

## Bản tin

# 4M

Bản tin đặc biệt dành cho nhà đầu tư  
Ngày cập nhật: 08/07/2022



### ĐÁNH GIÁ CỦA TRUNG TÂM TƯ VẤN ĐẦU TƯ

VCB đã khẳng định vị thế hàng đầu trên thị trường nội địa và đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính của khu vực, đứng đầu về vốn hóa trong các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Điểm nhấn đầu tư của doanh nghiệp bao gồm: **(1) Thu nhập ngoài lãi được thúc đẩy bởi hoạt động ngoại hối và bancassurance; (2) Lợi nhuận tăng trưởng tích cực khi áp lực trích lập dự phòng không còn lớn và (3) Việc tiếp nhận xử lý tổ chức tín dụng yếu kém sẽ mang lại nhiều lợi ích.**

Sử dụng mô hình phân tích 4 yếu tố: **(Macro) Vĩ mô ngành, (Moat) Lợi thế cạnh tranh, (Management) Ban lãnh đạo và Động lực tăng giá (Margin of safety)**, chúng tôi cho rằng VCB là một cổ phiếu phù hợp để đầu tư và tích sản trong trung dài hạn. Chúng tôi dự báo LNST năm 2022 của VCB tăng 24% svck; P/B năm 2022 hiện ở mức 2.6 lần.

### VĨ MÔ VÀ NGÀNH

VCB cung cấp các dịch vụ bán lẻ, bán buôn, ngân hàng đầu tư cho tệp khách hàng đa dạng bao gồm cả ở trong và ngoài nước. Thu nhập chính của VCB đến từ mảng cho vay khách hàng, chiếm khoảng 78% thu nhập lãi thuần.

Kinh tế vĩ mô ổn định tạo điều kiện thuận lợi để hoạt động cho vay tăng trưởng tích cực. GDP Q2/2022 ước tính tăng 7.72% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn Q1/2022 (5,03%) và Q2 của các năm từ 2011-2021 (5,4-7,2%). Tín dụng toàn hệ thống tính từ đầu năm đến ngày 30/06/2022 tăng trưởng tích cực, đạt 9,35% (trong khi cùng kỳ năm 2021 đạt 6,47%), cho thấy nhu cầu về vốn mạnh mẽ, các doanh nghiệp phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh sau đại dịch. *Hiện tại, các NHTM đã có mức tăng trưởng tín dụng đã gần chạm trần hạn mức NHNN giao. Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm nay đạt 14%, NHNN sẽ cần phải cân đối giữa việc thực hiện cấp thêm hạn mức tín dụng và kiểm soát các tác động lên lạm phát.*

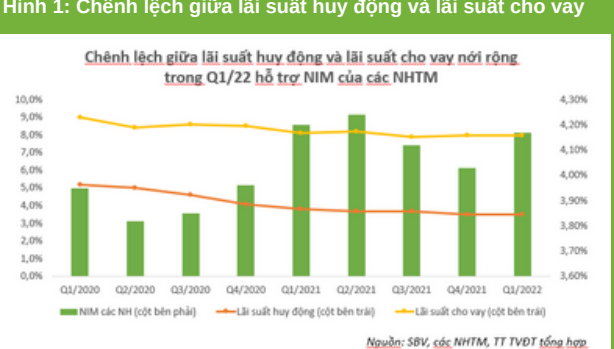
Các ngân hàng sẽ tiếp tục nâng lãi suất huy động để có lợi thế trong bối cảnh áp lực lạm phát đang ngày càng gia tăng. Tính từ đầu năm, mặt bằng lãi suất huy động đã tăng khoảng 0,5 điểm % ở các ngân hàng nhờ nhu cầu tín dụng mạnh mẽ, chỉ có nhóm NHTM nhà nước là chưa điều chỉnh lãi suất huy động do thực hiện chính sách miễn giảm lãi suất nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Dự báo lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng đến 1,5 điểm % (không tính nhóm NHTM NN) cả năm 2022, trong bối cảnh: (1) áp lực từ lạm phát và (2) nhu cầu tín dụng cao hơn khi nền kinh tế đang phục hồi.

Ngừng gia hạn Thông tư 14/2021 có thể khiến cho các ngân hàng quay lại với áp lực trích lập nợ xấu nhiều hơn trong một vài quý tới. NHNN không gia hạn TT14 nên các doanh nghiệp phải dừng cơ cấu nợ sau ngày 30/06, các khoản nợ quá hạn sẽ được ghi nhận đúng với thực trạng. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây không phải vấn đề đáng lo ngại, do hầu hết các ngân hàng đã rất tích cực trích lập dự phòng trong năm 2021. Tình trạng căng thẳng có thể diễn ra cục bộ (tùy thuộc vào bộ đệm dự phòng của mỗi ngân hàng) trong nửa cuối năm 2022 và kéo dài đến Q1/23, khi các ngân hàng đã dần quen với việc vận hành trong điều kiện mới.

Kênh bancassurance là điểm sáng dẫn dắt tăng trưởng thu nhập phí trong bối cảnh các ngân hàng đang miễn giảm, tiến tới áp dụng phí dịch vụ thanh toán 0 đồng để cạnh tranh trong cuộc đua giành thị phần CASA do (1) dư địa phát triển tại Việt Nam hiện vẫn còn nhiều khi tỷ lệ thâm nhập thị trường đang thấp so với khu vực: Theo Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, doanh thu banca chiếm 39% doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới năm 2021, trong khi đó: Thái Lan (47%), Singapore (51%), Indonesia (57%), Trung Quốc (68%). (2) mức độ hiểu biết về các sản phẩm bảo hiểm và các kênh đầu tư đang được cải thiện, (3) tầng lớp trung lưu mở rộng (tốc độ tăng trưởng hàng năm trong giai đoạn 2016-2021 là 10,1% - cao nhất khu vực Đông Nam Á (theo Statista).

Rủi ro: NIM đi ngang hoặc điều chỉnh giảm nhẹ trong các quý tới khi lãi suất huy động tăng nhanh hơn lãi suất cho vay (do các NHTM đã được yêu cầu hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19).

Hình 1: Chênh lệch giữa lãi suất huy động và lãi suất cho vay



### BAN LÃNH ĐẠO

Vietcombank là NHTM nhà nước đầu tiên thực hiện chủ trương thí điểm cổ phần hóa của Chính phủ vào năm 2007. Trong gần 60 năm hoạt động, VCB luôn giữ vị thế tiên phong theo sát các mục tiêu và chỉ thị của Ngân hàng Trung ương (NHQT), đồng hành với Chính phủ hỗ trợ các thành phần trong nền kinh tế. Năm 2021, VCB là doanh nghiệp niêm yết đóng góp lớn nhất vào ngân sách nhà nước với tổng giá trị lên tới gần 11 nghìn tỷ đồng.

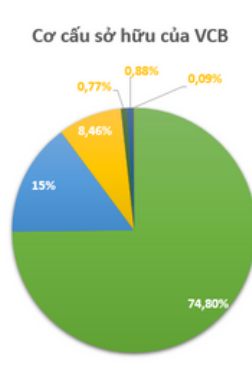
**Lãnh đạo có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành, gắn bó và trưởng thành cùng doanh nghiệp qua các thời kỳ.** Chủ tịch HĐQT Phạm Quang Dũng sinh năm 1973, có bằng Thạc sỹ Tài chính Ngân hàng tại Đại học Kinh doanh (Vương Quốc Anh), dày dặn kinh nghiệm sau 27 năm công tác trong ngành. Tháng 12/2021, ông còn được bầu làm Phó chủ tịch không chuyên trách Liên đoàn Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) nhiệm kỳ 2021-2026. Ông Phạm Quang Dũng gia nhập Vietcombank năm 1994, ông đã trải qua nhiều chức vụ và cấp bậc quản lý khác nhau trong hệ thống: Phó Chánh Văn phòng, Phó Giám đốc Công ty Tài chính Việt Nam tại Hồng Kông, Trưởng phòng Quan hệ Ngân hàng đại lý, Phó Tổng Giám đốc, Tổng Giám đốc. Ông chính thức nhận chức chủ tịch HĐQT vào tháng 9/2021.

**Cơ cấu cổ đông:** NHNN nắm giữ 74,8%, cổ đông chiến lược Mizuho Bank nắm giữ 15,0%, còn lại là cổ đông khác (trong đó 8,46% là cổ đông tổ chức nước ngoài).

**Điểm hạn chế:** Khối ngân hàng quốc doanh nhận được sự hậu thuẫn của Nhà nước bằng nhiều chính sách hỗ trợ điều chỉnh và NHTW nào được thảo luận trước Báo cáo này. Nhà đầu tư nên có nhận định độc lập về thông tin trong Báo cáo này trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của công ty được đề cập trong Báo cáo.

**VCB trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn, tỷ lệ hàng năm ở mức 8-10%.** Riêng năm 2021 tỷ lệ này đạt 12%, mức cao nhất trong số các NHTM nhà nước.

Hình 3: Cơ cấu sở hữu của VCB



Nguồn: VCB, TT TVDT tổng hợp.

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**  
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội  
Điện thoại: 1900 54 54 09  
Email: trungtamtvdaudtu@vndirect.com.vn  
Website: https://vndirect.com.vn

### Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam được thành lập ngày 01/04/1963 trên cơ sở tách ra từ Cục Ngoại hối trực thuộc Ngân hàng Nhà nước, chính thức chuyển đổi mô hình thành ngân hàng thương mại nhà nước vào năm 1990 và niêm yết tại HOSE từ năm 2009.

Vietcombank là một trong các ngân hàng thương mại cổ phần có mạng lưới phủ sóng lớn nhất Việt Nam với hơn 600 chi nhánh, phòng giao dịch, văn phòng đại diện và công ty thành viên trên khắp 58/63 tỉnh thành và ở cả nước ngoài, cũng như 1.173 ngân hàng đại lý tại 95 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới (tính đến cuối năm 2021).

### PHẠM VIỆT DUY TRUNG TÂM TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Email: duy.phamviet@vndirect.com.vn



### LỢI THẾ CẠNH TRANH

**Vietcombank đứng thứ ba toàn ngành về quy mô tài sản và mạng lưới chi nhánh nội địa (sau BID, CTG), do đó có độ phủ sóng và nhận diện thương hiệu cao, tạo điều kiện cho việc tiếp cận và mở rộng tệp khách hàng.**

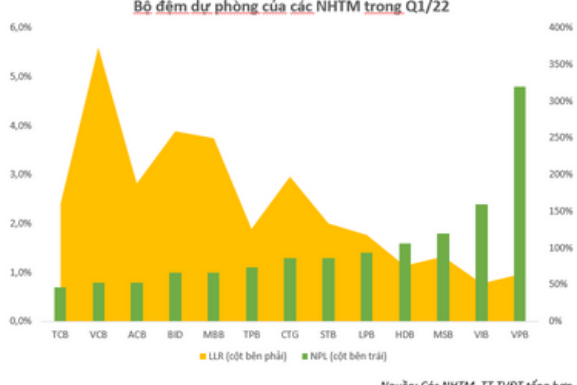
**Năm 2021, VCB đứng hạng nhất về giá trị thương hiệu trong danh sách 25 thương hiệu tài chính dẫn đầu Việt Nam do Forbes Việt Nam bình chọn.** Thương hiệu Vietcombank được định giá 705 triệu USD, gần bằng tổng của 2 Ngân hàng TMCP Nhà nước khác cộng lại: VietinBank ở vị trí thứ ba với giá trị thương hiệu là 388 triệu USD và BIDV ở vị trí thứ năm với giá trị thương hiệu là 320 triệu USD.

**Tỷ lệ CASA của VCB cao thứ tư, tuy nhiên về thị phần là lớn nhất trên toàn hệ thống.** Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) của VCB trong Q1/22 tăng 27,6% so với cùng kỳ năm trước, tăng 7,3% kể từ đầu năm 2022 nhờ các chính sách miễn phí dịch vụ như như quy lý tài khoản, phí chuyển tiền... Nhờ đó, tỷ lệ CASA lần đầu tiên tăng kể từ 2019, đạt mức kỷ lục mới trong lịch sử là 33,4% tại thời điểm cuối Q1/22. CASA dồi dào tạo điều kiện để tiết giảm chi phí vốn. Trong Q1/22, chi phí sử dụng vốn của VCB giảm xuống còn 2,28% trong Q1/22 từ mức 2,43% của cùng kỳ năm 2021.

**Vietcombank là một trong những ngân hàng đứng đầu về quản trị chất lượng tín dụng.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của VCB luôn được duy trì kiểm soát ở mức thấp nhất trong số các ngân hàng quy mô lớn, tại thời điểm cuối Q1/22 đạt 0,8% (chỉ cao hơn NPL của TCB là 0,7%). Nợ tái cơ cấu trong kỳ chỉ chiếm 0,7% trên tổng dư nợ, đạt 7 nghìn tỷ đồng (giảm 33,3% so với hồi cuối năm 2021). Trong khi đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cuối Q1/22 đạt 373%, đã giảm so với mức kỷ lục 424% của năm 2021, tuy nhiên vẫn giữ vị trí cao nhất trong hệ thống ngân hàng. VCB cũng đã hoàn thành trích lập 100% nợ tái cơ cấu trong năm 2021.

Với chất lượng tài sản hàng đầu và bộ đệm dự phòng vững chắc, chúng tôi cho rằng việc Thông tư 14 hết hiệu lực sẽ không gây áp lực đáng kể đến VCB.

Hình 2: Bộ đệm dự phòng của các NHTM trong Q1/22



Nguồn: Các NHTM, TT TVDT tổng hợp.

### ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ

**KQKD Q1/2022:** Thu nhập lãi thuần đạt 11.976 tỷ VND (+18,8% yoy); LNST đạt 7,967 tỷ đồng (+15,3% yoy). Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao (+17,5% yoy). NIM đạt 3,39%, là một trong số ít các ngân hàng có NIM tăng trưởng trong Q1/22. NPL thấp thứ hai toàn ngành ở mức 0,81%, LLR cao nhất ngành đạt 373%.

**VCB vẫn còn dư địa tăng trưởng tín dụng trong trường hợp NHNN chưa nới hạn trong năm 2022.** VCB là một trong những ngân hàng chưa dùng hết hạn mức tín dụng được cấp từ đầu năm bởi NHNN, chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế giúp ngân hàng duy trì tăng trưởng ổn định từ giờ cho đến cuối năm. Mức độ được cấp thêm hạn mức tín dụng sẽ phụ thuộc vào chất lượng nguồn vốn và năng lực quản trị rủi ro của từng ngân hàng, trong đó các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc TCTD yếu kém như VCB sẽ có cơ hội được chấp thuận cao hơn. Tuy nhiên, với hệ số LDR hiện đang khá cao ở mức 87% trong Q1/22 và CAR đang ở mức thấp đạt 9,3% (cao hơn mức 8% theo quy định nhưng thấp hơn trung bình ngành là 11,8%), chúng tôi dự báo VCB sẽ duy trì tỷ lệ tăng trưởng tín dụng ở mức 14,5% trong năm 2022.

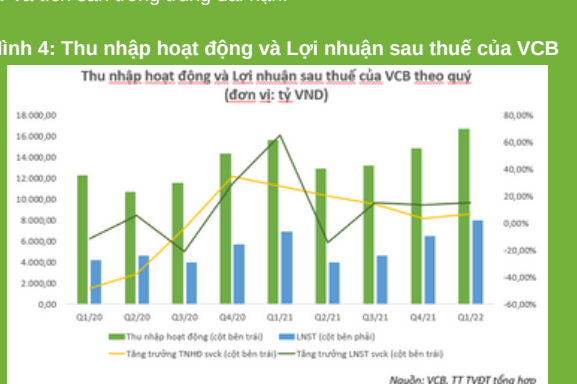
**Thu nhập ngoài lãi được thúc đẩy bởi hoạt động ngoại hối và bancassurance.** Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong các quý tiếp theo nhờ hoạt động xuất nhập khẩu sôi động trở lại về mức trước dịch và VCB tiếp tục phát huy vị thế dẫn đầu thị trường thanh toán quốc tế. Trong Q1/22, lãi từ hoạt động dịch vụ của VCB ghi nhận giảm 21,1% svck đạt 2,711 tỷ đồng, chủ yếu do chưa ghi nhận doanh thu phí trả trước theo thỏa thuận bancassurance với FWD. Chúng tôi kỳ vọng khoản mục này sẽ được ghi nhận trong các quý còn lại.

**Lợi nhuận tăng trưởng tích cực khi áp lực trích lập dự phòng không còn lớn.** Với chất lượng tài sản tốt và bộ đệm dự phòng lớn, chúng tôi dự báo VCB tiếp tục duy trì lợi nhuận duy ở dưới mức 1,0%, chi phí dự phòng giảm 15% svck trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 471% trong năm 2022.

**Việc tiếp nhận tái cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém sẽ mang lại nhiều lợi ích giúp VCB nâng cao năng lực cạnh tranh trong ngành:** (1) Có cơ hội được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn (2) Nguồn vốn của VCB cũng sẽ được củng cố với việc phát hành trái phiếu dài hạn của Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam (3) VCB được ưu tiên chấp thuận: cho vay vượt 15%/25% vốn tự có đối với khách hàng và nhóm khách hàng liên quan; cho vay trung dài hạn bằng nguồn tệ đối với các dự án trọng điểm; tăng thị phần phục vụ các dự án vốn tín dụng quốc tế trong suốt thời gian TCTD chưa hết lộ lý kế. *Quá trình ước tính diễn ra trong vòng 7-8 năm, sau đó VCB có thể tiếp tục duy trì TCTD như một ngân hàng con, hoặc bán/chuyển nhượng, hoặc sáp nhập để tăng quy mô tài sản của ngân hàng mẹ.*

**Dự báo LNST 2022 đạt 27.200 tỷ đồng (+24% yoy) ~ P/Bfiv 2022 mức 2.6 lần, thấp hơn mức trung bình 2 năm (3,5) và trung bình 5 năm (3,6).** Chúng tôi đánh giá VCB là một cổ phiếu phù hợp để đầu tư và tích sản trong trung dài hạn.

Hình 4: Thu nhập hoạt động và Lợi nhuận sau thuế của VCB theo quý



Nguồn: VCB, TT TVDT tổng hợp.

**Khuyến cáo:** Nội dung này được viết và phát hành bởi Trung tâm Tư vấn đầu tư – Công ty CP chứng khoán VNDIRECT. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư của CTCP Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong Báo cáo này. Nhà đầu tư nên có nhận định độc lập về thông tin trong Báo cáo này trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của công ty được đề cập trong Báo cáo.

**Tuyên bố về mâu thuẫn lợi ích:** Chuyên viên phụ trách báo cáo này hiện không nắm giữ vị thế liên quan đến cổ phiếu VCB, không được hưởng lợi từ việc tăng, giảm giá của cổ phiếu.

Phạm Việt Duy - Chuyên viên tư vấn đầu tư  
Email: duy.phamviet@vndirect.com.vn  
Phan Thị Thanh Huyền - Chuyên viên tư vấn đầu tư  
Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT  
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội  
Điện thoại: 1900 54 54 09  
Email: trungtamtvdaudtu@vndirect.com.vn  
Website: https://vndirect.com.vn