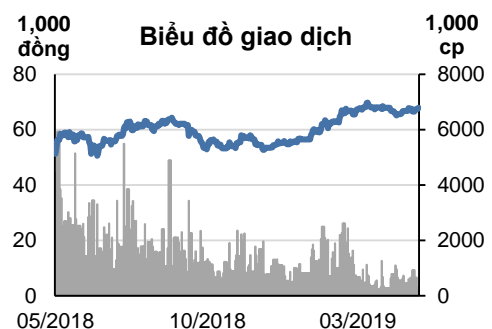


**VCB (HOSE) Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng vượt trội**

**Đánh giá TRUNG LẬP**  
**Ngân hàng**

Giá thị trường (VND)	67,700
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	73,794
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	11%
Suất sinh lợi cổ tức	1.2%
Suất sinh lợi bình quân năm	12.2%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	27%	-0.3%	12%	32%
Tương đối	17%	0.4%	11%	28%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thông kê 31/05/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	50.6k-69.8k
SL lưu hành (triệu cp)	3,709
Vốn hóa (tỷ đồng)	251,091
Vốn hóa (triệu USD)	10,722
% khối ngoại sở hữu	23.7%
SL cp tự do (triệu cp)	934.4
KLGD TB 3 tháng (cp)	908,415
VND/USD	23,418
Index: VNIndex / HNX	973/105

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu 31/05/2019**

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	77.1%
Mizuho Bank Ltd	15%
GIC private limited	2.55%
Cổ đông khác	5.35%

Nguồn: Stoxplus

**Năm 2018**

**Duy trì tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc.** LNST năm 2018 của VCB dẫn đầu ngành ngân hàng với 14,606 tỷ đồng (+60.7% n/n), nhờ gia tăng hiệu quả sử dụng vốn, tối đa hóa lợi nhuận dịch vụ, thu hồi nợ xấu hiệu quả và cải thiện chi phí hoạt động. ROE đạt mức cao nhất trong lịch sử, ở mức 25.5%. Hệ số NIM ghi nhận ở mức 2.8%, tăng 0.3% so với 2.5% năm 2017.

**Hoạt động tín dụng tiếp tục tăng trưởng tốt.** Tổng dư nợ tín dụng tăng 16.3% n/n, vượt trội so với mức trung bình ngành 14% n/n của các ngân hàng niêm yết. Việc mở rộng các khoản vay dài hạn khiến các khoản vay này chiếm gần 38% tổng nợ vay. Các khoản vay trung và dài hạn chiếm khoảng 46% tổng nợ vay vào cuối năm. Tổng tiền gửi tăng +13.2% n/n và tỷ lệ nợ vay trên tiền gửi (LDR) là 79%.

**Cải thiện chất lượng tín dụng.** Chất lượng tài sản ngày càng cải thiện, với tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và tỷ lệ dự phòng LLC cao nhất trong lĩnh vực ngân hàng (0.98% và 165%).

**1Q2019**

**Lợi nhuận tiếp tục bùng nổ.** LNST của VCB đạt 4,707 tỷ đồng, chiếm 32% LNST của VCB trong cả năm 2018 và tăng 34.3% n/n. Thu nhập lãi thuần là 8,499 tỷ đồng, chiếm 72.2% tổng thu nhập hoạt động (11,768 tỷ đồng).

**Áp dụng chuẩn Basel II sớm 1 năm,** VCB có thể sẽ được NHNN cho phép tăng trưởng tín dụng cao hơn. Ngoài ra, **đầu tư vào trái phiếu của TCTD khác cũng là một kênh khả thi nhận được lợi suất cao,** vì một trong những cách mà các ngân hàng khác cải thiện CAR theo yêu cầu Thông tư 41 là phát hành trái phiếu để tăng vốn cấp 2 và phục vụ các yêu cầu tín dụng kinh doanh.

**Thành công tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ trị giá 6,200 tỷ đồng cho GIC (Singapore) và Mizuho Bank.** VCB đã tạo ra nền tảng vốn vững chắc để đáp ứng yêu cầu về an toàn vốn theo Hiệp định Basel II cũng như khẳng định vị thế hàng đầu trong ngành ngân hàng Việt Nam.

Chúng tôi duy trì dự phóng LNTT của VCB là 22,625 tỷ đồng (+23.8% n/n) trong 2019 và 27,405 tỷ đồng (+21.1% n/n) vào 2020. EPS tương ứng sẽ là 4,006 đồng và 4,853 đồng; BVPS là 22,488 đồng và 27,397 đồng cho năm 2019 và 2020.

**Khuyến nghị**

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu VCB vì 5 lý do. (1) Lợi thế do áp dụng Basel II sớm 1 năm; (2) Lợi thế cạnh tranh vốn với các ngân hàng khác trên thị trường; (3) Hoạt động tín dụng liên tục tăng trưởng cùng với việc cải thiện chất lượng tín dụng và chính sách dự phòng nghiêm ngặt; (4) Thu hồi nợ xấu hiệu quả; và (5) Cải thiện chi phí hoạt động. Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu của VCB sẽ đạt **73,794 đồng/cổ phiếu vào cuối năm 2019 và 89,630 đồng/cổ phiếu vào cuối năm 2020.**

**Nguyễn D. B. Ngọc**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1461

ngoc.nd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

## Dự phóng

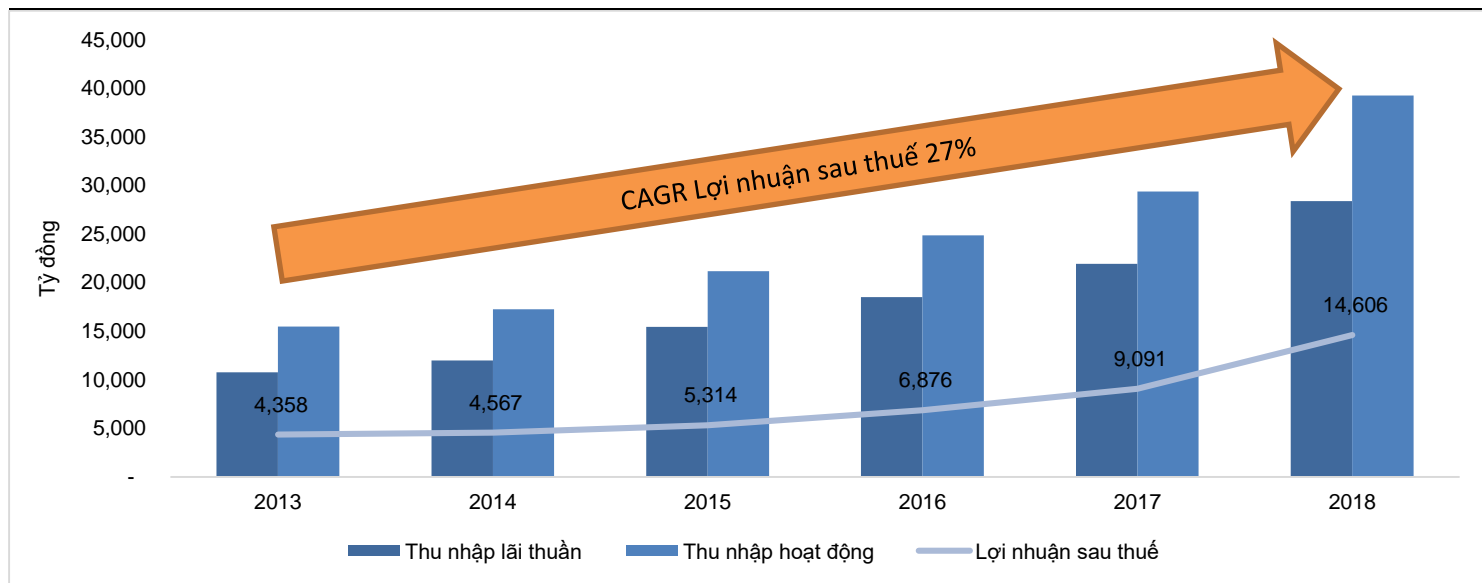
Tỷ đồng	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2018	2019F	2020F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	11,443	11,597	12,347	12,728	13,437	14,353	15,348	16,094	55,864	70,616	83,788
Chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự	5,806	6,349	6,570	6,531	6,637	6,921	7,367	7,595	27,455	34,114	38,544
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>5,637</b>	<b>5,248</b>	<b>5,777</b>	<b>6,197</b>	<b>6,800</b>	<b>7,432</b>	<b>7,981</b>	<b>8,499</b>	<b>28,409</b>	<b>36,502</b>	<b>45,244</b>
% so với thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	49%	45%	47%	49%	51%	52%	52%	53%	51%	52%	54%
Thu nhập ngoài lãi	1,662	2,040	1,752	3,727	2,459	1,983	2,710	3,269	10,870	11,141	12,465
% trên tổng thu nhập hoạt động	23%	28%	23%	38%	27%	21%	25%	28%	28%	23%	22%
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>7,299</b>	<b>7,288</b>	<b>7,529</b>	<b>9,924</b>	<b>9,259</b>	<b>9,414</b>	<b>10,690</b>	<b>11,768</b>	<b>39,278</b>	<b>47,643</b>	<b>57,709</b>
Chi phí QLDN	3,179	3,104	2,434	4,067	3,864	3,986	1,693	4,384	13,611	16,510	19,998
Tỷ lệ chi phí hoạt động - CIR (%)	44%	43%	32%	41%	42%	42%	16%	37%	35%	35%	35%
Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng rủi ro tín dụng	4,119	4,184	5,095	5,857	5,395	5,429	8,997	7,384	25,667	31,133	37,711
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	1,602	1,504	1,692	1,498	1,738	1,762	2,381	1,506	7,398	8,509	10,306
Dự phòng/LN trước dự phòng	39%	36%	33%	26%	32%	32%	26%	20%	29%	27%	27%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,518</b>	<b>2,680</b>	<b>3,403</b>	<b>4,359</b>	<b>3,657</b>	<b>3,666</b>	<b>6,617</b>	<b>5,878</b>	<b>18,269</b>	<b>22,625</b>	<b>27,405</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>2,016</b>	<b>2,144</b>	<b>2,721</b>	<b>3,504</b>	<b>2,927</b>	<b>2,935</b>	<b>5,276</b>	<b>4,707</b>	<b>14,606</b>	<b>18,092</b>	<b>21,917</b>
Tăng trưởng (%)	-9%	6%	27%	29%	-16%	0%	80%	-11%	61%	24%	21%

Nguồn: KIS ước tính

## Định giá

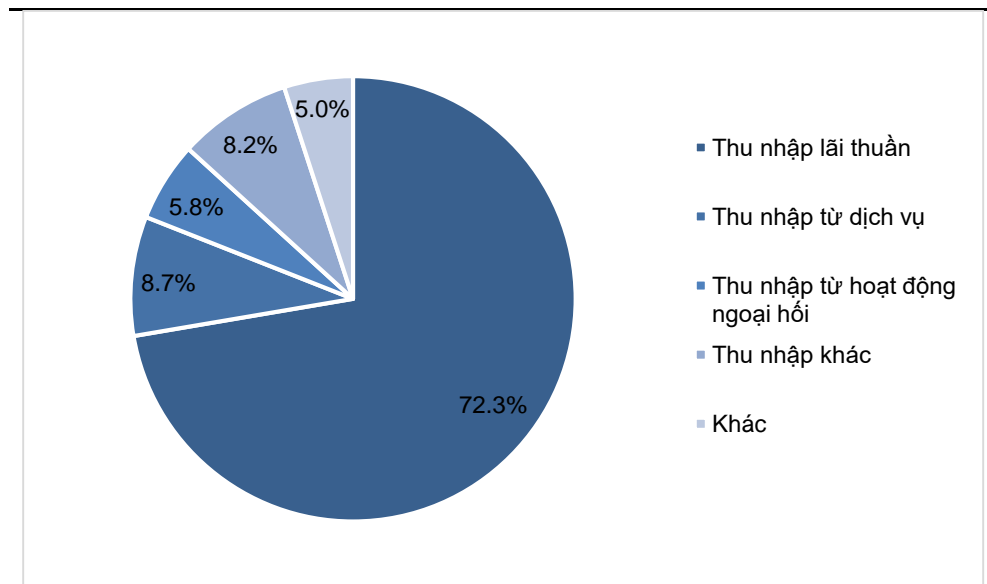
	2019F	2020F	Ghi chú
EPS (VND)	4,006	4,853	
Giá theo P/E	80,124	97,068	20x - P/E TB lịch sử 3 năm gần nhất là 32.3x
BVPS (VND)	22,488	27,397	
Giá theo P/B	67,463	82,192	3x - P/B TB lịch sử 3 năm gần nhất là 4.47x
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>73,794</b>	<b>89,630</b>	
Tỷ lệ tăng giá	11%	35%	
Suất sinh lợi cổ tức	1.2%	1.5%	
<b>Tổng suất sinh lợi</b>	<b>12.2%</b>	<b>36.3%</b>	

Hình 01. Khả năng sinh lời



Nguồn: KIS

Hình 02. Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động năm 2018



Nguồn: KIS

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Thu nhập lãi thuần	18,528	21,938	28,409	36,502	45,244
% tăng trưởng	20%	18%	29%	28%	24%
NIM (%)	2.7%	2.5%	2.8%	3.3%	3.5%
Thu nhập ngoài lãi	6,353	7,469	10,870	11,141	12,465
% trên tổng thu nhập HĐ	26%	25%	28%	23%	22%
Tổng thu nhập hoạt động	24,881	29,406	39,279	47,643	57,709
% tăng trưởng	17%	18%	34%	21%	21%
Chi phí hoạt động	9,939	11,866	13,611	16,510	19,998
Tỷ lệ chi phí hoạt động CIR (%)	40%	40%	35%	35%	35%
LNHĐ trước dự phòng	14,942	17,540	25,668	31,134	37,711
Chi phí dự phòng	6,369	6,198	7,398	8,509	10,306
Lợi nhuận trước thuế	8,573	11,342	18,270	22,625	27,405
% tăng trưởng	26%	32%	61%	24%	21%
Thuế thu nhập DN	1,683	2,231	3,647	4,517	5,471
Lợi nhuận sau thuế	6,890	9,111	14,622	18,108	21,934
% tăng trưởng	29%	32%	60%	24%	21%
Lợi ích CĐ thiểu số	19	20	16	16	16
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>6,871</b>	<b>9,091</b>	<b>14,606</b>	<b>18,092</b>	<b>21,918</b>
Số lượng CP (triệu)	3,598	3,598	3,598	3,709	3,709
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1,520</b>	<b>2,001</b>	<b>3,334</b>	<b>4,006</b>	<b>4,853</b>
Tăng EPS (%)	25%	32%	67%	20%	21%
Cổ tức (VND)	800	800	800	800	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	53%	40%	24%	20%	21%

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019F	2020F
ROAA (%)	0.9%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%
ROEA (%)	14.8%	18.1%	25.5%	24.9%	23.7%
P/E (x)	44	33	20	17	14
P/B (x)	5.0	4.6	3.9	3.0	2.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Dự trữ bắt buộc	17,382	93,616	10,846	39,259	45,148
Cho vay TCTD khác	151,846	232,973	251,228	278,548	320,330
Cho vay khách hàng	460,808	543,434	631,867	726,647	835,644
% tăng trưởng	19%	18%	16%	15%	15%
Tỷ lệ nợ xấu - NPL (%)	1.50%	1.14%	0.98%	0.98%	0.98%
Tỷ lệ dự phòng - LLC (%)	117%	131%	165%	165%	165%
Trái phiếu DN	15,322	14,715	7,931	9,184	10,561
Trái phiếu cho TCTD khác	15,349	17,340	36,728	24,222	27,855
Trái phiếu Chính phủ	104,985	107,329	107,268	133,219	153,201
<b>Tổng tài sản</b>	<b>787,935</b>	<b>1,035,293</b>	<b>1,074,027</b>	<b>1,243,464</b>	<b>1,429,983</b>
% tăng trưởng	17%	31%	4%	16%	15%
Tiền gửi khách hàng	590,451	708,520	801,929	906,180	1,023,983
% tăng trưởng	18%	20%	13%	13%	13%
LDR (%)	78%	77%	79%	80%	82%
Phát hành giấy tờ có giá	10,286	18,215	21,461	24,251	27,404
Vay TCTD khác	72,238	66,942	76,524	86,472	97,714
Các khoản nợ chính phủ và NHNN	54,151	171,408	90,711	102,504	115,829
Các khoản nợ khác	12,662	17,651	21,222	40,569	63,341
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>739,790</b>	<b>982,736</b>	<b>1,011,848</b>	<b>1,159,977</b>	<b>1,328,272</b>
<b>Tổng VCSH</b>	<b>48,146</b>	<b>52,558</b>	<b>62,179</b>	<b>83,487</b>	<b>101,713</b>
VCSH/Tổng TS (%)	6%	5%	6%	7%	7%
Lợi ích CĐ thiểu số	144	89	69	85	102
<b>VCSH</b>	<b>48,002</b>	<b>52,469</b>	<b>62,110</b>	<b>83,402</b>	<b>101,611</b>
% tăng trưởng	7%	9%	18%	34%	22%
CAR (%)	11.1%	11.6%	12.1%	-	-

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

#### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.