

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG

Báo cáo cập nhật Q2/2013

26/7/2013

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2013. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động của VCB trong quý 2/2013 đạt 3.639 tỷ đồng, tăng 8,9% so với cùng kỳ năm 2012. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của VCB giảm nhẹ 0,08% so với quý 2/2012 đạt 910 tỷ đồng.

Thu nhập từ lãi. Chúng tôi ước tính dư nợ tín dụng của VCB tại 30/06/2013 đạt 238.419 tỷ đồng, giảm 1,1% so với cuối năm 2012. Huy động vốn từ nền kinh tế của VCB trong kỳ ước tính tăng 10,7% so với 31/12/2012. NIM của ngân hàng sẽ giảm khoảng 0,5% so với cuối năm 2012 ước đạt 2,47%. Thu nhập lãi thuần của VCB trong kỳ ước đạt 2.455 tỷ đồng, tương đương với cùng kỳ năm 2012.

Thu nhập ngoài lãi. BVSC ước tính thu từ dịch vụ và kinh doanh ngoại hối quý 2/2013 của VCB sẽ đạt lần lượt 349 và 378 tỷ đồng, giảm 9% và 21% so với quý 1/2013.

Chi phí hoạt động. Chi phí hoạt động dự kiến sẽ tăng khoảng 22% so với quý 2/2012 ước tính đạt 1.304 tỷ đồng.

Dự phòng rủi ro tín dụng. NPL tính đến thời điểm cuối quý 2/2013 dự kiến tăng đến 3,4% từ mức 2,4% cuối năm 2012. Do đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong kỳ ước tính khoảng 1.122 tỷ đồng, tăng 39% so với quý 1/2013

Triển vọng 2013. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2013 lần lượt đạt 15.712 và 4.460 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 4,8% và 1,1%, trên cơ sở tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 10%.

Khuyến nghị đầu tư. Về ngắn hạn, kết quả kinh doanh của VCB trong năm 2013 không mấy khả quan, với lợi nhuận sau thuế dự báo chỉ tăng 1,1%. Tỷ lệ lãi biên thuần và các chỉ tiêu sinh lời đều có xu hướng giảm so với 2012. Tuy nhiên, xét về dài hạn, VCB vẫn là một ngân hàng có lợi thế rất lớn về quy mô tổng tài sản, mạng lưới hoạt động và thế mạnh đặc biệt về các hoạt động kinh doanh ngoại hối và tài trợ thương mại. Bên cạnh đó, VCB có hoạt động kinh doanh tương đối ổn định và chiến lược kinh doanh khá thận trọng, chắc chắn với chiến lược quản trị rủi ro tốt. Ngân hàng cũng đang tích cực trong công tác phân loại lại và xử lý nợ xấu. Do vậy, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu VCB và giá mục tiêu là **26.700 đồng/cổ phần**.

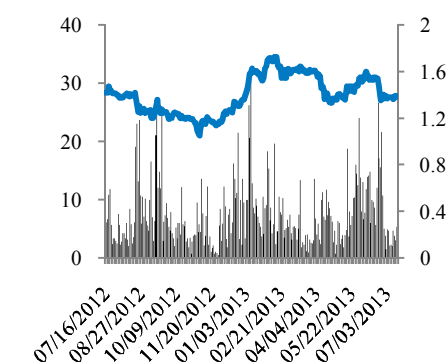
Một số chỉ tiêu dự báo của VCB

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q2/2012	Q2/2013F
Tổng TN hoạt động (triệu VND)	14.870.798	14.986.617	15.711.594	3.340.712	3.639.337
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	12.421.680	10.974.444	11.459.993	2.454.796	2.455.134
Thu nhập ngoài lãi (triệu VND)	2.449.118	4.012.173	4.251.601	885.916	1.184.203
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	4.217.359	4.425.198	4.459.858	910.234	909.532
EPS (VND)	2.131	1.903	1.604	393	392
P/E (x)	13,00	14,56	17,27	70,52	70,58
P/B (x)	1,99	1,76	1,90	1,48	1,49
ROA (%)	1%	1%	1%	0%	0%
ROE (%)	17%	12%	10%	2%	2%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	26.700 VND
Giá thị trường (25/7/2013)	27.500 VND
Khoảng giá 52 tuần	21.000 - 34.500
Khuyến nghị	NEUTRAL
Triển vọng 1 quý	Giảm nhẹ
Triển vọng 1 năm	Đi ngang
Triển vọng dài hạn	Tăng nhẹ

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VCB	-0,36%	-9,48%	-1,07%	-13,71%
VN-Index	18,61%	-0,46%	3,80%	6,66%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	VCB
Reuters	VCB.HM
Bloomberg	VCB VN
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	174.253 CP

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

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	2012	2013F
Tổng thu nhập hoạt động	9.287	11.525	14.871	14.987	15.712
Chi phí hoạt động	3.494	4.544	5.700	5.995	6.184
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	5.793	6.980	9.171	8.992	9.528
Dự phòng rủi ro tín dụng	789	1.501	3.474	3.230	3.685
Lợi nhuận trước thuế	5.004	5.479	5.697	5.761	5.842
Lợi nhuận sau thuế	3.921	4.215	4.197	4.409	4.460

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền, vàng bạc, đá quý	4.485	5.233	5.394	5.627	4.629
Tiền gửi tại NHNN	25.175	8.240	10.617	15.732	17.589
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	47.457	79.654	105.005	65.713	80.745
Chứng khoán kinh doanh	6	42	818	521	1.389
Cho vay khách hàng	136.996	171.125	204.089	235.960	259.471
Chứng khoán đầu tư	32.635	32.811	29.457	78.451	78.689
Tổng tài sản có	255.496	307.496	366.722	414.670	462.879
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	22.578	10.077	38.866	24.806	32.113
Tiền gửi và vay các TCTD khác	38.836	59.536	47.962	34.066	28.869
Tiền gửi của khách hàng	169.072	204.756	227.017	284.515	332.882
Phát hành giấy tờ có giá	386	3.564	2.071	2.028	3.990
Vốn chủ sở hữu	16.710	20.669	28.639	42.337	44.010
Tổng nguồn vốn	255.496	307.496	366.722	414.670	462.879

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	26%	25%	18%	15%	10%
Tăng trưởng huy động (%)	8%	21%	11%	25%	17%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3%	3%	4%	3%	3%
ROA (%)	2%	2%	1%	1%	1%
ROE (%)	26%	23%	17%	12%	10%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	2,5%	2,8%	0,75%	2,4%	2,9%
Dự phòng/Tổng dư nợ	3%	3%	3%	2%	2%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	55%	58%	57%	58%	57%
Cho vay/Huy động	84%	86%	92%	85%	80%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.241	3.187	2.131	1.903	1.604
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.900	15.721	14.612	18.335	15.976

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2013

Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2013. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động của VCB trong quý 2/2013 đạt 3.639 tỷ đồng, tăng 8,9% so với cùng kỳ năm 2012. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của VCB giảm nhẹ 0,08% so với quý 2/2012 đạt 910 tỷ đồng.

Thu nhập từ lãi. BVSC cho rằng dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế của VCB trong quý 2/2013 sẽ vẫn chưa được cải thiện nhiều so với thời điểm cuối năm 2012 do ngân hàng tiếp tục duy trì chính sách tín dụng thận trọng để tránh nợ xấu. Bên cạnh đó, tình hình kinh tế vĩ mô chưa được cải thiện nhiều nên cầu tín dụng vẫn còn yếu. Theo VCB, trong tháng 5, dư nợ tín dụng giảm khoảng 3% do nhiều hợp đồng cho vay đáo hạn, khách hàng hoàn thành việc trả nợ nhưng không tiếp tục vay tiền nữa. Chúng tôi ước tính dư nợ tín dụng của VCB tại 30/06/2013 đạt 238.419 tỷ đồng, giảm 1,1% so với cuối năm 2012. Trong khi đó, mặc dù trần lãi suất huy động tiếp tục được điều chỉnh giảm 0,5% trong quý 2/2013, nhưng huy động vốn của VCB không mấy bị ảnh hưởng. Tăng trưởng huy động vốn từ nền kinh tế của VCB trong quý 2/2013 được kỳ vọng vẫn khả quan, ước tính hoạt động huy động vốn trong kỳ tăng trưởng 10,7% so với 31/12/2012. Trong đó, huy động vốn từ tổ chức kinh tế tăng trưởng ước đạt 17,4% và từ cá nhân ước đạt 5,7%.

Lãi suất cho vay bình quân trong quý 2/2013 tiếp tục được cắt giảm khoảng 1–1,5% để kích thích tín dụng cùng với việc bắt đầu triển khai chương trình cho vay để mua nhà ở nhà xã hội, trong khi đó lãi suất đầu vào bình quân chỉ giảm nhẹ. Do đó, chúng tôi ước tính NIM của VCB sẽ giảm khoảng 0,5% so với cuối năm 2012 ước đạt 2,47%. Thu nhập lãi thuần của VCB trong kỳ ước đạt 2.455 tỷ đồng, tương đương với cùng kỳ năm 2012, nhưng giảm 5% so với quý 1/2013.

Thu nhập ngoài lãi. Tín dụng chưa được cải thiện khiến cho phần thu nhập dịch vụ liên quan đến tín dụng của VCB giảm. Bên cạnh đó, các khoản thu về dịch vụ thanh toán thẻ và thanh toán xuất nhập khẩu thường tập trung nhiều ở quý 1 và quý 4. Dựa trên cơ sở này, BVSC ước tính thu từ dịch vụ quý 2/2013 của VCB sẽ đạt 349 tỷ đồng, giảm 9% so với quý 1/2013. Tương tự, hoạt động mua bán ngoại tệ với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu cũng như các ngân hàng khác trong quý 2 sẽ bớt sôi động so với quý 1. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của VCB trong quý 2/2013 dự kiến sẽ giảm khoảng 21% so với quý 1/2013 đạt 378 tỷ đồng.

Chi phí hoạt động. Chi phí hoạt động dự kiến sẽ tăng khoảng 22% so với quý 2/2012 ước tính đạt 1.304 tỷ đồng.

Dự phòng rủi ro tín dụng. Chúng tôi cho rằng, trong quý 2/2013, VCB sẽ tiếp tục tăng cường xử lý nợ xấu. NPL tính đến thời điểm cuối quý 2/2013 dự kiến tăng đến 3,4% từ mức 2,4% cuối năm 2012. Do đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong kỳ ước tính khoảng 1.122 tỷ đồng, tăng 39% so với quý 1/2013, nhưng chỉ tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ 2012.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2013 của VCB (tỷ đồng)						
Chỉ tiêu	Q2/2012	Q2/2013E	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
Tổng TN hoạt động	3.341	3.639	8,9%	7.445	7.245	-3%
LNST	910	910	-0,1%	2.257	2.009	-11%

Nguồn: VCB, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2013

Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2013 lần lượt đạt 15.712 và 4.460 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 4,8% và 1,1%, trên cơ sở tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 10%.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của VCB

Chi tiêu	2012	2013	% Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	414.670	462.879	
Nguồn vốn huy động	284.515	332.882	
Dư nợ cho vay	235.960	259.471	10%
	<p>Tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm 2013 của VCB chỉ đạt mức -1,1%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm 2013 sẽ có nhiều cải thiện. Thứ nhất, VCB đã rất tích cực trong việc xử lý nợ xấu trong 2 quý đầu năm, thông qua thanh lý một số tài sản đảm bảo. Thông thường trong quý 4, VCB sẽ sử dụng quỹ dự phòng rủi ro tín dụng để xử lý các khoản nợ, và do đó, nợ xấu sẽ giảm tương đối mạnh trong quý 4. Giải quyết được nợ xấu sẽ giúp VCB khơi thông được luồng tiền cho vay ra, đặc biệt là trong hai tháng cuối năm. Thứ hai, tương tự như năm 2012, tín dụng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong nửa cuối năm 2013 do yếu tố mùa vụ của sự phục hồi của nền kinh tế. Thứ ba, một số yếu tố tích cực về mặt chính sách như việc triển khai gói hỗ trợ thị trường bất động sản, VAMC đi vào hoạt động... cũng sẽ tạo đà cho tăng trưởng tín dụng trong 6 tháng cuối năm. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng cả năm 2013 của VCB đạt 10% (so với kế hoạch 12% của ngân hàng).</p>		
Tổng thu nhập hoạt động	14.987	15.712	5%
	<p>Thu nhập lãi. Về lãi suất đầu vào, NHNN đã bỏ trần lãi suất đối với kỳ hạn trên 6 tháng và trần lãi suất huy động với kỳ hạn dưới 6 tháng có thể sẽ chỉ giảm thêm tối đa 0,5%. Đối với lãi suất đầu ra, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay có thể sẽ tiếp tục giảm 1-2% trong nửa cuối năm 2013. Do đó, tỷ lệ NIM của VCB năm 2013 dự báo sẽ giảm xuống mức 2,7% từ mức 2,9% của năm 2012. Do đó, mặc dù tín dụng tăng trưởng 10%, nhưng NIM co hẹp khiến cho thu nhập lãi thuần của VCB chỉ tăng trưởng 4% so với năm 2012 đạt 1.460 tỷ đồng.</p> <p>Thu nhập ngoài lãi. Tăng trưởng tín dụng được cải thiện so với 2012 dự kiến cũng sẽ thúc đẩy các phí dịch vụ có liên quan đến hoạt động tín dụng. Bên cạnh đó, việc triển khai thu phí dịch vụ thẻ ghi nợ nội địa có thể giúp cải thiện thu nhập từ các loại phí dịch vụ của VCB. BVSC ước tính thu nhập từ hoạt động dịch vụ dự kiến tăng trưởng khoảng 7% so với 2012 đạt 1.486 tỷ đồng.</p> <p>Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối. Chúng tôi cho rằng nhu cầu xuất nhập khẩu trong nửa cuối năm 2013 sẽ có nhiều chuyển biến tích cực do: (1) các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Chính phủ và mặt bằng lãi suất cho vay giảm sẽ phát huy tác dụng tích cực trong nửa cuối năm 2013 khiến nhu cầu nhập khẩu phục vụ sản xuất có thể sẽ được phục hồi, và (2) các nền kinh tế châu Âu và Mỹ đang khôi phục trong khi tăng trưởng của Ấn Độ và Trung Quốc sụt giảm, đồng thời tỷ giá tăng 1% có thể tạo thuận lợi cho hàng xuất khẩu của Việt Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giao dịch ngoại tệ trong nửa cuối năm sẽ sôi động hơn. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của VCB sẽ tăng trưởng khoảng 15%, đạt 1.717 tỷ đồng.</p>		
Chi phí hoạt động	5.995	6.184	3%
	<p>Năm 2013, chúng tôi giả định các chi phí liên quan đến tài sản và chi phí khác sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng như những năm trước, tuy nhiên tốc độ tăng của các chi phí nhân viên sẽ giảm. Theo đó, tổng chi phí hoạt động trong năm 2013 sẽ tăng khoảng 3% so với năm 2012, đạt 6.184 tỷ đồng. Hệ số CIR đạt 39,4%.</p>		
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	8.992	9.528	6%

Dự phòng rủi ro tín dụng	3.230	3.685	14%	BVSC dự báo dự phòng rủi ro tín dụng trong năm 2013 sẽ tăng khoảng 14,1% so với năm 2012 do ngân hàng có thể phải trích lập thêm dự phòng cho một số khoản cho vay sau đợt thanh kiểm toán sẽ diễn ra trong năm.
Lợi nhuận trước thuế	5.761	5.842	1%	
Lợi nhuận sau thuế	4.409	4.460	1%	
EPS	1.903	1.604	-16%	






KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Về ngắn hạn, kết quả kinh doanh của VCB trong năm 2013 không mấy khả quan, với lợi nhuận sau thuế dự báo chỉ tăng 1,1%. Tỷ lệ lãi biên thuần và các chỉ tiêu sinh lời đều có xu hướng giảm so với 2012. Tuy nhiên, xét về dài hạn, VCB vẫn là một ngân hàng có lợi thế rất lớn về quy mô tổng tài sản, mạng lưới hoạt động và thế mạnh đặc biệt về các hoạt động kinh doanh ngoại hối và tài trợ thương mại. Bên cạnh đó, VCB có hoạt động kinh doanh tương đối ổn định và chiến lược kinh doanh khá thận trọng, chắc chắn với chiến lược quản trị rủi ro tốt. Ngân hàng cũng đang tích cực trong công tác phân loại lại và xử lý nợ xấu. Do vậy, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu VCB và giá mục tiêu là **26.700 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
OUTPERFORM	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường trên 15%
NEUTRAL	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 0-15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



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

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn