

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (VCB VN) | Reuters Code (VCB.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**87,200 VND**
Giá hiện tại (02/11/2022)	73,600 VND
Suất sinh lời (%)	18.5%



[Chuyên viên]

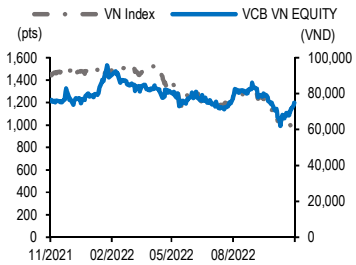
Xuân Nguyễn ☎ (84-28) 6299-8004

✉ xuan.nht@shinhan.com

VNINDEX	1,023
HNXINDEX	212
Vốn hóa (tỷ VND)	348,313
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,733
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,192
52-tuần cao/thấp (VND)	96,000/62,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.10
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	86
Sở hữu nước ngoài (%)	23.6

Cổ đông lớn (%)	NHNN Việt Nam	74.8
	Mizuho Bank, Ltd.	15

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-4.9	-7.3	-2.2
So với VN-Index (%)	11.8	17.1	26.6



Tăng trưởng bền vững

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 87,200 đồng

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HoSE: VCB) là một trong "Big 4" ngân hàng quốc doanh với giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất ngành ngân hàng. VCB vẫn luôn duy trì được lợi thế là ngân hàng kinh doanh hiệu quả nhất, chất lượng tài sản cải thiện tốt qua các năm, và không ngừng nỗ lực trong công cuộc chuyển đổi số. Ngoài ra, VCB luôn hướng tới chuẩn mực quốc tế trong suốt quá trình hoạt động, liên tục được các tổ chức uy tín trên thế giới tín nhiệm. Chúng tôi định giá lần đầu VCB ở mức giá 87,200 đồng tương ứng với mức sinh lời 18.5%.

Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành

Tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp khi đạt 0.64% cuối năm 2021, tăng lên 0.80% cuối Q3/2022. Trong khi đó tỷ lệ bao phủ nợ xấu nhiều năm liền dẫn đầu ngành với 424% cuối năm 2021, tiếp giữ vững mức dự phòng cao với 402% tại cuối Q3/2022. VCB thực hiện tăng vốn điều lệ qua phát hành cổ phiếu chia cổ tức và thực hiện nhiều đợt phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2, nhằm đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn CAR đạt trên 8% theo yêu cầu Basel II.

Nguồn vốn huy động đa dạng, chi phí vốn duy trì ở mức tương đối thấp tạo nhiều tiềm năng cải thiện NIM

Nhờ vào danh tiếng, đặc thù trong kinh doanh và mạng lưới chi nhánh rộng lớn, VCB huy động được nguồn vốn dồi dào từ NHNN, các TCTD khác cũng như các doanh nghiệp lớn. Do đó, VCB không phải chịu nhiều áp lực huy động vốn trong bối cảnh các ngân hàng đang trong cuộc đua tăng lãi suất tiền gửi do ảnh hưởng từ các yếu tố vĩ mô. Tỷ lệ CASA cải thiện qua các năm xếp thứ ba trong hệ thống với 33.79% cuối Q3/2022.

Kết quả kinh doanh vượt trội với lợi nhuận đứng đầu ngành

VCB dẫn đầu hệ thống về LNTT đạt 27,385 tỷ đồng (+18.82% YoY) cuối năm 2021, sau khi bị vượt mặt ở Q1/2022, VCB đã quay trở lại ngôi vương trong Q2/2022 và tạm thời tiếp tục dẫn đầu trong Q3/2022, với LNTT lũy kế 9M2022 đạt 24,940 tỷ đồng (+29.15% YoY). Nhờ vào sự đóng góp tích cực từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối, bên cạnh việc quản lý chi phí hiệu quả khi CIR duy trì trong 9M2022 ở mức 33.78%.

Rủi ro (1) Rủi ro lãi suất tăng cao; (2) Rủi ro tỷ giá; (3) Rủi ro nợ xấu tăng.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	42,273	48,888	57,912	69,794	83,745
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	14,357	17,743	21,172	25,609	30,831
TNHĐ (tỷ VND)	56,630	66,631	79,084	95,403	114,576
TNHĐ trước dự phòng (tỷ VND)	38,964	46,701	56,301	69,143	84,047
LNST (tỷ VND)	22,017	29,049	35,293	43,144	54,269
EPS (đồng)	5,936	6,138	7,458	9,117	11,467
Tăng trưởng EPS (%)	19.2	3.4	21.5	22.2	25.8
P/E (x)	12.6	12.9	10.6	8.7	6.9
P/B (x)	3.4	2.6	2.2	1.9	1.5
ROA (%)	1.6	1.9	1.9	2.0	2.1
ROE (%)	21.6	23.8	23.9	24.5	25.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

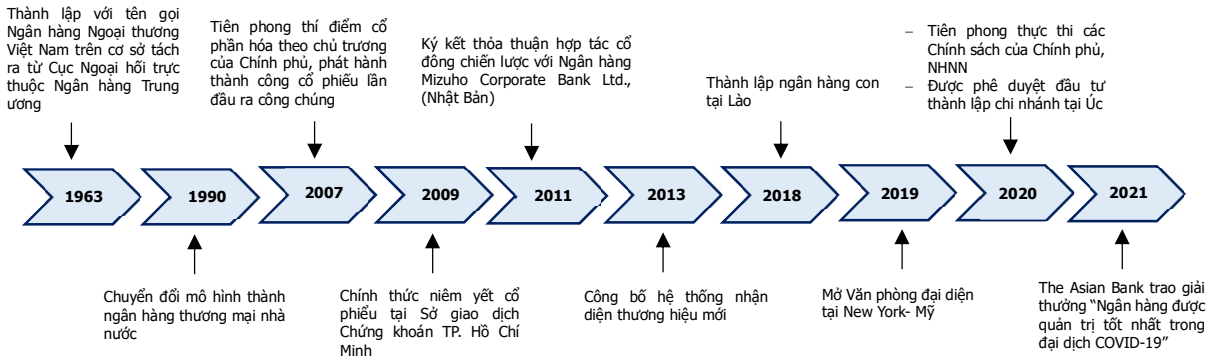
11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

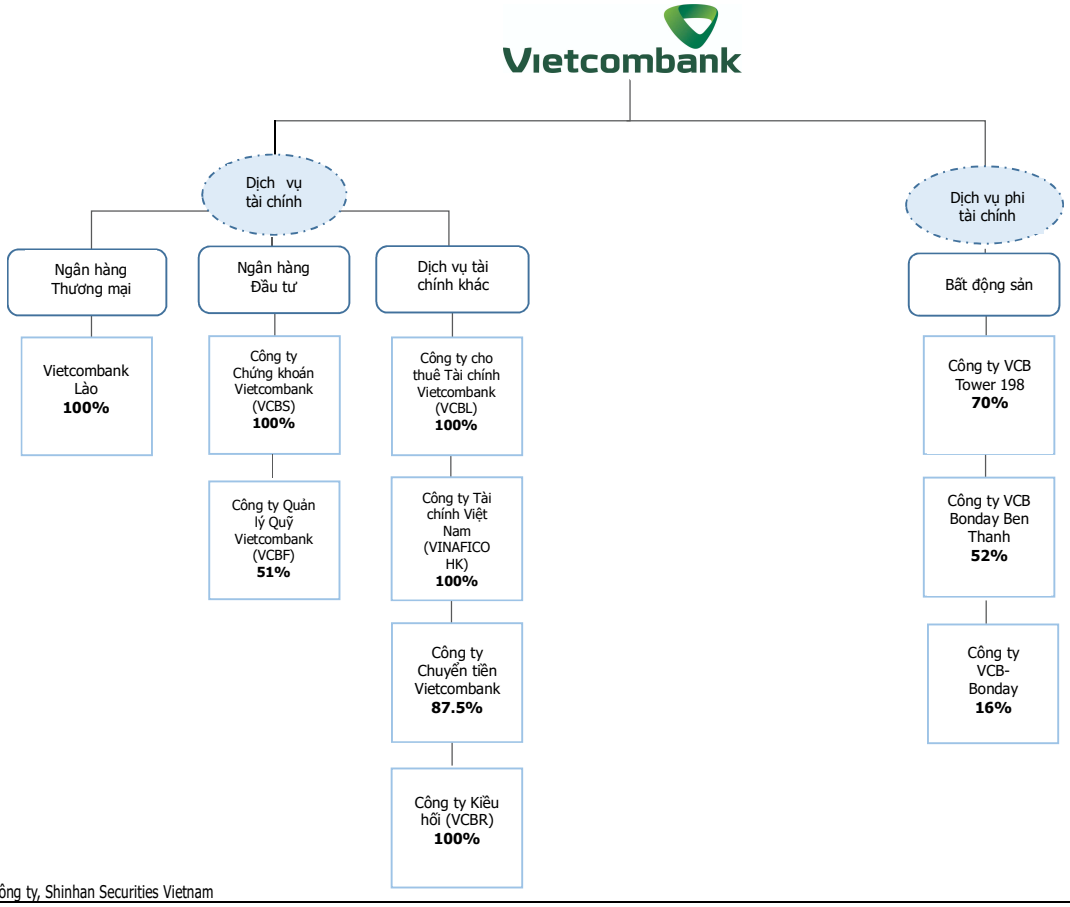
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử doanh nghiệp



Mô hình quản trị

Vietcombank sở hữu nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính và phi tài chính, bao gồm:



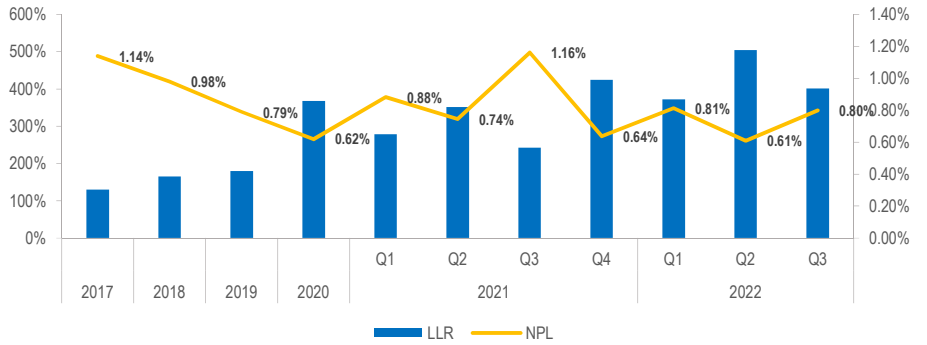
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

Chất lượng tài sản tốt, và tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành

1. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao vượt trội

Tỷ lệ NPL – Tỷ lệ LLR của VCB

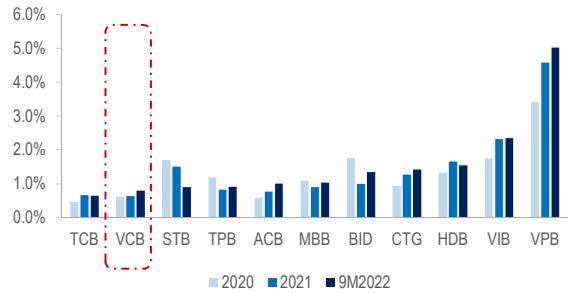


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

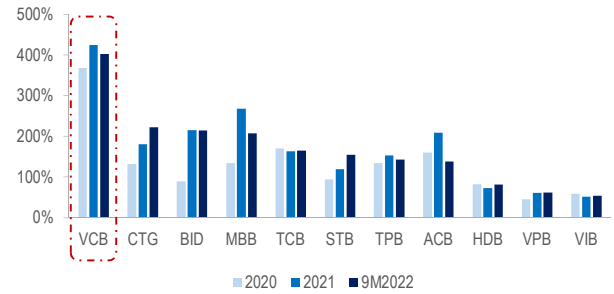
Chất lượng tài sản của VCB được thể hiện rõ qua tỷ lệ nợ xấu (NPL) duy trì thấp và trích lập dự phòng (LLR) luôn ở mức cao, giúp VCB giữ vững vị thế trong bối cảnh nền kinh tế nhiều biến động sau đại dịch. Tỷ lệ nợ xấu VCB tiếp tục giảm còn 0.61% cuối Q2/2022 nhưng đang tăng trở lại lên 0.80% cuối Q3/2022, tuy nhiên vẫn thuộc nhóm các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp, cho thấy Ngân hàng đang kiểm soát tốt chất lượng nợ cho vay, cũng như đánh giá được chất lượng tệp khách hàng.

Định hướng kinh doanh và cho vay của VCB luôn theo hướng thận trọng khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tiếp tục tăng và đạt mức cao nhất từ trước đến nay của Ngân hàng cũng như cao nhất trong hệ thống. Tỷ lệ LLR đạt 424% cuối năm 2021, tăng lên 504% trong 1H2022, có giảm nhẹ trong Q3 khi đạt 402% cuối Q3/2022 duy trì được vị trí dẫn đầu và bỏ xa các đối thủ khác trong ngành. Trên thực tế, việc trích lập tỷ lệ dự phòng tùy thuộc vào khẩu vị rủi ro của từng ngân hàng, VCB chủ trương giảm mức độ khấu trừ giá trị tài sản đảm bảo đồng thời tăng trích lập dự phòng. Bên cạnh đó, VCB đã thực hiện trích lập 100% đối với các khoản nợ được tái cơ cấu trong chính sách hỗ trợ theo Thông tư 14/2021/TT-NHNN. Với tình hình tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức thấp và khách hàng đang dần phục hồi về kinh tế, trong khi tỷ lệ trích lập dự phòng cao thì tiềm năng hoàn nhập các khoản dự phòng vào lợi nhuận tại VCB cũng là một điểm đáng chú ý.

Tỷ lệ NPL của các ngân hàng



Tỷ lệ LLR của các ngân hàng



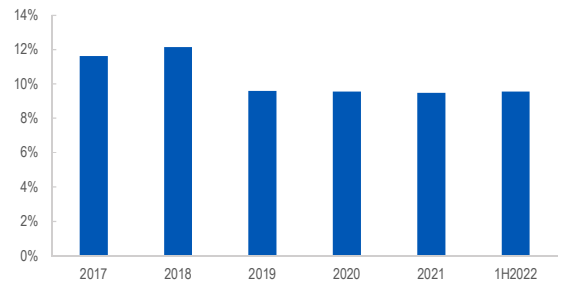
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Thực hiện tăng vốn nhằm duy trì tỷ lệ an toàn vốn

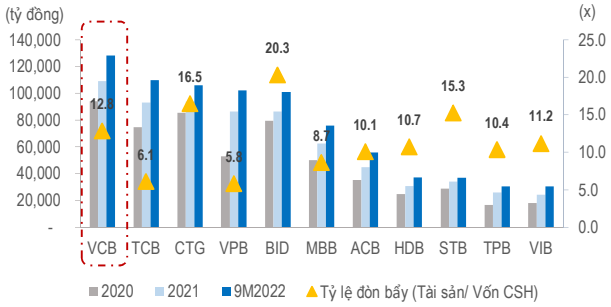
VCB duy trì tỷ lệ CAR ở mức trên yêu cầu là 8% theo yêu cầu của Basel II, cụ thể Ngân hàng đạt 9.47% cuối năm 2021, tăng lên 9.56% đến cuối T6/2022. Để đảm an toàn vốn khi VCB mở rộng kinh doanh và tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới, việc tăng bộ đệm vốn cần được quan tâm. Do đó, năm 2021 và đầu năm 2022, VCB cũng đã thực hiện nhiều đợt phát hành trái phiếu bổ sung vào vốn cấp 2 để gia tăng chỉ số CAR.

Về mặt vốn chủ sở hữu, VCB tăng trưởng mạnh tính từ 2017 với gần 52,558 tỷ đồng lên 128,390 tỷ đồng tính tới cuối T9/2022, giữ vững lợi thế đứng đầu trong nhiều năm liền. Việc tăng vốn chủ sở hữu mạnh mẽ được thực hiện khi VCB phát hành 111 triệu cổ phiếu cho đối tác GIC Private Limited (GIC) và Mizuho Bank Ltd năm 2019, và phát hành gần 1,024 triệu cổ phiếu để trả cổ tức được hoàn thành trong đầu năm 2022. Với vốn chủ sở hữu lớn mạnh, VCB thể hiện được sức chống chịu của mình, đặc biệt trong giai đoạn nền kinh tế có nhiều khó khăn. Tỷ lệ đòn bẩy của VCB giảm dần qua các năm tuy nhiên vẫn ở mức khá cao 12.8x tính đến cuối T9/2022. Điều này dễ thấy tại các ngân hàng quốc doanh khi việc tăng vốn điều lệ diễn ra có nhiều khó khăn hơn.

Tỷ lệ an toàn vốn CAR của VCB



Vốn chủ sở hữu (Vốn CSH) và tỷ lệ đòn bẩy (Tài sản/Vốn CSH) của các ngân hàng

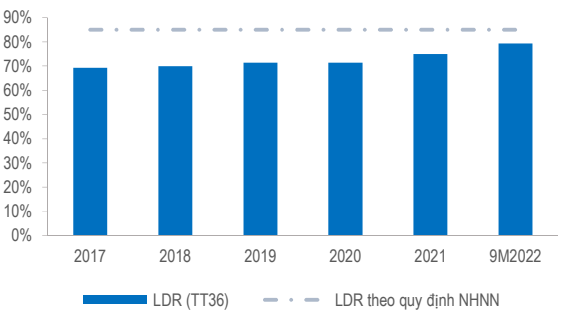


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

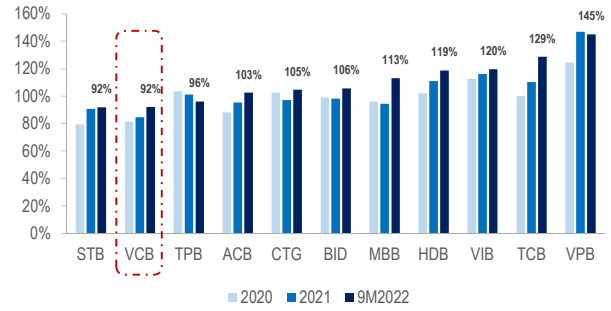
3. Quản lý thanh khoản chặt chẽ

Nhìn chung, VCB thực hiện quản lý thanh khoản khá chặt chẽ khi tỷ lệ dự nợ cho vay trên tiền gửi (LDR) luôn dưới mức quy định tối đa của NHNN. LDR (tính theo Thông tư 36/2014/TT-NHNN) của VCB đạt gần 75% cuối năm 2021, tăng nhẹ lên 79.4% cuối T9/2022, còn cách khá xa với quy định tỷ lệ LDR tối đa cho ngân hàng thương mại nhà nước là 90% theo Thông tư 36 (*). So sánh tỷ dư nợ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR thuần) với các ngân hàng khác trong ngành, VCB thuộc nhóm có tỷ lệ thấp khi đạt khoảng 84.6% năm 2021 và 9T2022 đạt 92.09%. Với thanh khoản tốt, ngân hàng có nhiều tiềm năng tăng trưởng về mặt cho vay, và khả năng đáp ứng kịp thời khi có lượng rút tiền lớn từ khách hàng.

Tỷ lệ LDR theo Thông tư 36 của VCB



Tỷ lệ LDR thuần của các ngân hàng



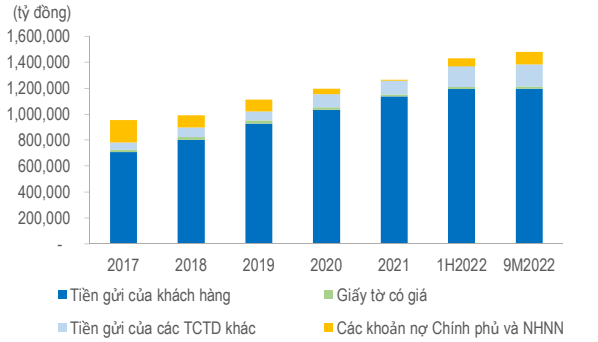
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

(*) Thông tư 22/2019/TT-NHNN Quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài quy định Ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài phải duy trì tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi tối 85%.

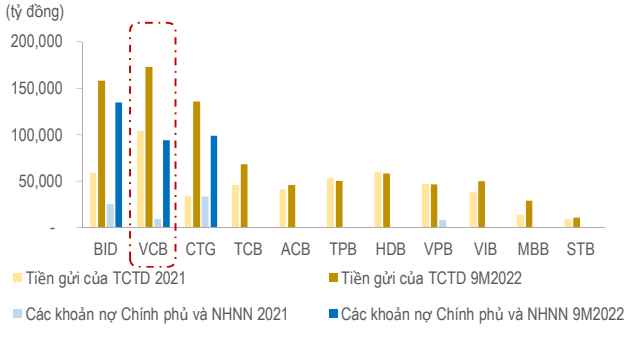
Nguồn huy động vốn đa dạng, chi phí vốn ở mức tương đối thấp tạo nhiều tiềm năng cải thiện NIM

1. Nguồn vốn huy động dồi dào, bền vững đến từ NHNN, TCTD khác và doanh nghiệp lớn

Cấu phần vốn huy động của VCB



Tiền gửi của các TCTD khác- Các khoản nợ Chính phủ và NHNN của các ngân hàng

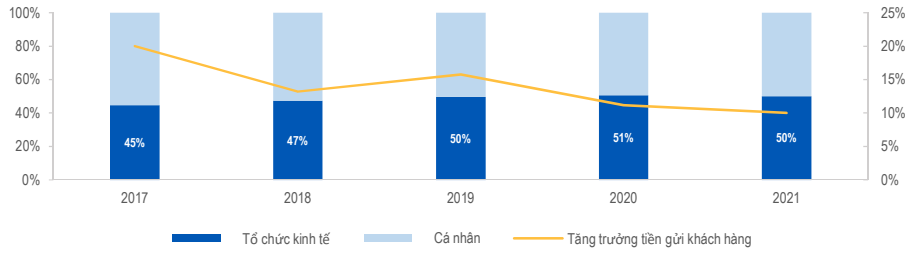


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nhóm ngân hàng thương mại nhà nước nói chung có lợi thế trong cuộc đua huy động tiền nhờ vào danh tiếng, đặc thù hoạt động, cũng như mạng lưới chi nhánh, phòng giao dịch trải rộng khắp cả nước. Có thể thấy tại VCB, tiền gửi của các TCTD khác tăng qua các năm đạt 104,044 tỷ đồng (+3.10% YoY) trong 2021, nhưng lại tăng đột biến trong 9T2022 đạt 173,006 tỷ đồng (+70.29% YoY). Bên cạnh đó, tiền gửi và vay Chính phủ và NHNN cũng có mức tăng lên đạt 93,953 tỷ đồng (+978.78% YoY) tại cuối Q3/2022. Nhờ vậy, VCB không chịu quá nhiều áp lực tăng lãi suất huy động trong giai đoạn này, và có thể hạn chế được đà tăng của chi phí vốn.

Nhìn chung, mức tăng trưởng tiền gửi của khách hàng của VCB giảm qua các năm, tiền gửi từ khách hàng đạt gần 1,135 triệu tỷ đồng (+10% YoY) cuối năm 2021, chỉ tăng khoảng 62 nghìn tỷ đồng lên 1,197 triệu tỷ đồng (+8.01% YoY) vào cuối Q3/2022. Trong đó, cấu phần tiền gửi của các tổ chức kinh tế đã có phần tăng tỷ trọng đạt 50% kể từ trong 2021.

Tiền gửi từ các tổ chức kinh tế và cá nhân của VCB

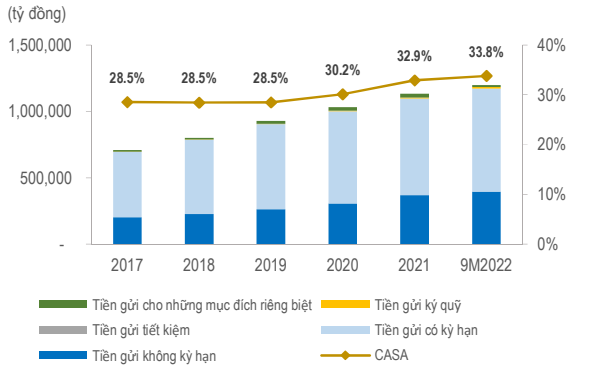


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

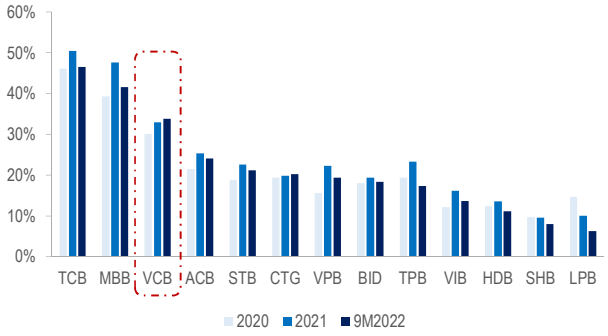
Tiền gửi không kỳ hạn tại VCB duy trì tốc độ tăng trưởng đạt 367,149 tỷ đồng (+19.58% YoY) cuối năm 2021, và đạt 393,800 tỷ đồng (+13.53% YoY) trong 9T2022. Việc tăng tỷ lệ CASA (bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và ký quỹ) thể hiện lợi thế về nguồn huy động vốn chi phí thấp của VCB, CASA cuối năm 2021 đạt 32.9%, tăng lên 33.79% cuối T9/2022, thuộc nhóm những ngân hàng có tỷ lệ CASA đứng đầu ngành.

Lãi suất ngân hàng trong thời gian từ đầu năm 2022 có nhiều biến động do các yếu tố vĩ mô trong và ngoài nước, các ngân hàng trung ương trên thế giới đã thực hiện tăng lãi suất. Cùng với xu hướng đó, NHNN đã tăng lãi suất điều hành, lãi suất liên ngân hàng có nhiều điều chỉnh, và các ngân hàng lớn khác tại Việt Nam đã thực hiện tăng lãi suất tiền gửi. Do vậy, lãi suất tại các kì hạn cũng đã được VCB điều chỉnh tăng mạnh nhưng vẫn thấp so với các ngân hàng tư nhân. Về lãi suất tiền gửi không kỳ hạn, VCB vẫn duy trì mức 0.1%.

Cấu phần tiền gửi khách hàng của VCB



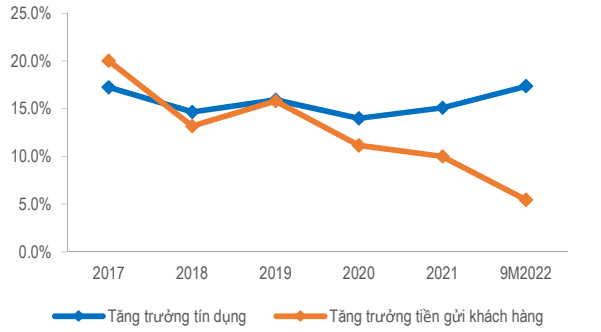
Tỷ lệ CASA của các ngân hàng



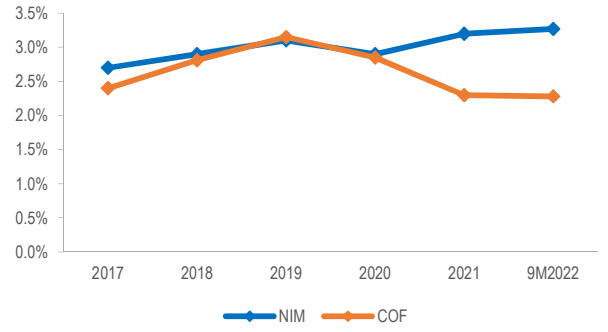
INguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

2. Khả năng sinh lời cao

Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi của VCB



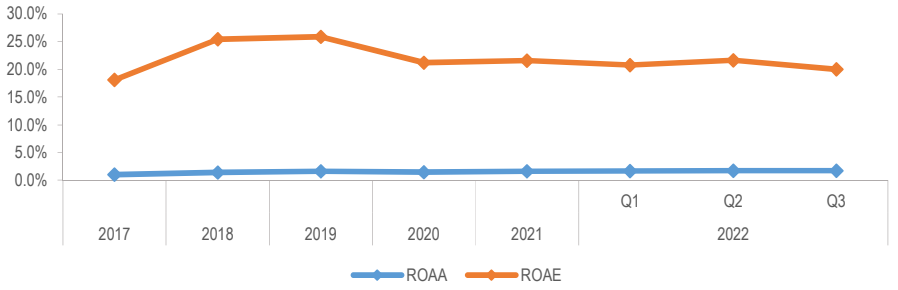
Chi phí vốn và NIM của VCB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tín dụng VCB có mức tăng trưởng cao trong nửa đầu năm 2022, theo tính toán của chúng tôi, dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN) tăng 15% YoY cuối năm 2021, và trong 9T/2022 tăng gần 17.35% so với đầu năm. Mức tăng trưởng tín dụng tăng vượt trội hơn tiền gửi khách hàng qua các năm, đặc biệt trong nửa đầu năm 2022. Điều đáng chú ý là NIM của VCB mở rộng khá chậm mặc dù chi phí vốn duy trì ở mức tương đối thấp khi VCB đã thực hiện cơ cấu huy động vốn đầu vào. Nguyên nhân có thể đến từ việc VCB đã và đang triển khai các chương trình vay ưu đãi với lãi suất vay thấp nhằm hỗ trợ phục hồi sản xuất sau đại dịch COVIC-19. Có thể thấy, tỷ lệ NIM đã bức phá trên 3% kể từ năm 2020, chênh lệch giữa NIM và tỷ lệ chi phí vốn ngày càng mở rộng. NIM đạt 3.27% cuối T9/2022. Với kì vọng nền kinh tế sẽ phục hồi trong thời gian tới, VCB có nhiều tiềm năng tăng trưởng tín dụng, cùng với nền chi phí vốn thấp, NIM có khả năng được cải thiện và mở rộng.

ROAE và ROAA của VCB

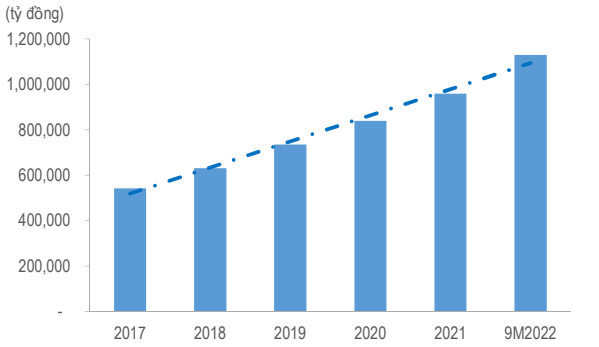


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

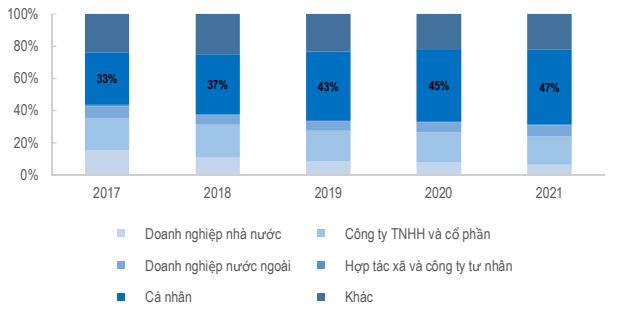
Đối với chỉ số ROAE và ROAA, ROAE đạt xấp xỉ 20.03% và ROAA đạt 1.72% (12 tháng gần nhất), bình quân ROE 5 năm cao hơn 21%. Chúng tôi đánh giá rằng VCB vẫn còn nhiều tiềm năng cải thiện tại hai chỉ số này khi (1) thu nhập từ lãi suất tăng một phần nhờ chuyển dần sang cho vay bán lẻ; (2) thu nhập ngoài lãi tiếp tục tăng mạnh cùng với việc kiểm soát chi phí tốt; (3) chi phí dự phòng ổn định và nhiều khả năng hoàn nhập nguồn dự phòng từ những năm trước.

3. Danh mục cho vay dần chuyển sang bán lẻ

Dư nợ cho vay của VCB



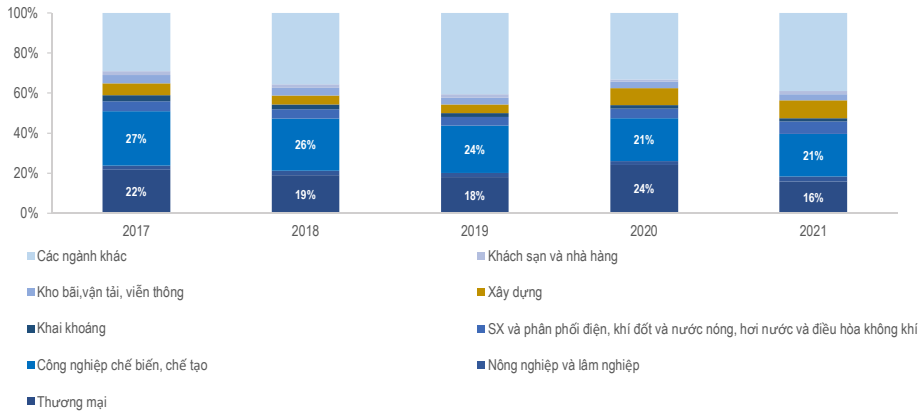
Dư nợ cho vay theo khách hàng của VCB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dư nợ cho vay khách hàng đạt 960,750 tỷ đồng năm 2021, đạt hơn 1 triệu tỷ đồng trong 9T2022, ghi nhận mức tăng CAGR gần 17% từ năm 2017. Dựa trên tổng dư nợ cho vay của 27 ngân hàng niêm yết, thị phần dư nợ cho vay của VCB duy trì tỷ trọng quanh 13% trong tổng dư nợ cho vay toàn ngành. Tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân tăng từ 45% cuối năm 2020 lên 47% năm 2021, phù hợp với trọng tâm chuyển dịch cơ cấu kinh doanh của Ngân hàng là tăng tỷ trọng dư nợ bán lẻ. Mục tiêu chiến lược của Ngân hàng đến năm 2025 là trở thành ngân hàng số 1 về bán lẻ và ngân hàng đầu tư. Do đó, VCB có nhiều triển vọng tăng thu nhập lãi đến từ tệp khách hàng cá nhân với lãi suất cho vay cao hơn. Danh mục cho vay theo ngành nghề của VCB tập trung chủ yếu vào các ngành ít rủi ro, nhằm hỗ trợ phục hồi, và phát triển kinh tế trong nước. Ngân hàng hợp tác, cho vay chủ yếu với các doanh nghiệp trong ngành thương mại, công nghiệp chế biến, và sản xuất tận dụng lợi thế nguồn ngoại tệ dồi dào, quy mô lớn, quan hệ rộng với nhiều đối tác lớn.

Dư nợ cho vay theo ngành nghề của VCB

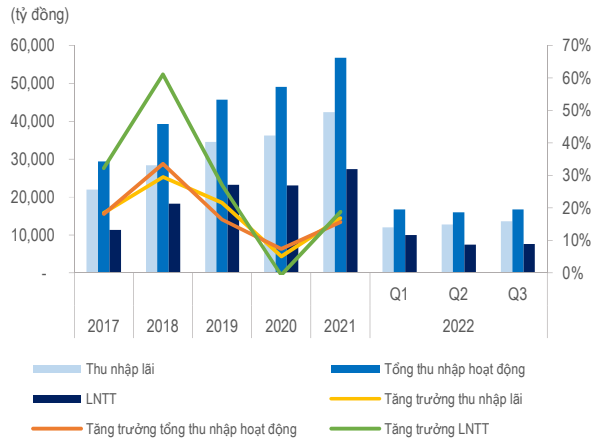


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả kinh doanh vượt trội với lợi nhuận đứng đầu ngành

1. Nguồn thu ngoài lãi đóng góp tích cực

Thu nhập lãi- TOI- LNTT của VCB



Lợi nhuận lãi thuần và lợi nhuận ngoài lãi của VCB

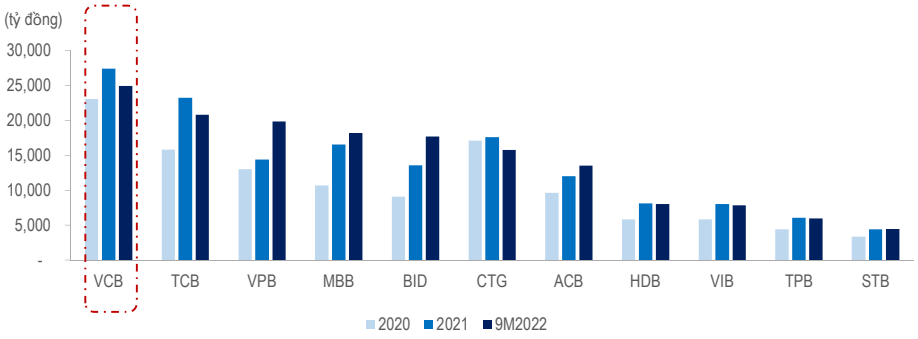


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) duy trì tăng, mức tăng trưởng bật trở lại trong 2021, đạt 56,724 tỷ đồng (+15.61% YoY), Q3/2022 đạt 16,714 tỷ đồng (+26.12% YoY). Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của VCB tăng nhanh qua các năm, năm 2021 đạt 27,385 tỷ đồng (+18.82% YoY), và dẫn đầu ngành nhờ vào kết quả khả quan của các mảng kinh doanh. Sau khi bị VPB vượt mặt về LNTT trong Q1/2022, VCB đã giành lại ngôi vương trong Q2 và Q3/2022 khi đạt được 7,566 tỷ đồng (+31.87% YoY) trong Q3/2022.

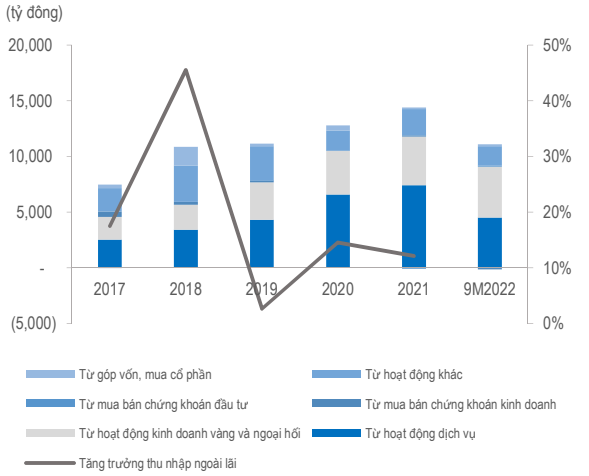
Kinh doanh ngoài lãi đạt 14,324 tỷ đồng (+12.12% YoY) trong 2021, lũy kế 9T/2022 đạt 10,983 tỷ đồng (+7.30% YoY), góp phần vào sự tăng trưởng mạnh của lợi nhuận trước thuế. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối chiếm tỷ trọng lớn trong nguồn thu ngoài lãi, lần lượt chiếm 52% và 31% cuối năm 2021. Thu nhập từ hoạt động ngoại hối đạt mốc 4,375 tỷ đồng (+12% YoY) năm 2021, cao hơn hẳn so với các ngân hàng khác trong ngành, và tiếp tục giữ vững lợi thế trong 9T2022 khi lũy kế 9T đạt 4,580 tỷ đồng (+43.06% YoY). Thu nhập từ hoạt động dịch vụ cũng duy trì đà tăng khi đạt 7,407 tỷ đồng năm 2021 (+12.11% YoY), tốc độ tăng trưởng giảm nhẹ so với năm trước đó do VCB đã thực hiện giảm các loại phí dịch vụ cho tất cả các đối tượng khách hàng nhằm hỗ trợ trong mùa dịch. Lũy kế 9T giảm nhẹ đạt 4,508 tỷ đồng (-9.73% YoY), điều này có thể đến từ việc từ 2022, VCB đưa ra chính sách miễn phí mọi giao dịch chuyển tiền, miễn phí quản lý và duy trì trên VCB Digibank. Với việc sở hữu hơn 600 chi nhánh, phòng giao dịch (tính đến cuối năm 2021), chính sách miễn phí sẽ là chất xúc tác giúp VCB thu hút được lượng khách hàng đáng kể trong tương lai, tăng tỷ lệ CASA và cải thiện được phần chi phí vốn. Bên cạnh đó, từ 2021, VCB đã tập trung thực hiện chuyển đổi số, nâng cao trải nghiệm của khách hàng, tăng tính cạnh tranh giành thị phần bán lẻ với các ngân hàng tư nhân lớn đã thực hiện chuyển đổi số từ nhiều năm trước.

LNTT của các ngân hàng

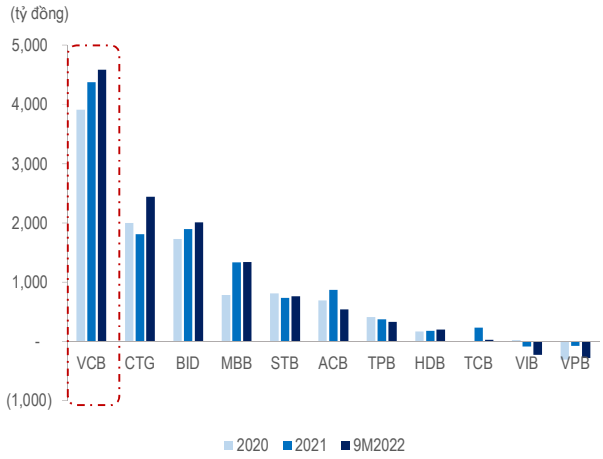


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cấu phần thu nhập ngoài lãi của VCB



Thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối các ngân hàng

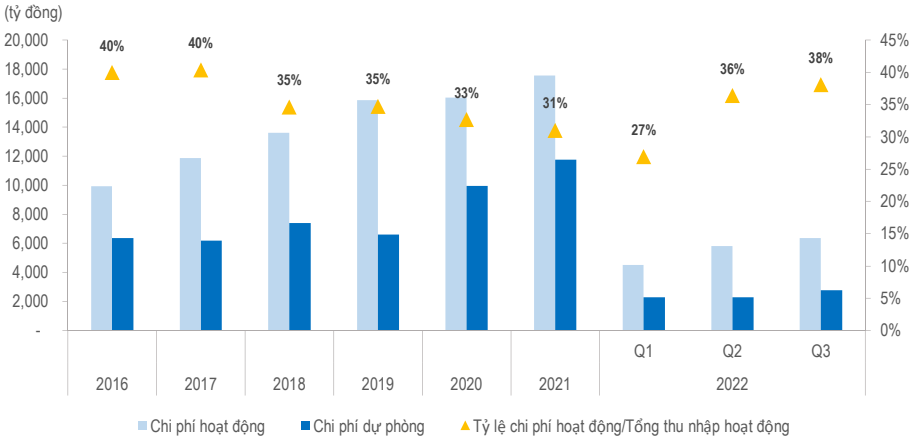


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Quản lý chi phí hoạt động hiệu quả

Tăng trưởng chi phí hoạt động giảm đều qua các năm, cụ thể năm 2021 chỉ tăng 9.57% YoY đạt 17,574 tỷ đồng, lũy kế 9T2022 đạt 16,695 tỷ đồng (+15% YoY). Tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng thu nhập hoạt động (CIR) giảm dần qua các năm khi chỉ đạt 31% cuối năm 2021, giảm trong Q1/2022 ở mức 27% sau đó tăng lên 38% cuối Q3/2022. Nhìn chung, VCB quản lý chi phí hoạt động ở mức ổn định khi duy trì tỷ lệ CIR ở quanh ~35%. Bên cạnh đó, chi phí trích lập dự phòng sau khi tăng nhanh trong năm 2021 đã giảm tốc độ tăng đạt 11,761 tỷ đồng (+17.90% YoY), tuy nhiên lũy kế 9T2022 giảm còn 7,326 tỷ đồng (-2.83% YoY). VCB đã thực hiện trích lập đầy đủ cho các khoản vay tái cơ cấu, giữ nguyên nhóm nợ trước thời hạn NHNN quy định, nên Ngân hàng sẽ không còn chịu áp lực trong thời gian tới.

Chi phí hoạt động và tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập hoạt động (CIR) của VCB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Dự phóng kết quả kinh doanh

Một số chỉ tiêu chính	2021	2022	YoY	2023	YoY
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN) (tỷ đồng)	972,680	1,147,762	+18.0%	1,342,882	+17.00%
Tiền gửi khách hàng (tỷ đồng)	1,135,324	1,316,707	+15.9%	1,522,377	+15.6%
NPL (%)	0.64	0.70		0.75	
NIM (%)	3.2	3.2		3.3	
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	42,273	48,888	+15.7%	57,912	+18.5%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,357	17,743	+23.6%	21,172	+19.3%
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	56,630	66,631	+17.7%	79,084	+18.7%
Chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(11,478)	(10,390)	-9.5%	(12,185)	+17.3%
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	(17,666)	(19,930)	+12.8%	(22,783)	+14.3%
LNTT (tỷ đồng)	27,486	36,311	+32.1%	44,116	+21.5%

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2022 của VCB là 18% dựa trên kết quả hoạt động kinh doanh khá tốt của Ngân hàng cũng như kì vọng có thêm một đợt nới room nữa từ NHNN. Tiền gửi khách hàng tiếp tục đà tăng tương đương 15.9% khi VCB cũng đã thực hiện tăng lãi suất tiền gửi, cũng như phát triển các sản phẩm khác thu hút khách hàng.

Trong bối cảnh nợ xấu được kì vọng sẽ tăng nhanh khi Thông tư 14/2021/TT-NHNN hết hạn vào T6/2022, nợ xấu tại VCB đã tăng nhanh trong Q3/2022 lên 0.80%, do đó chúng tôi kì vọng sẽ không có nhiều biến động trong Q4/2022. Chúng tôi dự phóng nợ xấu cả năm 2022 của VCB sẽ về mức 0.70% . Bên cạnh đó, chi phí dự phòng năm 2022 giảm 9.5%. Do đã trích lập dự phòng nhiều từ các năm trước nên chi phí dự phòng được dự phóng không còn áp lực trích lập thêm vào các năm sau.

Với các dự phóng trên, chúng tôi kì vọng thu nhập lãi thuần tăng 15.7% dựa trên kết quả kinh doanh lũy kế 9T2022 đã tăng gần 22% YoY. Trong khi đó NIM năm 2022 duy trì ở mức 3.3% do VCB đã thực hiện tăng lãi suất tiền gửi vào T9/2022. Thu nhập ngoài lãi được kì vọng tiếp tục tăng 23.6% với kì vọng nguồn thu nhập từ dịch vụ và ngoại hối tiếp tục tăng. Bên cạnh đó, VCB tiếp tục hợp tác với Công ty THHH Bảo hiểm Nhân thọ FWD Việt Nam (FWD) ra mắt các sản phẩm mới thu hút nhiều khách hàng, do vậy chúng tôi kì vọng nguồn thu nhập ngoài lãi sắp tới sẽ có sự đóng góp từ thu nhập bảo hiểm. Lợi nhuận trước thuế kì vọng sẽ tăng 32.1% năm nay và 21.5% trong năm 2023 với kì vọng thu nhập tăng cùng với chi phí được kiểm soát ổn định. Ngoài ra, VCB có kế hoạch nhận chuyển giao bắt buộc một ngân hàng yếu kém từ chỉ đạo của NHNN, điều nào sẽ góp phần mở rộng quy mô kinh doanh, cơ sở khách hàng và mạng lưới. Do đó, chúng tôi kì vọng kết quả kinh doanh của VCB sẽ tiếp tục tích cực trong thời gian tới.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 87,200 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 87,200 đồng tương ứng với mức tăng 18.5%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, VCB có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp, với tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành;

2) Nguồn huy động vốn đa dạng, chi phí vốn ở mức tương đối thấp tạo nhiều tiềm năng cái thiện NIM;

3) Kết quả kinh doanh vượt trội với lợi nhuận đứng đầu ngành.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá thu nhập thặng dư (residual income- RI) và P/B với tỷ trọng lần lượt 60%/40% để định giá VCB.

Phương pháp RI

(Đơn vị: tỉ VND)	Q4/2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Chi phí vốn	11.47%	11.47%	11.47%	11.47%	11.47%
Chi phí vốn sau 2026					11.47%
LNST	9,070	35,293	43,144	54,269	64,486
Lợi nhuận thặng dư (RI)	5,938	19,851	24,813	32,262	37,685
Giá trị hiện tại RI	**5,760**	**17,270**	**19,354**	**22,583**	**23,742**

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	**401,217**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.00%

Giá trị hiện tại RI	88,709
Giá trị hiện tại dài hạn	252,767
Vốn ban đầu	128,390
Tổng giá trị	469,866
Số lượng cổ phiếu (triệu) (*)	4.732
Giá mục tiêu	**93,973**

Chi phí vốn	**11.47%**
Beta	0.75
Beta điều chỉnh	0.83
Lãi suất phi rủi ro	5.00%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	7.80%

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

(*) Trong trường hợp VCB có thực hiện tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu để trả cổ tức từ nguồn lợi nhuận còn lại năm 2019, 2020, số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành khoảng 856 triệu cổ phiếu với giá 10,000 đồng/ cổ phiếu. Giá mục tiêu được điều chỉnh về 77,000.

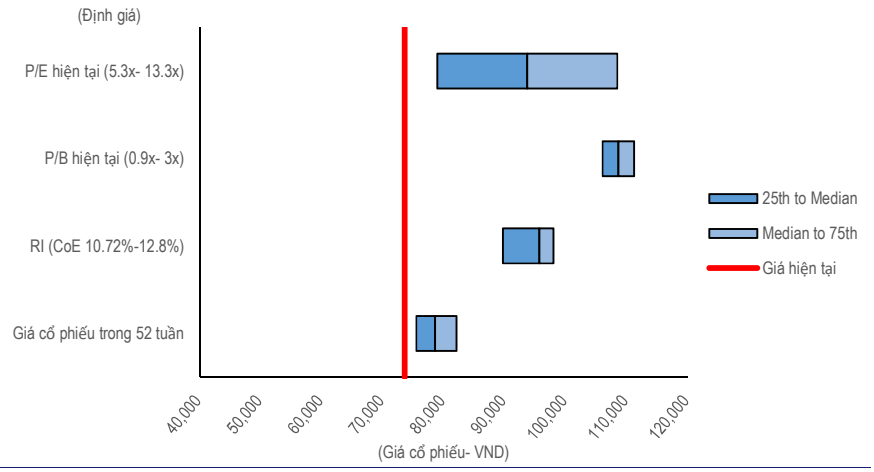
Đối với phương pháp P/B, chúng tôi lấy giá trị P/B trung bình 5 năm gần nhất của VCB tính đến ngày 30/09/2022 là 3x.

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	93,973
P/B trung bình (3x)	40%	77,034
Giá mục tiêu	**87,197**	

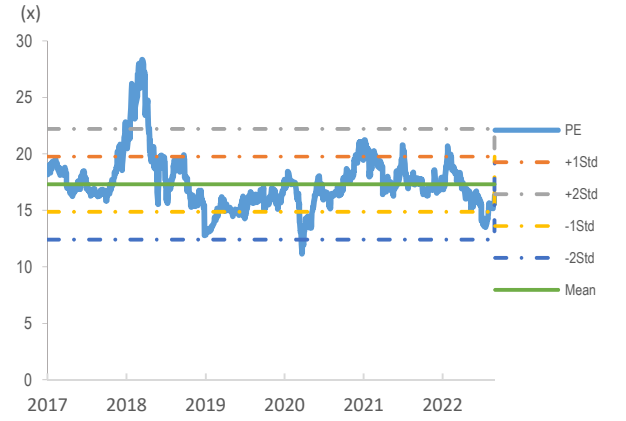
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Football field



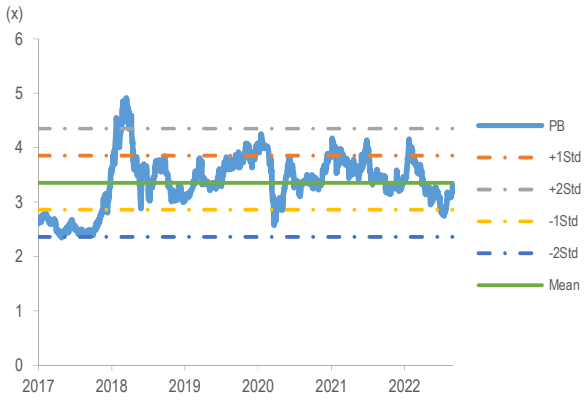
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VCB



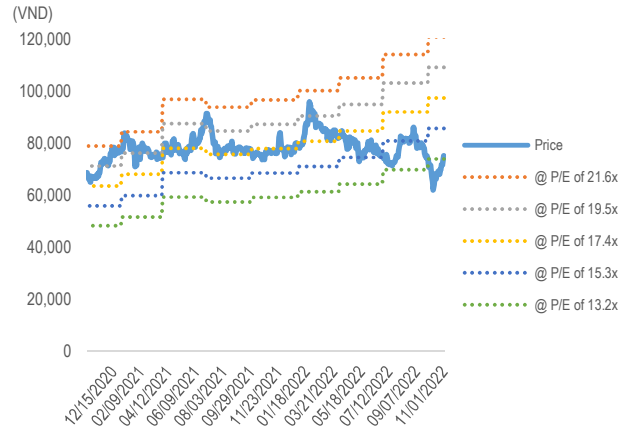
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VCB



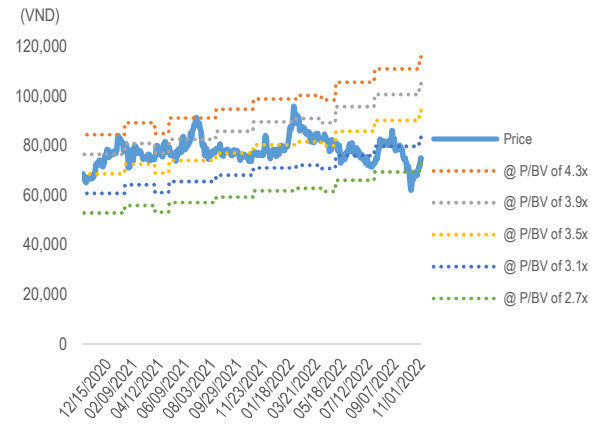
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ biên độ giá theo PER của VCB



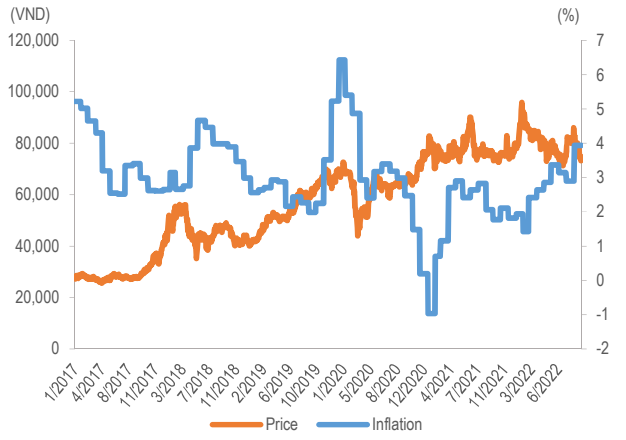
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ biên độ giá theo PBR của VCB



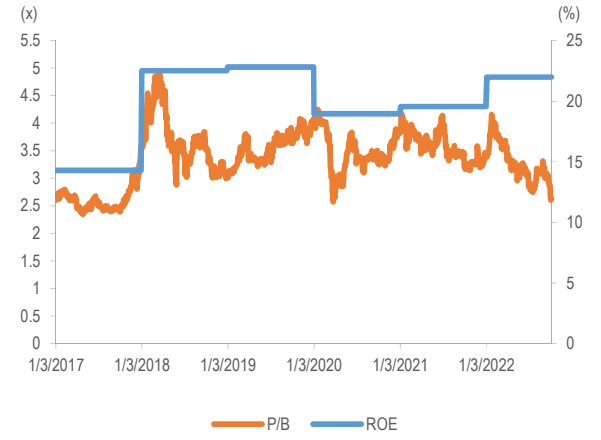
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu VCB và lạm phát



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của VCB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của Vietcombank



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro tăng lãi suất

Rủi ro lạm phát lan rộng trong thời gian tới, xuất phát từ bối cảnh lạm phát tăng cao trên thế giới buộc các ngân hàng trung ương phải tăng lãi suất. Tháng 9, 2022 NHNN đã tăng lãi suất điều hành dẫn đến áp lực tăng lãi suất huy động tăng cao, kéo theo lãi suất vay tăng, tuy nhiên sẽ trễ pha hơn lãi suất huy động, dẫn đến biên lợi nhuận có thể bị thu hẹp.

Rủi ro tỷ giá

Tiền gửi ngoại tệ tại VCB tương đối cao, trung bình 16% tổng giá trị tiền gửi khách hàng từ 2017 đến 2021. Do đó, trong điều kiện tỷ giá USD/VND tiếp tục tăng trong thời gian tới sẽ gây áp lực lên tổng nợ phải trả của Ngân hàng. Bên cạnh đó, kinh doanh ngoại hối chiếm tỷ trọng lớn trong phần thu nhập ngoài lãi của VCB, với bối cảnh tỷ giá có nhiều biến động như hiện nay, nguồn thu nhập từ kinh doanh ngoại hối VCB có nguy cơ bị ảnh hưởng.

Rủi ro nợ xấu tăng cao

Nợ xấu có nguy cơ tăng cao, tiềm ẩn rủi ro toàn hệ thống. Đặc biệt là khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào ngày 30/06/2022, những khoản nợ được tạo điều kiện cơ cấu giữ lại xếp hạng nhóm nợ 1 và 2 trong thời gian chịu ảnh hưởng bởi đại dịch, nếu không thể hồi phục kịp sẽ bắt buộc bị chuyển sang nợ xấu.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**1,326,230**	**1,414,986**	**1,681,899**	**1,976,251**	**2,320,186**
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	15,095	18,012	20,107	20,290	18,618
Tiền gửi tại NHNN	33,139	22,507	21,674	24,520	28,391
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	267,970	225,765	285,642	343,570	395,705
Chứng khoán kinh doanh	1,954	2,766	3,614	4,715	6,146
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác		303	303	303	303
Cho vay khách hàng	820,545	934,774	1,098,872	1,288,615	1,497,837
Hoạt động mua nợ					
Chứng khoán đầu tư	156,931	170,605	195,055	217,232	264,896
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2,239	2,346	3,264	3,430	3,605
Tài sản cố định	8,539	8,626	9,412	10,266	11,193
Bất động sản đầu tư					
Tài sản Có khác	19,817	28,969	43,956	63,310	93,492
Tổng nợ	**1,232,135**	**1,305,555**	**1,547,316**	**1,816,493**	**2,128,383**
Nợ chính phủ và NHNN	41,177	9,468	19,409	31,054	43,476
Tiền gửi và vay các TCTD khác	103,584	109,758	156,519	205,647	261,130
Tiền gửi của khách hàng	1,032,114	1,135,324	1,316,707	1,522,377	1,763,492
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	52				
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	15	8	8	8	8
Phát hành giấy tờ có giá	21,240	17,388	19,127	20,083	21,087
Các khoản nợ khác	33,954	33,854	35,546	37,324	39,190
Vốn chủ sở hữu	**94,095**	**109,186**	**134,583**	**159,758**	**191,803**
Vốn của tổ chức tín dụng	42,429	42,429	52,665	52,665	52,665
Quỹ của tổ chức tín dụng	14,926	18,173	22,579	27,921	34,440
Lợi nhuận chưa phân phối	36,650	48,503	59,226	79,027	104,514
Lợi ích của cổ đông thiểu số	85	87	113	145	184
Tổng cộng nguồn vốn	**1,326,230**	**1,414,986**	**1,681,899**	**1,976,251**	**2,320,186**

Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	14.30	14.40	18.00	17.50	16.50
Tiền gửi của khách hàng	11.17	10.00	15.98	15.62	15.84
Vốn chủ sở hữu	16.23	16.04	23.26	18.71	20.06
Tổng tài sản	8.46	6.69	18.86	17.50	17.40
Thu nhập lãi thuần	5.06	16.50	15.65	18.46	20.52
Thu nhập ngoài lãi	14.55	12.36	23.58	19.33	20.96
PPOP	10.75	17.99	19.86	20.56	22.81
LNTT	-0.70	19.25	32.11	21.49	22.25
LNST	-0.67	19.18	31.94	21.49	22.25
Lợi nhuận (%)					
NIM	2.92	3.15	3.24	3.25	3.35
ROA	1.45	1.60	1.87	1.93	2.01
ROE	21.08	21.64	23.81	23.96	24.52
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (LDR)	81.4	84.6	86.1	87.50	88.00
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	14.09	12.96	12.50	12.37	12.10
Tỷ lệ NPL (%)	0.62	0.64	0.70	0.75	0.80
Tỷ lệ LLR (%)	367.93	424.38	438.67	435.04	435.25
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	2.29	2.70	3.07	3.26	3.48
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	1.19	1.22	0.92	0.91	0.98
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	1.18	1.21	0.91	0.91	0.96
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	4,981	5,915	6,138	7,458	9,117
BPS	25,347	29,397	28,414	33,727	40,490
PPOP/share	8,904	10,555	9,868	11,897	14,610

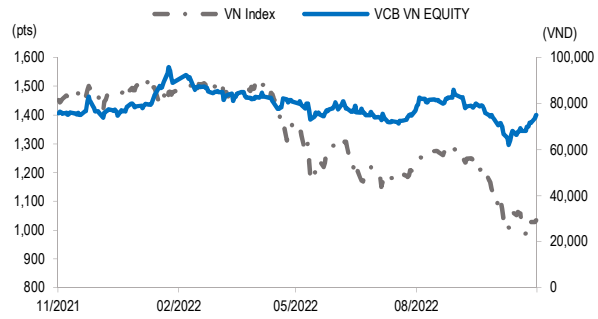
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

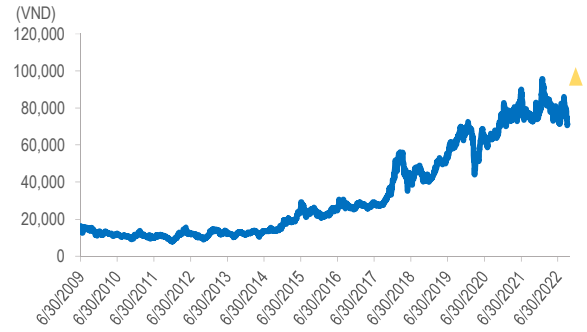
Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thu nhập lãi	70,622	87,883	107,357	130,488	158,511
Chi phí lãi	-28,349	-38,995	-49,445	-60,694	-74,766
Thu nhập lãi thuần	**42,273**	**48,888**	**57,912**	**69,794**	**83,745**
Từ hoạt động dịch vụ	6,607	7,407	8,777	10,231	12,134
Từ hoạy động kinh doanh ngoại hối vàng	3,906	4,375	6,125	7,963	10,352
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	2	138	125	150	180
Từ mua bán chứng khoán đầu tư		-85	85	85	85
Từ hoạt động khác	1,800	2,393	2,501	2,613	2,728
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	461	130	130	130	130
Tổng thu nhập ngoài lãi	**12,778**	**14,357**	**17,743**	**21,172**	**25,609**
Tổng thu nhập hoạt động	**49,063**	**56,630**	**66,631**	**79,084**	**95,403**
Chi phí hoạt động	-16,038	-17,666	-19,930	-22,783	-26,260
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	33,024	38,964	46,701	56,301	69,143
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-9,975	-11,478	-10,390	-12,185	-15,213
Tổng lợi nhuận trước thuế	**23,050**	**27,486**	**36,311**	**44,116**	**53,930**
Thuế TNDN	-4,577	-5,469	-7,262	-8,823	-10,786
Tổng lợi nhuận sau thuế	**18,473**	**22,017**	**29,049**	**35,293**	**43,144**
LNST thuộc về công ty mẹ	18,451	21,997	29,023	35,261	43,105

Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
03/11/2022 (BC lần đầu)	MUA	87,200	9.7	-9.9/28.0

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Xuan Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VCB VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000