

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam



198 Trần Quang Khải,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Mã chứng khoán: VCB

Ngành: Tài chính-Ngân hàng

Sàn giao dịch: HOSE

Lĩnh vực: Ngân hàng

Khuyến nghị: Bán

Giá mục tiêu: 28,000 VND

Giá hiện tại (15/10/2010): 36,400 VND

Vn Index (15/10/2010): 458.39



BÁN

MUA

EPS_2010(F): 2,720 VND P/E : 13.4

BVPS (30/6/2010): 12,400 VND P/B : 2.98

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực hoạt động

- Huy động và tín dụng
- Hoạt động thanh toán
- Kinh doanh ngoại hối
- Đầu tư tài chính



Giá tham chiếu	36.4
Cao nhất	36.5
Thấp nhất	36.2
Khối lượng	91,470
Room còn lại	84,290,133
Tỉ lệ trả cổ tức gần nhất	12%
P/E	13.4
EPS	2.72

- **Cạnh tranh giữa các ngân hàng thương mại trong ngành khá gay gắt do đặc thù về sản phẩm của ngành khó tạo sự khác biệt**
- **Vietcombank tập trung vào chiến lược mở rộng quy mô mạng lưới nhằm tăng sức cạnh tranh. Hiện ngân hàng này có thị phần khá đáng kể nhưng giữ thị phần là một thách thức không nhỏ**
- **Các chỉ tiêu thể hiện sự vững mạnh của ngân hàng cho thấy một số tín hiệu trái chiều: thanh khoản tốt và khả năng sinh lời ổn định nhưng quản trị rủi ro và chi phí chưa tốt dẫn tới tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế không cao.**
- **Chúng tôi khuyến nghị BÁN cho NĐT ngắn hạn. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng cp ngành Ngân hàng sau giai đoạn này sẽ quay trở lại dẫn dắt thị trường, vì vậy chúng tôi khuyến nghị NĐT dài hạn từ 1-2 năm trở lên nên đưa cổ phiếu này vào danh mục quan tâm**

(*): EPS được tính là EPS điều chỉnh cho đến hết năm 2009

Thông tin chính liên quan		
Ngày	Tin tức	Nguồn
20/9/2010	NHNN phê duyệt phương án tăng vốn thêm 33% của VCB	Www.cafef.vn
2/9/2010	VCB trần tình việc tụt hạng tín dụng	Www.cafef.vn
18/8/2010	VCB chào bán thành công hơn 112 triệu cổ phiếu	Www.cafef.vn

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

ÁP LỰC CẠNH TRANH TRONG NGÀNH

Tiền gửi khách hàng thiếu ổn định và thường trong ngắn hạn

73% nguồn huy động của VCB là từ tiền gửi khách hàng bao gồm khách hàng thể nhân và khách hàng doanh nghiệp. Chiếm 20% trong tiền gửi khách hàng là nhóm tiền huy động từ dân, nhóm này không có tính ổn định cao do độ co giãn về cầu gửi tiền của họ rất lớn. Một người gửi tiền hưởng lãi hoàn toàn có thể rút tiền từ ngân hàng này và gửi vào một ngân hàng khác khi có chênh lệch lãi suất tiền gửi thậm chí là rất thấp.

Khối doanh nghiệp (80% huy động khách hàng) có tính ổn định hơn song tiền huy động từ doanh nghiệp thường là tiền mặt dư thừa trong ngắn hạn. Điều này gây khó khăn không ít trong việc dự báo và cân bằng thanh khoản của các ngân hàng thương mại nói chung và Vietcombank nói riêng.

Ngoài ra, luồng tiền còn có thể phân tán vào các mảng đầu tư khác như TTCK, bất động sản, bảo hiểm hay các quỹ đầu tư. Do vậy, tuy cá nhân gửi tiền không có khả năng đàm phán lãi suất tiền gửi với ngân hàng song ngân hàng vẫn phải đưa ra biểu lãi suất cạnh tranh để thu hút tiền gửi.

Áp lực từ khách hàng khá lớn

Mảng tín dụng khách hàng cá nhân của VCB phát triển chưa mạnh, khoảng 90% tín dụng của Vietcombank là từ các doanh nghiệp, trong đó các doanh nghiệp vừa và nhỏ chỉ chiếm tổng số không đến 30%, như vậy có thể thấy đa phần tín dụng của VCB là khối doanh nghiệp nhà nước. Trong số các doanh nghiệp này có những doanh nghiệp rất lớn và có ảnh hưởng mạnh cũng như có hậu thuẫn từ nhà nước. Họ có khả năng trong việc đàm phán lãi suất và do vậy có thể vay với biểu lãi suất thấp hơn thị trường.

Cũng do đặc thù là xuất phát từ ngân hàng quốc doanh nên Vietcombank vẫn hỗ trợ các doanh nghiệp nhà nước khi các doanh nghiệp này gặp khó khăn. Chẳng hạn như ngân hàng có thể tái cơ cấu nợ với một số khoản nợ có vấn đề. Điều này gây khó khăn không ít cho hoạt động của ngân hàng Vietcombank.

Áp lực từ đối thủ rất cao

Áp lực từ đối thủ với Vietcombank hiện nay rất cao, không chỉ là các ngân hàng cùng quy mô như Vietinbank, BIDV mà các ngân hàng thương mại khác cũng đang trỗi dậy rất mạnh mẽ. Đặc biệt có sự gia nhập của các ngân hàng nước ngoài sẽ là đối thủ trực tiếp trong mảng tín dụng cá nhân và các dịch vụ như thanh toán, chuyển tiền... Các tổ chức tín dụng không phải ngân hàng cũng là một đối thủ rất mạnh thu hút luồng tiền gửi và một số các dịch vụ khác.

Bên cạnh đó, các dịch vụ của VCB cũng chưa tạo được sự khác biệt, đây cũng gần như là tình trạng chung của ngành ngân hàng Việt Nam. Chính vì sự giống nhau về các sản phẩm và dịch vụ mà mức độ cạnh tranh đối với VCB nói riêng và trong ngành ngân hàng nói chung là rất cao.

Sản phẩm thay thế không nhiều

Sản phẩm thay thế của ngân hàng không nhiều, chủ yếu là các dịch vụ cho vay nhỏ lẻ, cho vay nặng lãi và chơi hụi.

TTCK cũng là một kênh huy động vốn có hiệu quả, tuy nhiên chỉ những doanh nghiệp đủ lớn và đạt các yêu cầu khắt khe mới có thể được niêm yết trên thị trường này. Thậm chí đối với các doanh nghiệp đã niêm yết thì vẫn cần sử dụng dịch vụ ngân hàng cho các hoạt động sản xuất kinh doanh hàng ngày.

Ngoài ra còn phải kể đến các dịch vụ cho thuê tài chính và khả năng các doanh nghiệp lớn có thể tự phát hành giấy ghi nợ và thương phiếu. Tuy nhiên, trong tương lai gần có thể thấy xác suất các sản phẩm này thay thế dịch vụ ngân hàng là không cao.

Rào cản gia nhập ngành hiện còn cao

Rào cản gia nhập ngành hiện tại vẫn còn lớn do từ cuối 2008 chính phủ đã tạm ngừng cấp phép cho ngân hàng mới và việc cấp phép cho ngân hàng 100% vốn nước ngoài vẫn còn khá dè dặt.

Quy mô lớn của VCB cũng là một rào cản khá lớn khi các ngân hàng nhỏ gia nhập ngành. Hiện tại VCB vẫn đẩy mạnh việc mở rộng các chi nhánh của mình tại các thành phố lớn, chỉ trong năm 2009 và đầu năm 2010, gần 10 chi nhánh và phòng giao dịch mới đã được khánh thành. Điều này sẽ gây trở ngại cho các công ty có ý đồ gia nhập ngành do việc cạnh tranh với các ngân hàng có quy mô và độ phủ lớn như Vietcombank là vô cùng khó khăn.

TỔNG QUAN VỀ NGÂN HÀNG



Lịch sử hình thành và phát triển

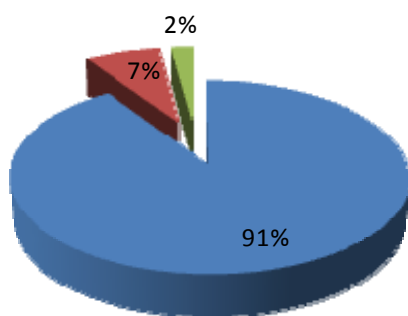
Ngày 1 tháng 4 năm 1963, Ngân hàng ngoại thương được thành lập theo Quyết định số 115/CP do Hội đồng Chính phủ ban hành trên cơ sở tách ra từ Cục quản lý Ngoại hối trực thuộc Ngân hàng Trung Ương (nay là NHNN).

VCB là ngân hàng lớn thứ 3 theo chỉ tiêu về tổng tài sản, đứng thứ nhất về thanh toán quốc tế trong số toàn bộ các ngân hàng tại Việt Nam. Tiền thân là một ngân hàng quốc doanh, phục vụ cho các hoạt động tài chính xuất nhập khẩu của đất nước, sau này VCB đã phát triển mạnh và triển khai hầu hết mọi loại hình dịch vụ tài chính như ngân hàng đầu tư, cho thuê tài chính, bảo hiểm...

Cơ cấu cổ đông

Mặc dù đã cổ phần hóa nhưng về cơ bản Vietcombank vẫn được coi như một ngân hàng quốc doanh do hiện nay tỷ trọng nhà nước chiếm giữ vẫn còn quá lớn (xấp xỉ 91%) và hiện số cổ phần này đang được giao cho NHNN quản lý. Cũng như các ngân hàng lớn khác như Vietinbank, BIDV... đây vừa là điểm lợi thế lại vừa là điểm yếu của Vietcombank. Ngân hàng có thể có được sự hậu thuẫn và hỗ trợ trực tiếp từ chính phủ mà đại diện là NHNN, tuy nhiên cũng khó tránh khỏi việc quá trình ra quyết định ở cấp HĐQT có thể bị chậm trễ và thiếu linh hoạt.

Hiện VCB vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu và mới đây (tháng 6/2010) VCB đã ký hợp đồng 1 năm với Credit Swiss để được tư vấn trong quá trình tìm kiếm và lựa chọn cổ đông chiến lược nước ngoài. Đối tác tiềm năng phải là định chế tài chính lớn có khả năng hỗ trợ VCB trong các mảng bán lẻ và đầu tư. Tuy nhiên, với thực tế nhà nước chiếm quyền sở hữu gần như tuyệt đối như hiện nay, Vietcombank sẽ giảm bớt tính hấp dẫn với các đối tác đang xem xét việc trở thành cổ đông chiến lược của ngân hàng này. VCB cũng xác định rõ nếu không tìm được đối tác chiến lược đáp ứng các tiêu chí đặt ra thì ngân hàng vẫn tập trung vào nâng cao hiệu quả hoạt động. Mới đây, một ngân hàng có quy mô tương đương là Vietinbank đã lựa chọn được hai đối tác chiến lược là công ty tài chính quốc tế IFC và ngân hàng hàng đầu Canada Nova Scotia. Đây rõ ràng là một lợi thế so sánh của Vietinbank đối với các đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong đó có Vietcombank



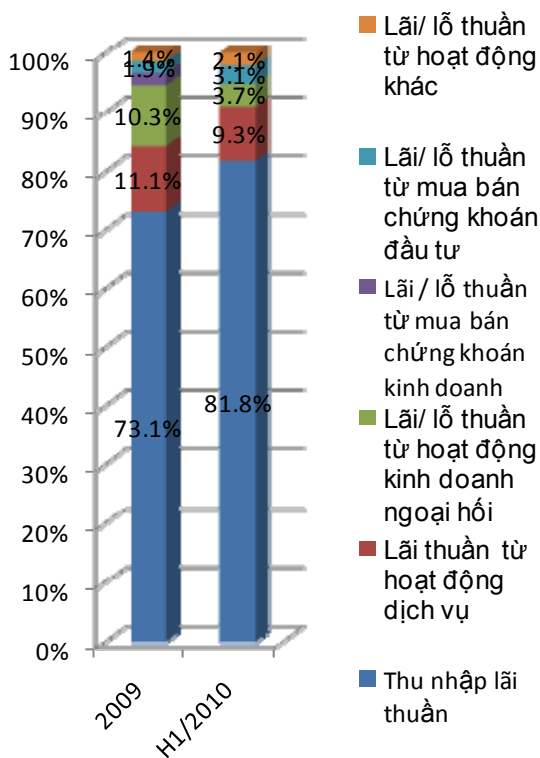
- cổ đông nhà nước
- cổ đông khác trong nước
- cổ đông nước ngoài

Chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Vietcombank chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng TMCP từ ngày 2/6/2008 và đã chi trả cổ tức được hai đợt cho các năm 2008 và 2009 với tỷ lệ 12% trên mệnh giá, tương ứng với khoảng 54% và 37% lợi nhuận. Trong những năm tiếp theo VCB sẽ thực hiện chính sách cổ tức theo định hướng ổn định, ưu tiên cho việc đầu tư, mở rộng để tăng trưởng mạnh và bền vững đảm bảo quyền lợi của cổ đông. Như vậy, trong tương lai gần cổ đông của Vietcombank sẽ nhận lượng cổ tức tương đối cố định và không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh. Với chính sách này, chúng tôi cho rằng sẽ khó có khả năng cổ phiếu VCB chia tách trong một vài năm tới.

Năm	Hình thức	Tỷ lệ	Quy đổi (VNĐ)
2008	tiền mặt	12%	1200
2009	tiền mặt	12%	1200
2010 (dự kiến)	tiền mặt	12%	1200

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP



Các mảng kinh doanh chính

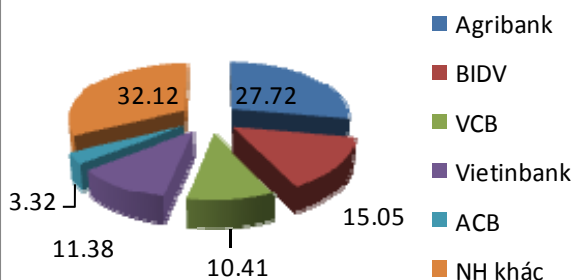
Chủ yếu doanh thu của VCB vẫn đến từ các dịch vụ ngân hàng truyền thống. Ngân hàng đã có cố gắng trong đa dạng hóa dịch vụ nhưng kết quả chưa cao. Nhìn vào cơ cấu doanh thu của VCB, chúng ta dễ dàng nhận thấy chiếm gần như tuyệt đối là thu nhập lãi thuần với khoảng 80%, đặc biệt đáng chú ý là con số này đã tăng lên đáng kể so với năm 2009 (70%) trong khi đó hai mảng lớn khác mà VCB cố gắng tập trung khai thác là hoạt động dịch vụ và hoạt động kinh doanh ngoại hối lại chỉ chiếm tỷ trọng thấp và đang có xu hướng giảm dần.

Các mảng khác như công ty cho thuê tài chính và công ty chứng khoán (VCBS) hoạt động khá cầm chừng và không đóng góp nhiều vào lợi nhuận công ty. Công ty cho thuê tài chính Vietcombank đi vào hoạt động từ năm 1999 và công ty chứng khoán Vietcombank được thành lập năm 2002 với mục tiêu đa dạng hóa hoạt động kinh doanh của Vietcombank. Song công ty cho thuê tài chính hoạt động còn khá hạn chế, một phần là do tình hình thị trường mảng này không thực sự sôi động. VCBS sau mấy năm phát triển nóng nay đã chững lại và cũng đang trong quá trình tái cơ cấu tổng thể. Có thể thấy trong năm 2009, tổng lợi nhuận trước thuế của cả 2 mảng này chỉ đóng góp 7.4% vào lợi nhuận hợp nhất của VCB.

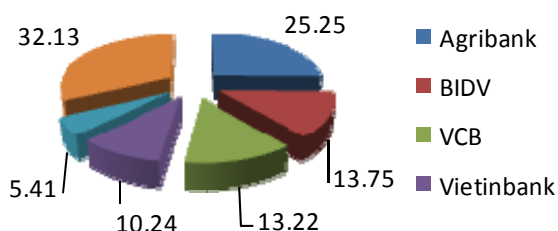
VCB khá mạnh ở thị trường nội địa với thị phần không nhỏ, tuy nhiên giữ thị phần là một thách thức đáng kể

Vietcombank đang chiếm lĩnh thị phần đáng kể tại Việt Nam trong nhiều lĩnh vực khác nhau như: cho vay (~ 10%), tiền gửi (~ 12%), thanh toán quốc tế (~ 23%), thanh toán thẻ (~ 55%)

thị phần cho vay



thị phần huy động vốn



Cùng với các NH quốc doanh khác, Vietcombank đang nhìn thấy thị phần cho vay và huy động vốn của mình giảm trung bình 1-2%/năm khi các NH cổ phần nỗ lực tấn công khối doanh nghiệp nhỏ và vừa, hộ kinh doanh cá thể và cho vay tiêu dùng. Đặc biệt, khi hoạt động của các doanh nghiệp nhỏ và vừa càng ngày càng hiệu quả, việc cung cấp tín dụng cho khối này đang trở thành một cuộc chạy đua ráo riết giữa các NH cổ phần và NH nước ngoài, trong khi các NH quốc doanh vẫn gần như đứng ngoài cuộc.

Mở rộng mạng lưới phân phối là chiến lược nhằm tận dụng lợi thế quy mô.

Tính đến thời điểm này, Vietcombank có 1 hội sở chính, 1 sở giao dịch, 71 chi nhánh và 265 phòng giao dịch trong cả nước, đứng thứ 4 trong số các ngân hàng đang hoạt động. Tập trung mở rộng mạng lưới, VCB nhằm tới mục tiêu mở rộng độ bao phủ khách hàng, tận dụng lợi thế quy mô đồng thời nâng cao rào cản đối với các ngân hàng mới gia nhập ngành cũng như các ngân hàng cạnh tranh khác.

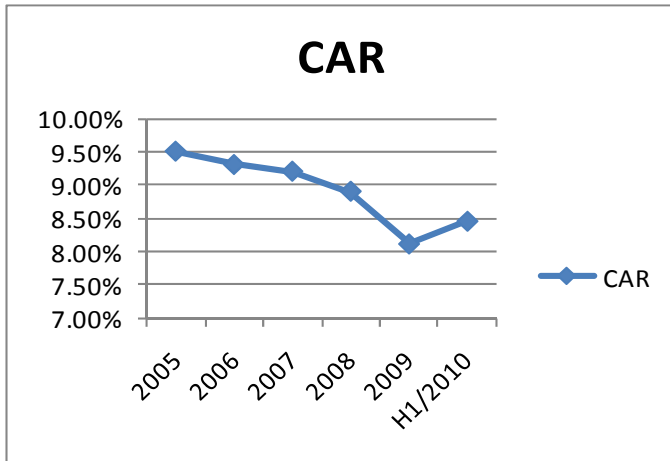
Tuy nhiên, mặt trái của chiến lược này là vấn đề so sánh giữa lợi ích và chi phí. Ngoài chi phí đầu tư ban đầu có thể được hạch toán vào dòng tiền đầu tư, khoản chi phí vận hành sẽ trực tiếp làm giảm lợi nhuận của ngân hàng. Đồng thời, việc tăng số lượng chi nhánh và điểm giao dịch chưa chắc đã đồng nghĩa với việc tăng lợi nhuận.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Với đặc thù là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính-ngân hàng, chúng tôi sẽ đi sâu vào phân tích các chỉ tiêu đánh giá tình trạng vững mạnh của một ngân hàng (mô hình CAMEL)

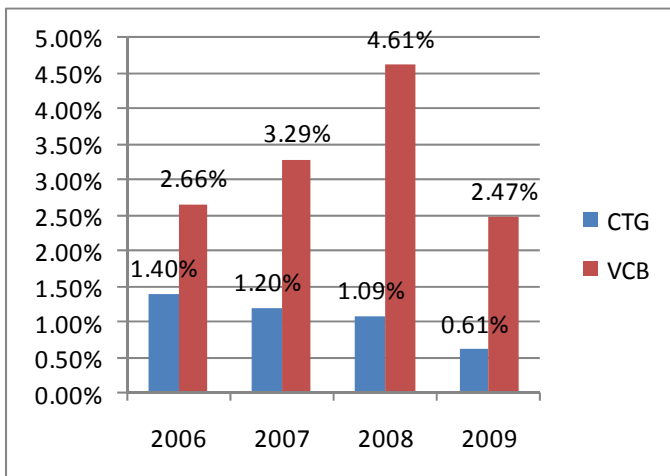
An toàn vốn

Về cơ bản các chỉ số thể hiện an toàn vốn của VCB đều ở mức tốt và chấp nhận được so với ngành. Ngân hàng có vốn chủ sở hữu lên tới 17 nghìn tỷ đồng, cao nhất trong số các ngân hàng lớn hiện có mặt trên sàn niêm yết như ACB (9 nghìn tỷ) và CTG (13 nghìn tỷ). Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản ở mức 7% khá cao nếu so sánh với ACB (6%) và CTG (7%), tuy nhiên còn thấp hơn một số ngân hàng khác như SHB (8.8%) và PVF (10.23%)



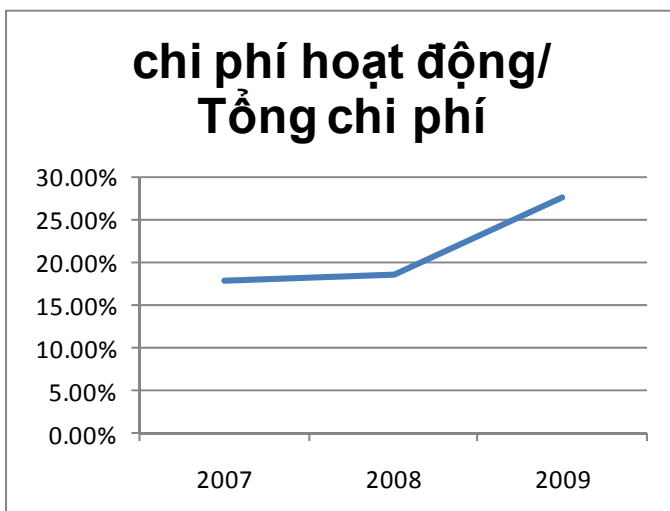
Đáng lo ngại là hệ số an toàn vốn của VCB ngày một giảm trong vòng 5 năm trở lại đây. Năm 2009 hệ số này chỉ đạt 8.11% và quý 2 năm 2010 hiện đang được thống kê ở mức 8.45%, thấp hơn mức tối thiểu được thông tư 13 quy định là 9%. Để đạt được mức quy định tối thiểu này, VCB đã có động thái thoái vốn tại EIB và PVD cũng như phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ nhằm làm tăng CAR. Tuy nhiên, đây chỉ có thể là chiến lược tức thời, về lâu về dài việc đặt ra các chiến lược dài hơi để bảo đảm an toàn vốn bền vững sẽ là một khó khăn khá lớn với Vietcombank, đặc biệt khi quy định về hệ số này được hứa hẹn là sẽ tăng dần theo lộ trình lành mạnh hóa thị trường tài chính Việt Nam và tiệm cận dần các tiêu chuẩn thế giới.

Chất lượng tài sản



Xem xét tỉ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ, ta thấy tỉ lệ này của VCB mấy năm gần đây đều thuộc loại cao so với các ngân hàng khác, đặc biệt là các ngân hàng cùng quy mô như CTG. Đáng hoan nghênh là VCB đã đi tiên phong trong việc đổi mới cách phân loại nợ từ định lượng đơn thuần sang cả định lượng và định tính theo điều 6 và 7 quyết định 493. Hiện VCB còn phải thảo luận toàn diện với chính phủ và Vinashin về việc xử lý các khoản vay nhưng rõ ràng tỷ lệ nợ xấu của VCB sẽ có khả năng gia tăng và kéo theo đó là việc giảm chất lượng tài sản của ngân hàng này. Việc mới đây Fitch công bố hạ mức tín nhiệm của VCB do tin rằng xếp hạng của ngân hàng này vẫn chịu áp lực rủi ro chi phí tín dụng tăng cao bắt nguồn từ chất lượng khoản vay thấp càng khẳng định thêm mối lo ngại của chúng tôi.

Tỷ lệ nợ xấu



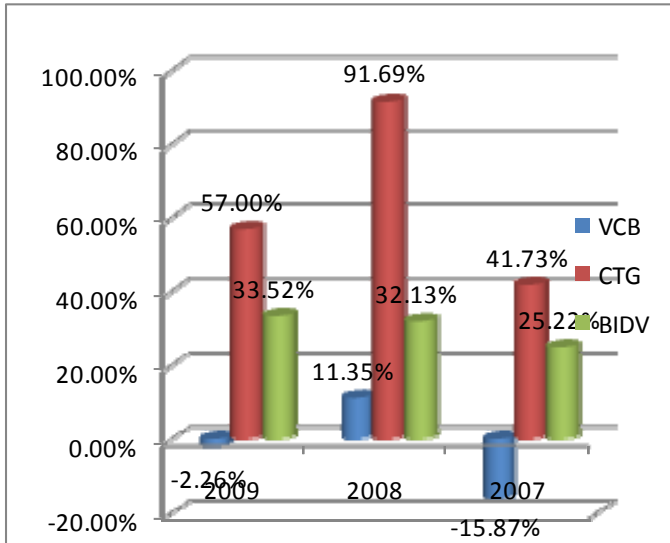
Khả năng quản trị

Chi phí hoạt động trên tổng chi phí có xu hướng tăng dần qua các năm chứng tỏ hiệu suất quản lý chi phí kém đi. Điều này phần nào có thể được lý giải bởi việc đầu tư mở rộng mạng lưới các chi nhánh và phòng giao dịch cũng như đầu tư vào hạ tầng công nghệ khiến chi phí ngoài lãi của Vietcombank tăng cao. Song theo chúng tôi còn một lý do đáng kể nữa cho những con số này đó là chi phí nhân viên cao. VCB có bộ máy quá lớn với tổng số khoảng 10 nghìn nhân viên, gây khó khăn cho việc quản lý và đào tạo. Ngoài ra, tỷ lệ nhân viên thôi việc cao cũng là nguyên nhân làm tăng chi phí tuyển dụng và đào tạo của Vietcombank, kéo theo việc tăng chi phí hoạt động. Đây cũng là một điểm đáng lo ngại khi chúng tôi xem xét tình hình hoạt động của ngân hàng này.

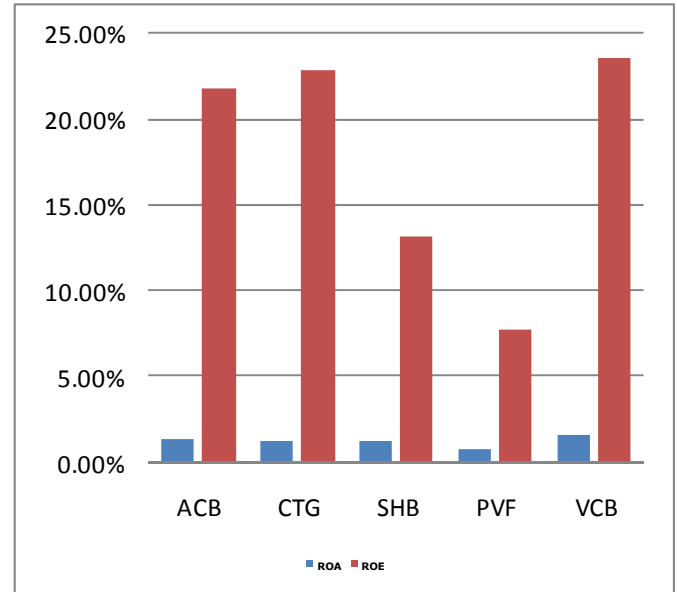
PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Khả năng sinh lời

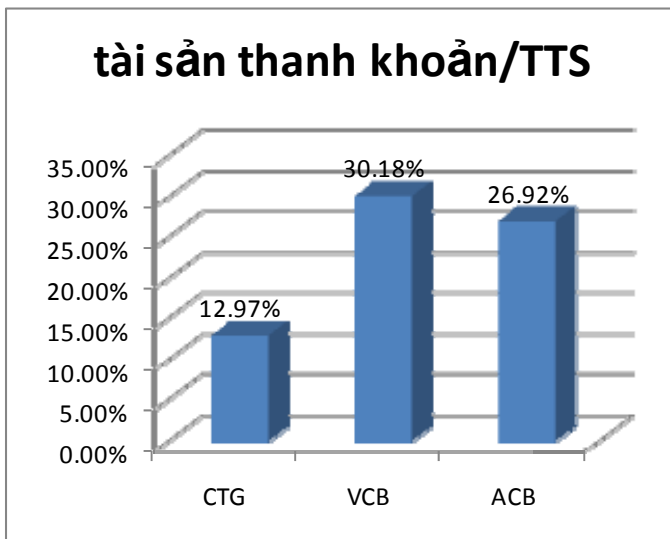
Về cơ bản, ROA và ROE của Vietcombank qua các năm đều thuộc nhóm cao so với các ngân hàng khác, thường xuyên đạt mức khoảng 20%, cao hơn mức trung bình của 10 ngân hàng có ROE cao nhất là 17.4% và cao hơn hẳn trung bình ngành (8.57%). Tuy vẫn giữ mức ROA và ROE ấn tượng nhưng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của Vietcombank lại quá thấp, thậm chí có năm còn âm. Đặc biệt nếu so sánh mức tăng trưởng này với các ngân hàng cùng quy mô khác như CTG và BIDV, đặc biệt là Vietinbank với mức tăng trưởng cực kỳ ấn tượng, năm 2008 đạt 91.69%. Có thể nói, mặc dù doanh thu của Vietcombank vẫn có tăng trưởng, song tổng chi phí bao gồm cả chi phí lãi và chi phí hoạt động đều tăng khá mạnh, do đó khiến lợi nhuận sau thuế của ngân hàng này giảm đi đáng kể. Đây là một tín hiệu đáng lo ngại đối với nhà đầu tư bởi nhà đầu tư đặc biệt quan tâm tới các dòng tiền về trong tương lai mà đặc biệt là các chỉ tiêu về tỉ lệ tăng trưởng.



Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế



tài sản thanh khoản/TTS



Khả năng thanh khoản

Ngân hàng Vietcombank có khả năng thanh khoản khá lớn với tỉ lệ tài sản thanh khoản trên tổng tài sản khá cao (30%). Tài sản thanh khoản được tính bằng tổng tiền mặt, tiền gửi ở ngân hàng nhà nước, tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác. Những tài sản này có khả năng chuyển thành tiền mặt một cách nhanh chóng, đảm bảo tốt cho nhu cầu thanh khoản của ngân hàng. Như vậy, khả năng VCB gặp vấn đề về thanh khoản là không cao. Tuy nhiên cũng cần lưu ý là khả năng thanh khoản thường tỷ lệ nghịch với khả năng sinh lời, như vậy hệ số thanh khoản cao cũng chưa hẳn là một tín hiệu tốt đối với hoạt động của một ngân hàng.

Tóm lại: Khi xét các chỉ tiêu đánh giá tình trạng lành mạnh của ngân hàng Vietcombank, chúng ta nhận thấy ngân hàng có khả năng thanh khoản và khả năng sinh lời khá cao. Tuy nhiên việc phân tích các nhóm chỉ số về an toàn vốn, chất lượng tài sản và khả năng quản trị dẫn tới một số tín hiệu bất lợi cho Vietcombank. Chúng tôi nhận thấy trình độ quản trị nói chung của Vietcombank chưa cân xứng với quy mô quá lớn của ngân hàng này. Đặc biệt chú ý là khả năng quản trị rủi ro và quản lý chi phí, điều này dẫn đến việc mặc dù doanh thu vẫn liên tục tăng trưởng nhưng tỷ lệ tăng trưởng của lợi nhuận lại không cao. Vietcombank vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu và ráo riết tìm đối tác chiến lược nước ngoài, điều này có thể làm thay đổi trình độ quản lý của ngân hàng nói chung. Tuy nhiên, khi chưa có tín hiệu nào mới, chúng tôi cho rằng khả năng phát triển mạnh mẽ trong tương lai gần của Vietcombank là không cao.

PHÂN TÍCH CÁC RỦI RO CHÍNH SÁCH

Đặc thù của ngành tài chính nói chung và ngành ngân hàng nói riêng là khả năng bị ảnh hưởng rất lớn bởi các chính sách vĩ mô. Trong phần này, chúng tôi chú trọng tới phân tích rủi ro của các chính sách trong thời điểm hiện tại và ảnh hưởng của chúng lên hoạt động ngân hàng Vietcombank

Thông tư 13 ảnh hưởng khá lớn tới VCB

Thông tư 13 (TT 13) quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của các tổ chức tín dụng được chính thức ban hành ngày 20/5/2010 thay thế cho Quyết định 457 của Ngân hàng Nhà nước (NHNN). Việc tăng CAR từ 8% lên 9% có ảnh hưởng trước tiên đến các NHTM hiện chưa đáp ứng được tỷ lệ này. Cụ thể, tỉ lệ an toàn vốn của VCB hiện đang ở mức 8,45%. Ứng phó với chính sách này, VCB đã có kế hoạch tăng vốn lên 17 nghìn tỷ trong năm 2010 (dự kiến sau khi tăng vốn, hệ số an toàn CAR sẽ có thể đạt 9.1%), việc này sẽ khiến cổ phiếu VCB bị pha loãng. Bên cạnh đó, VCB còn thông báo thoái vốn tại EIB và PVD cũng như một số tổ chức khác do đó chúng tôi nhận định trong ngắn hạn sẽ ít có khả năng VCB đầu tư vào các công ty liên doanh, liên kết và các tổ chức khác.

Điều 18 của thông tư này được ngầm hiểu là tỉ lệ cấp tín dụng các NH sẽ giảm xuống chỉ còn 65-70%. Tuy nhiên, áp lực từ việc giảm tỷ lệ cho vay dẫn đến chi phí vốn đầu vào tăng lại không thể được bù đắp bằng cách tăng lãi suất đầu ra. Với tỷ trọng khoảng 80% doanh thu của VCB hiện nay đến từ mảng tín dụng, ngay cả khi có một số tín hiệu tích cực từ thông tư 19, tác động thất chặt từ TT 13 vẫn sẽ làm giảm đáng kể tỷ suất lợi nhuận biên, dẫn đến giảm sự hấp dẫn của cổ phiếu ngân hàng này.

Nghị định 141 không trực tiếp ảnh hưởng tới VCB

Lộ trình của Nghị định 141/2006/NĐ-CP về danh mục mức vốn pháp định của các tổ chức tín dụng đã đi gần tới đích sau một thời gian dài chuẩn bị (gần 5 năm). Vietcombank không thuộc diện phải tăng vốn để đáp ứng đủ yêu cầu, tuy nhiên mới đây NH này đã phát hành thành công hơn 100 triệu cổ phiếu, thu về hơn 1000 tỷ đồng, tăng vốn điều lệ của NH lên mức hơn 13 nghìn tỷ đồng. Theo một tính toán có cơ sở thì tổng số vốn các ngân hàng cần huy động để đáp ứng nhu cầu tăng vốn sẽ vào khoảng 50 nghìn tỷ đồng. Dễ thấy rằng khả năng thị trường bị "lụt" trong nguồn cung chứng khoán ngân hàng vào những tháng cuối năm do ảnh hưởng của nghị định này sẽ là một điểm bất lợi cho kế hoạch tăng vốn của bất kỳ ngân hàng nào. VCB vẫn còn kế hoạch tăng vốn lên 17 nghìn tỷ đồng trong năm nay. Song phần lớn số vốn huy động này đã được nhà nước và VCB cam kết mua bằng thặng dư từ đợt IPO VCB, do vậy chúng tôi cho rằng nghị định 141 không trực tiếp gây sức ép đối với NH Vietcombank.

Động thái phá giá đồng Việt Nam của NHNN ngày 18/8 gây ảnh hưởng không nhỏ tới toàn thị trường

Cho dù NHNN đã tuyên bố nguyên nhân đẩy tỉ giá nhằm làm giảm sức ép từ nhập siêu, hoàn toàn không bắt nguồn từ tình trạng khan hiếm ngoại tệ, tâm lý nhà đầu tư cũng khá hoang mang và lo ngại trước diễn biến tỉ giá thời gian tới. Công bố của NHNN 6 tháng đầu năm cho biết cán cân thanh toán nước ta thặng dư vào khoảng 3.4 tỷ đô. Tuy nhiên, "Báo cáo tình hình kinh tế xã hội năm 2010" của Bộ kế hoạch đầu tư trong kỳ họp Chính phủ tháng 8 vừa qua lại dự báo cán cân thanh toán cả năm 2010 có khả năng thâm hụt tới 4 tỷ đô. Bên cạnh đó, theo quan sát của chúng tôi lượng vay ngoại tệ của các doanh nghiệp Việt Nam nửa đầu năm nay tăng mạnh (tăng 20% so với nửa cuối 2009) và hầu hết là các khoản vay ngắn hạn dưới 1 năm. Như vậy cuối năm nay khi các hợp đồng vay này đáo hạn, cầu ngoại tệ sẽ theo đó mà tăng lên.

Tỷ giá tăng đồng nghĩa với chênh lệch giữa giá mua và bán thu hẹp do tình hình căng thẳng cầu vượt cung của đồng đô la khiến các NH phải đẩy giá mua lên cao. Điều này gây bất lợi cho các NH, đặc biệt với VCB vốn là ngân hàng mạnh về kinh doanh ngoại hối vì nó khiến cho lợi nhuận thu được từ kinh doanh ngoại tệ giảm.

Chúng tôi dự báo trong thời gian tới, đặc biệt là quý 4/2010, diễn biến tỷ giá USD sẽ khá phức tạp, khi mà sức ép tỷ giá đang gia tăng từ nhiều phía như thâm hụt vãng lai lớn; tỷ lệ vốn từ bên ngoài so với dự trữ ngoại tệ đã tăng từ 37% năm 2009 lên 80%, trong khi tỷ giá hối đoái kém linh hoạt và bị định giá cao hơn so với tỷ giá thực (theo tính toán của các chuyên gia, đồng Việt Nam đang bị định giá "đắt" hơn 12% so với giá trị thực). Thị trường từ giờ đến cuối năm nhiều khả năng nghiêng về xu hướng tăng tỷ giá, đồng nghĩa với việc kỳ vọng về lợi nhuận của VCB từ mảng này sẽ không cao.

Như vậy, với áp lực cung cao đi kèm với nguy cơ giảm lợi nhuận, nhóm cổ phiếu ngân hàng sẽ mất dần đi tính hấp dẫn, ít nhất là trong ngắn hạn. Về dài hạn, tài chính - ngân hàng vẫn là ngành then chốt của nền kinh tế, tầm quan trọng của nó là không thể phủ nhận đặc biệt là một ngân hàng lớn như Vietcombank. Sau thời kỳ có tính chất chuyển giao này, nhiều ngân hàng có thể sẽ đi vào quỹ đạo phát triển ổn định bền vững. Chính vì vậy, các nhà đầu tư trung và dài hạn vẫn nên duy trì nhóm cổ phiếu này trong danh mục quan tâm

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

Là một trong những NH lớn nhất Việt Nam, có lợi thế về quy mô

- VCB là NH có quy mô lớn, nguồn vốn dồi dào (là NH đứng thứ 3 xét về tổng tài sản, liên tục là doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất TTCK)
- Thị phần lớn, lượng khách hàng sẵn có lớn (nắm giữ khoảng 30% thị phần thẻ — một thị trường tiềm năng hứa hẹn phát triển mạnh trong tương lai). Là ngân hàng đa năng, kinh doanh rất đa dạng, đặc biệt có thế mạnh trong thanh toán quốc tế, mua bán trao đổi ngoại tệ...
- Có sự hỗ trợ từ chính phủ và NHNN

Điểm yếu

Bộ máy hoạt động công kênh và trình độ quản lý chưa thật sự chuyên nghiệp, đặc biệt là quản trị rủi ro

- Bộ máy hoạt động công kênh và trình độ quản lý chưa thực sự chuyên nghiệp. VCB có quy mô rất lớn đội ngũ gần 10 nghìn nhân viên với hàng trăm chi nhánh, phần lớn mới phát triển trong giai đoạn chục năm trở lại đây. Do đó khó tránh khỏi việc bộ máy quản lý bộc lộ một số yếu kém
- Quy trình quản lý rủi ro tín dụng khá rõ ràng song còn cần chú trọng hơn tới quản lý rủi ro thị trường. Bộ phận quản trị rủi ro hoạt động mới được đưa vào khoảng một năm nay và vẫn chưa phát huy hiệu quả.
- Tái cơ cấu vẫn đang trong quá trình triển khai

Cơ hội

Nhu cầu thị trường gia tăng; đồng thời VCB có kênh huy động vốn dài hạn và hiệu quả

- Thị trường tài chính càng ngày càng phát triển kéo theo đó là nhu cầu sử dụng các sản phẩm và dịch vụ đa dạng của ngân hàng ngày một tăng. Hay nói cách khác, "miếng bánh" thị trường cũng trở nên lớn hơn.
- Đã niêm yết trên TTCK, có kênh huy động vốn dài hạn và hiệu quả từ thị trường. Có thể thấy ngay là chỉ qua đợt tăng vốn hồi giữa năm và đợt tăng vốn dự kiến cuối năm nay, vốn điều lệ của Vietcombank đã tăng lên gần xấp xỉ 50%

Thách thức

Cạnh tranh ngày càng khốc liệt do có nhiều thành phần tham gia trên thị trường tài chính

- Sự cạnh tranh ngày càng gia tăng từ phía các NHTM khác, bao gồm cả các NH tư nhân mới thành lập, đặc biệt là nhóm NH 100% vốn ngoại mới được cho phép thành lập gần đây như Standard Chartered, ANZ...
- Sự cạnh tranh từ các thể chế tài chính không phải ngân hàng và các quỹ đầu tư hoạt động ở Việt Nam với tư cách là một kênh cấp vốn cho doanh nghiệp
- Việc niêm yết đồng nghĩa với yêu cầu minh bạch thông tin, đồng thời là sức ép phải tạo ra lợi nhuận từ phía cổ đông

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

VCB mới chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình ngân hàng thương mại cổ phần từ tháng 2 năm 2008 và tính cho đến nay mới có hai lần trả cổ tức bằng tiền mặt vào các năm 2008 và 2009 với tỷ lệ 12% mệnh giá. Do vậy chúng tôi cho rằng định giá Vietcombank sử dụng mô hình chiết khấu dòng cổ tức (DDM) là không hoàn toàn phù hợp. Mô hình được chúng tôi sử dụng để định giá ngân hàng Vietcombank là mô hình chiết khấu dòng thu nhập phụ trội (RI).

Trước khi đi sâu vào định giá, chúng tôi xin đưa ra một số nhận xét sơ bộ về hai mảng chính trong cơ cấu doanh thu của VCB là thu nhập từ lãi và thu nhập từ hoạt động dịch vụ:

- Thu nhập từ hoạt động dịch vụ được đánh giá là khu vực có tiềm năng tăng trưởng mạnh nhất trong các nguồn thu của Ngân hàng. Lý do là với thị phần khoảng 30% và nằm trong топ đứng đầu thị trường thẻ, Vietcombank đã có nền tảng công nghệ tốt và rất có uy tín trên thị trường này. Cộng thêm thực tế dễ nhận thấy rằng Việt Nam là quốc gia có dân số trẻ nên tiềm năng phát triển thị trường này là rất lớn. Phía Vietcombank cho biết tốc độ tăng trưởng về thẻ của VCB đã vượt qua giai đoạn nóng về số lượng và đang trong thời kỳ tập trung về chất lượng. Chúng tôi tin tưởng uy tín thông qua chất lượng dịch vụ thẻ của VCB sẽ ngày một nâng cao.
- Thu nhập từ lãi được dự báo sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ do một số lý do khách quan. Thứ nhất tình hình cạnh tranh trên thị trường mỗi lúc một căng thẳng do xu hướng thành lập của một số ngân hàng tư nhân trong những năm gần đây, tuy cuối năm 2008 Nhà nước đã dừng cấp phép thành lập ngân hàng tư nhân xong chúng tôi cho rằng rào cản này sẽ được gỡ bỏ trong một tương lai không xa. Bên cạnh đó là việc cấp phép cho các ngân hàng 100% vốn nước ngoài mà hiện tại đã có 5 ngân hàng đang này có mặt trên thị trường Việt Nam và con số này được dự báo là sẽ không dừng lại ở đó. Thứ hai là nỗ lực bình ổn thị trường của nhà nước, trong đó có mục tiêu bình ổn lãi suất, cụ thể là hạ lãi suất về mức huy động 10% và cho vay 12% sẽ gây khó khăn không ít cho quá trình tăng trưởng tín dụng của ngân hàng.

Chúng tôi tính toán giá trị thực của VCB bằng cách chiết khấu dòng thu nhập phụ trội theo mô hình RI với một số giả định sau:

◆ Tình hình vĩ mô

Nền kinh tế thế giới vẫn còn trong giai đoạn phục hồi và phát triển chậm, trong thời gian tới sẽ khó có đột biến về tăng trưởng kinh tế thế giới.

Chính phủ sẽ tiếp tục đưa ra các chính sách chặt hơn trong việc quản lý ngành tài chính - ngân hàng nhằm từng bước lành mạnh hóa thị trường tài chính Việt Nam

Tình hình ngoại tệ vẫn sẽ còn căng thẳng trong thời gian sắp tới

◆ Các biến đầu vào cho mô hình định giá với hai giai đoạn:

Giai đoạn tăng trưởng trong vòng 10 năm tiếp theo với giả định tăng trưởng đúng bằng tỷ lệ thu nhập giữ lại nhân ROE.

Giai đoạn ổn định với dự đoán tốc độ tăng trưởng dài hạn của ngân hàng này sẽ tiệm cận với mức tăng trưởng GDP dài hạn của Việt Nam và có thể đạt được ở mức 5%.

Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu được tính toán dựa trên tỷ lệ lãi tiền gửi trung bình được điều chỉnh thêm biên độ thích hợp. Hiện nay mặt bằng lãi suất trung bình ở mức 10%. Do VCB là một ngân hàng lớn có uy tín cao, cộng thêm kỳ vọng chung về thị trường hiện tại là không cao, chúng tôi cho rằng biên độ này có thể ở mức 4%. Điều chỉnh theo mô hình CAPM, chúng tôi đưa ra con số tỷ suất lợi nhuận yêu cầu ở mức 13.24%

Tỷ suất chiết khấu sử dụng trong mô hình thu nhập phụ trội đúng bằng tỷ suất lợi nhuận yêu cầu do mô hình tập trung vào việc chiết khấu các dòng thu nhập phụ trội dành riêng cho chủ sở hữu.

Theo mô hình này, chúng tôi định giá VCB ở mức 28 nghìn đồng một cổ phiếu. Trong ngắn hạn, khả năng phát triển mạnh mẽ và tạo ra đột biến của VCB là không cao, chúng tôi khuyến nghị BÁN cho cổ phiếu này. Tuy nhiên chúng tôi tin tưởng trong tương lai cổ phiếu ngành ngân hàng sẽ quay lại dẫn dắt thị trường, do vậy các nhà đầu tư dài hạn từ 1-2 năm trở lên vẫn nên đưa VCB nói riêng và cổ phiếu ngân hàng nói chung vào danh mục quan tâm.

Phụ lục: một số chỉ tiêu tài chính



Chỉ tiêu tài chính

	Q2 2010	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009
EPS điều chỉnh (Quý)	1,775.568	0.883	1.208	0.878
ROA	0.87%	0.45%	0.57%	0.47%
ROE	12.49%	6.13%	8.63%	6.75%
VCSH/ Tổng tài sản	6.95%	7.32%	6.66%	7.02%
LNST/ Tài sản sinh lời	0.95%	0.51%	0.67%	0.55%
Thu nhập lãi thuần/Tổng thu nhập thuần	80.47%	70.79%	59.83%	72.91%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	23.77%	26.45%	19.98%	22.45%
Chứng khoán kinh doanh/ Tổng VCSH	0.05%	0.04%	0.03%	0.53%
Chứng khoán đầu tư/ Tổng VCSH	178.17%	184.60%	194.69%	256.91%
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	81.23%	87.75%	81.25%	84.25%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	66.66%	69.88%	59.51%	67.76%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	93.71%	90.86%	87.16%	87.85%
Thu lãi/Tổng tài sản sinh lời	1.88%	0.83%	0.79%	0.93%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	27.65%	21.99%	34.45%	31.04%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	11.68%	16.25%	24.83%	16.88%

	ACB	CTG	SHB	PVF	VCB
	2009	2009	2009	2009	2009
EPS điều chỉnh (Năm)	2.817	2.544	1.592	1.012	3.241
ROA	1.31%	1.18%	1.16%	0.78%	1.54%
ROE	21.78%	22.86%	13.17%	7.66%	23.61%
VCSH/ Tổng tài sản	6.02%	5.16%	8.80%	10.23%	6.54%
LNST/ Tài sản sinh lời	1.68%	1.28%	1.33%	1.18%	1.82%
Thu nhập lãi thuần/Tổng thu nhập thuần	56.75%	81.94%	74.82%	0.92%	69.98%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	39.51%	22.59%	18.87%	11.97%	25.08%
Chứng khoán kinh doanh/ Tổng VCSH	6.32%	2.38%	0.68%	4.37%	0.03%
Chứng khoán đầu tư/ Tổng VCSH	318.29%	310.03%	201.31%	67.97%	195.30%
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	71.16%	108.81%	86.57%	1524.57%	81.03%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	45.99%	73.27%	51.53%	55.13%	59.32%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	79.10%	94.13%	91.20%	72.74%	86.98%
Thu lãi/Tổng tài sản sinh lời	2.14%	3.53%	2.69%	0.04%	2.99%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	20.70%	32.64%	24.70%	17.98%	27.57%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	18.98%	9.33%	12.36%	44.22%	17.17%



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Mức khuyến nghị

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

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 Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên 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.

TVSI 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 TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Hà Việt Hà

Email: havh@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thông kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

• Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn