

# NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG

LỢI NHUẬN 2012 DUY TRÌ MỨC TĂNG TRƯỞNG ẨM TƯỢNG

Báo cáo cập nhật **Q2/2012**

10/7/2012

## NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

**Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2012.** Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của VCB trong quý 2/2012 lần lượt đạt 7.207 và 1.946 tỷ đồng, tăng 75,6% và 44,4% so với quý 1/2012.

❑ **Thu nhập lãi.** Với 3 lần điều chỉnh giảm lãi suất trong Quý 2/2012, thu nhập lãi của VCB có một số chuyển biến tích cực so với quý 1/2012. Chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của VCB trong quý 2/2012 sẽ tăng mạnh, vào khoảng 71,2% so với quý 1/2012 đạt 5.650 tỷ đồng.

❑ **Thu nhập ngoài lãi.** VCB vốn có thế mạnh về mảng kinh doanh dịch vụ, với thị phần hàng đầu trong các mảng thanh toán XNK, kinh doanh thẻ... Trong quý 2/2012, thu nhập từ những mảng này vẫn tăng trưởng tốt. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ ước tính khoảng 619 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 265% so với quý 1/2012. Kinh doanh ngoại hối tiếp tục duy trì sự ổn định trong quý II, với doanh thu ước đạt 603 tỷ đồng, tăng trưởng 70,9% so với quý 1/2012. Tổng thu nhập phi lãi ước đạt 1.557 tỷ đồng.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh 131,5%, ước tính khoảng 2.205 tỷ đồng, chủ yếu là do NPL tính đến thời điểm cuối quý 2/2012 đã tăng đến 4% từ mức 2,9% của quý 1/2012.

**Triển vọng 2012.** Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2012 lần lượt đạt 19.769 và 5.433 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 33% và 29% với kỳ vọng về môi trường kinh doanh và tình hình kinh tế vĩ mô được cải thiện hơn trong 2 quý cuối năm.

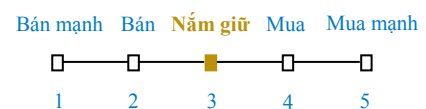
**Khuyến nghị đầu tư.** Trong ngắn hạn, VCB tiếp tục giữ mức tăng trưởng ổn định nhờ lợi thế về vốn, tăng trưởng kinh doanh dịch vụ và kinh doanh thẻ. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng sự hợp tác của Mizuho với VCB sẽ giúp VCB cải thiện hiệu quả hoạt động, thông qua tăng cường xử lý nợ xấu, quản lý chi phí hoạt động. Đặc biệt, sự hợp tác với Mizuho sẽ mở rộng khả năng phát triển mảng ngân hàng bán lẻ của VCB. Tuy nhiên, nợ xấu hiện là một trong những thách thức lớn của VCB. Do vậy, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu VCB, mức giá mục tiêu là **32.000 đồng/cổ phần**.

### Một số chỉ tiêu dự báo của VCB

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q2/2011	Q2/2012F
Tổng thu nhập hoạt động (triệu VND)	11.524.806	14.870.798	19.769.190	3.076.716	7.207.066
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	8.195.264	12.421.680	15.146.715	2.687.089	5.649.621
Thu nhập ngoài lãi (triệu VND)	3.329.542	2.449.118	4.622.475	389.627	1.557.446
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	4.214.544	4.196.838	5.432.862	992.556	1.945.578
EPS (VND)	3.187	2.131	2.344	564	840
P/E (x)	8,82	13,19	11,99	49,79	33,47
P/B (x)	1,79	1,92	1,55	2,08	1,89
ROA (%)	2%	1%	1%	0%	1%
ROE (%)	23%	17%	15%	4%	4%

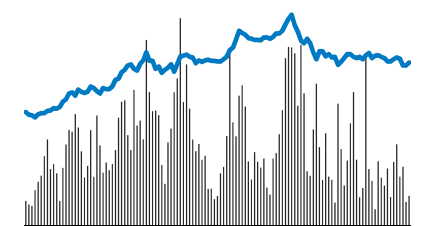
## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	32.000 VND
Giá thị trường (10/7/2012)	27.800 VND
Khoảng giá 52 tuần	19.400 - 37.000
Khuyến nghị	<b>NẮM GIỮ</b>
Triển vọng 1 quý	↗ Tăng nhẹ
Triển vọng 1 năm	↗ Tăng nhẹ
Triển vọng dài hạn	↗ Tăng nhẹ



\* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VCB	43.5%	-0.3%	-1.0%	47.8%
VN-Index	18.2%	-1.7%	-7.0%	21.4%

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	<b>VCB</b>
Reuters	VCB.HM
Bloomberg	VCB VM
Sàn giao dịch	HOSE
Ngành	Tài chính
Lĩnh vực	Ngân hàng
Vốn hóa	64.424,19 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.317.417.076 CP
KLGD bình quân 10 ngày	374.422 CP

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Thu Hà**

(84 4) 3928 8080 ext 614

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

## THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	77,11%
Sở hữu nước ngoài	15,00%
Sở hữu khác	7,89%

## THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	12%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,32%

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

### Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tổng thu nhập hoạt động	9.287	11.525	14.871	19.769	22.342
Chi phí hoạt động	3.494	4.544	5.700	7.908	8.937
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	5.793	6.980	9.171	11.862	13.405
Dự phòng rủi ro tín dụng	789	1.501	3.474	4.618	4.468
Lợi nhuận sau thuế	3.921	4.215	4.197	5.433	6.703

### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền, vàng bạc, đá quý	4.485	5.233	5.394	4.291	4.870
Tiền gửi tại NHNN	25.175	8.240	10.617	16.304	18.504
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	47.457	79.654	105.005	80.427	74.843
Cho vay khách hàng	136.996	171.125	204.089	240.256	288.617
Chứng khoán đầu tư	32.635	32.811	29.457	68.050	77.230
<b>Tổng tài sản có</b>	<b>255.496</b>	<b>307.496</b>	<b>366.722</b>	<b>429.065</b>	<b>486.951</b>
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	22.578	10.077	38.866	5.363	6.087
Tiền gửi và vay các TCTD khác	38.836	59.536	47.962	39.794	43.188
Tiền gửi của khách hàng	169.072	204.756	227.017	265.610	292.171
Phát hành giấy tờ có giá	386	3.564	2.071	9.139	10.372
Vốn chủ sở hữu	16.710	20.669	28.639	41.644	44.852
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>255.496</b>	<b>307.496</b>	<b>366.722</b>	<b>429.065</b>	<b>486.951</b>

### Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng tín dụng (%)	26%	25%	18%	17%	20%
Tăng trưởng huy động (%)	8%	21%	11%	17%	10%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
NIM (%)	3%	3%	4%	4%	4%
ROE (%)	26%	23%	17%	15%	15%
<b>Chỉ tiêu chất lượng tài sản</b>					
NPL (%)	2,5%	2,8%	0,75%	n/a	n/a
Dự phòng/Tổng dư nợ	3%	3%	3%	2%	2%
<b>Chỉ tiêu thanh khoản</b>					
Cho vay/Tổng tài sản	55%	58%	57%	57%	60%
Cho vay/Huy động	84%	86%	92%	92%	101%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	3.241	3.187	2.131	2.344	2.410
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.900	15.721	14.612	18.136	16.286

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2012

**Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2012.** Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của VCB trong quý 2/2012 lần lượt đạt 7.207 và 1.946 tỷ đồng, tăng 75,6% và 44,4% so với quý 1/2012.

□ **Thu nhập lãi.** Với 3 lần điều chỉnh giảm lãi suất trong Quý 2/2012, thu nhập lãi của VCB có một số chuyển biến tích cực so với quý 1/2012. Thứ nhất, với trần lãi suất huy động còn 9%/năm và lãi suất cho vay ngắn hạn VND tối đa là 13%/năm, cầu tín dụng đã bắt đầu có dấu hiệu phục hồi. Chúng tôi cho rằng dư nợ tín dụng của VCB trong kỳ tăng nhẹ vào khoảng 3% so với quý 1/2012 đạt 208.327 tỷ đồng. Thứ hai, mặc dù lãi suất giảm, nhưng huy động từ nền kinh tế vẫn có sự tăng trưởng nhẹ do lượng tiền vẫn chưa được chuyển sang kênh đầu tư khác, mà được chuyển sang gửi tiền theo các kỳ hạn dài hơn. Ước tính tăng trưởng huy động tăng 7,5% đạt 241.314 tỷ đồng. Thứ ba, lãi suất đầu ra bình quân không có nhiều thay đổi, do chủ yếu vẫn là các khoản vay cũ với lãi suất cho vay ở mức cao. Lãi suất đầu vào giảm do ảnh hưởng của việc giảm lãi suất huy động. Như vậy, chênh lệch lãi suất đầu ra – đầu vào có tăng, và do đó chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của VCB trong quý 2/2012 sẽ tăng mạnh, vào khoảng 71,2% so với quý 1/2012 đạt 5.650 tỷ đồng.

□ **Thu nhập ngoài lãi.** VCB vốn có thế mạnh về mảng kinh doanh dịch vụ, với thị phần hàng đầu trong các mảng thanh toán XNK, kinh doanh thẻ... Trong quý 2/2012, thu nhập từ những mảng này vẫn tăng trưởng tốt. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ ước tính khoảng 619 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 265% so với quý 1/2012. Kinh doanh ngoại hối tiếp tục duy trì sự ổn định trong quý II, với doanh thu ước đạt 603 tỷ đồng, tăng trưởng 70,9% so với quý 1/2012. Tổng thu nhập phi lãi ước đạt 1.557 tỷ đồng.

□ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Sự hợp tác với Mizuho đã thúc đẩy việc xử lý nợ xấu của VCB. Trong quý 1/2012, nợ xấu của VCB đã tăng từ 2% năm 2011 lên 2,9%. Chúng tôi cho rằng, trong quý 2/2012, VCB vẫn tiếp tục tăng cường xử lý nợ xấu. NPL tính đến thời điểm cuối quý 2/2012 dự kiến tăng đến 4% từ mức 2,9% của quý 1/2012. Do đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong kỳ tăng mạnh, vào khoảng 131,5%, ước tính khoảng 2.205 tỷ đồng.

### Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2012 của VCB

Chỉ tiêu	Q2/2011	Q2/2012E	% thay đổi	Lũy kế 2011	Lũy kế 2012E	% thay đổi
- Tổng TN hoạt động (tỷ đồng)	3,077	7,207	134.2%	6,641	11,312	70%
- LNST (tỷ đồng)	993	1,946	96.0%	2,434	3,292	35%

Nguồn: VCB, BVSC ước tính

## TRIỂN VỌNG NĂM 2012

Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2012 lần lượt đạt 19.769 và 5.433 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 33% và 29% với kỳ vọng về môi trường kinh doanh và tình hình kinh tế vĩ mô được cải thiện hơn trong 2 quý cuối năm.

### Dự báo kết quả kinh doanh 2012 của VCB

Chỉ tiêu	2011	2012	%	Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	366,722	429,065		
Nguồn vốn huy động	227,017	265,610		
Dư nợ cho vay	204,089	240,256		Với những động thái nới lỏng tiền tệ của NHNN trong nửa đầu năm 2012, cầu tín dụng đã có dấu hiệu phục hồi trong tháng 5, tháng 6 và sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong nửa cuối năm

			2012. Do đó, chúng tôi cho rằng VCB có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 17%.
Tổng thu nhập hoạt động	14,871	19,769 33%	Với 4 lần hạ mặt bằng lãi suất trong nửa đầu năm 2012, tương đương với việc điều chỉnh giảm lãi suất điều hành 4%, chúng tôi cho rằng trong nửa cuối năm 2012 khả năng tiếp tục nới lỏng tiền tệ sẽ rất hạn chế. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng NIM của VCB trong 6 tháng cuối năm sẽ thấp hơn 6 tháng đầu năm 2012 do từ ngày 15/7/2012, NHNN yêu cầu hạ lãi suất các khoản vay cũ về 15%, lãi suất bình quân đầu ra, do đó sẽ giảm so với quý 1/2012, trong khi lãi suất bình quân đầu vào không thay đổi nhiều. Thu nhập lãi thuần sẽ thấp hơn trong 2 quý cuối năm, và thu nhập lãi thuần cả năm ước tính đạt 15.147 tỷ đồng, tăng 22%.  Các mảng hoạt động phi lãi dự kiến tăng trưởng tốt. Ngoài những dịch vụ kinh doanh truyền thống như dịch vụ thẻ, thanh toán xuất nhập khẩu,.. vẫn giữ thế mạnh nổi trội, trong năm 2012, VCB còn đẩy mạnh mảng hoạt động chuyển tiền kiều hối. Thu nhập từ mảng này chủ yếu tăng mạnh vào thời điểm cuối năm. Ngoài ra, thu nhập hoạt động khác năm 2011 lỗ hơn 1.000 tỷ đồng do phát sinh khoản chi phí cho hợp đồng ủy thác đầu tư lên tới hơn 1.400 tỷ đồng. Tuy nhiên khoản chi phí này chỉ có tính chất thời điểm và không phát sinh lại trong năm 2012. Do đó, chúng tôi ước tính tổng thu nhập phi lãi của VCB vào khoảng 4.622 tỷ đồng, tăng 89% so với 2011.
Chi phí hoạt động	5,700	7,908 39%	Tỷ lệ CIR của VCB trong quý 1/2012 là 35% (giảm so với mức 38% của năm 2011), tuy nhiên, tỷ lệ này có xu hướng tăng dần trong những quý cuối năm. Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ không được cải thiện nhiều so với năm 2011.
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	9,171	11,862 29%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	3,474	4,618 33%	Với dự phòng rủi ro tín dụng liên tục tăng cao trong các quý vừa qua (137% yoy trong quý 1/2012 và 272% yoy trong quý 2/2012), chúng tôi cho rằng nhiều khoản nợ xấu của VCB đã được xử lý. Do đó, chi phí dự phòng của VCB trong nửa cuối năm sẽ tăng chậm lại. Cả năm 2012 chi phí dự phòng rủi ro tín dụng ước tính khoảng 4.618 tỷ..
Lợi nhuận trước thuế	5,697	7,244 27%	
Lợi nhuận sau thuế	4,197	5,433 29%	
EPS	2,131	2,344 10%	






### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*Trong ngắn hạn, VCB tiếp tục giữ mức tăng trưởng ổn định nhờ lợi thế về vốn, tăng trưởng kinh doanh dịch vụ và kinh doanh thẻ. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng sự hợp tác của Mizuho với VCB sẽ giúp VCB cải thiện hiệu quả hoạt động, thông qua tăng cường xử lý nợ xấu, quản lý chi phí hoạt động. Đặc biệt, sự hợp tác với Mizuho sẽ mở rộng khả năng phát triển mảng ngân hàng bán lẻ của VCB. Tuy nhiên, nợ xấu hiện là một trong những thách thức lớn của VCB. Do vậy, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu VCB, mức giá mục tiêu là **32.000 đồng/cổ phần**.*

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

**Đánh giá triển vọng.** Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



## 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 Bảo Việt (BVSC) 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 BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu 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.

BVSC 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 BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Thu Hà

nguyenthuha@baoviet.com.vn

### Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn