

**COMPANY:** Joint Stock Commercial Bank for Foreign Trade of Vietnam (VCB)

**Bộ phận Phân tích Doanh nghiệp**

Tel: (+84)24 3573 0073

Email: research@ivs.com.vn

## <DUY TRÌ VỊ THẾ ĐẦU NGÀNH>

### VCB

Ngành: Ngân hàng

Ngày báo cáo: 09/06/2021

Khuyến nghị: MUA

Giá hiện tại: VND 100,000

Giá mục tiêu: VND 120,900

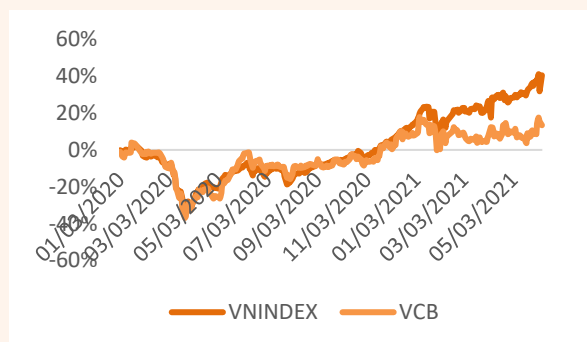
### Tổng quan

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) được thành lập năm 1963, là 1 trong 4 ngân hàng TMCP quốc doanh. Ngân hàng hiện chiếm 8.8% thị phần tín dụng toàn hệ thống. Cổ phiếu VCB hiện được niêm yết trên sàn HOSE và là một trong những cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất TTCKVN.

### Thông tin cơ bản

|                            |         |
|----------------------------|---------|
| Vốn hóa (tỷ đồng)          | 382,041 |
| SL CP lưu hành (triệu)     | 3,709   |
| KLGD tb 1 tháng (triệu cp) | 8.43    |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài    | 23.27%  |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước      | 74.80%  |

### Diễn biến giá



### Biến động giá cổ phiếu

|                           | 3M     | YTD    | 1Y     |
|---------------------------|--------|--------|--------|
| Absolute (%)              | 8.2%   | 4.0%   | 15.7%  |
| Relative to benchmark (%) | 24.5%  | 25.3%  | 69.5%  |
| Average share price       | 98.324 | 98,922 | 91,529 |

### Bảng KQKĐKD

|                    | Q12020 | Q12021 |
|--------------------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần | 9,034  | 10,081 |
| Thu nhập ngoài lãi | 3,251  | 5,604  |
| TOI                | 12,285 | 15,685 |
| Chi phí hoạt động  | 4,910  | 4,779  |
| Chi phí DPRRTD     | 2,152  | 2,274  |
| PBT                | 5,222  | 8,631  |

### Bảng CĐKT

|                           | 2020A     | Q12021    |
|---------------------------|-----------|-----------|
| Cho vay khách hàng        | 839,788   | 871,937   |
| Tiền gửi khách hàng       | 1,032,113 | 1,025,547 |
| <b>Chỉ tiêu tài chính</b> |           |           |
| ROA                       | 1.45%     | 2.12%     |
| ROE                       | 21.11%    | 28.33%    |
| NIM                       | 2.99%     | 3.16%     |
| CIR                       | 32.70%    | 30.50%    |
| NPL (Cir02)               | 0.62%     | 0.88%     |

### Điểm nhấn đầu tư:

- Vị thế trong ngành dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận: VCB hiện giữ vị thế số 1 trong hoạt động thanh toán quốc tế, giao dịch ngoại hối; CASA nổi bật top 3 toàn ngành giúp ngân hàng duy trì vị thế số 1 về lợi nhuận trong toàn ngành.
- Việc đẩy mạnh khai thác tập khách hàng cá nhân giúp ngân hàng tiếp tục gia tăng doanh thu từ dịch vụ thanh toán. Đáng chú ý, lợi ích từ hợp tác bảo hiểm với FWD cùng khoản upfront fee lớn sẽ là lực đẩy tích cực giúp ngân hàng ghi nhận tốc độ tăng trưởng dịch vụ 20%-30%/năm trong 3 năm tới.
- Chất lượng tài sản của ngân hàng cùng động thái quyết liệt về trích lập dự phòng rủi ro tín dụng là một điểm cộng lớn tạo sức bật tăng trưởng của ngân hàng trong giai đoạn hậu covid.

### Khuyến nghị:

IVS đánh giá tích cực và khuyến nghị “MUA” cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 120,900 vnd/cp dựa trên kỳ vọng về sự cải thiện tích cực kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2022-2023. Bộ đệm dự phòng vững chắc cũng sẽ giúp VCB đối phó với rủi ro tín dụng trong trường hợp dịch covid diễn biến xấu. Sau cùng, việc đẩy mạnh tập khách hàng cá nhân, dịch vụ thanh toán và bảo hiểm sẽ là những xúc tác mạnh mẽ với lợi nhuận của ngân hàng trong trung và dài hạn.

### **Kết quả kinh doanh quý 1/2021 tích cực, đi cùng với diễn biến chung toàn ngành**

Trong quý 1/2021, VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ở mức 3.8%ytd (trong đó cho vay bán lẻ tăng 4.4%ytd), cao hơn mức 2.7% của cùng kỳ năm ngoái.

Mặc dù tín dụng tăng trưởng, thu nhập từ lãi của VCB vẫn chịu ảnh hưởng từ các gói hỗ trợ chính sách đối với khách hàng và ghi nhận tăng chậm 11% so với quý 1/2020. Lãi suất huy động giảm mạnh hơn giúp ngân hàng mở rộng NIM đáng kể trong quý 1.

Trong khi đó, thu nhập dịch vụ tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm 2020 là nhân tố chính giúp VCB ghi nhận tăng trưởng PBT 65% trong quý 1/2021. Đây là kết quả từ thu nhập thanh toán ở mức cao cộng hưởng với thu nhập bảo hiểm (bao gồm upfront fee từ hợp đồng hợp tác với FWD). Cụ thể, quý I/2021, doanh thu hoa hồng bảo hiểm của VCB đã tăng lên 390 tỷ đồng, cao hơn nhiều cùng kỳ năm ngoái. Theo kế hoạch, ngoài 1.700 tỷ đồng phí upfront, VCB còn có kế hoạch thu về 1.110 tỷ đồng hoa hồng bảo hiểm trong năm 2021. Nếu đạt được kế hoạch đã cam kết, tổng số tiền mang về là 2.800 tỷ đồng trong năm nay từ hợp đồng bảo hiểm độc quyền với FWD.

### **Chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng đầu ngành**

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đã đạt đỉnh: trong quý 1/2021, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được trích lập là hơn 2,200 tỷ đồng. Đáng chú ý, ngân hàng mục tiêu hoàn tất trích lập dự phòng cho toàn bộ phần dư nợ tái cấu trúc trong năm 2021 thay vì lộ trình 3 năm như TT03/2021.

Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu của ngân hàng đạt đỉnh 370%, khoản dự phòng đạt kỷ lục trên 19,000 tỷ đồng cùng với quy mô dư nợ tái cấu trúc theo thông tư 01/2020 và TT03/2021 giảm còn 3,900 (0.4% dư nợ tín dụng) là những tín hiệu tích cực về giảm thiểu áp lực dự phòng, đặc biệt kỳ vọng lợi nhuận của VCB sẽ bứt phá mạnh trong các năm tới.

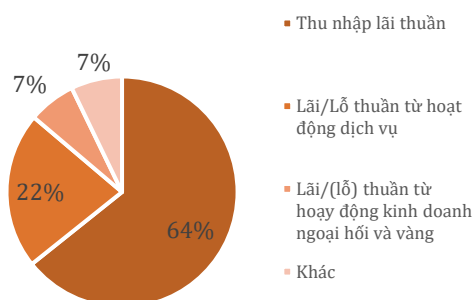
### **Kế hoạch tăng vốn- phát hành hơn 1 triệu cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 27.6% từ lợi nhuận còn lại năm 2019 sau khi chia cổ tức 8%.**

Phương án tăng vốn điều lệ được chia thành 2 cấu phần:

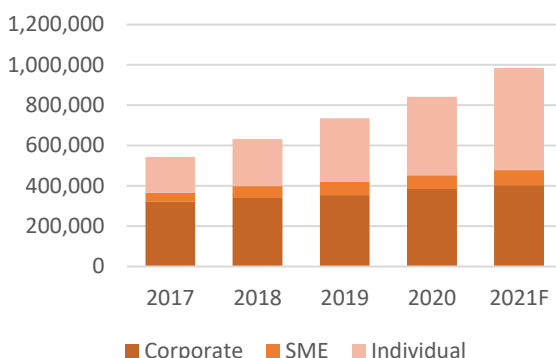
- Phát hành hơn 1 triệu cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ 27.6% từ lợi nhuận còn lại năm 2019 sau khi chia cổ tức 8%
- Phát hành cổ phiếu riêng lẻ quy mô tối đa 6.5% vốn điều lệ tại thời điểm chào bán. Đối tượng chào bán là nhà đầu tư tổ chức có tiềm lực tài chính, bao gồm một hoặc một số cổ đông hiện hữu. VCB dự kiến phát hành cho đối tác chiến lược Mizuho tối thiểu 46 triệu cổ phiếu để giữ tỷ lệ ít nhất 15% và phát hành thêm cho nhà đầu tư khác.

Thời gian thực hiện cấu phần 1 là trong năm 2021. Cấu phần 2 sẽ được thực hiện trong năm 2021 và tiếp tục trong năm 2022.

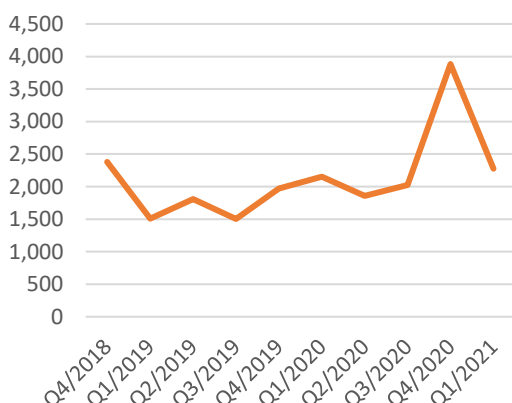
TOI structure



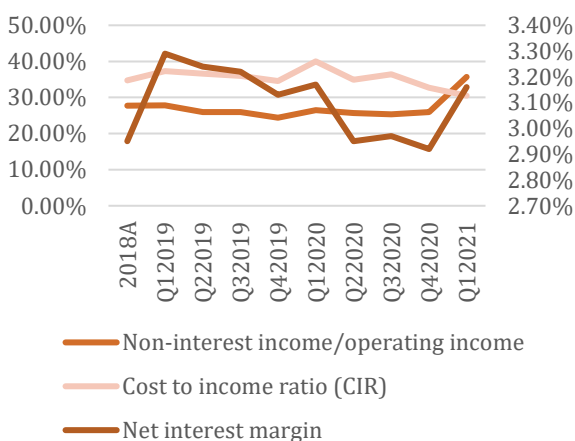
Bán lẻ là động lực chính dẫn dắt tăng trưởng



Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ VND)



Hiệu suất



Nguồn: IVS Research, VCB

## ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- Tính đến 20/5/2021, tăng trưởng tín dụng Vietcombank đạt 5.6%, vượt kế hoạch tăng trưởng quý 2 của ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng nhóm khách hàng cá nhân sẽ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng tín dụng của VCB và đạt tỷ trọng trên 50% danh mục cho vay của VCB đến cuối năm nay. Theo đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng dự phóng năm 2021 là 16.9%, vượt mức trần tăng trưởng VCB đang trình NHNN là 14% cho cả năm 2021.
- Việc đẩy mạnh khai thác tập khách hàng cá nhân giúp ngân hàng tiếp tục gia tăng doanh thu từ dịch vụ thanh toán. Đáng chú ý, lợi ích từ hợp tác bảo hiểm với FWD cùng khoản upfront fee lớn sẽ là lực đẩy tích cực giúp ngân hàng ghi nhận tốc độ tăng trưởng dịch vụ 20%-30%/năm trong 3 năm tới. PBT năm 2021 theo đó tăng trưởng 30.05%yoy.
- Nợ xấu thấp cùng động thái quyết liệt về trích lập dự phòng rủi ro tín dụng là một điểm cộng lớn tạo sức bật tăng trưởng của ngân hàng trong giai đoạn hậu covid.

## KHUYẾN NGHỊ

Dựa trên những kỳ vọng nêu trên, chúng tôi khuyến nghị “MUA” cổ phiếu VCB với mức giá mục tiêu 120,900 VND/cp, tương ứng upside 20% so với giá đóng cửa ngày 8/6/2021.

Mức giá trên được xác định theo phương pháp thu nhập thặng dư với giả định lợi suất phi rủi ro 3.79%, chi phí vốn 12.8%.

| <i>Unit: VND Bil</i>                               | 2020A  | 2021F  | 2022F   | 2023F   |              |
|----------------------------------------------------|--------|--------|---------|---------|--------------|
| <i>VCSH đầu kỳ</i>                                 | 80,883 | 94,095 | 118,078 | 148,866 |              |
| <i>LN thuần</i>                                    | 18,473 | 23,983 | 33,756  | 41,399  |              |
| <i>Thu nhập thặng dư</i>                           |        | 12,454 | 19,288  | 2,967   |              |
| <i>Tổng giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư</i> |        |        |         |         | 354,408      |
| <i>shares cp lưu hành (triệu)</i>                  |        |        |         |         | 3,709        |
| <i>Giá mục tiêu 12 tháng</i>                       |        |        |         |         | 120,900      |
| <i>Giá cp hiện tại</i>                             |        |        |         |         | 100,000      |
| <i>Tỷ suất sinh lời kỳ vọng</i>                    |        |        |         |         | <b>20.9%</b> |

### Rủi ro đầu tư

Trong ngắn hạn, thu nhập của VCB vẫn còn chịu áp lực từ các gói hỗ trợ chính sách cho khách hàng. Dịch Covid tái bùng phát có thể khiến NHNN có động thái chỉ đạo quyết liệt hơn với các ngân hàng thành viên trong việc đẩy mạnh hỗ trợ khách hàng và do đó ảnh hưởng đến biên thu nhập của VCB.

Bên cạnh đó, mức độ tương quan cao của nhóm ngành ngân hàng với thị trường cũng khiến giá cổ phiếu chịu tác động trong điều kiện thị trường chứng khoán chung điều chỉnh.

### XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index.**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

| Khuyến nghị          | Định nghĩa                                                                                      |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mua</b>           | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực              |
| <b>Tích lũy</b>      | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ $5\%$ đến $15\%$<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực      |
| <b>Trung lập</b>     | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ $-5\%$ đến $5\%$<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập     |
| <b>Giảm tỷ trọng</b> | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ $-15\%$ to $-5\%$<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực |
| <b>Bán</b>           | Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn $-15\%$<br>Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực      |

### XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

| Xếp loại            | Định nghĩa                                                                                                |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Khả quan</b>     | Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn $5\%$<br>Hoặc triển vọng ngành tích cực        |
| <b>Trung lập</b>    | Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ $-5\%$ đến $5\%$<br>Hoặc triển vọng ngành trung lập |
| <b>Kém khả quan</b> | Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn $-5\%$<br>Hoặc triển vọng ngành kém tích cực   |

### KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của người viết về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. IVS Securities không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu tổng thể của công ty, bao gồm doanh thu từ/trong số các đơn vị kinh doanh khác. IVS và cán bộ, giám đốc, nhân viên có thể có mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong tài liệu này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Báo cáo này đã được chuẩn bị trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. IVS không tuyên bố hay bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tổ chức và khách hàng cá nhân của IVS tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng cho quốc gia nơi báo cáo này được phân phối không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện ủy quyền của IVS. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



| IVS RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY |                                               |                               |                                                              |      |
|------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------|------|
| Thành viên                         | Vị trí                                        | Phụ trách                     | Email                                                        | Ext. |
| Võ Thế Vinh                        | Trưởng phòng                                  | Phân tích & Chiến lược Đầu tư | <a href="mailto:vinhvt@ivs.com.vn">vinhvt@ivs.com.vn</a>     | 704  |
| Đỗ Trung Nguyên                    | Phó phòng                                     | Chiến lược đầu tư             | <a href="mailto:nguyendt@ivs.com.vn">nguyendt@ivs.com.vn</a> | 703  |
| Trần Thị Hồng Nhung                | Chuyên viên<br>Phân tích Doanh nghiệp         | Ngành Ngân hàng               | <a href="mailto:nhungtth@ivs.com.vn">nhungtth@ivs.com.vn</a> | 706  |
| Đinh Quang Đạt                     | Chuyên viên Cao cấp<br>Phân tích Doanh nghiệp | Ngành Tiêu dùng               | <a href="mailto:datdq@ivs.com.vn">datdq@ivs.com.vn</a>       |      |
| Phí Công Linh                      | Chuyên viên Cao cấp<br>Phân tích Doanh nghiệp | Ngành Bất Động sản            | <a href="mailto:linhpc@ivs.com.vn">linhpc@ivs.com.vn</a>     | 709  |

| CÔNG TY CHỨNG KHOÁN<br>ĐẦU TƯ VIỆT NAM                                                                                              | LIÊN HỆ                                                                                                                                                                                                                  | TRỤ SỞ CHÍNH<br>HÀ NỘI                                                                                                         | CHI NHÁNH<br>TP. HCM                                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <br><br>VIETNAM INVESTMENT<br>SECURITIES COMPANY | Điện thoại tư vấn:<br><b>(024) 35.730.073</b><br>Điện thoại đặt lệnh:<br>(024) 35.779.999<br>Email: <a href="mailto:ivs@ivs.com.vn">ivs@ivs.com.vn</a><br>Website:<br><a href="http://www.ivs.com.vn">www.ivs.com.vn</a> | P9-10, tầng 1, Charmvit<br>Tower, 117 Trần Duy<br>Hưng, Hà Nội<br><br>Điện thoại:<br>(024) 35.730.073<br>Fax: (024) 35.730.088 | Lầu 4, Số 2 BIS, Công<br>Trường Quốc Tế, P. 6,<br>Q.3, Tp.HCM<br><br>Điện thoại:<br>(028) 38.239.966<br>Fax: (028) 38.239.696 |