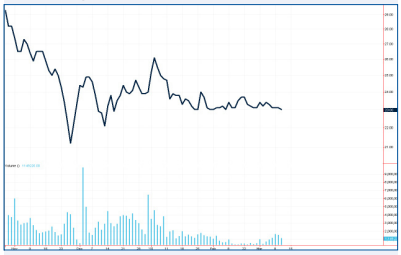
Biểu đồ giá



Nguồn: HSC

Thông tin cổ phiếu

Vào ngày 10/3/2010	
Giá CP (đồng)	23,000
Số lượng niêm yết hiện tại	880,088,000
Số lượng CP đang lưu hành	876,226,900
Giá cao nhất trong 52 tuần	29,300
Giá thấp nhất trong 52 tuần	21,200
Thay đổi giá trong 3 tháng	0.88%
Thay đổi giá trong 6 tháng	NA
Thay đổi giá trong 12 tháng	NA
Khối lượng giao dịch (cp)	1,149,220
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	26,500
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	20,240,184
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	1,054
Số lượng được phép sở hữu	262,868,070
Số lượng còn được phép mua	-
% sở hữu nước ngoài	30.00%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	30%

Nguồn: HSC

Số liệu chính

(tỉ đồng)	2008	2009
Tổng tài sản	48,247,821	66,029,254
Tổng dư nợ cho vay	20,855,907	38,003,086
Tiền gửi khách hàng	32,344,099	46,995,868
Tổng vốn chủ sở hữu	12,844,077	13,950,299
Lợi nhuận trước thuế	969,231	1,532,786
Lợi nhuận sau thuế	711,013	1,144,422

Nguồn: Company

Chỉ số chính

	2008	2009
Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động		
ROA	2%	2%
ROE	7%	9%
Thu nhập lãi ròng/tài sản sinh lãi b/q	3.69%	4.42%
Chi phí hoạt động/tài sản sinh lãi bình quân	3.69%	4.42%
Thu nhập lãi ròng/tổng thu nhập	69.75%	76.68%
Hệ số chi phí hoạt động/tổng thu nhập	31.85%	35.21%

Nguồn: Company

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Thị Tâm Hạnh
(84 8) 3 8233299
hanh.ntt@hsc.com.vn

Mô hình lợi nhuận và định giá

Đơn vị tính: triệu đồng	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Tổng tài sản	48,247,821	66,029,254	77,814,632	97,561,581	123,751,818
Tổng dư nợ cho vay	20,855,907	38,003,086	50,935,190	68,367,067	88,837,156
Tiền gửi khách hàng	32,344,099	46,995,868	60,100,595	78,549,035	102,978,066
Tổng vốn chủ sở hữu	12,844,077	13,950,299	13,547,623	13,552,673	14,221,905
Lợi nhuận trước thuế	969,231	1,532,786	1,690,029	1,924,582	2,210,156
Lợi nhuận ròng	711,013	1,144,422	1,267,522	1,443,436	1,657,617
Tăng trưởng tổng tài sản	43%	37%	18%	25%	27%
Tăng trưởng tổng dư nợ cho vay	13%	82%	34%	34%	30%
Tăng trưởng huy động tiền gửi KH	35%	26%	28%	32%	32%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	104%	9%	-3%	0%	5%
Tăng trưởng LN trước thuế	54%	58%	10%	14%	15%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	53%	61%	11%	14%	15%
ROA	2%	2%	2%	2%	1%
ROE	7%	9%	9%	11%	12%
ĐỊNH GIÁ	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	616,356,546	880,008,000	880,008,000	880,008,000	880,008,000
EPS	1,130	1,274	1,411	1,607	1,845
Tăng trưởng EPS	-1%	42%	11%	14%	15%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	17,237	15,276	15,772	16,661	18,280
Hệ số P/E theo thị giá hiện hành		18.1	16.3	14.3	12.5
Hệ số P/E theo giá cuối năm	11.9	18.8			
Hệ số P/B theo thị giá hiện hành		1.51	1.46	1.38	1.26
Hệ số P/B theo giá cuối năm	0.8	1.6			
Giá trị vốn hóa TT (triệu đồng)			20,240,184		
Giá trị vốn hóa TT (triệu USD)			1,054		

Nguồn: Báo cáo của Eximbank; (F) HSC dự báo; (*) được tính dựa trên lợi nhuận sau thuế sau khi phân bổ cho quỹ khen thưởng và phúc lợi.

EIB – Cổ phiếu đầu tư dài hạn

HSC đánh giá cổ phiếu của EIB là một cổ phiếu tốt để đầu tư dài hạn với mức giá mục tiêu 25,647đ/cp và tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn là 11.5%. Giá mục tiêu được định giá dựa trên chỉ số P/B (2 lần) và P/E (14 lần) từ các ngân hàng.

- *HSC dự báo tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh của EIB sẽ tăng trưởng bình quân là 18-19%/năm, lợi nhuận trước thuế sẽ tăng bình quân 13%/năm trong giai đoạn 2010-12.*
- *Tốc độ tăng trưởng thu nhập được chủ yếu dựa trên tăng trưởng thu nhập lãi ròng (có tốc độ tăng trưởng bình quân gộp là 21%), tốc độ tăng trưởng dư nợ (tăng trưởng với tốc độ 33%/năm) và tăng trưởng tài sản sinh lãi (tăng trưởng với tốc độ 26%) trong giai đoạn 2010-2012. Chúng tôi dự báo tăng trưởng vốn huy động từ khách hàng sẽ tăng trưởng 30-31% trong giai đoạn dự báo.*
- *Trong những năm qua, với nguồn vốn tự có cao, EIB đã thực hiện chính sách lãi suất cạnh tranh trong động cho vay doanh nghiệp. Trong tương lai, mô hình kinh doanh của EIB sẽ tập trung vào hoạt động ngân hàng bán lẻ, mở rộng hoạt động cho vay tiêu dùng, cho vay khách hàng cá nhân. Và một điểm quan trọng là EIB sẽ không cần phải huy động thêm vốn mới.*
- *Sự phát triển của ngân hàng được hậu thuẫn bởi sự mở rộng nhanh chóng của mạng lưới chi nhánh với tốc độ 20%/năm cùng với sự đầu tư mạnh vào công nghệ thông tin. HSC cho rằng hoạt động quản trị rủi ro hoạt động và rủi ro tín dụng cần phải cải thiện trong quá trình EIB mở rộng hoạt động kinh doanh.*
- *Tại mức giá mục tiêu, cổ phiếu EIB có P/E dự phóng năm 2010 là 18 lần và P/B dự phóng năm 2010 là 1.6 lần. Nhóm 6 ngân hàng lớn nhất có P/E dự phóng 2010 là 14.4 và P/B dự phóng 2010 là 2.2.*

Giới thiệu

Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh và tổng lợi nhuận trước thuế của EIB tăng trưởng bình quân từ 62-63% trong giai đoạn 2007-2009. HSC dự báo tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân từ 18-19%/năm, lợi nhuận trước thuế tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân 13-14%/năm trong giai đoạn từ 2010-2012. Lợi nhuận tăng trưởng phần lớn dựa vào thu nhập lãi ròng tăng mạnh dựa trên dự báo dư nợ cho vay sẽ tăng trưởng bình quân 33% và tài sản sinh lãi tăng bình quân 25-26% trong giai đoạn 2010-2012. Dự báo về tăng trưởng dư nợ cho vay dựa trên giả định của chúng tôi là tăng trưởng huy động vốn sẽ từ 30-31%/năm trong giai đoạn 2010-2012.

Với mạng lưới chi nhánh nhỏ hơn các ngân hàng khác, EIB dự định đẩy nhanh các kế hoạch mở rộng của mình. Và với nhiệm vụ ưu tiên hàng đầu là ổn định trong hệ thống ngân hàng trong một vài năm tới, thì NHNN sẽ thắt chặt các quy định về vốn đối trong cấp giấy phép mở chi nhánh mới. Một điểm thuận lợi là vốn tự có lớn, EIB sẽ không gặp phải khó khăn trong việc đáp ứng những quy định khắt khe hơn này. Do đó, chúng tôi dự báo EIB có thể mở rộng mạng lưới chi nhánh với tốc độ gộp bình quân năm là 20% trong vòng vài năm tới.

Chúng tôi cũng giả định tổng thu nhập phí sẽ tăng trưởng với tốc độ hợp lý là từ 23-24%/năm trong bối cảnh ngân hàng tiếp tục đưa ra các sản phẩm ngân hàng bán lẻ trên quy mô rộng hơn. Các nguồn lợi nhuận khác khó dự báo hơn.

Trong những năm qua, EIB đã sử dụng chiến lược cạnh tranh về giá để giành thị phần trong hoạt động cho vay. Chiến lược cạnh tranh này được thực hiện dựa trên nguồn vốn tự có cao dẫn đến chi phí huy động vốn bình quân thấp. Tuy nhiên, trong tương lai, EIB cần mở rộng mạng lưới chi nhánh nhằm tăng vốn huy động và duy trì đà tăng trưởng của mình khi mà tỷ lệ các khoản vay được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu giảm đi.

Nhân tố chính góp phần vào sự tăng trưởng của EIB là việc đưa ra các mảng kinh doanh ngân hàng bán lẻ với việc mở rộng hệ thống chi nhánh nhằm đảm bảo nâng cao tăng trưởng vốn huy động. HSC cho rằng việc quản trị rủi ro tín dụng và rủi ro hoạt động cần được cải thiện nhiều hơn nữa khi hoạt động cho vay mở rộng.

Tại mức giá mục tiêu 25,647đồng, cổ phiếu EIB có P/E dự phóng năm 2010 là 18 lần và P/B là 1.6 lần. Trong bảng liệt kê chỉ số của 6 ngân hàng, P/E dự phóng bình quân năm 2010 là 14.4 lần và P/B dự phóng bình quân là 2.2 lần.

Eximbank là một trong những ngân hàng TMCP lớn nhất tại Việt Nam và đã niêm yết trên sàn Hose vào tháng 10/2009. Eximbank có tiềm lực tài chính mạnh và đối tác chiến lược chính Sumitomo Banking Corporation (SMBC) giữ 15.13% cổ phần của ngân hàng. Trước đây, EIB tập trung vào mảng cho vay doanh nghiệp, đặc biệt là cho vay lĩnh vực thương mại, do đó, EIB đã được hưởng nhiều lợi ích từ tăng trưởng kinh tế dựa vào xuất khẩu. Bên cạnh đó, SMBC sẽ giúp EIB trong việc phát triển mô hình ngân hàng bán lẻ trong vài năm tới đây. Ngân hàng hiện có chiếm 2.3% thị phần cho vay và 2.7% thị phần huy động.

Trước năm 2005, EIB phát triển chậm hơn các ngân hàng khác; tuy nhiên sau đó, EIB đã phát triển nhanh. Ngân hàng đã bắt đầu chuyển đổi và tập trung vào khách hàng doanh nghiệp. Dư nợ cho vay đối với các khách hàng doanh nghiệp chiếm từ 66-70% trong tổng dư nợ cho vay trong khi huy động vốn từ các doanh nghiệp chỉ chiếm 30% trong tổng vốn huy động. Tại các ngân hàng TMCP khác, dư nợ cho vay doanh nghiệp chiếm 45-50% tổng dư nợ cho vay và vốn huy động từ doanh nghiệp chiếm từ 12-15% tổng vốn huy động.

EIB hoạt động năng động trong lĩnh vực thương mại với chính sách lãi suất cho vay khá cạnh tranh hơn so với các ngân hàng khác. Trong giai đoạn 2005-2009, lợi nhuận của EIB phụ thuộc nhiều vào thu nhập lãi ròng, chiếm khoảng 67% lợi nhuận. Phí dịch vụ chỉ chiếm từ 7-8% trong tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh.

Hiệntại, EIB đang bước sang giai đoạn thứ hai trong quá trình phát triển. EIB hiện tại tập trung vào xây dựng hoạt động ngân hàng bán lẻ và do đó cơ cấu dư nợ cho vay thay đổi, đồng thời tỷ lệ thu nhập từ phí dịch vụ cũng tăng lên trong bối cảnh ngân hàng đưa ra thêm nhiều sản phẩm hơn. Đây là chiến lược đã được nhiều ngân hàng áp dụng thành công như ACB và Techcombank và chúng tôi tin tưởng rằng EIB cũng sẽ thực hiện thành công chiến lược này.

Mặc dù vậy, trong ngắn hạn, lợi nhuận của EIB sẽ tăng trưởng chủ yếu dựa vào sự tăng trưởng của thu nhập lãi ròng. Cơ cấu lợi nhuận sẽ thay đổi nhanh chóng khi tỷ trọng thu nhập lãi ròng trong tổng lợi nhuận tăng từ 67% năm 2007 lên 80% trong năm 2010.

Chúng tôi dự báo lãi từ hoạt động giao dịch vàng, ngoại hối và trái phiếu sẽ giảm. Theo đó, tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trong giai đoạn 2010-2012 sẽ giảm so với trong giai đoạn 2005-2009.

Khối lượng cổ phiếu còn được phép mua của NĐTNN hiện tại đã hết nhưng chúng tôi nhận thấy các NĐTNN đã mua vào khá nhiều cổ phiếu EIB trong thời gian vừa qua và có khả năng đây là sự mua gom cổ phiếu.

Theo chúng tôi, EIB có thể sẽ vươn lên đứng vào hàng ngũ các ngân hàng TMCP đứng đầu trong vòng 3 năm tới. Ngân hàng có thể sẽ là một trong những ngân hàng có khả năng làm được điều này trong vài năm đến. Do vậy, chúng tôi đánh giá cổ phiếu là Vượt trội so với nhiều cổ phiếu khác.

Phương pháp	Trung bình ngành	Multiplier	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị
So sánh P/E	14.4	14	19,751	50%	9,875
So sánh P/B	2.2	2	31,544	50%	15,772
Giá bình quân theo tỷ trọng (giá mục tiêu)					25,647
Thị giá					23,000
Tiềm năng tăng/giảm					11.5%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu EIB là nên Mua vào tại mức giá mục tiêu là 25,647đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên P/B bình quân là 2 lần và P/E bình quân là 14 lần.

Chúng tôi chỉ sử dụng các ngân hàng trong nước để so sánh trong định giá vì cho rằng chất lượng lợi nhuận của các ngân hàng Việt Nam tương đối khác với của các ngân hàng trong khu vực do: (1) cách ghi nhận kế toán khác nhau, (2) việc phân loại nợ và việc ghi nhận chi phí dự phòng khá nhau. Do đó, chúng tôi nhận thấy việc sử dụng các ngân hàng trong khu vực để làm căn cứ so sánh sẽ không phản ánh đúng bản chất vấn đề.

Trong bảng liệt kê các chỉ số của các ngân hàng, VCB có P/B cao nhất là 2.9 lần tính vào thời điểm cuối năm 2010 và STB có P/B thấp nhất là 1.4 cũng tính vào thời điểm cuối năm 2010. Bốn ngân hàng khác có P/B từ 1.5-2.2 lần. VCB có chỉ số P/B cao nhất. Do đó, P/B dự phóng bình quân của 6 ngân hàng lớn nhất Việt Nam là vào khoảng 2.2 lần. Trong định giá EIB, chúng tôi sử dụng chỉ số P/B ở mức là 2, thấp hơn mức bình quân là 2.2.

Trong năm 2010, P/E dự phóng của 6 ngân hàng nói trên có vẻ sát nhau hơn. TCB có P/E dự phóng thấp nhất là 8.5 lần, 5 ngân hàng còn lại có P/E dự phóng từ khoảng 10-16 lần. P/E bình quân dự tính là 14.4 lần.

Với tính toán trên, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu EIB là 25,647đ/cp. Tại mức giá mục tiêu này, cổ phiếu EIB có P/E dự phóng 2010 là 18 lần và P/B dự phóng 2010 là 1.6 lần.

Chúng tôi cho rằng P/E của cổ phiếu EIB xứng đáng cao hơn so với các ngân hàng khác trong khi P/B phải thấp hơn. Chúng tôi xin được đưa ra nguyên nhân đưa đến luận điểm trên của chúng tôi như sau:

EIB có tiềm lực tài chính mạnh và nguồn vốn sẵn có để để tài trợ tín dụng trung dài hạn cao. Điều này sẽ giúp EIB tăng dư nợ cho vay nhanh hơn so với mức bình quân chung của ngành. Thu nhập từ phí vẫn thấp hơn so với các ngân hàng khác. Tuy nhiên, một khi EIB đang phát triển mảng ngân hàng bán lẻ, thu nhập từ phí có thể tăng lên rất nhanh.

Ngân hàng có một chiến lược rõ ràng trong việc tái cơ cấu tổ chức và phát triển mô hình ngân hàng bán lẻ. Và với sự hỗ trợ của đối tác chiến lược là SMBC và với sự quản lý tốt, chúng tôi tin tưởng rằng EIB có thể thực hiện thành công chiến lược này trong thời gian dự báo.

Mặc dầu vậy, sẽ có những rủi ro trong mô hình định giá của chúng tôi với do hai lý do sau:

Thứ nhất, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng trong giai đoạn 2010-2012 những nguồn thu nhập như thu nhập lãi ròng, thu nhập phí và từ cổ tức bình quân sẽ chiếm 93.8% tổng thu nhập và phần còn lại là từ lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối, kinh doanh trái phiếu và cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng ba nguồn thu nhập (từ trái phiếu, hoạt động ngoại hối và đầu tư cổ phiếu) không ổn định vì phụ thuộc vào biến động trên thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và thị trường ngoại hối.

Thứ hai, thu nhập lãi ròng có thể cao hơn hay thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Thứ ba là tốc độ tăng trưởng dư nợ và tỷ lệ NIM có thể thấp hơn dự báo nếu NHNN tiếp tục chính sách tiền tệ chặt trong thời gian dài hơn dự kiến. Tuy nhiên, trong điều kiện bình thường chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể đạt được mức tăng trưởng tín dụng 33%/năm và duy trì được tỷ lệ NIM vào khoảng 3.8%, thấp hơn 0.22% so với tỷ lệ NIM trong giai đoạn 2008-2009.

Đôi nét về EIB và các ngân hàng tiêu biểu:

ACB là ngân hàng cổ phần lớn nhất xét về mặt tài sản và tổng dư nợ. Ngân hàng đã thành công trong việc phát triển mô hình ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam, là mô hình mà nhiều ngân hàng khác hiện đang đi theo. ACB có cơ cấu dư nợ cân đối với tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân chiếm 45%, các doanh nghiệp vừa và nhỏ là 45% và còn lại là cho vay các DNNN. Về mảng huy động vốn, tỷ lệ vốn huy động từ khách hàng cá nhân là 85%. Với mạng lưới chi nhánh và đại lý mạnh, ngân hàng đạt tốc độ tăng trưởng huy động là 38% và cho vay là 78% trong năm 2009.

Bảng so sánh định giá

Mả cổ phiếu	Số lượng CP đang lưu hành	Thời giá (VNĐ)*	Vốn hóa thị trường (tỉ đồng)	FY2009				FY2010 dự báo			
				EPS	P/E	BVPS	P/B	EPS	P/E	BVPS	P/B
ACB	770,574,400	35,500	27,355	2,777	12.7	12,773	2.8	2,900	12.1	15,741	2.2
TCB	540,041,661	30,500	16,471	3,345	9.3	13,505	2.3	3,649	8.5	16,589	1.9
STB	670,058,024	23,900	16,014	2,547	9.4	15,587	1.5	2,231	10.7	17,685	1.4
MB	530,000,000	24,500	12,985	1,940	12.6	14,183	1.7	1,889	13.0	16,108	1.5
VCB	1,322,371,500	46,900	62,019	3,113	15.4	13,734	3.5	3,000	16.0	16,791	2.9
CTG	1,206,000,000	31,400	37,868	2,100	15.2	14,122	2.3	2,001	16.0	16,124	2.0
EIB	880,000,000	23,300	20,504	1,274	18.1	15,276	1.5	1,411	16.3	15,772	1.5
Ngành					13.6		2.68		14.4		2.2

Nguồn: Thông tin do HSC thu thập từ báo cáo tài chính của các ngân hàng hoặc từ ước tính của HSC vào cuối năm 2009; FY2010 figures: HSC dự báo; (*) Giá của các cổ phiếu ngân hàng vào ngày 10/3/2010; EPS được tính dựa trên lợi nhuận sau thuế sau khi phân bổ cho quỹ khen thưởng và phúc lợi.

ACB có tỷ lệ dư nợ/vốn huy động là từ 60-70% tính vào thời điểm cuối năm 2009. ACB có một cơ cấu lợi nhuận đa dạng. Lãi ròng chiếm từ 55-60% tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong khi thu nhập phi rủi ro chiếm từ 15-16%. Ngân hàng cũng có một đội ngũ quản trị mạnh và hoạt động hiệu quả. Kể từ năm 2009, ngân hàng đã có hơn một năm tái cơ cấu tổ chức nhằm mở ra một giai đoạn phát triển mới. Ngân hàng xứng đáng được định giá cao hơn so với các ngân hàng TMCP khác mặc dù trên thực tế, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2010.

TCB là ngân hàng cổ phần tốt thứ hai tại Việt Nam cho tới giờ. So với ACB, TCB có cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin mạnh hơn và có công nghệ ngân hàng tốt hơn. Nhờ đó, TCB đã phát triển nhanh và cạnh tranh với ACB về quy mô trong một vài năm tới. Do HSBC nắm giữ 20% cổ phần của TCB và đã tích cực trong việc chuyển giao công nghệ ngân hàng cho TCB. Dựa trên sự hỗ trợ của HSBC, TCB đã trải qua hai năm tái cơ cấu, diễn ra trong hai năm 2008 và 2009. Hiện tại, mô hình ngân hàng của TCB đang hoạt động hiệu quả và trôi chảy.

Lợi nhuận trước thuế của TCB đứng thứ 2 trong số các ngân hàng TMCP. Ngân hàng có tốc độ tăng trưởng huy động vốn rất cao, ở mức 58-59% trong năm 2009, cao hơn so với các ngân hàng khác do TCB đã triển khai thành công nhiều hình thức huy động vốn cạnh tranh dựa trên mạng lưới công nghệ thông tin tiên tiến. Tăng trưởng dư nợ đạt 60% trong năm 2009. Tương tự ACB, TCB có cơ cấu lợi nhuận đa dạng và có tỷ trọng lợi nhuận phi rủi ro khá cao.

STB là ngân hàng TMCP lớn thứ hai tính về tổng tài sản và tổng dư nợ cho vay. STB có đối tác chiến lược nước ngoài là Ngân hàng ANZ, nhưng STB chủ yếu tự mình phát triển mô hình ngân hàng bán lẻ của mình. Trong năm 2009, STB đạt tốc độ tăng trưởng vốn huy động là 56% và tăng trưởng huy động vốn là 39%. Hoạt động quản lý thanh khoản của EIB đang được cải thiện và STB có tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động là 75-80%. Thu nhập lãi ròng vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. STB đã phát triển chậm so với các ngân hàng khác do khi STB thực hiện đổi mới chậm hơn so với các ngân hàng khác (trong điều kiện quy mô hoạt động của ngân hàng ngày càng lớn). So với STB, chúng tôi cho rằng EIB có chiếm lược phát triển mô hình kinh doanh rõ ràng hơn, giúp đẩy cao tốc độ tăng trưởng trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng rằng STB cần tái cấu trúc công tác quản lý, tổ chức và quản trị rủi ro trước khi STB mở rộng quy mô hoạt động.

Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) có trụ sở tại Hà Nội và dự kiến sẽ sớm niêm yết cổ phiếu. So với EIB, ACB, STB và TCB, MB vẫn chưa có đối tác chiến lược nước ngoài. Tuy nhiên, MB có một số đối tác chiến lược trong nước gồm một trong ba doanh nghiệp cung cấp dịch vụ di động lớn nhất, là Công ty cổ phần viễn thông Quân đội (Viettel). Phần lớn khác khách hàng doanh nghiệp của MB thuộc hoặc có liên quan đến Bộ quốc phòng. Hai lợi thế cạnh tranh của MB so với các ngân hàng khác là chi phí huy động vốn bình quân thấp và tỷ lệ NIM cao. Trong cơ cấu dư nợ cho vay, có 80-85% là cho vay khách hàng doanh nghiệp. Về mặt huy động vốn, huy động vốn từ khách hàng doanh nghiệp chiếm từ 58-62%. Trong năm 2009, MB đạt tốc độ tăng trưởng cho vay là 78% và tăng trưởng huy động là 48%. MB đã tăng tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động từ 58% vào cuối năm 2006 lên 67% vào cuối năm 2009. So với EIB, MB có tổng dư nợ cho vay thấp hơn một chút mặc dù cả hai ngân hàng có hệ thống chi nhánh lớn xấp xỉ nhau. Tuy nhiên, hoạt động quản trị rủi ro của MB tốt hơn EIB. MB là ngân hàng đầu tiên áp dụng hệ thống đánh giá mức đột tín dụng trong việc phân loại nợ và chấp thuận cho vay.

Vietcombank(VCB) chiếm 8.35% thị phần cho vay và 9.6% thị phần huy động. VCB là NHQD đầu tiên cổ phần

hóa và niêm yết trên Hose. Sau khi cổ phần hóa, Nhà nước nắm giữ 90.73% cổ phần và các cổ đông bên ngoài nắm giữ 9.27%. Hiện tại, ngân hàng vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài. VCB có những lợi thế cạnh tranh trong mảng tài trợ xuất nhập khẩu. Doanh số thanh toán quốc tế của VCB chiếm 25% trong kim ngạch xuất nhập khẩu. Cho vay doanh nghiệp chiếm khoảng 90% tổng dư nợ cho vay và cho vay ngắn hạn chiếm từ 51-53%. Cho vay khách hàng cá nhân chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng dư nợ cho vay.

Về hoạt động huy động vốn, tiền gửi không kỳ hạn của khách hàng chiếm từ 27-29% trong tổng tiền gửi và tiền gửi của khách hàng doanh nghiệp chiếm từ 54-55% trong tổng vốn huy động. Ngân hàng có tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay là 27% và tăng trưởng huy động là 8% trong năm 2009 – nghĩa là thấp hơn so với mức bình quân ngành ngân hàng. Tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động tăng từ 65-67% trong giai đoạn 2007-2008 lên 81% năm 2009.

Để tăng trưởng dư nợ cho vay và tăng tổng tài sản trong những năm tới, VCB cần xây dựng và phát triển mảng ngân hàng bán lẻ nhằm tăng vốn huy động. Tổng thu nhập từ hoạt động hoạt động kinh doanh tăng 8% trong khi tăng trưởng lợi nhuận trước thuế là 71% trong năm 2009. Lợi nhuận trước thuế tăng mạnh do dự phòng nợ xấu năm 2009 thấp trong khi chi phí hoạt động tăng 39%.

CTG là NHQD thứ hai được cổ phần hóa và niêm yết trên Hose. Nhà nước nắm giữ 89.23% cổ phần. CTG là ngân hàng lớn thứ 4 xét về tổng tài sản, sau Agribank, BIDV và VCB. Ngân hàng CTG chiếm 9.6% thị phần cho vay và 8.3% thị phần huy động. Tăng trưởng dư nợ cho vay của CTG đạt 36% trong khi tăng trưởng huy động vốn chỉ đạt 19%. Theo đó, tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động đã tăng từ 70-72% trong giai đoạn 2007-2008 lên 93% năm 2009.

Cơ cấu dư nợ cho vay của CTG gồm 80% cho vay doanh nghiệp và 20% cho vay khách hàng cá nhân. Cho vay các DNNN và các doanh nghiệp có liên quan (Nhà nước giữ cổ phần chi phối) chiếm 33% tổng dư nợ. Trong cơ cấu vốn huy động, tiền gửi không kỳ hạn chiếm 24% và tiền gửi theo kỳ hạn chiếm 76%.

Cũng như các NHQD khác, CTG tập trung vào các doanh nghiệp/hoạt động ngân hàng bán buôn trong khi mảng ngân hàng bán lẻ không được phát triển nhiều và chỉ đóng góp tỷ trọng thấp trong tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Lợi nhuận của CTG phụ thuộc nhiều vào thu nhập lãi ròng trong đó, thu nhập lãi ròng chiếm 80% trong tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Trong vài năm tới, tăng trưởng lợi nhuận trước thuế sẽ phụ thuộc vào tăng trưởng dư nợ cho vay và tăng trưởng huy động vốn.

Báo cáo kết quả HĐKD *(Đơn vị tính: triệu đồng)*	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Thu nhập lãi ròng	1,319,712	1,975,307	2,409,335	2,902,423	3,484,094
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	109,487	211,181	245,688	313,333	398,824
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối + vàng	634,105	134,606	67,303	80,764	96,916
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán kinh doanh	(4,163)	(39,835)	0	0	0
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư	(167,439)	153,327	120,000	120,000	120,000
Thu nhập khác	31,283	30,475	12,954	20,589	29,425
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	(30,938)	110,869	157,649	146,659	167,426
Tổng thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh	1,892,046	2,575,929	3,012,929	3,583,767	4,296,685
Lợi nhuận trước thuế	969,231	1,532,786	1,690,029	1,924,582	2,210,156
Thuế doanh nghiệp	(258,218)	(388,364)	(422,507)	(481,145)	(552,539)
Lợi nhuận sau thuế	711,013	1,144,422	1,267,522	1,443,436	1,657,617
Số lượng CP lưu hành bình quân	616,356,546	880,008,000	880,008,000	880,008,000	880,008,000
EPS (VNĐ)	1,130	1,274	1,411	1,607	1,845
Tăng trưởng EPS	-1%	42%	11%	14%	15%
BVPS (VNĐ)	17,237	15,276	15,772	16,661	18,280

Chú thích: EPS được tính dựa trên lợi nhuận sau thuế sau khi phân bổ cho quỹ khen thưởng và phúc lợi.

Mô hình dự báo lợi nhuận

Thu nhập lãi ròng: HSC dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân ngành sẽ vào khoảng từ 25-28%/năm trong giai đoạn 2010-2012. Trong đó, chúng tôi dự báo EIB sẽ đạt tốc độ tăng trưởng dư nợ bình quân cao hơn do thanh khoản của EIB tốt hơn và tiềm lực tài chính mạnh. Mặc dù EIB đi theo mô hình NHTMCP 2 cấp, thì ngân hàng cần thời gian để trở thành một ngân hàng hiện đại và phát triển được mảng ngân hàng bán lẻ nhằm thúc đẩy tăng trưởng huy động vốn trong tương lai.

Mô hình ngân hàng hai cấp gồm cấp chi nhánh và phòng giao dịch và cấp hội sở. Hội sở chỉ tập trung vào quản lý hệ thống. Các chi nhánh tập trung vào chức năng kinh doanh.

Quy mô vốn chủ sở hữu lớn của EIB đã hỗ trợ cho tốc độ tăng trưởng tín dụng trong điều kiện hoạt động ngân hàng bán lẻ của EIB chưa có sức cạnh tranh cao như của các ngân hàng khác trong hoạt động thu hút các khách hàng gửi tiền cá nhân. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng trong tương lai sẽ phụ thuộc vào việc EIB có khả năng huy động vốn tốt như ACB và TCB hay không. Chúng tôi nghĩ rằng trong vài năm đến, EIB cần mở rộng mạng lưới chi nhánh và đưa ra cơ cấu sản phẩm ngân hàng bán lẻ tốt và phong phú nhằm tăng thị phần huy động vốn trong giai đoạn 2010-2012 và đây sẽ là điểm mấu chốt giúp tăng trưởng lợi nhuận thuần trong 3 năm đến.

Chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng bình quân gộp là 33%/năm trong giai đoạn 2010-2012, tài sản sinh lãi sẽ tăng với tốc độ gộp bình quân 26%/năm. Chúng tôi cũng cho rằng ngân hàng sẽ có khả năng đạt được các tốc độ nói trên thậm chí trong trường hợp tốc độ tăng trưởng dư nợ bình quân ngành chỉ đạt 25-28%/năm.

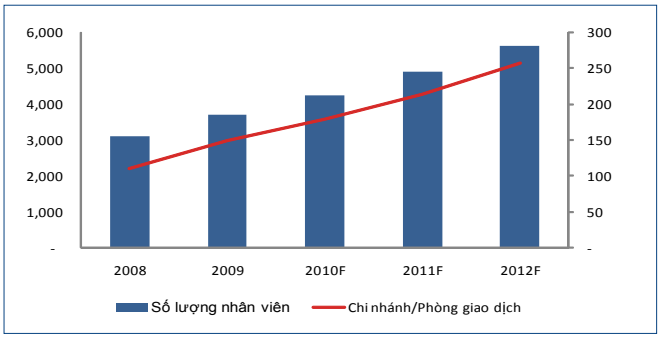
HSC cho rằng EIB sẽ tăng trưởng dựa trên các nhân tố tích cực sau:

(1) Mạng lưới chi nhánh mở rộng thêm 20%/năm trong 3 năm tới. Hiện tại, NHNN đang dự thảo một Thông tư quy định về phát triển mạng lưới chi nhánh ngân hàng. Thông tư đưa ra một số yêu cầu chính mà các ngân hàng có thể sẽ phải tuân thủ để được phép mở chi nhánh mới là:

1. Tỷ lệ nợ khó đòi nhóm 3-5 dưới 3%.

2. Tổng tiền phạt hành chính không được vượt quá 15 triệu trong một năm.

Số lượng nhân viên và chi nhánh/phòng giao dịch



Tổng vốn CSH, tổng dư nợ cho vay và NIM *(Đơn vị tính: triệu đồng)*	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Dư nợ cho vay/tiền gửi khách hàng cá nhân	64.5%	80.9%	84.7%	87.0%	86.3%
Tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động bình quân (không bao gồm các khoản nợ được tài trợ bằng vốn CSH)	29.4%	54.8%	65.8%	73.2%	75.6%
Tổng dư nợ cho vay	20,855,907	38,003,086	50,935,190	68,367,067	88,837,156
Tổng tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi	32,330,930	46,989,492	59,899,859	78,348,299	102,777,330
Tổng vốn chủ sở hữu	12,844,077	13,950,299	13,547,623	13,552,673	14,221,905
Thu nhập lãi ròng/tài sản sinh lãi bình quân	3.7%	4.4%	4.0%	3.8%	3.7%
NIM điều chỉnh (*)	2.0%	3.4%	2.7%	2.8%	2.8%

Chú thích: (*) được tính với giả định EIB không nhận vốn từ các cổ đông nước ngoài trong năm 2008

3. Số lượng chi nhánh phải tuân theo đẳng thức sau: 200 tỷ đồng x N1 + 100 tỷ đồng x N2 + C1 + C2 < C.

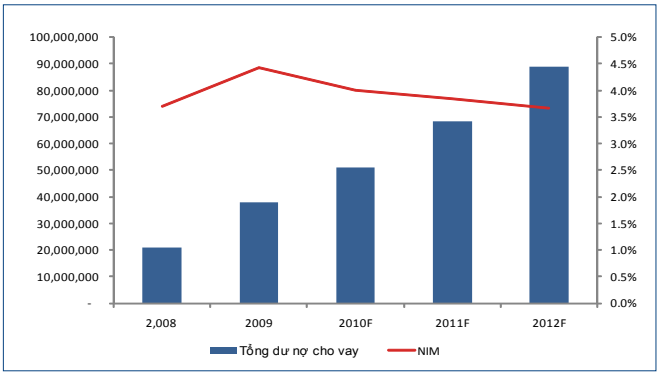
N1: số lượng chi nhánh tại TP HCM và Hà Nội
N2: số lượng chi nhánh tại các tỉnh
C1: tổng vốn đầu tư tự có
C2: tổng vốn dành cho đơn vị hành chính các đơn vị sự nghiệp

Hiện tại, EIB có 17 chi nhánh tại Hà Nội và TP HCM và 21 chi nhánh tại các tỉnh. Do đó, ngân hàng có đủ vốn để mở thêm nhiều chi nhánh nếu những quy định nói trên được ban hành. Trong khi đó, một số ngân hàng khác có thể sẽ gặp phải khó khăn trong việc mở chi nhánh mới nếu dự thảo Thông tư này được thông qua và có hiệu lực. Điều kiện thứ 3 chỉ áp dụng cho các chi nhánh mới mở. Các điều kiện khác áp dụng cho phát triển các phòng giao dịch.

(2) Tỷ lệ vốn dài hạn cao giúp EIB cho vay dài hạn nhiều hơn. Vào cuối năm 2009, tỷ lệ dư nợ cho vay trung và dài hạn được tài trợ bằng vốn huy động ngắn hạn trên tổng vốn huy động ngắn hạn là 15-16%. Tỷ lệ này là khá thấp và cho phép EIB có thể thâm nhập thêm vào mảng thị trường cho vay thế chấp có thời hạn cho vay trung dài hạn.

(3) Trong dự báo của mình, chúng tôi dự kiến tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động bình quân là 87% trong giai đoạn 2010-2012. Tuy nhiên, nếu không tính các khoản nợ được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu thì tỷ lệ dư nợ/vốn huy động là 75%.

Dư nợ cho vay và NIM (Đơn vị tính triệu đồng)



(4) Trong giai đoạn 2010-2012, chúng tôi dự báo chi phí huy động vốn bình quân của EIB thấp do có nguồn vốn chủ sở hữu lớn khi cạnh tranh trong trên thị trường huy động đang đẩy lãi suất huy động lên cao. Do đó, tỷ lệ NIM có xu hướng giảm so với năm 2009. Tuy nhiên, khi trần lãi suất cho vay được dỡ bỏ đối với các khoản vay trung dài hạn và các khoản vay tiêu dùng thì EIB (với nguồn vốn tài trợ trung dài hạn sẵn có cao) được hưởng lợi đáng kể và sẽ cải thiện lãi suất cho vay bình quân so với các ngân hàng khác đối với các khoản tín dụng mới.

Dựa trên những lợi thế này, chúng tôi dự báo EIB có thể tiếp tục đạt tỷ lệ NIM là 4% trong năm 2010 và 3.75% trong giai đoạn 2011-2012 (năm 2009 là 4.4%). Tuy nhiên, nếu loại trừ vốn từ các cổ đông nước ngoài chuyển vào trong năm 2008 thì tỷ lệ NIM điều chỉnh sẽ chỉ đạt 2.8% trong năm 2010 và bình quân 2.7% trong giai đoạn 2011-2012.

Dựa trên nhưng giả định này, chúng tôi dự báo thu nhập lãi ròng sẽ tăng trưởng với tốc độ 20.8-21% trong 3 năm tới.

Thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ: năm 2009, trung tâm giao dịch vàng đóng góp 15% vào phí dịch vụ thuần và đóng góp 2% trong tổng thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh. Hiện tại, trung tâm giao dịch vàng đã đóng cửa, do vậy EIB không thu được phí môi giới trong tương lai. Tuy nhiên, bất chấp việc mất nguồn thu từ phí môi giới giao dịch vàng, chúng tôi dự báo phí dịch vụ gộp sẽ tăng 15% trong năm 2010 và bình quân 25% trong giai đoạn 2011-2012. Nếu không tính phí môi giới giao dịch vàng thì trong năm 2009, phí dịch vụ gộp tăng them đạt khoảng 66.3 tỷ đồng.

Nếu không tính phí môi giới giao dịch vàng, chúng tôi dự báo phí dịch vụ sẽ vẫn tăng trưởng 40% từ 220 tỷ đồng năm 2009 lên 307 tỷ năm 2010. Do đó, tốc độ tăng

Thu nhập lãi ròng & thu nhập phí *(Đơn vị tính: triệu đồng)*	2008	2009	2010F	2011F	2012F
NIM	3.7%	4.4%	4.0%	3.8%	3.7%
Thu nhập lãi ròng	1,319,712	1,975,307	2,409,335	2,902,423	3,484,094
Tăng trưởng theo năm	93%	50%	22%	20%	20%
Thu nhập phí thuần	109,487	211,181	245,688	313,333	398,824
Tăng trưởng theo năm	52%	93%	16%	28%	27%
Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh	1,892,046	2,575,929	3,012,929	3,583,767	4,296,685
Tăng trưởng theo năm	86%	36%	17%	19%	20%

trưởng phí dịch vụ gộp 15% theo chúng tôi là hợp lý. Và nếu thu nhập dịch vụ thuần tăng trưởng như chúng tôi dự báo thì trong giai đoạn dự báo, thu nhập dịch vụ thuần sẽ tăng gấp đôi trong thời kỳ dự báo.

Để làm rõ thêm dự báo về tăng trưởng thu nhập từ phí, chúng tôi xin đưa ra những luận điểm sau; thứ nhất, tổng thu nhập phí của EIB ở mức thấp. Thứ hai, EIB có khả năng tăng dư nợ hiện tại lên 33%, đặc biệt là cho vay tiêu dùng, cho vay mua nhà và tài trợ cho các dự án. Cả 3 hình thức cho vay này đều là các khoản nợ trung và dài hạn. EIB có tỷ lệ dư nợ trung dài hạn tài trợ bằng vốn ngắn hạn/vốn huy động ngắn hạn thấp, từ 15-16% trong khi tỷ lệ này tại các ngân hàng khác là từ 22-24%.

Thứ 3, ngân hàng đang dần chuyển hướng sang mảng ngân hàng bán lẻ với sự hỗ trợ của SMCB. Và sự chuyển hướng này sẽ tập trung vào mảng thị trường cho vay tiêu dùng và cho vay mua nhà, nhằm giúp tăng thu nhập từ phí từ mảng ngân hàng bán lẻ trong những năm tới khi mà các sản phẩm cũng như chi nhánh mới được mở sẽ thu hút thêm khách hàng mới.

Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối: Có hai hoạt động có thể đem lại lãi ngoại hối là giao dịch vàng và giao dịch ngoại hối. Hiện tại thị trường ngoại hối có thanh khoản thấp do NHNN tiếp tục kiểm soát chặt chẽ thị trường này. Nhiều khách hàng là các doanh nghiệp xuất khẩu muốn giữ tiền trong tài khoản USD trong khi ngân hàng phải thực hiện chính sách hỗ trợ nhằm thu hút các khách hàng là các doanh nghiệp nhập khẩu và điều này đã tác động đến lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối của EIB. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán tình trạng này sẽ không kéo dài.

Lợi nhuận có liên quan đến vàng hiện tại đã không còn do sàn vàng và tài khoản giao dịch vàng mở tại nước ngoài phải đóng lại theo yêu cầu của NHNN. Chúng tôi lãi từ hoạt động kinh doanh vàng sẽ giảm 84% trong năm 2010. Trong giai đoạn 2011-2012, chúng tôi dự báo lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 20%/năm.

Thu nhập từ hoạt động đầu tư: thu nhập từ hoạt động đầu tư chủ yếu là từ đầu tư cổ phiếu và trái phiếu. Trong những năm qua, ngân hàng đã không đầu tư nhiều vào cổ phiếu mà thay vào đó đầu tư mạnh vào trái phiếu do trái phiếu có tính thanh khoản cao.

Chúng tôi dự đoán lãi đầu tư sẽ thay đổi một chút trong giai đoạn 2010-2012 so với năm 2009. Danh mục trái phiếu tăng thêm 28%, lên 8,165 tỷ đồng vào thời điểm cuối năm 2009. EIB đã nhận thức được rủi ro lãi suất trong năm 2010, do vậy ngân hàng đã bán trái phiếu chính phủ có lợi lãi suất cố định và mua trái phiếu có lãi suất thả nổi do các định chế tài chính phát hành trong năm 2009.

Chúng tôi dự tính 50% danh mục trái phiếu hiện tại được mua trong năm 2009. Chúng tôi cũng dự tính lãi từ bán trái phiếu chiếm từ 75-80% tổng lãi từ đầu tư trong năm 2009 và còn lại là từ lãi từ đầu tư cổ phiếu.

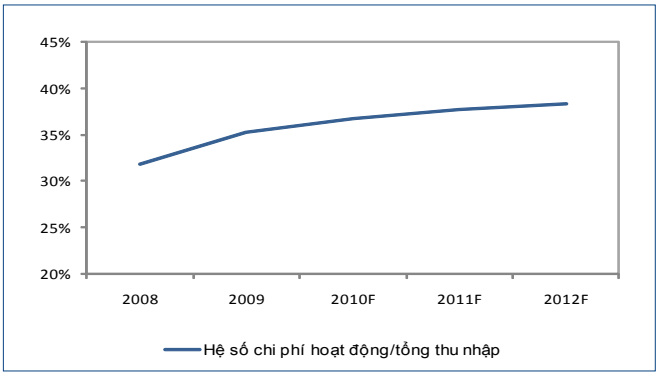
Việc hiện thực hóa lợi nhuận các khoản đầu tư đã đem lại lãi từ hoạt động đầu tư cao trong năm 2009 do đó, chúng tôi cho rằng danh mục trái phiếu có lãi chưa ghi nhận trong năm 2010 sẽ thấp hơn.

Tuy nhiên, HSC cho rằng suất sinh lợi nắm giữ trái phiếu đáo hạn có thể tăng trong năm 2010 và điều ngày sẽ mang lại cơ hội cho EIB trong năm nay. Chúng tôi dự báo tổng lãi từ hoạt động đầu tư sẽ vào khoảng 120 tỷ đồng/năm trong vòng 3 năm tới. Con số này thấp hơn 21.7% so với năm 2009, trong đó lãi từ đầu tư trái phiếu dự kiến chiếm 70% và từ đầu tư cổ phiếu chiếm 30%.

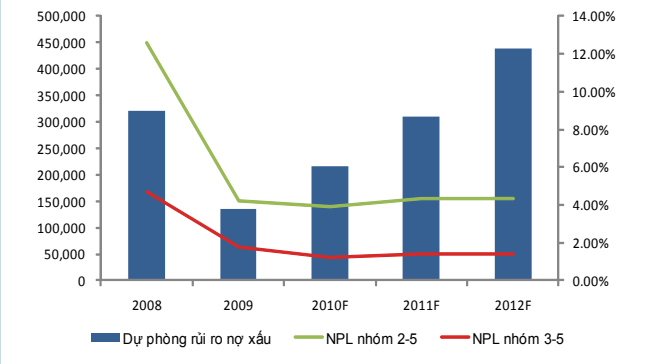
Thu nhập từ cổ tức: Ngoài những khoản đầu tư cổ phiếu ngắn hạn với quy mô nhỏ, thì EIB cũng nắm giữ danh mục đầu tư dài hạn trị giá 776 tỷ đồng vào cuối năm 2009. Chúng tôi ước tính rằng, danh mục đầu tư dài hạn sẽ tăng bình quân 20%/năm trong giai đoạn 2010-2012 và chúng tôi giả định rằng EIB sẽ nhận được cổ tức ở mức 9-10% theo mệnh giá trong giai đoạn dự

Tăng trưởng thu nhập	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Thu nhập lãi ròng	93%	50%	22%	20%	20%
Thu nhập ngoài lãi	72%	5%	0%	13%	19%
Tổng thu nhập từ HĐKD	86%	36%	17%	19%	20%

Hệ số chi phí hoạt động/tổng thu nhập



NPLs và chi phí trích lập dự phòng (triệu đồng)



báo. Dựa trên giả định này, chúng tôi dự báo EIB sẽ có tốc độ tăng trưởng thu nhập cổ tức ở mức 17-18% trong 3 năm tới. Đây là nguồn lợi nhuận ổn định mặc dù lợi nhuận trên vốn đầu tư không cao.

Các nguồn thu nhập khác: bao gồm thu nhập bất thường như việc thu được các khoản nợ khó đòi ngoài bảng. Nếu EIB ghi nhận dự phòng nợ xấu cao trong những năm trước thì thu nhập bất thường từ thu nợ các khoản nợ khó đòi ngoài bảng sẽ cao hơn dự kiến trong những năm sau. EIB đã ghi nhận dự phòng nợ khó đòi cao trong năm 2008; do đó, thu nhập bất thường trong năm 2009 đạt cao. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2010-2012, chúng tôi cho rằng nguồn thu nhập này sẽ giảm và chỉ còn chiếm khoảng 1% trong tổng lợi nhuận.

Tổng thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh: Dựa trên các dự báo nói trên, chúng tôi dự báo tổng thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng bình quân từ 18-19%/năm trong giai đoạn dự báo, thấp hơn so với tốc độ tăng trong giai đoạn 2005-2009 – là thời kỳ mà tổng thu nhập của EIB tăng trưởng nhanh. Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh dự báo sẽ tăng 67% từ 2,575 tỷ đồng năm 2009 lên 4,296 tỷ đồng vào năm 2012. Thu nhập lãi ròng sẽ tăng với tốc độ gộp bình quân là 21%/năm và thu nhập ngoài lãi tăng với tốc độ gộp bình quân là 11%/năm.

Tổng chi phí hoạt động: HSC dự báo tổng chi phí hoạt động sẽ tăng với tốc độ gộp bình quân 22%/năm trong giai đoạn 2010-2012. Dự báo này dựa trên kỳ vọng là (1) quỹ tiền lương sẽ tăng ít nhất 20%/năm trong quá trình ngân hàng tiếp tục mở rộng mạng lưới chi nhánh và số lượng nhân viên sẽ tăng 15%/năm; (2) sự mở rộng của ngân hàng sẽ khiến chi phí khấu hao tăng thêm 30-35%/năm trong giai đoạn dự báo.

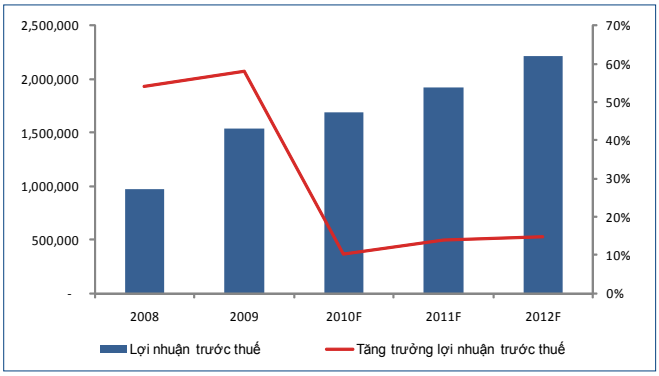
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí hoạt động/tổng tài sản sinh lãi bình quân sẽ là từ 1.79-1.80% trong giai đoạn 2010-2012, thấp hơn so với mức bình quân 1.84% trong giai đoạn 2007-2009 do công tác quản trị chi phí của ngân hàng được tiến hành hiệu quả hơn đồng thời EIB được hưởng lợi thế kinh tế theo quy mô. Tỷ lệ chi phí/thu nhập dự kiến vào khoảng 37.6%; cao hơn 4% so với mức bình quân trong giai đoạn 2008-2009.

Lợi nhuận dự phòng rủi ro: Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước trích lập dự phòng sẽ tăng 10% trong năm 2010 và sau đó là 14-15%/năm trong giai đoạn 2011-2012. Lợi nhuận trước trích lập của EIB trong năm nay sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp do thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ không thay đổi. Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi sẽ tăng trưởng trở lại ở mức 16% trong giai đoạn 2011-2012 và giúp lợi nhuận trước trích lập dự phòng tăng với tốc độ cao hơn.

Chi phí trích lập dự phòng rủi ro: đây là nhân tố quan trọng tác động tới lợi nhuận trước thuế và chất lượng tài sản. Theo các quy định hiện hành, các ngân hàng phải ghi nhận cả các khoản dự phòng chung và dự phòng cụ thể. Dự phòng chung tương đương 0.75% của dư nợ nhóm 1-4 và dự phòng cụ thể chỉ áp dụng cho các khoản nợ khó đòi (nhóm 2-5).

Dự phòng cụ thể được ghi nhận theo tỷ lệ % của chênh lệch giữa dư nợ và giá trị của tài sản đảm bảo, nhân với một hệ số có giá trị từ 30-100%. Có nhiều loại tài sản

Lợi nhuận trước thuế (Đơn vị tính: triệu đồng)



đảm bảo nợ vay như chứng khoán, chứng chỉ tiền gửi và các loại tài sản khác. Số nhân đối với tài sản đảm bảo là chứng khoán là từ 65-100%. Tuy nhiên, số nhân đối với tài sản đảm bảo là bất động sản là 50% và tài sản khác là 30%. Các khoản nợ được có tài sản đảm bảo là chứng khoán và chứng chỉ tiền gửi thường nhỏ. Chi phí dự phòng cụ thể được ước tính và ghi nhận dựa trên những phương pháp mang tính chủ quan.

Năm 2008, EIB công bố tỷ lệ nợ xấu cao do ảnh hưởng kinh tế khó khăn và đã ghi nhận chi phí dự phòng cao. Các khoản nợ khó đòi nhóm 3-5 đạt 4.71% vào cuối năm 2008, đến cuối năm 2009, các khoản nợ khó đòi nhóm này giảm xuống 1.8%.

Do đó, giá trị của các khoản nợ khó đòi giảm từ 1,000 tỷ đồng vào cuối năm 2008 xuống 700 tỷ đồng cuối năm 2009. Nền kinh tế đã bắt đầu phục hồi kể từ Q2/2009, do đó theo chúng tôi, một số khoản nợ khó đòi đã được đánh giá lại và được xếp hạn thành nợ nhóm 1. Bên cạnh đó, nhiều khoản nợ khó đòi đã được xử lý. Thêm vào đó, với tốc độ tăng trưởng dư nợ cao trong năm 2009, tỷ lệ NPL giảm xuống khi mà tổng dư nợ tăng nhanh hơn giá trị nợ khó đòi (luôn có độ trễ, thường là 1 năm kể từ khi tổng dư nợ tăng cho đến khi các khoản nợ khó đòi tăng).

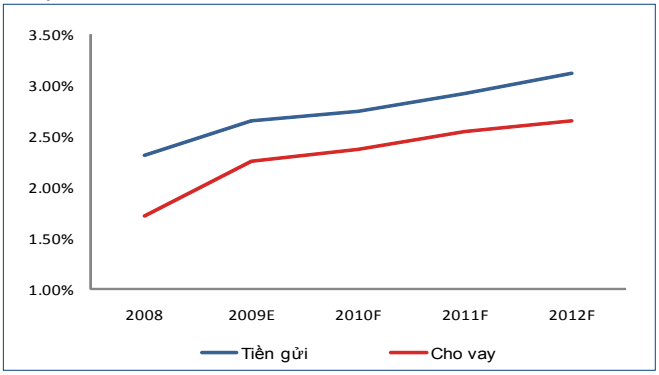
EIB có tốc độ tăng trưởng cho vay nhanh trong năm 2009, nhưng hoạt động quản trị rủi ro tín dụng đi kèm đã không được cải thiện nhiều. Do đó, chúng tôi dự kiến nợ khó đòi nhóm 3-5 sẽ vào khoảng 2.0-2.2% trong giai đoạn 2010-2012. Chúng tôi cũng dự báo ngân hàng sẽ sử dụng phần dự phòng còn lại để xử lý nợ khó đòi nhóm 4-5 với tỷ lệ và tiền bán tài sản thu được chiếm 60% giá trị nợ xử lý.

Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ vào 216 tỷ đồng trong năm 2010, 309 tỷ đồng trong năm 2011 và 439 tỷ đồng trong năm 2012. Tuy nhiên, con số thực tế có thể thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

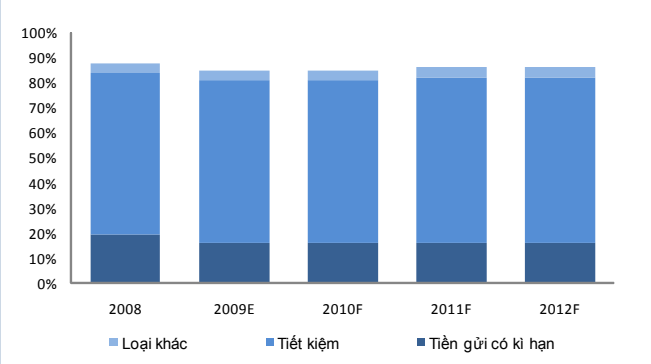
Lợi nhuận trước thuế: chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế sẽ tăng 10% trong năm 2010 và bình quân 14-15% trong giai đoạn 2011-2012. Trong giai đoạn 2008-2009, lợi nhuận trước thuế của ngân hàng đạt mức tăng trưởng bình quân là 62.5%.

Kết quả thực tế có thể cao hơn so với dự báo của chúng tôi nếu EIB có chi phí dự phòng nợ khó đòi thấp hơn dự kiến. Dựa trên dự báo này, bình quân trong giai đoạn 2010-2012, chúng tôi dự báo EIB sẽ có ROA đạt 1.6% và ROE là 10.6%

Thị phần của EIB



Cơ cấu vốn huy động của EIB



Môi trường kinh doanh và lĩnh vực hoạt động

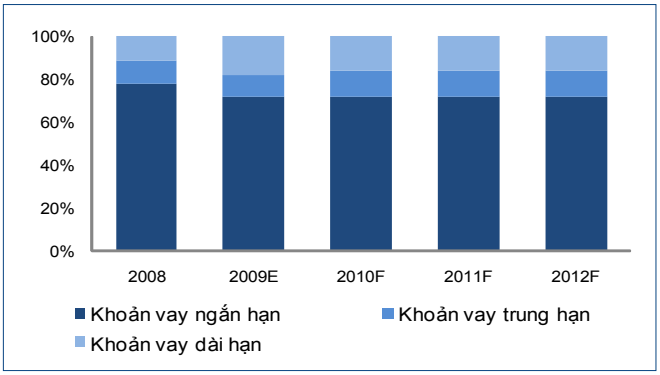
EIB thành lập năm 1989. Ban đầu, EIB tập trung vào cung cấp dịch vụ đến doanh nghiệp, đặc biệt là mảng tài trợ trong lĩnh vực xuất nhập khẩu. Trong một vài năm qua, EIB đã thay đổi chiến lược của mình và đã bắt đầu phát triển song song cả mảng khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân. Do vậy, mảng ngân hàng bán buôn của ngân hàng tương đối có sức cạnh tranh mặc dù mảng ngân hàng bán lẻ ít cạnh tranh so với những ngân hàng khác.

Hoạt động huy động vốn: Đây là kênh huy động vốn từ các khách hàng cá nhân truyền thống và EIB chiếm 2.7% thị phần vào cuối năm 2009 (vào cuối năm 2008 là 2.3%). Huy động vốn là mảng kinh doanh cốt lõi và là cơ sở cho các mảng kinh doanh khác. Thông thường các ngân hàng có thể mở rộng hoạt động kinh doanh khi hoạt động huy động vốn tăng trưởng. Do vậy tăng trưởng huy động vốn là một tiêu chí quan trọng đối với sự tăng trưởng của EIB. Cũng giống như ở các ngân hàng khác, EIB đã đa dạng hóa các hình thức gửi tiết kiệm nhằm thu hút khách hàng gửi tiền cá nhân. Tuy nhiên, mạng lưới chi nhánh của EIB nhỏ hơn so với các ngân hàng khác nên khách hàng của ngân hàng và nguồn vốn huy động được cũng thấp hơn.

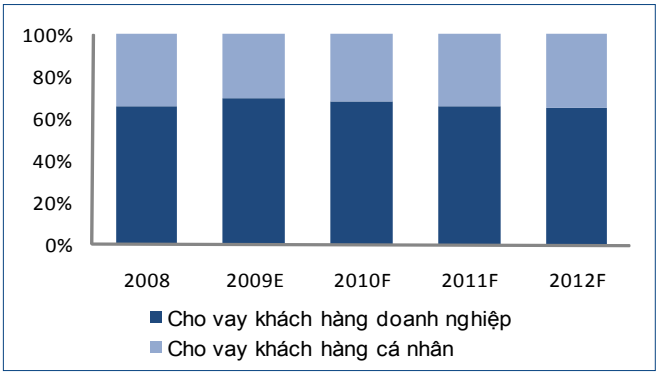
Cơ cấu vốn huy động của EIB cũng khác so với các ngân hàng khác. Vốn huy động từ các khách hàng cá nhân chiếm 70% và vốn huy động từ các khách hàng là doanh nghiệp chiếm 30%. Trong các ngân hàng TMCP lớn khác, huy động vốn từ khách hàng doanh nghiệp chỉ chiếm 12-15%. Trong năm 2009, tiền gửi khách hàng và chứng chỉ tiền gửi tăng 44% lên 46,700 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng bình quân ngành là 26.8%. Theo loại tiền, 55% vốn huy động của EIB là bằng đồng VNĐ, 25% là bằng đồng ngoại tệ và 20% là bằng vàng. Tỷ lệ vốn huy động từ các khách hàng doanh nghiệp cao giúp EIB có chi phí huy động vốn có chi phí huy động vốn cạnh tranh và trên cơ sở này, EIB đã áp dụng chính sách lãi suất cạnh tranh trong hoạt động ngân hàng.

Ngân hàng có tốc độ tăng trưởng huy động vốn cao hơn mức bình quân toàn ngành(là 26.8%) trong năm 2009. Tuy nhiên, EIB cần nhanh chóng phát triển và hoàn thiện các sản phẩm ngân hàng bán lẻ cũng như mở rộng mạng lưới chi nhánh nhằm bắt kịp nhóm các ngân hàng đề cập đến ở trên. Mạng lưới phòng giao dịch mở rộng sẽ giúp EIB có thêm khách hàng khi họ sử dụng các dịch vụ ngân hàng bán lẻ như thanh toán,

Phân loại theo cơ cấu cho vay



Phân loại theo khách hàng



chuyển tiền, thẻ tín dụng hoặc đi vay nhờ vậy thu hút thêm khách hàng.

Đầu tiên, khách hàng đơn giản mở tài khoản thanh toán, tài khoản tiết kiệm tại ngân hàng. Điều này đã từng diễn ra tại TCB khi ngân hàng này đạt được tốc độ tăng trưởng huy động rất cao khi đưa ra thêm dịch vụ và mở thêm chi nhánh mới.

Hoạt động cho vay: EIB có chiếm 2.3% thị phần cho vay vào cuối năm 2009, tăng từ mức 1.72% vào cuối năm 2008. EIB cung cấp các khoản vay cho các khách hàng cá nhân và tổ chức theo nhiều hình thức như cho vay ngắn hạn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động, cho vay dài hạn để tài trợ các dự án, dịch vụ bao thanh toán, tài trợ trong lĩnh vực thương mại, cho vay thấu chi và cho vay tiêu dùng. Ngoài những sản phẩm truyền thống nói trên, thì EIB cũng tích cực đưa ra các sản phẩm mới và các sản phẩm được đưa ra theo yêu cầu khách hàng nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu khách hàng. EIB có vị thế mạnh trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ tài trợ thương mại so với các ngân hàng TMCP khác.

Ngân hàng đã tăng dư nợ cho vay thêm 82% lên 38,300 tỷ đồng trong năm ngoái, trong đó, cho vay khách hàng doanh nghiệp chiếm 70% và khách hàng cá nhân chiếm 30%. Về lĩnh vực cho vay, cho vay kinh doanh chiếm 45% tổng dư nợ cho vay, cho vay tài trợ xuất nhập khẩu chiếm 20%, cho vay mua nhà và bất động sản khoảng 14%, hoạt động cho vay liên quan đến vàng chiếm khoảng 10%, cho vay không nhằm mục đích kinh doanh khoảng 8% và cho vay kinh doanh chứng khoán là 3%. Đối tượng khách hàng doanh nghiệp của EIB chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ - là mục tiêu hướng đến của hầu hết các ngân hàng cổ phần đề cập ở trên – trong khi cho vay các DNNN chỉ chiếm khoảng 5% trong tổng số dư nợ cho vay.

Theo loại tiền, 77% dư nợ cho vay là bằng đồng VNĐ, 16% bằng ngoại tệ và 7% bằng vàng. EIB khuyến khích khách hàng bảo hiểm tỷ giá đối với các khoản vay bằng đồng USD nhằm giúp các khách hàng giảm bớt rủi ro tỷ giá. Về mặt kỳ hạn, dư nợ cho vay ngắn hạn chiếm 71% tổng dư nợ cho vay, giảm 6% so với thời điểm cuối năm 2008. Dư nợ theo chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất chiếm 14% tổng dư nợ (tương đương 5,000 tỷ đồng).

Ngân hàng đã tập trung mảng cho vay doanh nghiệp, đặc biệt khách hàng là các công ty xuất nhập khẩu. Nhờ chính sách tín dụng hỗ trợ các công ty xuất nhập khẩu, mà các công ty nhập khẩu tiếp cần được với nguồn USD để thanh toán cho hàng hóa nhập khẩu và các công ty xuất khẩu được tiếp cận các khoản vay với lãi suất cạnh tranh. Các dịch vụ tài trợ thương mại của EIB có tính cạnh tranh cao so với các ngân hàng khác. Năm 2009, chúng tôi ước tính thị phần trong hoạt động thanh toán quốc tế của EIB chiếm 2.4% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu, tăng so với mức 2.0% của năm 2008.

EIB là một trong những ngân hàng hàng đầu đưa ra các giải pháp tài chính trọn gói cho các công ty xuất nhập khẩu trong đó vừa cho vay bằng USD vừa đưa cũng cấp sản phẩm giúp khách hàng ngăn ngừa rủi ro tỷ giá. Với lượng khách hàng là các công ty xuất khẩu lớn, EIB có thể cân bằng giữa cung và cầu USD tốt hơn so với hầu hết các ngân hàng TMCP khác. Bên cạnh đó, do có nhiều khách hàng là doanh nghiệp và do chi phí huy động vốn bình quân thấp, EIB có thể đưa ra lãi suất cho vay hấp dẫn đối với các công ty xuất khẩu cần tìm kiếm nguồn tín dụng. Và với việc kim ngạch thương mại đang trên đà phục hồi, thì EIB sẽ được hưởng những lợi ích đáng kể.

Hoạt động ngân quỹ: EIB hoạt động khác tích cực trên cả thị trường tiền tệ và thị trường trái phiếu. Với tiềm lực tài chính mạnh, EIB thường là người cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng. Điều này cũng giúp EIB phân bổ vốn và quản lý tính thanh khoản của mình hiệu quả hơn. EIB sử dụng hoạt động kinh doanh ngoại hối như các dịch vụ bổ trợ cho khách hàng là các doanh nghiệp do tính thanh khoản USD trên thị trường ngoại hối rất thấp.

Các dịch vụ ngoại hối gồm hợp đồng giao ngay, hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn. Những sản phẩm này giúp các công ty nhập khẩu có thể tiếp cận với nguồn USD cần cho việc thanh toán quốc tế. Các công ty xuất khẩu có thể tiếp cận nguồn vốn vay đáp ứng nhu cầu vốn lưu động với chi phí thấp.

Hoạt động kinh doanh vàng: Đây là hoạt động kinh doanh thuần túy. Năm 2009, các ngân hàng lãi lớn từ hoạt động kinh doanh vàng. EIB sở hữu 1 sàn vàng có hoạt động giao dịch diễn ra sôi động và tài khoản giao dịch vàng mở tại sàn vàng quốc tế. EIB vừa có thể mua bán vàng vật chất trên thị trường trong nước, vừa có thể bảo hiểm cho hoạt động mua/bán vàng trên thị trường vàng quốc tế thông qua tài khoản vàng quốc tế. Tuy nhiên, kể từ đầu năm 2010, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng đóng cả sàn vàng trong nước và tài khoản giao dịch vàng quốc tế.

Chúng tôi dự tính trong năm 2009, EIB đạt lợi nhuận 95 tỷ đồng từ mảng kinh doanh vàng. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vàng sẽ giảm 84% trong năm nay. Lợi nhuận từ kinh doanh vàng sẽ vẫn được duy trì cho đến khi Nhà nước thay đổi chính sách liên quan đến hoạt động kinh doanh vàng.

Hoạt động thanh toán quốc tế: EIB có các dịch vụ như chuyển tiền T/T, chuyển tiền nội bộ, nhờ thu xuất khẩu, nhờ thu nhập khẩu, mở L/C xuất nhập khẩu. Mặc

dù tổng kim ngạch xuất nhập khẩu cả nước năm 2009 giảm 12% so với 2008, thì kim ngạch xuất nhập khẩu qua EIB vẫn không giảm và thị phần của EIB trong mảng này tăng từ 2.0% năm 2008 lên 2.4% năm 2009. Trong số các ngân hàng TMCP, EIB có thị phần lớn nhất trong lĩnh vực tài trợ thương mại.

Hoạt động kinh doanh thẻ: Ngân hàng đã phát hành 300,000 thẻ tính đến thời điểm cuối năm 2009, tăng 40% so với 2008. Tuy nhiên, EIB chỉ chiếm 1.5% thị phần của thị trường thẻ. Thẻ trong nước chiếm 77% và thẻ quốc tế chiếm 23%. Ngân hàng có 260 điểm ATM vào cuối năm 2009, tương đương 2.5% thị phần. Thị phần huy động của EIB cao hơn thị phần phát hành thẻ của ngân hàng. Rõ ràng ngành kinh doanh phát hành thẻ là một ngành kinh doanh có hấp dẫn nhưng sản phẩm thẻ của EIB ít cạnh tranh và thị phần thấp hơn các ngân hàng khác.

Mảng ngân hàng bán lẻ của EIB vẫn chưa phát triển ngang bằng với mảng cho vay doanh nghiệp. Ngân hàng cần mở rộng mạng lưới chi nhánh và phát triển mảng ngân hàng bán lẻ nhằm xây dựng nền móng vững chắc nhằm phát triển các mảng kinh doanh tỷ suất lợi nhuận cao như mảng kinh doanh thẻ. Hiện tại EIB mới chỉ có 149 chi nhánh và phòng giao dịch, tức là bằng ½ so với mức bình quân của các ngân hàng TMCP lớn.

Phát triển kinh doanh: như đã đề cập, EIB hiện tại có 149 chi nhánh và phòng giao dịch, 3,700 nhân viên và 260 điểm ATM. Những con số này còn khiếm tốn mặc dù đã có sự cải thiện mạnh mẽ trong năm ngoái. Ngân hàng dự kiến sẽ mở thêm khoảng 30-35 chi nhánh và phòng giao dịch mới mỗi năm trong khoảng thời gian dự báo. Vào cuối năm 2009, ngân hàng có 310,000 khách hàng, trong đó khách hàng cá nhân chiếm 90% trong số này.

Đối với EIB, phát triển mạng lưới và tăng huy động là nền tảng của sự phát triển, tiếp đó là việc đưa ra các sản phẩm mới. Với sự hỗ trợ từ SMBC và với sự đầu tư thích đáng vào công nghệ thông tin thì EIB hoàn toàn có khả năng thực hiện được điều này. Tuy nhiên, EIB đã phát triển chậm hơn nhóm ngân hàng tiên phong được đề cập ở trên và cơ hội phát triển dành cho EIB sẽ đóng lại một khi cạnh tranh từ các ngân hàng nước ngoài trở nên gay gắt. Do vậy, EIB cần đạt được sự phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn 2010-2012 nhằm đạt được các mục tiêu của mình.

Kết quả kinh doanh năm 2009

Trong những năm gần đây, EIB mở rộng hoạt động kinh doanh và EIB đã đạt được sự tăng trưởng mạnh mẽ. Tổng dư nợ, tổng vốn huy động và lợi nhuận nhuận trước thuế tăng trưởng từ bình quân 49% đến 65%/năm trong vòng 4 đến 5 năm quá. Trong cùng thời gian này, vốn chủ sở hữu của EIB tăng gấp hai.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng vốn huy động và tăng trưởng tổng tài sản giảm trong năm 2009 xuống lần lượt còn 37% và 44% trong khi dư nợ tăng trưởng 82%. Bình quân trong giai đoạn 2006-2009, tăng trưởng huy động thấp hơn tăng trưởng cho vay. Điều này đồng nghĩa với việc tăng trưởng tín dụng được hỗ trợ bởi nguồn vốn chủ sở hữu.

Trong năm 2009, lợi nhuận trước thuế tăng 58%, đạt 1,532 tỷ đồng, chủ yếu từ thu nhập lãi ròng. Thu nhập lãi ròng tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân 75%/năm trong giai đoạn 2006-2009 và chiếm 66.7% trong tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh trong thời kỳ này. Riêng trong năm 2009, thu nhập lãi ròng tăng 49.7%. Bên cạnh tăng trưởng cho vay cao, tỷ lệ NIM cũng cải thiện đáng kể từ mức 2.2% của năm 2005 lên 4.4% trong năm 2009. Tỷ lệ NIM cao do EIB có chi phí vốn bình quân thấp do (1) tiềm lực tài chính mạnh (2) tỷ trọng vốn huy động từ doanh nghiệp cao. Hai nhân tố này đã giúp tỷ lệ NIM của EIB cao hơn so với bình quân ngành năm 2009. Tỷ lệ NIM của nhóm 06 ngân hàng lớn theo khảo sát của chúng tôi là 3.7%.

Chúng tôi cho rằng SMBC và các đối tác chiến lược nước ngoài lớn đã chuyển 395 triệu USD (tương đương 6,350 tỷ đồng) vào ngân hàng để mua 25% cổ phần chiến lược của EIB năm 2008. HSC dự báo ngân hàng sẽ có thêm 300 tỷ đồng lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối khoảng từ thương vụ này. Đây là nhân tố chính giúp giúp nâng cao tốc độ tăng trưởng cho vay trong năm ngoái.

Như đã đề cập, mảng ngân hàng bán lẻ của EIB ít cạnh tranh so với các đối thủ, do đó thu nhập phi rủi ro chỉ chiếm từ 7-8% trong tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh và tỷ trọng thu nhập phi rủi ro trong tổng thu nhập vẫn duy trì ở mức này trong 5 năm qua. EIB có hệ thống mạng lưới khiêm tốn và các sản phẩm dành cho khách hàng cá nhân còn hạn chế. Thu nhập từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán chỉ chiếm từ 6-7% trong tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong những năm thị trường chứng khoán tăng trưởng và lỗ trong năm 2008. EIB không tham gia nhiều vào thị trường chứng khoán.

Tốc độ tăng trưởng bình quân năm của tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh là 65% trong giai đoạn 2006-2009. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng đã giảm xuống chỉ còn 36.1% trong năm 2009 do lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối giảm. Ngược lại, tốc độ tăng trưởng của thu nhập lãi ròng đạt 49.7%, trong đó thu nhập từ phí tăng trưởng 92.9% nhờ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao và thu nhập từ phí cao từ sàn giao dịch vàng.

Về mặt chi phí, chi phí của EIB tăng lên do ngân hàng mở rộng mạng lưới chi nhánh một cách tích cực trong vài năm qua. Tỷ lệ chi phí hoạt động ngoài lãi trên tổng tài sản sản sinh lãi tăng đều từ 0.1-0.2%/năm lên 2.03% vào năm 2009 trong bối cảnh ngân hàng nâng cao hoạt động quản trị hệ thống tại Hội sở. Bình quân trong giai đoạn 2006-2009, tốc độ tăng trưởng chi phí hoạt động ngoài lãi cao hơn so với tốc độ tăng trưởng tổng thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh. Tỷ lệ chi phí hoạt động ngoài lãi trên tổng tài sản sinh lãi thấp hơn so với STB và CTG và cao hơn VCB, ACB, TCB và MB. Ngân hàng cần cải thiện tỷ lệ chi phí hoạt động ngoài lãi trên tổng tài sản sản sinh lãi trong điều kiện chi phí tại Hội sở chính tăng.

Chi phí dự phòng nợ khó đòi cũng là một nhân tố ảnh hưởng đến lợi nhuận. Những chi phí này gắn liền với tỷ lệ NPL. Trong năm 2009, tỷ lệ NPL nhóm 3-5 giảm xuống 1.8% và tổng chi phí dự phòng giảm 57%. Năm 2008 tỷ lệ NPL tăng mạnh lên 4.71% so với mức từ 1% trở xuống trong giai đoạn 2005-2007. Tỷ lệ NPL nhóm 3-5 của EIB cao gấp hai so với ngành, là 2.18% trong năm 2008. Theo đó, chi phí dự phòng nợ khó đòi của EIB đạt cao nhất từ trước đến nay là 320 tỷ đồng trong năm 2008.

Hoạt động quản trị rủi ro và quy trình xét duyệt các khoản vay đang dần được cải thiện. Bên cạnh đó, điều kiện kinh doanh cũng đã được cải thiện. Theo đó, số nợ khó đòi nhóm 3-5 giảm 30% trong năm 2009 và tỷ lệ NPL giảm xuống còn 1.8% vào thời điểm cuối năm 2009, thấp hơn so với ngành ước tính (là 2.4%). Nhờ vậy, chi phí dự phòng nợ khó đòi đã giảm gần ½ so với năm 2008.

Lợi nhuận trước thuế năm 2009 của EIB tăng trưởng 58%, thấp hơn mức bình quân tăng trưởng bình quân 65% trong giai đoạn 2007-2009. Điều này có được nhờ tỷ lệ NIM cao, tốc độ tăng trưởng cho vay cao và lãi từ sàn vàng cũng như từ những khoản lợi nhuận bất thường từ hoạt động kinh doanh ngoại hối .

Cơ cấu sở hữu vào thời điểm ngày 28/12/2009 và hoạt động quản trị ngân hàng: Nhà đầu tư tổ chức chiếm 67.02% cổ phần, còn lại là do nhà đầu tư cá nhân nắm giữ. EIB có 3 nhà đầu tư tổ chức sở hữu 29.1% cổ phần. SMBC sở hữu 15.13%, VCB 8.8% và VOF investment Limited 5.04%. Hiệntại, các cổ đông lớn và cổ đông chiến lược nước ngoài nắm giữ 25% cổ phần, các nhà đầu tư nước ngoài khác giữ 5% sau khi niêm yết. Số lượng cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài còn được phép mua đã hết. Ngân hàng có 208 nhà đầu tư tổ chức và 9,213 nhà đầu tư cá nhân.

Có 281.36 triệu cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng, trong đó, SMBC sở hữu 132.6 triệu. SMBC được phép chuyển nhượng cổ phiếu trong năm 2013. Và 6 tháng sau khi niêm yết, khoảng 73.4 triệu trong số 281.36 triệu cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng sẽ được phép chuyển nhượng.

Quản trị ngân hàng: Cổ đông chiến lược nước ngoài của EIB là SMBC có 2 đại diện tại Hội đồng quản trị và Ban giám đốc. SMBC tích cực tham gia vào điều hành ngân hàng. Đối tác chiến lược này có kế hoạch hỗ trợ EIB về mặt kỹ thuật, quản trị rủi ro và quản trị ngân hàng. SMBC tập trung cải thiện nguồn nhân lực cho EIB thông qua các khóa đào tạo tại nước ngoài. Sẽ mất thời gian để EIB có những cải thiện nhất định nhờ những hỗ trợ của cổ đông chiến lược nước ngoài. Quan trọng hơn nữa là SMBC đang hỗ trợ EIB trong việc phát triển mảng ngân hàng bán lẻ cũng như tiếp cận các khách hàng là các doanh nghiệp Nhật Bản.

Tỷ lệ an toàn vốn và tỷ lệ dư nợ dài hạn được tài trợ bởi vốn huy động ngắn hạn trên tổng vốn huy động ngắn hạn: Ngân hàng có tiềm lực tài chính mạnh với tỷ lệ an toàn vốn đạt 32.7% vào cuối năm 2009. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ an toàn vốn sẽ giảm xuống 26.6% vào cuối năm 2009 trong khi NHNN yêu cầu tỷ lệ an toàn vốn là 8%. Tiềm lực tài chính mạnh cho phép EIB tăng dư nợ cho vay và tăng tổng tài sản hơn nữa trong vòng 3 năm tới mà không cần tăng thêm vốn chủ sở hữu mà vẫn giữ được tỷ lệ an toàn vốn trên 12%. Tiềm lực tài chính mạnh giúp EIB giảm được những biến động dưới nhưng cú sốc lớn, bất ngờ từ bên ngoài.

Như đề cập ở trên, ngân hàng cũng có tỷ lệ dư nợ dài hạn được tài trợ bởi vốn huy động ngắn hạn trên tổng vốn huy động ngắn hạn chỉ vào khoảng 15-16%, điều này cho phép ngân hàng tăng dư nợ ngắn hạn và dư nợ dài hạn trong thời gian tới.

Chất lượng tài sản: Vào thời điểm cuối 2009, các khoản nợ xấu nhóm 3-5 và các khoản nợ xấu nhóm 2-5 lần lượt là 1.5% và 2.44% (cuối năm 2008 là 4.71% và 7.9%). Mặc dù tỷ lệ NPL đã giảm mạnh, công tác quản trị rủi ro vẫn không được cải thiện nhiều kể từ năm 2008. Do đó, danh mục cho vay của EIB vẫn chứa đựng những rủi ro tiềm ẩn có thể phát sinh trong tương lai.

EIB sẽ tiếp giao hạn mức xét duyệt tín dung tại cấp chi nhánh nghĩa cao hơn so với các ngân hàng khác. Mặc dù quá trình thẩm định tài sản thế chấp được tập trung tại Hội sở, EIB vẫn cần tách biệt chức năng bán hàng và chức năng xét duyệt vốn vay cũng như chức năng quản trị rủi ro nhằm giữ tỷ lệ NPL ổn định ở mức thấp.

Thanh khoản: Chúng tôi dự tính tỷ lệ dư nợ/vốn huy động tăng từ 64% năm 2008 lên 81% cuối năm 2009. Trong vòng những năm tới, tỷ lệ dư nợ/vốn huy động sẽ vào khoảng 85-87%. Nếu không loại trừ các khoản nợ

được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, thì tỷ lệ dư nợ/vốn huy động bình quân sẽ vào khoảng 72%. Bên cạnh đó, thanh khoản cũng được cải thiện nhờ vốn chủ sở hữu cao và việc ngân hàng nắm giữ trái phiếu chính phủ. Chúng tôi tin tưởng EIB sẽ làm tốt công tác quản trị rủi ro thanh khoản trong vòng 3 năm tới. Sau giai đoạn này, thanh khoản của EIB sẽ phụ thuộc vào tăng trưởng huy động vốn.

Theo dự tính của chúng tôi, tỷ lệ dư nợ/vốn huy động của EIB ở mức 81% vào cuối 2009, trong đó, tỷ lệ dư nợ/vốn huy động của đồng VNĐ là 115% và tỷ lệ dư nợ/vốn huy động bằng ngoại tệ là 27%, tỷ lệ dư nợ/vốn huy động bằng vàng là 54%.

Mặc dù có tỷ lệ dư nợ/vốn huy động bằng đồng VNĐ cao, chúng tôi vẫn cho rằng EIB có ít rủi ro thanh khoản hơn so với các ngân hàng khác vào thời điểm hiện tại. Vào cuối năm 2009, vốn chủ sở hữu chiếm 20% tổng nguồn vốn trong khi tài sản cố định và đầu tư dài hạn chỉ chiếm 3% trong tổng tài sản. Do đó, ngân hàng đã sử dụng vốn chủ sở hữu để cho vay. Nếu trừ các khoản vay được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, thì tỷ lệ dư nợ/vốn huy động bằng đồng VNĐ cuối năm 2009 theo ước tính của chúng tôi chỉ từ 68-70%.

Khả năng sinh lời: Do những lợi thế có được từ chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất và việc nới lỏng chính sách tiền tệ, EIB đã đạt lợi nhuận rất cao trong năm 2009.

Các chỉ số NIM, ROA và ROE đều được cải thiện trong năm 2009. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lo ngại một chút về việc cơ cấu thu nhập của EIB phụ thuộc quá nhiều vào lãi ròng, vốn rất nhạy cảm với tăng trưởng tín dụng và các động thái lãi suất. Những nguồn thu nhập khác chẳng hạn lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối hay từ đầu tư cổ phiếu cũng nhạy cảm với những rủi ro thị trường.

Thu nhập phi rủi ro vẫn chỉ ở mức thấp từ 7-8% trong tổng thu nhập. Sẽ cần có thời gian để ngân hàng có thể cải thiện tỷ trọng thu nhập phi rủi ro trong tổng thu nhập. Những hạn chế này có thể sẽ làm chậm quá trình mở rộng trong những năm tới của ngân hàng nếu EIB không phát triển được mảng ngân hàng bán lẻ lên vị thế ngang bằng với các ngân hàng khác như ACB và TCB.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh

- Ngân hàng có tiềm lực tài chính mạnh, giúp hỗ trợ tốt cho tính thanh khoản và việc tăng tổng tài sản trong vòng 3 năm tới khi mà mạng lưới chi nhánh của EIB còn yếu so với các ngân hàng khác.

- Vốn huy động từ doanh nghiệp chiếm 30% trong tổng vốn huy động, cao hơn so với các ngân hàng khác. EIB hiện có lãi suất cho vay cạnh tranh dựa trên nguồn vốn chủ sở hữu lớn và tỷ trọng vốn huy động từ khách hàng doanh nghiệp trong tổng vốn huy động cao.

- Ngân hàng có mảng ngân hàng bán buôn mạnh. Hoạt động tài trợ thương mại chiếm từ 20-22% trong tổng dư nợ do ngân hàng hoạt động mạnh trong mảng này. EIB đã được hưởng lợi từ việc Việt Nam tiếp tục chú trọng vào xuất khẩu để phát triển kinh tế.

Điểm yếu

- Mức độ đa dạng trong cơ cấu thu nhập còn thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành và phụ thuộc quá nhiều vào thu nhập lãi ròng. Thu nhập phi rủi ro chỉ chiếm từ 7-8% trong tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh.

- Mạng lưới chi nhánh còn nhỏ so với các ngân hàng khác và mảng ngân hàng bán lẻ vẫn ít cạnh tranh hơn so với các ngân hàng khác.

- Hoạt động quản trị rủi ro tín dụng và rủi ro hoạt động vẫn chưa đủ mạnh và cần được củng cố thêm. Mặc dù EIB đã cải thiện quá trình xét duyệt cho vay thì hoạt động xét duyệt cho vay tại cấp chi nhánh vẫn chiếm tỷ trọng đáng kể so với các ngân hàng như ACB và TCB. Hạn mức tín dụng được phê duyệt ở cấp chi nhánh vẫn còn quá cao. Điều này sẽ tạo ra những rủi ro tiềm ẩn cho ngân hàng.

- Trình độ của đội ngũ nhân viên và chất lượng cung cấp dịch vụ vẫn chưa đồng đều giữa cấp chi nhánh và phòng giao dịch. Ngân hàng chưa có chương trình tái cơ cấu nguồn nhân lực dựa trên việc chuẩn hóa nhu cầu nhân sự, chưa đưa ra những tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả làm việc rõ ràng và chưa có chương trình đào tạo các nhân sự chủ chốt một cách như những ngân hàng cổ phần khác.

Cơ hội

- Ngành ngân hàng tại Việt Nam mới bắt đầu bước vào giai đoạn phát triển thứ hai. Các dịch vụ ngân hàng dành cho tiêu dùng vẫn còn sơ khai. Đây là điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng phát triển mảng ngân hàng bán lẻ.

- Ngành ngân hàng có tỷ lệ đáp ứng nhu cầu còn thấp, mới chỉ có 20% dân số Việt Nam có tài khoản ngân hàng. Các ngân hàng nước ngoài sẽ cần từ 3-5 năm để xây dựng được mạng lưới chi nhánh hoạt động trước khi có thể tạo ra áp lực cạnh tranh đối với các ngân hàng trong nước.

Rủi ro

- Cạnh tranh ngày càng gay gắt trong bối cảnh các ngân hàng nước ngoài xâm nhập vào thị trường trong nước. Bên cạnh đó, các ngân hàng nội địa nhỏ cũng ngày càng lớn mạnh. Những ngân hàng này hiện đều tập trung vào việc chiếm lĩnh thị phần.

- Kinh tế vẫn khó khăn do vậy các ngân hàng phải đối mặt với những thay đổi đột ngột về kinh tế vĩ mô, vượt quá khả năng kiểm soát của các ngân hàng.

PHỤ LỤC

Ngân hàng TMCP XNK Việt Nam _Mã cổ phiếu: EIB - HoSE Thứ tư, ngày 10 tháng 03 năm 2010

Bảng cân đối kế toán *(Đơn vị tính: triệu đồng)*	2006	2007	2008	2009E	2010F	2011F	2012F
Tiền & các khoản tương đương tiền	2,898,007	1,850,102	4,455,588	6,838,617	2,232,948	2,947,492	3,907,236
Tiền gửi tại NHNN	374,378	825,202	3,438,736	2,115,265	2,977,264	3,929,989	5,187,586
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	2,535,139	4,746,967	9,491,316	6,976,109	8,275,488	6,206,616	6,838,043
Chứng khoán kinh doanh (giá trị gộp)	0	7,580	0	98,824	276,726	444,755	721,481
Chứng khoán kinh doanh (giá trị ròng)	0	8,257	0	108,697	326,091	543,485	869,576
Dự phòng giảm giá	0	(677)	0	(9,873)	(29,619)	(49,365)	(78,984)
Công cụ tài chính phái sinh	14,477	0	53,235	4,122	0	1	2
Cho vay khách hàng (giá trị gộp)	10,164,975	18,378,610	20,855,907	38,003,086	50,935,190	68,367,067	88,837,156
Cho vay khách hàng (giá trị ròng)	10,207,392	18,452,151	21,232,198	38,381,855	51,402,319	68,976,772	89,669,804
Dự phòng rủi ro tín dụng	(42,417)	(73,541)	(376,291)	(378,769)	(467,129)	(609,705)	(832,648)
Chứng khoán đầu tư	1,587,239	6,076,844	7,518,367	8,401,391	8,526,042	9,830,713	10,865,542
Chứng khoán sẵn sàng để bán	1,307,039	5,682,169	1,267,081	332,515	399,018	478,822	574,586
Chứng khoán nắm giữ đến ngày đáo hạn	280,200	400,100	6,367,582	8,165,783	8,165,783	9,390,650	10,329,715
Dự phòng giảm giá	0	(5,425)	(116,296)	(96,907)	(38,759)	(38,759)	(38,759)
Đầu tư dài hạn	92,493	690,538	765,151	766,468	919,762	1,103,714	1,324,457
Đầu tư Cty liên doanh liên kết	11,000	62,700	143,700	143,700	172,440	206,928	248,314
Các khoản đầu tư khác	81,493	627,838	621,451	622,768	747,322	896,786	1,076,143
Tài sản cố định	224,994	530,138	716,157	937,559	1,217,053	1,540,829	1,922,787
Tài sản cố định hữu hình	145,425	183,624	317,529	430,282	668,647	890,233	1,147,198
Tài sản cố định vô hình	79,569	346,514	398,628	507,277	548,406	650,596	775,589
Tài sản khác	435,777	604,443	953,364	1,887,814	2,454,158	3,190,406	4,147,527
Tổng tài sản	**18,327,479**	**33,710,424**	**48,247,821**	**66,029,254**	**77,814,632**	**97,561,581**	**123,751,818**
Các khoản nợ NHNN	433,582	28,059	26,954	1,611,076	0	0	0
Tiền gửi & vay của các TCTD khác	2,128,517	1,214,024	1,565,108	2,527,655	3,033,186	4,100,000	4,920,000
Tiền gửi khác hàng	13,141,175	22,906,123	30,877,730	38,766,464	49,621,074	65,499,818	86,459,759
Vốn ủy thác cho vay	40,170	25,255	13,170	6,376	200,736	200,736	200,736
Công cụ tài chính phái sinh	0	3,393	0	0	0	0	0
Chứng chỉ tiền gửi + trái phiếu	326,339	8,445	1,453,200	8,223,028	10,278,785	12,848,481	16,317,571
Các khoản nợ khác	311,029	3,230,182	1,467,582	944,356	1,133,227	1,359,873	1,631,847
Vốn và quỹ	1,946,667	6,294,943	12,844,077	13,950,299	13,547,623	13,552,673	14,221,905
Vốn điều lệ	1,212,371	2,800,000	7,219,999	8,800,080	8,800,000	8,800,000	8,800,000
Thặng dư vốn		2,974,462	5,291,552	3,711,471	3,711,551	3,711,551	3,711,551
Quỹ và vốn khác	532,805	122,443	228,129	236,503	471,780	209,298	440,724
Chênh lệch do đánh giá lại tỷ giá			0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	201,491	398,038	104,397	1,202,245	564,292	831,823	1,269,629
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0				
Tổng nợ phải trả & vốn CSH	**18,327,479**	**33,710,424**	**48,247,821**	**66,029,254**	**77,814,632**	**97,561,581**	**123,751,818**

Báo cáo kết quả HĐKD	2006	2007	2008	2009E	2010F	2011F	2012F
Thu nhập lãi & các khoản thu tương tự	983,397	1,753,670	4,196,594	4,344,177	8,436,501	10,556,020	13,487,817
Chi phí lãi & các chi phí tương tự	(631,847)	(1,069,041)	(2,876,882)	(2,368,870)	(6,027,166)	(7,653,598)	(10,003,723)
Thu nhập lãi ròng	351,550	684,629	1,319,712	1,975,307	2,409,335	2,902,423	3,484,094
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	75,780	101,932	154,175	267,762	307,926	384,908	481,135
Chi phí hoạt động dịch vụ	(31,680)	(29,763)	(44,688)	(56,581)	(62,239)	(71,575)	(82,311)
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	44,100	72,169	109,487	211,181	245,688	313,333	398,824
Lãi thuần từ HĐKD ngoại hối + vàng	75,453	139,257	634,105	134,606	67,303	80,764	96,916
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán kinh doanh	0	85	(4,163)	(39,835)	0	0	0
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư	41,222	57,190	(167,439)	153,327	120,000	120,000	120,000
Thu nhập khác	76,661	41,536	31,283	30,475	12,954	20,589	29,425
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	1,014	21,736	(30,938)	110,869	157,649	146,659	167,426
Tổng thu nhập thuần từ HĐKD	590,000	1,016,602	1,892,046	2,575,929	3,012,929	3,583,767	4,296,685
Chi phí hoạt động	(184,677)	(353,629)	(602,671)	(907,058)	(1,106,611)	(1,350,065)	(1,647,079)
Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro	405,323	662,973	1,289,375	1,668,871	1,906,318	2,233,702	2,649,605
Dự phòng rủi ro tín dụng	(46,736)	(34,126)	(320,144)	(136,085)	(216,289)	(309,120)	(439,449)
Lợi nhuận trước thuế	358,587	628,847	969,231	1,532,786	1,690,029	1,924,582	2,210,156
Thuế doanh nghiệp	(100,118)	(165,430)	(258,218)	(388,364)	(422,507)	(481,145)	(552,539)
Lợi nhuận sau thuế	258,469	463,417	711,013	1,144,422	1,267,522	1,443,436	1,657,617
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận phân phối cho cổ đông	258,469	463,417	711,013	1,144,422	1,267,522	1,443,436	1,657,617

Vị thế tài chính	2006	2007	2008	2009E	2010F	2011F	2012F
Quy mô							
Số điểm giao dịch	32	65	111	149	179	215	257
Số lượng nhân viên	1,392	2,360	3,104	3,700	4,440	5,328	6,394
Hệ số an toàn vốn							
Hệ số an toàn vốn CAR	na	27.0%	45.9%	26.6%	20.7%	16.7%	12.6%
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	11%	19%	27%	21%	17%	14%	11%
Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	9.41	5.36	3.76	4.73	5.74	7.20	8.70
Chất lượng tài sản							
Tài sản rủi ro/tổng tài sản	72.7%	79.3%	70.9%	74.2%	81.8%	81.5%	81.8%
Tỷ lệ nợ xấu nhóm 2-5	1.6%	1.5%	7.9%	2.4%	2.7%	2.9%	2.9%
Tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5	0.8%	0.9%	4.7%	1.8%	1.2%	1.4%	1.4%
Tỷ lệ tổng dự phòng rủi ro/Nợ xấu nhóm 3-5	49.8%	45.9%	37.7%	59.2%	75.1%	62.8%	65.9%
Tỷ lệ tổng dự phòng rủi ro/Nợ xấu nhóm 2-5	26.9%	26.5%	22.5%	44.5%	33.4%	30.3%	31.8%
Hệ số thanh khoản							
Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản	56%	59%	44%	63%	45%	36%	32%
Dư nợ cho vay/Tổng tiền gửi	75%	80%	64%	81%	85%	87%	86%
Vay liên NH/tổng nguồn huy động	14%	5%	5%	6%	6%	6%	5%
Khả năng tạo doanh thu của tài sản							
Tổng doanh thu/Tổng tài sản bình quân	12%	12%	16%	13%	17%	17%	17%
Lợi nhuận ròng/tổng tài sản	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
Tổng tài sản sinh lãi bình quân/tổng tài sản	82%	83%	80%	78%	84%	86%	86%
Khả năng sinh lời							
ROA	1.74%	1.78%	1.74%	2.00%	1.76%	1.65%	1.50%
ROE	18.58%	11.25%	7.43%	8.54%	9.22%	10.65%	11.94%
Chênh lệch giữa lãi suất cho vay bình quân và lãi suất huy động bình quân	3.18%	2.74%	2.97%	4.05%	3.30%	3.45%	3.70%
Thu nhập lãi ròng/tài sản sinh lãi b/q	2.90%	3.17%	3.69%	4.42%	4.00%	3.84%	3.67%
Thu nhập lãi ròng/tổng thu nhập	59.58%	67.34%	69.75%	76.68%	79.97%	80.99%	81.09%
Chi phí hoạt động/tài sản sinh lãi bình quân	1.85%	2.03%	1.84%	1.78%	1.73%	3.84%	3.67%
Hệ số chi phí hoạt động/tổng thu nhập	31.30%	34.79%	31.85%	35.21%	36.73%	37.67%	38.33%

Nguồn: Báo cáo của Eximbank/HSC tính toán; (F) HSC dự báo

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn