

04 /04/ 2012



Pham Thuy Duong
Analyst
duong.phamthuy@vcsc.com.vn
+84 8 3914 3588, ext 130

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu **30.000**
TL tăng giá **3,8%**

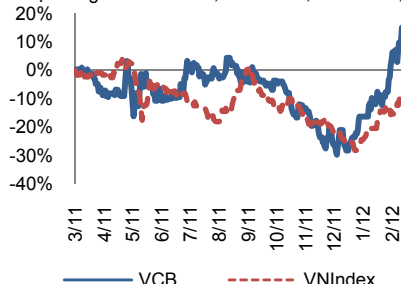
Ngân hàng

Các chỉ số chính

Giá ngày 4/4/ 2012	28.900
Giá mục tiêu	30.000
TL tăng so với giá mục tiêu	3,8%
Mức thấp nhất 52 tuần	18.583
Mức cao nhất 52 tuần	30.400
KLGD bình quân 30 ngày	785.819
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.317
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	66.973
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	3.220
TL sở hữu nước ngoài	12%

Định giá	2010	2011	2012F
EPS (cơ bản)	2.564	2.461	2.952
Tăng trưởng EPS	-23,0%	-4,0%	20,0%
P/E (thị giá)	11,6	12,1	10,1
P/B (thị giá)	2,0	1,6	1,4
ROAE	16,9%	14,5%	15,0%
ROAA	1,3%	1,3%	1,5%
PP-ROAA	2,7%	2,4%	2,5%
NPL	2,0%	2,7%	2,7%
CAR	11,0%	14,7%	13,5%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	14,9%	15,7%	12,0%
Giá trị tương đối %	8,5%	23,0%	20,1%



Cơ cấu sở hữu

NHNN	62,1%
Mizuho	15,0%
NDT tổ chức	11,6%
NDT cá nhân	11,3%

Cập nhật ĐHCĐ và đi thăm Ngân hàng VCB

Kết quả 2011 – Trong năm 2011, VCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế 5.697 tỷ đồng (+2,3% so với năm ngoái). Hoạt động kinh doanh chính duy trì mức tăng trưởng vững chắc gồm: thu nhập lãi ròng (+52,2%), doanh thu từ phí & dịch vụ (+6,7%), kinh doanh ngoại hối (+110%), và đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết (+104%). Tuy nhiên, dự phòng năm 2011 tăng 151% do dùng nguồn dự phòng để xử lý nợ xấu 3.800 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu được cải thiện từ 2,9% trong năm 2010 xuống còn 2,0% là một kết quả tích cực. Tổng tài sản đạt 367 nghìn tỷ đồng (+19,2% so với năm ngoái) và tín dụng tăng lên 209 nghìn tỷ đồng (+18,4%). Tiền gửi khách hàng đạt 242 nghìn tỷ đồng (+16%, vượt mức trung bình ngành). CAR của VCB là 11,13%, vẫn tương đối cao hơn so với mức quy định là 9%.

Mục tiêu 2012- VCB đặt mục tiêu tăng trưởng tài sản 18% với tăng trưởng tín dụng 17% (mức tối đa cho ngân hàng nhóm 1). Tăng trưởng tiền gửi dự kiến sẽ cao hơn năm 2011 với tỷ lệ 18%. Tỷ lệ nợ xấu được duy trì dưới 2,8%. Ngân hàng đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế là 6.550 tỷ đồng (+15%). Chúng tôi tin rằng đây là kịch bản cơ bản và VCB rất có khả năng hoàn thành mục tiêu này. Cổ tức tiền mặt dự kiến cho 2012 sẽ không dưới 1.200đ/cp (12% trên mệnh giá), tương đương suất sinh lợi cổ tức 4% theo giá thị trường hiện nay.

ĐHCĐ thông qua kế hoạch phát hành 1 tỷ USD trái phiếu quốc tế - VCB đã đề trình ĐHCĐ thông qua kế hoạch này nhưng chưa xác định chi tiết thời gian phát hành. Chúng tôi cho rằng việc phát hành trái phiếu ngoại tệ của VCB không phải là vấn đề gấp gáp vì nguồn cung ngoại tệ của VCB khá ổn định và VCB có nguồn vốn chủ sở hữu vững chắc.

Các hoạt động khác trong năm 2012 – VCB dự kiến mở thêm 81 chi nhánh và phòng giao dịch để gia tăng mạng lưới hoạt động lên 461 địa điểm. Tỷ lệ nhân viên mới trong năm 2012 sẽ được giới hạn dưới 12% lực lượng nhân sự hiện tại. VCB đã được cổ đông chấp thuận thành lập ba công ty con mới: 1 công ty quản lý tài sản, 1 công ty chuyển tiền và 1 công ty tài chính tiêu dùng.

Cập nhật quý 1/2012 - Tiền gửi khách hàng giảm 3% chủ yếu do các doanh nghiệp rút tiền trong khi tiền gửi cá nhân tăng 5%. Cơ cấu huy động cũng có sự cải thiện về tiền gửi VND trong khi tiền gửi USD giảm do trần lãi suất huy động USD thấp. Tăng trưởng tín dụng giảm 1,7% chủ yếu do khách hàng trả nợ trước hạn.

Trong quý 1, tỷ lệ nợ xấu vẫn nằm trong sự giám sát của ngân hàng, chiếm khoảng 2,7-2,8% tổng dư nợ. VCB cho biết thêm, hầu hết các khoản nợ xấu nằm trong ngành bất động sản và ngành thép và các khoản nợ cần chú ý (nhóm 2) chiếm 19-20% tổng dư nợ.

Ngoài ra, VCB cũng thông tin rằng 11.819 tỷ đồng từ đối tác chiến lược Mizuho sẽ giúp cải thiện CAR của ngân hàng lên hơn 14% vào cuối năm nay. VCB ước tính lợi nhuận trước dự phòng pro-forma khoảng 2.300 tỷ đồng cho quý 1/2012, tương đương quý 1/2011. Tất nhiên vẫn chưa rõ dự phòng cho năm nay sẽ là bao nhiêu nhưng chúng tôi cho rằng sẽ ít hơn năm ngoái.

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NĂM GIỮ** và giá mục tiêu là 30.000đ/cp.

NH TMCP Ngoại thương VN (HSX:VCB)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

NH TMCP Ngoại thương VN (HSX:VCB)

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.