

## VCB: Ngân hàng Thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam

### Giới thiệu chung

Vietcombank được thành lập năm 1963 và là một trong những ngân hàng thương mại đầu tiên ở Việt Nam. Cuối 2007, Vietcombank đã tiến hành cổ phần hóa thành công và tăng vốn lên 12.100 tỷ đồng. Ngân hàng này sẽ tiến hành niêm yết trên HOSE vào ngày 30/6 tới với giá chào sàn dự kiến là 50.000đ.

### Thông tin cổ phiếu

Giá trung bình quân IPO: 107.800đ

Ngày chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng cổ phần: 02/06/2008



### Thông tin niêm yết

Giá chào sàn (đồng)	50.000
Số CP niêm yết	112.285.426
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	12.100
Mã niêm yết	VCB

### Cơ cấu sở hữu

% sở hữu nhà nước	90.72%
% sở hữu nước ngoài	2.51%
% sở hữu tổ chức	5.39%

### Chuyên viên phân tích:

Đặng Nguyên Cường  
[cuong.dang@vndirect.com.vn](mailto:cuong.dang@vndirect.com.vn)

### Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Đệ  
[do.vu@vndirect.com.vn](mailto:do.vu@vndirect.com.vn)

**Khuyến nghị đầu tư: Dựa trên những đánh giá về vị thế của Vietcombank trong ngành ngân hàng, tiềm năng tăng trưởng cũng như ưu thế nhất định so với các ngân hàng khác, chúng tôi cho rằng cổ phiếu Vietcombank ở mức giá chào sàn 50.000đ là khá hợp lý để đầu tư dài hạn.**

Chỉ tiêu	2008	2009(KH)	2010(KH)
Tổng thu nhập hoạt động KD (tỷ đồng)	8,990	7,562	11,202
Tổng chi phí hoạt động (tỷ đồng)	2,694	3,038	4,223
LN sau thuế (tỷ đồng)	2,537	2,538	3,780
EPS	2097	2097	3124
Book value(đ)	11,397	13,590	17,786
ROA	1.14%	1.03%	1.46%
ROE	18.39%	15.43%	17.56%
Cổ tức	12%	12%	12%

### Kết quả hoạt động kinh doanh 2008 và triển vọng năm 2009

Mặc dù gặp nhiều khó khăn trong năm 2008, nhưng kết quả kinh doanh của Vietcombank tương đối khả quan với mức lợi nhuận sau thuế 2537 tỷ đồng. Trong cơ cấu thu lãi của Vietcombank thì phần lớn vẫn là từ tín dụng, tuy nhiên những mảng kinh doanh khác cũng có mức tăng trưởng tốt, và dần chiếm tỷ trọng cao trong lợi nhuận thuần trước chi phí dự phòng (lãi từ hoạt động dịch vụ đạt 727 tỷ, lãi từ kinh doanh ngoại hối đạt 952 tỷ, lãi từ góp vốn cổ phần đạt 396 tỷ). Thu nhập ngoài lãi thuần tăng 35,47% năm 2008 báo hiệu tiềm năng của các mảng hoạt động ngoài tín dụng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong các năm tiếp theo. Điều này cũng là một thuận lợi khi Vietcombank sẽ không phải phụ thuộc quá nhiều vào hoạt động tín dụng nên ít bị ảnh hưởng từ các cú shock lãi suất.

Về hiệu quả hoạt động 2008, với kết quả lợi nhuận 2537 tỷ đồng, ROE=18,39%, EPS=2097 đ tương đương mức trung bình ngành. Đây là nỗ lực đáng ghi nhận sau khi Vietcombank đã có quá trình tăng vốn lên gấp 3 lần sau IPO. Hệ số an toàn vốn CAR đạt 8,9% tại thời điểm 31/12/2008, cao hơn mức tiêu chuẩn tối thiểu 8% do NHNN quy định cho các NHTM.

Một cách thận trọng ngân hàng chỉ đặt kế hoạch lợi nhuận khiêm tốn trong năm 2009, khi lợi nhuận năm nay dự kiến bằng với năm ngoái. Các chỉ tiêu tổng tài sản, vốn chủ sở hữu... vẫn giữ đà

Chỉ tiêu	2008	tỷ lệ tăng trưởng so với 2007	Kế hoạch 2009	tỷ lệ tăng trưởng so với 2008	Quý 1/2009	% tăng trưởng so với 2008
Tổng tài sản	221,950	12.50%	246,365	11.00%	220,493	-0.65%
VCSH	13,790	2.93%	16,445	19.25%	14,884	7.9%
Dư nợ cho vay	112,793	15.50%	183,987	63.12%	117,444	4.1%
Huy động vốn	159,989	10.46%	133,096	-16.81%	147,524	-7.8%
LN trước thuế	3,324	26.40%	3,320	-0.12%	1,460	
LN sau thuế	2,537	24.90%	2,538	0.04%	1,115	
Nợ xấu	4.6%		3.5%		4.5%	

Nguồn: báo cáo kiểm toán và nghị quyết đại hội cổ đông

tăng trưởng bằng với mức trung bình các năm trước, riêng chỉ tiêu về dư nợ sẽ có mức tăng trưởng khá cao hơn 63%. **Mới đây chủ tịch ngân hàng Vietcombank cho biết con số lợi nhuận 6 tháng đầu năm ước tính khoảng 2450 tỷ đồng, bằng 74% kế hoạch năm. Đây là lợi nhuận chưa tính hợp nhất của các công ty con, nên kết quả cuối năm chắc chắn cao hơn con số kế hoạch đưa ra.**

### Những thế mạnh của Vietcombank

Trong điều kiện kinh doanh khó khăn hiện nay, **thì chỉ những ngân hàng nào có quy mô lớn, có ưu thế đặc biệt trong ngành và đủ tiềm lực tài chính, mới đủ sức chống chọi và tiếp tục vươn lên.** So với các ngân hàng trong hệ thống thì Vietcombank nắm giữ một số ưu thế nhất định:

*Ưu thế của Vietcombank thể hiện ở việc chiếm thị phần lớn trong hầu hết các hoạt động chủ yếu của ngân hàng như: Tín dụng ~12%, huy động vốn ~9%, thanh toán xuất khẩu ~27%, thanh toán nhập khẩu ~20%, doanh số thẻ ~60%... Đặc biệt mảng hoạt động liên quan đến thanh toán ngoại tệ và kinh doanh ngoại tệ của Vietcombank luôn ở vị trí dẫn đầu và có tỷ lệ tăng trưởng khá tốt (trong năm 2008 doanh số thanh toán XNK tăng 22.9%, lợi nhuận từ mảng hoạt động kinh doanh ngoại tệ tăng*

mạnh tới 168.8% so với 2007).

**Lợi thế về quy mô:** Có thể thấy Vietcombank với vốn điều lệ đăng ký 12.100.860.260.000 VND là một trong những ngân hàng có quy mô lớn nhất trong hệ thống các tổ chức tín dụng. Năm 2008, giá trị tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của VCB đứng thứ ba trong hệ thống, chỉ thua kém 2 ngân hàng thương mại nhà nước là Agribank và BIDV và lớn gấp nhiều lần hai ngân hàng hiện đang niêm yết là ACB và STB.

Ngân hàng	TTS (nghìn tỷ)	Thị phần TTS (%)	VCSH (nghìn tỷ)	Thị phần VCSH (%)	NIM	Chi phí/thu nhập	ROE	ROA
Agribank	372.330	21.9	22.144	15	2.18	23.34	26.86	1.6
BIDV	246.494	14.5	13.466	9.12	2.65	41.46	14.7	0.8
<b>Vietcombank</b>	<b>219.910</b>	<b>12.9</b>	<b>13.316</b>	<b>9.02</b>	<b>3.07</b>	<b>27.68</b>	<b>18.39</b>	<b>1.14</b>
Vietinbank	196.560	11.6	10.800	7.32	N/A	N/A	15.7	1.35
ACB	105.306	6.19	7.766	5.26	3.07	37.53	27.68	2.37
Sacombank	68.438	4.03	7.759	5.26	2.06	51.75	12.3	1.75
Techcombank	59.509	3.5	5.992	4.06	3.54	32.97	20.89	1.94
Exim	48.751	2.87	13.368	9.06	3.14	33.32	5.41	1.48
MB	44.346	2.61	4.677	3.17	3.36	33.91	7.63	1.57

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính

**Thế mạnh của Vietcombank còn đến từ việc huy động được nguồn vốn rẻ** khi tiền gửi của các tổ chức kinh tế luôn chiếm từ 47%-55% tổng huy động vốn của ngân hàng. Bên cạnh đó Vietcombank là đối tác cung cấp sản phẩm ngoại tệ cho các tập đoàn, tổng công ty lớn nhà nước như tập đoàn dầu khí, tổng công ty hàng không, tổng công ty xăng dầu... Đồng thời được chỉ định là đầu mối chuyển đổi ngoại tệ cho các khoản giải ngân vốn ODA của chính phủ Nhật Bản cũng như các dự án lớn được chính phủ bảo lãnh như dự án Phú Mỹ 1, Phú Mỹ 2, Nam Côn Sơn...

**Tiềm năng to lớn từ giá trị tài sản đang nắm giữ.** Hiện tại Vietcombank đang đầu tư vào hơn 30 đơn vị với tổng mức đầu tư 3151.8 tỷ đồng (chiếm 26% vốn điều lệ). Trong đó góp vốn mua cổ phần là 1971 tỷ đồng, góp vốn liên doanh là 1180 tỷ đồng. Hầu hết đây là khoản đầu tư dài hạn được mua với giá gốc hoặc giá ưu đãi. Tổng giá trị đầu tư ghi nhận cho tới cuối quý 1 là 2997 tỷ đồng. Cho tới thời điểm này, giá trị khoản đầu tư của Vietcombank đã tăng lên đáng kể do thị trường chứng khoán phục hồi (tăng về giá trị tài sản, không hàm ý tăng lợi nhuận nếu không bán). Ngoài ra Vietcombank còn có hơn 30.000 tỷ chứng khoán sẵn sàng để bán (trong đó có 18.804 tỷ trái phiếu chính phủ) đã trích dự phòng tính tới cuối quý 1, hơn 12.000 tỷ chứng khoán giữ đến ngày đáo hạn (trong đó 8.500 tỷ chứng khoán nợ nước ngoài, nếu được ghi nhận lại theo tỷ giá hiện hành thì giá trị còn cao hơn). Các nguồn thu này đảm bảo một khoản thu nhập ổn định cho Vietcombank hàng năm, tính riêng trong năm 2008, lãi thu từ cổ tức và trái tức, liên doanh liên kết đạt 396,6 tỷ đồng.

Khoản đầu tư	Giá trị ghi sổ (tỷ đồng)	% sở hữu
Eximbank	632,06	8,75
MB	320,76	7,99
NH Gia Định	238,3	15,11
NH Phương Đông	114,9	7,79
NH Sài Gòn công thương	93,4	9,16
PVD	59,9	4,36
Bảo hiểm Petrolimex	34,3	10
DV bưu chính viễn thông SG	138,07	3,85
Vận tải DK TBD	120	10
.....	...	...
Tổng giá trị đầu tư	1972,04	

Ngoài ra, trong số các công ty con của Vietcombank thì **công ty chứng khoán VCBS cũng có thể đóng góp lợi nhuận lớn trong năm nay**. Là một trong những công ty chứng khoán hàng đầu của Việt Nam, quản lý 46000 tài khoản của cả cá nhân và tổ chức nhưng năm 2008 cũng như đa số các công ty chứng khoán khác, hoạt động của VCBS bị thua lỗ 270.9 tỷ do trích lập dự phòng giảm giá 348 tỷ đồng. Trong điều kiện thị trường phục hồi hiện tại, với quy mô và thế mạnh sẵn có VCBS sẽ thu được lãi lớn, ngoài ra còn có khả năng hoàn nhập lại được khoản dự phòng.

### Định giá

Sử dụng phương pháp so sánh thông thường một vài chỉ tiêu định giá cơ bản như PE, PB, ROA, ROE 2008 với 15 ngân hàng lớn trong khu vực Đông Nam Á và một vài ngân hàng Việt Nam (giá Vietcombank tạm tính là giá chào sàn 50.000đ) cho kết quả như trong bảng. Có thể nhận xét định giá các ngân hàng Việt Nam đắt hơn nhưng hiệu quả hoạt động lại tốt hơn.

Ngân hàng	PE	PB	ROA	ROE
<b>Vietcombank</b>	<b>23.83</b>	<b>4.38</b>	<b>1.14%</b>	<b>18.39%</b>
ACB	14.49	4.06	2.37%	27.68%
STB	17.38	2.64	1.75%	12.30%
Trung bình khu vực	11.34	1.35	1.18%	11.71%

Nếu đơn thuần nhìn vào những con số trong quá khứ thì giá chào sàn của Vietcombank không thực sự hấp dẫn. Tuy nhiên với khả năng lợi nhuận năm nay sẽ vượt xa con số kế hoạch năm, chúng tôi xây dựng nhiều phương án lợi nhuận cho Vietcombank cuối năm nay. Như vậy, trong trường hợp khả quan nhất PE forward 2009 của Vietcombank có thể là 16.1, còn trong kịch bản trung bình lợi nhuận trước thuế đạt 4000 tỷ, thì PE tương đương 20.1.

	Theo lợi nhuận kế hoạch	Theo ước lượng Trung bình	Theo kết quả tốt
LNTT(tỷ đồng)	3320	4000	5000
LNST(tỷ đồng)	2538	3000	3750
EPS	2097	2479	3099

## Đánh giá cung-cầu cổ phiếu Vietcombank

Mặc dù có vốn điều lệ 12100 tỷ, nhưng với hơn 90% cổ phần thuộc về cổ đông nhà nước nên số lượng niêm yết thực tế của Vietcombank chỉ có hơn 100 triệu cổ phiếu. Trong số này thì 5.39% do tổ chức nắm giữ, và phần nhiều sẽ không có nhu cầu bán ra trong ngắn hạn. Nhìn nhận lại những gì đã từng xảy ra khi Vietcombank IPO, có thể thấy rằng cổ phiếu này vẫn còn có sức hút lớn đối với các nhà đầu tư, kể cả cá nhân và tổ chức. Ngoài ra việc nhà đầu tư nước ngoài mới nắm giữ 2.51% cũng có thể là một yếu tố tạo cầu cho Vietcombank trong ngắn hạn. **Theo thông báo mới nhất của HOSE, nhà đầu tư nước ngoài có thể nắm giữ toàn bộ 100% lượng cổ phiếu niêm yết (do room 30% được tính trên vốn điều lệ 12.100 tỷ đồng).** Sức hút của cổ phiếu ngân hàng đối với nhà đầu tư nước ngoài khá lớn, có thể thấy qua các trường hợp STB và SHB và mức giá chào sàn 50.000đ cũng được đánh giá là hợp lý khi xoay quanh mức giá OTC trước khi niêm yết. Chỉ có một rủi ro trong trường hợp VCB tăng giá vượt quá 65.000đ thì áp lực bán có thể gia tăng, do đây là ngưỡng giá mà cán bộ công nhân viên được mua ưu đãi khi IPO.

Cổ đông	Số cổ phần	Số lượng	Tỷ lệ
SCIC	1,097,800,600	1	90.72%
Tổ chức			
Tổ chức trong nước	34,573,738	177	2.86%
Tổ chức nước ngoài	29,872,475	36	2.47%
Cá nhân			
Cá nhân trong nước	47,304,879	16130	3.91%
Cá nhân nước ngoài	534,334	15953	0.04%
Tổng cộng	1,210,086,026		100%

## Rủi ro

Có một vài rủi ro mà nhà đầu tư cần chú ý nếu có ý định đầu tư vào cổ phiếu Vietcombank. Đó là rủi ro về thị trường khi VN-Index đang có những dấu hiệu điều chỉnh. Ngoài ra việc cổ đông nhà nước nắm giữ quá nhiều cổ phiếu Vietcombank khiến cho ngân hàng này vẫn mang dáng dấp của một ngân hàng thương mại nhà nước nhiều hơn.

## Kết luận

Nếu nhìn vào các chỉ tiêu định giá thì cổ phiếu Vietcombank không thực sự hấp dẫn ở mức giá chào sàn 50.000đ. Nhưng với tiềm năng tăng trưởng khá rõ ràng và tiềm lực tài chính mạnh, Vietcombank là một khoản đầu tư hấp dẫn trong dài hạn. Ngoài ra, những yếu tố về cung-cầu có thể khiến cổ phiếu này tạo sự chú ý sau giai đoạn chào sàn.

*Ghi chú: Những số liệu phân tích Vietcombank được lấy từ 2 báo cáo kiểm toán của E&Y (cho giai đoạn từ 1/1/2008 tới 31/5/2008) và PWC (cho giai đoạn từ 1/6/2008 tới 31/12/2008) nên có thể khác với số liệu từ các nguồn báo cáo khác. Những con số về kế hoạch và thông tin Vietcombank được trích từ bản cáo bạch niêm yết và nghị quyết đại hội cổ đông lần 2 năm 2009 của ngân hàng này. Vốn điều lệ sử dụng để tính các chỉ tiêu là 12.100 tỷ, với giả định kế hoạch tăng vốn sẽ chưa thể thực hiện trong năm nay.*

## Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

## Địa chỉ liên hệ:

**Hà Nội**  
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-34-941 0510  
Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**  
51 Bến Chương Dương, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.922