

Báo cáo phân tích cổ phiếu
NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM
(Vietinbank)

QUY MÔ

• Quy mô vốn

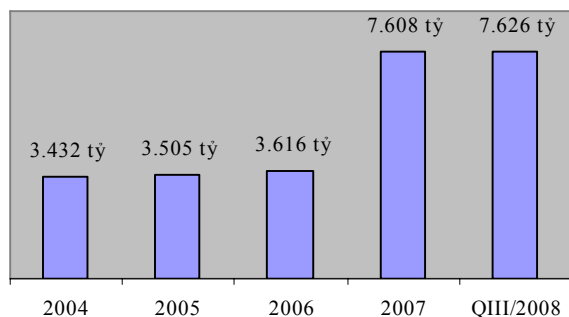
Với số vốn điều lệ 7.626 tỷ, Vietinbank hiện đứng thứ 2 về quy mô vốn trong khối các NHTMNN và đứng thứ 3 trong toàn bộ hệ thống ngân hàng (chỉ sau Vietcombank và Agribank).

Quy mô vốn của Vietinbank tăng trưởng mạnh trong năm 2007, với số vốn tăng gấp đôi từ 3.616 tỷ năm 2006 lên 7.608 tỷ năm 2007. Quy mô vốn lớn không chỉ giúp ngân hàng này đáp ứng được các yêu cầu về tỷ lệ an toàn vốn (CAR 10.9%, trong đó vốn cấp I là 10.1%, vốn cấp II là 0.8%) mà còn chủ động được nguồn vốn, đặc biệt trong giai đoạn 2008 - 2009 khi thị trường tài chính ngân hàng đặc biệt khó khăn và các ngân hàng có những thời điểm rơi vào tình trạng thiếu vốn như hồi giữa năm 2008.

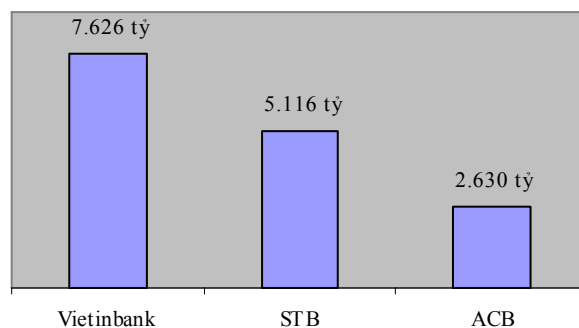
• Quy mô hoạt động

Là một trong những ngân hàng có mạng lưới hoạt động lớn nhất, các chi nhánh của Vietinbank được phân bố rộng rãi trên 56 tỉnh thành trong cả nước, bao gồm 1 Hội sở chính, 3 Sở giao dịch, 138 chi nhánh, 188 phòng giao dịch, 258 điểm giao dịch, 191 quỹ tiết kiệm và 742 máy ATM. Mạng lưới rộng khắp tạo điều kiện để Vietinbank mở rộng thị phần và đẩy mạnh hoạt động, tăng tính cạnh tranh trên thị trường.

Vốn điều lệ của Vietinbank



So sánh với CP ngân hàng đã niêm yết (QIII/2008)



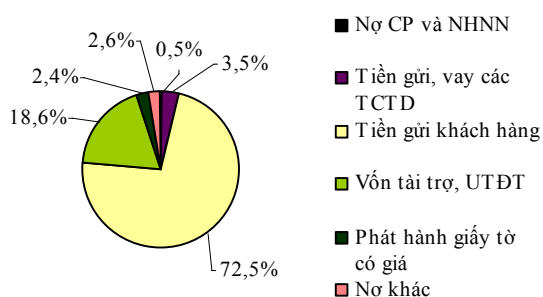
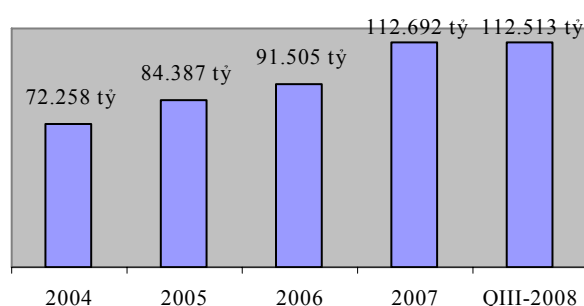
Nguồn: Vietinbank

HOẠT ĐỘNG
• Tình hình huy động vốn

Tăng trưởng huy động của Vietinbank đạt bình quân 20%/năm giai đoạn 2004-2007, chủ yếu do tăng trưởng từ các nguồn chính như tiền gửi khách hàng (16%), vốn tài trợ, ủy thác đầu tư (24%), tiền gửi, vay các TCTD (52%).

Nguồn vốn huy động từ khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng vốn huy động, 72,5%. Năm 2007, tăng trưởng huy động từ khách hàng đạt 23%, cao hơn các năm trước nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành 35%.

Hết quý III/2008, nguồn vốn huy động từ khách hàng đạt 112.513 tỷ, dự báo con số này của cả năm 2008 sẽ không tăng nhiều so với 2007. Đây là tình trạng khó khăn chung của toàn ngành ngân hàng trong hoạt động huy động vốn.

Cơ cấu Tổng vốn huy động (2007)

Nguồn vốn huy động từ khách hàng

Cơ cấu Tiền gửi của khách hàng

	2004	2005	2006	2007
Tiền gửi tiết kiệm	46,5%	46,7%	48,7%	45,6%
Tiền gửi có kỳ hạn	13,0%	13,2%	22,7%	25,6%
Tiền gửi không kỳ hạn	33,5%	32,6%	26,3%	25,5%
Tiền gửi khác	7,0%	7,5%	2,3%	3,3%
Tổng tiền gửi khách hàng	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Nguồn: Vietinbank, CTCK Artex

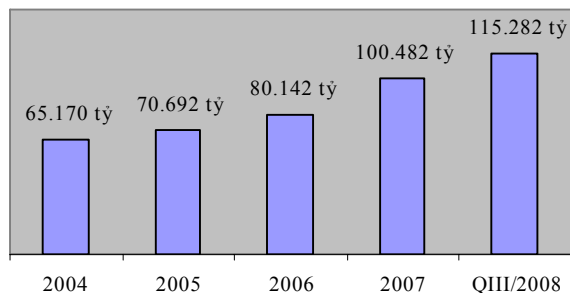
Trong cơ cấu tiền gửi khách hàng, các loại tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi không kỳ hạn chiếm tỷ trọng lớn nhưng có xu hướng giảm dần, thay vào đó, loại tiền gửi có kỳ hạn đang tăng dần qua các năm. Nhu cầu khách hàng đang dần dịch chuyển sang các loại tiền gửi có kỳ hạn với mức lãi suất cao hơn thay vì tiền gửi không kỳ hạn.

• Hoạt động tín dụng

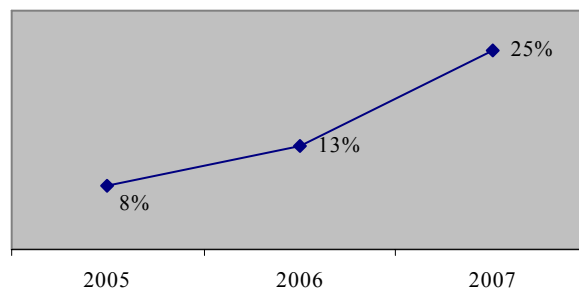
Dư nợ tín dụng của Vietinbank tăng dần qua các năm, đặc biệt năm 2007, tổng dư nợ cho vay đạt 100.482 tỷ, tăng 25% so với năm 2006. Đây là năm tăng trưởng mạnh mẽ của hệ thống ngân hàng nói chung, đi đầu là các NHTMCP với tốc độ tăng trưởng tín dụng hết sức ấn tượng như STB - 146%, ACB - 87%. Tuy nhiên, sang năm 2008, những khó khăn của nền kinh tế cộng với chính sách thắt chặt tín dụng của Chính phủ đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động cho vay của hầu hết các ngân hàng, trong đó có Vietinbank.

Trong cơ cấu tài sản của Vietinbank, dư nợ cho vay chiếm tỷ trọng lớn nhất (60%). Những năm gần đây, tỷ trọng này đã giảm dần trong khi các hoạt động dịch vụ lại tăng dần tỷ trọng, đây chính là chiến lược chuyển dịch cơ cấu hoạt động sang kinh doanh dịch vụ của nhiều ngân hàng hiện nay. Chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 trong cơ cấu tài sản là các khoản đầu tư, kinh doanh chứng khoán (23%). Khoản đầu tư chứng khoán với tỷ trọng lớn này chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến tính an toàn trong cơ cấu tài sản của Vietinbank.

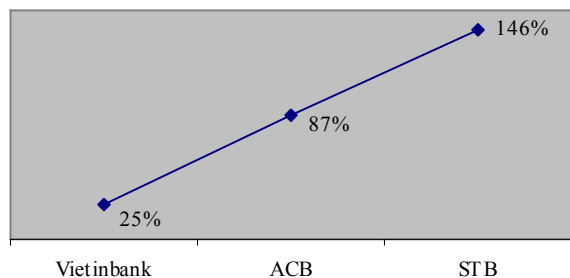
Dư nợ tín dụng của Vietinbank



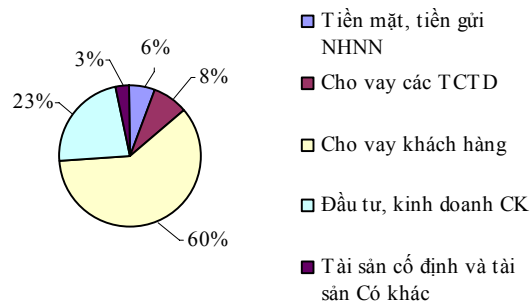
Tăng trưởng tín dụng (giai đoạn 2005-2007)



So sánh tốc độ tăng trưởng tín dụng (2007)



Cơ cấu tài sản (2007)

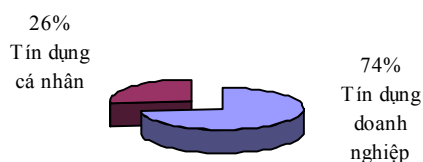
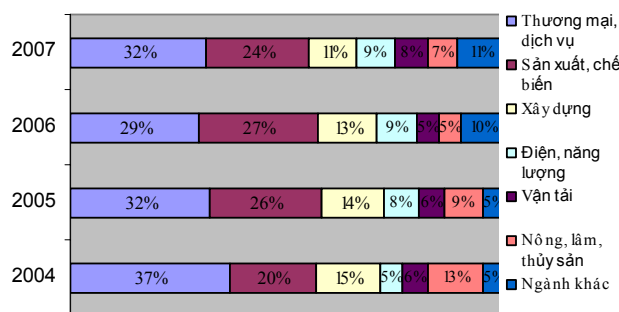


Nguồn: Vietinbank, CTCK Artex

Sản phẩm tín dụng của Vietinbank được chia làm 2 loại chính là tín dụng doanh nghiệp và tín dụng cá nhân, trong đó tín dụng doanh nghiệp chiếm đến 75% tổng dư nợ, tín dụng cá nhân chưa phải lĩnh vực kinh doanh trọng tâm của ngân hàng này. Thu nhập từ cho vay doanh nghiệp cũng là nguồn thu chính trong doanh thu nghiệp vụ ngân hàng thương mại của Vietinbank.

Hoạt động tín dụng truyền thống của Vietinbank là cho vay công nghiệp, thương nghiệp nhưng đến nay, Vietinbank đã mở rộng sản phẩm tín dụng cho tất cả các doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế. Các khách hàng lớn của Vietinbank bao gồm các Tập đoàn và TCT như: Tập đoàn dầu khí, Tập đoàn điện lực, Tập đoàn than và khoáng sản, TCT Xi măng, TCT Thép, Vinaconex v.v. Năm 2006, Vietinbank đã ký kết cấp tín dụng cho 23 dự án lớn với tổng số tiền cam kết 10.858 tỷ, có thể kể đến như Dự án vệ tinh viễn thông Vinasat, Dự án xi măng Bim Sơn, Dự án thủy điện Sơn La, Dự án thủy điện Sông Tranh v.v.

Tuy nhiên, khách hàng mục tiêu của Vietinbank tập trung vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Đến nay, nhóm khách hàng này chiếm khoảng 80% số lượng khách hàng doanh nghiệp của Vietinbank với dư nợ chiếm trên 40% dư nợ toàn hệ thống.

Cơ cấu cho vay theo khách hàng (2007)

Cơ cấu cho vay theo ngành hàng (2007)


Nguồn: Vietinbank

Danh mục tín dụng theo ngành hàng của Vietinbank rất đa dạng nhưng chủ yếu nằm ở các ngành thương mại, dịch vụ, sản xuất, chế biến, điện và năng lượng. Dư nợ tín dụng trong các ngành nông, lâm, thủy sản đang giảm dần qua các năm. Đặc biệt, dư nợ tín dụng trong bất động sản của Vietinbank rất nhỏ, chỉ chiếm 0.16% tổng dư nợ.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH
• Chỉ tiêu hoạt động

Nguồn thu từ lãi cho vay đóng vai trò quan trọng nhất trong tổng thu nhập của Vietinbank, tuy nhiên tỷ trọng trong doanh thu đã giảm dần. Thay vào đó, các khoản thu ngoài lãi (dịch vụ, đầu tư, kinh doanh chứng khoán) lại tăng mạnh. Đây là do ngân hàng đang dịch chuyển cơ cấu từ hoạt động tín dụng sang kinh doanh dịch vụ.

Một số chỉ tiêu hoạt động của Vietinbank

Chỉ tiêu	2005	2006	2007
Thu từ lãi/Tổng thu nhập	95%	91%	87%
Thu ngoài lãi/Tổng thu nhập	5%	9%	13%
Chi phí lãi vay/Thu nhập từ lãi	59%	65%	63%
Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động	52%	47%	42%
Huy động vốn/Tổng tài sản	75%	68%	68%
Cho vay/Tổng tài sản	63%	59%	60%
Cho vay/Huy động vốn	84%	88%	89%

So sánh với STB và ACB (bình quân giai đoạn 2005-2007)

Chỉ tiêu	Vietinbank	STB	ACB
Chi phí lãi vay/Thu nhập từ lãi	62%	59%	66%
Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động	45%	39%	38%
Huy động vốn/Tổng tài sản	72%	71%	74%
Cho vay/Tổng tài sản	63%	57%	38%
Cho vay/Huy động vốn	88%	81%	58%

Nguồn: CTCK Artex

So sánh với STB và ACB, 2 khoản chi phí lớn là chi phí lãi vay và chi phí hoạt động của Vietinbank nhìn chung cao hơn. Đặc biệt, với tình hình lãi suất huy động tăng nóng cao giữa năm 2008, chắc chắn năm nay các ngân hàng sẽ phải chịu khoản chi phí lãi vay rất lớn, đây là nhân tố chính ảnh hưởng tới sự sụt giảm lợi nhuận.

Tỷ suất cho vay/tổng tài sản và cho vay/huy động vốn của Vietinbank cao hơn hẳn 2 ngân hàng còn lại, điều này cho thấy tín dụng chiếm tỷ trọng rất lớn trong hoạt động của ngân hàng này và vì vậy, hệ số sử dụng vốn là rất cao (88%).

• Chỉ tiêu tăng trưởng

Nhìn chung các chỉ tiêu tăng trưởng của Vietinbank tương đối tốt trong một vài năm gần đây. Giá trị tổng tài sản tăng nhanh do tăng trưởng huy động và tăng trưởng tín dụng. Nếu như 2 năm 2004-2005 ngân hàng không có lợi nhuận thì đến năm 2006-2007, con số lợi nhuận đã bắt đầu hình thành và tăng trưởng.

Năm 2007 là năm hoạt động khá hiệu quả của Vietinbank, các chỉ tiêu như Tổng tài sản, vốn huy động, dư nợ cho vay, doanh thu, lợi nhuận đều đạt tốc độ tăng trưởng cao. Đặc biệt, tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đạt 91%, chủ yếu là do chi phí lãi giảm và lợi nhuận từ các nguồn khác tăng như thu hồi nợ xấu, thu phí dịch vụ, kinh doanh chứng khoán và góp vốn mua cổ phần.

Chỉ tiêu tăng trưởng của Vietinbank

(Đơn vị: triệu đồng)	2004	2005	2006	2007
Tổng tài sản Có	95.016.529	111.891.318	135.442.520	166.112.971
Tăng trưởng tài sản		18%	21%	23%
Tổng doanh thu	6.943.582	8.457.198	11.142.729	14.734.570
Tăng trưởng doanh thu		22%	32%	32%
Lợi nhuận sau thuế	(3.106.890)	(48.753)	602.800	1.149.442
Tăng trưởng lợi nhuận		98%	1.336%	91%

Chỉ tiêu sinh lời của Vietinbank – so sánh với STB và ACB (2007)

Chỉ tiêu	Vietinbank	STB	ACB
ROA	0,8%	3,1%	2,7%
ROE	14,1%	27,0%	44,0%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu	17,3%	55,1%	58,2%
Tỷ lệ lãi biên (NIM)	3,1%	3,2%	2,3%
Tỷ lệ thu phí lãi	15,2%	67,8%	77,3%

Nguồn: CTCK Artex

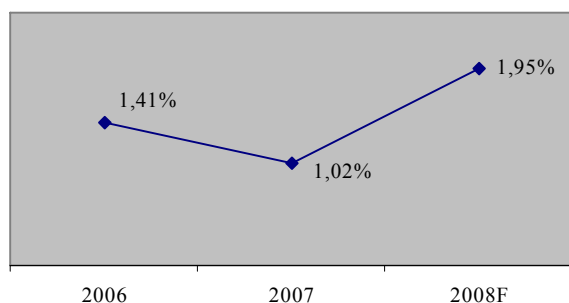
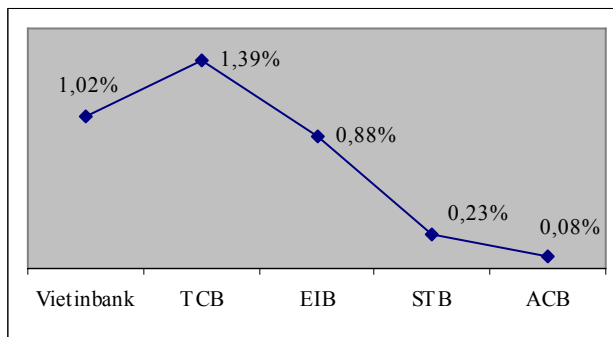
• Chỉ tiêu sinh lời

Nếu so sánh với 02 ngân hàng đã niêm yết trên sàn là STB và ACB thì chỉ tiêu sinh lời của 02 ngân hàng này cao hơn hẳn Vietinbank. Điều này cho thấy các NHTMCP tuy có quy mô vốn chưa thực sự lớn nhưng hiệu quả hoạt động lại rất cao. Khối ngân hàng này mấy năm gần đây tăng trưởng rất mạnh cả về quy mô và chất lượng hoạt động, STB và ACB là điển hình trong số đó.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO
• Tỷ lệ nợ xấu (NPL)

Tỷ lệ nợ xấu của Vietinbank mặc dù có giảm trong năm 2007 nhưng vẫn đứng ở mức khá cao so với một số ngân hàng khác.

Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng này năm 2008 dự báo còn tăng cao hơn nữa (khoảng 1,95%) do những khó khăn đến từ nền kinh tế vĩ mô. Danh mục tín dụng của Vietinbank trải rộng trên rất nhiều ngành nghề và có đến 74% dư nợ là cho vay doanh nghiệp. Trước tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực, ngành nghề khác nhau đã bị ảnh hưởng tiêu cực, thậm chí đứng trước nguy cơ phá sản. Đây là lý do vì sao tỷ lệ nợ xấu của Vietinbank được dự báo sẽ tăng cao trong năm 2008.

Tỷ lệ NPL của Vietinbank

Tỷ lệ NPL của một số ngân hàng (2007)


Nguồn: Vietinbank, CTCK Artex

ĐỊNH GIÁ

Dựa trên những dữ liệu của các ngân hàng đã niêm yết trên sàn giao dịch chính thức và trên OTC, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu Vietinbank theo phương pháp so sánh chỉ số giá cổ phiếu/thu nhập mỗi cổ phần - P/E.

SO SÁNH VỚI CÁC NGÂN HÀNG TRONG HỆ THỐNG (2007)

(Đơn vị: tỷ đồng)	VCB	STB	EIB	TCB	SHB	ACB	Vietinbank
1. Vốn điều lệ	15.000	5.116	2.800	2.521	2.000	2.630	7.626
2. Tổng tài sản Có	198.457	64.572	33.710	39.542	12.367	85.391	166.112
Tăng trưởng (%)	19%	161%	84%	128%	835%	91%	23%
3. Tổng tài sản Nợ	183.772	57.223	27.415	35.969	10.189	79.133	155.466
Tăng trưởng (%)	18%	161%	67%	131%	1.156%	84%	20%
4. Vốn chủ sở hữu	14.684	7.349	6.294	3.573	2.178	6.257	10.646
Tăng trưởng (%)	31%	156%	223%	102%	326%	269%	89%
5. Thu nhập lãi thuần	4.171	1.335	706	928	107	1.347	4.683
Tăng trưởng (%)	3%	93%	100%	102%	303%	58%	32%
6. Lợi nhuận sau thuế	2.397	1.397	463	510	126	1.759	1.149
Tăng trưởng (%)	(16%)	197%	79%	98%	1.699%	248%	91%
7. ROA	1,3%	1,2%	1,8%	1,8%	1,9%	2,7%	0,8%
8. ROE	18,6%	11,9%	11,3%	19,1%	9,4%	44%	14,1%
9. P/E	19.4	5.7	5.7	9.8	4.7	3.7	8.2
11. EPS	1.598	3.350	2.379	2.452	2.457	6.688	1.511
12. Thị giá (đồng) (12/12/08)	31.000	19.000	13.500	24.000	11.500	24.900	12.390

Nguồn: CTCK Artex

Theo số liệu được tính ở bảng So sánh trên, chỉ số P/E trung bình của ngành Ngân hàng là **8.2** (Giá trị thị trường của cổ phiếu được cập nhật ngày 12/12/2008).

So sánh với các ngân hàng trên sàn giao dịch chính thức và trên OTC, cũng như cân nhắc tới các chỉ tiêu tài chính đã được phân tích của Vietinbank, chúng tôi cho rằng chỉ số P/E **8.2** là hợp lý đối với cổ phiếu này.

Tình hình thị trường tài chính - ngân hàng năm 2008 có nhiều biến động đã ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của các ngân hàng nói chung và Vietinbank nói riêng. Sau 9 tháng đầu năm, Tổng thu nhập hoạt động cũng như lợi nhuận sau thuế của Vietinbank không tăng trưởng nhiều, trong khi đó khoản dự phòng rủi ro lại tăng lên:

(Đơn vị: tỷ đồng)	Năm 2007	9 tháng đầu 2008
Thu nhập hoạt động	6.648	6.378
Chi phí hoạt động	(2.766)	(2.581)
Dự phòng rủi ro	(2.353)	(2.509)
Lợi nhuận sau thuế	1.149	1.096

Với kết quả hoạt động như vậy, chúng tôi dự đoán doanh thu và lợi nhuận cả năm 2008 của Vietinbank sẽ không tăng trưởng đáng kể so với năm 2007, vì vậy nếu không có gì biến đổi lớn, chỉ số EPS 2008 có thể tương đương với EPS 2007, đứng ở mức **1.511 đồng/cổ phiếu**.

Theo đó, cổ phiếu Vietinbank được định giá như sau:

$$\begin{aligned} P &= EPS \times P/E \\ &= 1.511 \text{ đồng/cổ phiếu} \times 8.2 \\ &= 12.390 \text{ đồng} \end{aligned}$$

Đây là mức giá chúng tôi cho rằng phù hợp với khả năng sinh lời thực tế của ngân hàng này đặt trong điều kiện hiện tại.

Dựa trên kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2008 Vietinbank đã công bố, chúng tôi dự đoán Giá trị sổ sách của cổ phiếu này cho năm 2008 là khoảng **17.500 đồng**.

(Đơn vị: tỷ đồng)	9 tháng đầu 2008	Cả năm 2008F
Tổng tài sản	187.534	187.707
Tiền gửi của khách hàng	161.577	174.122
Vốn điều lệ tính Giá trị sổ sách	7.626	7.626

BÁO CÁO TÀI CHÍNH VIETINBANK

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(đơn vị: triệu đồng)

	2007	2006	2005	2004
Thu nhập từ lãi	12.769.280	10.116.365	8.060.885	6.657.038
Chi phí lãi	(8.085.890)	(6.571.160)	(4.793.131)	(3.956.034)
Thu nhập lãi ròng	4.683.390	3.545.205	3.267.754	2.701.004
Thu nhập thuần ngoài lãi	1.406.835	606.275	103.490	90.635
Thu nhập ròng từ HĐ dịch vụ	334.747	272.684	206.578	170.183
Lãi thuần từ HĐĐT, KD chứng khoán	71.374	22.765	47.487	9.149
Thu nhập góp vốn mua cổ phần	88.247	64.638	38.758	16.577
Chi phí hoạt động kinh doanh	(2.766.027)	(2.141.322)	(1.895.480)	(1.171.891)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2.353.568)	(1.600.256)	(1.717.100)	(4.863.283)
Lợi nhuận trước thuế	1.529.085	829.991	51.487	(3.047.626)
Lợi nhuận sau thuế	1.149.442	602.800	(48.753)	(3.106.890)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

(đơn vị: triệu đồng)

	2007	2006	2005	2004
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1.743.604	1.436.603	1.177.131	1.283.542
Tiền gửi NHNN	8.496.135	5.620.312	8.020.515	5.260.666
Tiền gửi tại TCTD và cho vay các TCTD	12.841.040	26.229.341	14.384.495	8.400.308
Cho vay khách hàng	100.482.233	80.142.030	70.692.261	65.170.001
Chứng khoán đầu tư	37.404.891	17.329.218	13.766.001	11.788.460
Góp vốn, đầu tư dài hạn	684.138	510.211	329.137	312.082
Tài sản cố định	1.214.196	1.157.037	1.376.589	1.065.785
Tài sản Có khác	2.507.095	2.150.375	1.672.452	1.342.184
Tổng tài sản	166.112.971	135.442.520	111.891.318	95.016.529
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	712.745	491.363	2.691.804	3.251.231
Tiền gửi và vay các TCTD khác	5.428.856	4.923.742	2.330.107	1.721.425
Tiền gửi khách hàng	112.692.813	91.505.860	84.387.013	72.258.562
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	28.952.892	21.525.679	19.196.691	15.299.209
Phát hành giấy tờ có giá	3.672.024	8.178.374		
Các khoản nợ khác	4.007.106	3.179.877	2.219.048	1.464.511
Tổng nợ phải trả	155.466.442	129.804.895	110.824.663	93.994.938
Vốn chủ sở hữu	7.972.180	3.974.521	3.864.202	3.799.823
Các quỹ	2.420.702	1.544.414	816.857	599.824
Chênh lệch đánh giá lại tài sản			67.234	
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	61.585	61.139	57.433	64.886
Lợi nhuận chưa phân phối	192.062	57.551	(3.739.071)	(3.442.942)
Tổng vốn cổ đông	10.646.529	5.637.625	1.066.655	1.021.591
Tổng nguồn vốn	166.112.971	135.442.520	111.891.318	95.016.529

Nguồn: Vietinbank

**Nhóm Nghiên cứu và Phân tích
Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex (ART)**

2A Phạm Sư Mạnh, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (84-4) 39.368.368 Fax: (84-4) 39.368.367
Website: www.artex.com.vn

Liên lạc:

Nguyễn Thanh Tùng	tungnt@artex.com.vn
Nguyễn Đình Cường	cuongnd@artex.com.vn

Khuyến cáo:

Bản báo cáo phân tích này thuộc bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Những dữ liệu trong Báo cáo này được dựa trên và dẫn xuất từ các tài liệu cung cấp bởi Ngân hàng Vietinbank và nguồn thông tin đại chúng được cho là đáng tin cậy. Chúng tôi không đảm bảo và cam kết về tính xác thực của các thông tin trong Báo cáo cũng như không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi nhà đầu tư sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán hay phục vụ bất kỳ mục đích gì.