

Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

26/11/ 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **98.900**

Giá thị trường (26/11/2019) 84.700

Lợi nhuận kỳ vọng 17%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	52.700 – 92.000
Vốn hóa	313.400 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	3.708.877.448 CP
KLGD bình quân 10 ngày	777.880 CP
% sở hữu nước ngoài	24%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/A
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/A

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga

(84 4) 3928 8080 ext 207

tranthithunga@baoviet.com.vn

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

Mã giao dịch: VCB

Reuters: VCB.HM

Bloomberg: VCB VN

Dự địa tăng trưởng vẫn còn rất lớn trong các năm tới

NIM tiếp tục được mở rộng nhờ tài sản sinh lời cao chiếm tỷ trọng cao hơn và tăng LDR, lãi suất cho vay giảm được bù đắp một phần bởi tỷ trọng gia tăng của cho vay cá nhân. Với việc VCB điều chỉnh giảm lãi suất cho vay doanh nghiệp 0,5% ở tất cả các kì hạn, BVSC ước tính lãi suất cho vay bình quân của VCB sẽ giảm từ mức 8% 3Q2019 về mức 7,8% cho cả năm 2019 và 7,6% trong 2020 với giả định VCB tiếp tục áp dụng mức lãi suất sau giảm sang 2020. Lãi suất đầu ra bình quân giảm nhẹ trong 2020 sau đó tăng dần do cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng tài sản. Trong khi đó lãi suất huy động bình quân dự báo giảm nhẹ trong 2020 nhưng cũng sẽ tăng dần trong các năm sau do cơ cấu huy động dự báo dịch chuyển dần sang phân khúc cá nhân. Ngoài ra tỷ lệ LDR đang ở mức 72% thấp hơn nhiều so với mức trần quy định mới nhất 85% theo TT22/2019/NHNN. Chúng tôi dự báo VCB sẽ tăng dần tỷ lệ này trong các năm tới, qua đó giúp cải thiện NIM.

Thu nhập từ Banca dự kiến sẽ đóng góp khoảng 1.000 tỷ vào NFI trong 2020 và tăng dần lên 2000 – 3000 tỷ trong các năm tiếp theo. BVSC ước tính VCB cam kết bán ít nhất 6 tỷ USD doanh thu phí bảo hiểm cho FWD trong toàn bộ 15 năm của thỏa thuận hợp tác độc quyền.

Chúng tôi giả định VCB sẽ ghi nhận 400 triệu USD upfront từ thỏa thuận hợp tác độc quyền với FWD chia đều trong 2 năm 2020 và 2021. Noll 2020 do đó tăng trưởng 80% (39% nếu loại trừ thu nhập bất thường).

Chi phí trích lập dự phóng sẽ không tăng nhiều trong các năm tới nhờ nợ xấu tiếp tục được kiểm soát. Tỷ lệ NPL sẽ tiếp tục giảm trong các năm tới do VCB đẩy mạnh tỷ trọng cho vay cá nhân – phân khúc có tỷ lệ NPL thấp hơn so với cho vay doanh nghiệp. LLCRR dự báo vẫn tiếp tục duy trì ở mức 180%.

Định giá và khuyến nghị đầu tư

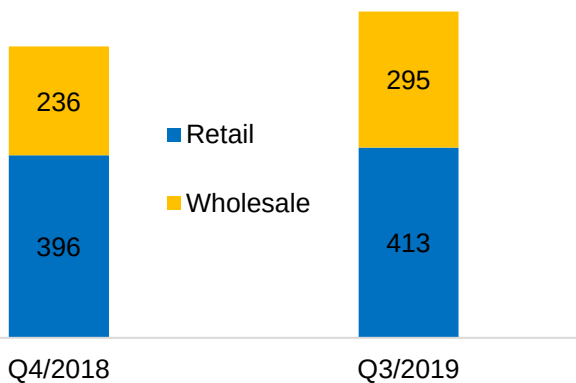
Chúng tôi sử dụng phương pháp Thu nhập thặng dư (Residual Income) để ước tính giá trị hợp lý của VCB. Với giả định VCB sẽ phát hành tăng vốn thành công trong 2020 với giá phát hành 60.000 VNĐ/CP sau khi chia cổ tức 40% bằng cổ phiếu (tương đương với giá 84.000 VNĐ/CP trước chia), chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VCB cho 2020 ở mức 98.900 VNĐ, tương ứng với mức P/B kỳ vọng 2020 ~3.0x. Với tiềm năng tăng trưởng và chất lượng tài sản vượt trội trong các năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng VCB xứng đáng được trả mức P/B premium so với ngành. Với tiềm năng tăng giá 17% so với giá đóng cửa 84.700 VNĐ ngày 26/11/2019, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VCB.

NIM tiếp tục mở rộng nhờ tài sản sinh lời cao chiếm tỷ trọng cao hơn và tăng LDR

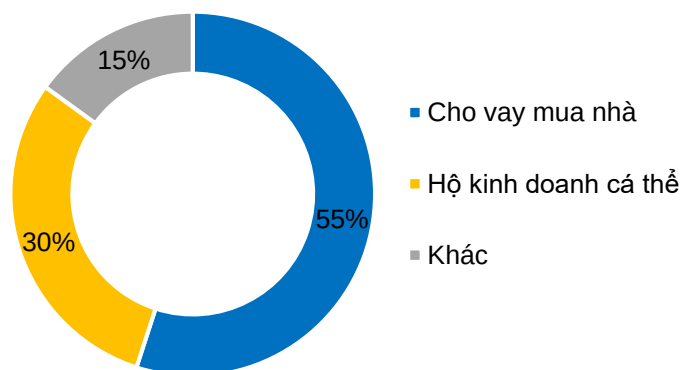
Lãi suất cho vay giảm được bù đắp một phần bởi tỷ trọng gia tăng của cho vay cá nhân

Dư nợ tín dụng tính đến hết Q3/2019 đạt 715,6 nghìn tỷ (+11,7% ytd), trong đó tăng trưởng tập trung ở khối khách hàng cá nhân (+24% ytd) trong khi khối khách hàng doanh nghiệp gần như đi ngang (+2% ytd). Tính đến hết quý 3, dư nợ khách hàng cá nhân chiếm khoảng 42% tổng dư nợ, nếu tính cả dư nợ của SME thì tổng dư nợ 2 nhóm này đã lên tới 51%. Cho vay mua nhà vẫn là động lực tăng trưởng chính của cho vay cá nhân, chiếm khoảng 55% phân khúc và tăng trưởng trên 40% ytd. **Chúng tôi dự báo cho vay cá nhân tiếp tục tăng trưởng 23% CAGR giai đoạn 2020 – 2022 và 16% CAGR giai đoạn 2022 – 2025.** Tỷ trọng cho vay cá nhân (không tính SME) sẽ chiếm khoảng 65% tổng dư nợ vào 2025.

**Cho vay cá nhân và doanh nghiệp
(1.000 tỷ VNĐ)**



Tỷ trọng cho vay cá nhân



Nguồn: VCB

Ngày 18/11/2019 VCB điều chỉnh giảm đồng loạt 0,5% lãi suất cho vay doanh nghiệp ở tất cả các kì hạn cho 320 nghìn tỷ VNĐ dư nợ (45% dư nợ hiện tại của VCB) áp dụng từ 1/11/2019 – 31/12/2019 sau khi Thủ tướng Chính phủ đưa thông điệp phấn đấu giảm ít nhất 0,5% lãi suất cho vay trong 2020. Lãi suất cho vay cá nhân vẫn được giữ nguyên. Chúng tôi ước tính lãi suất cho vay bình quân của VCB sẽ giảm từ mức 8% 3Q/2019 về mức 7,8% cho cả năm 2019 và 7,6% trong 2020 với giả định VCB tiếp tục áp dụng mức lãi suất sau giảm sang 2020 do được bù đắp một phần bởi tỷ trọng gia tăng của cho vay cá nhân. **Lãi suất bình quân đầu ra dự kiến giảm nhẹ trong 2020 và tăng lên các năm sau do cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng tài sản.** Chúng tôi dự báo tỷ trọng danh mục cho vay khách hàng/tổng tài sản sẽ tăng từ mức 60% hiện nay lên khoảng 66% vào 2025.

Trong danh mục trái phiếu, lợi suất trái phiếu chính phủ giảm được bù đắp bởi tỷ trọng tăng lên của trái phiếu TCTD

Chúng tôi nhận thấy sự thay đổi rõ rệt trong phân bổ danh mục trái phiếu của VCB. Trong 9M2019 tỷ trọng TPCP giảm mạnh trong khi tỷ trọng trái phiếu TCTD tăng lên tương ứng. Danh mục TPCP đã liên tục giảm về giá trị tuyệt đối từ đầu 2018 và tỷ trọng TPCP trong tổng danh mục trái phiếu của VCB cũng đã giảm từ 71% vào cuối 2018 xuống 59% vào Q3/2019 trong bối cảnh lợi suất TPCP giảm về mức đáy trong 5 năm. Trong khi đó, danh mục trái phiếu TCTD tăng 73% ytd và tỷ trọng cũng tăng từ 24% cuối 2018 lên 37% Q3/2019. Chúng tôi cho rằng trái phiếu TCTD có sự gia tăng mạnh mẽ do các NHTM đang cần đẩy mạnh huy động vốn cấp 2 để đáp ứng Basel 2 trước 1/1/2020 và huy động trung dài hạn để đáp ứng giới hạn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, do huy động kì hạn dài trong dân cư là tương đối khó khăn. Chúng tôi dự báo trái phiếu TCTD sẽ chỉ tăng 25% trong 2020 do áp lực tăng vốn cho Basel 2 giảm bớt và việc siết tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cũng được thực hiện theo lộ trình theo TT22/2019/TT-NHNN ban hành ngày 15/11/2019. Chúng tôi dự báo tỷ trọng TPCP trong tổng danh mục trái phiếu của VCB sẽ giảm về mức 56% trong khi tỷ trọng trái phiếu TCTD sẽ tăng lên 40% trong 2020, theo đó lợi suất danh mục trái phiếu tiếp tục duy trì ở mức 5,5%.

	Q4/18	Q1/19	Q2/19	Q3/19	% ytd
Tổng danh mục trái phiếu	151,932	159,449	172,097	173,174	14.0%
Trái phiếu Chính phủ	107,270	106,524	104,542	102,220	-4.7%
Trái phiếu TCTD	36,730	45,753	60,073	63,440	72.7%
Trái phiếu doanh nghiệp	7,932	7,172	7,482	7,514	-5.3%
Tỷ trọng %					
Trái phiếu Chính phủ	71%	67%	61%	59%	
Trái phiếu TCTD	24%	29%	35%	37%	
Trái phiếu doanh nghiệp	5%	4%	4%	4%	

Nguồn: VCB, BVSC

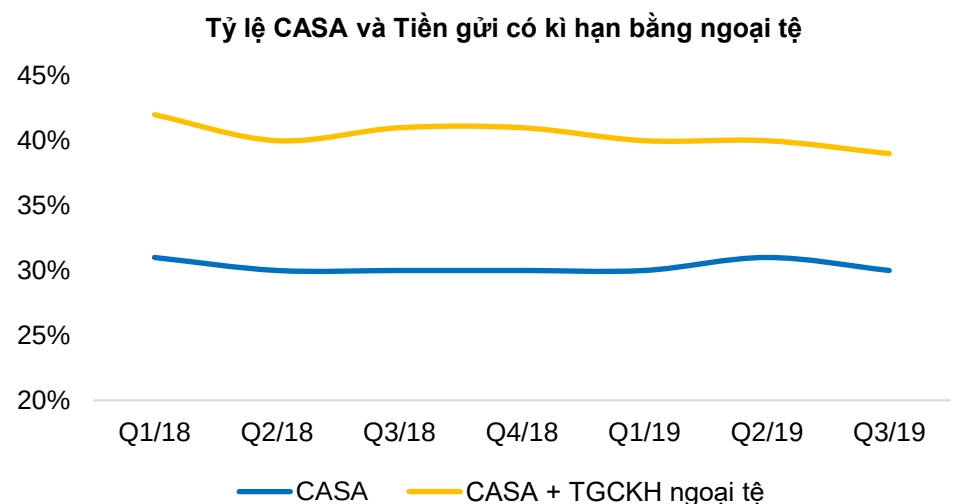
Lãi suất huy động bình quân giảm nhẹ trong 2020 nhưng sẽ tăng dần trong các năm sau do cơ cấu huy động dự báo dịch chuyển dần sang phân khúc cá nhân.

Mặt bằng lãi suất huy động có dấu hiệu hạ nhiệt sau khi NHNN ban hành QĐ2416/QĐ-NHNN ngày 18/11/2019 về việc hạ trần lãi suất huy động cho các kì hạn ngắn, theo đó trần lãi suất huy động cho kì hạn dưới 1 tháng giảm từ 1% xuống 0,8% và trần lãi suất huy động cho kì hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng giảm từ 5,5% xuống 5%. Theo đó, VCB cũng giảm 0,2% đối với một số kì hạn ngắn dưới 12 tháng và giữ nguyên lãi suất ở các kì hạn dài hơn. Chúng tôi ước tính lãi suất huy động bình quân của VCB sẽ giảm nhẹ 0,05% do khách hàng sẽ chuyển sang gửi tiền ở các kì hạn dài hơn để hưởng mức lãi suất tốt hơn.

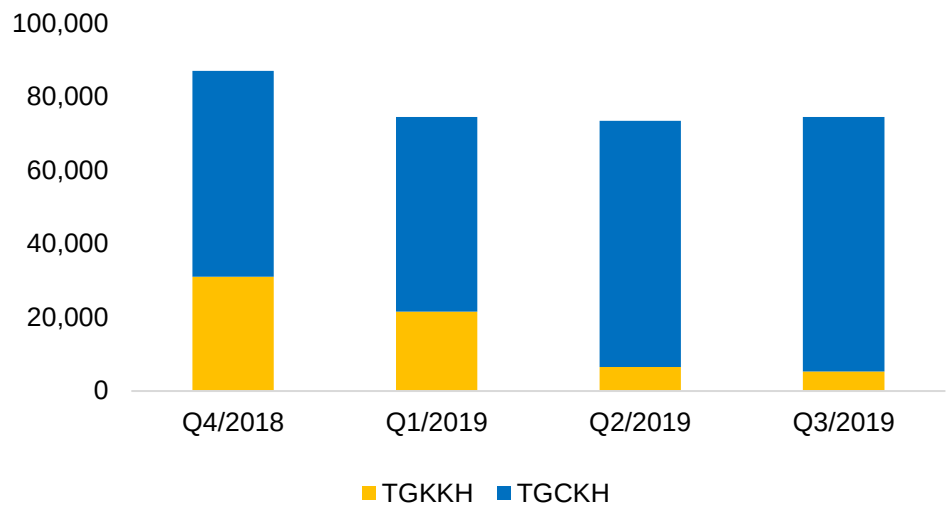
Tiền gửi khách hàng của VCB tính đến hết Q3/2019 đạt 902 nghìn tỷ (+12,5% ytd, cao hơn tăng trưởng huy động của toàn ngành là 9%), trong đó tăng trưởng

huy động khối khách hàng doanh nghiệp là 17% và khối khách hàng cá nhân là 8%. Về cơ cấu huy động, khối khách hàng doanh nghiệp chiếm khoảng 60% và khối khách hàng cá nhân chiếm 40%. Tuy vậy với cơ cấu cho vay đang dịch chuyển dần sang khách hàng cá nhân và cho vay khách hàng doanh nghiệp tăng trưởng chậm lại, chúng tôi cho rằng cơ cấu huy động cũng sẽ có sự dịch chuyển dần sang phân khúc cá nhân, khiến cho lãi suất bình quân tiền gửi khách hàng tăng nhẹ dần lên trong các năm tới. Điểm tích cực là LDR của VCB thấp hơn nhiều so với mức trần 85% quy định trong TT22/2019/TT-NHNN nên VCB ít có áp lực phải tăng lãi suất huy động để cạnh tranh.

Tỷ lệ CASA vẫn duy trì ở mức 30%, cao nhất hệ thống. Nếu tính cả tiền gửi có kì hạn bằng ngoại tệ (lãi suất bằng 0% đối với tiền gửi USD và 0,1 – 0,15% đối với tiền gửi EUR) thì tỷ lệ tiền gửi có lãi suất bằng 0 hoặc không đáng kể lên đến 39% giúp chi phí vốn huy động được giữ ở mặt bằng thấp. Dự báo lãi suất huy động bình quân của chúng tôi trong các năm sau có tính đến rủi ro CASA giảm nhẹ do cơ cấu huy động có sự dịch chuyển.



Việc giảm số dư tiền gửi thanh toán của KBNN, đặc biệt là tiền gửi thanh toán không kì hạn có thể ảnh hưởng đến nguồn vốn giá rẻ của VCB. Theo Thông tư 58/2019/TT-BTC quy định về quản lý và sử dụng tài khoản của Kho bạc Nhà nước (KBNN) có hiệu lực từ 1/11/2019, theo đó tiền gửi thanh toán của KBNN sẽ phải kết chuyển về tài khoản tổng để tại Sở Giao dịch NHNN, thay vì đọng lại các NHTM như trước. Hết Q3/2019, tiền gửi thanh toán của KBNN tại VCB còn 74,6 nghìn tỷ VNĐ (-14,4% ytd), trong đó tiền gửi không kì hạn giảm đến 83% ytd còn 5,3 nghìn tỷ và tiền gửi có kì hạn tăng 23,7% ytd, đạt 69,3 nghìn tỷ.

Tiền gửi thanh toán của KBNN

Tăng LDR giúp cải thiện NIM

Tỷ lệ LDR hiện ở mức 72%, thấp hơn nhiều so với mức trần 85% theo quy định mới nhất từ Thông tư 22/2019/NHNN do đó VCB có rất nhiều room tăng LDR trong các năm tới để cải thiện NIM.

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lãi suất bình quân đầu ra	5.52%	6.17%	6.16%	6.21%	6.28%	6.33%	6.37%	6.42%
Lãi suất bình quân đầu vào	2.81%	3.09%	3.10%	3.12%	3.14%	3.14%	3.17%	3.17%
NIM	2.81%	3.22%	3.23%	3.28%	3.35%	3.40%	3.41%	3.46%
LDR pure	78.8%	79.0%	82.0%	84.0%	86.0%	88.0%	90.0%	90.0%
LDR TT22	71.5%	73.9%	74.5%	76.8%	77.7%	78.4%	80.3%	80.1%

Noll: Thỏa thuận hợp tác độc quyền với FWD sẽ giúp NFI tăng trưởng mạnh các năm tới

VCB đặt mục tiêu nâng tỷ trọng của Noll trong TOI từ 26% hiện nay lên 30 – 35% trong những năm tới với kỳ vọng đóng góp từ mảng banca trong các năm tới. VCB đã ký hợp đồng phân phối độc quyền 15 năm với FWD với upfront fee lên tới 400 triệu USD (bao gồm cả việc mua lại 45% cổ phần của VCB trong Vietcombank Cadiff Life Insurance -VCLI). Chúng tôi ước tính VCB cam kết doanh số ít nhất khoảng 6 tỷ USD cho FWD trong 15 năm của thỏa thuận và doanh thu từ banca (không bao gồm upfront fee) trong 2020 vào khoảng 1.000 tỷ VNĐ và sẽ tăng nhanh trong các năm tiếp theo lên mức 2.000 – 3.000 tỷ VNĐ.

Nợ xấu được kiểm soát giúp chi phí dự phòng không tăng nhiều trong các năm tới

Tỷ lệ NPL tiếp tục giảm nhờ đẩy mạnh mảng cho vay cá nhân có tỷ lệ NPL thấp hơn

Tỷ lệ NPL của nhóm khách hàng cá nhân là 0,5 – 0,6% trong khi tỷ lệ này ở nhóm khách hàng doanh nghiệp là 1,5 – 1,6%. Với việc VCB tiếp tục đẩy mạnh cho vay khách hàng cá nhân và kiểm soát tốt chất lượng khách hàng, chúng tôi kỳ vọng NPL của VCB tiếp tục giảm trong các năm tới. Rủi ro khi tăng trưởng cho vay khách hàng cá nhân, đặc biệt là cho vay mua nhà được kiểm soát thông qua (i) VCB cấp hạn mức cho vay tối đa cho một khách hàng để hạn chế cho vay mục đích đầu cơ, đây là nhóm bị ảnh hưởng đầu tiên nếu thị trường bất động sản đi xuống, (ii) LTV trung bình của VCB khoảng 50% do khả năng tài chính ban đầu của khách hàng tương đối tốt, có thể chi trả mức down payment lớn hơn.

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Cho vay khách hàng	631,867	727,559	829,460	937,537	1,050,158	1,165,795	1,282,678	1,410,945
%yoy	16.3%	15.1%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%
Doanh nghiệp	395,983	420,910	446,148	458,398	475,191	487,333	502,447	513,680
% yoy	8%	6%	6%	3%	4%	3%	3%	2%
% tỷ trọng	63%	58%	54%	49%	45%	42%	39%	36%
Cá nhân	235,884	306,649	383,312	479,139	574,967	678,461	780,231	897,265
% yoy	33%	30%	25%	25%	20%	18%	15%	15%
% tỷ trọng	37%	42%	46%	51%	55%	58%	61%	64%
NPL	6,223	7,847	8,685	9,463	10,348	11,245	12,218	13,089
% NPL	1.00%	1.08%	1.05%	1.01%	0.99%	0.96%	0.95%	0.93%

Nguồn: BVSC ước tính

Trích lập dự phòng dự báo sẽ không tăng nhiều trong các năm tới trong khi vẫn duy trì LLCR ở mức cao

Chúng tôi cho rằng VCB đã trích lập dự phòng quá mức cần thiết cho các khoản nợ xấu với tỷ lệ LLCR 185% tại thời điểm kết thúc Q3/2019. Tuy vậy chúng tôi vẫn giả định VCB sẽ tiếp tục trích lập để duy trì tỷ lệ LLCR ở mức 180%. Với tỷ lệ NPL ước tính như trên và giả định write offs hằng năm bằng 60% NPL của năm trước đó chúng tôi cho rằng VCB sẽ không cần tăng trích lập dự phòng nhiều trong các năm tới.

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
NPL	6,223	7,847	8,685	9,463	10,348	11,245	12,218	13,089
Trích lập dự phòng trong năm	6,264	6,942	6,218	6,611	7,270	7,824	8,498	8,898
Write offs	-4,084	-3,111	-4,708	-5,211	-5,678	-6,209	-6,747	-7,331
Tổng dự phòng	10,294	14,124	15,634	17,034	18,626	20,241	21,993	23,560
% LLCR	165%	180%	180%	180%	180%	180%	180%	180%

Nguồn: BVSC ước tính

Tăng vốn thành công trong 2020 sẽ là bước đệm để tăng trưởng trong các năm sau đó

Chúng tôi giả định VCB sẽ tăng vốn thành công như đã trình tại ĐHCĐ 2019 (tăng vốn điều lệ từ 37 nghìn tỷ hiện nay lên 55 nghìn tỷ VNĐ thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ tối đa 40% từ nguồn vốn chủ sở hữu và sau đó phát hành riêng lẻ 6,5% với giá phát hành được xác định theo nguyên tắc giá thị trường, giả định 60.000 VNĐ/cp sau chia, tương đương giá 84.000 VNĐ/cp trước chia). Chúng tôi ước tính nếu tăng vốn thành công CAR theo Basel 2 của VCB sẽ tăng từ mức 9.4% trong 2019 lên trên 11% trong các năm tiếp theo, một mức rất an toàn để hỗ trợ tăng trưởng.

Trường hợp tăng vốn không thành công, chúng tôi ước tính VCB vẫn có khả năng duy trì CAR theo Basel 2 ở mức khoảng 10% nhờ có lợi nhuận cao trong các năm tới.

Dự báo KQKD 2019 và 2020

Dự báo kết quả kinh doanh 2019 và 2020 (tỷ VNĐ)						
Tiêu chí	2018	2019F	2020F	19/18	20/19	Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	1,074,027	1,172,833	1,330,969	9%	13%	
Tiền gửi KH	801,929	903,082	1,011,536	13%	12%	Chúng tôi dự báo pure LDR của VCB đạt 79% trong 2019 và 82% trong 2020. Tăng trưởng TGKH do đó thấp hơn tăng trưởng cho vay khách hàng.
Cho vay khách hàng	631,867	727,559	829,460	15%	14%	Chúng tôi dự báo cho vay khách hàng tăng lần lượt 15% và 14% trong 2019 và 2020 do mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn ngành cho năm sau có thể thấp hơn năm nay.
Thu nhập lãi	28,409	34,753	38,782	22%	12%	Chúng tôi giả định NIM đạt lần lượt 3,22% và 3,23% trong 2019 và 2020.
Thu nhập ngoài lãi	10,870	11,353	20,344	4%	79%	Chúng tôi giả định VCB sẽ ghi nhận 400 triệu USD upfront fee từ FWD chia đều trong 2 năm 2020 và 2021. Doanh thu từ banca đạt 1.000 tỷ ngay trong 2020 giúp NFI tăng 50%. Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường từ upfront fee thì Thu nhập ngoài lãi tăng 39%.
Tổng thu nhập hoạt động	39,278	46,106	59,126	17%	28%	TOI tăng trưởng 20% nếu loại bỏ thu nhập bất thường 200 triệu USD từ upfront fee Hợp đồng banca với FWD.

Báo cáo cập nhật Q4/2019 | VCB

Chi phí hoạt động	13,611	16,598	20,720	22%	25%	Chúng tôi dự báo CIR 2019 ở mức 36% bằng với 3Q2019 và CIR 2020 sau khi loại trừ thu nhập bất thường từ upfront fee với FWD sẽ ở mức 38% do VCB đẩy mạnh cho vay khách hàng cá nhân và triển khai banca.
LN trước dự phòng rủi ro tín dụng	25,667	29,508	38,406	20%	17%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	7,398	6,942	6,218	-6%	-10%	Chúng tôi dự báo chi tỷ lệ NPL ở mức 1,08% và 1,05% trong 2019 và 2020 và LLCR tiếp tục duy trì ở mức 180%.
LNTT	18,269	22,566	32,188	24%	43%	
LNST	14,622	18,052	25,751	23%	43%	
EPS	2,644	3,264	3,881	23%	19%	

Định giá

Chúng tôi định giá VCB bằng phương pháp Thu nhập thặng dư (Residual Income). Với base case là VCB sẽ tăng vốn thành công giá mục tiêu cho 2020 của VCB được xác định ở mức 98.900 VNĐ, tương ứng với P/B ~3 lần. Trường hợp VCB tăng vốn không thành công, VCB được định giá ở mức 96.400 VNĐ/CP (trong trường hợp này chúng tôi giả định tỷ lệ cổ tức tiền mặt thấp hơn để đảm bảo CAR ở mức trên 10%, P/B 2020 trường hợp này là 3.55 lần.

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST	18,052	25,751	28,670	29,345	32,525	36,493	39,733
% yoy	23.50%	42.60%	11.30%	2.40%	10.80%	12.20%	8.90%
Cổ tức	2,967	5,530	9,954	14,599	20,074	26,497	29,147
% payout	8%	10%	15%	20%	25%	30%	30%
VCSH – cuối kỳ	82,280	121,197	141,572	157,646	171,922	184,326	197,562
ROE	25.00%	25.30%	21.80%	19.60%	19.70%	20.50%	20.80%
RWA bình quân	988,417	1,140,717	1,282,819	1,435,551	1,593,742	1,749,226	1,930,639
% growth	13.60%	15.40%	12.50%	11.90%	11.00%	9.80%	10.40%
CAR Basel 2	8.10%	9.05%	11.02%	11.27%	11.13%	10.89%	10.62%
THU NHẬP THẶNG DƯ							
Thu nhập thặng dư (RI)		16,289	14,733	13,064	14,396	16,722	18,535
Giá trị hiện tại của RI	719,839						
TERMINAL VALUE (TV)							

LNST năm cuối (t+1)	48,209
RI năm cuối	23,725
Tỷ lệ chiết khấu	11.50%
Tăng trưởng RI	5%
Terminal value (TV)	299,413
Giá trị hiện tại của TV	173,660
VALUATION	
VCSH 2020 (tỷ VND)	121,197
Giá trị hiện tại RI (tỷ VND)	719,839
Giá trị hiện tại của TV (tỷ VND)	173,660
Giá trị VCSH hợp lý VCB (tỷ VND)	366,841
Implied P/BV	3.03
Giá trị hợp lý/cổ phần VCB	98,900

Khuyến nghị đầu tư

Mặc dù P/B của VCB cao hơn so với trung bình ngành, chúng tôi cho rằng VCB hoàn toàn xứng đáng với mức định giá này nhờ chất lượng tài sản vượt trội và khả năng chống sốc tốt nếu kinh tế diễn biến bất lợi. VCB có nhiều dư địa để tăng trưởng lợi nhuận các năm tới từ tăng trưởng cả thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi, đồng thời có khả năng kiểm soát tốt các chi phí vận hành trong khi chi phí rủi ro sẽ không tăng nhiều trong các năm tới do VCB đã trích lập tương đối nhiều trong các năm qua và chất lượng nợ được cải thiện. Với định giá **98.900 VND/cổ phiếu** (+17% so với giá đóng cửa ngày 26/11/2019) chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cho VCB.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	39,278	46,106	59,126	65,647	70,889
Chi phí hoạt động	-16,598	-20,720	-23,198	-26,938	-29,714
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	22,680	25,386	35,928	38,709	41,175
Dự phòng rủi ro tín dụng	-7,398	-6,942	-6,218	-6,611	-7,270
Lợi nhuận sau thuế	14,622	18,052	25,751	28,670	29,345

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Tiền, vàng bạc, đá quý	12,792	14,074	15,972	17,623	19,538
Tiền gửi tại NHNN	10,846	11,728	13,310	14,686	16,282
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	250,228	227,530	235,581	237,909	252,364
Cho vay khách hàng	621,573	713,435	829,460	937,537	1,050,158
Chứng khoán đầu tư	149,296	172,406	198,314	218,817	242,595
Tổng tài sản có	1,074,027	1,172,833	1,330,969	1,468,573	1,628,152
Các khoản nợ Chính phủ, NHNN	90,685	82,098	90,506	96,926	105,830
Tiền gửi và vay các TCTD khác	38,281	29,685	38,056	38,491	50,361
Tiền gửi của khách hàng	801,929	903,082	1,011,536	1,116,116	1,221,114
Vốn chủ sở hữu	62,179	82,280	121,197	141,572	157,646
Tổng nguồn vốn	1,074,027	1,172,833	1,330,969	1,468,573	1,628,152

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15%	16%	13%	12%	11%
Tăng trưởng huy động (%)	13%	13%	12%	10%	9%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	9%	14%	10%	11%	10%
Tăng trưởng VCSH (%)	18%	32%	47%	17%	11%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	2.81%	3.22%	3.23%	3.28%	3.35%
ROA (%)	1.40%	1.60%	2.10%	2.00%	1.90%
ROE (%)	25.50%	25.00%	25.30%	21.80%	19.60%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	1.00%	1.08%	1.05%	1.01%	0.99%
Dự phòng/Tổng dư nợ	-1.94%	-1.88%	-1.82%	-1.77%	-1.74%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	58%	61%	62%	64%	65%
Cho vay/Huy động	79%	79%	82%	84%	86%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3,942	1,923	2,829	3,099	3,415
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16,765	22,185	32,678	38,171	42,505

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Thị Thu Nga** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Dầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chuyên viên chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888