

Hang T. Nguyen

hangntt@vietinbanksc.com.vn

**Mã CK** VCB  
**Tên công ty** Vietcombank  
**Sở giao dịch** HOSE  
**Ngành** Ngân hàng  
**SLCPLH** 2317.42 triệu CP  
**GTVH (tỷ)** 62,107 tỷ VND

Giá hiện tại **26.8**

Giá mục tiêu **21.0**

**BÁN**



Các chỉ số lợi nhuận ROA, ROE giảm do sự giảm xuống của lợi nhuận và sự tăng lên của tài sản và vốn chủ sở hữu. Đơn cử, ROA 9 tháng đầu năm là 0.69%, giảm 0.11 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái.

Chất lượng tài sản của VCB xấu đi khi tỉ lệ nợ xấu tăng mạnh, đặc biệt là nợ có khả năng mất vốn. VCB dự kiến nợ xấu tăng lên 3.7% khi thông tư 02/2013/TT-NHNN được áp dụng.

Cổ phiếu VCB đang tiến gần mức kháng cự 24 thiết lập hồi tháng 9, P/E và P/B cao hơn TB ngành, cho thấy VCB đã và đang được kỳ vọng khá cao từ các nhà đầu tư, tuy nhiên cũng chứa đựng khả năng giảm giá trong tương lai khi hiệu quả kinh doanh VCB không đạt kỳ vọng.

Theo phương pháp định giá so sánh nhiều chỉ số, cổ phiếu VCB được định giá ở mức 21.0 thấp hơn 27.6% so với mức giao dịch hiện tại là 26.8, khuyến nghị 'BÁN' cổ phiếu này.

## ► VCB: Nợ xấu ngập nghé ngưỡng nguy hiểm, ngân hàng có khả năng mất trắng 2,683 tỷ đồng

Tỷ lệ nợ xấu của Vietcombank chiếm 2,98% tổng dư nợ, tăng mạnh so với mức 2,4% thời điểm đầu năm 2013. Đáng chú ý, nợ nhóm 5 là 2.683 tỷ đồng, tăng đến 85%. Tỷ lệ nợ xấu của VCB cao một phần là do VCB là ngân hàng có sự phân loại nợ gần với tiêu chuẩn quốc tế nhất. Hơn nữa, quy mô cho vay lớn dẫn đến quy mô nợ xấu tăng theo cũng là điều dễ hiểu. Trước tình hình đó, cuối năm 2013, VAMC có dự định mua 500 tỷ đồng nợ xấu trên sổ sách của VCB.

Nhận định: VCB là ngân hàng có tổng tài sản lớn thứ 4 trong ngành, chiếm trên 10% thị trường cho vay (tại thời điểm năm 2012). Ngân hàng VCB là một ngân hàng lớn được Nielsen đánh giá chỉ số thương hiệu BEI là 3, cao nhất trong ngành ngân hàng Việt Nam. Hơn nữa, mã cổ phiếu này luôn đứng đầu bảng trong tỉ trọng đầu tư của hai quỹ nước ngoài lớn nhất tại Việt Nam là ETF và VNM (đều là 8% tại thời điểm 23/9 và 23/12 sắp tới).

Tính đến tháng 9 năm 2013, tổng tài sản của VCB đạt 439,657 tỷ đồng, cho vay khách hàng đạt 243,530 tỷ đồng, tương ứng tăng 6% và 3.3% so với đầu năm. Hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối đều mang lại hiệu quả tốt với tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ lần lượt là 19% và 32%, nhưng trích lập dự phòng rủi ro trong quý III tăng 6% và lũy kế 9 tháng là gần 10% khiến cho lợi nhuận của Vietcombank sụt giảm. Tuy nhiên, VCB là một trong số ít ngân hàng báo cáo tỷ trọng thu nhập ngoài lãi lớn hơn trung bình ngành (15.8% so với 14%).

VCB có khả năng không đạt được kế hoạch kinh doanh đưa ra vào đầu năm. Tổng tài sản và dư nợ tín dụng mới tăng lần lượt là 6% và 3.9% so với kế hoạch 9% và 12%. Tổng huy động vốn có khả năng đạt được 12%. Tổng lợi nhuận trước thuế đang đạt 69% kế hoạch đề ra.

### Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
Thu nhập lãi thuần	2,454.8	2,748.2	2,471.5	2,590.9	2,552.6	2,913.6
Thu nhập dịch vụ	487.1	331.1	400.3	382.5	388.0	408.5
Thu nhập HDKD khác	398.8	501.2	1,089.2	632.3	644.2	712.0
Chi phí hoạt động	1,068.9	1,568.3	1,938.9	1,332.8	1,280.2	1,574.8
<b>Lãi ròng</b>	<b>906.8</b>	<b>1,105.7</b>	<b>1,054.9</b>	<b>1,112.5</b>	<b>880.3</b>	<b>1,039.9</b>
Tổng dư nợ	314,574	323,456	301,672	303,517	331,667	322,712
Tài sản khác	77,089	93,285	112,998	116,964	104,804	116,946
<b>Tổng tài sản</b>	<b>391,663</b>	<b>416,741</b>	<b>414,670</b>	<b>420,480</b>	<b>436,470</b>	<b>439,657</b>
Công nợ	351,359	375,333	372,181	377,842	395,701	397,996
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>40,304</b>	<b>41,407</b>	<b>42,489</b>	<b>42,639</b>	<b>40,769</b>	<b>41,661</b>

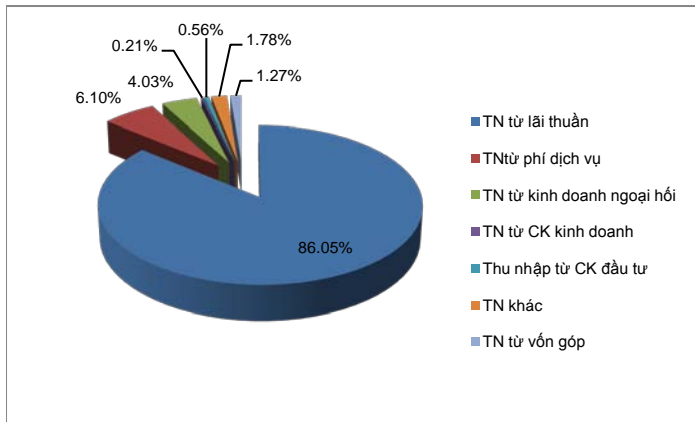
Mã CK	SLCPLH	Giá	Vốn hóa (tỷ)	EPS	P/E	P/B	ROA
<b>Một số công ty cùng lĩnh vực hoạt động</b>							
ACB	921.5	15.6	14,375.64	1,027	15.2	1.1	0.56%
CTG	3,723.4	16.9	62,925.54	2,287	7.4	1.3	1.29%
EIB	1,235.5	12.9	15,938.25	965	13.4	1.1	0.75%
MBB	1,125.6	12.6	14,182.88	2,037	6.2	0.9	1.24%
NVB	297.7	7.3	2,172.99	- 278	- 26.3	0.7	-0.36%
SHB	886.1	6.9	6,113.98	1,884	3.7	0.6	1.51%
STB	1,142.5	17.2	19,651.20	703	24.5	1.2	0.50%
VCB	2,317.4	27.0	62,570.26	1,757	15.4	1.5	0.95%

### Chỉ số bình quân ngành

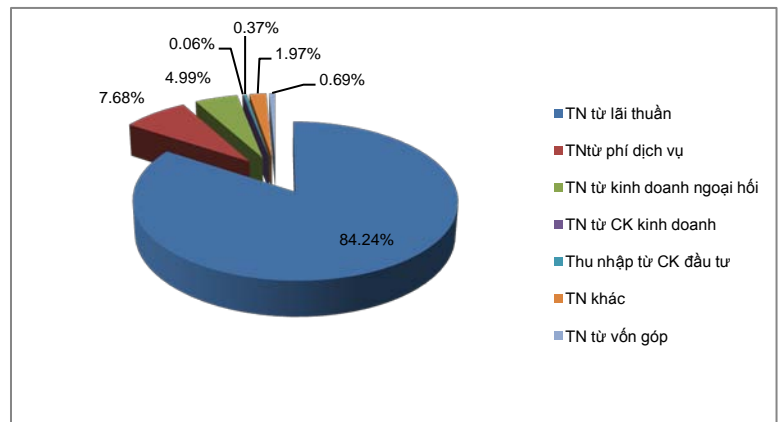
Ngân hàng	197,931.00	907	18.7	0.6	0.99%
-----------	------------	-----	------	-----	-------

## ► Cơ cấu doanh thu thuần

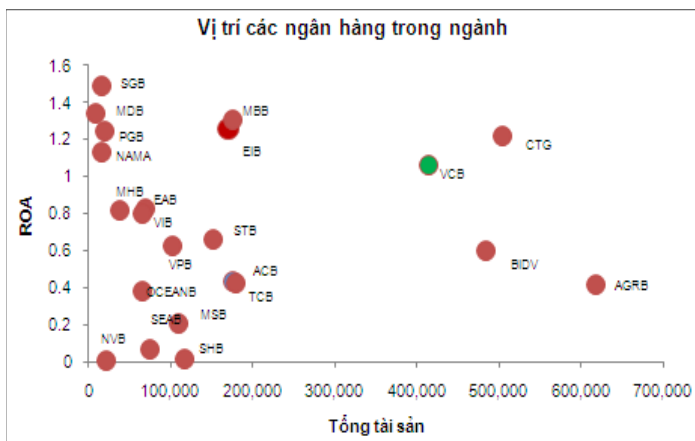
2012



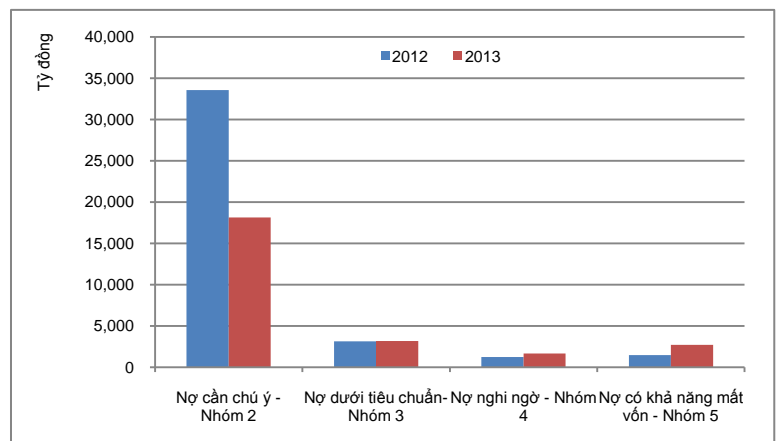
9 tháng 2013



## Vị trí của VCB so với toàn ngành



## Nợ phân theo nhóm



KẾT QUẢ KINH DOANH					BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN				
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>18,082</b>	<b>23,923</b>	<b>35,804</b>	<b>35,901</b>	Tiền mặt & tương đương	29,660	13,473	16,011	21,359
<b>Thu nhập lãi ròng</b>	<b>6,499</b>	<b>8,195</b>	<b>12,422</b>	<b>10,954</b>	Tiền gửi/cho vay TCTC khác	47,457	79,654	105,005	65,713
Thu nhập lãi	15,294	20,587	33,355	31,747	Chứng khoán kinh doanh	6	7	818	521
Chi phí lãi	(8,795)	(12,392)	(20,933)	(20,793)	Cho vay khách hàng	136,996	171,125	204,089	235,870
<b>Thu nhập ngoài lãi</b>	<b>2,788</b>	<b>3,336</b>	<b>2,449</b>	<b>4,154</b>	Chứng khoán đầu tư	32,635	32,811	29,457	78,521
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>9,287</b>	<b>11,531</b>	<b>14,871</b>	<b>15,108</b>	Đầu tư dài hạn khác	<b>3,638</b>	<b>3,955</b>	<b>2,618</b>	<b>3,021</b>
Chi phí hoạt động	(3,494)	(4,578)	(5,700)	(6,016)	Tài sản cố định	1,505	1,586	2,606	3,660
Chi phí dự phòng	(789)	(1,384)	(3,474)	(3,329)	Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
<b>LNR trước thuế</b>	<b>5,004</b>	<b>5,569</b>	<b>5,697</b>	<b>5,764</b>	Tài sản khác	3,600	4,851	6,119	5,810
Thuế	(1,060)	(1,266)	(1,480)	(1,337)	<b>Tổng tài sản</b>	<b>255,496</b>	<b>307,496</b>	<b>366,722</b>	<b>414,475</b>
<b>LNR sau thuế</b>	<b>3,945</b>	<b>4,303</b>	<b>4,217</b>	<b>4,427</b>	Vay NHNN	22,578	10,077	38,866	24,806
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23)	(21)	(21)	(24)	Tiền gửi/vay từ TCTD khác	<b>38,836</b>	<b>59,536</b>	<b>47,962</b>	<b>34,066</b>
<b>LNR sau lợi ích thiểu số</b>	<b>3,921</b>	<b>4,282</b>	<b>4,197</b>	<b>4,404</b>	Huy động từ dân cư	<b>169,072</b>	<b>204,756</b>	<b>227,017</b>	<b>284,415</b>
<b>EPS</b>	<b>3.241</b>	<b>3.238</b>	<b>2.131</b>	<b>1.900</b>	Giấy tờ có giá	468	3,564	2,083	2,033
					Nợ khác	7,723	8,774	22,012	27,450
					<b>Tổng nợ</b>	<b>238,676</b>	<b>286,707</b>	<b>337,940</b>	<b>372,770</b>
					Vốn	12,101	13,224	19,698	23,174
					Sổ phiếu quỹ	-	-	-	-
					Vốn khác	45	1,032	1,041	9,247
					Quỹ	1,460	1,762	2,378	2,988
					Lợi nhuận giữ lại	3,104	4,652	5,521	6,144
					<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>16,710</b>	<b>20,669</b>	<b>28,639</b>	<b>41,553</b>
					Cổ đông thiểu số	<b>109</b>	<b>120</b>	<b>143</b>	<b>152</b>
					<b>Tổng nợ &amp; vốn CSH</b>	<b>255,496</b>	<b>307,496</b>	<b>366,722</b>	<b>414,475</b>
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					TĂNG TRƯỞNG				
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012
<b>Khả năng sinh lợi</b>					Tài sản		20.4%	19.3%	13.0%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	70.0%	71.1%	83.5%	72.5%	Vốn CSH		23.7%	38.6%	45.1%
Thu nhập ngoài lãi/Tổng TN	30.0%	28.9%	16.5%	27.5%	Cho vay khách hàng		24.9%	19.3%	15.6%
					Huy động từ dân cư		21.1%	10.9%	25.3%
Tỷ lệ lãi biên	42.5%	39.8%	37.2%	34.5%	Thu nhập lãi		34.6%	62.0%	-4.8%
Chi phí/Thu nhập	57.5%	60.2%	62.8%	65.5%	Chi phí lãi		40.9%	68.9%	-0.7%
<b>Khả năng thanh toán</b>					Thu nhập lãi ròng		26.1%	51.6%	-11.8%
Dư nợ KH/huy động KH	81.0%	83.6%	89.9%	82.9%	Thu nhập ngoài lãi		19.6%	-26.6%	69.6%
Dư nợ KH/Tổng huy động	65.9%	64.7%	74.2%	74.1%	Thu nhập hoạt động		24.2%	29.0%	1.6%
					Chi phí hoạt động		31.0%	24.5%	5.5%
<b>Hệ số an toàn vốn</b>					Lợi nhuận trước thuế		11.3%	2.3%	1.2%
Tỷ lệ an toàn vốn CAR	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	Lợi nhuận ròng		9.1%	-2.0%	5.0%
<b>Chất lượng tín dụng</b>									
Nợ xấu/tổng dư nợ	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
Dự phòng/nợ xấu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
<b>Tỷ suất sinh lời</b>									
ROA	1.5%	1.4%	1.1%	1.1%					
ROA	23.5%	20.7%	14.7%	10.6%					

- |                           |  |                          |  |
|---------------------------|--|--------------------------|--|
| ▶ <b>Nguyễn Hữu Quang</b> | <b>Giám đốc Tư vấn Đầu tư</b><br>quangnh@vietinbanksc.com.vn   |                          |  |
| ▶ <b>Nguyễn Quang Sắc</b> | sacnq@vietinbanksc.com.vn<br>- Tổng hợp thông tin vĩ mô<br>- Phân tích kỹ thuật<br>- Nhận định, bình luận thị trường | ▶ <b>Nguyễn Thu Hằng</b> | hangntt@vietinbanksc.com.vn<br>- Ngân hàng<br>- Thép và sản phẩm thép<br>- Dược phẩm               |
| ▶ <b>Nguyễn Hoài Nam</b>  | namnh@vietinbanksc.com.vn<br>- Sản phẩm hóa dầu<br>- Phân phối xăng dầu, khí đốt<br>- Thiết bị và dịch vụ dầu khí    | ▶ <b>Vũ Ánh Nguyệt</b>   | nguyetva@vietinbanksc.com.vn<br>- Nhựa, cao su, sợi<br>- Thực phẩm<br>- Nuôi trồng nông và hải sản |

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và 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. 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. VietinBankSc tuyệt đối 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 của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VietinBankSc thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. 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.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VietinBankSc. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VietinBankSc đều trái luật.

Bản quyền thuộc VietinBankSc, 2013. Vui lòng trích nguồn khi sử dụng các thông tin trong bản báo cáo này.