

THEO DÕI

VCB

**NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI
THƯƠNG VIỆT NAM**

Sàn HOSE

Ngành ICB: Ngân hàng L4

Biểu đồ giá và P/B



THÔNG TIN CƠ BẢN

Vốn hóa (tỷ vnd)	315,625
EPS 4 quý (vnd)	4,731
P/E	17.99
P/B	4.14
ROE (%)	25.15
ROA (%)	1.62
Beta	1.08
Sở hữu nước ngoài (%)	23.79
Sở hữu nhà nước (%)	74.80

**Chuyên viên phụ trách
Trần Thị Hồng Nhung**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các yếu tố tạo sức hút cho cổ phiếu

- ❖ Vị thế là ngân hàng dẫn đầu ngành đến từ quy mô cũng như chất lượng hoạt động.
- ❖ Với vị trí đứng đầu về thanh toán quốc tế và ngoại hối, VCB có nguồn thu dịch vụ thanh toán cao nhất trong khối ngân hàng,
- ❖ Ưu thế cạnh tranh nhờ chi phí vốn rẻ.
- ❖ Động lực từ việc đẩy mạnh hoạt động bán lẻ thông qua chuyển đổi ngân hàng số với nền tảng tập khách hàng lớn tích lũy từ dịch vụ thanh toán.
- ❖ Hợp đồng bancassurance nếu thành công sẽ khai phá tiềm năng và là đòn bẩy cho thu nhập ngoài lãi.
- ❖ Chất lượng tín dụng được kiểm soát chặt chẽ với tỷ lệ nợ xấu thấp nhất toàn ngành.
- ❖ Còn room ngoại và sẽ luôn được dòng tiền tổ chức, đặc biệt các quỹ đầu tư chỉ số, mới gia nhập Việt Nam ưu tiên giải ngân do cơ bản tốt và đóng góp lớn vào VN-index.

Rủi ro đầu tư

- ❖ Với quan điểm điều hành thắt chặt, VCB và các ngân hàng có quy mô lớn sẽ thường có room tăng trưởng tín dụng vừa phải và rất khó xin thêm.
- ❖ VCB có vốn nhà nước nên gặp hạn chế trong việc tăng VCSH dù đang có kỳ vọng GIC sẽ mua thêm với 7% room ngoại còn lại.
- ❖ Định giá cao so với các ngân hàng khác và cả so với khu vực theo P/B.

Kết quả kinh doanh 6 tháng năm 2019

- ❖ Tổng huy động vốn đạt 966,356 tỷ đồng. Dự nợ tín dụng đạt 697,240 tỷ, tăng 9.7% so với cuối 2018. Tỷ trọng tín dụng bán lẻ tiếp tục mở rộng, đạt 48%.
- ❖ Tỷ lệ bao phủ nợ xấu nội bảng là 179.5%.
- ❖ Doanh số thanh toán thẻ và doanh số sử dụng thẻ lần lượt đạt 76,540 tỷ đồng và 21,387 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 40.1%/20% so với cùng kỳ năm 2018.
- ❖ LNTT đạt 11,280 tỷ đồng, tăng 40.7% so với cùng kỳ.
- ❖ ROAA đạt 1.62%, ROAE đạt 25.19%.

(*) Chúng tôi sử dụng số liệu báo cáo soát xét bán niên.

I. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

VCB có mạng lưới gồm 9 công ty con và 2 công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực: ngân hàng, chứng khoán, tài chính, bảo hiểm và bất động sản.

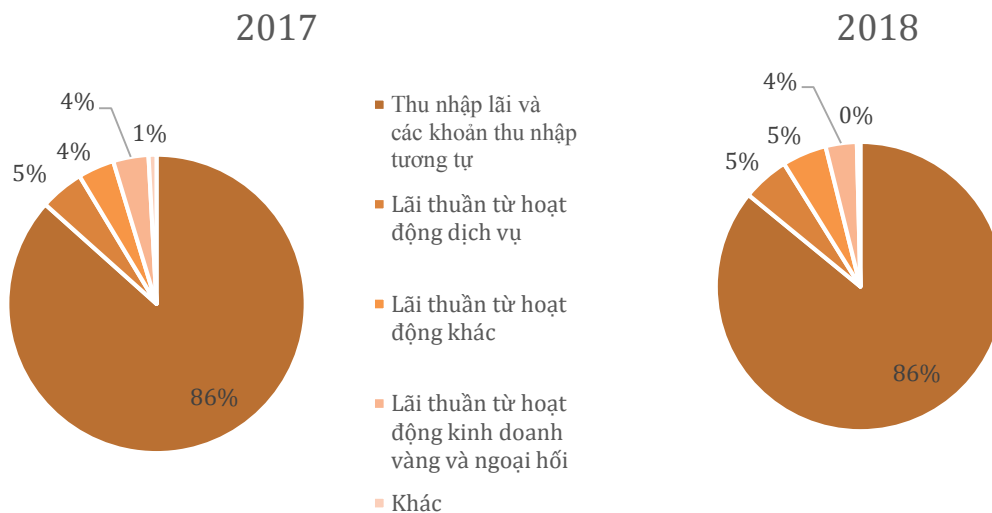
Lĩnh vực hoạt động	Đơn vị	Chi tiết
Ngân hàng		
	Vietcombank	<ul style="list-style-type: none"> Ngân hàng có VCSH cao nhất tại Việt Nam cuối năm 2018. Là ngân hàng đầu tiên mua toàn bộ nợ xấu từ VAMC¹ về để xử lý và đưa nợ xấu về 1 số trước 2 năm so với kế hoạch. Ngân hàng đầu tiên đáp ứng Basel II theo thông tư 41 trước 1 năm so với quy định. Tính đến cuối năm 2018, VCB có 106 chi nhánh và 431 phòng giao dịch tại Việt Nam. Hệ thống 1,800 ngân hàng đại lý tại 118 quốc gia và vùng lãnh thổ. Năm 2018, Vietcombank đã khai trương chi nhánh ngân hàng ngoài lãnh thổ đầu tiên tại Lào. Đặc biệt, Vietcombank trở thành Ngân hàng Việt Nam đầu tiên được Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) chấp thuận cho mở Văn phòng đại diện tại Mỹ. Mới đây, Vietcombank đã được chấp thuận mở chi nhánh đầu tiên tại thị trường Úc.
	Công ty TNHH Ngoại thương Vietnam tại Lào	<ul style="list-style-type: none"> VCB Lào chính thức hoạt động tại Lào từ tháng 7/2018, tập trung cho vay khách hàng cá nhân & doanh nghiệp và dịch vụ ngân hàng điện tử. Kế hoạch 2019, VCB Lào có LNTT đạt 1.72 triệu USD.
Đầu tư		
	Công ty Chứng khoán Vietcombank (100%)	<ul style="list-style-type: none"> Thị phần môi giới trái phiếu đứng thứ 2 trong 6 tháng đầu năm 2019. LNTT năm 2018 đạt 202.04 tỷ đồng.

¹ VAMC được thành lập và hoạt động theo Nghị định 53/2013/NĐ-CP của Chính phủ, Quyết định số 843/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ và Quyết định số 843/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ và Quyết định số 1459/QĐ-NHNN ngày 27/06/2013 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. VAMC chính thức đi vào hoạt động vào ngày 01/10/2013 trích dẫn lời tự giới thiệu thì VAMC là “công cụ đặc biệt của Nhà nước nhằm góp phần xử lý nhanh nợ xấu, lành mạnh hóa tài chính, giảm thiểu rủi ro cho các tổ chức tín dụng, doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng hợp lý nền kinh tế”. Công ty VAMC có vốn điều lệ là 500 tỷ đồng và 100% thuộc quyền sở hữu của nhà nước dưới sự quản lý của thanh tra, giám sát thuộc ngân hàng nhà nước.

Công ty Quản lý Quỹ Vietcombank (51%)	<ul style="list-style-type: none"> • VCBF là công ty liên doanh giữa Vietcombank và Franklin Templeton (VCB góp vốn 135.15 tỷ đồng), hoạt động trong lĩnh vực quản lý quỹ đầu tư chứng khoán. • Tổng tài sản quản lý năm 2018 đạt 3,248.8 tỷ đồng. LNTT năm 2018 đạt 22.09 tỷ đồng, gấp đôi năm 2017.
Dịch vụ tài chính khác	
Công ty cho thuê tài chính Vietcombank (100%)	<ul style="list-style-type: none"> • Dư nợ cho thuê tài chính năm 2018 đạt 3,884.2 tỷ đồng, tăng trưởng 7.8% so với năm 2017.
Công ty Tài chính Vietcombank (Vinafico HK, 100%)	<ul style="list-style-type: none"> • VFC là công ty con do Vietcombank sở hữu, hoạt động trong lĩnh vực tài chính tại thị trường Hong Kong với các hoạt động chính: nhận tiền gửi, tín dụng, dịch vụ thanh toán, chuyển tiền. • Năm 2018, VFC ghi nhận LNTT 19.88 tỷ đồng.
Công ty Chuyển tiền Vietcombank (87.5%)	<ul style="list-style-type: none"> • VCBM hoạt động trong lĩnh vực chuyển tiền từ Mỹ về Việt Nam. • Tính đến năm 2018, công ty có 2 phòng giao dịch và 130 đại lý và có giấy phép hoạt động tại 18 bang của Mỹ. • Doanh số năm 2018 đạt 158.6 triệu USD, tăng 53% so với năm 2017.
Công ty TNHH MTV Kiều hối Vietcombank (VCBR, 100%)	<ul style="list-style-type: none"> • VCBR hoạt động trong lĩnh vực nhận kiều hối từ đối tác nước ngoài và thực hiện chi trả cho người thụ hưởng tại Việt Nam. • Kế hoạch năm 2019 ghi nhận doanh số chi trả 330 triệu USD.
Bảo hiểm	
Công ty Bảo hiểm Nhân thọ Vietcombank Cardif (45%)	<ul style="list-style-type: none"> • Vốn đầu tư 270 tỷ đồng • VCLI là công ty liên doanh hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ với BNP Paribas và Cardif. • Năm 2018, tổng doanh thu phí của công ty đạt 429.54 tỷ đồng, tăng 55.5%yoy. Tuy nhiên, chi phí đầu tư cao khiến công ty lỗ 37.96 tỷ đồng trong năm 2018. • Có khả năng đối tác chiến lược trong deal bancassurance đang đàm phán sẽ mua lại phần vốn tại VCLI.
Bất động sản	
Công ty Vietcombank Tower 198 (70%)	<ul style="list-style-type: none"> • VCBT là công ty liên doanh giữa Vietcombank và công ty FELS property Holdings Pte.Ltd của Singapore, hoạt động trong lĩnh vực cho thuê văn phòng tại tòa nhà vietcombank Tower 198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

<p>Công ty Vietcombank Bonday Ben- thanh (52%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • LNTT năm 2018 đạt 67.76 tỷ đồng. • Cho thuê văn phòng, vốn đầu tư 410.36 tỷ đồng • VBB là công ty liên doanh giữa Vietcombank với Công ty CP DVTM TP.HCM (Setra Corp.) và đối tác Bonday Investments Ltd. (Hongkong) với tỷ lệ góp vốn lần lượt là 52%; 18% và 30%, hoạt động trong lĩnh vực cho thuê tòa nhà văn phòng cao cấp (hạng A), đồng thời đáp ứng nhu cầu về trụ sở làm việc của chi nhánh và các đơn vị trực thuộc của Vietcombank trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh. • Tính đến hết năm 2018, xấp xỉ 100% diện tích có thể cho thuê của tòa nhà đã được lấp đầy. Lợi nhuận trước thuế năm 2018 của VBB đạt 128.97 tỷ đồng.
<p>Công ty VCB-Bonday (16%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • VCBB là Công ty Liên doanh giữa Vietcombank, Tổng Công ty Địa ốc Sài Gòn, và đối tác Bonday Investments Ltd., Hồng Kông. • Công ty điều hành Tòa nhà Harbour View Tower tại địa chỉ 35 Nguyễn Huệ, Quận 1, thành phố Hồ Chí Minh, hoạt động trong lĩnh vực cho thuê văn phòng. • Năm 2018, công ty có lợi nhuận trước thuế đạt 39.04 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh của VCB vẫn phụ thuộc chính vào hoạt động của ngân hàng mẹ với cơ cấu chính đến từ hoạt động cho vay.

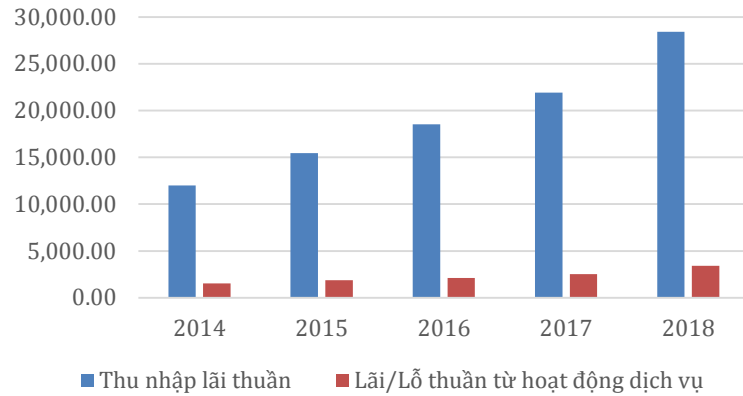


Khi so sánh với thu nhập lãi & các khoản tương tự, thu nhập từ hoạt động dịch vụ vẫn có quy mô rất khiêm tốn. Khi nhìn vào tập khách hàng lớn của VCB thì đây sẽ là mỏ vàng tuy nhiên cần phải sớm tận dụng khai thác trước khi bị các đối thủ TMCP vốn đã đi trước trong hoạt động bán lẻ lấy mất.

Thu nhập lãi thuần và thu nhập dịch vụ của VCB đều tăng mạnh trong giai đoạn 2014-2018. Trong giai đoạn này, tốc độ tăng thu nhập từ lãi vẫn cao hơn thu nhập dịch vụ với mức tăng trưởng CAGR lần lượt là 24.02% và 22.38%.

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng của 2 chỉ tiêu này trong năm 2018 so với cùng kỳ đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, lần lượt đạt 29.50% và 34.05%. Hơn nữa, tăng trưởng thu nhập dịch vụ đã có bước đột phá và tăng mạnh hơn tăng trưởng thu nhập từ lãi khi đi theo định hướng bán lẻ.

Thu nhập lãi thuần và dịch vụ (tỷ đồng)

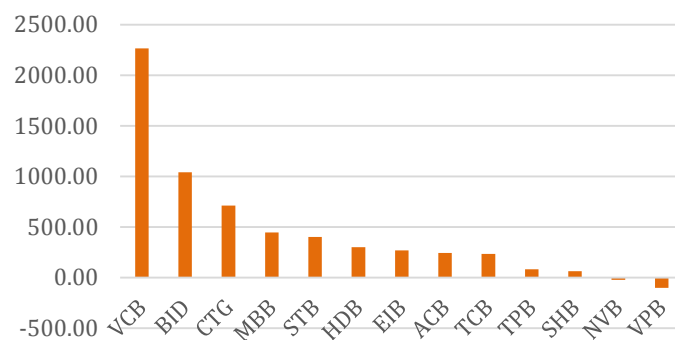


Bên cạnh thu nhập từ dịch vụ, thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối (cụ thể là ngoại hối) cũng đóng góp tỷ trọng tương đối lớn vào cơ cấu thu nhập của VCB.

Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối lớn nhất khối ngân hàng. Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của Vietcombank đạt trên 2,200 tỷ đồng năm 2018, bỏ xa các ngân hàng phía sau như BID hay CTG với mức lãi lần lượt khoảng 1,000 tỷ đồng và 700 tỷ đồng.

Trong năm 2018, lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối của VCB tăng gần 11% so với năm 2017 nhờ vị thế vững chắc trong hoạt động thanh toán quốc tế.

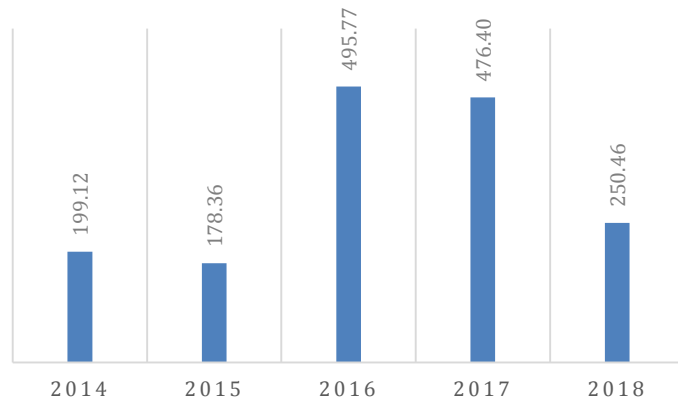
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối 2018 (tỷ VND)



Trong khi đó, lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh trong năm 2018 giảm 47.4% so với năm 2017 do xu hướng tăng lợi tức trái phiếu chính phủ (giá giảm) trong quý I/ 2018 khiến cho VCB chủ trương giảm quy mô mua bán.

Với kết quả này, VCB xếp thứ 3 ngành ngân hàng về thu lãi từ hoạt động kinh doanh chứng khoán.

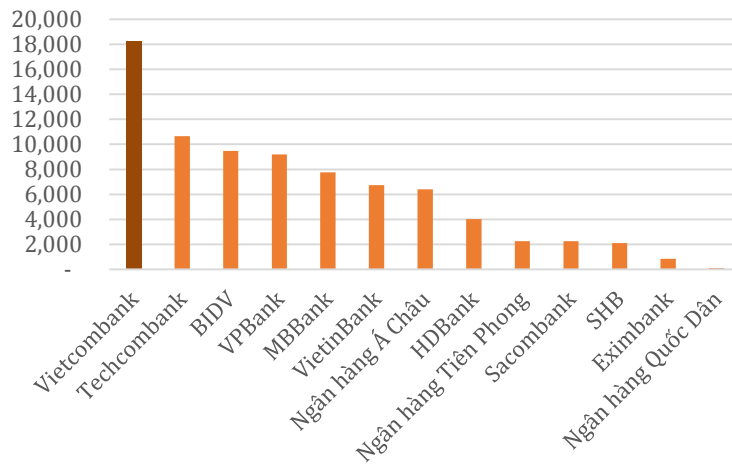
LÃI THUẦN TỪ MUA BÁN CHỨNG KHOÁN KINH DOANH



Giai đoạn 2014-2018, VCB có thu nhập tăng trưởng ổn định và hiệu quả cao trong nhóm ngân hàng nếu xét trên giá trị lợi nhuận tuyệt đối.

Năm 2018, VCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 18,269 tỷ đồng, trong đó, lợi nhuận trước thuế của ngân hàng mẹ đạt 18,016 tỷ đồng, cao nhất khối ngành ngân hàng. Mức lợi nhuận này tăng 61.1% so với năm 2017 và cũng là mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất từ trước đến nay của VCB.

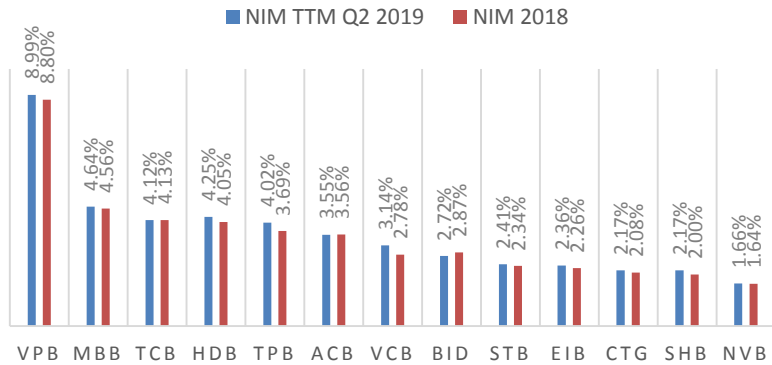
LNTT 2018 (tỷ đồng)



Xét tương đối, tỷ lệ thu nhập lãi thuần ở mức trung bình so với các doanh nghiệp trong ngành.

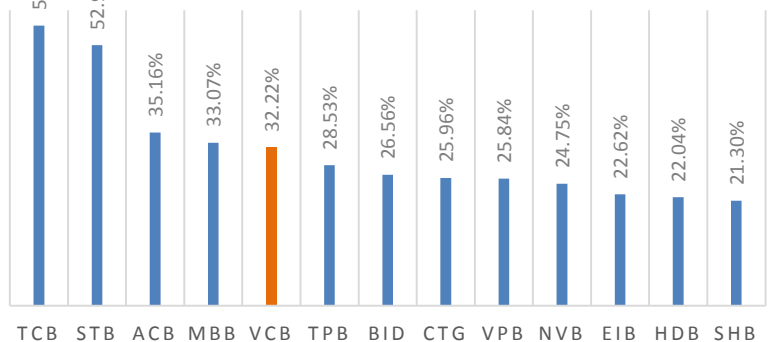
VCB ghi nhận NIM ở mức 2.78% năm 2018, tỷ lệ này đã cải thiện lên mức 3.14% TTM Q 2/2019.

NIM NGÀNH NGÂN HÀNG



Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi/thu nhập từ lãi cao xếp thứ 5 trong khối các ngân hàng niêm yết. Trong đó, mảng kinh doanh ngoại hối đóng góp khoảng 8% trong tổng tỷ lệ 32.2% (thu nhập ngoài lãi/thu nhập từ lãi).

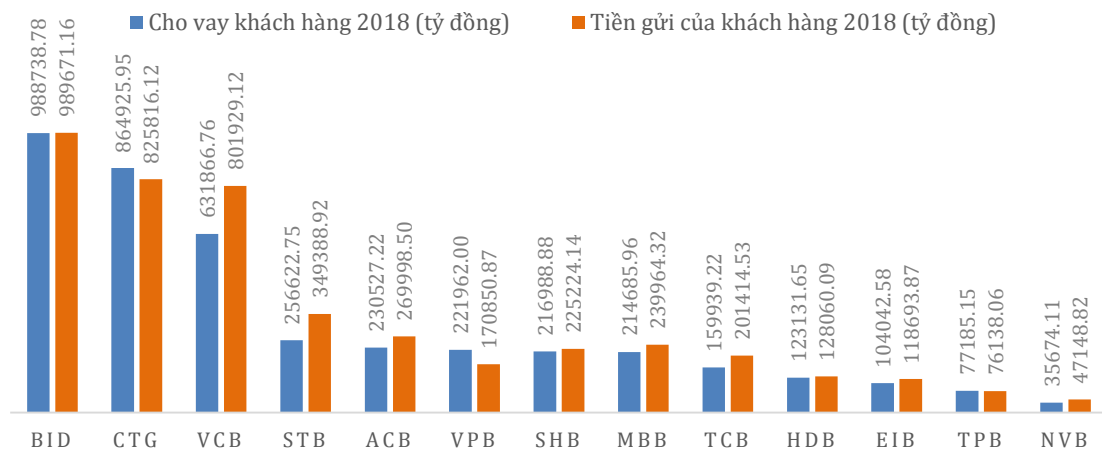
THU NHẬP NGOÀI LÃI/ THU NHẬP TỪ LÃI 2018



II. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

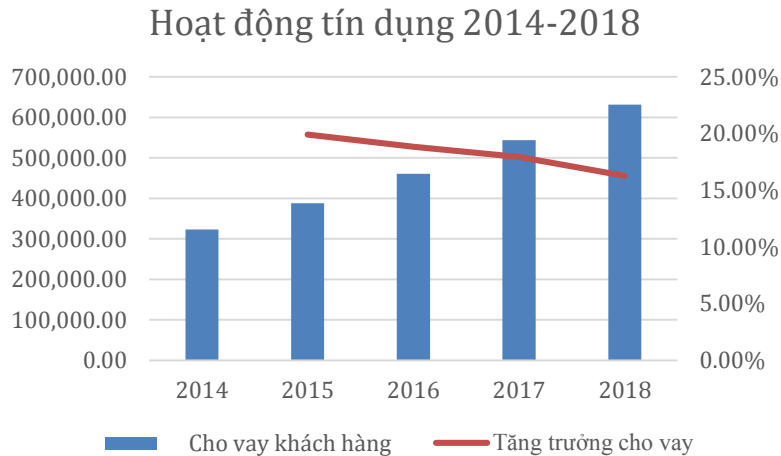
Huy động và dư nợ cho vay của VCB thuộc top cao nhất ngành ngân hàng

TÍN DỤNG VÀ HUY ĐỘNG NGÀNH NGÂN HÀNG



Cụ thể:

2.1. Tín dụng



Hoạt động tín dụng tăng trưởng 16.27% trong năm 2018 và thấp nhất trong 5 năm trở lại đây. Năm 2018, dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN) đạt 639,370 tỷ đồng, tăng 14.6% so với năm 2017. Tín dụng thể nhân tăng 32.7%yoy, tỷ trọng tăng lên 36.9% từ mức 31.9% năm 2017.

Cơ cấu tín dụng chuyển dịch sang cho vay dài hạn trong khi tỷ trọng nợ vay ngắn hạn và trung hạn giảm dần trong tổng dư nợ cho vay.

	2018	2017	2016	2015
Nợ ngắn hạn	54.16%	55.82%	56.44%	59.46%
Nợ trung hạn	8.44%	10.40%	11.69%	11.32%
Nợ dài hạn	37.40%	33.77%	31.86%	29.22%

Mặc dù có tỷ lệ nợ ngắn hạn ở mức cao, khoảng 54%, quy định mới của NHNN liên quan tới việc các NHTM không được sử dụng quá 40% nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn không ảnh hưởng quá nhiều đến hoạt động tín dụng của VCB. Dư địa cho vay còn lớn khi tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của ngân hàng là 16%, ở mức thấp nhất trong khối ngân hàng.

Tỷ trọng cho vay cá nhân gia tăng

	2018	2017	2016
Tổ chức	37.59%	43.43%	49.06%
Cá nhân	37.33%	32.71%	25.27%
Khác	25.08%	23.85%	25.67%

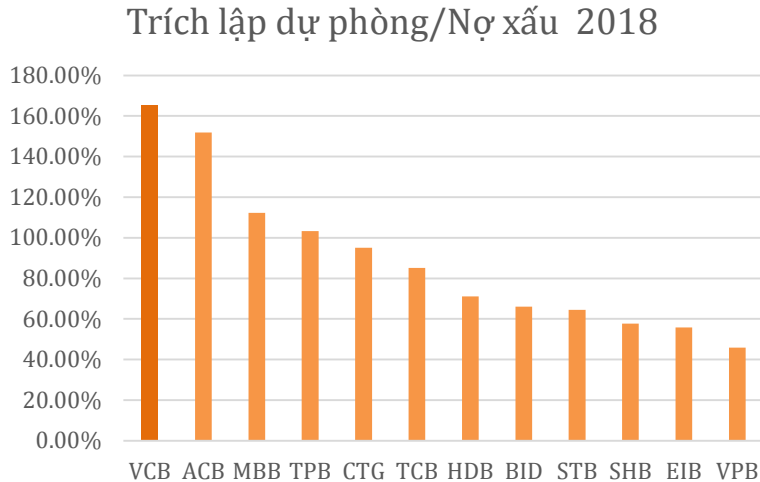
Với chiến lược tập trung phát triển hoạt động ngân hàng bán lẻ, tỷ trọng nợ vay của khách hàng cá nhân tăng mạnh từ 25.27% năm 2016 lên 37.33% năm 2018.

Nợ xấu được kiểm soát ở mức thấp

Tỷ lệ nợ xấu đến cuối năm 2018 giảm xuống còn 0.97%, mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây.

	2014	2015	2016	2017	2018	Q2/2019
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	2.31%	1.84%	1.50%	1.14%	0.98%	1.03%

Tỷ lệ trích lập dự phòng bao nợ xấu cuối năm 2018 là 165%, là ngân hàng có tỷ lệ trích lập dự phòng bao nợ xấu cao nhất trong các tổ chức tín dụng tại Việt Nam. Theo sau là ACB với tỷ lệ ~152%.



2.2. Huy động

Huy động vốn tăng trưởng qua các năm với CAGR giai đoạn 2014-2018 là 12.47%. Trong đó, xét riêng năm 2018, tăng trưởng huy động vốn (bao gồm giấy tờ có giá) cho thấy sự giảm tốc so với các năm trước với tỷ lệ tăng chỉ 13.3%yoy. Điều này đến từ sự cạnh tranh gay gắt trong hoạt động bán lẻ với cuộc chạy đua giảm phí của các ngân hàng TMCP để thu hút khách hàng cá nhân.



Một điểm đáng chú ý khác, huy động vốn tổ chức kinh tế gia tăng tỷ trọng theo định hướng của VCB, theo đó, tỷ trọng huy động vốn từ TCKT và cá nhân tương ứng là 48.8% và 51.2% (năm 2017 là 45.8% và 53.9%). Tốc độ tăng trưởng huy động vốn tổ chức kinh tế là 20.8%,

gấp 3 lần tốc độ tăng trưởng huy động vốn từ cá nhân là 7.5%, phản ánh định hướng tăng cường “mua bán-bán lẻ” của VCB.

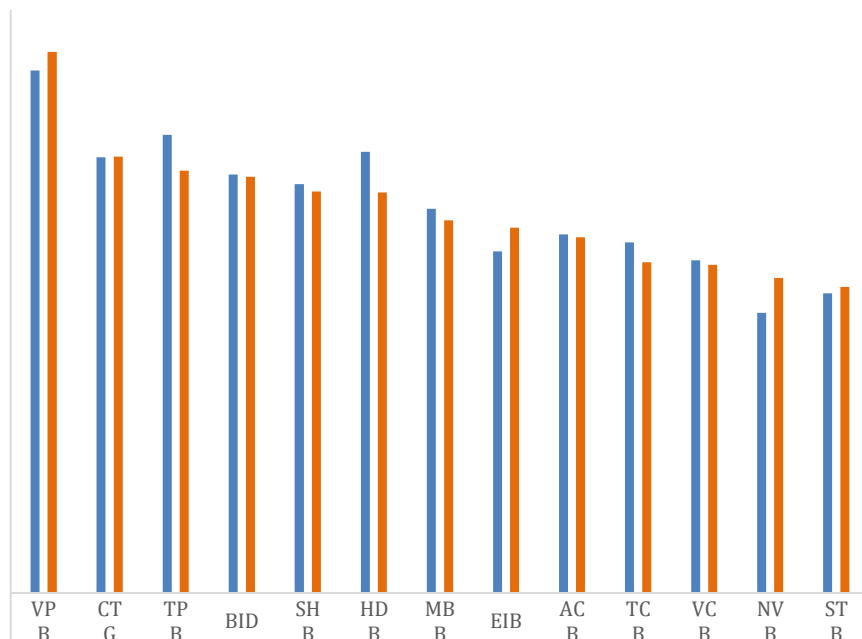
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q2/2019
Tiền gửi không kỳ hạn	25.73%	25.80%	28.16%	27.03%	28.37%	28.29%	28.55%
Tiền gửi khác	74.27%	74.20%	71.84%	72.97%	71.63%	71.71%	71.45%

Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn ở mức cao nhất ngành ngân hàng và tương đối ổn định qua các năm, quanh vùng 27%-28%

Nguồn huy động dồi dào hỗ trợ tăng trưởng tín dụng của VCB

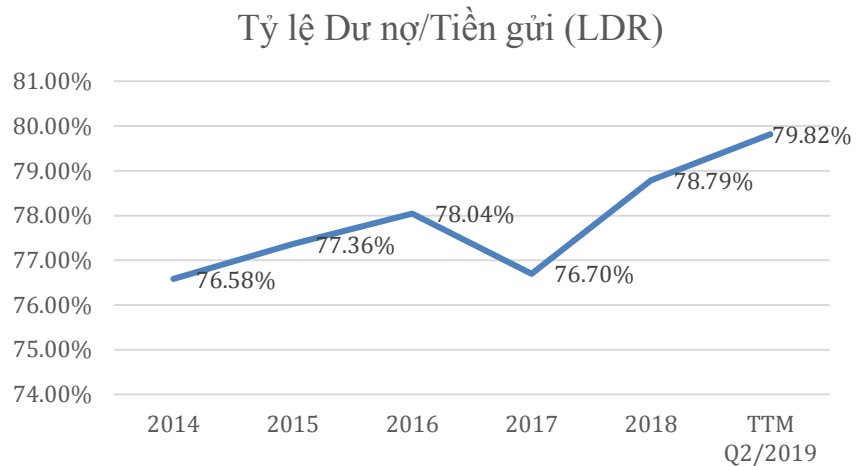
Tỷ lệ dư nợ cho vay khách hàng/tiền gửi khách hàng (LDR) ở mức 78.7% năm 2018, thấp thứ 3 khối ngân hàng niêm yết cho thấy ngân hàng vẫn còn nguồn lực phục vụ hoạt động tín dụng và gặp áp lực ít hơn trong việc huy động nguồn vốn. Bên cạnh đó, phần lợi nhuận lớn để lại từ hoạt động kinh doanh các năm trước cũng phần nào hỗ trợ củng cố nguồn vốn của ngân hàng.

LDR



■ Tỷ lệ Dư nợ/Tiền gửi (LDR) Quý 2/2019	125.4	104.5	110.0	100.4	98.18	105.9	92.25	81.99	86.07	84.19	79.82	67.24	71.97
■ Tỷ lệ Dư nợ/Tiền gửi (LDR) 2018	129.9	104.7	101.3	99.91	96.34	96.15	89.47	87.66	85.38	79.41	78.79	75.66	73.45

Tỷ lệ này đến quý 2/2019 đã được nâng lên mức 79.82%, chủ yếu do tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh hơn huy động. Cụ thể, cho vay khách hàng tăng 9.8%ytd, đạt hơn 682 nghìn tỷ đồng trong khi huy động tiền gửi của khách hàng 8.74%ytd đạt hơn 871 nghìn tỷ đồng.



2.3. Phân tích tình hình tài chính VCB dựa trên mô hình CAMELS:

Tiêu chí	Chi tiết
C - khả năng tự cân đối vốn	<ul style="list-style-type: none"> Hệ số CAR là 12.14%, ở trên mức an toàn tối thiểu 9%. Tỷ lệ Equity/Assets là 5.76%, thấp hơn mức trung bình toàn ngành ngân hàng là 6.53%. VCB gặp khó khăn trong việc tăng VCSH do là doanh nghiệp nhà nước. Mặc dù các kế hoạch tăng vốn đã được đặt ra cho giai đoạn 2017-2018, tuy nhiên không thành công.
A - chất lượng tài sản	<ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ nợ xấu năm 2018 là 0.97% thấp thứ 3 trong nhóm các ngân hàng niêm yết, thấp hơn ngưỡng quy định của NHNN là 3% và chuẩn quốc tế là 1.5%. Trích lập dự vòng rủi ro nợ xấu ở mức cao. Tại thời điểm kết thúc năm 2018 là 165.41%, cao nhất trong nhóm các ngân hàng niêm yết.
M - khả năng quản lý	<ul style="list-style-type: none"> Công tác quản lý chi phí hiệu quả: cost to income ratio (CIR) thuộc nhóm thấp nhất trong nhóm các ngân hàng niêm yết, với tỷ lệ là 34.65% cuối năm 2018.

E - lợi nhuận	<ul style="list-style-type: none"> NIM năm 2018 đạt 2.78%, xếp thứ 8 trong nhóm các ngân hàng niêm yết, thấp hơn so với trung bình ngành (3.44%). Tuy nhiên NIM TTM Q2/2019 đã cải thiện lên 3.14%. ROA đạt 1.39%, cao hơn trung bình nhóm ngân hàng là 1.36%. Tỷ lệ ROE năm 2018 đạt 25.49%, xếp thứ 2 toàn ngành, cao hơn mức trung bình toàn ngành là 14%.
L - thanh khoản	<ul style="list-style-type: none"> LDR của ngân hàng ở mức tương đối thấp, đạt 78.79% cho thấy khả năng đáp ứng thanh khoản và nhu cầu tín dụng mở rộng trong giai đoạn tới.
S- Mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường	<ul style="list-style-type: none"> Là ngân hàng có hoạt động thanh toán quốc tế, kinh doanh ngoại hối lớn nhất khối ngân hàng, VCB chịu áp lực lớn trong quản trị rủi ro thị trường. Khả năng quản lý rủi ro thị trường của Vietcombank ở mức tốt thông qua kết quả phân tích: mức chênh lệch nhạy cảm với lãi suất nội bảng, trạng thái tiền tệ nội bảng, mức chênh lệch thanh khoản ròng trong BCTC các kỳ.

Tổng kết một số điểm chính về VCB theo CAMELS:

- Kiểm soát chi phí hiệu quả.
- Kiểm soát rủi ro tốt với tỷ lệ trích lập dự phòng cao nhất nhóm ngành ngân hàng.
- Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu với tỷ lệ ROE cao thứ 2 toàn ngành.
- Khả năng thanh khoản cao khi còn nguồn tiền huy động nhàn rỗi, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu cho vay tăng cao.
- NIM thuộc mức trung bình ngành nhưng có tiềm năng để cải thiện nhờ phát triển mạnh mảng bán lẻ với cơ sở chi phí vốn đầu vào rẻ nhất trong ngành hiện tại.

III. CHIẾN LƯỢC KINH DOANH VÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

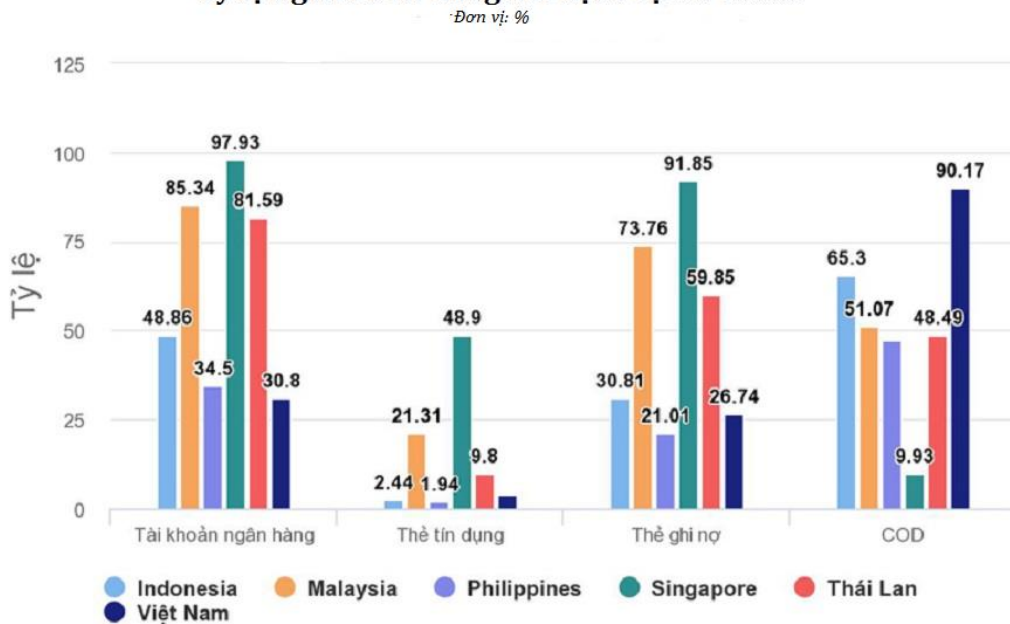
3.1. Tập trung phát triển hoạt động ngân hàng bán lẻ với chiến lược “mua buôn bán lẻ”

Bám sát chiến lược mua buôn bán lẻ, VCB tập trung huy động những khoản tiền lớn từ TCKT có chi phí huy động thấp trong khi đẩy mạnh hoạt động bán lẻ (cho vay cá nhân) với lãi suất đầu ra cao hơn. Với chiến lược này, trong năm 2018, huy động vốn bán buôn của VCB tăng 20% so với mức tăng 9% của huy động vốn bán lẻ. Hoạt động tín dụng bán lẻ được đẩy mạnh với mức tăng 34%, tín dụng bán buôn chỉ tăng khoảng 3%, theo đó, tỷ trọng dư nợ bán lẻ đến cuối năm 2018 ở mức khoảng 46%.

3.1.1. Việc tập trung vào hoạt động ngân hàng bán lẻ là bước đi mà nhiều ngân hàng trong hệ thống đang đẩy mạnh khi đây được xem là thị trường giàu tiềm năng trong bối cảnh tiền gửi khá dồi dào và NHNN áp dụng trần tăng trưởng tín dụng.

- **Tỷ lệ tiếp cận dịch vụ ngân hàng ở mức thấp:** Việt Nam có dân số khoảng 96 triệu người với GDP bình quân đầu người năm 2018 đạt khoảng 2,590 USD, được đánh giá là thị trường tiềm năng cho hoạt động ngân hàng bán lẻ. Trong bối cảnh đó, một bộ phận lớn dân cư chưa tiếp cận với các sản phẩm, dịch vụ ngân hàng với chỉ khoảng 30.8% dân số có tài khoản ngân hàng và 6% sở hữu thẻ tín dụng.

Tỷ lệ người dân dùng các dịch vụ tài chính



Nguồn: Standard Chartered- Báo cáo “Số hóa tiền mặt tại ASEAN-ý nghĩa đối với các nhà quản lý doanh nghiệp và người tiêu dùng trong tương lai”

- **Mức độ bao phủ các dịch vụ tài chính ở Việt Nam còn thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực:** tỉ lệ người dùng thẻ thanh toán nội địa là khoảng 16%, trong khi bình quân các nước từ 30-40%; tỷ lệ người sử dụng thẻ tín dụng là 4%, chỉ bằng một nửa so với trung bình toàn khu vực châu Á - Thái Bình Dương.

3.1.2. Với mục tiêu trở thành “Ngân hàng số” số 1 Việt Nam đến năm 2020, sẽ còn một chặng đường dài với VCB với các yêu cầu về mở rộng mạng lưới, đa dạng hóa sản phẩm cũng như ứng dụng trí tuệ nhân tạo trong hệ thống. Trong khi đó, có thể thấy vị thế của VCB còn tương đối hạn chế so với nhiều đối thủ khác

- **Mạng lưới giao dịch còn khiêm tốn:** Mạng lưới giao dịch đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển và đẩy mạnh hoạt động ngân hàng bán lẻ, tuy nhiên, mạng

lưới của VCB còn hạn chế so với các ngân hàng khác và chủ yếu tập trung ở đô thị. Cụ thể, Argibank hướng đến mở rộng đối tượng khách hàng nông thôn, còn LienVietPostBank mở rộng mạng lưới tích hợp với 1,300 phòng giao dịch bưu điện, BIDV tập trung theo các địa bàn trọng điểm với khoảng hơn 1,000 chi nhánh và phòng giao dịch, 56,000 điểm kết nối ATM/POS. Riêng VCB, tính tới thời điểm hiện tại có mạng lưới 106 chi nhánh và khoảng 534 điểm giao dịch trên toàn quốc. Dù số lượng chi nhánh còn hạn chế, trong năm 2019, VCB cũng chỉ sự kiến mở thêm 6 chi nhánh bao gồm 5 chi nhánh trong nước và 1 chi nhánh tại Úc.

- **Về sự đổi mới về công nghệ hỗ trợ phát triển ngân hàng số**, VCB vẫn còn đứng sau các ngân hàng khác như TPBank, TechcomBank hay Đông Á Bank về công nghệ ATM.
- **Về phân khúc khách hàng**: phân khúc khách hàng cao cấp đang được xem là hướng đi mới của nhiều ngân hàng. Dịch vụ dành cho khách hàng ưu tiên của các ngân hàng có thể kể đến như: Techcombank Priority, VP Bank Diamond, MB Private, BIDV Premier. Riêng VCB, ngân hàng đang chuyển đổi sang phương pháp tiếp cận lấy khách hàng làm trọng tâm và sử dụng các mô hình phân khúc khách hàng hiện đại - bước đầu tiên là công tác triển khai chính sách Priority Banking dành cho khách hàng ưu tiên vào cuối năm 2019. Chính sách này bao gồm việc triển khai các phòng chờ khách ưu tiên mới ở 20 chi nhánh và các quầy dịch vụ khách hàng ưu tiên ở 10 chi nhánh khác, đồng thời bổ nhiệm các chuyên viên quan hệ khách hàng chuyên trách phục vụ khách hàng ưu tiên.
- **Về dịch vụ chăm sóc khách hàng**: dịch vụ chăm sóc khách hàng của VCB được đánh giá yếu hơn các đối thủ khác. Đáng kể đến trong hoạt động này, một số ngân hàng như Techcombank hay TPBank đã nắm bắt xu hướng khách hàng để xây dựng đội ngũ nhân viên, giao dịch viên trẻ, năng động và thân thiện.
- **Về sản phẩm**: nhiều sản phẩm mới được triển khai trong năm 2018 như tăng cường huy động tiền gửi USD, phát hành thêm các sản phẩm cho vay tiêu dùng mới và chương trình ưu đãi lãi suất linh hoạt, hợp tác bancassurance (chủ yếu bảo hiểm phi nhân thọ), ra mắt các sản phẩm thẻ mới: VCB Priority Visa Signature, Master WorldCard, Amex Platium..., mở rộng hợp tác kinh doanh với các đối tác, công thanh toán hiện có (VNA, VinPearl, Vietnam Airlines, Adayroi, CGV...) và phát triển mạng lưới merchant thanh toán bằng QR. VCB cũng đã xây dựng được hệ sinh thái doanh nghiệp gồm các công ty con hoạt động tại nước ngoài, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, công ty tài chính tiêu dùng như một số ngân hàng khác như TCB hay MBB.

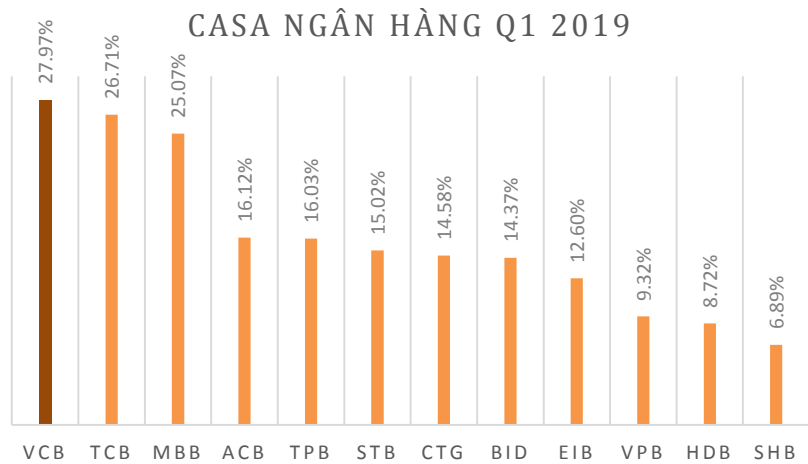
3.1.3. Kết quả đạt được với chiến lược đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ

- **Dư nợ bán lẻ tăng**

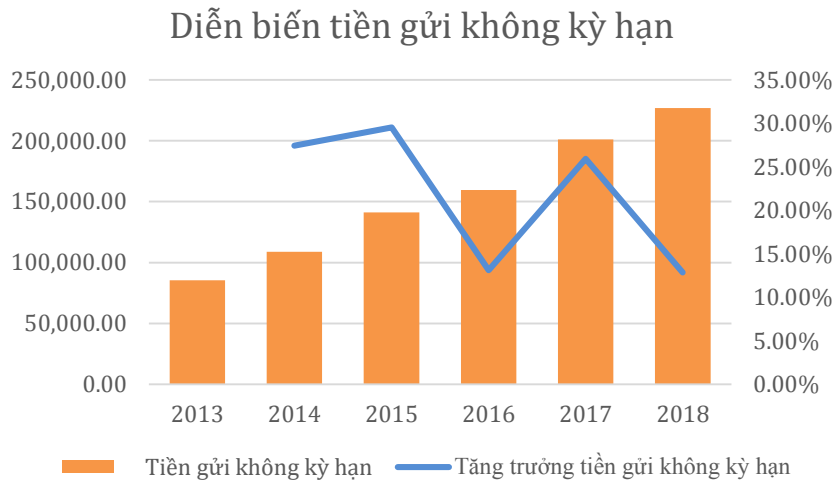
Đến cuối 2018, tỷ trọng tín dụng bán lẻ tại Vietcombank tiếp tục mở rộng nhanh chóng, từ 39.6% năm 2017 lên tới 46.2%; tăng trưởng dư nợ tín dụng bán lẻ tăng 34% so với năm 2017. Với mức tăng trưởng đáng kể đến từ hoạt động bán lẻ, tốc độ tăng trưởng cho vay tiêu dùng của Vietcombank còn lớn hơn cả bình quân tăng trưởng của FE Credit và HD Saison, 2 công ty cho vay tiêu dùng của VPBank và HDBank hiện đang chiếm lĩnh thị trường. Vietcombank cho biết sẽ tiếp tục nâng tỷ trọng tín dụng bán lẻ vượt mốc 50% trong năm 2019.

– Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao nhất hệ thống

Tiền gửi không kỳ hạn của VCB tính đến cuối quý 1/2019 khoảng 234,500 tỷ đồng. theo đó, tỷ lệ CASA đạt 27.97%, cao nhất trong khối ngân hàng niêm yết.



Tăng trưởng tiền gửi không kỳ hạn tăng 12.85% năm 2018, tuy nhiên giảm so với mức tăng năm 2017.



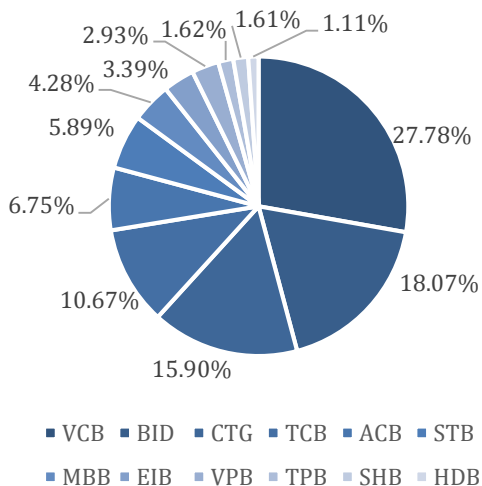
Trong cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn, tỷ trọng tiền gửi từ khách hàng tăng mạnh từ 71% năm 2018 lên 84% cuối Q2/2019. Trong khi đó, tiền gửi thanh toán không kỳ hạn từ Kho bạc Nhà nước và TCTD giảm mạnh.

	T6/2019		2018	
	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ VND)	Tỷ trọng
Tiền gửi thanh toán Kho bạc NN	6,503.25	2.28%	31,095.73	9.74%
Tiền gửi của các TCTD	39,519.28	13.84%	61,358.22	19.22%
Tiền gửi của khách hàng	239,568.5	83.89%	226,842.2	71.04%

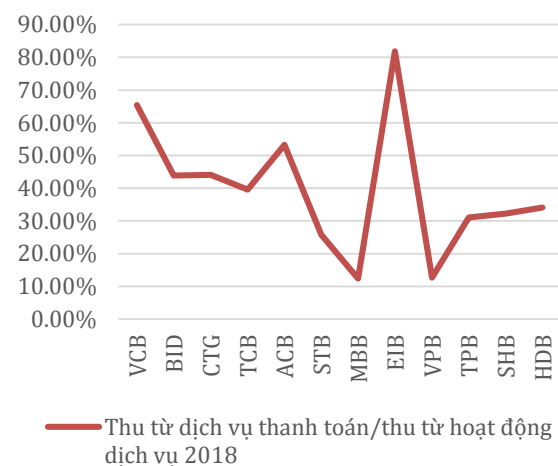
– Thu nhập từ dịch vụ thanh toán cao nhất ngành ngân hàng

VCB được xem là ngân hàng số 1 Việt Nam trong lĩnh vực thương mại quốc tế khi gần như không có đối thủ trong các hoạt động liên quan đến ngoại tệ, ngoại thương như: kinh doanh ngoại tệ, thanh toán quốc tế, ngoại hối....

Thị phần doanh thu dịch vụ thanh toán khối NH niêm yết 2018



Thu từ dịch vụ thanh toán khối ngân hàng



Thu nhập từ dịch vụ nói chung cũng như thu nhập dịch vụ thanh toán của VCB hiện cao nhất trong khối ngân hàng. Năm 2018, dịch vụ thanh toán mang lại 4,590 tỷ đồng thu nhập cho VCB.

Hoạt động dịch vụ thanh toán đem lại nguồn thu khổng lồ cho VCB nhờ 2 lý do: (i) VCB là ngân hàng dẫn đầu về thị phần phát hành và thanh toán thẻ trên thị trường thẻ Việt Nam với nhiều loại thẻ ghi nợ nội địa cũng như quốc tế bao gồm Vietcombank Connect24 Visa, Vietcombank Mastercard, Vietcombank Cashback Plus American Express, Vietcombank UnionPay...và (ii) ngân hàng thu phí cao nhất thị trường. Cụ thể, riêng đối với dịch vụ internet banking, Vietcombank thu phí chuyển tiền online 7,700 đồng/1 lần giao dịch. Bên cạnh đó, VCB thu phí dịch vụ internet banking 11,000 đồng/tháng, và phí dịch vụ SMS banking là 11,000 đồng/tháng. Với hoạt động chuyển tiền cùng hệ thống hiện nay, Vietcombank cũng thuộc nhóm thu phí nội bộ cao nhất với mức phí 2,200 đồng/giao dịch,

ngang bằng mức phí với Vietinbank và BIDV. Tuy nhiên, mức phí 2,200 đồng chỉ áp dụng đối với giao dịch dưới 50 triệu đồng, đối với giao dịch từ 50 triệu đồng trở lên, ngân hàng thu phí 5,500 đồng/giao dịch.

Kết quả doanh thu thẻ và dịch vụ thanh toán năm 2018:

- Doanh số thanh toán thẻ (bao gồm tổng doanh số thanh toán online và offline của chủ thẻ, thanh toán qua POS, mPOS, QR, rút tiền mặt tại ATM) và doanh số sử dụng thẻ (tổng cộng doanh số của các giao dịch mua hàng hóa, dịch vụ phát sinh của chủ thẻ chính và chủ thẻ phụ) lần lượt đạt 118,315 tỷ đồng và 38,608 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 28.1% và 22.2% so với 2017.
- Phát triển khách hàng online Banking/SMS chủ động tăng tương ứng 52.2% và 9.7% so với cùng kỳ.
- Doanh số thanh toán quốc tế- tài trợ thương mại đạt 78.3 tỷ USD, tăng 21.5% so với 2017. Thị phần duy trì ở mức 16.31%.
- Doanh số mua bán ngoại tệ (không bao gồm giao dịch liên ngân hàng) đạt 46.5 tỷ USD, tăng 3.1% so với 2017.
- Dịch vụ chuyển tiền kiều hối đạt 2.2 tỷ USD, tăng 17.1% so với cùng kỳ.

Với nguồn thu lớn trên, tỷ lệ thu nhập từ dịch vụ thanh toán/tổng thu nhập từ hoạt động dịch vụ của VCB đạt hơn 65%, đứng thứ 2 trong nhóm ngân hàng, sau EIB.

3.2. Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng tăng cao trong bối cảnh Vietcombank đẩy mạnh thương vụ hợp tác bancassurance độc quyền trong năm 2019.

3.2.1. Tiềm năng tăng trưởng thị trường bảo hiểm và bancassurance

Kinh doanh bảo hiểm được xem là miếng đất màu mỡ đối với các ngân hàng với kỳ vọng tăng trưởng 20% trong năm 2019 và 30% trong các năm tiếp theo trong bối cảnh Việt Nam mới chỉ có khoảng 8% dân số tham gia bảo hiểm nhân thọ, trong đó bancassurance chiếm khoảng 6% toàn ngành trong khi tỷ lệ này khoảng 40%-50% tại các nước châu Á như Singapore, Indonesia...

Từ cuối năm 2017, thị trường chứng kiến hàng loạt thương vụ lớn bắt tay giữa ngân hàng và các công ty bảo hiểm như Dai-ichi Life bắt tay với Sacombank (thương vụ độc quyền lên đến 20 năm) và SHB (15 năm), VPBank cùng AIA, Techcombank với Manulife hay VietinBank và Aviva, NCB và Prevoir. Hay đầu năm nay, thương vụ Kienlongbank hợp tác với Công ty bảo hiểm Nhân thọ AIA Việt Nam, tập trung phân phối sản phẩm bảo hiểm nhân thọ ở thị trường miền Đông và Tây Nam Bộ. Tính đến thời điểm hiện tại, có 18/29 công ty bảo hiểm nhân thọ và 9/14 công ty bảo hiểm phi nhân thọ kết nối với các ngân hàng.

Các doanh nghiệp hoạt động sôi nổi nhất trong mảng bancassurance độc quyền phải kể đến Techcombank (TCB) với Manulife, MB Bank (MBB) với Ageas Life hay VP Bank (VPB) với AIA. Kết quả mang lại từ hình thức hợp tác này rất đáng ghi nhận khi TCB, MBB hay VPB đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận từ dịch vụ bảo hiểm trong năm 2018. Tại TCB, thu nhập từ bảo hiểm đạt 723 tỷ đồng, tăng 41% so với năm 2017 và chiếm 20% thu nhập dịch vụ, dẫn đầu thị trường về bancassurance với 21% thị phần phí; MB Ageas Life có doanh thu 6 tháng đầu năm 2019 gấp 3 lần cùng kỳ 2018, với kết quả này, MBB đứng top 1 trong các ngân hàng về doanh số phí bảo hiểm 6 tháng đầu năm 2019 trên toàn thị trường; tại VPB, tổng lợi nhuận từ phí bảo hiểm khai thác trên kênh Bancassurance năm 2018 tăng 15% so với 2017 và tăng 50% so với năm 2016.

Theo báo cáo từ hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, trong 6 tháng đầu năm 2019, tổng doanh thu khai thác qua kênh bancassurance lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ đạt 8,300 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 17.2% tổng phí bảo hiểm mới, tăng từ mức 1% trong năm 2013. Bancassurance được kỳ vọng sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng ngoài lãi của các ngân hàng trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng bị kiểm soát.

3.2.2. Thương vụ độc quyền bancassurance thành công được kỳ vọng sẽ đem lại khoản phí gia nhập lớn cho VCB

Vietcombank tham gia vào lĩnh vực bảo hiểm từ năm 2008 thông qua thương vụ hợp tác với BNP Cardif (hiện nắm giữ 45% cổ phần Công ty Bảo hiểm Vietcombank-Cardif). Theo như báo cáo kết quả kinh doanh, Vietcombank-Cardif đạt tốc độ tăng trưởng tốt về doanh thu, tuy nhiên vẫn ghi nhận lỗ tính đến cuối năm 2018, do đó không thể đóng góp lợi nhuận vào thu nhập toàn ngân hàng. Trong bối cảnh đó, VCB đã có động thái mở rộng hoạt động kinh doanh bảo hiểm khi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng toàn ngành bảo hiểm nói chung cũng như mảng bancassurance nói riêng. Hơn nữa, thương vụ hợp tác bảo hiểm với VCB được cho là hấp dẫn khi tập khách hàng của VCB luôn rất tiềm năng trong mắt các tổ chức bảo hiểm muốn đẩy mạnh hoạt động tại Việt Nam.

Như đã công bố, Vietcombank hiện đang đẩy mạnh thương vụ độc quyền bancassurance trong năm 2019. Theo đó, Credit Suisse, một trong những ngân hàng lớn trên thế giới được chỉ định làm đơn vị tư vấn tìm kiếm đối tác phân phối bảo hiểm mới cho VCB. Thỏa thuận bancassurance lần này của Vietcombank có thời hạn ít nhất 10 năm.

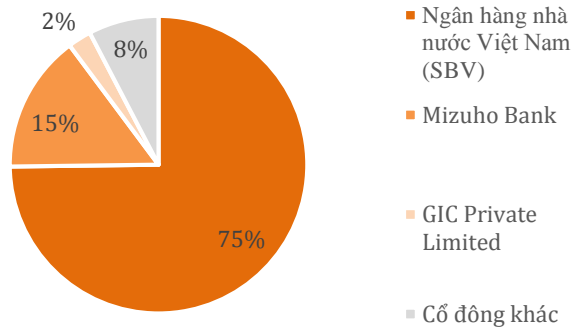
Trích nguồn tin mới nhất từ Bloomberg, FWD Group-công ty bảo hiểm nhân thọ trực thuộc Tập đoàn Pacific Century, sẽ ký thỏa thuận phân phối bảo hiểm với Vietcombank trị giá khoảng 400 triệu USD. Trong một phần của thỏa thuận, FWD sẽ mua công ty bảo hiểm Vietcombank Cardif thuộc sở hữu của Vietcombank và BNP Paribas SA. Nếu được thực hiện, đây sẽ là một trong những thỏa thuận bancassurance lớn nhất được thực hiện tại thị trường Việt Nam, đồng thời, Vietcombank có thể nhận được một khoản “phí gia nhập” trị giá hàng nghìn tỷ đồng, trong đó 18% sẽ nhận được trong năm 2019. Ngoài khoản phí trên, ngân hàng sẽ có thêm khoản thu nhập phí cạnh tranh từ dịch vụ

bancassurance độc quyền. Đây sẽ là chất xúc tác lớn hỗ trợ tiềm năng tăng trưởng thu nhập ngoài lãi cho Vietcombank, đồng thời giúp VCB giải quyết được tình trạng thiếu hiệu quả trong hoạt động bảo hiểm của ngân hàng.

IV. CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Ngân hàng có 74.8% sở hữu nhà nước. Ngoài ra, với vị thế của mình, VCB còn thu hút nguồn vốn đầu tư từ 2 tổ chức tài chính lớn là Mizuho và GIC Private Limited.

Cơ cấu cổ đông VCB



Nhu cầu tăng vốn cấp thiết nhưng VCB gặp khó khăn trong việc xác định giá bán với đối tác

VCB gặp hạn chế không nhỏ trong việc tăng vốn điều lệ, chủ yếu liên quan đến vấn đề quy định giá nhằm đảm bảo giá bán vừa không thấp hơn giá định giá, vừa không thấp hơn giá thị trường. Điển hình nhất là kế hoạch phát hành cổ phần cho Quỹ đầu tư Chính phủ Singapore (GIC). Theo thỏa thuận ghi nhớ được ký kết từ cuối tháng 8/2016 giữa Vietcombank và GIC, ngân hàng sẽ phát hành 7.73% vốn cho GIC. Tuy nhiên, mãi đến đầu năm 2019, VCB mới thành công phát hành riêng lẻ 94.44 triệu cổ phiếu cho GIC, tương đương với 2.55% cổ phần.

Cùng với việc thành công phát hành riêng lẻ cho GIC, tại thời điểm đầu năm 2019, Mizuho (Nhật Bản) đã mua thêm 16.67% cổ phần mới, nâng mức sở hữu tại VCB lên 15%. Việc phát hành cho GIC và Mizuho làm tăng vốn điều lệ của Vietcombank lên gần 37,100 tỷ đồng. Tuy nhiên, con số này vẫn còn cách xa mục tiêu vốn 40,000 tỷ đồng mà VCB đã đặt ra từ năm 2016.

	2014	2015	2016	2017	2018	Q2/2019
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	26,650.2	26,650.2	35,977.6	35,977.6	35,977.6	37,089
		0	9	9	9	

Đến nay, VCB đặt kế hoạch tăng vốn điều lệ lên mức 57,201 tỷ đồng vào năm 2020, mức tổng tài sản dự kiến đạt 1.3 triệu tỉ đồng năm 2020, huy động vốn vượt 1 triệu tỷ đồng dư nợ tín dụng 870.6 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên đến hiện giờ, vốn điều lệ mới ở mức 35,978 tỷ đồng, nên dư nợ tín dụng của VCB chỉ dừng ở mức 640.314 nghìn tỷ đồng.

Khả năng nói room: với tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại là 23.85%/30% tổng room ngoại và vị thế trong ngành, có thể kỳ vọng vào cơ hội tăng vốn tiếp theo thông qua phát hành riêng lẻ cho một cổ đông ngoại mới, gia tăng nguồn lực hỗ trợ hoạt động kinh doanh cũng như đáp ứng Basel II.

KẾT LUẬN

Vietcombank giữ vị thế là một trong những ngân hàng lớn nhất tại Việt Nam về cả quy mô tín dụng, huy động và nguồn lực. Vietcombank cũng đã có những động thái nhất định trong việc chuyển dịch và thay đổi chiến lược kinh doanh phù hợp với tình hình thị trường. Trong đó, phát triển ngân hàng bán lẻ và bancassurance độc quyền, với cơ sở tập khách hàng truyền thống lớn, tiềm năng và chi phí vốn đầu vào rẻ, sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của ngân hàng trong giai đoạn tới.


Bên cạnh đó, áp dụng Basel II sẽ giúp Vietcombank được ưu tiên chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các ngân hàng khác. Vấn đề trước mắt của ngân hàng đó là giải quyết bài toán tăng vốn nhằm đảm bảo tỷ lệ CAR.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo, bản tin này được cung cấp bởi Công ty chứng khoán đầu tư Việt Nam – Vietnam Investment Securities Company (IVS). Nội dung bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo và các nhận định trong báo cáo được đưa ra dựa trên đánh giá chủ quan của người viết. Mặc dù mọi thông tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, nhưng IVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin và không chịu trách nhiệm đối với các quyết định mua bán do tham khảo thông tin này.

IVS ANALYSIS & INVESTMENT ADVISORY

Võ Thế Vinh	Đỗ Trung Nguyên	Trần Thị Hồng Nhung
Trưởng phòng	Phó phòng	Chuyên viên
Phân tích & Tư vấn Đầu tư	Phụ trách Tư vấn Đầu tư	Phân tích Doanh nghiệp
<i>vinhvt@ivs.com.vn</i>	<i>nguyendt@ivs.com.vn</i>	<i>nhungtth@ivs.com.vn</i>
Kênh thông tin cập nhật nhận định (nền tảng Zalo)		

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ VIỆT NAM	LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
 VIETNAM INVESTMENT SECURITIES COMPANY	Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073 Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999 Email: ivs@ivs.com.vn Website: www.ivs.com.vn	P9-10, tầng 1, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hung, Hà Nội Điện thoại: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Điện thoại: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696