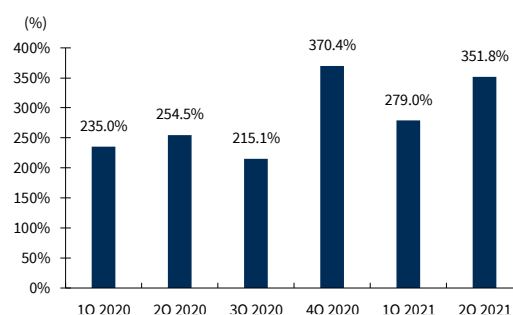
Dư nợ tái cơ cấu giảm 21% so với đầu năm xuống còn khoảng 4.1 nghìn tỷ đồng, tương đương 0.44% tổng dư nợ. VCB đặt kế hoạch trích lập dự phòng hết cho tất cả các vay tái cơ cấu theo Thông tư 03/2021 trong năm 2021.

Biểu đồ 6. Tỷ lệ nợ nhóm 2 & tỷ lệ nợ xấu (%)



Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 7. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)

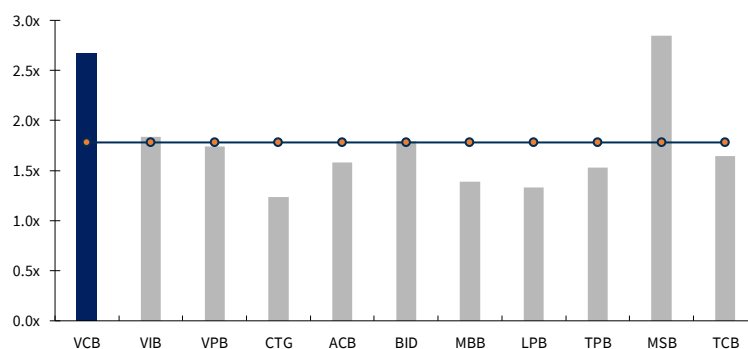


Nguồn: VCB, KB Securities Vietnam

Chính phủ cũng đã đồng ý bổ sung vốn Nhà nước hơn 7.600 tỷ đồng cho VCB, giúp tạo thêm nguồn lực để kinh doanh cho ngân hàng.

VCB hiện được giao dịch với mức giá P/B forward 12 tháng 2022 đạt 2.7x, cao hơn trung bình ngành (1.8x). Với vị thế là ngân hàng SOB top đầu, nợ xấu vẫn được kiểm soát tốt, chúng tôi cho rằng mức P/B forward 12 tháng này vẫn phù hợp với bối cảnh hiện tại.

Biểu đồ 8. Chỉ số P/B forward 12 tháng (x)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dự phóng và định giá

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021

Trong năm 2021, chúng tôi dự báo VCB sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt ở mức VND 51,345 tỷ (+4.7% YoY) và VND 24,242 tỷ (+5.2% YoY) tương ứng với mức BVPS bằng VND 31,821 với các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng hợp nhất ở mức 13%
- NIM giảm xuống mức 2.8%. Lãi suất cho vay giảm mạnh trong khi lãi suất huy động duy trì ổn định; tỷ lệ CASA ở mức 33%.
- Tỷ lệ NPL tăng nhẹ lên mức 0.8%

Định giá – Khuyến nghị **NẮM GIỮ**, giá cổ phiếu mục tiêu ở VND 106,500/cp

Với vị thế là ngân hàng SOB top đầu, nợ xấu vẫn được kiểm soát tốt, chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu cho năm 2021 của VCB là 3.3x. Dựa trên kết quả định giá theo phương pháp P/B, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** (duy trì) đối với cổ phiếu VCB với giá mục tiêu là VND 106,500/cp, cao hơn 6.9% so với giá tại ngày 17/09/2021. Chúng tôi đánh giá VCB là một cổ phiếu tốt để đầu tư trong trung và dài hạn.

Bảng 2. Dự phóng KQKD 2021 - 2022

	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	37,263,777	43,282,438	47,833,374
TOI (triệu VND)	51,344,993	58,700,014	64,864,417
PBT (triệu VND)	24,241,634	31,430,993	37,693,878
ROEA (%)	22.3	18.3	18.4
ROAA (%)	1.4	1.6	1.7
CIR (%)	32.0	31.0	30.0
CASA (%)	33.2	34.0	34.7

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, KB Securities Vietnam

Ngân hàng Vietcombank (VCB) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2020A - 2023E

Báo cáo kết quả HDKD

(Triệu VND)	2020A	2021E	2022E	2023E
Thu nhập lãi	69,205,134	70,797,026	86,104,175	94,520,734
Chi phí lãi	(32,919,659)	(33,533,249)	(42,821,736)	(46,687,360)
Thu nhập lãi thuần	36,285,475	37,263,777	43,282,438	47,833,374
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	6,607,317	8,829,470	10,595,364	12,184,668
Lãi thuần từ đầu tư ngoại hối	3,906,399	3,066,016	2,650,991	2,454,547
Lãi thuần từ chứng khoán KD	1,810	905	815	1,223
Lãi thuần từ chứng khoán đầu tư	(98)	(73)	(80)	(111)
Lãi thuần từ hoạt động khác	2,261,638	2,184,899	2,170,486	2,390,716
Tổng thu nhập hoạt động	49,062,541	51,344,993	58,700,014	64,864,417
Chi phí hoạt động	(16,038,250)	(16,430,398)	(18,197,004)	(19,459,325)
Lợi nhuận thuần trước DPRR	33,024,291	34,914,595	40,503,009	45,405,092
Chi phí DPRR	(9,974,730)	(10,672,961)	(9,072,017)	(7,711,214)
Lợi nhuận trước thuế	23,049,561	24,241,634	31,430,993	37,693,878
Thuế	(4,577,043)	(4,824,033)	(6,248,032)	(7,493,010)
Lợi nhuận sau thuế	18,472,518	19,417,601	25,182,961	30,200,868
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(21,207)	(19,999)	(25,120)	(31,968)
Lợi nhuận sau thuế ngân hàng mẹ	18,451,311	19,397,601	25,157,840	30,168,900
EPS	4,975	4,911	6,369	7,638
DPS	800	800	800	800
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	3,709	3,950	3,950	3,950

Bảng cân đối kế toán

(Triệu VND)	2020A	2021E	2022E	2023E
Tổng tài sản	1,326,230,092	1,468,958,543	1,683,227,056	1,878,218,995
Tiền mặt, vàng & đá quý	15,095,394	13,823,661	24,056,465	22,668,741
Tiền gửi tại NHNN	33,139,373	32,255,210	45,439,990	48,092,292
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	267,969,645	286,727,520	315,400,272	346,940,299
Chứng khoán KD & đầu tư	158,885,158	150,940,900	175,072,881	182,300,701
Cho vay khách hàng	820,545,467	950,376,715	1,082,540,931	1,232,364,987
Tài sản cố định	8,539,362	9,468,768	10,578,189	11,970,766
Tài sản khác	22,055,693	25,365,769	30,138,328	33,881,209
Tổng nợ	1,232,135,113	1,365,496,131	1,559,940,486	1,729,935,941
Nợ chính phủ & NHNN	41,176,995	47,692,247	41,136,555	36,970,950
Tiền gửi & vay TCTD khác	103,583,833	104,541,439	113,666,798	123,236,499
Tiền gửi khách hàng	1,032,113,567	1,151,971,775	1,336,470,285	1,502,884,131
Phát hành giấy tờ có giá	21,240,197	28,491,206	30,812,111	34,640,581
Các khoản nợ khác	34,020,521	32,799,464	37,854,738	32,203,781
Vốn chủ sở hữu	94,094,979	125,779,552	149,054,425	178,904,301
Vốn điều lệ	37,088,774	39,500,000	39,500,000	39,500,000
Thặng dư vốn cố phần	4,995,389	18,300,000	18,300,000	18,300,000
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Vốn khác	15,360,588	19,047,381	23,711,694	29,542,086
Lợi nhuận chưa phân phối	36,650,228	48,932,171	67,542,730	91,562,215

Chỉ số tài chính

(%)	2020A	2021E	2022E	2023E
Hiệu quả hoạt động				
ROEA	21.1%	22.3%	18.3%	18.4%
ROAA	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%
Biên lãi ròng (NIM)	3.0%	2.8%	2.9%	2.8%
CIR	32.7%	32.0%	31.0%	30.0%
CASA	32.8%	33.2%	34.0%	34.7%
Chi phí vốn	2.8%	2.7%	3.0%	2.9%
Lợi suất tài sản sinh lời	5.6%	5.3%	5.7%	5.5%
Thanh khoản				
LDR	81.4%	82.0%	83.0%	83.5%
Dư nợ cho vay so với tổng tài sản	63.3%	65.1%	66.4%	67.4%
Tốc độ tăng trưởng				
Tăng trưởng tổng tài sản	8.5%	10.8%	14.6%	11.6%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	13.3%	15.8%	13.9%	13.8%
Tăng trưởng tiền gửi	11.2%	11.6%	16.0%	12.5%
Tăng trưởng TOI	7.3%	4.7%	14.3%	10.5%
Tăng trưởng PBT	-0.3%	5.2%	29.7%	19.9%

Định giá

(đồng, X, %)	2020A	2021E	2022E	2023E
Chỉ số về giá				
EPS	4,975	4,911	6,369	7,638
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	25,346	31,821	37,714	45,271
Chỉ số định giá				
PE	20.1x	21.6x	18.7x	17.8x
PB	3.6x	3.3x	3.2x	3.0x
Ti lệ cổ tức	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
An toàn vốn				
CAR	9.4%	9.6%	10.1%	10.5%
Tỷ lệ đòn bẩy	14.1x	12.5x	11.7x	11.2x
Chất lượng tài sản				
Nợ nhóm 2	0.3%	0.5%	0.4%	0.7%
Nợ xấu	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%
Nợ xấu + VAMC	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%
Lãi dự thu so với vay	0.9%	1.5%	1.6%	1.5%
Chi phí tín dụng	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%
Bao phủ nợ xấu	368.0%	253.1%	197.5%	156.1%

Nguồn: Báo cáo công ty & KB Securities Vietnam

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhdt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh

anhhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu

hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Thủy sản – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

