Vietcombank (HSX: VCB)

Báo cáo chi tiết

17 /5/2011

Hoa Hoang, Analyst
Hoa.hoang@vcsc.com.vn
+84 3 3814 5588, ext 146

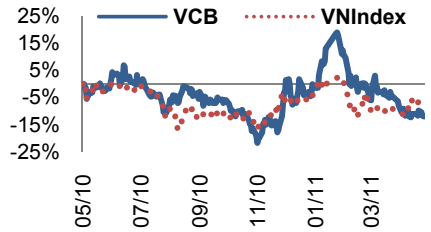
Khuyến nghị	**Thêm vào**
Giá mục tiêu	**32,300**
TL tăng giá	**10%**

Ngân hàng

Các chỉ tiêu chính	
Giá (16/05/2011)	29.500
Giá mục tiêu	32.300
Tỷ lệ tăng giá	9,5%
Mức thấp nhất 52 tuần	24.739
Mức cao nhất 52 tuần	39.700
KLGD bình quân 30 ngày	439.260
Số CP lưu hành (tr CP)	1.759
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	51.883
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2.521
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	3,5%

Định giá	2009	2010	2011
EPS pha loãng (VND)	3.187	2.441	2.791
BVPS (VND)	15.631	15.183	23.087
Tăng trưởng EPS (%)	-2%	-23%	14%
P/E (x)	9,3 x	10,8 x	8,8 x
P/B (x)	1,9 x	1,7 x	1,3 x
ROE (%)	22,5%	19,0%	17,5%
ROA (%)	1,5%	1,5%	1,7%
Vốn CSH/Tổng TS	6,7%	8,4%	10,9%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	-16,4%	14,7%	-8,3%
Giá trị tương đối %	-8,3%	4,2%	1,1%



Cơ cấu sở hữu	
NHNN	90,72%
NĐT nước ngoài	3,5%
NĐT cá nhân	5,78%

See important disclosure at the end of this document

Chuẩn bị đà tăng trưởng

Chúng tôi thực hiện báo cáo chi tiết cho ngân hàng Vietcombank (VCB) với khuyến nghị THÊM VÀO và giá mục tiêu 32.300 đồng. Những lo ngại về chất lượng tài sản được giảm nhẹ do VCB đã trích lập dự phòng đầy đủ và chuyển trọng tâm sang mục tiêu nâng cao tỷ suất và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Ngoài ra, khả năng VCB tìm được đối tác chiến lược cũng sẽ hỗ trợ chi phí vốn trong những năm tới. Với tỷ số ROA vượt trội, hiệu quả hoạt động cao và danh mục cho vay tăng trưởng mạnh, chúng tôi tin rằng VCB có thể được giao dịch với mức định giá cao hơn các ngân hàng khác.

Trong ngày 16/5/2011, VCB thông báo sẽ niêm yết toàn bộ cổ phiếu trên HSX. Chúng tôi tin rằng động thái này có thể thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư vào cổ phiếu VCB vì khi đó, tỷ lệ ảnh hưởng của VCB trong VNIndex sẽ tăng lên 10% thay vì chưa đến 1% như hiện nay. Với tỷ lệ cổ phiếu tự do giao dịch rất hạn chế khoảng 9,2% tổng số cổ phiếu niêm yết, chúng tôi tin rằng biến động giá cổ phiếu của VCB sẽ mang tính kỹ thuật nhiều hơn là cơ bản vì nhiều nhà đầu tư muốn tăng tỷ lệ nắm giữ trong khi số lượng cổ phiếu có thể giao dịch khá thấp. Điều này sẽ phần nào hỗ trợ cho mức giá cổ phiếu hiện tại.

Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ đạt kết quả kinh doanh tích cực hơn trong những quý tới nhờ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng mạnh mẽ. Ước tính lợi nhuận của VCB sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình 22%/năm trong giai đoạn 2010-2013, nhờ tăng trưởng thu nhập lãi ròng (NII) và thu nhập từ phí.

Chi phí vốn bình quân thấp nhờ lợi thế khách hàng và số dư tài khoản thanh toán lớn. Với 357 chi nhánh và phòng giao dịch trên toàn quốc cộng thêm cơ sở khách hàng mạnh, VCB có thể thu hút lượng tiền gửi lớn với lãi suất thấp hơn so với các ngân hàng thương mại cổ phần khác. Chi phí vốn thấp nhờ số dư tài khoản thanh toán lớn là lợi thế cạnh tranh của VCB để nâng cao thu nhập lãi ròng.

NIM (*Tỷ lệ lãi biên)* duy trì ở mức 3% trong giai đoạn 2012-2013 nhờ (1) công tác quản lý tài sản và kiểm soát nợ xấu được tăng cường và (2) VCB tập trung vào tăng trưởng lợi nhuận thông qua cho vay doanh nghiệp vừa & nhỏ và hoạt động ngân quỹ. VCB duy trì sự cân bằng giữa tài sản và nợ một cách hiệu quả để tối ưu hóa lợi nhuận. Nguồn vốn huy động với chi phí thấp ở mức hợp lý cộng với danh mục cho vay đa dạng giúp VCB có lợi thế cạnh tranh tốt hơn các ngân hàng khác và duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định.

Thu nhập từ phí tăng trưởng tốt. VCB chiếm 42% tổng thị phần thẻ thanh toán. Với 1.530 máy ATM và 14.762 điểm chấp nhận thẻ thanh toán (POS), VCB dẫn đầu thị phần thẻ ngân hàng, chiếm 53,4% doanh thu thẻ. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ phí và dịch vụ sẽ đóng góp khoảng 15-16% tổng lợi nhuận hoạt động của VCB trong năm 2011-2012.

Hoạt động hiệu quả. Mặc dù từng là ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước nhưng VCB có hiệu quả hoạt động tích cực hơn các ngân hàng khác. VCB có tỷ lệ doanh thu tính trên từng nhân viên và từng chi nhánh cao nhất trong số các ngân hàng thương mại niêm yết. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập của VCB vẫn duy trì ở mức 39%, thấp hơn nhiều so với ngân hàng CTG có quy mô tương tự.

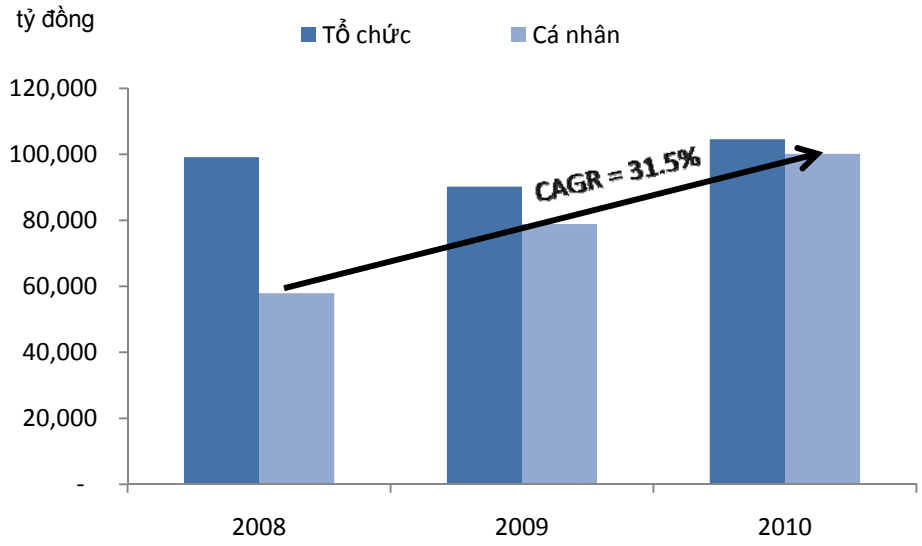
Tiềm năng tăng giá cổ phiếu khi tìm được cổ đông chiến lược. Chúng tôi dự kiến VCB sẽ hoàn tất việc thương lượng để bán 20% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược vào cuối năm 2011. Kế hoạch này hoàn thành sẽ giúp VCB hiện đại hóa hệ thống ngân hàng và củng cố nguồn vốn.

Tiêu điểm đầu tư

Cơ sở khách hàng vững mạnh

Với lợi thế từng là ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước, VCB có nhiều mối quan hệ mật thiết với các doanh nghiệp nhà nước lớn. Các mối quan hệ này giúp VCB có nguồn vốn huy động lớn và cơ hội tài trợ cho các tập đoàn lớn trong nước như Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), VNPT, Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) và Tổng công ty thép Việt Nam (Vinasteel). Mặc dù tỷ lệ tiền gửi doanh nghiệp trên tổng vốn huy động đã giảm từ 60% năm 2008 xuống khoảng 50% vào năm 2010, tuy nhiên huy động vốn từ các tập đoàn và tổng công ty vẫn đạt khoảng 100.000 tỷ đồng (khoảng 4,85 tỷ USD). Ngoài ra, mạng lưới chi nhánh rộng khắp cả nước cũng giúp VCB thu hút tiền gửi cá nhân với mức tăng trưởng bình quân đạt 31,5% trong 3 năm qua.

Hình 1: Cơ cấu nguồn vốn huy động



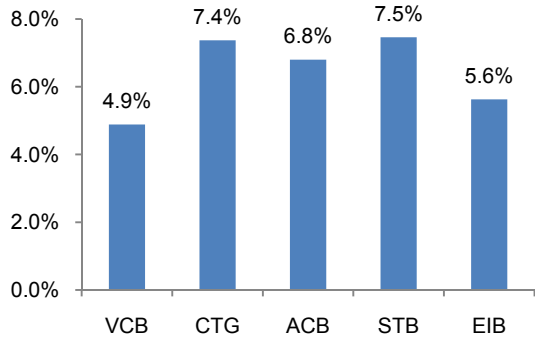
Nguồn: VCB

Chi phí vốn bình quân thấp nhờ tỷ lệ tiền gửi thanh toán cao

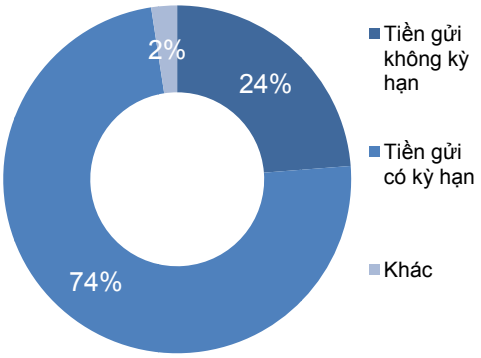
Tiền gửi là nguồn vốn lớn nhất, chiếm khoảng 75% tổng vốn huy động của ngân hàng. Là ngân hàng lớn nhất hiện diện trên toàn quốc và dẫn đầu trên thị trường liên ngân hàng và thanh toán quốc tế, Vietcombank có nhiều thuận lợi trong việc thu hút lượng tiền gửi lớn từ các tổ chức tài chính cũng như khách hàng. Tại thời điểm cuối năm 2010, một số tổ chức tài chính có tổng tiền gửi thanh toán tại Vietcombank lên tới khoảng 20.000 tỷ đồng (khoảng 1 tỷ USD), trong khi tổng tiền gửi không kỳ hạn của cá nhân và khách hàng tổ chức lên tới 48.600 tỷ đồng (khoảng 2,3 tỷ USD); con số trên tương đương khoảng ¼ tổng tiền gửi của VCB và cao hơn nhiều so với tỷ lệ từ 10-15% tại các ngân hàng khác.

Nhờ vậy, chi phí vốn bình quân của VCB thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác. Năm 2010, chi phí huy động vốn trung bình của Vietcombank chỉ khoảng 4,9% trong khi chi phí vốn của Vietinbank (CTG) lên tới 7,4%.

Hình 2: Chi phí vốn bình quân năm 2010 - Chi phí vốn bình quân của VCB thấp hơn các ngân hàng khác



Hình 3: Tiền gửi thanh toán chiếm ¼ tổng tiền gửi khách hàng

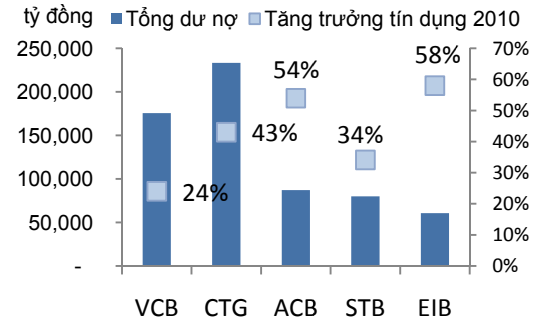


Nguồn: VCSC tổng hợp

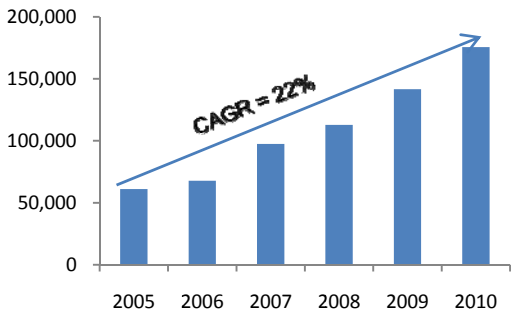
Thu nhập từ lãi ổn định nhờ NIM duy trì ở mức 3%

Năm 2010, VCB chiếm trên 8% thị phần tín dụng, xếp thứ tư sau Agribank, BIDV (hai ngân hàng 100% vốn nhà nước) và CTG. Dư nợ tín dụng lớn cho phép VCB duy trì mức tăng trưởng cho vay trung bình trong giai đoạn 2005 - 2010 thấp hơn trung bình ngành, khoảng 22%/năm. Hơn nữa, với tốc độ tăng trưởng tín dụng vừa phải, VCB có thể áp dụng nhiều biện pháp kiểm soát chất lượng khoản vay và giảm rủi ro.

Hình 4: Tăng trưởng tín dụng ổn định so với các ngân hàng khác



Hình 5: VCB duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng trên 20%/năm



Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

Thu nhập lãi ròng chiếm khoảng 70-75% tổng lợi nhuận hoạt động và là nhân tố chính quyết định lợi nhuận của VCB. Tại VCB, thu nhập lãi ròng chiếm tỷ lệ cao trong tổng lợi nhuận hoạt động thường là do NIM cao, hơn là từ tăng trưởng tín dụng. Trong năm 2010, VCB đạt tỷ lệ NIM 3,1% và tỷ lệ thu nhập lãi ròng trong tổng thu nhập tăng lên 71,1% do VCB tái cơ cấu danh mục cho vay, tập trung vào các khoản vay ngắn hạn (từ 52% tổng dư nợ trong năm 2009 lên 54% trong năm 2010) và gia tăng dư nợ cho vay bằng ngoại tệ (từ 33% tổng dư nợ trong năm 2009 lên 35% trong năm 2010).

Hình 6: Thu nhập lãi ròng chiếm tỷ lệ cao trong tổng thu nhập do NIM cao

Đơn vị: %	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Tăng trưởng tín dụng	44,1%	15,5%	25,6%	24,8%	20,0%	20,0%	18,0%
NIM	2,5%	3,4%	2,9%	3,1%	3,1%	3,3%	3,2%
Thu nhập lãi ròng	71,1%	74,1%	70,0%	71,1%	71,4%	70,9%	68,1%
Thu nhập ngoài lãi	28,9%	25,9%	30,0%	28,9%	28,6%	29,1%	31,9%

Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

Chúng tôi cho rằng VCB có thể tiếp tục duy trì NIM ở mức 3% đến năm 2013 nhờ (1) công tác quản lý tài sản và kiểm soát nợ xấu được tăng cường và (2) VCB tập trung vào tăng trưởng lợi nhuận thông qua cho vay doanh nghiệp vừa & nhỏ và hoạt động ngân quỹ.

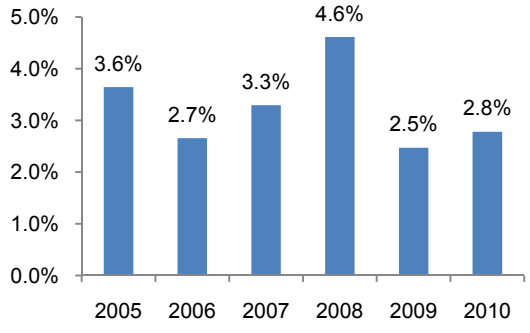
Ngoài ra, VCB còn duy trì sự cân bằng giữa tài sản và nợ một cách hiệu quả để tối ưu hóa lợi nhuận. Nguồn vốn huy động chi phí thấp cùng với danh mục cho vay đa dạng giúp ngân hàng có lợi thế cạnh tranh tốt hơn các ngân hàng khác và duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định.

Tăng cường quản lý tài sản nhờ kiểm soát nợ xấu - giảm nợ xấu và tăng dự phòng

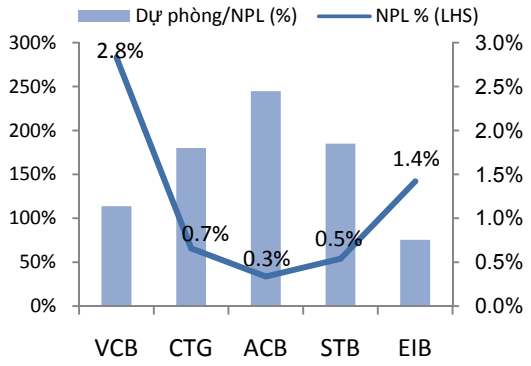
Do trước đây là NHTM nhà nước có nhiều khoản tín dụng lớn cho các doanh nghiệp nhà nước, cơ cấu cho vay của VCB thiên về các dự án lớn của Chính phủ và các doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, nhiều dự án không đạt hiệu quả đã ảnh hưởng đến chất lượng tín dụng của VCB, khiến nợ xấu tăng cao so với các NHTMCP khác.

Từ năm 2010, theo yêu cầu của Ngân hàng Nhà nước và để phù hợp với chuẩn quốc tế, VCB đã áp dụng hệ thống đánh giá tín dụng theo phương pháp định tính mới giúp phân loại tín dụng dựa trên cả chất lượng và số lượng. Hệ thống phân loại mới này có thể sẽ được áp dụng cho toàn hệ thống ngân hàng vào cuối năm 2011 sau khi NHNN ban hành thông tư mới về phương pháp xếp hạng tín dụng. Do áp dụng phương pháp mới, tỷ lệ nợ xấu tại các ngân hàng có thể sẽ gia tăng đáng kể. Cho đến thời điểm này, chỉ có BIDV và VCB đã áp dụng hệ thống đánh giá tín dụng mới. Nhờ chủ động trích dự phòng lớn trong những năm trước, nợ xấu của VCB đã giảm dần, tuy nhiên vẫn cao hơn các ngân hàng khác.

Hình 7: Tỷ lệ nợ xấu của VCB đã giảm về mức có thể kiểm soát - 2,8%...



Hình 8: nhưng vẫn cao so với các ngân hàng khác

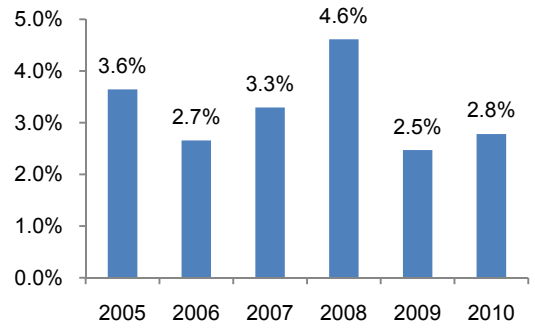


Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

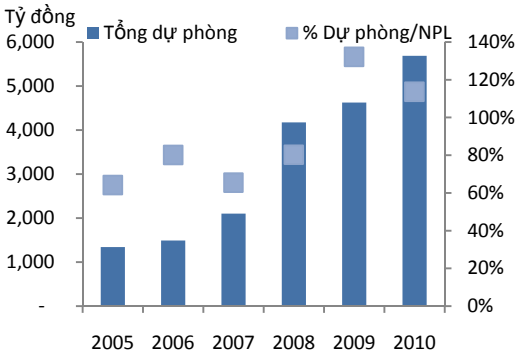
Những lo ngại về việc trích lập dự phòng rủi ro tín dụng tại VCB đã giảm nhẹ vì ngân hàng trích dự phòng cao hơn mức trung bình ngành. Năm 2010, VCB trích lập 5.500 tỷ đồng vào quỹ dự phòng, tương đương 100% lợi nhuận trước thuế của cả năm. Quỹ dự phòng hiện tại của VCB hoàn toàn có

thể bù đắp các khoản nợ xấu. Trong tình hình lãi suất vẫn ở mức cao, số dư quỹ dự phòng lớn sẽ phần nào bảo vệ lợi nhuận và chất lượng tín dụng của VCB trong những năm tiếp theo.

Hình 9: Tỷ lệ nợ xấu cao (% Nợ xấu/Tổng dư nợ)



Hình 10: Nhưng số dư trích lập dự phòng lớn (% Dự phòng/Nợ xấu)



Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

Nợ xấu dự kiến sẽ duy trì ở mức trung bình trong những năm tới khi ngân hàng tái cơ cấu danh mục cho vay hướng đến nhóm khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa & nhỏ có khả năng chấp nhận lãi suất cao hoặc những dự án có tính khả thi hơn để giảm rủi ro.

Hình 11: Nợ xấu và dự phòng

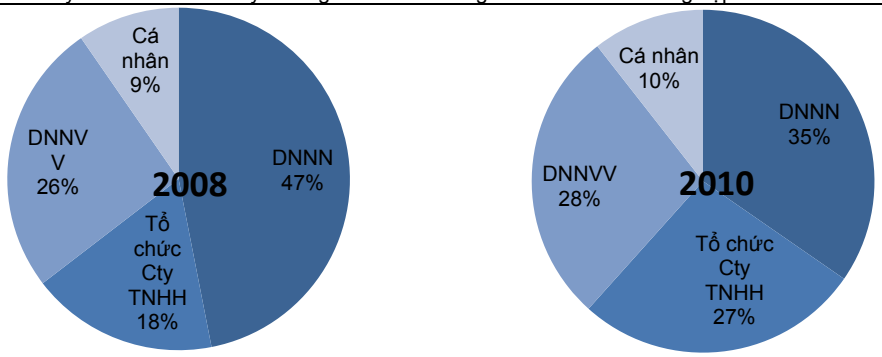
	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Nợ xấu (%)	3,3%	4,6%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Hệ số dự phòng	65%	80%	132%	114%	123%	122%	117%

Nguồn: VCSC

Tập trung tăng trưởng lợi nhuận thông qua cho vay doanh nghiệp vừa & nhỏ và hoạt động ngân quỹ

Doanh nghiệp nhà nước và các tập đoàn lớn là những khách hàng lớn nhất của VCB về huy động lẫn cho vay - chiếm khoảng 62% tổng dư nợ năm 2010. Tuy nhiên, từ năm 2008, VCB đã giảm cho vay doanh nghiệp nhà nước từ 47% xuống 35% tổng dư nợ trong năm 2010, một phần do quá trình cổ phần hóa của một số doanh nghiệp nhà nước. VCB đã chuyển trọng tâm cho vay sang các đối tượng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa & nhỏ có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, do đó dư nợ của những phân khúc này đã tăng từ 35% năm 2008 lên 38% trong năm 2010.

Hình 12: VCB thay đổi cơ cấu cho vay hướng đến khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa & nhỏ



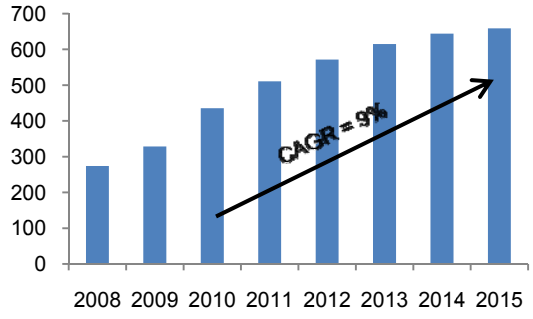
Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

Hơn nữa, với lợi thế dẫn đầu về vốn, VCB còn là ngân hàng cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng. VCB tăng cường các hoạt động ngân quỹ trên thị trường liên ngân hàng bằng cách tăng tỷ lệ tài sản tại các tổ chức tín dụng khác trên tổng tài sản từ 14% năm 2008 lên 26% trong năm 2010.

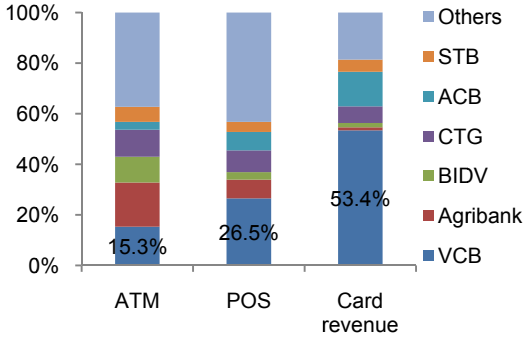
Thu nhập từ phí tăng trưởng mạnh và ổn định - Thu nhập từ phí và dịch vụ, đặc biệt là dịch vụ thẻ sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trong tương lai

Với lực lượng dân số trẻ và nhu cầu thanh toán hiện đại ngày càng tăng, thẻ tín dụng cá nhân dự kiến sẽ tăng trưởng bình quân 9%/năm trong giai đoạn 2011-2015.

Hình 13: Giá trị giao dịch qua thẻ ngân hàng (ngàn tỷ đồng)



Hình 14: VCB dẫn đầu thị trường thẻ thanh toán



Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

VCB hiện là ngân hàng dẫn đầu về thẻ thanh toán, chiếm 42% thị phần thẻ, bao gồm thẻ tín dụng quốc tế (Visa, Master, American Express, JCB và Dinner Club) và thẻ ghi nợ nội địa (Connect 24). Với mạng lưới POS lớn nhất Việt Nam gồm 14.762 điểm (chiếm 26% thị phần) và mạng lưới ATM lớn thứ hai với 1.530 máy ATM (chiếm 15% thị phần), VCB có điều kiện thuận lợi để thu hút tiền gửi thanh toán của cá nhân. Bên cạnh đó, cuối năm 2010, VCB đã đạt được con số 4,7 triệu chủ thẻ dùng thẻ ghi nợ, chiếm khoảng 18% thị phần, 446.000 thẻ ghi nợ quốc tế, đạt 30% thị phần và 197.000 chủ thẻ tín dụng, chiếm 30% thị phần. Thu nhập từ phí và hoa hồng đóng góp khoảng 12,3% tổng lợi nhuận hoạt động của VCB trong năm 2010. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ phí và dịch vụ sẽ đóng góp 15-16% tổng lợi nhuận hoạt động của ngân hàng trong năm 2011-2012 và 18% trong năm 2013.

Hình 15: Phí và hoa hồng sẽ tăng tỷ lệ đóng góp vào thu nhập ngoài lãi của VCB

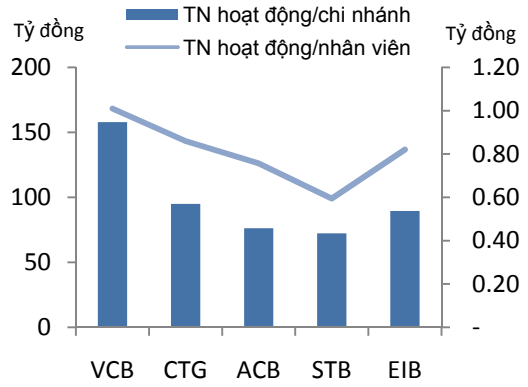
	2007	2008	2009	2010	2011F	20102F	2013F
Phí và hoa hồng (tỷ đồng)	601	791	989	1.416	1.967	2.595	3.420
% tổng lợi nhuận hoạt động	10,4%	8,8%	10,7%	12,3%	14,6%	15,6%	18,0%

Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

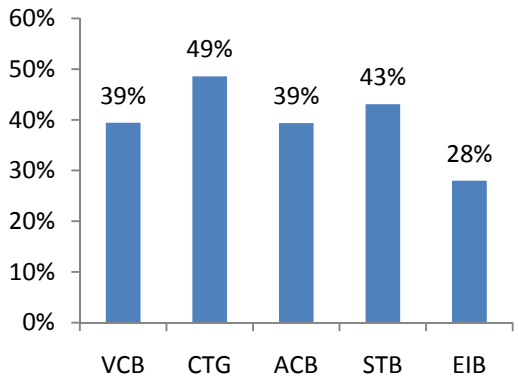
Hiệu quả hoạt động cao

Không giống như các ngân hàng khu vực công thường có năng suất lao động thấp và chính sách nhân sự cũ kỹ, VCB đã cải thiện hiệu quả hoạt động khá tốt so với các ngân hàng khác. VCB có doanh thu tính trên mỗi nhân viên cao nhất 1,01 tỷ đồng/nhân viên và doanh thu trên mỗi chi nhánh là 150 tỷ đồng/chi nhánh. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập của VCB vẫn ở mức 39%, thấp hơn nhiều so với CTG.

Hình 16: Hiệu quả hoạt động cao



Hình 17: Tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập thấp



Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

Danh mục đầu tư an toàn

Các khoản chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư của VCB hầu như là các khoản đầu tư vào chứng khoán nợ, bao gồm trái phiếu chính phủ (31%), trái phiếu của các tổ chức tài chính (46%) và trái phiếu doanh nghiệp (23%). VCB không đầu tư chứng khoán vốn ngắn hạn.

Hầu hết các khoản đầu tư chứng khoán vốn của VCB là đầu tư dài hạn vào các ngân hàng nhỏ tại mức giá thấp. Là ngân hàng thương mại lớn của nhà nước, VCB mua cổ phiếu của các ngân hàng khác như EIB, MB, OCB với giá khá thấp để trở thành cổ đông chiến lược hoặc cung cấp các biện pháp hỗ trợ tài chính cho các ngân hàng này. Căn cứ theo giá trị thị trường, chúng tôi ước tính VCB có thể có lợi nhuận chưa ghi nhận khoảng 1.000 tỷ đồng từ các khoản đầu tư dài hạn.

Hình 18: Các khoản đầu tư chứng khoán vốn dài hạn chính

Đơn vị: triệu đồng	Tỷ lệ sở hữu (%)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Giá trị thị trường	Giá trị sổ sách	Lãi/lỗ chưa ghi nhận
EIB	8,19%	10.560	1.254.053	582.065	671.988
SGB	5,26%	1.800	94.680	123.452	(28.772)
MB bank	11,00%	7.300	1.204.500	966.642	237.858
Gia Dinh Bank	3,83%	2.000	76.600	116.833	(40.233)
OCB	4,67%	2.635	123.055	137.907	(14.853)
Petrolimex Insurance	10,00%	400	40.000	67.900	(27.900)
PVD	2,56%	2.097	263.048	55.945	207.103
Tổng			**3.055.935**	**2.050.744**	**1.005.191**

Nguồn: VCB, VCSC tổng hợp

Quỹ đất lớn với giá trị sổ sách thấp

VCB có 110 mặt bằng ở những vị trí quan trọng tại các thành phố lớn được sử dụng làm chi nhánh và phòng giao dịch, trong đó 35% có giấy chứng nhận quyền sở hữu, 45% là quyền sử dụng đất trên 50 năm và còn lại 19% là thuê với quyền sử dụng đất dưới 50 năm.

Hiện nay, tất cả quyền sử dụng đất có giá trị sổ sách là 324 tỷ đồng, khá thấp nếu so với giá trị thị trường trong khi phần lớn những tài sản này đều nằm ở những khu vực chính của các tỉnh thành lớn. Những khu đất có giá trị nhất là 39 khu đất thuộc quyền sở hữu của VCB tại các thành phố chính như Hà Nội, TP Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Đà Nẵng và Vũng Tàu.

Hình 19: Tài sản bất động sản của VCB

	Tài sản	%	Tổng diện tích (m2)	%
Quyền chứng nhận quyền sở hữu	39	35%	38.800	21%
Quyền sử dụng đất trên 50 năm	50	45%	104.028	56%
Quyền sử dụng đất dưới 50 năm	21	19%	43.477	23%
Tổng	**110**	**100%**	**186.305**	**100%**

Nguồn: Bản cáo bạch VCB

Chúng tôi tiến hành ước tính sơ bộ giá trị của 39 tài sản hiện tại mà VCB đang sở hữu quyền. Giá trị của các tài sản sau khi trừ đi giá trị sổ sách là khoảng 1.200 tỷ đồng.

Hình 20: Các tài sản sở hữu vĩnh viễn của VCB

Vị trí	Số công trình	Tổng diện tích (m2)	Giá ước tính/m2	Tổng giá trị (triệu đồng)
Hà Nội, TPHCM	10	4.856	80	388.480
Hải Phòng, Đà Nẵng, Vũng Tàu	6	9.111	50	455.550
Các tỉnh khác	23	24.833	30	744.990
Tổng	**39**	**38.800**	**160**	**1.589.020**
Trừ: giá trị sổ sách hiện tại				323.645
Giá trị sổ sách thặng dư				**1.265.375**

Nguồn: VCSC ước tính

Cổ đông chiến lược và thặng dư vốn

Kể từ khi thực hiện cổ phần hóa vào năm 2008 cho đến nay, VCB vẫn chưa tìm được cổ đông chiến lược do các quy định liên quan đến mức giá mà các đối tác chiến lược phải trả.

Quy định mới cho phép VCB thương lượng giá với đối tác chiến lược dựa trên giá thị trường hiện tại, nhờ vậy, VCB có thể sẽ xúc tiến nhanh quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược trong năm 2011. VCB dự kiến sẽ hoàn tất các điều khoản thương lượng để bán 20% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược trong năm 2011. Nếu đúng như dự kiến, VCB sẽ nhận được sự hỗ trợ về chuyên môn lẫn vốn từ các đối tác chiến lược, góp phần gia tăng lợi thế và củng cố nguồn vốn.

Ngoài ra, VCB không được phép ghi nhận phần thặng dư vốn từ đợt IPO, khoảng 987 tỷ đồng cho đến khi giai đoạn đầu tiên của quá trình cổ phần hóa hoàn thành, tức là khi tìm được đối tác chiến lược. Tuy nhiên, số tiền này đã được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu của VCB vào cuối năm 2010 và VCB có thể sử dụng số vốn này để phát triển cơ sở hạ tầng.

Triển vọng lợi nhuận

Tăng trưởng tín dụng và huy động

Trong năm 2011, NHNN dự định sẽ thắt chặt tiền tệ với mức tăng trưởng tín dụng toàn ngành phải dưới 20%. Với thị phần lớn trong hoạt động tín dụng, chúng tôi dự báo VCB sẽ có tốc độ tăng trưởng tín dụng là 20%, tương đương mức trung bình ngành.

Đối với tăng trưởng huy động, với quy định trần lãi suất huy động 14%/năm của NHNN hiện nay, các ngân hàng sẽ bị hạn chế khi thu hút thêm vốn từ khách hàng trong nước. Nếu các ngân hàng được phép tăng lãi suất huy động, chúng tôi kỳ vọng sẽ có nhiều khách hàng chuyển từ ngoại tệ và vàng sang tiền đồng.

Hình 21: Các chỉ tiêu tăng trưởng chính

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Tăng trưởng tài sản	18,1%	12,5%	15,0%	20,4%	15,1%	17,5%	14,1%
Tăng trưởng tín dụng	44,1%	15,5%	25,6%	24,8%	20,0%	20,0%	18,0%
Tăng trưởng huy động	26,5%	10,9%	7,6%	21,1%	15,0%	15,0%	15,0%

Nguồn: VCSC

Từ Q2/2010, Ngân hàng Nhà nước cho phép các ngân hàng thương mại thương lượng lãi suất cho vay với khách hàng, thay vì tối đa 150% lãi suất cơ bản như đã nêu trong luật dân sự. Với quy định này, các ngân hàng thương mại có nhiều cơ hội tăng suất sinh lợi trung bình (thu nhập lãi/tài sản sinh lãi). Chi phí vốn bình quân năm 2011 ước tính sẽ tăng nhẹ so với năm 2010, như vậy chênh lệch lãi ròng năm 2011 sẽ khoảng 2.83%. Trong năm 2012, khi VCB tìm được đối tác chiến lược, chi phí vốn sẽ giảm đáng kể. Chúng tôi dự báo VCB sẽ có NIM là 3,1% trong năm 2011 và tăng lên 3,2% trong năm 2012-2013.

Hình 22: Tỷ số khả năng sinh lợi

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Chi phí vốn bình quân	4,41%	5,65%	4,12%	4,87%	4,95%	4,60%	4,40%
Suất sinh lợi bình quân	6,86%	8,81%	6,74%	7,68%	7,78%	7,60%	7,40%
Chênh lệch lãi ròng	2,45%	3,16%	2,62%	2,81%	2,83%	3,00%	3,00%
Tỷ lệ lãi biên	2,47%	3,39%	2,86%	3,06%	3,08%	3,27%	3,22%

Nguồn: VCSC

Tăng trưởng lợi nhuận

Nhân tố chính quyết định lợi nhuận của VCB vẫn là thu nhập ròng từ lãi, chủ yếu nhờ lãi suất cho vay cao mà ngân hàng có thể áp dụng cho các lĩnh vực có rủi ro cao hơn. Với sự hồi phục của các hoạt động xuất nhập khẩu trong năm 2011, chúng tôi ước tính hoạt động kinh doanh ngoại hối của VCB sẽ tăng trưởng khoảng 15% trong năm 2011 và 20% giai đoạn 2012-2013.

Hình 23: Tỷ số tăng trưởng lợi nhuận

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	7,4%	61,5%	-1,9%	26,0%	17,2%	22,6%	10,0%
Tăng trưởng thu nhập ròng từ phí và hoa hồng	9,7%	31,5%	25,1%	43,2%	38,9%	31,9%	31,8%
Tăng trưởng thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	29,6%	169,1%	-3,7%	-38,8%	15,0%	20,0%	20,0%
Tăng trưởng cổ tức	-33,9%	-18,1%	577,4%	24,1%	15,0%	15,0%	15,0%

Nguồn: VCSC

Chi phí hoạt động

Kể từ năm 2008, VCB đã tăng chi phí hoạt động để bù đắp mức lương nhân viên thấp so với các ngân hàng thương mại cổ phần khác trong thời gian trước đó. Theo đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập của VCB sẽ khoảng 39-41% trong giai đoạn 2011-2013.

Hình 24: Các chỉ số về chi phí

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Chi phí/Tổng thu nhập	28,2%	29,0%	37,6%	39,4%	40,5%	39,4%	40,6%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	26,1%	59,3%	34,7%	30,1%	20,0%	20,0%	18,0%

Nguồn: VCSC

Định giá

Chúng tôi thực hiện báo cáo chi tiết cho VCB với khuyến nghị THÊM VÀO và giá mục tiêu 32.300 đồng. Những lo ngại về chất lượng tài sản được giảm nhẹ do VCB đã trích lập dự phòng đầy đủ và chuyển trọng tâm sang mục tiêu nâng cao tỷ suất và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Ngoài ra, khả năng VCB tìm được đối tác chiến lược cũng sẽ hỗ trợ chi phí vốn trong những năm tới. Với tỷ số ROA vượt trội, hiệu quả hoạt động tốt và danh mục cho vay tăng trưởng, chúng tôi tin rằng VCB có thể được giao dịch với mức định giá cao hơn các ngân hàng khác.

Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ đạt kết quả kinh doanh tích cực hơn trong những quý tới nhờ lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng mạnh mẽ. Ước tính lợi nhuận của VCB sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình 22%/năm trong giai đoạn 2010-2013, nhờ tăng trưởng thu nhập lãi ròng (NII) và thu nhập từ phí. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về chất lượng tài sản và đã ghi nhận chi phí tín dụng tăng trong năm 2011. Tại mức giá mục tiêu, PB 2012F là 1,4x cùng với các chỉ tiêu lợi nhuận dự kiến khả quan ROA 1,6% và ROE 17,5% cho giai đoạn 2011 – 2013.

Chúng tôi cũng so sánh với các ngân hàng khu vực và chọn những thị trường châu Á mới nổi vì những nước này nằm trong vùng lân cận và có trình độ phát triển kinh tế tương tự với Việt Nam. Tại mỗi quốc gia, chúng tôi chọn những ngân hàng có vốn hóa từ 500 triệu USD đến 10 tỷ USD và thực hiện một số điều chỉnh để loại bỏ những ngân hàng có chỉ số tài chính đột biến. PB trung bình của các ngân hàng tại các thị trường châu Á mới nổi là 1,9x, ROE là 16,4% và ROA 1,4% trong năm 2010.

Hình 25: So sánh với các ngân hàng trong khu vực

Quốc gia	Vốn hóa trung bình (triệu USD)	P/E (x)	P/B (x)	ROE LF (%)	ROA LF (%)
Trung Quốc	6.415,3	10,3	1,8	18,8	1,10
Thái Lan	5.365,8	19,1	1,9	12,9	1,19
Malaysia	3.267,1	10,4	1,8	14,9	1,01
Indonesia	3.084,0	22,0	2,5	16,1	1,67
Ấn độ	2.170,8	8,3	1,4	17,3	1,00
Philippines	1.883,4	13,0	1,8	14,8	1,74
Pakistan	1.218,3	7,4	1,3	19,0	2,02
Sri Lanka	768,8	15,5	2,4	17,3	1,58
Trung bình	**3.021,7**	**13,3**	**1,9**	**16,4**	**1,4**
VCB	2.521,1	11,2	2,4	22,2	1,5

Nguồn: Bloomberg

Đối với các ngân hàng trong nước, chúng tôi chọn những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất niêm yết tại Việt Nam. PB và ROA trung bình của các ngân hàng Việt Nam gần tương đương với những ngân hàng trong khu vực. Đối với VCB, PB 2010 là 2,4x do ngân hàng ghi nhận phần tăng vốn điều lệ sau khi ngày tổng kết bảng cân đối kế toán.

Hình 26: So sánh các ngân hàng trong nước

Ngân hàng	Giá thị trường	Vốn hóa trung bình (tỷ đồng)	Tổng tài sản trung bình (tỷ đồng)	P/E (x)	P/B (x)	ROE LF (%)	ROA LF (%)
CTG VN Equity	29.500	49.731	367.932	12,1	2,4	19,8	1,1
ACB VN Equity	22.000	20.539	205.802	8,2	2,6	21,8	1,2
EIB VN Equity	15.000	15.840	131.128	8,2	1,8	13,4	2,0
STB VN Equity	12.400	11.382	152.561	5,6	1,1	15,2	1,5
Trung bình			**214.356**	**8,5**	**2,0**	**17,5**	**1,4**
VCB VN Equity	29.500	51.883	307.615	11,2	2,4	22,0	1,5

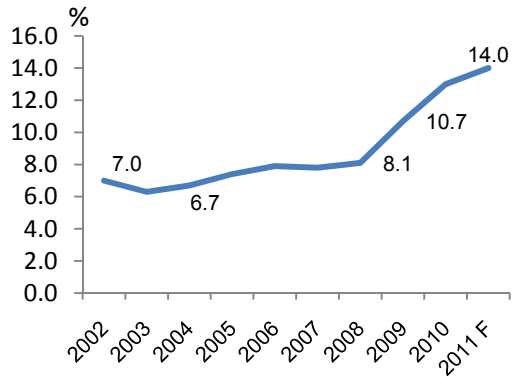
Nguồn: Bloomberg

Rủi ro

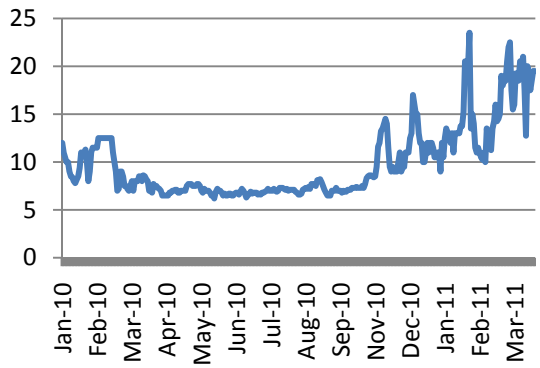
Môi trường lãi suất cao và nợ xấu cao do các khoản nợ của các doanh nghiệp nhà nước

Hoạt động chính của ngân hàng thương mại là cho vay nên nếu lãi suất vẫn duy trì ở mức cao sẽ khiến các ngân hàng gặp phải nhiều rủi ro hơn, vì chỉ những dự án rủi ro mới có thể có nhiều lợi nhuận để trả lãi suất cao (từ 19-20%/năm). Do đó, khả năng nợ xấu tăng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận vì phải trích dự phòng nhiều hơn. Ngoài ra, trong môi trường lãi suất cao, các ngân hàng có thể gặp nhiều rủi ro về khả năng vỡ nợ của khách hàng.

Hình 27: Lãi suất tiền gửi ngắn hạn hiện nay bị giới hạn trần ở mức 14%/năm...



Hình 28: ... nhưng lãi suất qua đêm khoảng 18-20%/năm



Nguồn: VCSC tổng hợp

Bên cạnh đó, các khoản nợ của các doanh nghiệp nhà nước, như Vinashin, sẽ là thách thức cho VCB. Tuy nhiên, với các biện pháp giảm tỷ lệ cho vay doanh nghiệp nhà nước và quản lý rủi ro tín dụng chặt chẽ hơn, chúng tôi hy vọng VCB sẽ giảm khả năng nợ xấu tăng trong tương lai.

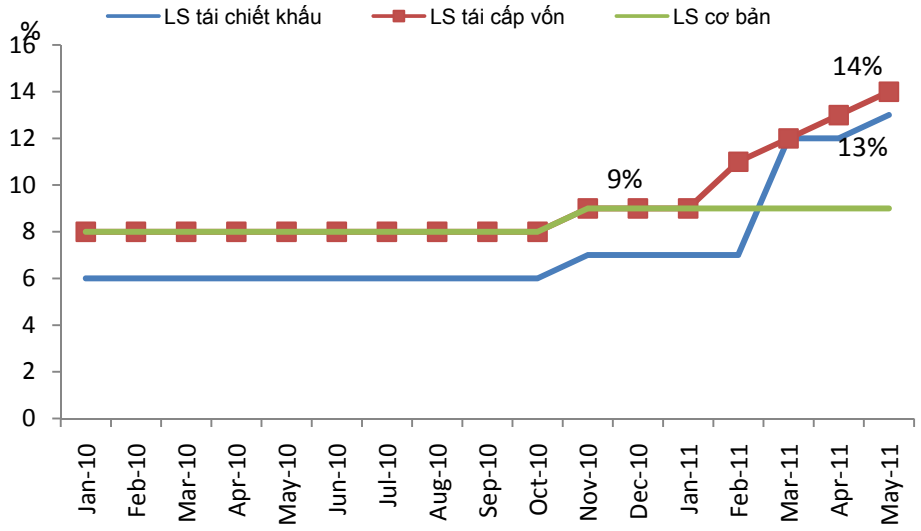
Những thay đổi về quy định trong ngành

Chính sách tiền tệ có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động ngân hàng vì chính sách thắt chặt tiền tệ cộng với lãi suất cao có thể làm chậm tốc động tăng trưởng tín dụng, giảm thu nhập ròng từ lãi do khách hàng vay không thể chịu đựng chi phí tài chính cao.

Tuy nhiên, nhằm xoa dịu áp lực lạm phát, Ngân hàng Nhà nước đã đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát lên ưu tiên hàng đầu và thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ kể từ tháng 2/2011. Những biện pháp này bao gồm:

1. Giảm mục tiêu tăng trưởng cung tiền năm 2011 xuống 15%-16% (từ mức 21-24% trước đó).
2. Giới hạn tăng trưởng tín dụng dưới 20% (từ 23%)
3. Nghị quyết 11 quy định các ngân hàng chỉ được phép cho vay phi sản xuất (ví dụ như cho vay bất động sản, cho vay đầu tư chứng khoán và cho vay tiêu dùng) ở mức 22% tổng dư nợ cho vay tính đến ngày 30/6/2011 và 16% vào cuối năm 2011. Các ngân hàng không tuân thủ sẽ phải tăng gấp đôi tỷ lệ dự trữ bắt buộc và hạn chế các hoạt động kinh doanh khác.
4. Giám sát chặt chẽ các ngân hàng thương mại có tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành (tức cao hơn mục tiêu tăng trưởng tín dụng chung là 20%)
5. Giảm huy động và cho vay vàng, cấm kinh doanh vàng vật chất.
6. Quy định trần lãi suất huy động VND tại các ngân hàng thương mại ở mức 14% (Thông tư 02/2011/TT-NHNN ngày 3/3/2011) và lãi suất huy động USD tối đa ở mức 3% đối với khách hàng cá nhân theo Thông tư 09/2011/TT-NHNN ngày 9/4/2011 (khách hàng tổ chức chỉ có thể nhận lãi suất 1% đối với tiền gửi ngoại tệ tại các ngân hàng thương mại)
7. Tăng lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn lên 13% và 14%, thay vì 6-8% như trong năm 2010. Việc giới hạn trần lãi suất huy động VND ở mức 14% và 3% đối với tiền gửi ngoại tệ gây nhiều khó khăn hơn cho hệ thống ngân hàng trong việc huy động vốn trong khi việc tăng lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn sẽ khiến chi phí vốn tăng, khiến các ngân hàng nhỏ có thể phải đối mặt với vấn đề thanh khoản.

Hình 29: NHNN tăng lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn từ tháng 2/2011



Nguồn: VCSC tổng hợp

NHNN cũng ban hành nhiều quy định mới trong năm 2011 có tác động khác nhau đến hoạt động của hệ thống ngân hàng:

8. Thông tư 05/2011/TT-NHNN ngày 10/3/2011 cho phép các ngân hàng tính phí trả nợ trước hạn.

9. Thông tư 07/2011/TT-NHNN ngày 24/3/2011 quy định về cho vay ngoại tệ, theo đó các ngân hàng chỉ được phép cho vay ngoại tệ đối với những khách hàng có doanh thu xuất khẩu hoặc có nguồn thu ngoại tệ để trả nợ.

Tóm tắt tình hình tài chính

KQHĐKD (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Thu nhập lãi	15,294	20,581	24,267	27,301	29,739
Chi phí lãi	(8,795)	(12,392)	(14,672)	(15,538)	(16,794)
Thu nhập lãi ròng	**6,499**	**8,188**	**9,596**	**11,763**	**12,945**
Thu nhập từ hoạt động DV	1,372	1,919	2,590	3,367	4,377
Chi phí hoạt động DV	(383)	(502)	(623)	(772)	(957)
LN ròng từ hoạt động DV	**989**	**1,416**	**1,967**	**2,595**	**3,420**
LN từ KD ngoại hối	918	562	646	775	930
LN từ CK kinh doanh	183	18	20	24	29
LN từ CK đầu tư	173	268	161	193	232
LN khác	128	580	493	591	710
LN cổ tức từ góp vốn CP	396	492	566	651	748
Tổng LN hoạt động	**9,287**	**11,525**	**13,448**	**16,593**	**19,013**
Chi phí hoạt động	(3,494)	(4,544)	(5,453)	(6,544)	(7,722)
LN trước dự phòng	**5,793**	**6,980**	**7,995**	**10,049**	**11,292**
Dự phòng rủi ro tín dụng	(789)	(1,501)	(1,642)	(1,339)	(1,159)
Lợi nhuận trước thuế	**5,004**	**5,479**	**6,354**	**8,710**	**10,132**
Thuế TNDN	(1,060)	(1,243)	(1,525)	(2,090)	(2,432)
Lợi nhuận ròng	**3,945**	**4,236**	**4,829**	**6,620**	**7,700**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23)	(21)	(21)	(21)	(21)
Lợi nhuận ròng của NH	**3,921**	**4,215**	**4,807**	**6,598**	**7,679**

CĐKT (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Tiền và tương đương tiền	4,485	5,233	9,419	5,957	6,851
Tiền gửi tại NHNN	25,175	8,240	23,547	27,079	31,141
Cho vay các TCTD khác	47,457	79,654	63,723	70,095	77,105
Chứng khoán kinh doanh	6	7	6	6	6
Công cụ TC phái sinh	-	35	-	-	-
Cho vay khách hàng	**136,996**	**171,125**	**204,846**	**245,942**	**290,613**
Chứng khoán đầu tư	32,635	32,811	38,813	44,583	48,546
Đầu tư dài hạn	3,638	3,955	4,351	4,786	5,264
TSCĐ	1,505	1,586	3,428	6,660	10,829
Tài sản khác	3,600	4,851	5,883	10,756	4,127
Tổng tài sản	**255,496**	**307,496**	**354,016**	**415,866**	**474,482**
Tiền vay từ NHNN	22,578	10,077	8,565	9,850	11,328
Tiền gửi của TCTD khác	38,836	59,536	65,489	72,038	79,242
Tiền gửi khách hàng	169,072	204,756	235,469	270,790	311,408
Công cụ TC phái sinh	82	-	82	82	82
Phát hành giấy tờ có giá	386	3,564	5,346	8,019	12,028
Nợ phải trả khác	7,723	8,774	9,037	9,489	9,964
Tổng nợ	**238,676**	**286,707**	**323,989**	**370,268**	**424,052**
Vốn CSH và các quỹ	**16,710**	**20,669**	**29,907**	**45,478**	**50,310**
Vốn điều lệ	12,101	13,224	19,698	23,638	23,638
Vốn khác	45	45	45	45	45
Thặng dư vốn	-	987	987	8,866	8,866
Quỹ & khác	1,460	1,762	1,549	2,819	4,297
Lợi nhuận giữ lại	3,104	4,652	7,628	10,110	13,464
Lợi ích cổ đông thiểu số	109	120	120	120	120
Tổng nguồn vốn	**255,387**	**307,376**	**353,896**	**415,746**	**474,362**

Tăng trưởng (%)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Tăng trưởng tài sản	15%	20%	15%	17%	14%
Tăng trưởng tín dụng	26%	25%	20%	20%	18%
Tăng trưởng huy động	8%	21%	15%	15%	15%
Tăng trưởng VĐL	0%	9%	49%	20%	0%
Tăng trưởng vốn CSH	20%	24%	45%	52%	11%
Tăng trưởng LN	45%	7%	14%	37%	16%
Tăng trưởng TN lãi ròng	-2%	26%	17%	23%	10%
TăngtrưởngTN ngoài lãi	25%	43%	39%	32%	32%
Chi phí hoạt động	35%	30%	20%	20%	18%

Các chỉ số tài chính	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Khả năng thanh toán					
TS thanh khoản/Tổng TS	43%	41%	38%	36%	34%
Cho vay/Huy động KH	84%	86%	90%	94%	96%
Tiền gửi tổ chức TD khác/ Tổng huy động	17%	22%	21%	20%	20%
Khả năng sinh lợi					
ROAE %	25.6%	22.5%	19.0%	17.5%	16.0%
ROAA %	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%
Chi phí vốn bình quân	4.1%	4.9%	5.0%	4.6%	4.4%
Suất sinh lợi trung bình	6.7%	7.7%	7.8%	7.6%	7.4%
Tỷ lệ lãi biên	2.9%	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%
Tỷ lệ chi phí/lợi nhuận	38%	39%	41%	39%	41%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2.47%	2.83%	2.80%	2.80%	2.80%
Dự phòng/Nợ xấu	132%	114%	123%	122%	117%
Vốn CSH/Tổng TS	6.5%	6.7%	8.4%	10.9%	10.6%
Tổng TS/Vốn CSH	15.4	15.0	11.9	9.2	9.5
BVPS (1,000 VND)	13,809	15,631	17,005	23,087	21,284
EPS (VND)	3,241	3,187	2,733	3,350	3,249
EPS pha loãng (VND)	3,241	3,187	2,441	2,791	3,249
DPS (VND)		1,200	1,200	1,200	1,200

Định giá	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Giá thị trường	29,500	29,500	29,500	29,500	29,500
P/E	9.1	9.3	10.8	8.8	9.1
P/B	2.1	1.9	1.7	1.3	1.4
Giá mục tiêu	32,300	32,300	32,300	32,300	32,300
P/E	10.0	10.1	11.8	9.6	9.9
P/B	2.3	2.1	1.9	1.4	1.5

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoa Hoàng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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 .

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ, 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
17/5/2011	Thêm vào	29,500	32,300

Liên hệ

Trụ sở chính
67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Chi nhánh Hà Nội
18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch
136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu
Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu
+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146
CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120
CV cao cấp, Vũ Thanh Tú, ext 105

CV cao cấp, Ngô Phụng Hiệp, ext 130
Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142
Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147
Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài
Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước
Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội
Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.