

Ngành Tài chính

Báo cáo cập nhật

3 tháng 10, 2013

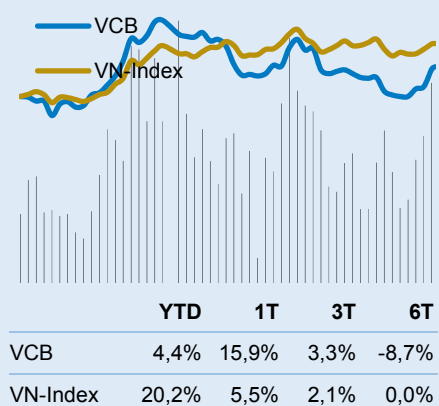
 Khuyến nghị **NEUTRAL**

 Giá kỳ vọng (VND) **26.600**

 Giá thị trường (03/10/2013) **27.700**

 Lợi nhuận kỳ vọng **-4%**
THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	20.240 - 33.260
Vốn hóa	65.119 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.317.417.076 CP
KLGD bình quân 10 ngày	493.600 CP
% sở hữu nước ngoài	19,65%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,27%
Beta	1,32

BIẾN ĐỘNG GIÁ


Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam

Mã giao dịch: VCB

Reuters: VCB.HM

Bloomberg: VCB VN

Tăng trưởng tín dụng quý 3/2013 có sự phục hồi

Tín dụng bắt đầu tăng trưởng trở lại. Trong quý 3/2013, tăng trưởng tín dụng của VCB đã có sự phục hồi. Ước tính tại thời điểm 30/9/2013, dư nợ tín dụng của VCB đạt 249.587 tỷ đồng, tăng 3,49% so với cuối năm 2012. Trong đó, tăng trưởng mạnh nhất đến từ mảng cho vay SMEs và cho vay cá nhân, với tốc độ tăng trưởng ước đạt 12,1% và 6,2%. Tuy nhiên, do ngân hàng khá thận trọng trong trích lập dự phòng nợ xấu, nên kết quả lợi nhuận quý 3/2013 giảm nhẹ so với cùng kỳ.

Tích cực trong công tác xử lý nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm cuối quý 3/2013 của VCB ước tính đạt khoảng 3%, đây là tỷ lệ tương đối thấp nếu so với thời điểm cuối quý 3 của những năm trước (3,5-4%), do thông thường trong quý 4, VCB mới sử dụng nguồn dự phòng để xử lý nợ xấu. Ước tính cả năm, VCB sẽ xử lý khoảng 3.500 tỷ đồng nợ xấu, và NPL vào thời điểm cuối năm đạt khoảng 2,4%.

Hoạt động kinh doanh ngoại hối trong nửa cuối năm được cải thiện do các khoản thu về dịch vụ thanh toán thẻ và thanh toán xuất nhập khẩu thường tăng mạnh bắt đầu từ tháng 9. Đặc biệt trong quý 4/2013 khi kim ngạch xuất nhập khẩu trong những tháng cuối năm thường tăng khoảng 25-30% so với những tháng đầu năm. Bên cạnh đó, các giải pháp thúc đẩy kinh tế, mặt bằng lãi suất cho vay giảm cũng sẽ tác động tích cực đến sản xuất.

Khuyến nghị.

Từ đầu năm 2013 đến nay, VCB đã tăng giá khoảng 4,4% và hiện đang giao dịch tại mức P/E và P/B 2013 là 14,1 và 1,4x, tương đương với mức bình quân ngành. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của VCB trong năm 2013 dự báo sẽ kém khả quan hơn so với 2012, với lợi nhuận sau thuế dự báo giảm 5%. Tỷ lệ lãi biên thuần và các chỉ tiêu sinh lời đều có xu hướng giảm so với 2012. Do vậy, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu VCB và giá mục tiêu là **26.600 đồng/cổ phần**.

Một số chỉ tiêu tài chính của VCB

Chỉ số tài chính (triệu VND)	2011	2012	2013F	Q3/2012	Q3/2013F
Tổng thu nhập hoạt động	14.870.798	15.108.497	15.694.822	3.580.468	3.937.871
Thu nhập lãi thuần	12.421.680	10.954.093	11.018.214	2.748.162	2.821.700
Thu nhập ngoài lãi	2.449.118	4.154.404	4.676.607	832.306	1.116.171
LNST	4.217.359	4.427.206	4.187.302	1.108.898	1.096.410
EPS (VND)	2.131	1.900	1.807	479	473
P/E (x)	11,97	13,42	14,11	53,29	53,90
P/B (x)	1,75	1,42	1,41	1,43	1,42
ROA (%)	1%	1%	1%	0%	0%
ROE (%)	17%	13%	10%	3%	3%

Báo cáo cập nhật Q3/2013

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	77,10%
Sở hữu nước ngoài	15,00%
Sở hữu khác	7,90%

CÔNG ĐỒNG LỚN

SBV	77,10%
Mizuho Corporate Bank, Ltd.,	15,00%

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	15.108	15.695
Chi phí hoạt động	3.494	4.544	5.700	6.016	6.232
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	5.793	6.980	9.171	9.093	9.463
Dự phòng rủi ro tín dụng	789	1.501	3.474	3.329	3.969
Lợi nhuận sau thuế	3.921	4.215	4.197	4.404	4.187

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	4.548
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	47.457	79.654	105.005	65.713	74.811
Cho vay khách hàng	136.996	171.125	204.089	235.870	259.471
Tổng tài sản có	255.496	307.496	366.722	414.475	454.806
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	22.578	10.077	38.866	24.806	31.553
Tiền gửi và vay các TCTD khác	38.836	59.536	47.962	34.066	30.242
Tiền gửi của khách hàng	169.072	204.756	227.017	284.415	327.077
Vốn chủ sở hữu	16.710	20.669	28.639	41.553	41.366
Tổng nguồn vốn	255.496	307.496	366.722	414.475	454.806

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%	15%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3%	3%	4%	3%	3%
ROA (%)	2%	2%	1%	1%	1%
ROE (%)	26%	23%	17%	13%	10%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	2.5%	2.8%	0.75%	n/a	n/a
Dự phòng/Tổng dư nợ	3%	3%	3%	2%	2%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	55%	58%	57%	58%	58%
Cho vay/Huy động	84%	86%	92%	85%	81%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.241	3.187	2.131	1.900	1.807
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.900	15.721	14.612	17.996	18.027

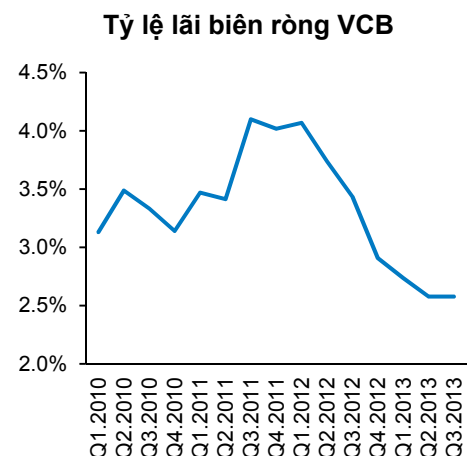
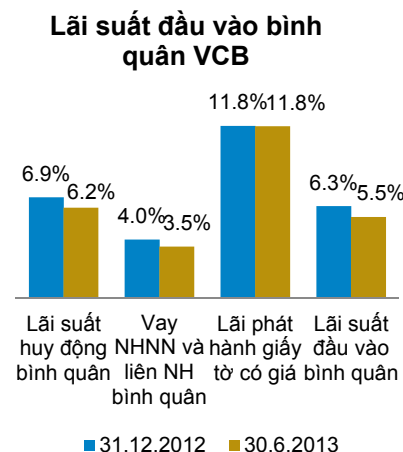
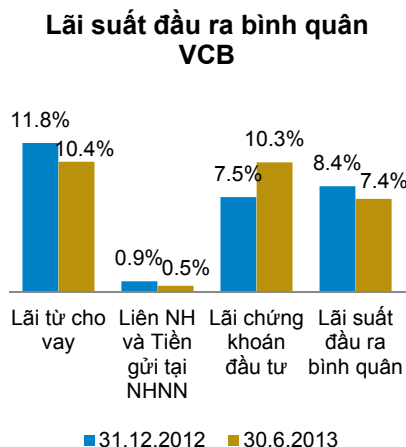
Tăng trưởng tín dụng quý 3/2013 có sự phục hồi

Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của VCB trong quý 3/2013 đạt 3.938 tỷ đồng và 1.096 tỷ đồng, tăng lần lượt 10% và -1% so với cùng kỳ năm 2012.

Thu nhập từ lãi. Trong quý 3/2013, tăng trưởng tín dụng của VCB đã có sự phục hồi, tuy nhiên vẫn chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (5,83% tính đến 18/9/2013). Tín dụng của VCB tăng nhanh trong tháng 7 và tháng 8 nhưng chững lại trong tháng 9/2013. Ước tính tại thời điểm cuối quý 3/2013, dư nợ tín dụng của VCB đạt 249.587 tỷ đồng, tăng 3,49% so với cuối năm 2012. Trong đó, tăng trưởng mạnh nhất đến từ mảng cho vay SMEs và cho vay cá nhân, với tốc độ tăng trưởng ước đạt 12,1% và 6,2%. Huy động vốn từ nền kinh tế của VCB trong quý 3/2013 dự kiến sẽ tăng chậm hơn so với nửa đầu năm 2013, ước tính 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%.

Xét về mặt bằng lãi suất huy động và cho vay, hai mức lãi suất này của VCB có giảm, nhưng với tốc độ chậm hơn của toàn ngành. Cụ thể, lãi suất cho vay trong 6 tháng đầu năm của VCB giảm khoảng 1,4% trong khi lãi suất huy động bình quân chỉ giảm 0,7%. Trong quý 3/2013, lãi suất đầu ra và huy động của VCB không có nhiều biến động. Trong khi đó, tính chung toàn hệ thống, mặt bằng lãi suất huy động toàn ngành đã giảm 2-3% và lãi suất cho vay đã giảm khoảng 3-5% từ đầu năm đến giữa tháng 9/2013.

Do mặt bằng lãi suất của VCB trong quý 3/2013 không có nhiều biến động, chúng tôi ước tính NIM của VCB trong quý 3/2013 sẽ giữ ổn định so với quý 2/2013 ước đạt 2,6%. Thu nhập lãi thuần của VCB trong kỳ ước đạt 2.822 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ 2012.



❑ **Thu nhập ngoài lãi.** Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ có sự tăng trưởng khá tốt trong kỳ do các khoản thu về dịch vụ thanh toán thẻ và thanh toán xuất nhập khẩu thường tăng mạnh bắt đầu từ tháng 9. BVSC ước tính thu từ dịch vụ và hoạt động kinh doanh ngoại hối quý 3/2013 của VCB sẽ đạt 361 tỷ đồng và 514 tỷ đồng, tăng lần lượt 9% và 57% so với cùng kỳ 2012.

❑ **Chi phí hoạt động.** Chi phí hoạt động dự kiến sẽ tăng 12,4% so với quý 2/2013 ước tính đạt 1.439 tỷ đồng.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** NPL tính đến thời điểm cuối quý 3/2013 dự kiến tăng lên 3% từ mức 2,4% cuối năm 2012 và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng ước tính khoảng 1.037 tỷ đồng.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2013 của VCB

Chỉ tiêu	Q3/2012	Q3/2013F	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013F	% thay đổi
- Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	3.580	3.938	10,0%	11.026	11.128	0,9%
- LNST (tỷ đồng)	1.109	1.096	-1,1%	3.366	3.063	-9,0%

Nguồn: VCB, BVSC ước tính

Triển vọng 2013

BVSC cho rằng kết quả hoạt động kinh doanh của VCB trong năm 2013 sẽ giảm nhẹ do 2 yếu tố:

- ❑ Tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 10%, thấp hơn so với mức 15% của năm 2012 do nền kinh tế phục hồi chậm và nhu cầu vốn cũng như thực lực của các doanh nghiệp chưa có nhiều dấu hiệu tích cực;
- ❑ Biên lãi thuần dự báo giảm so với 2012, đạt 2,64%.

Dự kiến cả năm 2013, tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2013 lần lượt đạt 15.695 và 4.187 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 4% và -5%.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của VCB

Chỉ tiêu	2012	2013F	%	Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	414.475	454.806	10%	
Nguồn vốn HĐ	284.415	327.077	15%	
Dư nợ cho vay	235.870	259.471	10%	Theo yếu tố mùa vụ, quý 4 sẽ là thời điểm hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được đẩy mạnh để đáp ứng các đơn đặt hàng cũng như nhu cầu tiêu dùng gia tăng, do đó tăng trưởng tín dụng trong những tháng cuối năm sẽ có sự cải thiện so với những tháng đầu năm. Tuy nhiên, xét đến khả năng đáp ứng điều kiện vay của các doanh nghiệp cũng như sự thận trọng của ngân hàng, chúng tôi cho rằng tín dụng cả năm của VCB sẽ tăng trưởng khoảng 10%, thấp hơn so với kế hoạch đề ra.

Báo cáo cập nhật Q3/2013

Tổng thu nhập hoạt động	15.108	15.695	4%	<p>Thu nhập lãi. Lãi suất đầu vào hiện đã ở mức tương đối thấp và khó có thể giảm thêm trong 3 tháng cuối năm. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay có thể sẽ giảm được thêm 0,5-1% trong ba tháng cuối năm 2013 khiến tỷ lệ NIM của VCB năm 2013 dự báo sẽ giảm xuống mức 2,64% 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 0,6% so với năm 2012 đạt 11.048 tỷ đồng.</p> <p>Thu nhập ngoài lãi. Tỷ trọng các mảng thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ có sự tăng nhẹ so với năm 2012, đạt gần 30% tổng thu nhập hoạt động do ngân hàng sẽ có thêm một khoản thu từ việc xử lý các khoản nợ xấu, đồng thời thông qua việc đẩy mạnh phát triển các hoạt động khác trong điều kiện tín dụng khó khăn. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng mảng thu nhập ngoài hối sẽ tăng trưởng tốt, đặc biệt là trong quý 4/2013 khi kim ngạch xuất nhập khẩu trong những tháng cuối năm thường tăng khoảng 25-30% so với những tháng đầu năm. Bên cạnh đó, các giải pháp thúc đẩy kinh tế, mặt bằng lãi suất cho vay giảm cũng sẽ tác động tích cực đến sản xuất. Thu nhập từ mảng kinh doanh ngoại hối của VCB năm 2013 ước tính tăng 14,4% đạt 1.702 tỷ đồng. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ ước đạt 1.486 tỷ đồng.</p>
Chi phí hoạt động	6.016	6.232	4%	<p>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 so với những năm trước. Theo đó, tổng chi phí hoạt động trong năm 2013 sẽ tăng khoảng 4% so với năm 2012, đạt 6.232 tỷ đồng. Hệ số CIR đạt 40%.</p>
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	9.093	9.463	4%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	3.329	3.969	19%	<p>BVSC dự báo dự phòng rủi ro tín dụng trong năm 2013 sẽ tăng khoảng 19% so với năm 2012, đạt 3.969 tỷ đồng do VCB dự kiến sẽ dùng khoảng 3.500 tỷ đồng từ nguồn dự phòng để xử lý nợ xấu, trong khi đó sẽ trích lập chặt chẽ hơn để chuẩn bị cho việc Thông tư 02/2013/TT-NHNN chính thức áp dụng vào 1/6/2014 và duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 91%.</p>
Lợi nhuận trước thuế	5.764	5.494	-5%	
Lợi nhuận sau thuế	4.404	4.187	-5%	
EPS	1.900	1.807	-5%	

Khuyến nghị đầu tư

Từ đầu năm 2013 đến nay, VCB đã tăng giá khoảng 4,4% và hiện đang giao dịch tại mức P/E và P/B 2013 là 14,1 và 1,4x, tương đương với mức bình quân ngành. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của VCB trong năm 2013 dự báo sẽ kém khả quan hơn so với 2012, với lợi nhuận sau thuế dự báo giảm 5%. Tỷ lệ lãi biên thuần và các chỉ tiêu sinh lời đều có xu hướng giảm so với 2012. Do vậy, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu VCB và giá mục tiêu là **26.600 đồng/cổ phần**.

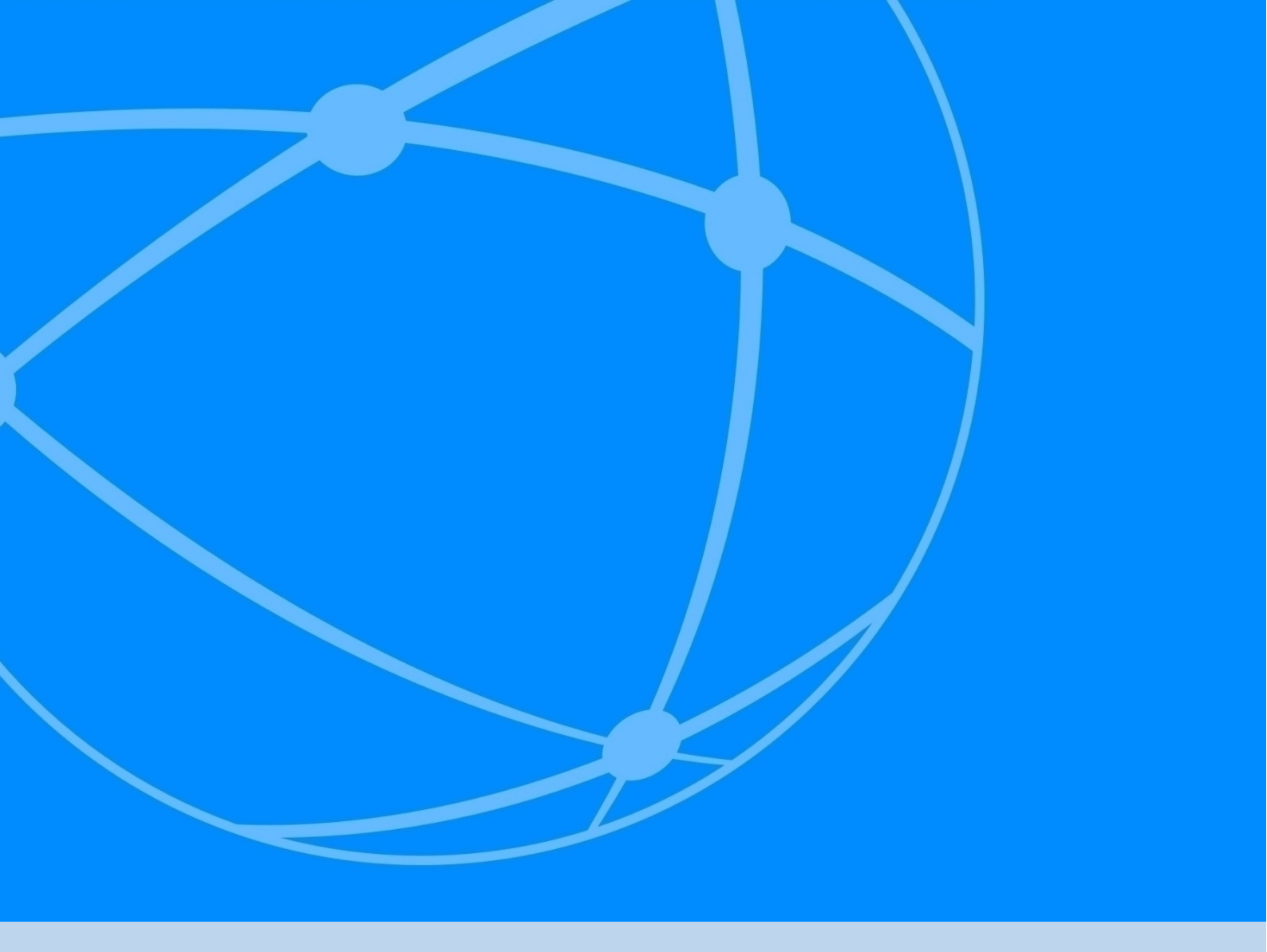
THUYẾT MINH BÁO CÁO

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 ngang dựa trên các 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.

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 thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 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 và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư 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, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với 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

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999