



Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

198 Trần Quang Khải,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Mã chứng khoán: VCB
Sàn giao dịch: HoSE

Ngành: Hoạt động dịch vụ tài chính

Khuyến nghị: Giữ

Giá mục tiêu: 28,900 VND

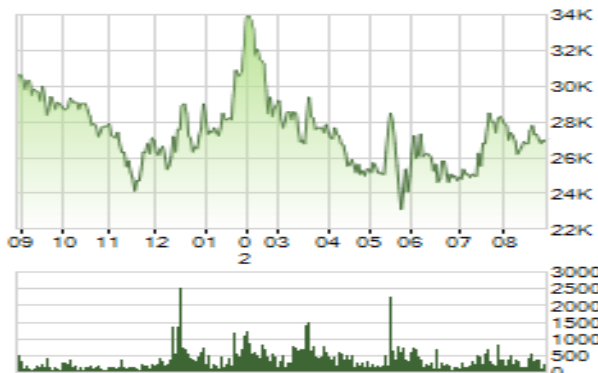
Giá hiện tại (31/08/2011): 27,500VND

Vn Index (31/08/2011): 424.71

| | | | | |
|-----------------------------|--|--|--|------------|
| | | | | |
| BÁN | | | | MUA |
| EPS_2010: 2.703 VND | | | | P/E: 10.03 |
| BVPS (31/12/2010): 13.99VND | | | | P/B: 1.94 |

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Biểu đồ giá cổ phiếu một năm qua



Thông tin cổ phiếu (ngày 31/08/2011)

| | |
|--|---------|
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp) | 1970 |
| Số lượng cổ phiếu giao dịch tự do (triệu cp) | 122.6 |
| Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày | 307,013 |
| Giá cao nhất trong 52 tuần | 38,000 |
| Giá thấp nhất trong 52 tuần | 24,700 |
| Giá trị vốn hóa (tỷ đồng) | 53,381 |
| Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại | 4.43% |

Lĩnh vực kinh doanh chính:

- Huy động và tín dụng
- Hoạt động thanh toán
- Kinh doanh ngoại hối
- Đầu tư tài chính

Chiến lược kinh doanh của ngân hàng:

- * Tiếp tục tập trung mở rộng mạng lưới các kênh phân phối trên toàn quốc.
- * Kiểm soát tăng trưởng tín dụng, nâng cao chất lượng tín dụng, tối ưu hóa hiệu quả sử dụng vốn
- * Nâng cao chất lượng hoạt động dịch vụ, gia tăng nguồn thu từ các hoạt động dịch vụ và hoạt động ngoài lãi
- * Chú trọng quản trị tốt chi phí tài chính, tiết kiệm chi phí sản xuất kinh doanh

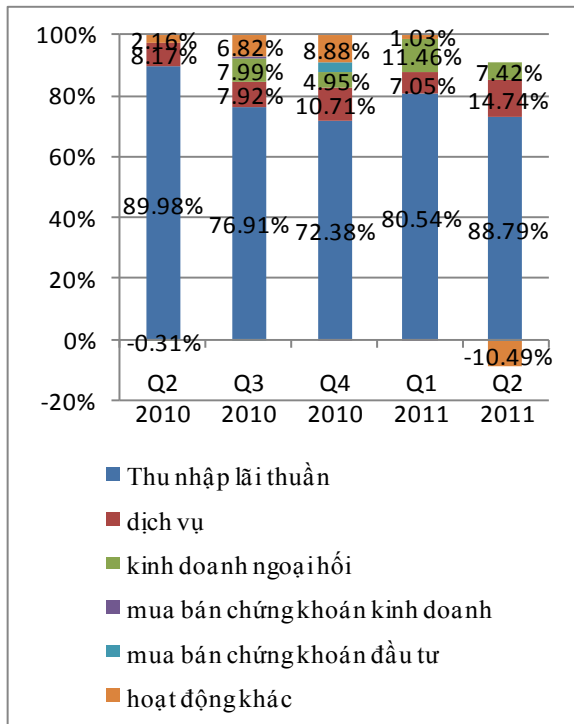
Bối cảnh hiện nay chưa thực sự sáng sủa cho hoạt động của ngành ngân hàng nói chung và Vietcombank nói riêng. Thời gian lãi suất cao và sản xuất đình đốn kéo dài có khả năng sẽ khiến doanh nghiệp khó trả nợ hơn dẫn tới việc nợ xấu tăng cao là điều chúng tôi lo ngại. Tuy nhiên, về lâu dài, Vietcombank vẫn là một trong số các ngân hàng hàng đầu Việt Nam về cả quy mô lẫn chất lượng dịch vụ với khả năng tăng trưởng tương đối tốt.

| Khoản mục | Đơn vị | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Tổng tài sản | Triệu đồng | 271,331 | 436,851 | 644,979 |
| Vốn chủ sở hữu | Triệu đồng | 102,394 | 121,608 | 322,539 |
| Thu nhập lãi thuần | Triệu đồng | 6,623,636 | 6,498,666 | 8,188,413 |
| Lợi nhuận trước thuế | Triệu đồng | 3,324,460 | 5,004,374 | 5,479,183 |
| Lợi nhuận sau thuế | Triệu đồng | 2,520,214 | 3,921,355 | 4,214,544 |
| Dư nợ/ Huy động | Lần | 71.81 | 83.76 | 86.35 |
| ROA | % | 1.20 | 1.64 | 1.50 |
| ROE | % | 18.45 | 25.71 | 22.55 |

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tỷ trọng lợi nhuận qua các quý



Nguồn: website TVSI

Tình hình thực hiện kết quả kinh doanh

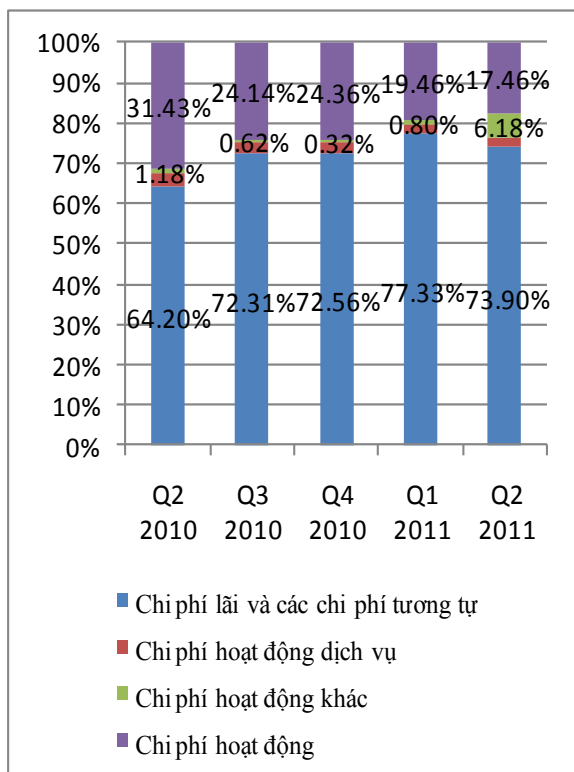
Theo số liệu được công bố thì đến hết quý II năm 2011, Vietcombank đã hoàn thành 56.7% so với kế hoạch lợi nhuận trước thuế cả năm là 5650 tỉ đồng. Tuy nhiên, mức kế hoạch lợi nhuận chỉ tăng 3.1% được thông qua trong đại hội cổ đông thường niên năm 2011 được giới đầu tư đánh giá là khá khiêm tốn, đặc biệt so với mức tăng trưởng của VCB các năm vừa qua. Tổng giám đốc VCB đã thừa nhận đó là một kế hoạch không cao, tuy nhiên ban lãnh đạo ngân hàng đã nghiên cứu kỹ lưỡng tình hình và triển vọng vĩ mô và đặt ra mục tiêu vừa phải trong bối cảnh Việt Nam đang phải đẩy mạnh các biện pháp để kiềm chế lạm phát. Với mức kế hoạch thận trọng và tình hình kinh doanh tương đối khả quan trong thời gian vừa qua, chúng tôi cho rằng khả năng VCB hoàn thành kế hoạch đã đặt ra cho cả năm 2011 là tương đối cao.

Cơ cấu lợi nhuận và chi phí

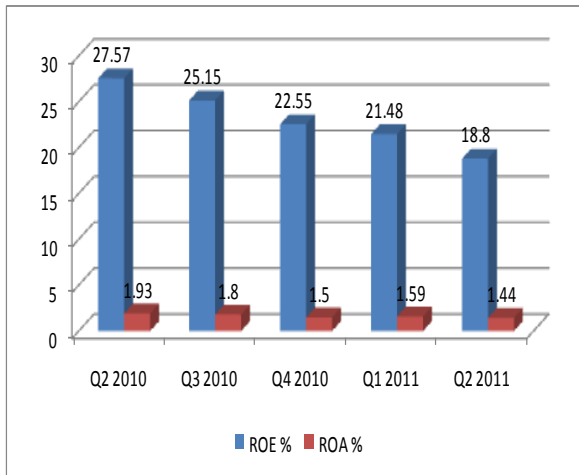
Lợi nhuận của ngân hàng vẫn chủ yếu đến từ thu nhập lãi thuần, có chênh lệch qua các quý song đều xấp xỉ ở mức trung bình 80%. Mặc dù trong một thời gian trở lại đây, ngân hàng đã có nỗ lực trong việc giảm tỷ trọng lợi nhuận từ mảng này và cải thiện tỉ trọng lợi nhuận từ mảng dịch vụ nhằm đa dạng hóa hoạt động, tránh rủi ro khi lãi suất biến động lớn theo chiều hướng bất lợi. Bên cạnh thu nhập lãi thuần, mảng dịch vụ và kinh doanh ngoại hối và vàng cũng đóng góp tỷ trọng đáng kể, trong khi mảng mua bán chứng khoán gần như không đóng góp gì nhiều trong bức tranh lợi nhuận của ngân hàng VCB.

Chi phí lãi và chi phí hoạt động như thường lệ vẫn là hai khoản mục chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí. Chi phí lãi liên tục tăng trong các quý trở lại đây cho thấy sức ép của lãi suất huy động trong việc thu hút vốn của ngân hàng. Đáng mừng là tỷ lệ chi phí hoạt động trong những quý vừa qua liên tục đi theo xu hướng giảm, cho thấy những kết quả đáng khích lệ của Vietcombank trong việc tinh gọn bộ máy, cắt giảm chi phí hoạt động trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng nói riêng.

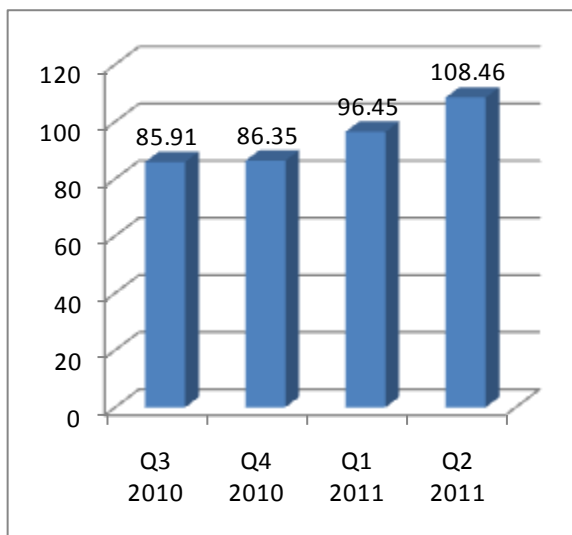
Tỷ trọng chi phí qua các quý



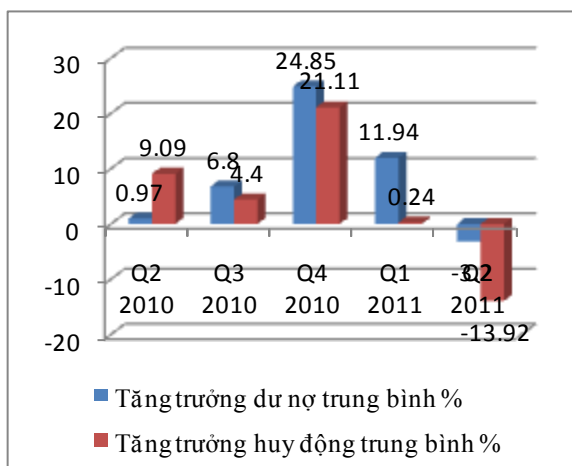
Nguồn: website TVSI

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**ROE/ROA**

Nguồn: BCTC VCB

Tỷ lệ Dự nợ/ Huy động (%)

Nguồn: website TVSI

Tăng trưởng ngân hàng

Nguồn: TVSI tổng hợp

Khả năng sinh lời

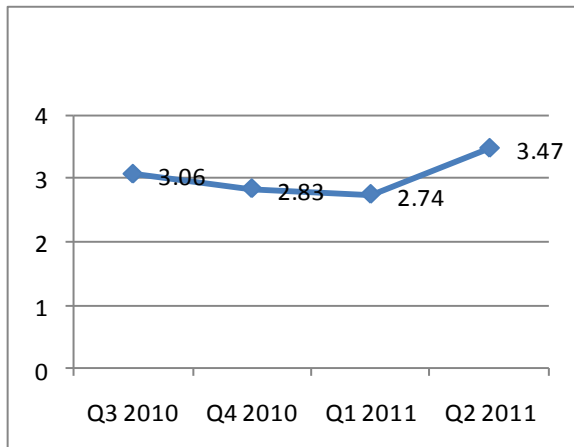
Nhìn vào số liệu thống kê, có thể thấy ROE của VCB liên tục giảm trong các quý vừa qua. Trong quý 2 và quý 3 năm 2010, ROE vẫn đứng ở mức cao trên 25%, song các quý trở lại đây ROE đã giảm liên tục và đặc biệt số liệu mới nhất cho đến quý II cho thấy ROE đã xuống dưới mức 20%. Tuy số liệu này cho thấy kết quả không thực sự khả quan, song chúng tôi cho rằng kết quả này bị ảnh hưởng tương đối lớn bởi yếu tố thị trường và ROE của VCB trong bối cảnh chung của toàn ngành ngân hàng là vẫn tương đối tốt (trung bình ROE ngành ở mức 14.9%, nguồn: StoxPlus)

Khả năng thanh khoản

Tỷ lệ Dự nợ/ Huy động của một ngân hàng thể hiện phần nào khả năng thanh khoản của ngân hàng đó có được kiểm soát tốt hay không, đồng thời cũng thể hiện xu hướng của ban lãnh đạo trong việc giữ thanh khoản của ngân hàng ở mức độ cao hay thấp. Thông thường, vốn huy động từ thị trường một của một ngân hàng sẽ có phần lớn được mang đi cho vay và đầu tư, phần còn lại là tỷ lệ dự trữ để đảm bảo thanh khoản dưới dạng tiền mặt, tiền gửi và cho vay tại ngân hàng nhà nước và tại các tổ chức tín dụng khác. Trong báo cáo trước phân tích Vietcombank trước đây, chúng tôi nhận thấy ban lãnh đạo VCB tương đối thận trọng và chấp nhận đánh đổi lợi nhuận để giữ nhiều tài sản thanh khoản hơn nhằm đảm bảo khả năng thanh khoản cho ngân hàng. Tuy nhiên, nếu nhìn vào tỷ lệ Dự nợ/ Huy động trong 5 quý trở lại đây, có thể thấy Vietcombank đã tăng dần tỷ lệ cho vay, đồng nghĩa với việc khả năng thanh khoản có phần giảm sút. Một trong số các lý do có thể thấy được là tốc độ tăng trưởng dự nợ trong vòng một năm trở lại đây đều cao hơn tốc độ tăng trưởng huy động. Nói một cách khác, khả năng huy động của VCB có phần giảm sút. Điều này cũng phần nào có thể lý giải được qua bối cảnh thị trường lãi suất huy động trong vòng một năm vừa qua. Mặc dù đã có mức trần lãi suất huy động là 14%, song nhiều ngân hàng đã vượt rào và đẩy lãi suất lên cao là một trong số các lý do khiến VCB khó khăn hơn trong việc huy động. Song điều này cũng hàm ý rằng, trong thời điểm hiện tại khi mà lãi suất huy động đã có dấu hiệu giảm nhiệt thì khả năng huy động của VCB sẽ được cải thiện khá đáng kể trong thời gian tới.

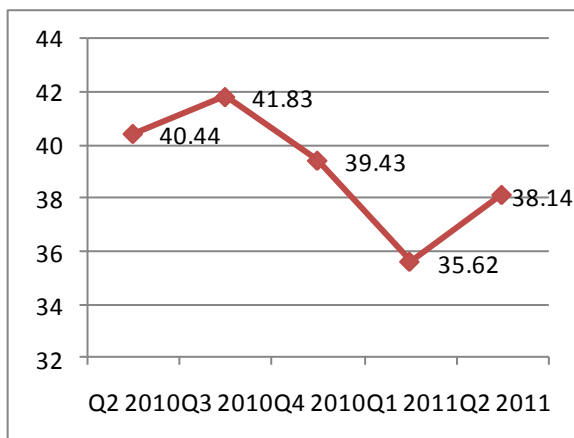
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ lệ nợ quá hạn (%)



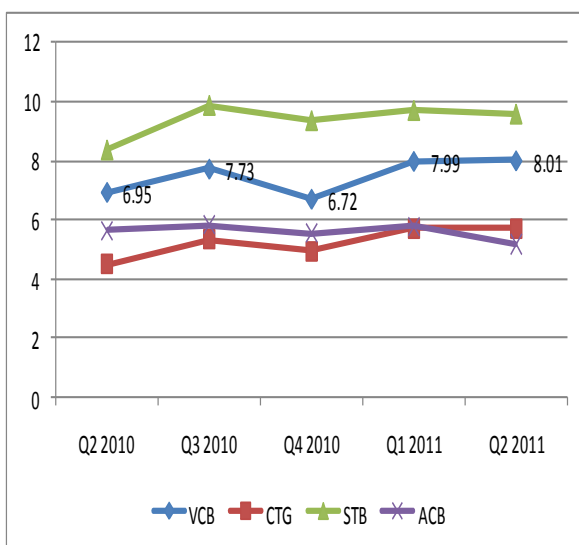
Nguồn: website TVSI

Tỷ lệ Chi phí hoạt động/ Tổng thu nhập



Nguồn: website TVSI

Tỷ lệ VCSH/ TTS (%)



Nguồn: TVSI tổng hợp

Chất lượng tài sản

Như chúng tôi đã từng phân tích trong báo cáo trước đây, tỉ lệ nợ quá hạn của VCB tương đối cao so với các ngân hàng khác. Vietcombank luôn cố gắng đặt mục tiêu giữ tỉ lệ này không quá 3% (ngưỡng yêu cầu của NHNN) song tỉ lệ này trong quý II đã lên tới 3.47%. Điều này phần nào được thể hiện qua việc chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong quý II và lũy kế từ đầu năm đều tăng mạnh so với cùng kỳ và làm lợi nhuận quý II giảm nhẹ. Giai đoạn tới đây nhiều khả năng tỉ lệ nợ xấu chung của toàn ngành ngân hàng sẽ còn tăng cao hơn nữa do hệ lụy của việc lãi suất cho vay quá cao và hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn dẫn tới việc mất khả năng trả nợ.

Khả năng quản trị

Theo như đánh giá trong phần xem xét cơ cấu chi phí của Vietcombank ở trên, chúng tôi nhận thấy những nỗ lực của ban lãnh đạo Vietcombank trong việc giảm chi phí hoạt động và vận hành hệ thống đã phần nào có kết quả, song vẫn chưa thực sự đáng kể. Tỷ lệ Chi phí hoạt động / tổng thu nhập của VCB cho thấy phần nào xu hướng tốt lên của VCB song để cải thiện hơn nữa thì vẫn cần rất nhiều nỗ lực.

An toàn vốn

Mức độ an toàn vốn được chúng tôi xem xét thông qua chỉ tiêu Vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản. Vốn chủ sở hữu là bước đệm cuối cùng khi tài sản của ngân hàng gặp rủi ro, tỉ lệ này càng cao chứng tỏ mức độ an toàn vốn của ngân hàng càng cao đồng thời cũng thể hiện mức độ thận trọng trong chiến lược của ngân hàng đó. So với các ngân hàng niêm yết khác, Vietcombank giữ tỉ lệ này ở mức tương đối cao và gần như không có nhiều thay đổi đáng kể trong vòng một năm trở lại đây. Vietcombank là một trong số các ngân hàng có quy mô lớn nhất Việt Nam, với tổng vốn chủ sở hữu lên tới 27 nghìn tỷ đồng và vẫn đang trong lộ trình tăng vốn. Việc Vietcombank đang đàm phán bán 20% cổ phần cho đối tác chiến lược nước ngoài Mizuho được chúng tôi kỳ vọng sẽ cải thiện hơn nữa mức độ an toàn vốn của VCB, đồng thời trong một vài năm tới, sự tham gia điều hành và chuyển giao công nghệ và khả năng quản lý sẽ góp phần tăng cường khả năng quản trị cũng như năng lực cạnh tranh của VCB

PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

| Mã CK | Sàn | Giá | EPS | P/E |
|----------------------------|-----|------|------|------|
| <u>ACB</u> | HNX | 20.9 | 2.9 | 7.1 |
| <u>CTG</u> | HSX | 25.9 | 2 | 12.7 |
| <u>STB</u> | HSX | 14.1 | 1.9 | 7.6 |
| <u>EIB</u> | HSX | 15.2 | 2 | 7.4 |
| <u>HBB</u> | HNX | 7.2 | 2 | 3.6 |
| <u>VCB</u> | HSX | 27.5 | 2.89 | 9.37 |
| <u>NVB</u> | HNX | 8.4 | 1.6 | 5.3 |
| <u>PVF</u> | HSX | 13.2 | 1.1 | 12.5 |
| <u>SHB</u> | HNX | 7.2 | 2 | 3.7 |

Để xem xét nhanh giá trị tương đối của VCB so với các ngân hàng niêm yết khác trên sàn, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tương đối thông qua so sánh P/E. Chúng tôi thực hiện bằng cách lấy dữ liệu về của các mã chứng khoán thuộc ngành ngân hàng, sau đó tiến hành phân loại về quy mô thông qua tổng tài sản, giá trị vốn hóa. Theo đó, lựa chọn ra những mã có mức độ tương đồng nhất định với VCB gồm có ACB, CTG, STB và PVF để lấy P/E trung bình.

P/E trung bình toàn ngành hiện đang ở mức 7.69x, song P/E trung bình của nhóm so sánh tương đương với cổ phiếu VCB đạt mức 9.85x. Chúng tôi đánh giá và điều chỉnh P/E của cổ phiếu VCB lên mức 10x dựa trên quy mô vốn lớn so với nhóm so sánh, đồng thời kỳ vọng việc ký kết bán cổ phần thành công cho cổ đông chiến lược sẽ tạo một cú hích và nâng cao giá trị của Vietcombank trong cả ngắn hạn lẫn dài hạn.

Như vậy, với mức kỳ vọng P/E nêu trên, chúng tôi định giá tương đối cổ phiếu VCB ở mức 28,900VND, cao hơn khoảng 6% so với mức giá hiện nay. Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu VCB từ Bán sang Giữ.



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng:

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Hà Việt Hà

Email: havh@tvs.com.vn

Thang đo khuyến nghị (*)

| | | |
|--|---------------|------------------------|
| | Dưới -30% | Bán với khối lượng lớn |
| | -10% đến -30% | Nên bán |
| | -10% đến 10% | Cầm giữ |
| | 10% đến 30% | Nên mua |
| | Trên 30% | Mua với khối lượng lớn |

(*) Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- [Tin tức](#)

Thông tin cập nhật trên Trung tâm phân tích

Bản tin chứng khoán hằng ngày

- [Báo cáo phân tích](#)

Báo cáo phân tích công ty

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo Chiến lược đầu tư

- [Báo cáo thống kê](#)

Thống kê giao dịch cuối ngày

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- [Hội thảo](#)

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở chính:

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

Website: www.tvs.com.vn

ĐT: (04) 37280921

Email: contact@tvs.com.vn

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm, HN

23 Phan Chu Trinh, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung, Tp. Đà Nẵng

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

Chi nhánh Nha Trang

Số 78 đường Lý Thánh Tôn, Tp. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

ĐT: (058) 3816 868 /3815 666

Fax: (058) 3828 279

Chi nhánh Vĩnh Long

11-11A,B,C Phạm Thái Bường, TX. Vĩnh Long,

ĐT: 070 3853 533

Fax: 070 3853 535

Chi nhánh Mỹ Đình, HN

58 Trần Thái Tông, Cầu Giấy

ĐT: (04) 3792 5181/37925183

Fax: (04) 3792 5180