



Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB: HSX)



Vị thế ngân hàng số 1 Việt Nam

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
20/03/2019

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích
dungnm@kbsec.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Giữ vững vị thế ngân hàng số 1 Việt Nam về chất lượng tài sản và khả năng sinh lời

Chất lượng tài sản thuộc nhóm đầu toàn hệ thống không chỉ thể hiện qua việc các chỉ số về nợ xấu hay tài sản có vấn đề thấp, mà còn ở chất lượng tài sản đảm bảo của VCB luôn duy trì ở mức cao hàng năm, quy trình quản trị rủi ro nghiêm ngặt và danh mục chứng khoán nắm giữ an toàn. Dù không đứng đầu về quy mô tài sản hay biên lãi thuần (NIM), nhưng VCB đang cho thấy khả năng sinh lời thuộc top đầu toàn ngành và bỏ xa các ngân hàng còn lại về LNTT.

Sở hữu nhiều lợi thế đặc biệt để vươn lên dẫn đầu trong hoạt động bán lẻ dù xuất phát sau nhóm NHTMCP tư nhân

Dù khởi điểm là một ngân hàng bán buôn nhưng với những lợi thế cạnh tranh đặc biệt như chi phí vốn thấp, chất lượng tài sản tốt, mạng lưới rộng và hạ tầng thanh toán tiện lợi, VCB có nhiều cơ hội để sớm vươn lên dẫn đầu về quy mô ngân hàng bán lẻ, bỏ xa nhóm NHTMCP tư nhân.

Vị thế số 1 về hoạt động thanh toán và kinh doanh ngoại hối tiếp tục đóng góp tích cực cho tăng trưởng nguồn thu ngoài lãi

VCB hiện vẫn giữ vị trí dẫn đầu về hoạt động thanh toán trên cả phân khúc KH doanh nghiệp và cá nhân. Trong đó, hoạt động thanh toán, tài trợ thương mại và kinh doanh ngoại hối sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào thu nhập ngân hàng nhờ lợi thế về mối quan hệ chặt chẽ với nhóm doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực thương mại xuất, nhập khẩu cũng như tiềm lực mạnh về ngoại tệ. Tuy nhiên, hoạt động thanh toán cho khách hàng cá nhân của VCB đang có dấu hiệu mất thị phần vào tay nhóm NH tư nhân và đây sẽ là một rủi ro trong dài hạn cho VCB.

Khuyến nghị NẮM GIỮ dựa trên rủi ro chu kỳ ngành và rủi ro định giá, mặc dù vẫn giữ vị thế đầu ngành

Dù có vị thế hàng đầu ngành ngân hàng Việt Nam ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng mức định giá của VCB chưa đủ an toàn để đầu tư, trong điều kiện rủi ro chu kỳ ngành ngày càng rõ ràng hơn. Do đó, chúng tôi ra khuyến nghị **Nắm giữ** đối với cổ phiếu VCB. Tuy nhiên, trong ngắn hạn vẫn sẽ có những động lực hỗ trợ nhất định đến giá cổ phiếu như khả năng tiếp tục huy động thành công vốn cấp 1 từ NĐT chiến lược, qua đó cải thiện hệ số an toàn vốn theo Basel II.

Nắm giữ

Giá mục tiêu (1Y)	71,000VND
Tăng/Giảm	7.3%
Giá hiện tại (18/03/2019)	66,000VND
Giá mục tiêu	71,000VND
Vốn hóa thị trường	250,720 tỷ VND (10.83 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 18/03/2019: 1USD= 23,160 VND	

Dự phóng doanh thu và định giá

	2018A	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	28,409	38,095	42,964	48,761
Tốc độ tăng trưởng (%)	29.5%	34.1%	12.8%	13.5%
Tổng LN hoạt động (tỷ VND)	39,288	47,959	53,293	59,352
Chi phí hoạt động CIR (%)	34.6	37.0	36.0	35.0
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	14,658	17,460	20,477	23,760
Tốc độ tăng trưởng (%)	60.89	19.12	17.28	16.03
EPS (nghìn VND)	4,074.2	4,707.6	5,521.0	6,406.2
BVPS (nghìn VND)	17,758	23,605	29,126	35,532
P/B	3.72	2.80	2.27	1.86

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	3,708,877,448
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	1,880,736
% sở hữu nước ngoài	20.74%
Cổ tức tiền mặt	800 VND/cp

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
VCB	7.74%	21.9%	6.89%	-8.94%
VN-INDEX	1.79%	7.81%	1.32%	-13.17%



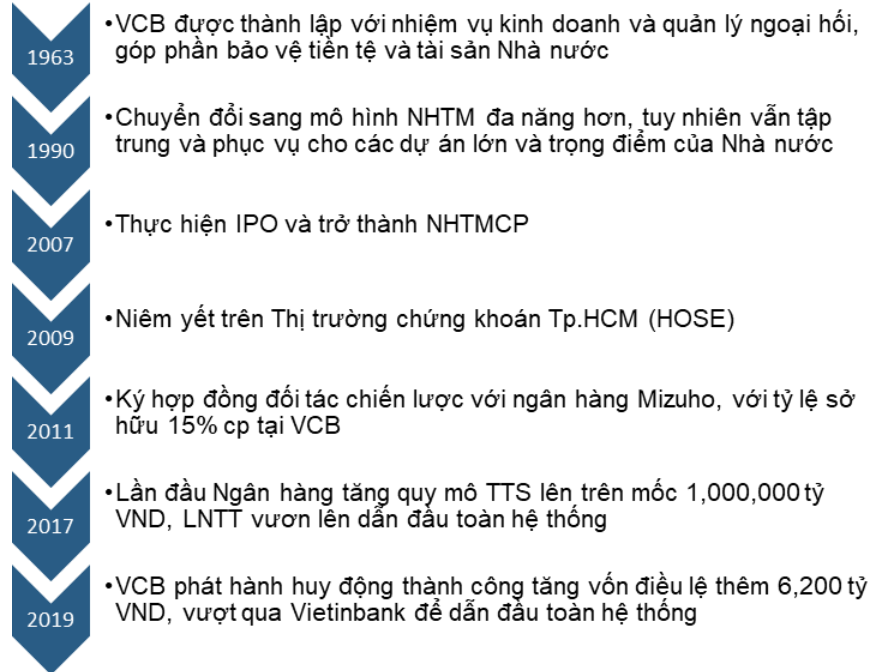
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Mục lục

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB: HSX)	1
THÔNG TIN TỔNG QUAN	3
Quá trình hình thành và phát triển	3
Cơ cấu sở hữu & Mô hình hoạt động.....	4
MÔ HÌNH KINH DOANH	5
Cơ cấu tín dụng.....	5
Cơ cấu huy động.....	5
CHIẾN LƯỢC KINH DOANH	8
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ	11
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	14
Chất lượng tài sản	14
An toàn vốn	15
Khả năng thanh khoản.....	15
Khả năng sinh lời	16
Cập nhật KQKD 2018	18
DỰ PHÓNG KQKD 2019 & ĐỊNH GIÁ	20
Dự phóng KQKD 2019.....	20
Định giá.....	21
RỦI RO & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ	23
PHỤ LỤC	24

THÔNG TIN TỔNG QUAN

Quá trình hình thành và phát triển



Quy mô bảng cân đối (chỉ xét nhóm NH niêm yết)

Sau đợt tăng vốn thành công đầu năm 2019, VCB đã vượt qua Vietinbank để vươn lên đứng đầu hệ thống về vốn điều lệ với 37,089 tỷ VND. Trong khi đó, dù quy mô TTS vẫn chỉ đứng thứ 3 với 1,072,983 tỷ VND, VCB vẫn duy trì mức LNTT dẫn đầu hệ thống, đạt 18,299.8 tỷ VND trong năm 2018 (tăng 61% yoy). Hệ số đòn bẩy đến cuối năm 2018 của VCB ở mức 16.8x, khá cao so với trung bình ngành.

Quy mô hoạt động

Hiện VCB hoạt động với hơn 552 chi nhánh và phòng giao dịch với địa bàn hoạt động được trải đều trên cả 3 miền. VCB đã thiết lập mạng lưới rộng với 2.105 ngân hàng đại lý tại 131 quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn thế giới. Số lượng nhân viên tính đến cuối năm 2018 là 17,216 người, tăng 6.1% so với năm trước đó.

Thị phần tín dụng và huy động (Biểu đồ 3)

Nếu chỉ tính riêng nhóm các ngân hàng niêm yết tại thời điểm cuối năm 2018, VCB chiếm lần lượt là 13.4% và 14.5% thị phần huy động và tín dụng, xếp sau Vietinbank và BIDV, tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của VCB đang vượt trội so với 2 ngân hàng này.

Xếp hạng tín nhiệm

Xếp hạng BCA của Moody's cho VCB hiện vẫn là B1 với triển vọng "tích cực", trong khi đó, xếp hạng nhà phát hành nội/ngoại tệ dài hạn và tiền gửi nội tệ được nâng từ B1 lên Ba3 trong năm 2018. Trong khi đó các xếp hạng của Fitch và S&P giành cho VCB lần lượt là B+/b- và BB-/B với triển vọng "tích cực" và "ổn định"

Cơ cấu sở hữu (Biểu đồ 1&2)

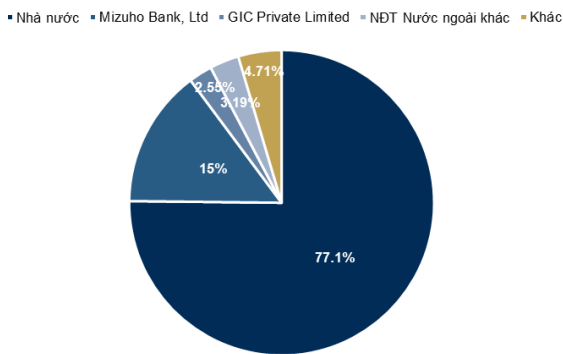
Cuối tháng 1/2019, VCB đã phát hành thành công 111,108,873 cp (tương đương khoảng 6,200 tỷ VND và 1/3 lượng cp chào bán) cho 2 đối tác ngoại là Mizuho Bank, Ltd và quỹ Chính phủ Singapore GIC Private Limited. Sau phát hành, tỷ lệ sở hữu của 2 đối tác này được duy trì ở mức lần lượt là 15% và

2.55%, trong khi tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại VCB đã giảm từ 77.1% còn 74.8%. Với kế hoạch cho cả năm là phát hành thêm 270,000,000 cp, nhiều khả năng VCB sẽ trình phương án tăng vốn tiếp theo trong ĐHCĐ sắp tới. Với QĐ số 986/QĐ - TTg ban hành ngày 8/8/2018 của Chính phủ về việc giảm tỷ lệ nắm giữ tại các NHTMCP Nhà nước xuống tối thiểu 65%, chúng tôi đánh giá kế hoạch trên là khả thi.

Mô hình hoạt động (Hình 1)

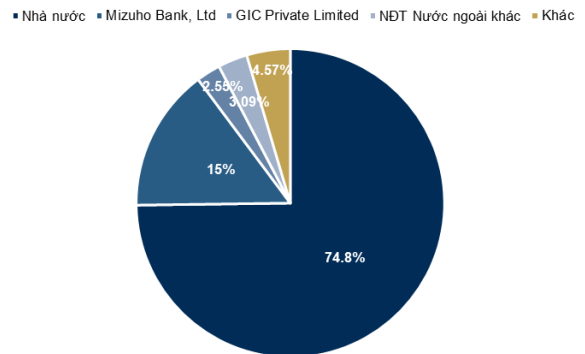
Hiện ngoài hoạt động cốt lõi là Ngân hàng thương mại, VCB còn sở hữu nhiều công ty con hoạt động trên nhiều ngành nghề khác, bao gồm cả tài chính và phi tài chính. Trong đó, đáng chú ý là Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) thuộc Top 10 về thị phần môi giới cổ phiếu và Top 5 về thị phần môi giới trái phiếu và Công ty quản lý quỹ Vietcombank (VCBF) đang quản lý khoảng hơn 800 tỷ VND tài sản ròng (Cuối năm 2018).

Biểu đồ 1: Cơ cấu sở hữu VCB (Cuối năm 2018)



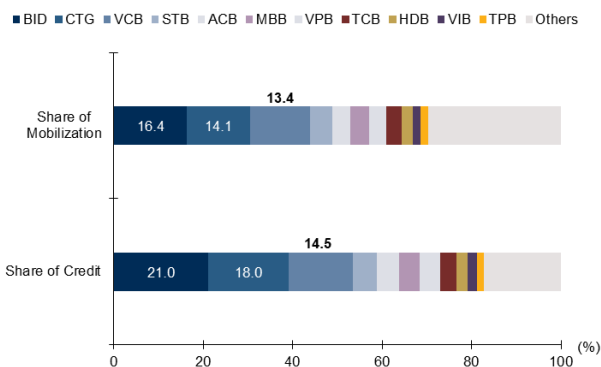
Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 2: Cơ cấu sở hữu VCB (Hiện tại)



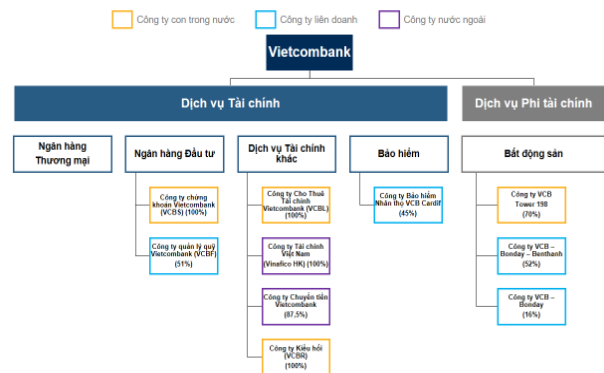
Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 3: Thị phần tín dụng và huy động



Nguồn: SBV; BCTC Ngân hàng; KBSV Research

Hình 1: Mô hình hoạt động của VCB



Nguồn: VCB; KBSV Research

MÔ HÌNH KINH DOANH

Cơ cấu tín dụng

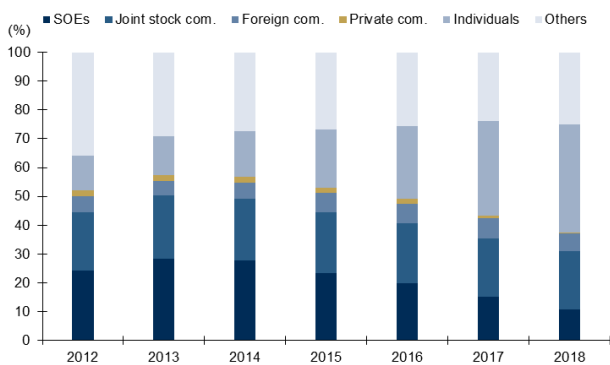
Cơ cấu tín dụng có sự chuyển dịch rõ rệt từ bán buôn sang bán lẻ, liên tục trong nhiều năm

Do đặc thù là một ngân hàng Nhà nước từ khi mới thành lập nên tỷ trọng cũng như dư nợ cho vay các DN Nhà nước (SOE) luôn cao hơn nhiều so với nhóm NH tư nhân. Tuy nhiên đã có sự chuyển dịch rõ ràng trong cơ cấu khách hàng với việc tỷ trọng dư nợ cho SOEs liên tục giảm từ 28.3% năm 2013 xuống còn 10.8% năm 2018, cùng lúc với gia tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ. Có 3 nguyên nhân chính cho sự chuyển dịch này: 1) Mục tiêu của chính phủ về việc thúc đẩy cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước giúp giảm áp lực vay vốn ngân hàng; 2) Nhu cầu vay tiêu dùng tăng nhanh trong điều kiện thu nhập bình quân tăng; 3) Lợi suất tốt hơn khi chuyển dịch sang phân khúc khách hàng bán lẻ.

Cụ thể hơn về 3 phân khúc KH chính của VCB bao gồm:

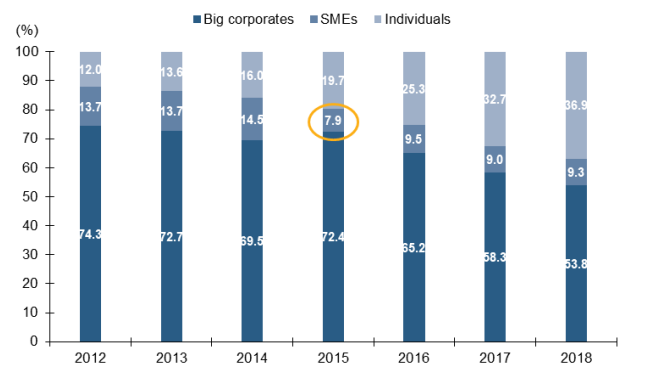
- **DN lớn:** Sau khi điều chỉnh tiêu chí phân loại giữa nhóm KH doanh nghiệp lớn và SMEs vào năm 2015, tỷ trọng cho vay nhóm KH doanh nghiệp lớn đã tăng nhẹ khoảng 2 – 3%/năm (chuyển sang từ nhóm SMEs). Dù đây vẫn là phân khúc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng dư nợ (53.8% năm 2018) nhưng đang cho thấy xu hướng giảm rõ rệt, thay thế là sự tăng mạnh cho vay nhóm KH cá nhân.
- **SMEs:** Dù có tăng trưởng khá đều đặn trong 3 năm gần đây nhưng tỷ trọng phân khúc này hiện vẫn khá nhỏ và tập trung đến một số ngành nghề ưu tiên như nông nghiệp và các doanh nghiệp có tín nhiệm tốt. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng nhóm này sẽ tiếp tục đà tăng nhẹ như trong các năm qua.
- **Cá nhân:** Khoảng hơn 70% cho vay KH cá nhân phục vụ mục đích mua, sửa chữa nhà, còn lại là cho vay mua xe và chi tiêu qua thẻ tín dụng. Phân khúc khách hàng hướng tới là từ trung đến cao cấp và VCB cũng tập trung vào những KH có TSĐB chất lượng cao cùng quy trình thẩm định khắt khe. Tăng trưởng tín dụng đang có xu hướng dịch chuyển mạnh sang nhóm này khi tỷ trọng đã tăng liên tục từ 12% năm 2012 lên 36.9% năm 2018.

Biểu đồ 4: Cơ cấu tín dụng theo loại hình doanh nghiệp



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 5: Cơ cấu tín dụng theo phân khúc khách hàng



Nguồn: VCB; KBSV Research

VCB có lợi thế lớn ở thị trường huy động khách hàng, cũng như nguồn

Cơ cấu huy động

Huy động khách hàng vẫn là nguồn chính dẫn dắt tổng huy động của VCB với mức tăng trưởng gần như đồng pha với tăng tổng huy động, ngoại trừ một số

vốn giá rẻ từ NHNN

năm xuất hiện các khoản giao dịch đột biến. Ví dụ năm 2017, khoản tiền gửi của NHNN tăng đột biến 117,000 tỷ VND trong khoảng cuối quý 4, sau khi VCB đứng ra mua đối ứng 5 tỷ USD từ Thaibev trong thương vụ Nhà nước thoái vốn khỏi Sabeco và khoản tiền thu được sau đó tạm thời được gửi tại ngân hàng này (Cùng lúc VCB cũng cân bằng nghiệp vụ trên bằng việc phân bổ số tiền thu được vào tài khoản gửi tại SBV và một phần trên interbank nhằm tối đa hóa lợi nhuận). Sang năm 2018, việc tăng trưởng tổng huy động chỉ đạt 2.7% yoy một phần đến từ việc huy động KH tăng chậm lại (còn 13.2%), nhưng phần nhiều hơn do mức cơ sở cao trong năm 2017 và một phần tiền gửi của NHNN được rút ra (khoảng 80,000 tỷ VND) sử dụng cho mục đích ngân sách.

Tiền gửi liên ngân hàng lớn do VCB là trung tâm thanh toán hàng đầu hệ thống

Ngoài ra, khoản huy động trên interbank được duy trì đều đặn hàng năm ở mức 7 – 10% tổng huy động, trong đó chủ yếu là tiền gửi của các ngân hàng khác do VCB luôn là trung tâm thanh toán lớn nhất trong hệ thống. Khoản mục giấy tờ có giá tăng dần trong 3 năm gần đây, hiện ở mức 21,461 tỷ VND, do VCB liên tục tăng huy động qua kênh trái phiếu nhằm đảm bảo mức an toàn vốn theo quy định. Chúng tôi cho rằng áp lực tăng huy động từ GTCG sẽ giảm bớt trong năm 2019 sau khi VCB đã huy động thành công 6,200 tỷ VND vốn cấp 1 vào đầu năm và kỳ vọng sẽ tiếp tục huy động trong thời gian tới.

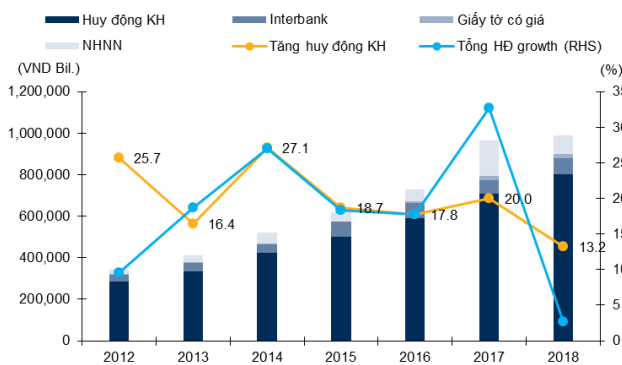
VCB sở hữu nguồn tiền huy động lớn, bền vững với chi phí thấp từ các KH doanh nghiệp lớn

Về đối tượng huy động, VCB hiện vẫn thuộc nhóm các ngân hàng có tỷ trọng huy động lớn từ KH doanh nghiệp, nhờ tận dụng lợi thế về mối quan hệ lâu bền với nhiều DN lớn có lượng tiền mặt dồi dào. Trong khi đó, ở nhóm KH cá nhân, VCB cùng với Vietinbank, BIDV và Agribank vẫn là 4 ngân hàng có lượng tiền gửi lớn nhất xét về giá trị.

Cạnh tranh huy động tiền gửi huy động ngày càng gay gắt, VCB đang có dấu hiệu kém năng động hơn nhóm NHTMCP tư nhân

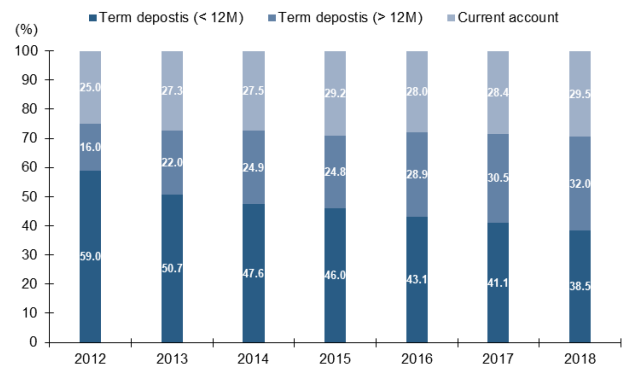
Dù lãi suất huy động thấp hơn tương đối so với nhóm NHTM tư nhân nhưng nhờ uy tín lâu năm, mạng lưới rộng và sự bảo đảm từ Nhà nước, nhóm 4 NH này vẫn thu hút được lượng tiền gửi lớn từ dân cư, đặc biệt tại khu vực các tỉnh thành ngoài Hà Nội và Sài Gòn. Chúng tôi cho rằng, VCB nói riêng và nhóm NH quốc doanh nói chung có lợi thế lớn để có thể tăng thu hút tiền gửi từ khu vực dân cư khi lãi suất huy động còn thấp, tuy nhiên cạnh tranh sẽ khó khăn hơn bởi sự năng động và vươn lên mạnh mẽ của các ngân hàng bán lẻ điển hình như TCB, VPB hay VIB. Điều này đã được thể hiện khá rõ qua xu hướng trái chiều trong tăng trưởng tiền gửi cá nhân năm 2018. Bên cạnh sự chuyển dịch do tính thuận tiện trong giao dịch của nhóm NH tư nhân, xu hướng tăng của mặt bằng lãi suất cũng khiến tiền gửi dịch chuyển từ VCB qua các ngân hàng tư nhân có lãi suất tốt hơn.

Biểu đồ 6: Cơ cấu huy động theo sản phẩm



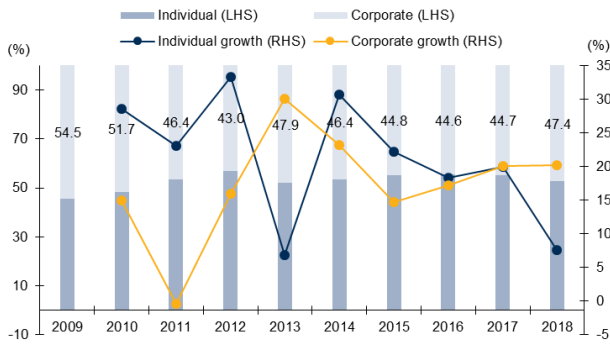
Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 7: Cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn



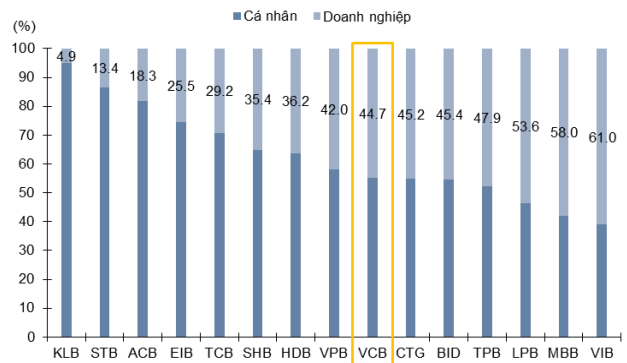
Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 8: Cơ cấu huy động theo đối tượng



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 9: So sánh cơ cấu huy động theo đối tượng



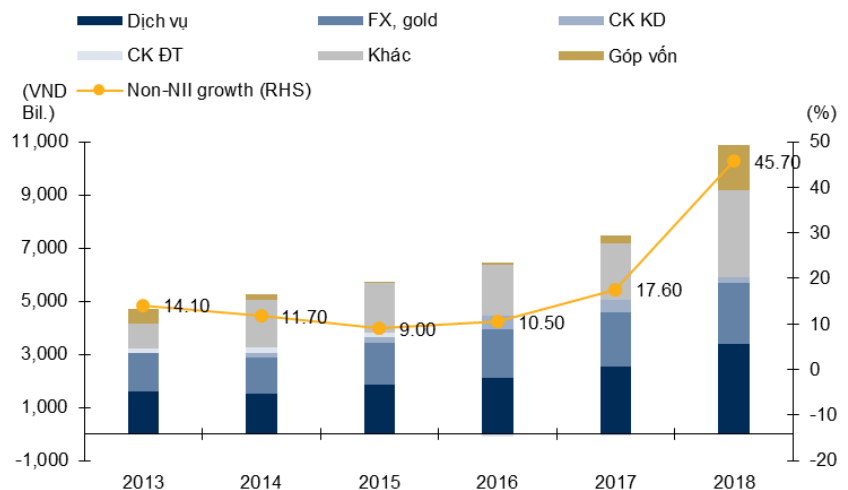
Nguồn: VCB; KBSV Research

Dịch vụ thanh toán và kinh doanh ngoại hối là hai nguồn thu ngoài lãi bền vững và quan trọng nhất của VCB

VCB đã vượt qua BIDV trong năm 2018 để trở thành ngân hàng số 1 toàn ngành về quy mô nguồn thu ngoài lãi với Non-NII đạt 10,879 tỷ VND, mức này bỏ xa nhóm NHTMCP tư nhân. Trong đó 2 nguồn thu quan trọng và ổn định nhất bao gồm:

- **Dịch vụ (chiếm từ 30 – 35% Non-NII):** Trong đó hoạt động thanh toán đóng góp gần 70% nguồn thu, còn lại là thu từ hoạt động thẻ và quản lý tiền mặt. VCB hiện cũng đang giữ vị trí số 1 về hoạt động thanh toán, tài trợ thương mại ở Việt Nam nhờ tiềm lực lớn về ngoại tệ, kinh nghiệm lâu năm và mạng lưới rộng với các ngân hàng nước ngoài.
- **Ngoại hối (chiếm từ 20 – 30% Non-NII):** Trong đó hoạt động kinh doanh ngoại tệ giao ngay đóng góp chủ yếu với khoảng 85% nguồn thu, do VCB hiện vẫn là 1 trong những đầu mối quan trọng và uy tín nhất khi KH muốn giao dịch ngoại tệ. Còn lại là các hoạt động kinh doanh ngoại tệ phái sinh và arbitrage, tuy nhiên các hoạt động này thường không mang lại lợi nhuận cho ngân hàng.

Biểu đồ 10: Thay đổi các nguồn thu ngoài lãi

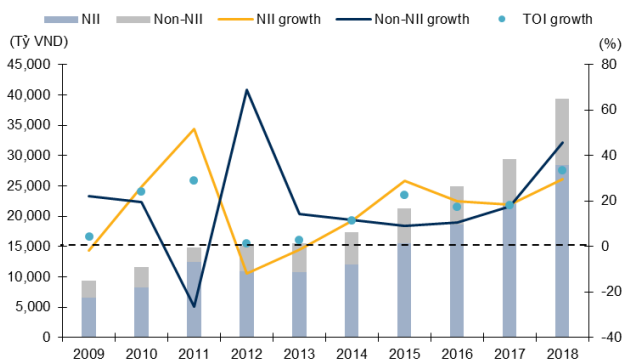


Nguồn: VCB; KBSV Research

CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

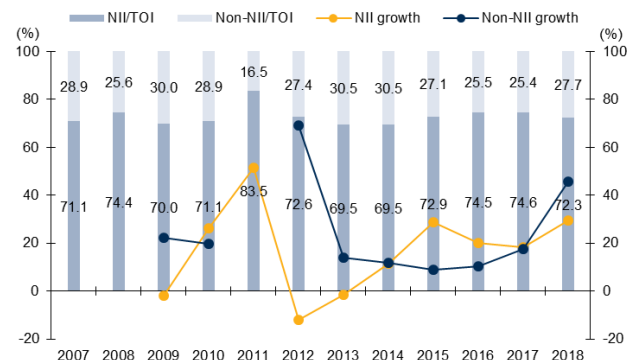
Bên cạnh vai trò cốt lõi từ khi thành lập ngân hàng là hỗ trợ các hoạt động thương mại quốc tế và hoạt động của Nhà nước, VCB đang phát triển mạnh mẽ hơn hướng đến các chuẩn mực kinh doanh quốc tế, bao gồm: 1) Phát triển ngân hàng bán lẻ, phục vụ nhu cầu chi tiêu của người dân và hỗ trợ các doanh nghiệp SME; 2) Đẩy mạnh các hoạt động ngoài lãi nhằm đa dạng hóa nguồn thu nhập và giảm thiểu rủi ro.

Biểu đồ 11: Tăng trưởng TOI



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 12: Thay đổi cơ cấu TOI

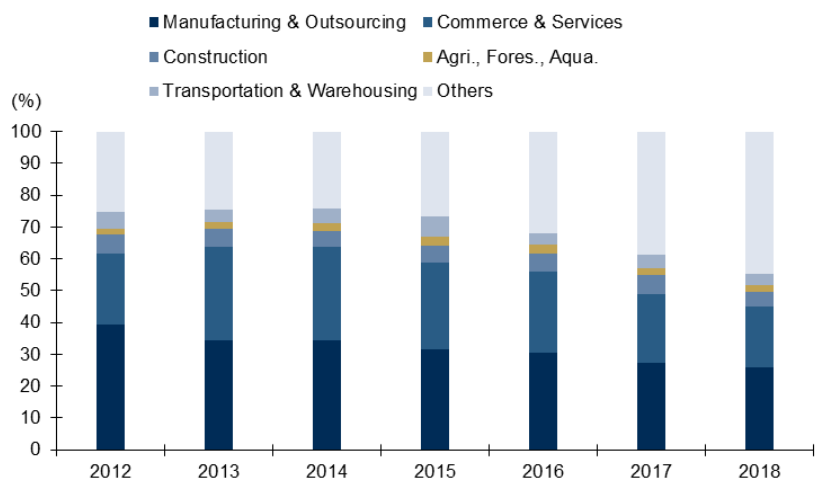


Nguồn: VCB; KBSV Research

Mục tiêu trở thành ngân hàng số 1 về bán lẻ dù xuất phát sau. Duy trì vị thế top 2 ngân hàng bán buôn hàng đầu bên cạnh BIDV

Dù khởi điểm là một ngân hàng bán buôn, với cơ cấu tín dụng tập trung mạnh ở các doanh nghiệp lớn và DN Nhà nước, VCB đang ngày càng vươn lên mạnh mẽ ở hoạt động bán lẻ và cho thấy những hiệu quả ấn tượng. Mục tiêu của VCB đến năm 2020 là đưa tỷ trọng dư nợ cho vay bán lẻ lên 50% từ mức 37.3% hiện tại, trong đó 80% hướng đến khách hàng cá nhân phục vụ các nhu cầu như mua, sửa chữa nhà ở, mua ô tô hay tiêu dùng qua thẻ tín dụng. Song song đó là duy trì thế mạnh sẵn có về việc thu hút tiền gửi thanh toán, cải thiện CASA, từ đó dần mở rộng NIM. Các lợi thế chính của VCB bao gồm: Vị thế dẫn đầu về doanh số giao dịch qua thẻ tín dụng, mạng lưới chi nhánh và ATM rộng và trải khắp các tỉnh thành tại Việt Nam.

Biểu đồ 13: Cơ cấu cho vay theo ngành nghề



Nguồn: VCB; KBSV Research

Ngoài ra, VCB vẫn sẽ duy trì vị thế của mình trên hoạt động bán buôn. Dù đứng thứ 2 về quy mô dư nợ nhóm KH bán buôn nhưng nếu chỉ xét trên ngành thế mạnh của VCB là tài trợ các hoạt động thương mại quốc tế thì hiện ngân hàng vẫn chưa có đối thủ.

Đẩy mạnh các nguồn thu ngoài lãi, tìm kiếm đối tác bancassurance

Song song với việc đẩy mạnh tín dụng trên cả hai kênh bán buôn và bán lẻ, VCB sẽ tăng cường khai thác các nguồn thu ngoài lãi xoay quanh và hỗ trợ cho hoạt động tín dụng như phí thanh toán, thu từ kinh doanh ngoại hối, lãi từ thoái vốn và thu hồi nợ xấu. Bên cạnh đó, ngân hàng cũng có kế hoạch thoái vốn khỏi công ty con là công ty bảo hiểm VCLI hoạt động chưa hiệu quả và tìm kiếm đối tác bán chéo bảo hiểm nhân thọ (bancassurance), một thị trường còn nhiều tiềm năng tại Việt Nam.

Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ, cải thiện hiệu quả quản trị và hoạt động ngân hàng

Mục tiêu sắp tới của VCB sẽ là hoàn thiện cơ cấu tổ chức ngân hàng nhằm đạt được hiệu quả cao nhất. Mô hình quản lý tập trung tại hội sở sẽ được đẩy mạnh, hướng đến thay thế hoàn toàn hệ thống quản lý vốn phân tán hiện tại.

Ngoài ra, các tiêu chuẩn, hệ thống quản trị hiện đại sẽ được áp dụng nhiều hơn vào hoạt động của VCB, như: Credit TOM (Target Operating Model); Basel II; Management Information System; RTOM; ALM-FTP-MPA. Chúng tôi cho rằng đây là hướng đi thiết thực và cần thiết trong điều kiện cạnh tranh ngày càng gay gắt và đòi hỏi cao của khách hàng về hệ thống giao dịch, tuy nhiên, tốc độ thực hiện của VCB đang có nhiều dấu hiệu chậm hơn và kém quyết liệt hơn so với các ngân hàng TMCP tư nhân, dẫn đến khả năng giữ chân và thu hút khách hàng mới đang và sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng.

Với sự tham gia của ông Trương Gia Bình, chủ tịch HĐQT FPT vào BDH VCB từ năm 2018, có thể kỳ vọng những sự hợp tác phát triển công nghệ từ 2 doanh nghiệp hàng đầu của Việt Nam này, trong đó, việc phát triển và hoàn thiện hệ thống core banking sẽ là mục tiêu thiết thực và ưu tiên hàng đầu trong ngắn hạn, trước khi hướng đến những sự hợp tác xa hơn.

Nâng cao cơ sở vốn nhằm đáp ứng yêu cầu về an toàn vốn và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng

Mục tiêu đến năm 2020 của VCB là nâng vốn CSH lên mức hơn 103,000 tỷ VND (tương đương khoảng 4.5 tỷ USD) từ mức gần 64,000 tỷ VND cuối năm 2018 nhằm đảm bảo đáp ứng tiêu chuẩn về tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo quy định của Basel II (CAR \geq 8%), cũng như hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng bền vững. VCB hiện đã có chiến lược cụ thể hướng đến kết hợp gia tăng cơ sở vốn từ nguồn lợi nhuận giữ lại hàng năm với việc thu hút nguồn vốn mới trên thị trường chứng khoán thông qua phát hành thêm.

Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là khả thi. Ngoài ra theo ước tính của chúng tôi, dư địa tăng vốn cấp 1 của VCB là khoảng 31,000 tỷ VND, với giả định Nhà nước thoái vốn còn 65% và mức giá phát hành tương tự đợt đầu năm 2019 (tương đương khoảng 50% tổng vốn CSH tại thời điểm cuối năm 2018), áp lực về tỷ lệ an toàn vốn của VCB sẽ giảm xuống rất thấp trong điều kiện kế hoạch thoái vốn được thực hiện thành công.

Bảng 1: Kế hoạch huy động vốn của VCB đến năm 2020

	2018	2019	2020
Retained Earnings	~ VND 20 Tril.		
New primary capital	~ VND 6 Tril.	~ VND 14 Tril.	

Nguồn: VCB; KBSV Research

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

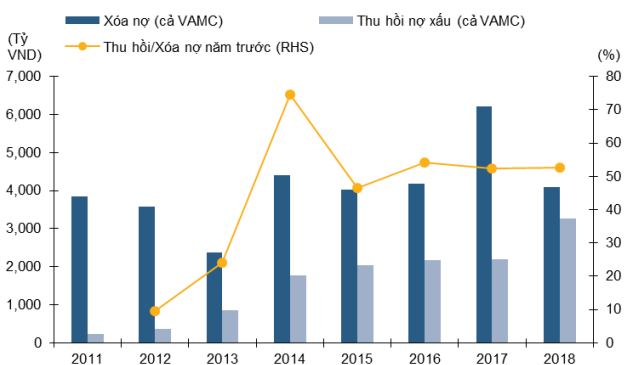
Tiếp tục duy trì vị thế ngân hàng số 1 Việt Nam về chất lượng tài sản và trong top đầu về khả năng sinh lời

Không quá khó để nhận thấy chất lượng tài sản hàng đầu của VCB trong hệ thống ngân hàng Việt Nam thông qua các chỉ số như nợ xấu, lãi phải thu hay tổng tài sản có vấn đề trên tổng dư nợ, chúng tôi muốn tập trung hơn vào câu hỏi: Làm sao để VCB đạt được và liên tục duy trì vị trí này, và đưa ra 3 luận điểm sau đây:

- 1) Định hướng kinh doanh luôn đề cao sự thận trọng:** Điều này được thể hiện ở xu hướng thay đổi ROE, ROA và tỷ lệ đòn bẩy vốn của VCB so với các ngân hàng khác. Luận điểm này sẽ được chúng tôi phân tích kỹ hơn trong mục Khả năng sinh lời ở phần sau.
- 2) Chất lượng tài sản đảm bảo tốt:** Bên cạnh tỷ lệ LLR luôn cao nhất hệ thống, mức xóa nợ của VCB cũng luôn đạt mức tương đương lượng dự phòng hàng năm, cho thấy tính thận trọng của ngân hàng đối với các tài sản có vấn đề. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng VCB sở hữu chất lượng TSĐB tốt hơn các ngân hàng khác dựa trên phân tích tỷ lệ thu hồi nợ xấu/xóa nợ năm liền trước. Tỷ lệ này tăng mạnh năm 2014 sau khi đẩy trích lập mạnh 3 năm liền trước, sau đó luôn duy trì trên 50% hàng năm, cao hơn hẳn ngân hàng đứng thứ 2 là MBB với tỷ lệ chỉ khoảng 30%.
- 3) Danh mục chứng khoán an toàn:** Lượng TP do các doanh nghiệp phát hành mà VCB nắm giữ không quá lớn nếu so với các ngân hàng khác và tỷ lệ trên tổng danh mục đã giảm chỉ còn 5% trong năm 2018. Khoảng 95% còn lại là TPCP và TP của các TCTD khác, mà chúng tôi cho rằng mức độ rủi ro không lớn.

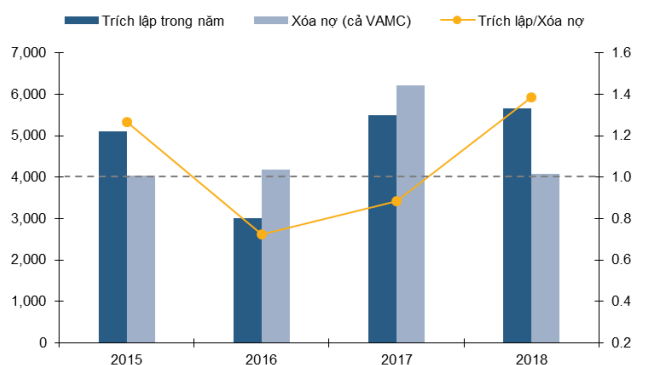
Ngoài ra, lợi nhuận của VCB hiện bỏ xa các ngân hàng khác trong nước dù quy mô tài sản, NIM đều không phải đứng đầu. Điều này cho thấy khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động vượt trội của VCB trong hệ thống (Cụ thể sẽ được phân tích trong mục Khả năng sinh lời ở phần sau).

Biểu đồ 14: Thu hồi và giải quyết nợ xấu hàng năm



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 15: Trích lập và xóa nợ hàng năm



Nguồn: VCB; KBSV Research

Sở hữu nhiều lợi thế đặc biệt để vươn lên dẫn đầu trong hoạt động bán lẻ dù xuất phát sau nhóm NHTMCP tư nhân

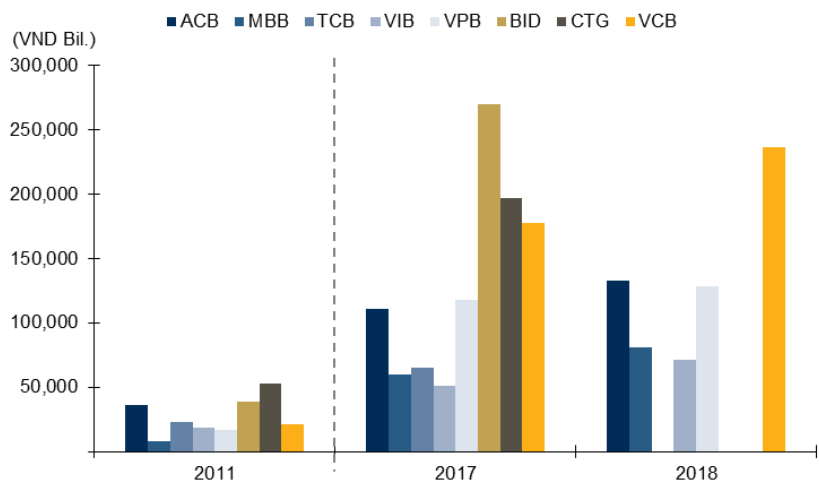
Dù khởi điểm là ngân hàng bán buôn với tỷ trọng cho vay bán lẻ ở mức rất thấp khi so với nhóm NH tư nhân và quy mô dư nợ cũng không có nhiều cách biệt thời điểm 2011 trở về trước, nhưng đến hiện tại tại nhóm NH quốc doanh đang ngày càng cho thấy quy mô vượt trội tại phân khúc cho vay này. Dễ dàng nhận thấy yếu tố lãi suất chính là lợi thế cạnh tranh lớn nhất của nhóm NH

quốc doanh. Dựa trên định hướng đẩy mạnh cho vay bán lẻ (với 80% là KH cá nhân), chúng tôi cho rằng VCB sẽ sớm vươn lên dẫn đầu về thị phần mảng cho vay này dù xuất phát sau, dựa trên lợi thế về chất lượng tài sản tốt và chi phí vốn thấp hơn tương đối so với đối thủ.

Ngoài ra ở hoạt động thanh toán cho KH cá nhân, VCB đang sở hữu hạ tầng thẻ lớn nhất Việt Nam với trên 2,487 máy ATM và trên 47,000 POS (tăng 15% theo năm). VCB hiện là ngân hàng số 1 với 30% thị phần thẻ tín dụng, 14% với thẻ ghi nợ, 44% thị phần doanh số thanh toán thẻ tín dụng (Biểu đồ). VCB cũng là ngân hàng đầu tiên hợp tác chiến lược với cả 7 tổ chức thẻ quốc tế (Amex, Visa, MasterCard, JCB, Diners Club, Discover, Union Pay). Hoạt động thanh toán điện tử sẽ bùng nổ nhờ nhiều điều kiện thuận lợi như thói quen tiêu dùng thay đổi nhanh chóng của giới trẻ hay tỷ lệ thâm nhập Internet, Smartphone rất lớn ở Việt Nam, và VCB cũng đang chạy đua cùng xu thế khi gần đây nhất là việc ứng dụng thanh toán qua VCBPay app và QR payment, hay trước đó là việc hợp tác với ví điện tử Momo.

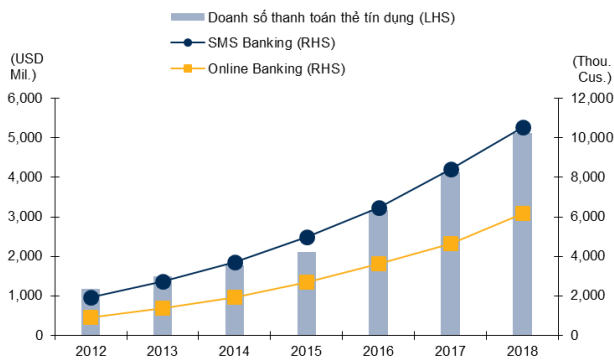
Tuy nhiên cũng có một dấu hiệu đáng lưu ý khi nhìn vào tăng trưởng số lượng thẻ thanh toán qua các năm của VCB. Dù tăng trưởng đều từ năm 2015 đến 2017 nhưng lại giảm đáng kể trong năm 2018 trên cả 3 loại thẻ (Biểu đồ 18). Có thể lý giải một phần điều này bởi sự cắt giảm số lượng thẻ không hoạt động của ngân hàng, nhưng phần nhiều hơn chúng tôi cho rằng đến từ việc VCB đang mất khách hàng vào tay một số ngân hàng bán lẻ khác có hệ thống giao dịch thuận tiện hơn, phí rẻ hơn như VPB, TCB. Đây sẽ là một rủi ro đáng kể cho VCB nếu ngân hàng này không có những biến pháp kịp thời.

Biểu đồ 16: Tăng trưởng cho vay cá nhân tại một số ngân hàng



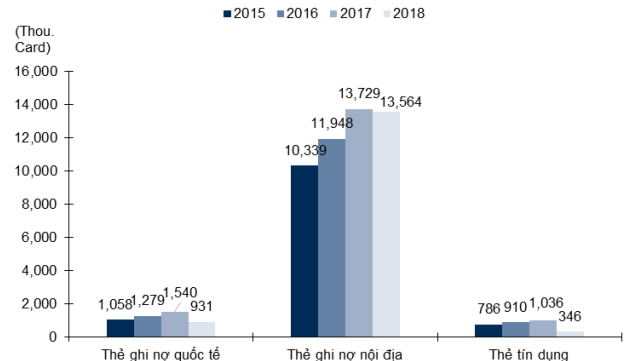
Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 17: Doanh số giao dịch qua thẻ tại VCB



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 18: Thay đổi số lượng thẻ tại VCB



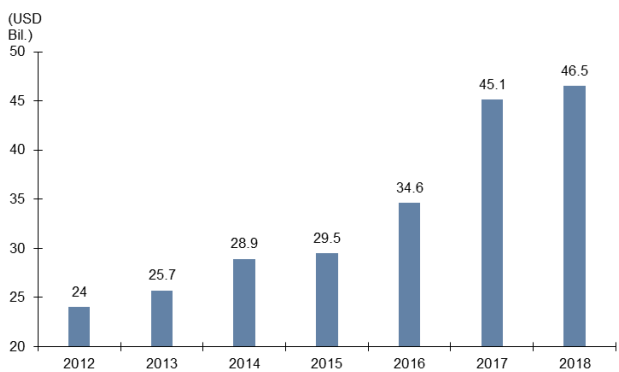
Nguồn: VCB; KBSV Research

Vị thế số 1 về hoạt động thanh toán và kinh doanh ngoại hối tiếp tục đóng góp tích cực cho tăng trưởng nguồn thu ngoài lãi

Nhờ quan hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp lớn và quy mô hoạt động rộng, VCB cùng BIDV, Vietinbank và Agribank nắm thị phần chi phối trong nhóm các doanh nghiệp Nhà nước và các doanh nghiệp lớn. Trong đó, VCB tập trung chính vào nhóm các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thương mại xuất nhập khẩu. Các lợi thế của VCB là nguồn ngoại tệ lớn, quan hệ rộng lớn, quy mô lớn và chất lượng nhân sự, vì thế rất khó để các đối thủ khác cạnh tranh ở phân khúc này trong ngắn hạn. Thương vụ VCB một mình đứng ra giàn xếp nhu cầu ngoại tệ trong thương vụ Thaibev mua lại Sabeco năm 2017 là minh chứng cho thấy tiềm lực và vị thế vượt trội của ngân hàng này.

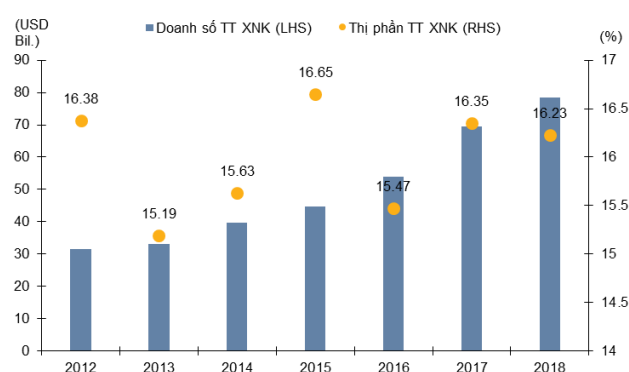
Bên cạnh đó, VCB cũng có lợi thế ở các hoạt động phi tín dụng như Tài trợ thương mại với 16.3% thị phần, mạng lưới hơn 2,000 chi nhánh trên thế giới; Thanh toán nội địa với công nghệ thuận tiện và là trung tâm thanh toán bù trừ chính cho hệ thống ngân hàng Việt; Kinh doanh ngoại tệ, phát sinh với thị phần dẫn đầu ngành (hơn 30%) nhờ kết nối với tất cả hoạt động nêu trên. Hạ tầng liên kết rộng là rào cản lớn cho các đối thủ cạnh tranh trong các hoạt động kinh doanh này.

Biểu đồ 19: Doanh số giao dịch kinh doanh ngoại tệ



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 20: Doanh số và thị phần thanh toán XNK



Nguồn: VCB; KBSV Research

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

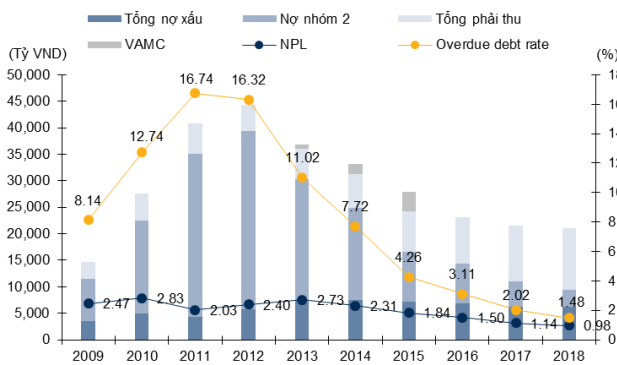
Chất lượng tài sản

VCB có chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống và chưa có dấu hiệu rủi ro

VCB cùng ACB hiện đang là 2 ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống ngân hàng Việt Nam, với tỷ lệ nợ xấu đã giảm liên tục trong các năm qua và xuống dưới 1%, tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng ở mức rất thấp. Tỷ lệ tổng tài sản có vấn đề trên tổng dư nợ tại VCB giảm từ mức 21.5% năm 2011 xuống chỉ còn 4.3% năm 2018, trong đó khoản trái phiếu VAMC đã được trích lập toàn bộ từ năm 2016, sớm nhất trong các ngân hàng.

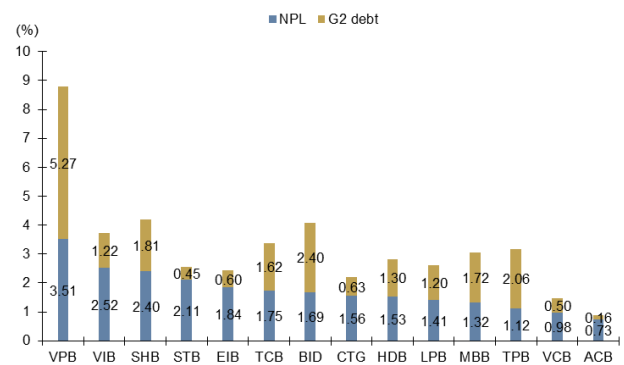
Mặc dù các chỉ số về chất lượng tài sản của ACB có tốt hơn đôi chút so với VCB, chúng tôi vẫn đánh giá cao VCB hơn do quy mô hoạt động lớn hơn nhiều ACB cũng như việc VCB có nhiều yếu tố Nhà nước liên quan ảnh hưởng đến sự minh bạch thông tin.

Biểu đồ 21: Tình hình tài sản có vấn đề tại VCB



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 22: So sánh nợ xấu ngành ngân hàng

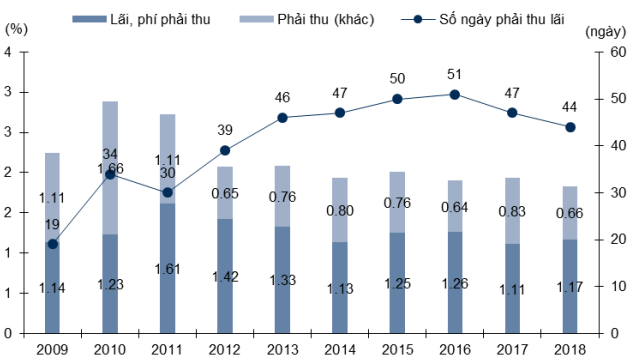


Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Tỷ lệ lãi, phí phải thu và các khoản phải thu khác của VCB luôn ở mức an toàn và đang thấp nhất ngành (1.83% năm 2018). Bên cạnh đó, số ngày phải thu lãi TB cũng đang được kiểm soát tốt hơn khi giảm từ 51 xuống 44 ngày (tương đương nợ nhóm 2) và chưa có dấu hiệu gia tăng.

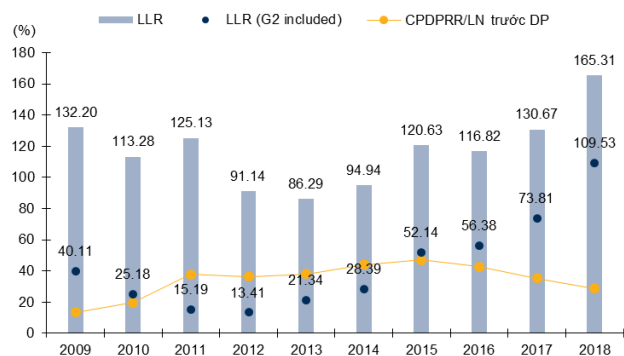
Dù sở hữu chất lượng tài sản tốt và tỷ lệ nợ xấu luôn ở mức thấp, có thể thấy VCB vẫn thận trọng trong hoạt động trích lập của mình, khi LLR vẫn tăng dần đều và luôn cao hơn 100%, tỷ lệ LLR tính cả nợ nhóm 2 cũng đã vượt mức 100%. Điều này sẽ giúp VCB tránh khỏi các rủi ro tăng mạnh chi phí trích lập trong tương lai gây ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận.

Biểu đồ 23: Thay đổi các khoản phải thu



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 24: Tỷ lệ trích lập và bao phủ nợ xấu



Nguồn: VCB; KBSV Research

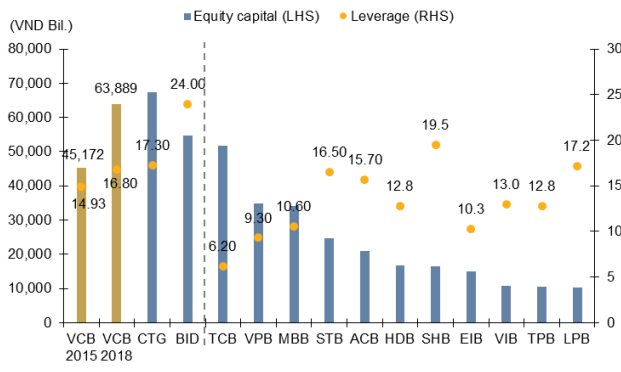
Tỷ lệ đòn bẩy của VCB khá cao, tuy nhiên đang có dấu hiệu thận trọng hơn từ ngân hàng. Hệ số CAR được cải thiện đáng kể sau đợt tăng vốn thành công đầu năm 2019

An toàn vốn

Tỷ lệ đòn bẩy ở thời điểm cuối năm 2018 của VCB là 16.8x, là một trong những mức cao nhất ngành ngân hàng. Đây là thực trạng chung ở nhóm ngân hàng quốc doanh khi việc tăng vốn tự có gặp nhiều khó khăn hơn nhóm NH tư nhân khiến cơ sở vốn của các NH này phụ thuộc lớn vào lợi nhuận đạt được hàng năm. Tuy nhiên, mức đòn bẩy hiện tại của VCB vẫn thấp hơn tương đối so với BIDV hay Vietinbank, và nếu giữ được khả năng sinh lời tốt như hiện tại, chúng tôi cho rằng VCB có thể duy trì mức tăng trưởng tín dụng ổn định.

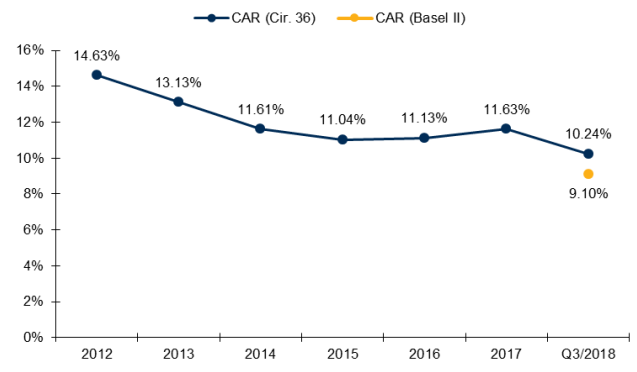
Hệ số CAR theo TT36 cuối Q3/2018 là 10.24%, tuy nhiên sau khi tăng vốn thành công vào đầu năm 2019, chúng tôi ước tính rằng tỷ lệ này khoảng 12.05% và CAR theo Basel II khoảng 10.6%. Chúng tôi cho rằng mức CAR hiện tại có thể đảm bảo tăng trưởng tín dụng ổn định cho VCB ít nhất trong năm 2019. Với kế hoạch thoái vốn từ NHNN tiếp tục trong năm 2019 cũng như dư địa huy động còn lớn thông qua kênh trái phiếu và sự ổn định trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng, chúng tôi cho rằng VCB sẽ không chịu quá nhiều áp lực về cơ sở vốn trong ngắn đến trung hạn.

Biểu đồ 25: So sánh quy mô vốn CSH và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 26: Hệ số an toàn vốn tại VCB



Nguồn: VCB; KBSV Research

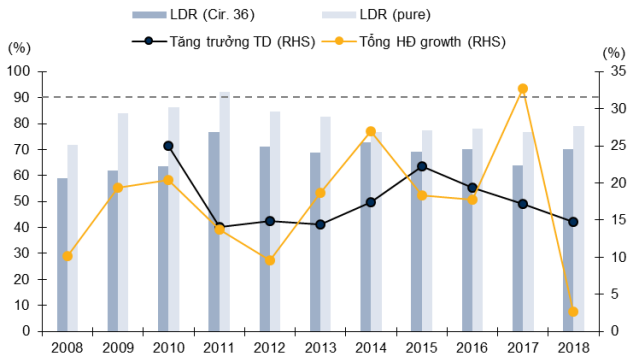
Khả năng thanh khoản của VCB thuộc nhóm tốt nhất hệ thống

Khả năng thanh khoản

LDR của VCB hiện ở một trong những mức thấp nhất ngành và còn cách khá xa mức trần cho phép của NHNN là 90% đối với các NH quốc doanh. Xu hướng biến động của LDR trong các năm qua cho thấy rõ sự thận trọng của VCB trong việc kiểm soát thanh khoản và chưa có dấu hiệu nào về việc tỷ lệ này sẽ tăng mạnh trong các năm tới. Bên cạnh đó, LDR thuần theo tính toán của chúng tôi cũng chỉ mới ở mức 78.9% cuối năm 2018, thấp thứ 2 toàn ngành thấp hơn nhiều so với tỷ lệ này ở BIDV và Vietinbank lần lượt là 99.9% và 104.7%.

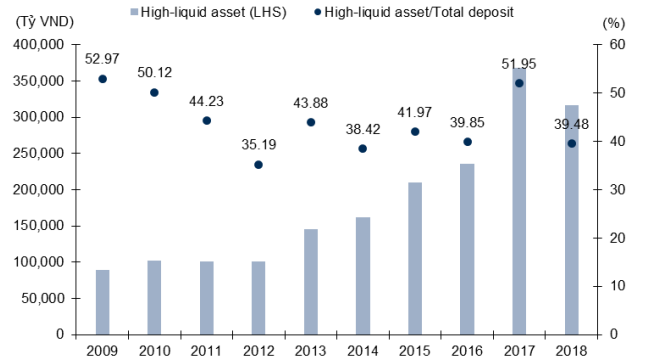
Việc LDR thấp đồng nghĩa với việc VCB phân bổ nguồn vốn còn lại vào các tài sản sinh lời thấp khác nhưng có độ thanh khoản cao, thể hiện qua việc tỷ lệ tổng tài sản thanh khoản cao/tổng huy động đạt 39.5%, cao nhất hệ thống, trong đó phần lớn là trái phiếu CP và các khoản tiền gửi và cho vay liên ngân hàng. Chúng tôi cho rằng VCB đã và sẽ không gặp phải rủi ro nào lớn về thanh khoản trong tương lai gần.

Biểu đồ 27: Thay đổi tỷ lệ LDR



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 28: Tình hình tài sản có thanh khoản tốt



Nguồn: VCB; KBSV Research

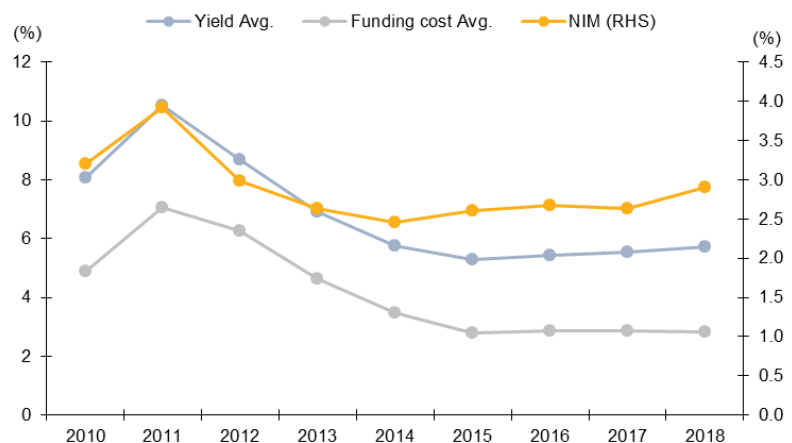
NIM nhiều khả năng sẽ lần đầu tiên vượt qua mức 3% trong năm 2019

Khả năng sinh lời

Hiện NIM của VCB cùng 2 NH quốc doanh khác là BID và CTG vẫn dưới 3%, trong khi NIM của nhiều NH tư nhân khác đều trên 3%, thậm chí có những NH đạt NIM > 4% như MBB, TCB và NIM của VPB > 8%. Mặc dù có thể thấy rõ lợi thế chi phí vốn TB thấp của VCB so với phần còn lại (luôn <3%), nhưng việc lãi suất TB đầu ra cũng chỉ khoảng 5.44% và thấp hơn nhiều các ngân hàng khác trong nhiều năm khiến NIM của VCB mở rộng khá chậm. **Có 3 nguyên nhân chính lý giải cho điều này:** 1) Lãi suất cho vay TB thị trường 1 thấp (6.7%) do cơ cấu tín dụng phân bổ nhiều cho nhóm DN Nhà nước và một số ngành nghề ưu tiên theo định hướng của CP với lãi suất ưu đãi; 2) VCB giành một tỷ trọng vốn khá lớn trên thị trường liên ngân hàng nhờ sự dư dả vốn so với các NH khác; 3) Tận dụng lợi thế về ngoại hối để cho vay ngoại tệ với lãi suất thấp hơn đáng kể VND (Nguồn thu sẽ chảy một phần sang khoản mục lãi kinh doanh ngoại hối).

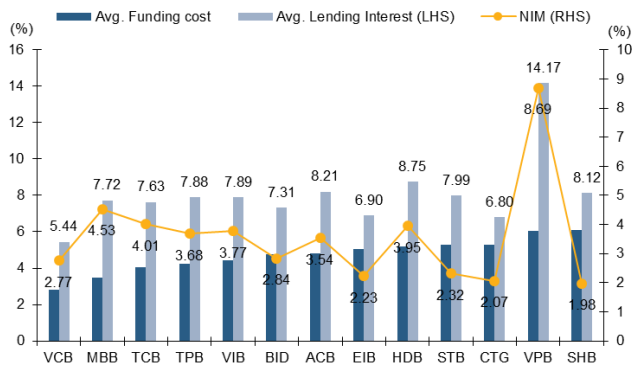
NIM còn nhiều dư địa và khả năng mở rộng dựa trên 2 luận điểm chính: 1) Việc tăng vốn thành công đầu năm 2019 giúp hệ số an toàn vốn (CAR) của VCB được cải thiện đáng kể, kết hợp với việc LDR thấp sẽ hỗ trợ tích cực cho việc tăng trưởng tín dụng trên cả thị trường 1 và 2, giúp lợi suất trên vốn cải thiện; 2) Việc đẩy mạnh tín dụng bán lẻ tận dụng lợi thế chi phí vốn thấp sẽ nâng lợi suất TB đầu ra cho VCB.

Biểu đồ 29: Thay đổi NIM và lãi suất cho vay, huy động bình quân



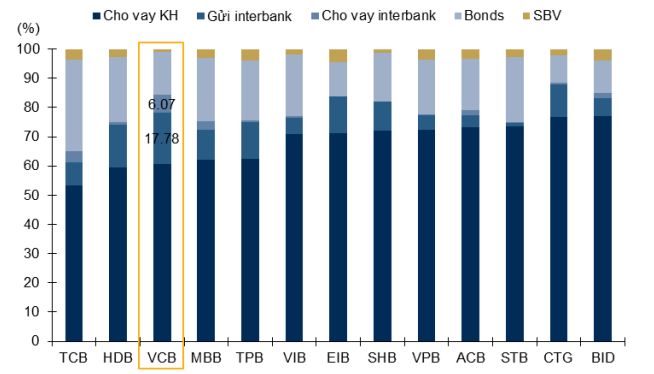
Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 30: So sánh cho vay, huy động TB và NIM



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 31: So sánh cơ cấu tài sản sinh lãi

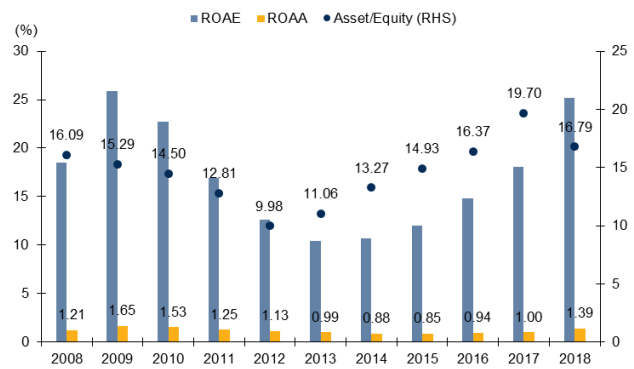


Nguồn: VCB; KBSV Research

Khả năng sinh lời trên vốn tăng liên tục và hiện đã vươn lên thứ 2 toàn ngành

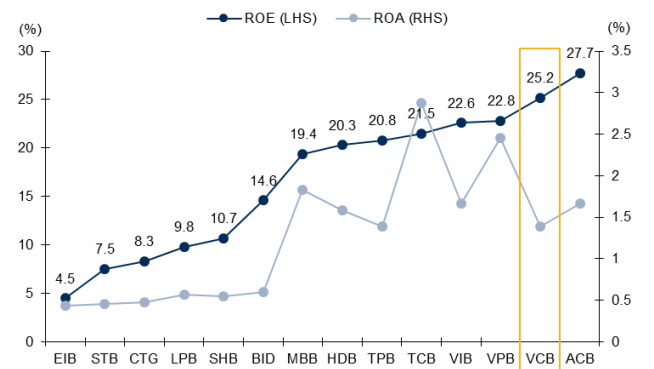
ROE của VCB tăng liên tục sau khi chạm đáy vào năm 2013 và đã đạt 25.2% năm 2018, đứng thứ 2 toàn ngành (sau ACB). Nếu những năm trước động lực mở rộng ROE được hỗ trợ khá nhiều bởi việc đẩy mạnh tín dụng, nâng hệ số đòn bẩy liên tục trong điều kiện kinh tế phục hồi và tăng trưởng cao, thì trong năm 2018, mặc dù đòn bẩy đã giảm mạnh từ 19.7x còn 16.8x, ROE vẫn tăng từ 18% lên 25.2%, nhờ ROA cải thiện ấn tượng từ 1% lên 1.39%. ROA tăng mạnh nhờ 3 động lực chính: 1) Doanh thu tăng mạnh nhờ lợi suất tốt hơn từ cho vay bán lẻ và thu nhập ngoài lãi tăng cao; 2) Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt với CIR giảm từ 40.4% xuống chỉ còn 34.6%; 3) Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng vẫn được duy trì ổn định sau khi đẩy mạnh trích lập từ các năm trước 2016.

Biểu đồ 32: Khả năng sinh lời và tỷ lệ đòn bẩy của VCB



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 33: So sánh khả năng sinh lời một số ngân hàng

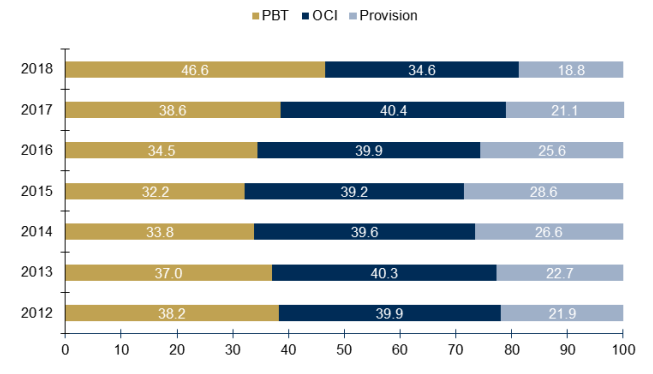


Nguồn: VCB; KBSV Research

Mặc dù diễn biến rất tích cực nhưng có một điểm cần lưu ý khi tỷ lệ đòn bẩy của VCB giảm mạnh trong năm 2018. Trong quá khứ có thể thấy VCB luôn là ngân hàng thận trọng và có khả năng kiểm soát rủi ro tốt nhất hệ thống, điển hình như giai đoạn “sốt” đất năm 2009 – 2011, đòn bẩy và ROE của VCB liên tục giảm, với xu hướng gần như ngược lại cả thị trường, nhờ đó mà giai đoạn về sau ngân hàng này không gặp nhiều khó khăn trong việc xử lý tài sản có vấn đề và vươn lên mạnh mẽ về mọi mặt. Do đó, việc VCB giảm tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 qua đó giảm tỷ lệ đòn bẩy, mặc dù một phần do sự tác động từ NHNN, nhưng bắt đầu cho thấy dấu hiệu thận trọng nhất định trong điều kiện cả kinh tế thế giới lẫn Việt Nam đều đã tăng trưởng cao trong một

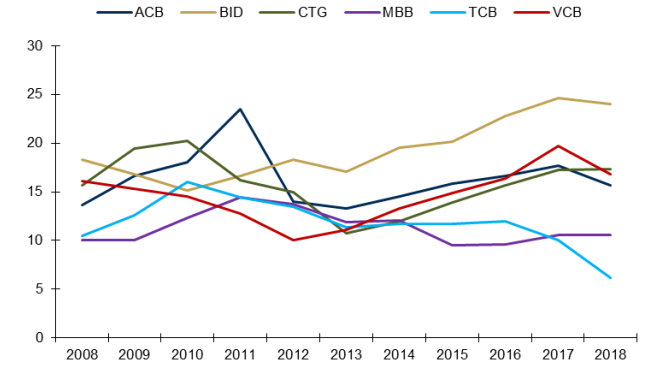
thời gian khá dài và những dấu hiệu rủi ro về tài sản dần hiện ra. Chúng tôi cho rằng xu hướng đẩy mạnh bán lẻ vẫn sẽ giúp cải thiện nhẹ ROE trong năm 2019, tuy nhiên diễn biến sau đó sẽ rủi ro và khó lường hơn.

Biểu đồ 34: Cơ cấu LNTT



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 35: So sánh tỷ lệ đòn bẩy các ngân hàng

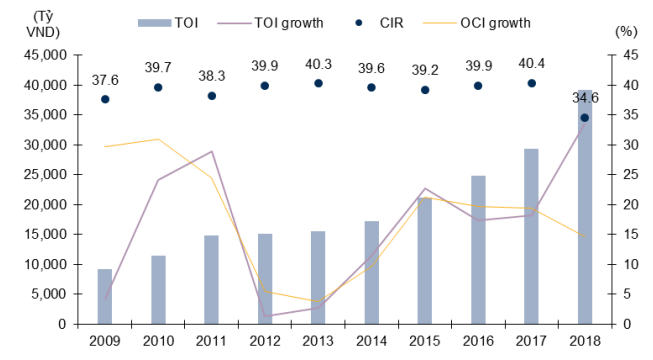


Nguồn: VCB; KBSV Research

Cập nhật KQKD 2018

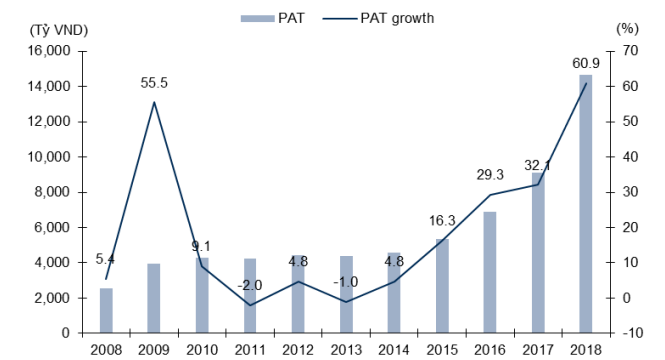
Kết thúc năm 2018, LNST của ngân hàng đạt mức cao kỷ lục trong lịch sử với 14,658 tỷ VND, tăng trưởng 60.9% yoy và cũng là mức cao nhất từ trước đến nay. Như đã đề cập ở trên, VCB đạt được mức tăng trưởng ấn tượng này nhờ: 1) TOI tăng mạnh 34% yoy nhờ sự tăng trưởng tốt ở cả NII và Non-NII; 2) Chi phí hoạt động bao gồm phần lớn là chi phí nhân sự được kiểm soát tốt hơn; 3) Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng ổn định dù quy mô mở rộng.

Biểu đồ 36: Một vài chỉ số hoạt động của VCB



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 37: Thay đổi LNST



Nguồn: VCB; KBSV Research

Cụ thể hơn:

- **NII:** Dù tăng trưởng tín dụng tính cả phần TPDN giảm tương đối so với các năm trước chỉ còn 14.8%, tương đương TB ngành, nhưng NIM tăng mạnh hơn hẳn các năm trước với mức tăng 28 bps, đạt 2.91%, chủ yếu nhờ mở rộng cho vay bán lẻ với cho vay mua nhà để ở là động lực chính, từ đó NII vẫn tăng mạnh 29.5%.
- **Non-NII:** Non-NII tăng đột biến 45.7% trong năm 2018 so với mức tăng chỉ từ 10 – 15% các năm trước đó. Trong đó: Lãi dịch vụ tăng 34% yoy với đóng góp chính từ dịch vụ thanh toán; Lãi kinh doanh ngoại hối cũng duy

trì tăng trưởng với mức 11% yoy, động lực chính cho 2 nguồn thu này đến từ việc hoạt động thương mại quốc tế của Việt Nam tiếp tục thuận lợi; Lãi khác tiếp tục tăng mạnh 54% nhờ công tác thu hồi nợ xấu diễn biến tích cực. Đặc biệt, lãi từ hoạt động đầu tư góp vốn đạt 1,727 tỷ VND, tăng đột biến hơn 5 lần so với năm 2017. Sở dĩ xuất hiện khoản mục này do VCB phải tuân thủ quy định từ TT36 về sở hữu chéo trong ngân hàng. Cụ thể 3 thương vụ thoái vốn lớn gồm: Bán 7.6 triệu cp HVN, lãi khoảng 200 tỷ VND so với giá mua lúc IPO; bán 53.56 triệu cp MBB và 45.37 triệu cp EIB để giảm tỷ lệ sở hữu 2 NH này còn 4.5%, lãi tổng cộng khoảng 1,500 tỷ VND.

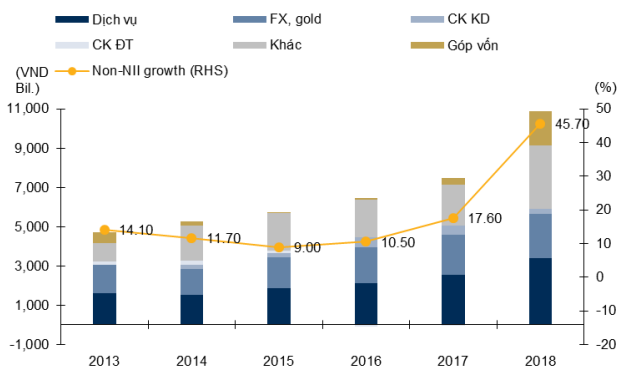
- **CIR:** CIR giảm mạnh từ mức TB 40% các năm trước xuống 34.6% năm 2018. Mặc dù có sự cải thiện về hiệu quả quản lý khi tổng chi phí hoạt động chỉ tăng 14.7% (so với mức 20% TB 3 năm trước), nhưng nguyên nhân chính dẫn đến CIR giảm mạnh nhờ TOI tăng trưởng rất cao trong năm qua (33.6% yoy so với TB 17% 3 năm trước).

Bảng 2: Một số khoản đầu tư góp vốn lớn của VCB

	2015		2016		2017		2018	
	Amount (VND Bil.)	Ownership (%)	Amount (VND Bil.)	Ownership (%)	Amount (VND Bil.)	Ownership (%)	Amount (VND Bil.)	Ownership (%)
EIB	582.1	8.19%	582.1	8.19%	582.1	8.19%	319.9	4.50%
MBB	1,243.0	7.16%	1,243.0	7.16%	1,243.0	6.97%	802.3	4.50%
Petrolimex Insur. Co.	67.9	10.04%	67.9	10.04%	67.9	8.03%	67.9	8.03%
HVN	499.6	2.00%	499.6	1.83%	499.6	1.83%	353.2	1.21%
Saigonbank	123.5	4.30%	123.5	4.30%	0	0%	0	0%
OCB	144.8	5.07%	144.8	4.72%	0	0%	0	0%

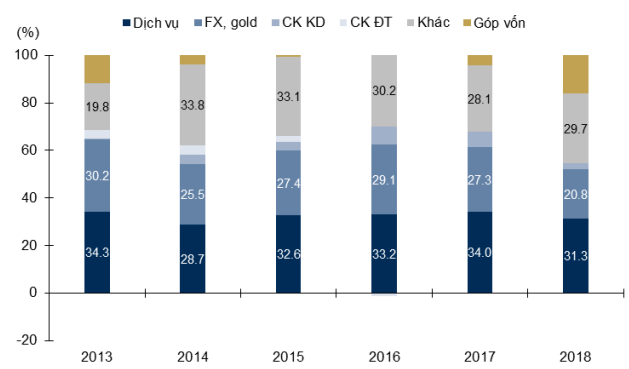
Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 38: Biến động thu nhập ngoài lãi



Nguồn: VCB; KBSV Research

Biểu đồ 39: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



Nguồn: VCB; KBSV Research

DỰ PHÓNG KQKD 2019 & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng KQKD 2019

Về tình hình vĩ mô, chúng tôi vẫn giữ quan điểm kinh tế Việt Nam sẽ giữ đà tăng trưởng tốt trong năm 2019 như trong [báo cáo triển vọng thị trường 2019](#) đã được phát hành. Do đó, mặc dù có lo ngại về việc NHNN sẽ tiếp tục kiểm soát chặt tăng trưởng tín dụng từ 14 – 15% như trong năm 2018, nhiều khả năng VCB vẫn sẽ giữ mức tăng trưởng ổn định.

Chúng tôi dự phóng cho vay khách hàng tăng trưởng 15.62% trong năm 2019, với sự ổn định trên cả 3 phân khúc là DN lớn, SMEs và cá nhân, tuy nhiên mức tăng trưởng sẽ đều chậm lại. Trong đó sự chậm lại rõ ràng nhất sẽ đến ở tín dụng cá nhân với cho vay mua nhà chiếm tỷ trọng đa số. Sau những diễn biến sôi động trong 3 năm gần đây và đặc biệt trong năm 2018, chúng tôi cho rằng số lượng giao dịch BĐS tại các thành phố lớn sẽ chậm lại từ năm 2019. Mặc dù vẫn là ngân hàng hàng đầu về cho vay mua nhà để ở với lợi thế lớn về lãi suất trong nhóm các NH nội địa, VCB cũng sẽ khó tránh khỏi ảnh hưởng từ sự chững lại này.

NIM tiếp tục tăng khoảng 20bps, đạt 3.11%

Nhiều khả năng lãi suất huy động TB thị trường sẽ tăng trong năm 2019 do những áp lực cả nội lẫn ngoại. Tuy nhiên với thế mạnh CASA vẫn được duy trì đều đặn cũng lượng tiền gửi ngoại tệ lớn (lãi suất 0%), chúng tôi cho rằng chi phí huy động TB sẽ không biến động nhiều. Trong khi đó, việc lãi suất cho vay TB của VCB đang thấp nhất thị trường sẽ là tiền đề để lãi suất này tiếp tục mở rộng khi xu hướng bán lẻ ngày càng được đẩy mạnh.

Non-NII có thể giảm nhẹ 9.33% từ mức cơ sở cao của năm 2018. Tuy nhiên có thể kỳ vọng sự đột biến từ hợp đồng độc quyền bancassurance

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng thu nhập từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối sẽ tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên tốc độ sẽ chậm lại đáng kể so với năm 2018 do rủi ro về việc kinh tế và thương mại toàn cầu chậm lại sẽ ảnh hưởng đến Việt Nam. Ngoài ra, lãi khác từ thu hồi nợ xấu có thể đạt trên 2,000 tỷ VND, thấp hơn năm 2018 dựa trên xu hướng thay đổi về tỷ lệ xóa nợ/trích lập vài năm gần đây. Chúng tôi ước tính VCB còn dư địa khoảng 3,500 tỷ VND đối với các khoản đầu tư góp vốn, và dự phóng ngân hàng sẽ ghi nhận trong năm nay khoảng 1,084 tỷ VND từ việc giảm dần sở hữu tại MBB, EIB và HVN. Tổng hợp lại chúng tôi kỳ vọng Non-NII sẽ giảm nhẹ 9.33% yoy.

Tuy nhiên, trong kịch bản triển vọng, nếu VCB thành công trong việc tìm kiếm đối tác chiến lược về bancassurance như kế hoạch của ngân hàng, một khoảng lợi nhuận đột biến về phí up-front sẽ được ghi nhận, tác động tích cực đến tăng trưởng Non-NII. Chúng tôi cho rằng kịch bản này khá triển vọng dựa trên vị thế và mạng lưới giao dịch rộng lớn của VCB.

CIR sẽ tăng trở lại từ mức kỹ thuật thấp trong năm 2018

CIR giảm mạnh từ 40.4% xuống 34.6% trong năm 2018, tuy nhiên đóng góp khá lớn từ sự tăng trưởng đột biến của TOI. Với việc các chỉ tiêu đều đã về mức bình thường hóa từ năm 2019, chúng tôi cho rằng CIR sẽ tăng trở lại từ mức thấp của năm 2018, tuy nhiên, vẫn cải thiện nếu so với các năm trở về trước. Mức dự CIR dự phóng của chúng tôi là 37% trong năm 2019.

Chưa có nhiều áp lực lên chi phí dự phòng

Mặc dù việc mở rộng sang tín dụng bán lẻ sẽ có thể làm tăng nợ xấu, tuy nhiên, với quy trình thẩm định tín dụng nghiêm ngặt tại VCB, chúng tôi không quá lo

lắng về rủi ro này, từ đó dự phóng chi phí trích lập dự phòng rủi ro sẽ không có nhiều biến động quá lớn trong năm nay.

Dựa trên những giả định đã đưa ra, chúng tôi dự phóng LNST của VCB trong năm 2019 đạt 17,460 tỷ VND, tăng 19.12% yoy, ROE có thể giảm nhẹ còn 23.06%. Trong khi đó BVPS forward 2019 (Đã tính lượng vốn huy động thành công đầu năm 2019) là 23,605 VND/cp.

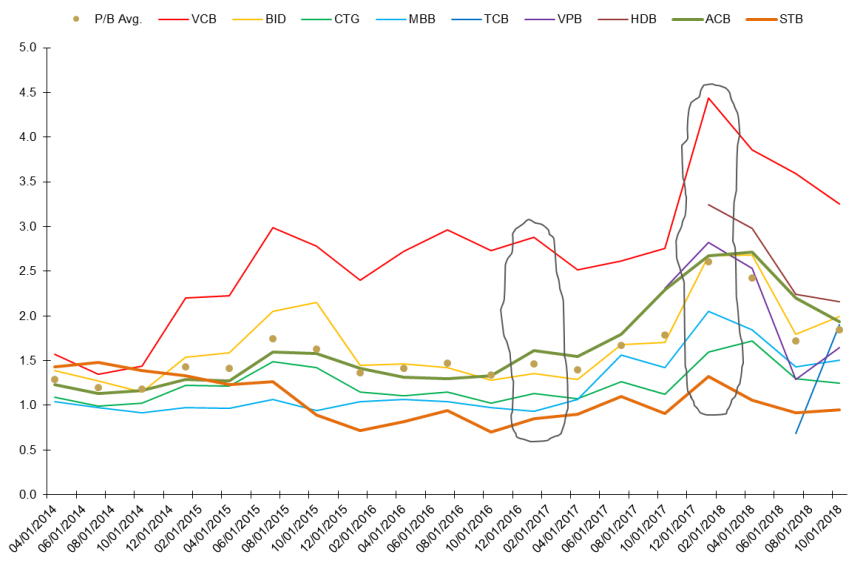
Định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý của VCB.

Với những giả định ở trên, P/B forward = 2.67x; P/B trailing = 3.72. Ở mức định giá hiện tại, cả P/B trailing và P/B forward của VCB đều cao hơn đáng kể so với TB nhóm NH chúng tôi theo dõi (lần lượt là 1.89x và 1.54x). Kể từ sau thời điểm tái cơ cấu ngành ngân hàng năm 2012 – 2014, định giá của VCB đã luôn vượt cao hơn mức TB ngành, kể cả so với BID hay CTG, do theo những gì đã phân tích, VCB luôn duy trì được chất lượng tài sản vượt trội so với phần còn lại của ngành, kể cả trong thời điểm thị trường gặp khó khăn, từ đó vươn lên mạnh mẽ về lợi nhuận và khả năng sinh lời khi thị trường hồi phục. Ngoài ra do đặc thù là ngân hàng Nhà nước nên VCB cũng nhận được mức định giá tốt hơn hẳn từ thị trường.

Tuy vậy, kết hợp so sánh VCB với một số ngân hàng có đặc tính tương tự tại các thị trường tương tự Việt Nam như Ấn Độ, Trung Quốc, Malaysia, cũng như dự phóng về rủi ro chu kỳ ngành ngân hàng đang đến gần, chúng tôi cho rằng mức P/B hợp lý cho VCB trong 1 năm tới là 3x, tương đương với giá mục tiêu bằng 71,000 VND/cp, cao hơn 12% giá thị trường tại thời điểm định giá.

Biểu đồ 40: So sánh biến động P/B một số ngân hàng



Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

Bảng 3: Tổng hợp chỉ số định giá một số ngân hàng tại Việt Nam

Ticker	Name	Mkt Cap (VND)	ROE (%)	P/B trailing	P/B forward	P/E trailing	P/E leading	Diluted EPS (5Y Avg. growth %)
ACB VN	ASIA COMMERCIAL BANK	39,785	27.73	1.77	1.36	7.25	5.94	35.2
MBB VN	MILITARY COMMERCIAL JCB	48,080	19.41	1.42	1.14	7.84	5.92	7.13
TCB VN	VIETNAM TECHNOLOGICAL & COMM. BANK	94,583	21.53	1.86	1.54	11.37	9.03	26.7
VPB VN	VIETNAM PROSPERITY JSB BANK	55,277	22.8	1.55	1.26	7.44	6.37	10.52
HDB VN	HDBANK	31,196	20.3	2.00	1.78	10.98	10.31	6.48
TPB VN	TIEN PHONG COMMERCIAL JSB	18,075	20.8	1.70	1.13	7.97	6.36	25.12
VIB VN	VIETNAM INTERNATIONAL JSB	14,881	22.6	1.37	1.40	7.16	6.22	8.83
BID VN	BANK FOR INVT. & DEVP OF VIETNAM JSC	127,518	14.6	2.42	1.93	17.33	20.49	8.89
CTG VN	VIETNAM JSCB FOR INDUSTRY & TRADE	87,128	8.3	1.24	1.21	7.16	16.78	-1.34
VCB VN	BANK FOR FOREIGN TRADE OF VIETNAM JSC	250,720	25.18	3.55	2.67	15.46	13.38	16.6
Average			20.33	1.89	1.54	10.00	10.08	14.41

Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

Nhằm phản ánh khách quan hơn về giá trị nội tại của doanh nghiệp, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư, với thời gian dự phóng là 3 năm. Mức chi phí vốn áp dụng là 13.96%, thấp hơn các ngân hàng khác do chúng tôi đánh giá quy mô và vị thế cạnh tranh của VCB nổi bật hơn, trong khi mức độ rủi ro về tài sản thấp hơn tương đối. Mức giá hợp lý đạt khoảng 52,000 VND/cp sau khi đã tính đến mức vốn tăng thêm vào đầu năm, thấp hơn khoảng 20% mức giá thị trường tại thời điểm định giá.

Bảng 4: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ VND	2019F	2020F	2021F
Lợi nhuận sau thuế	17,460.00	20,477.00	23,760.00
Lợi nhuận thặng dư	8,541.08	8,255.15	8,679.56
Chi phí vốn R	13.96%		
g	5.00%		
Terminal value	101,713.59		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	191,518.65		
Giá trị hợp lý VCB (VND/cp)	51,637.6		

Nguồn: KBSV Research

RỦI RO & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với những phân tích đã đưa ra, chúng tôi cho rằng rủi ro lớn nhất của VCB liên quan nhiều đến yếu tố vĩ mô hơn là nội tại hiệu quả hoạt động của ngân hàng. Nhiều chỉ số vĩ mô cho thấy kinh tế Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng muộn của chu kỳ phục hồi, và có thể trải qua giai đoạn thu hẹp vào năm 2020, sẽ gây tác động đáng kể đến cả ngành ngân hàng. Tuy nhiên, như đã thấy trong quá khứ, sau mỗi giai đoạn như vậy, các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt sẽ lại có cơ hội bứt phá, và VCB là một trong những trường hợp như vậy.

Việc tăng vốn thành công vào đầu năm 2019 đã phần nào giúp giảm rủi ro về tỷ lệ an toàn vốn theo Basel II và cũng phát đi tín hiệu tích cực về những lần tăng vốn sắp tới để hoàn thành mục tiêu tăng 10% vốn cấp 1 trong năm nay.

Ngoài ra trên quan điểm đầu tư, mặc dù trong ngắn hạn, VCB vẫn còn những động lực nhất định như việc huy động thêm vốn từ các NĐT chiến lược hay kỳ vọng thành công trong việc tìm kiếm đối tác chiến lược bancassurance, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại với P/B trailing 3.72x (Top 10 châu Á) và P/B forward 2.67x chưa đủ an toàn trong giai đoạn chuyển tiếp của chu kỳ lần này cũng như việc tăng trưởng LN đột biến 2 năm qua khó duy trì trong khoảng 2 – 3 năm tới. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu VCB trong ngắn đến trung hạn.

Bảng 5: Phân tích độ nhạy đến giá mục tiêu

	Catalysts	Target Price (1Y)	Upside/(Downside)
Base case	No bancassurance	71,000 VND/share	7.30%
	Discontinued divestment		
	Modest NIM expansion		
Bull Case	Signed bancassurance	78,000 VND/share	18.20%
	Continued divestment		
	Above-expected NIM		
Bear case	Macro risks	53,600 VND/share	-18.80%
	Slowing land market		

Nguồn: KBSV Research

PHỤ LỤC

Bảng cân đối kế toán					Kết quả kinh doanh				
(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018	(Tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
TỔNG TÀI SẢN	674,395	787,935	1,035,293	1,072,983	Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	31,360.73	37,718.21	46,158.77	55,865.04
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	8,519.33	9,692.05	10,102.86	12,792.05	Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-15,907.70	-19,185.46	-24,221.22	-27,455.81
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	19,715.04	17,382.42	93,615.62	10,845.70	Thu nhập lãi thuần	15,453.03	18,532.75	21,937.55	28,409.23
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	131,527.37	151,845.57	232,973.40	248,256.00	Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	3,557.30	4,326.48	5,378.18	7,020.99
Tiền gửi tại các TCTD khác	92,587.54	103,236.05	159,043.35	185,814.06	Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,684.66	-2,219.78	-2,839.97	-3,619.67
Cho vay các TCTD khác	38,939.84	48,609.52	73,930.06	63,441.93	Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	1,872.65	2,106.71	2,538.21	3,401.33
Dự phòng rủi ro	0.00	0.00	0.00	-1,000.00	Lãi/(lỗ) từ ngoại hối, vàng	1,572.57	1,850.12	2,042.42	2,266.43
Chứng khoán kinh doanh	9,925.05	4,233.53	9,669.03	2,653.75	Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	197.48	495.77	476.40	249.40
Chứng khoán kinh doanh	9,941.39	4,271.36	9,750.24	2,725.05	Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	152.35	-89.42	-19.74	0.12
Dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh	-16.34	-37.83	-81.21	-71.31	Thu nhập từ hoạt động khác	2,140.55	2,294.73	2,355.83	3,515.90
Các công cụ tài chính phái sinh	0.63	230.66	832.35	275.98	Chi phí hoạt động khác	-235.27	-376.35	-256.30	-281.53
Cho vay khách hàng	379,113.06	452,721.69	535,321.40	622,358.43	Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,905.28	1,918.38	2,099.53	3,234.37
Cho vay khách hàng	387,722.94	460,808.44	543,434.46	632,632.51	Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	48.44	71.56	331.76	1,727.47
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	-8,609.88	-8,086.75	-8,113.06	-10,274.08	Tổng thu nhập hoạt động	21,201.80	24,885.86	29,406.12	39,288.34
Hoạt động mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00	Chi phí hoạt động	-8,306.25	-9,939.01	-11,866.35	-13,609.83
Mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00	LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	12,895.55	14,946.85	17,539.78	25,678.51
Dự phòng rủi ro hoạt động mua nợ	674,395.00	787,935.00	1,035,293	1,072,983	Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-6,068.09	-6,368.81	-6,198.42	-7,378.68
Chứng khoán đầu tư	107,597.50	131,771.11	129,952.27	149,296.31	Tổng lợi nhuận trước thuế	6,827.46	8,578.04	11,341.36	18,299.82
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	42,468.04	51,931.95	34,688.30	35,321.14	Chi phí thuế TNDN hiện hành	-1,495.10	-1,683.09	-2,234.38	-3,643.21
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	65,818.28	80,019.28	95,404.02	114,251.03	Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-0.29	0.00	3.61	1.38
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	-688.82	-180.13	-140.05	-275.86	Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,495.39	-1,683.09	-2,230.77	-3,641.83
Góp vốn, đầu tư dài hạn	0.00	0.00	23.15	25.80	Lợi nhuận sau thuế	5,332.07	6,894.95	9,110.59	14,657.99
Đầu tư vào công ty con	0.00	0.00	0.00	0.00	Lợi ích của cổ đông thiểu số	-18.14	-19.28	-19.52	-16.49
Đầu tư vào công ty liên doanh	763.12	812.74	872.00	908.72	Cổ đông của Công ty mẹ	5,313.93	6,875.67	9,091.07	14,641.51
Vốn Góp liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00	Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	1,202.00	1,517.00	2,103.00	4,070.00
Đầu tư vào công ty liên kết	763.12	812.74	872.00	0.00					
Đầu tư dài hạn khác	2,829.42	2,829.42	2,705.97	1,635.42					
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	-35.79	-14.35	-25.14	-67.00					
Tài sản cố định	5,039.47	5,729.64	6,162.36	6,527.92					
Bất động sản đầu tư	0.00	0.00	0.00	0.00					
Tài sản Cố khác	9,400.45	10,700.62	13,111.15	17,500.01					
Các khoản phải thu	2,953.96	2,958.09	4,505.74	4,195.05					
Các khoản lãi, phí phải thu	4,849.54	5,791.14	6,025.65	7,409.96					
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Tổng nợ phải trả	629,222.3	739,789.5	982,735.3	1,009,094.2	NII	15,453	18,533	21,938	28,409
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	41,479.55	54,151.41	171,385.07	90,685.32	TOI	21,202	24,886	29,406	39,288
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	72,135.38	72,238.41	66,942.20	76,523.51	Lợi nhuận sau thuế	5,332	6,895	9,111	14,658
Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác	51,743.68	53,282.23	55,803.88	75,245.11	Tổng tài sản	674,395	787,935	1,035,293	1,072,983
Vay các tổ chức tín dụng khác	20,391.70	18,956.18	11,138.33	1,278.40	Vốn chủ sở hữu	45,172	48,146	52,558	63,889
Tiền gửi của khách hàng	501,162.55	590,451.34	708,519.72	802,222.94	Cho vay khách hàng	387,723	460,808	543,434	632,633
Các công cụ tài chính phái sinh	0.00	0.00	0.00	0.00	Tiền gửi khách hàng	501,163	590,451	708,520	802,223
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ	0.00	0.00	23.15	25.80	Khả năng sinh lời				
Phát hành giấy tờ có giá	2,479.07	10,286.38	18,214.50	21,461.13	NIM	2.61%	2.67%	2.63%	2.91%
Các khoản nợ khác	11,965.74	12,661.99	17,650.68	18,175.48	Average Lending Interest	6.00%	6.20%	6.40%	6.70%
Vốn chủ sở hữu	45,172.34	48,145.56	52,557.96	63,889.09	Average Funding Cost	3.00%	3.00%	3.20%	3.10%
Vốn của tổ chức tín dụng	32,420.68	36,022.85	36,321.93	36,322.34	ROAA	0.85%	0.94%	1.00%	1.39%
Vốn điều lệ	26,650.20	35,977.69	35,977.69	35,977.69	ROAE	12.03%	14.78%	18.09%	25.18%
Vốn đầu tư XDCB	0.00	0.00	0.00	0.00	Leverage ratio	14.9	16.4	19.7	16.8
Thặng dư vốn cổ phần	5,725.32	0.00	0.00	0.00	Chất lượng tài sản				
Cổ phiếu Quý	0.00	0.00	0.00	0.00	NPL	1.84%	1.50%	1.14%	0.98%
Cổ phiếu ưu đãi	0.00	0.00	0.00	0.00	LLR	120.63%	116.82%	130.67%	165.31%
Vốn khác	45.16	45.16	344.25	344.66	LDR	69.10%	70.10%	64.00%	70.20%
Quý của tổ chức tín dụng	4,941.36	5,936.67	7,253.68	7,264.84	Tỷ lệ nợ quá hạn	4.26%	3.11%	2.02%	1.48%
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	79.97	84.25	94.49	84.40	CPDPRRD/LN trước dự phòng	47.06%	42.61%	35.34%	28.73%
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	89.22	83.29	83.29	119.03	An toàn vốn				
Lợi nhuận chưa phân phối	7,475.81	5,874.99	8,715.25	20,029.48	CAR	11.04%	11.13%	11.63%	10.24%
CHỈ TIÊU NGOẠI BẢNG					Vốn CSH/Tổng TS	6.71%	6.10%	5.08%	5.95%
Nợ tiềm tàng	0.00	0.00	0.00	0.00	Khả năng thanh khoản				
Thư tín dụng	59,183.94	80,807.57	97,457.79	115,883.52	LDR	69.10%	70.10%	64.00%	70.20%
Bảo lãnh tín dụng	28,283.72	43,915.00	45,239.21	61,731.13	Cho vay KH/Huy động KH	77.36%	78.04%	76.70%	78.86%
Cam kết tín dụng	30,826.08	36,670.02	51,953.40	53,914.90	Hiệu quả hoạt động				
					CIR	39.2%	39.9%	40.4%	34.6%
					Định giá				
					BVPS	16,950	13,382	14,609	17,758
					EPS	2,001	1,917	2,532	4,074
					P/B	3.96	5.01	4.58	3.72
					P/E	40.86	43.96	33.39	16.20

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, 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 Sài Gòn

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

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

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn