MUA

Giá mục tiêu 2024:	**107.700 VND**
Upside:	**21,4%**
Cập nhật:	07/06/2024

VCB

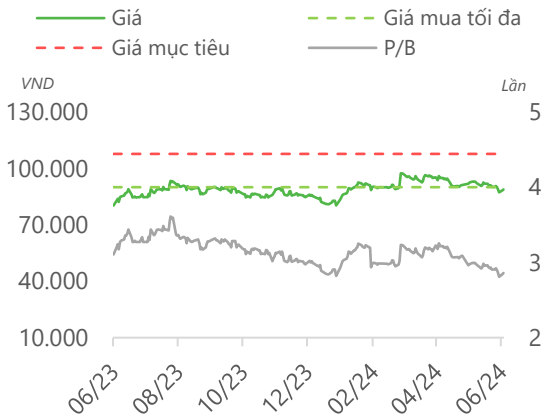
Vietcombank

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Chất lượng tài sản top đầu ngành là nền tảng giúp VCB vượt qua giai đoạn khó khăn

Tiêu cực: Tăng trưởng tín dụng yếu hơn dự kiến và NIM khó hồi phục mạnh

Khuyến nghị: VCB được xem là ngân hàng dẫn đầu trong hệ thống với hiệu quả sinh lời cao và khả năng kiểm soát chất lượng tài sản tốt. DSC khuyến nghị nhà đầu tư giải ngân vùng giá 88.000-90.000 vnd/cp.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Ngân hàng thương mại truyền thống
Giá hiện tại (VND)	88.700
Vốn hóa (Tỷ VND)	495.752
Số lượng CPLH (triệu cp)	5589,1
EPS 4 quý gần nhất	5.837,6
P/B	2,86
Cao nhất 1 năm	100.500
Thấp nhất 1 năm	80.100

TỔNG QUAN

VCB là một trong 3 ngân hàng quốc doanh được niêm yết với quy mô vốn hóa lớn nhất thị trường chứng khoán và tổng tài sản tính đến hết Q1/2024 đạt 1.773 nghìn tỷ, đứng thứ 3 trên tổng 27 ngân hàng niêm yết.

VCB được biết đến là anh cả của ngành ngân hàng Việt Nam với hiệu quả sinh lời vượt trội (ROE) so với các ngân hàng có quy mô lớn cả trong và ngoài nước.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

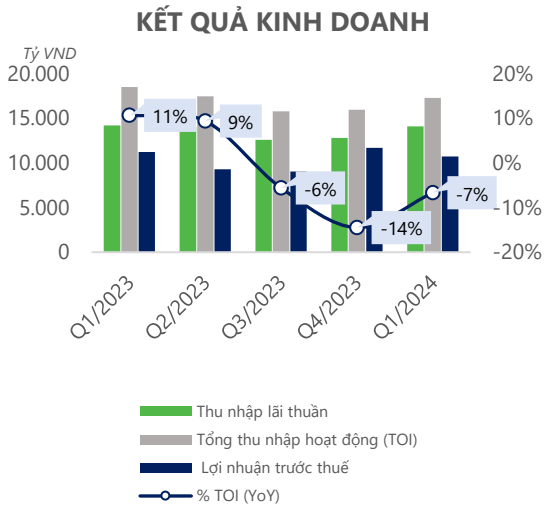
Chất lượng tài sản dẫn đầu ngành là nền tảng giúp VCB chống chọi tốt với cơn bão nợ xấu

Nhờ hoạt động hiệu quả, kiểm soát chặt chẽ chất lượng tài sản, liên tục tăng cường trích lập dự phòng và xử lý nợ xấu trong nhiều năm trước đó đã giúp VCB trở thành một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất, chỉ quanh 1% cũng như sở hữu bộ đệm dự phòng vững chắc đứng đầu ngành. Những sự chuẩn bị kỹ càng này đã giúp VCB chống chọi tốt trong bối cảnh nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng nói riêng gặp nhiều khó khăn trong khoảng 2 năm vừa qua. Việc duy trì được kết quả kinh doanh ổn định trong giai đoạn khó khăn sẽ là nền tảng để VCB bứt phá khi nền kinh tế khỏe mạnh trở lại.

Tiềm năng tăng trưởng nhờ kế hoạch tăng vốn khủng và nhận chuyển giao TCTD yếu kém

VCB đang triển khai khá nhiều kế hoạch tăng vốn thông qua chia cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành riêng lẻ cho cổ đông nước ngoài. Trong đó chúng tôi kỳ vọng kế hoạch tăng vốn thông qua việc trả cổ tức bằng cổ phiếu từ nguồn lợi nhuận năm 2022 với khoảng 21.680 tỷ giúp nâng vốn điều lệ từ 55.890 tỷ lên 77.570 tỷ và kế hoạch phát hành cho cổ đông nước ngoài tỷ lệ 6,5% giúp tỷ lệ CAR của ngân hàng được cải thiện thêm khoảng 3% sẽ hoàn thành trong muộn nhất năm 2025. Việc đạt được kế hoạch tăng vốn và cải thiện các chỉ số về an toàn vốn là bước chuẩn bị quan trọng cho quá trình nhận chuyển giao TCTD yếu kém với cơ hội được tăng trưởng tín dụng cao hơn.

KẾT QUẢ KINH DOANH

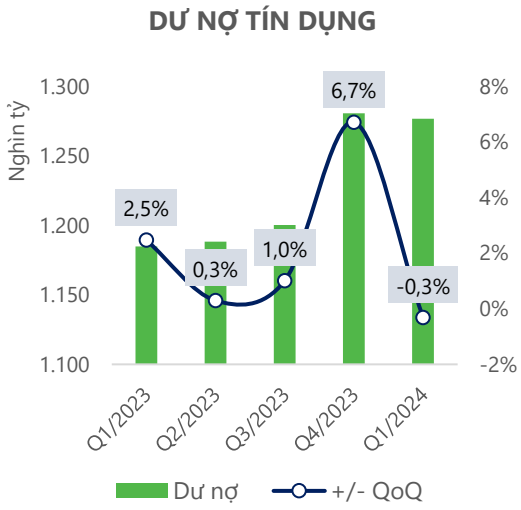


Nguồn: VCB, DSC tổng hợp

Kết quả kinh doanh Q1/2024 duy trì đà hồi phục

Tổng thu nhập hoạt động đạt 17.280 tỷ (-7% yoy, +8,3% qoq) và LNTT đạt 10.718 tỷ (-4,5% yoy, -8,3% qoq), tương đương 25% kế hoạch cả năm. Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 14.078 tỷ (-0,9% yoy, +10% qoq), mặc dù vẫn giảm svck nhưng đã hồi phục so với 2 quý cuối năm 2023. Đối với thu nhập ngoài lãi, ghi nhận 3.202 tỷ (-25,7% yoy, +1,4% qoq) do hoạt dịch vụ chậm lại, thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối & vàng và thu nhập khác giảm sút.

Chi phí hoạt động CIR giảm từ 36% về 29% trong Q1/2024 tuy nhiên do không còn ghi nhận khoản hoàn nhập cho vay TCTD khác khiến LNTT vẫn giảm so với Q4/2023.



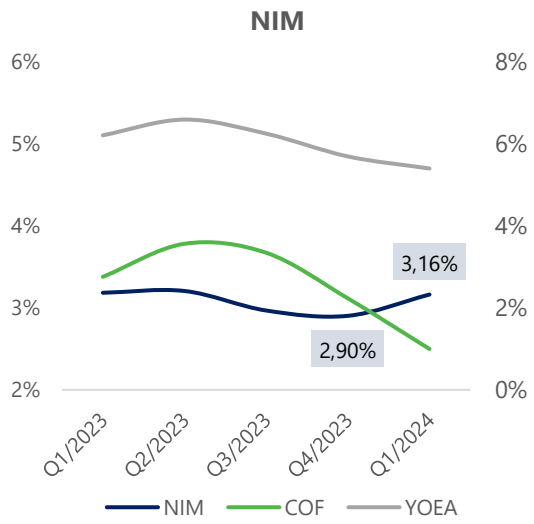
Nguồn: VCB, DSC tổng hợp

Tín dụng tăng trưởng âm quý đầu năm do quan điểm giải ngân thận trọng

Kết thúc Q1/2024, dư nợ tín dụng của VCB đạt 1.276.540 tỷ, giảm nhẹ 0,3% YTD, thuộc số ít các ngân hàng có tăng trưởng tín dụng âm do tăng trưởng bán lẻ giảm trong khi tín dụng doanh nghiệp vẫn tăng trưởng. Ngoài ra chúng tôi cũng cho rằng quan điểm của VCB khá thận trọng khi giải ngân trong bối cảnh sức khỏe nền kinh tế hồi phục chậm và việc ngân hàng đã đẩy mạnh tín dụng trong quý cuối năm 2023 cũng khiến tín dụng suy yếu.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tốt hơn kể từ quý 2 nhờ ngân hàng dự kiến sẽ bắt đầu giải ngân các dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành (~1 tỷ USD) và sức khỏe nền kinh tế đã bắt đầu có nhiều hơn các dấu hiệu tích cực hơn trong khoảng 2 tháng gần đây. Ngoài ra với mức lãi suất thuộc nhóm thấp nhất trên toàn thị trường, VCB không gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận khách hàng.

KẾT QUẢ KINH DOANH

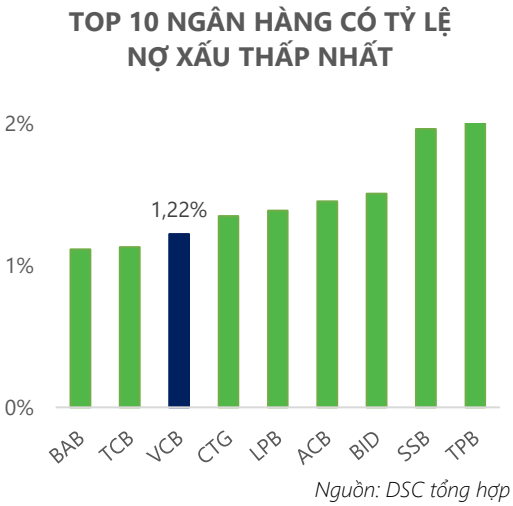


Nguồn: VCB, DSC tổng hợp

Tốc độ hồi phục NIM trong Q1/2024 dẫn đầu ngành

Bất chấp tăng trưởng tín dụng âm trong 3 tháng đầu năm, thu nhập lãi thuần của ngân hàng vẫn ghi nhận hồi phục tích cực so với 2 quý gần nhất trong năm 2023 do NIM đã hồi phục quý đầu tiên. Cụ thể, NIM của VCB tăng 26 điểm cơ bản từ 2,9% lên 3,16%, không chỉ đi ngược xu hướng ngành mà còn có mức tăng tốt nhất nhờ lợi suất tài sản sinh lãi tương đối ổn đỉnh so với quý liền kề trong chi phí vốn giảm mạnh.

Tuy nhiên chúng tôi dự báo NIM của VCB khó tiếp diễn được đà hồi phục mạnh này do: (1) Lãi suất cho vay của VCB sẽ duy trì ở mức thấp lâu hơn nhằm hỗ trợ nền kinh tế hoặc thậm chí là thực hiện thêm các ưu đãi. Theo chia sẻ từ bãnh đạo, từ ngày 1/4/2024 ngân hàng đã hạ 0,5% lãi suất đối với các khách hàng hiện hữu kéo dài trong 3 tháng, (2) LDR thuần của VCB đã ở mức cao khi tiền gửi của khách hàng giảm mạnh hơn vay khách hàng trong quý vừa qua (-3,5% với -0,3%) vì vậy ngân hàng sẽ phải tăng huy động mạnh hơn gây ảnh hưởng đến chi phí vốn.



Nguồn: DSC tổng hợp

Chất lượng tài sản suy giảm nhưng không đáng ngại

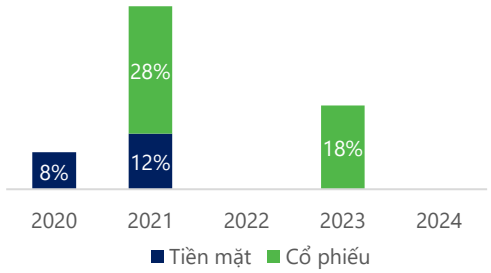
Tỷ lệ nợ xấu tăng từ 0,98% lên 1,22%, thấp nhất trong 3 ngân hàng quốc doanh và đứng thứ 3 toàn ngành do ngân hàng không xử lý nợ xấu bằng nguồn trích lập dự phòng trong quý vừa qua. Nếu tính gộp cả số nợ xấu đã xử lý thì tỷ lệ nợ xấu & nợ xấu đã xử lý của Q4/2023 là 1,32%, cao hơn so với Q1/2024 là 1,22% cho thấy chất lượng các khoản vay vẫn tương đối ổn định. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm từ 230% xuống 200%, vẫn giữ vị trí cao nhất ngành và cách xa ngân hàng xếp thứ 2 là BID với 153%. Việc tăng cường bộ đệm dự phòng trong nhiều năm trước đó đã giúp VCB chống chọi tốt với diễn biến nợ xấu trong năm qua mà không ảnh hưởng quá nhiều đến lợi nhuận.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Việc chi trả cổ tức của VCB diễn ra không đều đặn, phụ thuộc vào kế hoạch từ NHNN. Hiện tại VCB đang triển khai khá nhiều kế hoạch tăng vốn lớn bao gồm: (1) Chia cổ tức bằng cổ phiếu từ nguồn lợi nhuận năm 2021 và còn lại lũy kế đến 2018 tỷ lệ 48% vốn điều lệ (đang đợi Quốc hội thông qua), (2) Chia cổ tức bằng cổ phiếu từ nguồn lợi nhuận năm 2022, tương đương 39% vốn điều lệ, (3) Chia cổ tức từ nguồn lợi nhuận năm 2023, tương đương 45% vốn điều lệ, hình thức chưa được chia sẻ, (4) Phát hành riêng lẻ cho cổ đông nước ngoài tỷ lệ 6,5%

CỔ TỨC



Nguồn: VCB, DSC tổng hợp

Định giá

P/B của VCB (kết phiên 04/06/2024) đạt 2,86 lần, cao hơn trung bình ngành là 1,25 lần và thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu là 3,4 lần.

CP	P/B	Ghi chú
VCB	2,9	Leader ngành
BID	2,2	Free - float thấp
CTG	1,3	Ngân hàng quốc doanh có chất lượng tài sản top đầu
ACB	1,5	Ngân hàng bán lẻ lành mạnh
MBB	1,2	Rủi ro về BĐS và trái phiếu
TCB	1,2	Rủi ro về BĐS và trái phiếu
VPB	1,0	Phân khúc khách hàng rủi ro cao

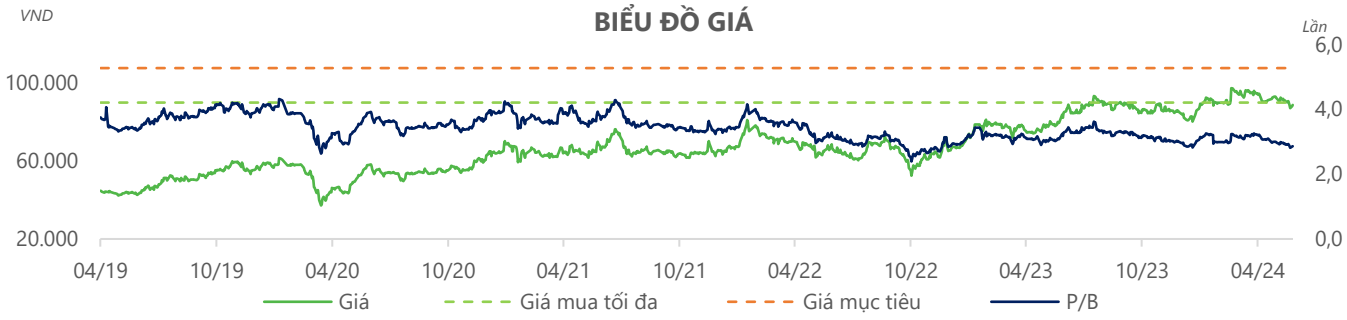
Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của VCB sẽ tăng trưởng chậm lại do quan điểm thận trọng trong việc giải ngân và ngân hàng duy trì lãi suất thấp. Cụ thể, chúng tôi dự phóng VCB sẽ đạt 76.341 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+12,7% yoy) và 44.355 tỷ LNTT (+7,5% yoy). BVPS 2024F ước đạt 35.900. Sử dụng mức P/B mục tiêu là 3 lần thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu thì giá cổ phiếu của VCB đạt 107.700 VND/cp, tương đương upside 21,4% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2024.

Theo thống kê các CTCK, mức giá mục tiêu năm 2024 của VCB đạt 108.000 vnd/cp, upsize 21,7% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2024.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Thu nhập lãi thuần	53.246	53.621	61.344
Tổng thu nhập hoạt động	68.083	67.723	76.341
% TOI (YoY)	*20,2%*	*-0,5%*	*12,7%*
Lợi nhuận trước thuế	37.368	41.244	44.355
% LNTT (YoY)	*36,0%*	*10,4%*	*7,5%*

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Đặng Thu Hiền,
Chuyên viên Phân tích
hien.dt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn