

MUA

Giá mục tiêu 2024

103.300 VND

Upside:

18%

Cập nhật:

15/08/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Tín dụng tăng trưởng tích cực hơn và chất lượng tài sản ổn định.

Tiêu cực: Thu ngoài lãi suy giảm so với cùng kỳ.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
TOI	17.470	16.752	70.685
% YoY	9%	-4%	4%
LNTT	9.278	10.116	43.031
% YoY	25%	9%	4%

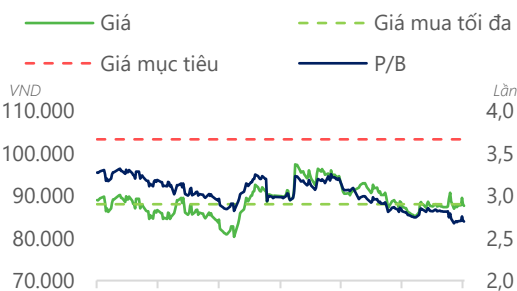
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

VCB là ngân hàng quốc doanh với quy mô tổng tài sản đạt hơn 1,8 triệu tỷ VND, đứng thứ 3 toàn ngành. VCB được biết đến là ngân hàng dẫn đầu ngành của Việt Nam với chất lượng tài sản cũng như khả năng sinh lời hấp dẫn. Tập khách hàng của ngân hàng tập trung vào nhóm cá nhân và các doanh nghiệp FDI.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Ngân hàng
Giá hiện tại:	87.600 VND
Vốn hóa:	489.604 tỷ VND
Số lượng CPLH:	5589,1 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	5.962 VND
P/E:	14,7 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

VCB

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

DSC

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính KQKD năm 2024 của VCB với tổng thu nhập hoạt động đạt 70.685 tỷ (+4,4% YoY) và LNTT đạt 43.031 tỷ (+4,3% YoY).

Mặc dù triển vọng tăng trưởng năm 2024 tương đối chậm, tuy nhiên điều này chủ yếu đến từ yếu tố chung của thị trường thay vì đến từ nội tại của ngân hàng và mức giá hiện tại đã chiết khấu về vùng hấp dẫn trong dài hạn.

DSC xác định giá mục tiêu năm 2024 của VCB là 103.300 VND và khuyến nghị nhà đầu tư có thể giải ngân cổ phiếu ở vùng giá an toàn là 88.000 VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

FDI là thế mạnh và động lực tăng trưởng tín dụng trước khi tín dụng bán lẻ hồi phục

Đứng trước làn sóng FDI, Việt Nam đang trở thành điểm đến hấp dẫn đối với các doanh nghiệp nước ngoài. Với lợi thế của một ngân hàng quốc doanh có thị phần giao dịch ngoại hối và thanh toán quốc tế cao đầu ngành, VCB đã đón đầu được xu hướng này khi là ngân hàng có dư nợ cho vay đối với các doanh nghiệp FDI đạt hơn 100 nghìn tỷ, cao nhất hệ thống và nhóm khách hàng này cũng duy trì được tốc độ tăng trưởng trung bình 5 năm tích cực với 26%/năm, hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng của VCB trong bối cảnh tín dụng bán lẻ suy yếu.

Chất lượng tài sản và khả năng sinh lời hấp dẫn

VCB sở hữu bảng cân đối kế toán lành mạnh cùng với chính sách quản trị rủi ro chặt chẽ giúp ngân hàng duy trì được tỷ lệ nợ xấu thấp (dao động quanh 1%) cùng với bộ đệm dự phòng cao nhất ngành. Nhờ đó mà VCB có khả năng chống chịu tốt hơn nhiều so với các ngân hàng khác trong hệ thống trước bối cảnh nợ xấu diễn biến khó lường.

Mặc dù quy mô lớn đầu ngành nhưng VCB vẫn duy trì được khả năng sinh lời hấp dẫn, với tỷ lệ ROE trung bình 5 năm đạt 25%/năm, vượt trội không chỉ với các ngân hàng trong nước mà còn so với top các ngân hàng lớn nhất khu vực Đông Nam Á.

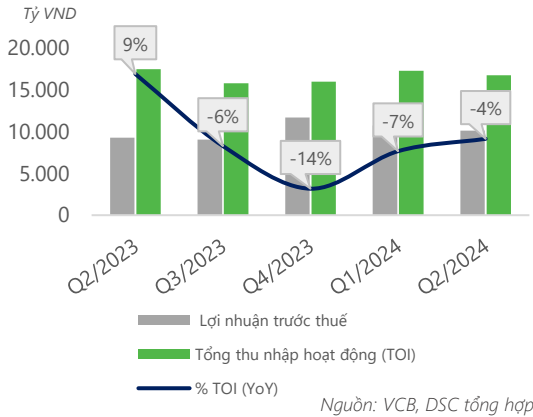
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Kiểm soát tốt chi phí hỗ trợ kết quả HĐKD

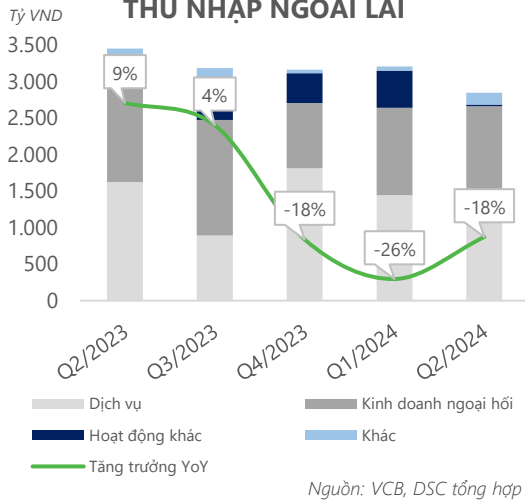
Q2/2024 VCB ghi nhận 16.752 tỷ tổng thu nhập hoạt động (-4% YoY, -3% QoQ) và 10.116 tỷ LNTT (+9% YoY, -6% QoQ). Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 13.908 tỷ (-1% YoY, -1% QoQ). Việc duy trì chính sách giải ngân thận trọng trong suốt đầu năm đã ảnh hưởng đến thu nhập lãi thuần của ngân hàng. Mặc dù tăng trưởng tín dụng tính đến hết Q2/2024 đạt 7,7% YTD, tuy nhiên khả năng phần lớn các khoản vay này được giải ngân trong tháng 6 theo đà tăng trưởng tín dụng chung vì vậy ngân hàng chưa kịp ghi nhận các khoản lãi. Bên cạnh đó, VCB cũng thực hiện giảm 0,5% lãi suất cho vay đối với các khách hàng hiện tại kéo dài từ 1/4/2024 đến hết 30/6/2024 khiến thu nhập lãi thuần suy yếu.

Các hoạt động kinh doanh ngoài lãi cũng tương đối ảm đạm với 2.844 tỷ (-18% YoY, -11% QoQ) khi hầu hết các hoạt động đều suy giảm. Trong đó hoạt động kinh doanh ngoại hối và hoạt động khác giảm lần lượt 22% YoY và 91% YoY là những nguyên nhân chính. Ngược lại, việc quản lý và tiết giảm chi phí hoạt động và chi phí trích lập dự phòng lần lượt ở mức 9% YoY và 40% YoY là động lực giúp lợi nhuận tăng trưởng 9% YoY.

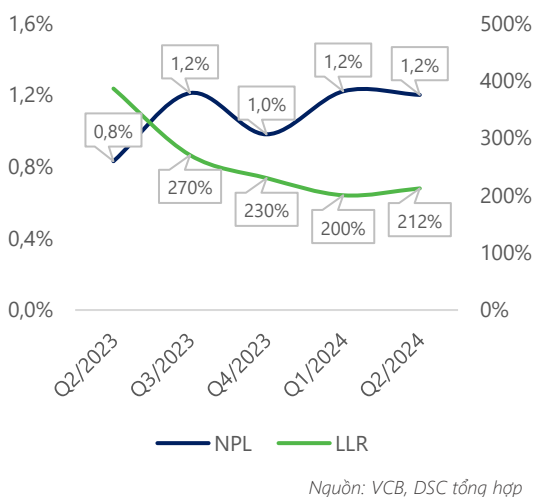
KẾT QUẢ KINH DOANH



THU NHẬP NGOÀI LÃI



CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN



Chất lượng tài sản ổn định so với quý trước

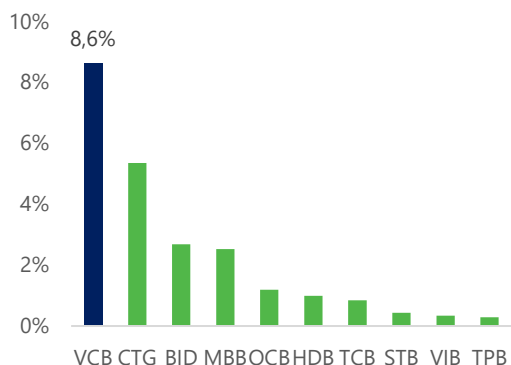
Tỷ lệ nợ xấu tương đối ổn định, ở mức 1,2% so với 1,22% trong quý 1 chủ yếu nhờ ngân hàng đẩy mạnh xử lý nợ xấu bằng dự phòng (quý 1 không xử lý). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng từ 200% lên 212%, giữ vững vị trí top 1 ngành và cách xa ngân hàng thứ 2 là BIDV với 132%.

Tỷ lệ nợ nhóm 2 và các khoản lãi, phí phải thu lần lượt giảm 31% QoQ (mức giảm cao so với các ngân hàng khác) và 13% QoQ giúp giảm áp lực hình thành nợ xấu trong những quý tiếp theo. Với chính sách giải ngân thận trọng, kiểm soát rủi ro chặt chẽ cùng với bộ đệm dự phòng còn nhiều dư địa để xử lý nợ xấu, chúng tôi đánh giá chất lượng tài sản của VCB là lợi thế mà ít ngân hàng nào có được.

LUẬN ĐIỂM 1:

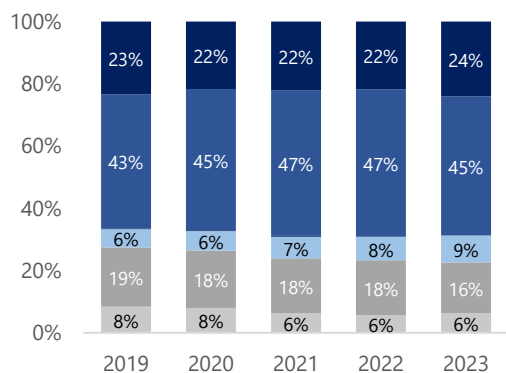
FDI là thế mạnh và động lực tăng trưởng tín dụng

TỶ TRỌNG CHO VAY FDI



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

CƠ CẤU DƯ NỢ CHO VAY KHÁCH HÀNG



Nguồn: VCB, DSC tổng hợp

VCB

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

DSC

Nắm bắt tốt cơ hội từ xu hướng FDI tích cực

Cho vay đối với các doanh nghiệp FDI đang cho thấy sự nổi bật với tốc độ tăng trưởng trung bình 5 năm đạt 26%/năm. Với tiềm lực trong lĩnh vực giao dịch ngoại hối (VCB vốn tiền thân là Sở quản lý ngoại hối Trung ương), vị thế dẫn đầu với khoảng 20% thị phần thanh toán quốc tế và lợi thế lãi suất thấp vốn có của các ngân hàng quốc doanh, VCB có khả năng tiếp cận tốt hơn đối với các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Việc thu hút được các doanh nghiệp FDI không chỉ mang đến cơ hội cấp tín dụng mà còn giúp gia tăng các sản phẩm như quản lý tiền lương, tăng CASA, cung cấp các dịch vụ thanh toán...

Với triển vọng tích cực khi Việt Nam đang trở thành một trong những điểm đến thu hút dòng vốn đầu tư này nhờ xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu và chiến lược "Trung Quốc +1", chúng tôi đánh giá VCB với các lợi thế có sẵn sẽ tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng cao đối với nhóm khách hàng này.

Năm 2024, FDI và các dự án trọng điểm quốc gia hỗ trợ tăng trưởng tín dụng trước khi tín dụng cá nhân hồi phục

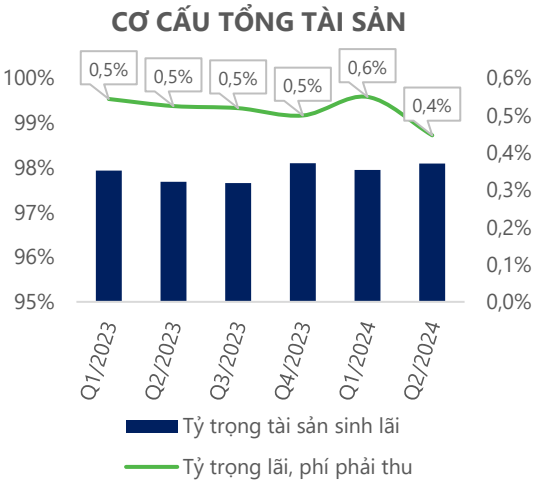
Mặc dù xác định tín dụng bán lẻ là một trong những trụ cột trong dài hạn tuy nhiên do điều kiện thị trường khó khăn, tín dụng bán lẻ chỉ tăng 12% trong năm 2023, thấp hơn tăng trưởng chung toàn nền kinh tế là 14% và thấp hơn tốc độ tăng trưởng trung bình 5 năm là 20%/năm (số liệu dựa trên BCTC các ngân hàng niêm yết) phản ánh thu nhập người tiêu dùng suy yếu. Vì vậy, việc linh hoạt đẩy mạnh tín dụng bán buôn với các doanh nghiệp FDI và tài trợ cho các dự án trọng điểm quốc gia sẽ là động lực tăng trưởng tín dụng của VCB trong năm 2024.

Ngoài ra, việc hạn chế giải ngân đối với nhóm khách hàng bán lẻ trong điều kiện kém thuận lợi cũng giúp ngân hàng quản trị chất lượng tài sản tốt hơn bất chấp biên lãi thuần NIM sẽ chịu ảnh hưởng. Tuy nhiên, tỷ trọng cho vay cá nhân của VCB vẫn cao nhất trong nhóm quốc doanh và bám sát các ngân hàng tư nhân khác nhờ lợi thế về lãi suất cho vay, mạng lưới hoạt động rộng lớn và hạ tầng thanh toán tiện lợi.

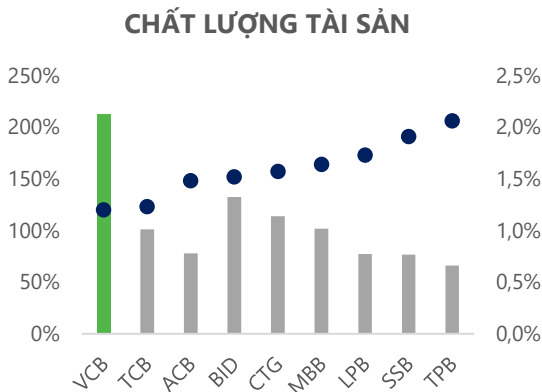
*VCB được lựa chọn là đầu mối thu xếp vốn cho hàng loạt dự án trọng điểm quốc gia bao gồm Dự án Long Thành phần 3 thuộc "Dự án đầu tư xây dựng Cảng HKQT Long Thành - GĐ1" với số vốn thu xếp là 1,8 tỷ USD, các Dự án thành phần của chuỗi dự án điện Lô B - Ô Môn có tổng mức đầu tư là gần 12 tỷ USD...

LUẬN ĐIỂM 2:

Chất lượng tài sản và khả năng sinh lời hấp dẫn



Nguồn: VCB, DSC tổng hợp



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

TOP NGÂN HÀNG LỚN NHẤT ĐÔNG NAM Á

Ngân hàng	TTS (Tỷ \$)	ROE (2023)	Quốc gia
DBS Bank	554	18%	Singapore
OCBC Bank	418	15%	Singapore
United Overseas Bank	376	13%	Singapore
Maybank	215	10%	Malaysia
CIMB	151	11%	Malaysia
Bangkok Bank	130	8%	Thailand
Kasikornbank	124	8%	Thailand
Bank Mandiri	121	23%	Indonesia
Bank Rakyat Indonesia	120	23%	Indonesia
Public Bank Berhad	112	12%	Malaysia
Krung Thai Bank	104	9%	Thailand
BIDV	90	19%	Vietnam
Bank Central Asia	88	22%	Indonesia
Vietinbank	77	17%	Vietnam
BDO Unibank	75	14%	Philippines
Vietcombank	69	22%	Vietnam
Bank Negara Indonesia	66	15%	Indonesia

VCB

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam



Sở hữu bảng cân đối kế toán "sạch"

VCB sở hữu bảng cân đối kế toán với danh mục phân bổ tài sản "lành mạnh". Tỷ trọng tài sản sinh lãi duy trì ổn định quanh 98% trong nhiều năm và tỷ lệ các khoản lãi, phí phải thu chỉ ở mức 0,6%, thấp nhất toàn ngành phản ánh các khoản vay có chất lượng tốt. Bên cạnh đó, tỷ trọng đầu tư TPDN cũng rất thấp chỉ khoảng 0,8% đã giúp ngân hàng vững vàng vượt qua giai đoạn cuối năm 2022 khi thị trường TPDN gặp nhiều biến động.

Nhờ kiểm soát chặt chẽ chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu của VCB luôn duy trì ở mức thấp, dao động từ 0,6% - 0,7% và chỉ bật tăng lên trên 1% trong 2 năm gần đây do khó khăn chung của toàn ngành. Bộ đệm dự phòng dù đã giảm nhiều nhưng vẫn ở mức 212% tính đến Q2/2024, vượt xa các ngân hàng khác và bảo đảm dư địa để xử lý nợ xấu trong trường hợp diễn biến thị trường không thuận lợi. Việc duy trì bộ đệm dự phòng dày cũng giúp ngân hàng tiết giảm được chi phí trích lập trong điều kiện hoạt động kinh doanh suy giảm và hạn chế tác động đến lợi nhuận.

Khả năng sinh lời vượt trội

Không chỉ sở hữu chất lượng tài sản dẫn đầu, VCB cũng cho thấy khả năng sinh lời vượt trội đối với một ngân hàng có quy mô lớn. Ngân hàng thuộc top 18 ngân hàng có quy mô tổng tài sản cao nhất khu vực Đông Nam Á năm 2023 với tỷ suất sinh lời ROE vượt trội. Mặc dù triển vọng tăng trưởng năm 2024 tương đối chậm tuy nhiên chúng tôi đánh giá điều này chủ yếu đến từ yếu tố chung của thị trường thay vì đến từ nội tại của ngân hàng. Với vai trò là một ngân hàng nhà nước, VCB phải duy trì lãi suất thấp kéo dài cũng như thực hiện nhiều chương trình giảm lãi suất (chỉ riêng năm 2023 đã giảm trực tiếp 6.000 tỷ thu nhập lãi thuần). Bên cạnh đó, những thay đổi từ Luật các TCTD cũng có những ảnh hưởng đến lợi thế hiện tại của VCB như hoạt động thu phí dịch vụ UPAS L/C.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá trong ngắn hạn VCB đang trải qua giai đoạn tương đối khó khăn, tuy nhiên trong dài hạn có tiềm năng tăng trưởng bền vững với ROE trung bình 5 năm tới ước đạt 19%/năm nhờ (1) Nhận chuyển giao TCTD yếu kém được NHNN ưu tiên cấp tăng trưởng tín dụng cao hơn, (2) Việc phát triển tệp khách hàng FDI, bán lẻ giúp đạt được NIM tốt hơn cũng như thúc đẩy được tỷ lệ CASA, mở rộng các sản phẩm gia tăng khác và (3) Khả năng duy trì chi phí trích lập thấp nhờ chất lượng tài sản vững chắc.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

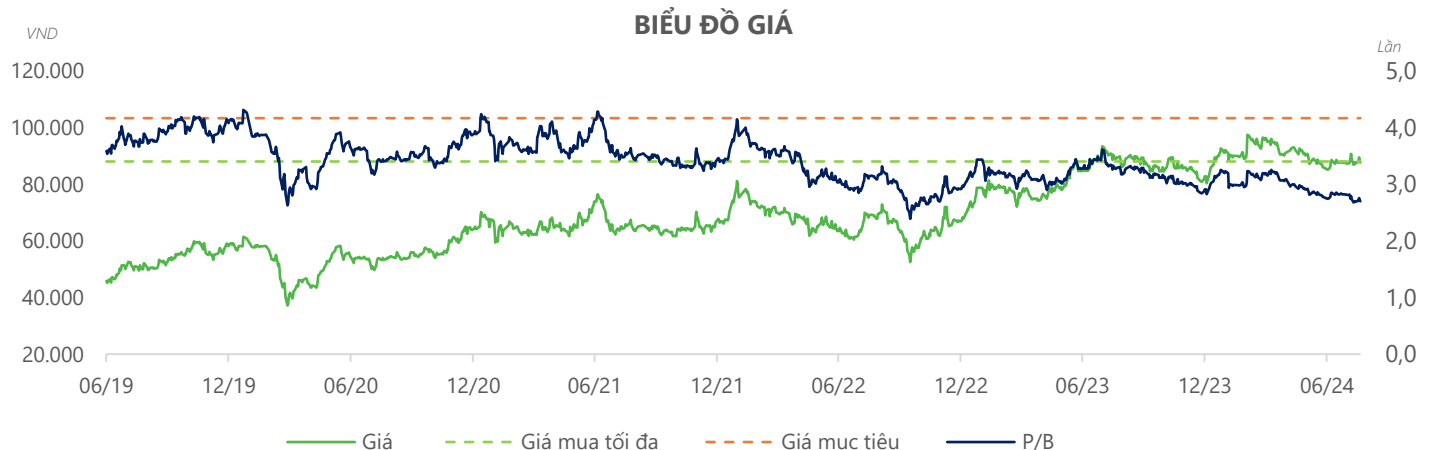
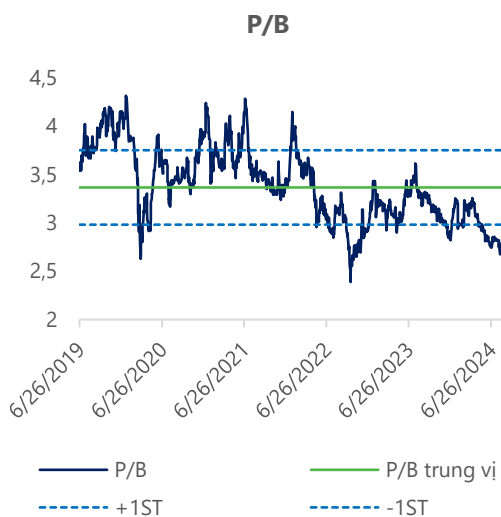
Với tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 13%, NIM giảm nhẹ so với năm trước và tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,1%, DSC dự báo kết quả hoạt động năm 2024 VCB sẽ tăng trưởng chậm lại do áp lực duy trì lãi suất cho vay thấp của một ngân hàng quốc doanh hàng đầu và chính sách giải ngân thận trọng ưu tiên chất lượng tài sản. Cụ thể, DSC dự phóng tổng thu nhập hoạt động đạt 70.685 tỷ (+4,4% YoY) và LNTT đạt 43.031 tỷ (+4,3% YoY).

Định giá

Kết phiên 15/08/2024, VCB đang giao dịch tại vùng P/B là 2,7 lần, thấp hơn nhiều so với trung bình 5 năm của cổ phiếu là 3,4 lần. Chúng tôi đánh giá giá cổ phiếu đã phản ánh những khó khăn hiện tại của ngân hàng và đã chiết khấu về vùng hấp dẫn trong dài hạn.

Lợi nhuận sau thuế của VCB năm 2024 ước đạt 34.425 tỷ, tương ứng BVPS fw là 35.680 VND/cp, tương đương P/B fw là 2,5 lần. Sử dụng P/B mục tiêu cho năm 2024 là 3 lần, thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu phản ánh triển vọng triển vọng năm 2024 tăng trưởng tương đối chậm do chính sách giải ngân thận trọng cùng vai trò giữ lãi suất cho vay ở mức thấp của một ngân hàng đầu ngành thì giá mục tiêu năm 2024 của VCB là 103.300 VND/cp.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
TOI	68.083	67.723	70.685
% TOI (YoY)	20%	-1%	4%
LNTT	37.368	41.244	43.031
% LNTT (YoY)	36%	10%	4%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Đặng Thu Hiền

Chuyên viên Phân tích
hien.dt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn