

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG

Báo cáo cập nhật **Q1/2013**

29/3/2013

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 1/2013

Dự báo kết quả kinh doanh Q1/2013. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động của VCB trong quý 1/2013 đạt 3.686 tỷ đồng, giảm 10,2% so với cùng kỳ 2011. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của VCB tăng nhẹ 0,9% so với quý 1/2012 đạt 1.359 tỷ đồng.

❑ **Thu nhập từ lãi.** BVSC dự báo dư nợ tín dụng của VCB tại 31/03/2013 đạt 229.993 tỷ đồng, giảm 2,5% so với cuối năm 2012. Hoạt động huy động vốn trong kỳ dự kiến tăng trưởng 5,1% so với 31/12/2012. Thu nhập lãi thuần của VCB ước đạt 2.604 tỷ đồng, giảm 21% so với cùng kỳ năm 2012.

❑ **Thu từ hoạt động dịch vụ.** Doanh số thanh toán thẻ và doanh thu từ dịch vụ thanh toán xuất nhập khẩu dự kiến tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, phần thu nhập dịch vụ liên quan đến tín dụng cho VCB sẽ chững lại. Thu từ dịch vụ của VCB ước đạt 267 tỷ đồng.

❑ **Thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối.** Hoạt động mua bán ngoại tệ với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu cũng như các ngân hàng khác trong quý 1/2013 sẽ bớt sôi động. Do đó, BVSC cho rằng thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ có sự suy giảm so với cùng kỳ 2012, ước đạt 308 tỷ đồng.

❑ **Chi phí hoạt động.** Chi phí hoạt động dự kiến sẽ giảm nhẹ khoảng 9,5% so với quý 1/2012 ước tính đạt 1.284 tỷ đồng.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Tỷ lệ NPL của VCB dự kiến sẽ đạt khoảng 2,7% tại 31/3/2013. Chi phí trích lập dự phòng ước đạt 590 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ 2012.

Triển vọng 2013. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2013 lần lượt đạt 16.313 và 4.649 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 9% và 5%, trên cơ sở tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 15%.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng dài hạn của VCB nhờ có chiến lược kinh doanh khá chắc chắn và năng lực quản trị rủi ro tốt nên đảm bảo hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Tuy nhiên, từ đầu năm 2013 đến nay, VCB đã tăng giá khoảng 15% và hiện tại đang được giao dịch với mức P/E và P/B là 19,1 và 2,1, tương đối cao so với bình quân ngành. Do vậy, cổ phiếu VCB không còn hấp dẫn trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu VCB.

Một số chỉ tiêu dự báo của VCB

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q1/2012	Q1/2013F
Tổng thu nhập hoạt động (triệu VND)	14.870.798	14.986.617	16.312.919	4.104.457	3.686.100
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	12.421.680	10.974.444	12.160.901	3.300.012	2.604.000
Thu nhập ngoại lãi (triệu VND)	2.449.118	4.012.173	4.152.019	804.445	1.082.100
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	4.217.359	4.425.198	4.649.182	1.346.885	1.359.380
EPS (VND)	2.131	1.903	1.672	581	587
P/E (x)	15,02	16,82	19,14	55,06	54,55
P/B (x)	2,30	2,04	2,19	1,78	1,70
ROA (%)	1%	1%	1%	0%	0%
ROE (%)	17%	12%	11%	3%	3%

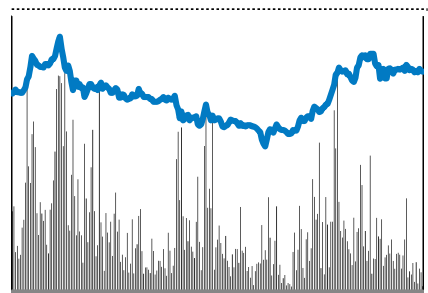
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	27.600 VND
Giá thị trường (29/3/2013)	32.000 VND
Khoảng giá 52 tuần	21.000 - 37.000
Khuyến nghị	NẮM GIỮ
Triển vọng 1 quý	■ Đil ngang
Triển vọng 1 năm	➔ Tăng nhẹ
Triển vọng dài hạn	➔ Tăng nhẹ



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VCB	14,7%	-1,2%	17,3%	29,7%
VN-Index	16,6%	2,8%	17,9%	24,3%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	VCB
Reuters	VCB.HM
Bloomberg	VCB VN
Sàn giao dịch	HOSE
Ngành	Tài chính
Lĩnh vực	Ngân hàng
Vốn hóa	74.157,35 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.317.417.076 CP
KLGD bình quân 10 ngày	183.119 CP

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	77,11%
Sở hữu nước ngoài	15,00%
Sở hữu khác	7,89%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	12%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,32%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tổng thu nhập hoạt động	9.287	11.525	14.871	14.987	16.313
Chi phí hoạt động	3.494	4.544	5.700	5.995	6.525
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	5.793	6.980	9.171	8.992	9.788
Dự phòng rủi ro tín dụng	789	1.501	3.474	3.230	3.589
Lợi nhuận sau thuế	3.921	4.215	4.197	4.409	4.649

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền, vàng bạc, đá quý	4.485	5.233	5.394	5.627	4.709
Tiền gửi tại NHNN	25.175	8.240	10.617	15.732	17.896
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	47.457	79.654	105.005	65.713	74.036
Cho vay khách hàng	136.996	171.125	204.089	235.960	272.110
Chứng khoán đầu tư	32.635	32.811	29.457	78.451	80.061
Tổng tài sản có	255.496	307.496	366.722	414.670	470.947
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	22.578	10.077	38.866	24.806	32.673
Tiền gửi và vay các TCTD khác	38.836	59.536	47.962	34.066	35.660
Tiền gửi của khách hàng	169.072	204.756	227.017	284.515	332.882
Vốn chủ sở hữu	16.710	20.669	28.639	42.337	44.292
Tổng nguồn vốn	255.496	307.496	366.722	414.670	470.947

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	26%	25%	18%	15%	15%
Tăng trưởng huy động (%)	8%	21%	11%	25%	17%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	15%	20%	19%	13%	14%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	21%	24%	39%	48%	5%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3%	3%	4%	3%	3%
ROA (%)	2%	2%	1%	1%	1%
ROE (%)	26%	23%	17%	12%	11%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	2,5%	2,8%	0,8%	2,3%	n/a
Dự phòng/Tổng dư nợ	3%	3%	3%	2%	2%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	55%	58%	57%	58%	59%
Cho vay/Huy động	84%	86%	92%	85%	83%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.241	3.187	2.131	1.903	1.672
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.900	15.721	14.612	18.335	16.080

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2013

Dự báo kết quả kinh doanh Q1/2013. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động của VCB trong quý 1/2013 đạt 3.686 tỷ đồng, giảm 10,2% so với cùng kỳ năm 2011. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của VCB tăng nhẹ 0,9% so với quý 1/2012 đạt 1.359 tỷ đồng.

❑ **Thu nhập từ lãi.** BVSC cho rằng dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế của VCB trong quý 1/2013 sẽ có sự suy giảm so với thời điểm cuối năm 2012 do hai nguyên nhân: (1) ngân hàng sẽ có chính sách tín dụng thận trọng hơn để tránh nợ xấu, và (2) tình hình kinh tế vĩ mô chưa được cải thiện nhiều, với các chỉ số sản xuất công nghiệp, hàng tồn kho, doanh số bán lẻ chưa có dấu hiệu tích cực, dẫn đến cầu tín dụng vẫn còn yếu. Chúng tôi ước tính dư nợ tín dụng của VCB tại 31/03/2013 đạt 229.993 tỷ đồng, giảm 2,5% so với cuối năm 2012. Trong khi đó, lãi suất huy động mới chỉ được điều chỉnh giảm từ cuối tháng 3/2013, do vậy chưa ảnh hưởng nhiều đến tăng trưởng huy động vốn từ nền kinh tế của VCB trong quý 1. BVSC ước tính hoạt động huy động vốn trong kỳ tăng trưởng 5,1% so với 31/12/2012. Mức tăng trưởng này chủ yếu dựa vào vốn huy động từ khu vực dân cư. Tăng trưởng huy động vốn từ tổ chức kinh tế chỉ tăng nhẹ khoảng 1% so với cuối năm 2012. Để ước tính kết quả kinh doanh của VCB trong quý 1/2013, chúng tôi vẫn giả định lãi suất huy động được giữ ở mức 9% và lãi suất cho vay bình quân tương đương với lãi suất cho vay thời điểm cuối năm 2012. Trên cơ sở đó, thu nhập lãi thuần của VCB ước đạt 2.604 tỷ đồng, giảm 21% so với cùng kỳ năm 2012.

❑ **Thu từ hoạt động dịch vụ.** Trong quý 1/2013, đặc biệt là tháng 1 và tháng 2 nhu cầu sử dụng thẻ thanh toán tương đối cao. Do vậy, doanh số thanh toán và sử dụng thẻ quốc tế và nội địa trong kỳ dự kiến đều sẽ tăng mạnh, lần lượt 37,5% và 73% so với cùng kỳ 2012. Doanh số từ dịch vụ thanh toán xuất nhập khẩu cũng có sự tăng trưởng nhẹ, khoảng 15%. Tuy nhiên, tín dụng không tăng trưởng lại góp phần làm giảm thu nhập dịch vụ liên quan đến tín dụng cho VCB. Dựa trên cơ sở này, BVSC ước tính thu từ dịch vụ quý 1/2013 của VCB sẽ đạt 267 tỷ đồng, tăng 57% so với quý 1/2013.

❑ **Thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối.** BVSC cho rằng thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ có sự suy giảm so với cùng kỳ 2012 do trong điều kiện sức mua trong nước chưa được cải thiện, nhu cầu nhập khẩu hàng hóa trùng xuống, các ngân hàng cũng sẽ phải giữ ngoại tệ phòng thủ cho nhu cầu thanh khoản. Do vậy, hoạt động mua bán ngoại tệ với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu cũng như các ngân hàng khác trong quý 1/2013 sẽ bớt sôi động. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của VCB trong quý 1/2013 dự kiến sẽ giảm khoảng 12,7% đạt 308 tỷ đồng.

❑ **Chi phí hoạt động.** Chi phí hoạt động dự kiến sẽ giảm nhẹ khoảng 9,5% so với quý 1/2012 ước tính đạt 1.284 tỷ đồng.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Trong quý 4/2012, VCB đã sử dụng nguồn dự phòng để xử lý khoảng 1.900 tỷ đồng nợ xấu, đưa tỷ lệ NPL xuống 2,3% vào cuối 2012. Trong quý 1/2013, do tín dụng không tăng trưởng, đồng thời sẽ có một phần nợ nhóm 2 bị chuyển xuống thành nợ nhóm 5, nên tỷ lệ NPL của VCB dự kiến sẽ đạt khoảng 2,7% tại 31/3/2013. Chi phí trích lập dự phòng dự kiến đạt 590 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ 2012.

Ước tính kết quả kinh doanh Q1/2013 của VCB						
Chỉ tiêu	Q1/2012	Q1/2013E	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
- Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	4.104	3.686	-10,2%	4.104	3.686	-10,2%
- LNST (tỷ đồng)	1.347	1.359	0,9%	1.347	1.359	0,9%

Nguồn: VCB, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2013

Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB năm 2013 lần lượt đạt 16.313 và 4.649 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 9% và 5%, trên cơ sở tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt khoảng 15%.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của VCB

Chi tiêu	2012	2013	%	Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	414.670	470.947		
Nguồn vốn huy động	284.515	332.882		
Dư nợ cho vay	235.960	272.110		Chúng tôi cho rằng trong năm 2013, VCB sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng tín dụng cao hơn mức tăng trưởng tín dụng bình quân của ngành, đạt 15%.
Tổng thu nhập hoạt động	14.987	16.313	9%	<p>Thu nhập lãi. Về lãi suất đầu vào, BVSC cho rằng trần lãi suất huy động và các lãi suất điều hành (lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tài chiết khấu, lãi suất OMO, lãi suất cho vay trong thanh toán điện tử giữa các tổ chức tín dụng và thanh toán bù trừ giữa tổ chức tín dụng và NHNN) có thể sẽ giảm khoảng 1% trong năm 2013. Đối với lãi suất đầu ra, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay có thể sẽ tiếp tục giảm 1-2% trong quý 2/2013 khi bối cảnh kinh tế được dự báo còn nhiều khó khăn, nhu cầu mở rộng sản xuất và đầu tư dự án mới của các doanh nghiệp sẽ rất hạn chế. Do vậy, VCB sẽ vẫn phải duy trì một số chương trình ưu đãi về lãi suất để thúc đẩy tín dụng. Ngoài ra, nếu Dự thảo Thông tư quy định về cho vay nhà ở của NHNN được thông qua, VCB sẽ phải dành tối thiểu 3% tổng dư nợ tại thời điểm cuối năm 2012 (7.235 tỷ đồng) để cho vay hỗ trợ nhà ở với lãi suất 6% trong ba năm đầu tiên, với chênh lệch lãi suất đầu ra/đầu vào dự kiến là 1,5% (thấp hơn so với mức chênh lệch lãi suất bình quân của VCB cuối 2012 là 2,12%). Do đó, tỷ lệ NIM của VCB năm 2013 dự báo sẽ giảm nhẹ 0,1% xuống 2,8%. Trên cơ sở đó, thu nhập lãi thuần của VCB dự báo đạt 12.161 tỷ đồng, tăng 11% so với năm 2012.</p> <p>Thu nhập từ hoạt động dịch vụ. Tăng trưởng tín dụng được cải thiện so với 2012 dự kiến cũng sẽ thúc đẩy các phí dịch vụ có liên quan đến hoạt động tín dụng. Đồng thời, với dự thảo “Thông tư quy định về phí dịch vụ thẻ ghi nợ nội địa” của NHNN dự kiến sẽ áp dụng từ 3/2013, thu nhập từ các loại phí dịch vụ của VCB sẽ tăng lên. BVSC ước tính thu nhập từ hoạt động dịch vụ dự kiến tăng trưởng khoảng 15% so với 2012 đạt 1.597 tỷ đồng.</p> <p>Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối. Chúng tôi cho rằng các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Chính phủ và mặt bằng lãi suất cho vay giảm sẽ phát huy tác dụng tích cực trong nửa cuối năm 2013. Nhờ đó, nhu cầu nhập khẩu phục vụ sản xuất có thể sẽ được phục hồi. Ngoài ra, thị trường ngoại hối cũng được dự báo sẽ tương đối ổn định trong năm 2013, VND sẽ không mất giá quá 3%. Do vậy, chúng tôi cho rằng thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của VCB sẽ tăng trưởng khoảng 8%, đạt 1.607 tỷ đồng.</p>
Chi phí hoạt động	5.995	6.525	9%	Chúng tôi cho rằng trong năm 2013, các chi phí liên quan đến tài sản và chi phí khác sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng như những năm trước, tuy nhiên tốc độ tăng của các chi phí nhân viên sẽ giảm so với những năm trước. Theo đó, tổng chi phí hoạt động trong năm 2013 sẽ tăng khoảng 9% so với năm 2012, đạt 6.525 tỷ đồng. Hệ số CIR đạt 38,3%.

Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	8.992	9.788	9%
Dự phòng rủi ro tín dụng	3.230	3.589	11% BVSC dự báo dự phòng rủi ro tín dụng trong năm 2013 sẽ tăng khoảng 11% so với năm 2012 do ngân hàng có thể phải trích lập thêm dự phòng cho một số khoản cho vay sau đợt thanh kiểm toán sẽ diễn ra trong năm.
Lợi nhuận trước thuế	5.761	6.199	8%
Lợi nhuận sau thuế	4.409	4.649	5%
EPS	1.903	1.672	-12%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*Chúng tôi đánh giá cao triển vọng dài hạn của VCB nhờ có chiến lược kinh doanh khá chắc chắn và năng lực quản trị rủi ro tốt nên đảm bảo hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Tuy nhiên, từ đầu năm 2013 đến nay, VCB đã tăng giá khoảng 15% và hiện tại đang được giao dịch với mức P/E và P/B là 19,1 và 2,1, tương đối cao so với bình quân ngành. Do vậy, cổ phiếu VCB không còn hấp dẫn trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu VCB..*

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Thu Hà

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn