

Vietcombank (VCB)

Tiếp tục thận trọng

- Chi phí hoạt động ảnh hưởng LN ròng 3Q20.
- Bộ đệm tín dụng mạnh với LLC đạt 215%.
- Kỳ vọng LN 4Q20 tăng mạnh đã được phản ánh vào thị giá.

Chi phí hoạt động ảnh hưởng LN ròng 3Q20

VCB báo cáo LN cổ đông kiểm soát 3Q20 ở mức 4 nghìn tỷ (-20.9% n/n và -4.5% q/q). Chi phí hoạt động tăng 46.9% n/n (+9.5% q/q) lên 4.6 nghìn tỷ là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận 3Q20 sụt giảm. Chi phí dự phòng tín dụng đúng với kỳ vọng của chúng tôi là 1.9 nghìn tỷ và TOI là 11.6 nghìn tỷ, giảm 3.4% n/n nhưng tăng 7.9% q/q nhờ biên lãi cho vay và thu nhập ngoài lãi cải thiện nhẹ so với 2Q20. Do việc quản lý ngân sách hoạt động và tỷ lệ CIR được thực hiện theo năm thay vì theo quý, chúng tôi tin rằng VCB có thể duy trì hệ số CIR ở mức khoảng 34.5% cho cả năm 2020.

Bộ đệm tín dụng dồi dào cho các quý tới

VCB tỏ ra thận trọng hơn các ngân hàng khác trong việc trích lập dự phòng và tăng trưởng tín dụng. Tính đến tháng 9, VCB đạt tăng trưởng tín dụng 1.6% q/q và 6.5% n/n trong khi duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLC) ở mức cao (215%). Tỷ lệ nợ quá hạn giảm 30 điểm % q/q xuống còn 1.5% do 3.6 nghìn tỷ đồng nợ cần chú ý chuyển sang nhóm nợ xấu. Trong khi các khoản nợ xử lý bằng dự phòng chỉ khoảng 1.4 nghìn tỷ, tỷ lệ nợ xấu đã tăng 17 điểm % q/q lên 1% trong 3Q20.

Tổng dư nợ của các khoản nợ cơ cấu lại do COVID-19 giảm nhẹ, từ 11.8 nghìn tỷ vào tháng 6 xuống 10 nghìn tỷ vào tháng 9. VCB cho biết phần lớn các khoản nợ cơ cấu lại có thể hết hạn vào cuối 2020 và nửa đầu 2021, do đó nợ xấu có thể tăng trong thời gian đó. Tuy nhiên, nhờ bộ đệm dự phòng tín dụng dồi dào và khoản nợ xử lý bằng dự phòng thường lớn (khoảng 4.5 nghìn tỷ) trong 4Q20, chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm xuống còn 0.9%.

NIM đạt 3.04% trong 3Q20, tăng 17 điểm % so với 2Q20. Chúng tôi kỳ vọng NIM 4Q20 sẽ tăng lên 3.46% do tác động trái chiều từ 1) các gói kích cầu tín dụng mới dành cho khách hàng SME và khách hàng bán lẻ được công bố vào tháng 10, và 2) việc một số khoản nợ cơ cấu lại do COVID-19 đến hạn và hoàn thành nghĩa vụ trả nợ. Bên cạnh đó, các gói kích cầu mới cũng giúp đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng tín dụng lên 10% ytd trong 2020.

Duy trì Năm giữ

Chúng tôi duy trì Năm giữ đối với cổ phiếu VCB. Chúng tôi cho rằng KQKD 4Q20 tích cực với LNST dự phóng tăng 45% n/n và 60% q/q nhờ thu nhập một lần từ việc phân bổ phí trả trước bancassurance đã được phản ánh vào giá thị trường.

Đánh giá **Năm giữ (Duy trì)**

Thống kê

VNIndex (23/10, điểm)	961
Giá cp (23/10, đồng)	87,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	316,738
SLCP lưu hành (triệu)	3,709
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	94,500/57,200
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	86
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	25.2/23.6
Cổ đông lớn (%)	
Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	74.8
Mizuho Bank, Ltd	15.0
GIC	2.6

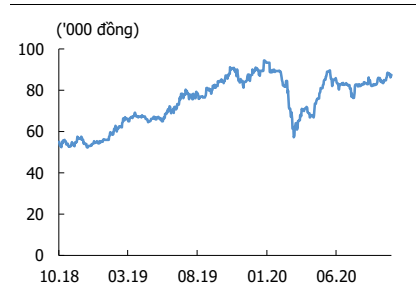
Định giá

	2019A	2020F	2021F
PB (x)	4.0	3.4	2.9
PE (x)	20.4	20.5	17.1
ROA (%)	1.6	1.5	1.7
ROE (%)	25.9	21.6	21.5
Cổ tức (%)	0.0	1.1	1.1
P/LNTDPTD (x)	10.8	10.0	8.6
BPS (đồng)	21,763	26,045	30,179
EPS (đồng)	4,287	4,274	5,124

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.5	26.4	3.5
Tương đối với VNI (điểm %)	(3.1)	0.9	4.3

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Yến Trần

yen.tt@kisvn.vn

Bảng 1. Dự phóng kết quả kinh doanh

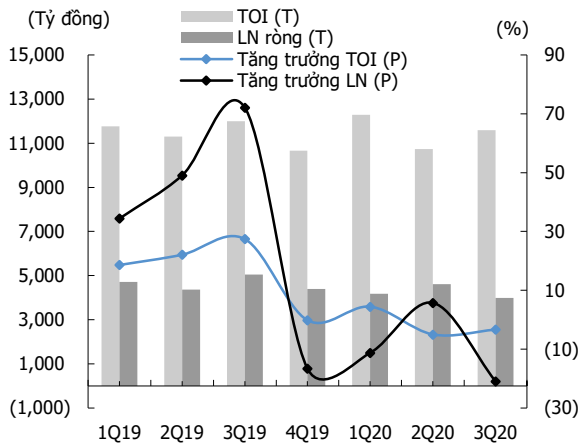
(Tỷ đồng, %, điểm %)

	2019				2020			2019	2020F	3Q20	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q			q/q	n/n
Cho vay khách hàng và TPĐN	680,486	702,920	715,610	741,931	762,729	778,101	790,404	741,931	816,124	1.6	10.5
% tăng trưởng (ytd)	6.4	9.9	11.8	16.0	2.8	4.9	6.5	16.0	10.0	-	(5.3)
Cho vay khách hàng	673,022	695,438	708,096	734,707	754,505	770,744	783,757	734,707	808,178	1.7	10.7
NPL (Nợ nhóm 3-5)	6,952	7,134	7,625	5,804	6,191	6,433	7,885	5,804	7,445	22.6	3.4
NPL ratio (% , điểm %)	1.0	1.0	1.1	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	0.9	0.2	(0.1)
NPL (Nợ nhóm 2-5)	10,864	11,012	11,824	8,364	11,250	14,158	12,041	8,364	13,102	(15.0)	1.8
NPL ratio (% , %p)	1.6	1.6	1.7	1.1	1.5	1.8	1.5	1.1	1.6	(0.3)	(0.1)
Dự phòng cho vay (% , điểm %)	169.2	176.8	185.2	179.5	235.0	254.5	215.1	179.5	202.1	(39.4)	29.9
VAMC	0	0	0	0	0	0	-	0	0	-	-
Tiền gửi khách hàng và TP	859,626	892,569	923,505	949,835	955,420	1,002,513	1,002,754	949,835	1,038,243	0.0	8.6
Tiền gửi khách hàng	838,277	871,229	902,184	928,451	934,048	981,218	981,492	928,451	1,014,869	0.0	8.8
% tăng trưởng (ytd)	4.5	8.6	12.5	15.8	0.6	5.7	5.7	15.8	9.3	-	(6.8)
CASA (% , điểm %)	28.0	27.5	27.1	28.3	26.2	26.5	28.0	28.3	28.5	1.4	0.8
Tổng tài sản	1,073,332	1,122,655	1,157,490	1,222,719	1,144,270	1,185,262	1,188,572	1,222,719	1,298,579	0.3	2.7
Vốn chủ sở hữu	72,919	76,321	81,312	80,800	84,984	89,485	93,576	80,800	96,668	4.6	15.1
Tổng thu nhập hoạt động	11,768	11,303	11,995	10,667	12,285	10,733	11,586	45,730	49,485	7.9	(3.4)
Thu nhập lãi ròng	8,499	8,580	8,859	8,640	9,034	8,077	8,723	34,577	36,343	8.0	(1.5)
NIM (% , điểm %)	3.29	3.25	3.22	3.00	3.16	2.87	3.04	3.12	2.98	0.17	(0.2)
Thu nhập ngoài lãi	3,269	2,724	3,135	2,028	3,251	2,656	2,863	11,153	13,142	7.8	(8.7)
Thu nhập phí ròng	1,998	1,775	2,186	1,728	2,235	1,977	2,291	7,685	7,969	15.9	4.8
Lãi từ chứng khoán đầu tư	105	181	66	47	-23	394	32	398	636	(91.8)	(50.9)
Thu nhập ngoài lãi khác	1,166	768	883	252	1,039	286	540	3,070	4,536	88.8	(38.9)
Dự phòng rủi ro tín dụng	1,506	1,811	1,503	1,971	2,152	1,856	2,025	6,790	8,450	9.1	34.7
Thu nhập hoạt động ròng	10,262	9,493	10,492	8,696	10,133	8,877	9,562	38,940	41,035	7.7	(8.9)
SG&A	4,384	4,067	4,182	3,186	4,910	3,118	4,579	15,818	17,067	46.9	9.5
CIR (%)	37.3	36.0	34.9	29.9	40.0	29.1	39.5	34.6	34.5	10.5	4.6
Lợi nhuận trước dự phòng	7,384	7,236	7,812	7,481	7,375	7,615	7,008	29,913	32,418	(8.0)	(10.3)
Lợi nhuận trước thuế	5,878	5,425	6,309	5,510	5,223	5,759	4,983	23,122	23,968	(13.5)	(21.0)
Lợi nhuận ròng	4,711	4,365	5,052	4,400	4,183	4,615	3,996	18,526	19,175	(13.4)	(20.9)
Lợi nhuận cổ đông kiểm soát	4,707	4,361	5,048	4,397	4,178	4,610	3,991	18,511	19,159	(13.4)	(20.9)

■ Tổng quan về công ty

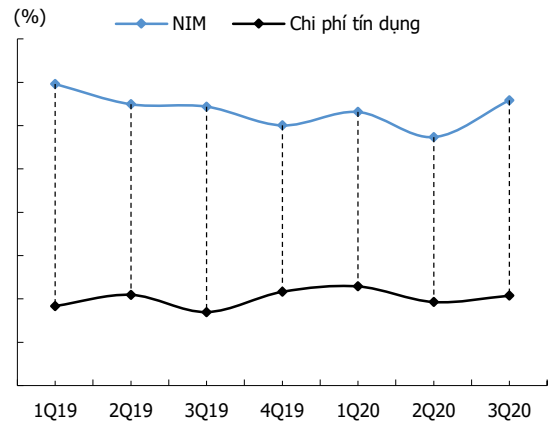
VCB là một trong bốn ngân hàng có tổng tài sản lớn nhất và là ngân hàng dẫn đầu về giao dịch ngoại hối và thanh toán quốc tế tại Việt Nam. Đây cũng là ngân hàng có lợi nhuận cao nhất tại Việt Nam với định hướng trở thành một trong ba trăm tổ chức tài chính lớn nhất thế giới.

Hình 1. Kết quả kinh doanh 9T20



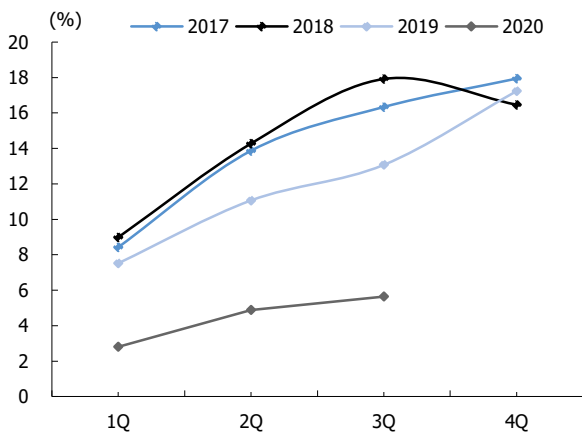
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Hình 2. NIM & chi phí tín dụng năm



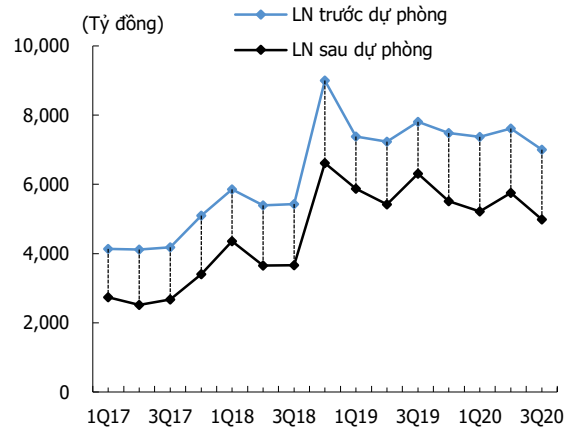
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Hình 3. Tăng trưởng tín dụng (YTD)



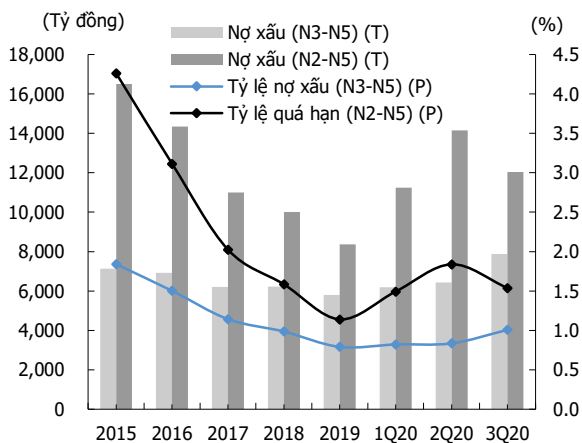
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Hình 4. Lợi nhuận trước và sau dự phòng



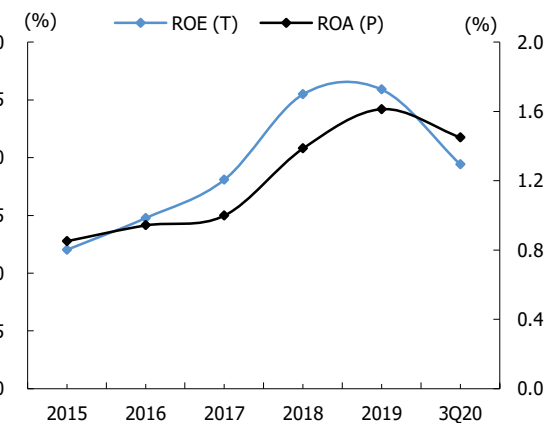
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Hình 5. Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Hình 6. ROE và ROA



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng TS	1,035,293	1,074,027	1,222,719	1,298,579	1,417,880
Tổng TS sinh lãi	1,009,412	1,045,872	1,191,362	1,265,444	1,382,445
Cho vay và TPDN	558,151	639,799	741,931	816,124	906,612
Hộ gia đình	177,778	235,884	315,782	-	-
Doanh nghiệp	380,373	403,915	426,149	816,124	906,612
Tiền gửi và cho vay TCTD	252,315	287,958	313,310	310,337	317,437
Tiền gửi NHNN và TPCP	198,946	118,115	136,121	138,984	158,396
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	34,243	39,864	45,381	49,832	54,662
Khác	8,361	11,710	14,025	16,697	19,226
Tổng nợ phải trả	982,825	1,011,916	1,141,919	1,201,911	1,305,880
Tiền gửi của khách hàng	708,520	801,929	928,451	1,014,869	1,119,248
Trái phiếu	18,215	21,461	21,384	23,374	25,778
Tiền gửi và vay của TCTD	66,965	76,550	73,638	77,318	81,183
Tiền vay của CP và NHNN	171,385	90,685	92,366	57,801	47,257
Phải trả khác	17,740	21,291	26,081	28,548	32,412
Tổng VCSH	52,469	62,110	80,800	96,668	112,000
VCSH	52,379	62,041	80,717	96,599	111,931
Vốn điều lệ	35,978	35,978	37,089	37,089	37,089
Thặng dư VCSH	-	-	4,995	4,995	4,995
Quy khác	7,254	9,446	12,186	14,967	17,846
LN giữ lại	8,715	16,139	26,055	39,158	51,611
Thu nhập toàn diện khác	433	479	391	390	390
Cổ đông thiểu số	89	69	83	69	69

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng thu nhập hoạt động	29,406	39,278	45,730	49,485	57,355
Thu nhập lãi thuần	21,938	28,409	34,577	36,343	42,631
Thu nhập lãi	46,159	55,864	67,724	70,871	80,617
Chi phí lãi	24,221	27,455	33,147	34,528	37,985
Thu nhập ngoài lãi	7,469	10,870	11,153	13,142	14,724
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	4,581	5,669	7,685	7,969	10,017
Lãi từ đầu tư tài chính	788	1,967	398	636	636
Khác	2,100	3,234	3,070	4,536	4,070
Dự phòng rủi ro tín dụng	6,198	7,398	6,790	8,450	9,519
Thu nhập hoạt động ròng	23,208	31,880	38,940	41,035	47,836
Chi phí quản lý và bán hàng	11,866	13,611	15,818	17,067	19,781
Chi phí nhân viên	6,733	7,678	8,669	-	-
Lợi nhuận trước DPTD	17,540	25,667	29,913	32,418	37,574
LNTT	11,341	18,269	23,122	23,968	28,055
Thuế	2,231	3,647	4,596	4,794	5,611
Thuế suất hiệu dụng (%)	20	20	20	20	20
Lãi từ hoạt động chính	6,925	11,350	15,346	16,386	20,120
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2,185	3,272	3,180	2,789	2,324
LN ròng	9,111	14,622	18,526	19,175	22,444
LN dành cho NH mẹ	9,091	14,606	18,511	19,159	22,426

Chỉ số tài chính

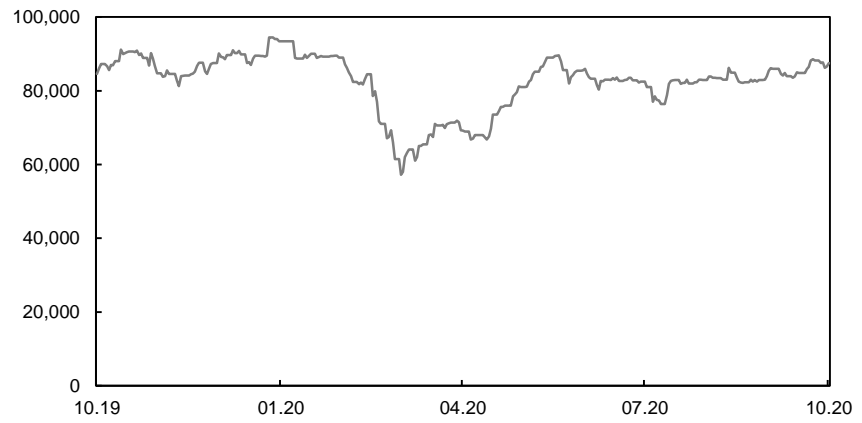
	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Sinh lợi và hiệu quả (%)					
ROE	18.1	25.5	25.9	21.6	21.5
ROA	1.00	1.39	1.61	1.52	1.65
NIM	2.51	2.79	3.12	2.98	3.26
Lãi TB trên tài sản	5.28	5.49	6.10	5.82	6.16
Chi phí vốn	2.86	2.81	3.15	3.02	3.10
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	40.4	34.7	34.6	34.5	34.5
Chi phí tín dụng	1.02	1.24	0.98	1.08	1.11
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	32.2	60.7	26.7	3.5	17.1
LNTDPTD	17.3	46.3	16.5	8.4	15.9
Tăng trưởng tín dụng	17.2	14.6	16.0	10.0	11.1
Tổng TS	31.4	3.7	13.8	6.2	9.2
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	1.1	1.0	0.8	0.9	1.1
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	130.7	165.4	179.5	202.1	185.8
Tỷ lệ cho vay / huy động	71.3	71.2	72.7	73.3	74.1
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	11.6	12.1	9.6	9.8	10.4
CET1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tier 1	0.0	0.0	8.0	8.8	9.3

Chỉ số định giá

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	14,559	17,244	21,763	26,045	30,179
EPS	2,001	3,334	4,287	4,274	5,124
Cổ tức	800	800	0	1,000	1,000
Định giá (x)					
P/B	6.0	5.1	4.0	3.4	2.9
P/E	43.7	26.2	20.4	20.5	17.1
P/PPE	17.9	12.3	10.8	10.0	8.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.9	0.0	0.0	1.1	1.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	40.0	24.0	0.0	23.4	19.5
Phân tích ROE (%)					
ROE	18.1	25.5	25.9	21.6	21.5
Đòn bẩy (x)	19.7	17.3	15.1	13.4	12.7
TS sinh lãi / Tổng TS	96.7	96.3	96.3	96.2	96.2
LN ròng / TS sinh lãi	0.9	1.4	1.6	1.5	1.6
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	2.2	2.7	2.9	2.9	3.1
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0.7	1.0	0.9	1.0	1.1
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	% so với giá TB	% cao (thấp)
Vietcombank (VCB)		Nắm giữ			



■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 26/10/2020.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 26/10/2020.

Người thực hiện: Yến Trần

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.