

Ngân Hàng Công Thương Việt Nam



ĐÌNH GIÁ NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIETINBANK

Ngân Hàng Công Thương Việt Nam



Người phân tích độc lập: PHẠM QUANG HẬU
Tel: 0938.73.68.79

09/12/2008

I. MỘT SỐ THÔNG TIN ĐẦU VÀO VỀ VIETINBANK

1. Suất chiết khấu cho dòng tiền vốn cổ đông - r_e

- Hệ số Beta của Vietinbank = 1.1885 (Trung bình hệ số rủi ro cùng ngành ngân hàng – cùng hệ số với ACB hoặc STB)
- Lợi suất phi rủi ro = 11% (Dữ liệu của trái phiếu chính phủ hoặc lãi suất tiết kiệm VCB trước ngày 05/12/2008)
- Phân bù rủi ro giữa VN & HK = 6.42%

====> $r_e = 18.63\%$

2. Một số chỉ tiêu dự báo cho bảng kế hoạch tài chính

- Do tôi xin báo cáo tài chính Quý 3/2008, mà bên đó không cho xem nên dự báo không gần đúng với thực trạng của Vietinbank theo Mô hình của tôi. Phải chăng Quý 3/2008 của Vietinbank có vấn đề chẳng? Bởi vì theo luật chứng khoán, khi một Doanh nghiệp nào công bố thông tin thì phải minh bạch rõ ràng.
- Vốn điều lệ 2008 – 2012 giả sử 13.400 tỷ đồng sau khi đấu giá thành công.
- Tỷ số Thu nhập tiền lãi thuần/Tài sản có thu nhập lãi tăng từ 2008 – 2012 là 3.2%.
- Thuế thu nhập doanh nghiệp từ 2008 – 2009 là 25%
- Tổng dự phòng rủi ro tài chính từ 2008 -2012 giả sử bằng với 2007 là 2.58% (Do tình hình trong 2008 từ đầu năm đến giờ do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ nên hạn chế cho vay nên tổng chi phí dự phòng có thể ít hơn,cao hơn 1 chút hoặc bằng). Tuy nhiên, để chính xác ta nên xem báo cáo quý 3/2008.
- Tổng chi phí hoạt động/Thu nhập từ 2008 – 2012 bằng với 2007 là 41.6% (do 2008 thắt chặt tiền tệ nên một số ngân hàng thắt chặt chi phí do Doanh thu tín dụng bị hạn chế).
- Tốc độ tăng trưởng cho vay khách hàng từ 2008 -2012 tăng một chút so với 2007 là 28% (Do hạn chế cho vay)
- Tốc độ tăng trưởng tiền gửi của khách hàng từ 2008 -2012 tăng với 2007 là 15% (Do lãi suất tăng cao khi TTCK giảm sâu)
- Thu nhập từ phí và hoa hồng là 22% từ 2008 -2012.
- Tỷ lệ chia cổ tức 2008 – 2012 là 12% (bằng với tỷ lệ chia cổ tức 2008 của VCB).
- Một số chỉ tiêu khác mà tôi dự đoán trong mô hình của tôi.

II. ĐỊNH GIÁ VIETINBANK

1. Báo cáo tài chính và một số chỉ tiêu tài chính trong 3 năm vừa qua

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	(VND)	2005	2006	2007
Tiền mặt và tiền gửi (vàng), cho vay trong hệ thống ngân hàng		23,582,141	33,286,256	23,080,779
Đầu tư chứng khoán		14,059,580	18,261,442	38,144,530
Góp vốn, đầu tư dài hạn		329,137	445,380	684,138
Cho vay khách hàng		74,449,345	80,091,149	100,482,233
Cho vay khách hàng		74,632,271	80,152,334	102,190,640
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng		(182,926)	(61,185)	(1,708,407)
Tài sản cố định và tài sản khác		3,345,767	3,278,799	3,721,291
TỔNG TÀI SẢN		115,765,970	135,363,026	166,112,971
Tiền gửi của khách hàng		84,387,013	99,683,408	112,692,813
Tiền gửi và vay từ các TCTD khác		5,021,911	5,415,105	6,141,601
Các khoản vay khác		19,196,691	21,525,679	32,624,916
Các khoản nợ khác		2,160,516	3,131,812	4,007,112
Nợ Phải Trả		110,766,131	129,756,004	155,466,442
Vốn điều lệ		3,505,488	3,616,043	7,608,643
Lợi nhuận chưa phân phối		46,940	91,918	192,062
Vốn cổ đông và các quỹ khác		1,447,411	1,899,061	2,845,824
Vốn chủ sở hữu		4,999,839	5,607,022	10,646,529
TỔNG NGUỒN VỐN		115,765,970	135,363,026	166,112,971

BẢNG BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (VNĐ)	2005	2006	2007
Thu nhập tiền lãi thuần	3,286,651	3,556,978	4,683,390
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	206,578	272,684	334,747
Lãi/lỗ từ kinh doanh ngoại hối	43,116	60,002	64,087
Lãi/lỗ từ chứng khoán kinh doanh	-194	22,765	71,374
Lãi/lỗ từ chứng khoán đầu tư	38,213	61,601	88,247
Lãi/lỗ từ hoạt động khác	230,691	598,833	1,406,835
Thu nhập từ vốn góp, mua cổ phần và thu nhập cổ tức	3,181	3,037	-
Tổng Doanh thu	3,808,236	4,575,900	6,648,680
<i>Tổng chi phí hoạt động</i>	1,790,546	2,146,995	2,766,027
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	2,017,690	2,428,905	3,882,653
Tổng dự phòng rủi ro tín dụng	1,492,506	1,651,137	2,353,568
Lợi nhuận trước thuế	525,184	777,768	1,529,085
Chi phí thuế TNDN hiện hành	102,091	178,129	379,643
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	423,093	599,639	1,149,442
Phần thuộc cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận thuộc cổ đông chính	423,093	599,639	1,149,442

VIETINBANK	2005	2006	2007
SLCP ĐLH sau PH	350,548,800	361,604,300	760,864,300
SLCP ĐLHBQ	350,548,800	356,076,550	561,234,300
EPS	1,207	1,684	2,048
BV	14,263	15,506	18,970
ROA	0.37%	0.48%	0.76%
ROE	8.46%	11.31%	14.14%
Lãi gộp thuần - Net Margin		5.72%	8.70%
Lợi tức từ tài sản - Asset Yield		7.69%	8.65%
Dao động lãi thuần - NIM		2.50%	2.84%

Nhận xét: Từ 2005 – 2007, Vietinbank hoạt động tốt, đặc biệt là dao động lãi thuần tăng đều này chứng tỏ Doanh thu về tín dụng tăng, cụ thể là lãi gộp thuần từ 5.72% (2006) tăng lên 8.7% (2007), lợi tức từ tài sản tăng từ 7.69% (2006) lên 8.7% (2007) ==> ROA, ROE tăng đều qua các năm.

2. Dự báo Báo cáo tài chính và một số chỉ tiêu tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND)	2008	2009	2010	2011	2012
Tiền mặt và tiền gửi (vàng), cho vay trong hệ thống ngân hàng	30,520,938	39,066,800	50,005,505	64,007,046	81,929,019
Đầu tư chứng khoán	50,060,889	64,077,938	82,019,761	104,985,294	134,381,177
Góp vốn, đầu tư dài hạn	981,030	1,255,719	1,607,320	2,057,369	2,633,433
Cho vay khách hàng	128,405,946	164,359,610	210,380,301	269,286,785	344,687,085
Cho vay khách hàng	130,804,019	167,429,145	214,309,305	274,315,910	351,124,365
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(2,398,074)	(3,069,534)	(3,929,004)	(5,029,125)	(6,437,280)
Tài sản cố định và tài sản khác	8,037,896	10,288,507	13,169,289	16,856,689	21,576,562
TỔNG TÀI SẢN	218,006,699	279,048,574	357,182,175	457,193,184	585,207,276
Tiền gửi của khách hàng	129,596,735	149,036,245	171,391,682	197,100,434	226,665,499
Tiền gửi và vay từ các TCTD khác	7,630,234	9,766,700	12,501,376	16,001,761	20,482,255
Các khoản vay khác	39,241,206	50,228,743	64,292,792	82,294,773	105,337,310
Các khoản nợ khác	25,287,032	53,548,960	91,814,218	143,265,688	212,034,955
Nợ Phải Trả	201,755,207	262,580,649	340,000,067	438,662,657	564,520,019
Vốn điều lệ	13,400,000	13,400,000	13,400,000	13,400,000	13,400,000
Lợi nhuận chưa phân phối	5,667	222,101	936,284	2,284,704	4,441,433
Vốn cổ đông và các quỹ khác	2,845,824	2,845,824	2,845,824	2,845,824	2,845,824
Vốn chủ sở hữu	16,251,491	16,467,925	17,182,108	18,530,528	20,687,257
TỔNG NGUỒN VỐN	218,006,699	279,048,574	357,182,175	457,193,184	585,207,276

BẢNG BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (VND)	2008	2009	2010	2011	2012
Thu nhập tiền lãi thuần	5,996,829	7,711,356	9,870,535	12,634,285	16,171,885
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	408,391	498,237	607,850	741,577	904,723
Lãi/lỗ từ kinh doanh ngoại hối	76,302	97,667	125,014	160,018	204,823
Lãi/lỗ từ chứng khoán kinh doanh	10,012	12,816	16,404	20,997	26,876
Lãi/lỗ từ chứng khoán đầu tư	125,152	160,195	205,049	262,463	335,953
Lãi/lỗ từ hoạt động khác	2,411,369	3,086,552	3,950,787	5,057,007	6,472,969
Tổng Doanh thu	9,028,056	11,566,823	14,775,639	18,876,346	24,117,229
<i>Tổng chi phí hoạt động</i>	3,755,910	4,812,105	6,147,057	7,853,060	10,033,406
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	5,272,145	6,754,718	8,628,582	11,023,286	14,083,823
Tổng dự phòng rủi ro tín dụng	3,376,671	4,322,139	5,532,338	7,081,393	9,064,183
Lợi nhuận trước thuế	1,895,474	2,432,579	3,096,243	3,941,893	5,019,640
Chi phí thuế TNDN hiện hành	473,868	608,145	774,061	985,473	1,254,910
Lợi nhuận sau thuế	1,421,605	1,824,434	2,322,182	2,956,420	3,764,730
Lợi nhuận thuộc cổ đông chính	1,421,605	1,824,434	2,322,182	2,956,420	3,764,730

VIETINBANK	2008	2009	2010	2011	2012
SLCP ĐLH sau PH	1,340,000,000	1,340,000,000	1,340,000,000	1,340,000,000	1,340,000,000
SLCP ĐLHBQ	1,050,432,150	1,340,000,000	1,340,000,000	1,340,000,000	1,340,000,000
EPS	1,353	1,362	1,733	2,206	2,809
BV	15,471	12,289	12,822	13,829	15,438
ROA	0.74%	0.73%	0.73%	0.73%	0.72%
ROE	10.57%	11.15%	13.80%	16.56%	19.20%
Lãi gộp thuần - Net Margin	8.75%	9.10%	9.40%	9.70%	10.00%
Lợi tức từ tài sản - Asset Yield	8.38%	8.03%	7.73%	7.45%	7.18%
Dao động lãi thuần - NIM	2.46%	1.99%	1.62%	1.28%	0.97%

Nhận xét: Lợi tức từ tài sản và NIM từ 2008 -2012 giảm nhẹ,====> ROA có khuynh hướng giảm nhẹ so với những năm trước đó, nhưng bên cạnh đó ROE lại tăng. Sở dĩ ROE tăng là do ta giả sử vốn điều lệ không đổi qua các năm. Thực chất Vốn điều lệ tăng sẽ làm cho ROE giảm. Ở đây, ta để ý ROE (2008) bằng 10.57% hoàn toàn gần với số kế hoạch mà Vietinbank đặt ra 2008 là phải đạt 10.6% (nguồn kiểm chứng từ <http://www.asset.vn/congty/thongtinNDT/kehoachphathanh/11884.asset>). Điều này có thể nói lên rằng mô phỏng dự đoán 2008 là gần chính xác so với kế hoạch 2008 mà Vietinbank đặt ra.

**3. Định giá Vietinbank theo các phương pháp sau:
a) Định giá theo RE.**

ĐỊNH GIÁ THEO THU NHẬP CÒN LẠI	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
EPS	1,207	1,684	2,048	1,353	1,362	1,733	2,206	2,809
BV	14,263	15,506	18,970	15,471	12,289	12,822	13,829	15,438
r	19%							
RE								
g - tốc độ tăng trưởng dài hạn của RE từ 2012 về sau	1.6%							
RE thường xuyên	1,390							
Hiện giá RE	(3,245)							
Hiện giá RE thường xuyên	702							
====> Giá trị mỗi cổ phần	16,426							

Phân tích độ nhạy của giá

r_e	16,426
15.00%	20,586
16.00%	19,236
17.00%	18,058
18.63%	18,058
19.00%	16,098
20.00%	15,274
21.00%	14,534

=====> Qua bảng phân tích trên, ta thấy r_e từ 15% thì giá Vietinbank khoảng 20.000 đồng trở lên. Với giá khởi điểm 20.000 đồng, ta có thể dự đoán Vietinbank quá lạc quan khi cho r_e thấp là 15% (theo thông tin mà tôi biết các quỹ thường dùng 15% để chiết khấu). Theo quan điểm của tôi, Vietinbank đã định giá Vietinbank và làm bản cáo bạch cách đây gần 2 tháng, lúc đó lãi suất cơ bản khoảng 13% -!4%, nếu Vietinbank mà dùng 15% để đưa ra giá 20.000 đồng là có lạc quan quá trong bối cảnh TTCK đang khó khăn.

b) Định giá theo dòng cổ tức - DDM

Với tỷ lệ cổ tức trả 12% (trên mệnh giá) ==> DPS từ 2008 -2012 là 1.200 đồng/cổ phần.

ĐỊNH GIÁ THEO DÒNG CỐ TỨC	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
EPS		1,658	1,511	1,353	1,362	1,733	2,206	2,809
DPS		1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
r			19%					
DPS/EPS		0.72	0.79	0.89	0.88	0.69	0.54	0.43
ROE		11.3%	14.1%	10.57%	11.15%	13.80%	16.56%	19.20%
g		3.12%	2.91%	1.20%	1.32%	4.24%	7.55%	11.00%
DPS/EPS dài hạn	0.69							
ROE dài hạn	5.06%							
g dài hạn	1.59%							
DPS thường xuyên								7,153
Hiện giá DPS	3,700							
Hiện giá DPS thường xuyên	3,612							
Giá trị mỗi cổ phần	7,311							

c) Định giá theo P/E & P/B

THEO P/E				
Tên công ty	Giá (ngày 03/12/2008)	SLCP NY	Giá trị vốn hóa	P/E Multiple
VCB	33,500	1,210,086,026	40,537,881,871,000	13.5x
ACB	40,800	462,661,594	18,876,593,035,200	9.3x
STB	19,700	511,583,084	10,078,186,754,800	10.6x
MB	15,000	340,000,000	5,100,000,000,000	10.3x
EAB	24,500	140,000,000	3,430,000,000,000	10.3x
TECHCOMBANK	23,500	316,500,000	7,437,750,000,000	16.5x
EIB	15,100	721,999,934	10,902,199,003,400	9.1x
Trung bình ngành				11.4x

So sánh giá trị công ty với ngành theo P/E

Giá trị mỗi cổ phần **15,403**

THEO P/B				
Tên công ty	Giá (ngày 03/12/2008)	SLCP NY	Giá trị vốn hóa	P/B Multiple
VCB	33,500	1,210,086,026	40,537,881,871,000	3.0x
ACB	40,800	462,661,594	18,876,593,035,200	1.2x
STB	19,700	511,583,084	10,078,186,754,800	1.4x
MB	15,000	340,000,000	5,100,000,000,000	1.5x
EAB	24,500	140,000,000	3,430,000,000,000	1.1x
TECHCOMBANK	23,500	316,500,000	7,437,750,000,000	2.1x
EIB	15,100	721,999,934	10,902,199,003,400	1.7x
Trung bình ngành				1.7x

So sánh giá trị công ty với ngành theo P/E

Giá trên mỗi cổ phần **26,225**

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
RE	16,426.3	25%	4,106.6
DDM	7,311.4	25%	1,827.9
P/E	15,403.3	25%	3,850.8
P/B	26,224.8	25%	6,556.2
Giá bình quân		100%	16,341.5

(Lưu ý: Định giá Cổ phiếu ngành ngân hàng khác nhiều so với định giá Doanh nghiệp, FCFF và FCFE không phù hợp khi định giá ngân hàng và tỷ trọng RE, DDM, P/E và P/B đều bằng nhau dù là định giá doanh nghiệp hay ngân hàng)

Khuyến nghị: Với giá đầu khởi điểm là 20.000 đồng, quá cao so với giá trị nội tại của nó ==> Không nên, tham gia đầu giá.

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên tôi không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. Tôi sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Người phân tích độc lập: PHẠM QUANG HẬU
Tel: 0938.73.68.79

09/12/2008