VIETCOMBANK (VCB – HSX)

Chờ đợi sự chuyển mình

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND) 27.500

Chúng tôi cho rằng khi những vấn đề căn cơ của ngành ngân hàng như nợ xấu, sở hữu chéo, minh bạch thông tin… chưa được xử lý triệt để, cổ phiếu ngân hàng nhìn chung vẫn sẽ chưa hấp dẫn để đầu tư. Động thái gần đây của NHNN và các ngân hàng về việc thực hiện thông tư 02/2013/TT-NHNN vào tháng 6.2014 chưa đem lại chúng tôi sự yên tâm về khả năng các giải pháp tái cấu trúc sẽ được thực hiện một cách triệt để.

Gần đây, lãnh đạo cấp cao của Vietcombank cho biết kết quả tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng có sự bứt phá vào cuối năm 2013 và nhiều tín hiệu tốt cho năm 2014. Ban lãnh đạo cũng cho thấy định hướng sẽ có những cải tiến cũng như nỗ lực để tăng tốc trong năm 2014. Đây là một động thái cần thiết để VCB bước qua giai đoạn duy trì ổn định sang giai đoạn phát triển, tuy nhiên, về mặt hiệu quả, chúng tôi cho rằng cần không ít thời gian để kiểm định.

Vietcombank có khá nhiều lợi thế về nguồn huy động vốn và chúng tôi cũng đánh giá cao hiệu quả quản lý của Ngân hàng. Tuy nhiên, việc kiểm soát nợ xấu tại Vietcombank vẫn là điều cần lưu ý. Bên cạnh đó, trong một số thời điểm, Vietcombank phải đảm nhận vai trò thực thi các chính sách, chỉ đạo từ NHNN và Chính phủ cho mục tiêu ổn định ngành ngân hàng và nền kinh tế. Đôi khi những hành động theo chỉ thị này không gắn liền với lợi ích cổ đông.

EPS dự phóng cho năm 2013 và 2014 lần lượt là 1.875 đồng và 2.010 đồng/cp. VCB hiện đang giao dịch với P/E (2013) và P/E(2014) lần lượt là 14,7x và 13,7x. Tỷ lệ chi trả cổ tức duy trì ở mức 12%, tương ứng tỷ lệ cổ tức/thị giá khoảng 5% - 6%. Kết hợp với các luận điểm ở trên, chúng tôi khuyến nghị ***TRUNG LẬP*** *đối với cổ phiếu VCB.*

- Chỉ tiêu an toàn vốn nâng cao sau khi có sự tham gia của cổ đông chiến lược.
- Hiệu quả quản lý cao so với các ngân hàng tại Việt nam.
- Công tác quản trị rủi ro được chú trọng.
- Chi phí huy động vốn thấp nhờ tiền gửi kỳ hạn ngắn chiếm tỷ trọng cao.
- Dư địa tăng trưởng thu nhập dịch vụ còn lớn.
- Vietcombank chưa có sự chuyển mình cần thiết trong bối cảnh thị trường đã có nhiều thay đổi.
- Kết quả kinh doanh năm 2013 và 2014 được dự báo từ duy trì đến tăng trưởng nhẹ.

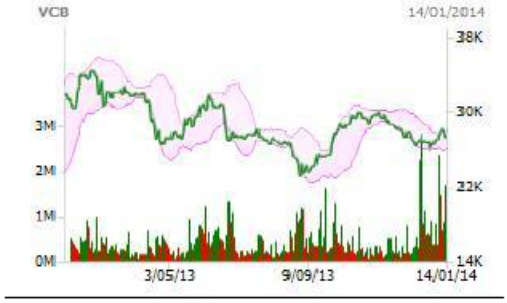
Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 /(tỷ đồng)	FY2011	FY2012	9M/FY2013	FY2013E	FY2014F
Thu nhập lãi thuần	12.422	10.954	8.057	10.714	12.044
% tăng trưởng	51,7	65,8	-0,1	-2,2	12,4
Lợi nhuận ròng	4.197	4.404	784	4.345	4.657
% tăng trưởng	-0,4	81,7	-9,6	-1,3	7,2
NIM (%)	3,4	2,9	2,0	2,5	2,4
EPS (VND)	1.789	1.909	0	1.875	2.010
Giá trị sổ sách (VND)	15.400	17.931			
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.200		18.553	19.362
P/E (x)	15,3	14,3		1.200	1.200
P/BV (x)	1,8	1,5		14,6	13,6
ROA (%)	1,3	1,1		1,5	1,4
ROE (%)	17,1	12,6		1,0	0,9

*Nguồn: VCB, Rồng Việt tổng hợp và ước tính, * Tính theo giá cổ phiếu ngày 13/1/2014*

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	63.729
SLCPLH	2.317.417.076
Beta	1,38
Free Float (%)	7,9
Giá cao nhất 52 tuần	33.300
Giá thấp nhất 52 tuần	23.300
KLGD bình quân 20 phiên	273.591



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VCB	14,8	53,9	52,2
Ngân hàng	-16,1	-11,6	N/A
VN 30 Index	6,4	24,1	N/A
VN Index	6,1	29,8	6,8

Cổ đông lớn (%)

Ngân hàng Nhà nước	77,1
Muzuho Bank, Ltd	15,0
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	19,8

Nguyễn Thị Phương Lam
(084) 08- 6299 2006 – Ext 318
lam.ntp@vdsc.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chỉ tiêu an toàn vốn nâng cao sau khi có sự tham gia của cổ đông chiến lược nước ngoài.

Quý 4/2011, Vietcombank phát hành 15% vốn cổ phần cho cổ đông chiến lược Nhật Bản là Mizuho Bank, Ltd. Việc phát hành này mang lại cho Vietcombank nguồn thặng dư vốn cổ phần khoảng 8.300 tỷ đồng, qua đó tăng nguồn vốn tự có và cải thiện chỉ tiêu về an toàn vốn cho ngân hàng.

Mizuho bank trở thành cổ đông chiến lược của Vietcombank vào thời điểm hệ thống ngân hàng Việt Nam đang trải qua giai đoạn khó khăn nhất và đang ở thời kỳ đầu của quá trình tái cấu trúc. Hai năm là thời gian khá ngắn để xác nhận những đóng góp của Mizuho. Tuy nhiên, trước mắt, có thể nhìn thấy các chỉ số về an toàn vốn đạt được mức khả quan.

Bảng 1. Hệ số an toàn vốn tối thiểu tăng mạnh sau khi có sự góp vốn của Mizuho Bank, Ltd

	2009	2010	2011	2012
Thay đổi vốn cấp 1 (%)	0,0	17,8	45,5	56,3
CAR (%)	8,1	9,0	11,1	14,8

Nguồn: BCTN của Vietcombank

Hiệu quả quản lý cao so với các ngân hàng tại Việt nam.

Mặc dù là ngân hàng quốc doanh, hiệu quả hoạt động của Vietcombank tương đối tốt nếu so sánh với một số ngân hàng quốc doanh cùng nhóm hoặc nhóm ngân hàng thương mại cổ phần. Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) duy trì ở mức xấp xỉ 40%, thấp hơn đáng kể so với một số ngân hàng lớn khác như CTG, ACB và MBB.

Bảng 2. Thu nhập hoạt động trung bình trên mỗi nhân viên và tỷ lệ CIR (2012)

	VCB	CTG	ACB	EIB	STB	MBB	BIDV
Thu nhập hoạt động/nhân viên	1.108	1.153	568	960	665	1.362	619
Chi phí/thu nhập hoạt động	39,8%	43,0%	73,2%	42,6%	60,6%	32,8%	39,8%

Nguồn: RongvietSecurities database

Công tác quản trị rủi ro được chú trọng.

Vì là ngân hàng quốc doanh, một tỷ trọng lớn các khoản tín dụng của Vietcombank được cấp cho các Tập đoàn, Tổng công ty Nhà nước, nhóm doanh nghiệp được đánh giá là hoạt động kém hiệu quả. Đây là nguyên nhân ảnh hưởng đến chất lượng tín dụng của ngân hàng, khiến Vietcombank trở thành một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu ở mức cao so với các ngân hàng niêm yết khác. Mặc dù vậy, tỷ lệ trích lập dự phòng so với nợ xấu luôn ở mức trên 95%, gần như đủ bù đắp cho các khoản nợ xấu khi phải xử lý mà vẫn đảm bảo lợi nhuận cho ngân hàng. Việc trích lập dự phòng cao cho thấy công tác quản trị rủi ro rất được Vietcombank chú trọng.

Tuy nhiên, có một điểm cần lưu ý là "nợ cần chú ý" (nợ nhóm 2) trên tổng dư nợ của Vietcombank cao vượt trội so với các ngân hàng niêm yết khác và đang ở mức 7,2% tại thời điểm 31/09/2013. Tỷ lệ này càng cao phản ánh rủi ro tiềm ẩn đối với nợ xấu càng lớn, một khi nợ nhóm 2 bị chuyển sang nợ thuộc nhóm 3. Do vậy, công tác quản trị rủi ro của ngân hàng sẽ tốt hơn nếu có biện pháp kiểm soát chặt chẽ các khoản nợ thuộc nhóm 2.

Bảng 3. Tỷ lệ nợ xấu, Dự phòng/nợ xấu và Nợ cần chú ý/Tổng nợ

	2011			2012			30/09/2013		
(%)	Tỷ lệ Nợ xấu	Tỷ lệ Dự phòng/ Nợ xấu	Tỷ lệ Nợ cần chú ý/ Tổng nợ	Tỷ lệ Nợ xấu	Tỷ lệ Dự phòng/ Nợ xấu	Tỷ lệ Nợ cần chú ý/ Tổng nợ	Tỷ lệ Nợ xấu	Tỷ lệ Dự phòng/ Nợ xấu	Tỷ lệ Nợ cần chú ý/ Tổng nợ
VCB	2,8	125,1	14,7	2,3	96,9	12,7	3,0	95,8	7,2
CTG	0,8	137,8	2,1	1,5	75,1	0,4	2,5	72,3	0,5
ACB	0,9	107,4	0,3	2,5	58,4	5,3	3,3	50,3	4,0
STB	0,6	175,5	0,3	2,0	73,3	0,4	2,3	59,0	0,6
EIB	1,6	51,4	1,4	1,3	61,4	2,7	1,8	53,7	1,8
SHB	2,2	54,4	3,8	8,8	24,9	8,1	7,7	24,6	6,5
MBB	1,6	116,6	4,1	1,8	95,7	4,1	2,6	87,8	4,6

Nguồn: RongViet Securities database

Chi phí huy động vốn thấp nhờ tiền gửi kỳ hạn ngắn chiếm tỷ trọng cao.

Dữ liệu của RongViet Securities cho thấy thị phần huy động tiền gửi năm 2012 của VCB là 11,8%, thấp hơn CTG và BIDV. Mặc dù vậy, với lợi thế là ngân hàng quốc doanh và có nhiều uy tín, Vietcombank thu hút được lượng tiền gửi ổn định từ các tổ chức kinh tế và dân cư, ít nhiều giảm được áp lực cạnh tranh huy động tiền gửi bằng lãi suất giữa các ngân hàng thuộc nhóm trung bình – nhỏ trong giai đoạn căng thẳng thanh khoản. Thêm vào đó, nhờ mạng lưới POS lớn nhất và mạng lưới ATM lớn thứ hai, VCB có điều kiện thuận lợi để thu hút tiền gửi thanh toán cá nhân. Tỷ lệ tiền gửi thanh toán của VCB luôn chiếm 23 – 25% tổng tiền gửi của khách hàng nên chi phí huy động vốn của VCB tương đối thấp so với hầu hết các ngân hàng thương mại khác. Trong 9 tháng 2013, chi phí huy động bình quân của VCB vào khoảng 6,2%, thấp hơn mức bình quân 7,6% của năm 2012.

Bảng 4. Chi phí huy động vốn bình quân (%)

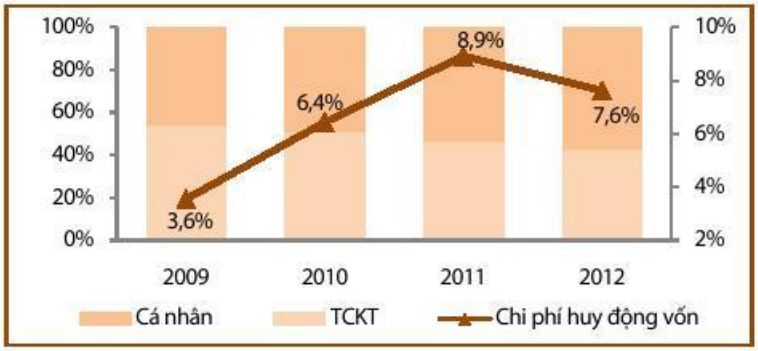
	VCB	CTG	ACB	STB	EIB	MBB
2011	8,9	11,6	9,4	10,2	9,8	9,4
2012	7,6	9,0	7,9	9,3	8,6	7,6

Bảng 5. Tỷ trọng tiền gửi thanh toán/tổng tiền gửi khách hàng (%)

	VCB	CTG	ACB	STB	EIB	MBB
2011	24,3	18,1	10,3	15,8	11,7	27,4
2012	23,6	18,5	10,3	12,5	10,5	30,2
9T2013	23,5	14,4	11,1	12,3	13,1	24,9

Nguồn: RongViet Securities database

Hình 1 . Cơ cấu huy động tiền gửi của Vietcombank (2012)



Nguồn: RongViet Securities database

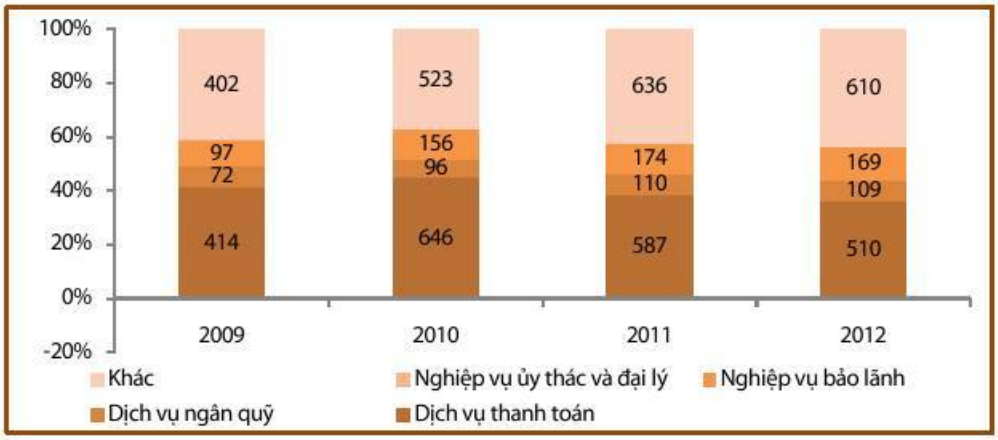
Dư địa tăng trưởng thu nhập dịch vụ còn lớn thông qua thu phí thẻ và tài trợ thương mại.

VCB là ngân hàng có mạng lưới POS lớn nhất nước với 32.178 máy (chiếm thị phần 29%) và là một trong những ngân hàng có mạng lưới ATM lớn thứ hai với 1.835 máy (số liệu theo BCTN 2012 của Vietcombank). Bên cạnh lợi thế về thu hút tiền gửi thanh toán, mạng lưới máy POS và ATM lớn đã đóng góp đáng kể vào thu nhập phí dịch vụ và hoa hồng của VCB. Bắt đầu từ tháng 3/2013, khi chính thức triển khai thu phí dịch vụ ATM, thu nhập thuần từ dịch vụ trong 9T2013 đã tăng trưởng hơn 19% (y-o-y).

Bên cạnh đó, thế mạnh truyền thống của VCB vẫn ở mảng tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế. Năm 2012, Vietcombank đã phát hành được hơn 1,1 triệu thẻ các loại, doanh số sử dụng và thanh

toán thẻ tăng trưởng mạnh. Đặc biệt, đối với thanh toán thẻ quốc tế, doanh số đạt gần 1,2 tỷ USD, tăng 22% so với năm 2011 và chiếm hơn 50% thị phần trong hệ thống ngân hàng. Với cơ cấu dân số trẻ và thu nhập bình quân đầu người đang ngày càng tăng ở Việt Nam, nhu cầu thanh toán hiện đại, đặc biệt bằng thẻ tín dụng và ghi nợ, sẽ còn nhiều tiềm năng để phát triển và hứa hẹn đóng góp đáng kể vào thu nhập của ngân hàng.

Hình 2. Cơ cấu thu nhập dịch vụ (2009 – 2012)

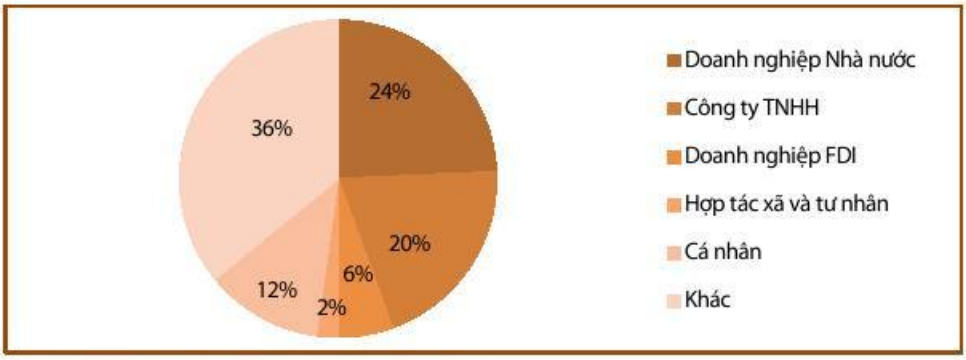


Nguồn: RongViet Securities database

Vietcombank vẫn là đơn vị kinh doanh Nhà nước, chưa có sự "chuyển mình" cần thiết trong bối cảnh thị trường kinh doanh đã có nhiều thay đổi.

Vietcombank là một trong những ngân hàng quốc doanh có quy mô lớn và hoạt động tương đối hiệu quả. Tuy nhiên, giai đoạn khó khăn vừa qua đã bộc lộ những điểm yếu nhất định của ngân hàng như là cơ cấu thu nhập phụ thuộc quá nhiều vào thu nhập từ lãi (chiếm hơn 70%). Bên cạnh đó, hoạt động tín dụng chủ yếu tập trung vào nhóm doanh nghiệp nhà nước hiệu quả thấp, chưa chú trọng đến khu vực doanh nghiệp FDI cũng như đối tượng khách hàng cá nhân. Cơ cấu này khiến thu nhập lãi của ngân hàng khá "nhạy cảm" với các chính sách chi tiêu công của Chính phủ. Trong khi thu nhập từ hoạt động dịch vụ chưa đủ lớn về quy mô và tốc độ tăng trưởng để cân đối.

Hình 3. Khách hàng là Doanh nghiệp nhà nước chiếm tỷ trọng cao (2012)



Nguồn: BTCT Vietcombank, RongViet Securities tổng hợp

Những lợi thế trước đây của Vietcombank (điển hình như tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế…) cũng đang dần bị chia sẻ bởi các đối thủ khác gồm các ngân hàng thương mại mới hoặc các chi nhánh ngân hàng nước ngoài, đặc biệt như ANZ, HSBC, Standard Charter…

Bên cạnh vai trò là một định chế tài chính kinh doanh, Vietcombank còn là một trong bốn ngân hàng quốc doanh lớn nhất do Nhà nước nắm cổ phần chi phối, có nhiệm vụ dẫn dắt ngành. Do đó, trong một số hoàn cảnh nhất định, Vietcombank phải đảm nhận vai trò thực thi các chính sách, chỉ đạo từ

NHNN và Chính phủ cho mục tiêu ổn định ngành ngân hàng và nền kinh tế. Đôi khi những hành động theo chỉ thị này không gắn liền với lợi ích cổ đông.

Với cơ cấu và phương hướng kinh doanh như trên, kết quả lợi nhuận của VCB trong các 5 năm vừa qua gần như "dậm chân tại chỗ".

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng khi những vấn đề căn cơ của ngành ngân hàng như nợ xấu, sở hữu chéo, minh bạch thông tin… chưa được xử lý triệt để, cổ phiếu ngân hàng nhìn chung vẫn sẽ chưa hấp dẫn để đầu tư. Động thái gần đây của NHNN và các ngân hàng về việc thực hiện thông tư 02/2013/TT-NHNN vào tháng 6.2014 chưa đem lại chúng tôi sự yên tâm về khả năng các giải pháp tái cấu trúc sẽ được thực hiện một cách triệt để.

Vừa qua, lãnh đạo cấp cao của Vietcombank vừa cho biết kết quả tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng có sự bứt phá vào cuối năm 2013 và nhiều tín hiệu tốt cho năm 2014. Ban lãnh đạo cũng cho thấy định hướng sẽ có những cải tiến cũng như nỗ lực để tăng tốc trong năm 2014. Đây là một động thái cần thiết để VCB bước qua giai đoạn duy trì ổn định sang giai đoạn phát triển, tuy nhiên, về mặt hiệu quả, chúng tôi cho rằng cần không ít thời gian để kiểm định.

Vietcombank có khá nhiều lợi thế về nguồn huy động vốn và chúng tôi cũng đánh giá cao hiệu quả quản lý của Ngân hàng. Tuy nhiên, việc kiểm soát nợ xấu tại Vietcombank vẫn là điều cần lưu ý. Bên cạnh đó, trong một số thời điểm, Vietcombank phải đảm nhận vai trò thực thi các chính sách, chỉ đạo từ NHNN và Chính phủ cho mục tiêu ổn định ngành ngân hàng và nền kinh tế. Đôi khi những hành động theo chỉ thị này không gắn liền với lợi ích cổ đông.

EPS dự phóng cho năm 2013 và 2014 lần lượt là 1.875 đồng và 2.010 đồng/cp. Với mức giá thị trường 27.500 đồng/cp ngày 13/01/2014, VCB hiện đang giao dịch với P/E (2013) và P/E(2014) lần lượt là 14,7x và 13,7x. Tỷ lệ chi trả cổ tức duy trì ở mức 12%, tương ứng tỷ lệ cổ tức/thị giá khoảng 5% - 6%. Kết hợp với các quan ngại ở trên, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu VCB trong DÀI HẠN.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Những giả định chính

	Tăng trưởng (%)			Lãi suất bình quân (%)		NIM (%)	CIR (%)
	Tổng tài sản	Huy động	Tín dụng	Cho vay	Huy động		
2013E	7,4	16,2	14,5	9,2	5,5	2,6	39,0
2014F	10,4	13,0	15,0	9,3	5,5	2,6	39,0

Tăng trưởng tín dụng tiếp tục là thách thức.

Do đặc điểm mùa vụ, nhu cầu vay vốn của doanh nghiệp thường sẽ tăng mạnh trong thời gian cuối năm. Đặc biệt, trong tháng 12/2013, Vietcombank đã giải ngân cho một số dự án vay lớn là Tập đoàn Viettel (40 triệu USD), Vietnam Airline (53 triệu USD)… giúp tình hình tăng trưởng tín dụng của ngân hàng có sự chuyển biến bất ngờ. Với các gói giải ngân mới này, tăng trưởng tín dụng năm 2013 của Vietcombank sẽ tốt hơn mức trung bình của toàn hệ thống và dự kiến đạt khoảng 14,5%.

Vietcombank đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng năm 2014 là 15%. Với một số hợp đồng vay mới được ký kết vào cuối năm 2013 như dự án với Tổng công ty Khoan thăm dò khai thác dầu khí, Tập đoàn Cao su, Tập đoàn Điện lực, Tập đoàn than và khoáng sản, và các gói tín dụng mới với Tập đoàn Viettel và Vietnam Airline… sẽ đảm bảo cho kế hoạch tín dụng này của Vietcombank.

Dự báo thu nhập thuần từ lãi không tăng trưởng và tỷ lệ lãi biên ròng (NIM) giảm.

Trước diễn biến thanh khoản hệ thống dần ổn định, trần lãi suất huy động đang từng bước được NHNN gỡ bỏ, bắt đầu từ các kỳ hạn dài. Trong lần điều chỉnh lãi suất huy động gần đây nhất, NHNN đã bỏ trần lãi suất đối với kỳ hạn trên 6 tháng, và giữ mức trần đối với kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng là 7%/năm. Lãi suất huy động bình quân năm 2013 của Vietcombank dự báo ở mức 5,5%.

Về phía lãi suất cho vay, kỳ vọng lãi suất cho vay bình quân năm 2013 của Vietcombank sẽ vào khoảng 9,2%. Tổng tài sản có thu nhập lãi dự kiến tăng 13%, trong đó tăng trưởng tiền gửi tại NHNN và cho vay liên ngân hàng dự báo lần lượt là 40% và 30%, và tăng trưởng cho vay đạt khoảng 14,5%. Tỷ lệ NIM theo đó dự báo giảm từ mức 3,18% của năm 2012 xuống còn 2,54% trong năm 2013 và 2,56% trong năm 2014. Thu nhập thuần từ lãi cả năm 2013 dự báo đạt 10.714 tỷ đồng, giảm 2% so với năm 2012.

Dự báo thu nhập thuần từ dịch vụ tăng trưởng tốt nhờ thu phí dịch vụ thẻ ATM.

Hoạt động dịch vụ của VCB tăng trưởng khá tốt trong năm 2013, một phần nhờ thu phí dịch vụ thẻ ATM. Việc thu phí này được triển khai từ tháng 3/2013 và ước đóng góp khoảng 13% vào thu nhập ròng của hoạt động dịch vụ. Bên cạnh đó, nhờ sự tăng trưởng của các mảng dịch vụ truyền thống như dịch vụ thanh toán và dịch vụ bảo lãnh, tổng thu nhập hoạt động dịch vụ trong 9T2013 tăng khoảng 19% so với cùng kỳ năm 2013. Kỳ vọng thu nhập thuần từ kinh doanh dịch vụ sẽ tiếp tục đạt kết quả khả quan trong quý cuối năm, dự báo thu nhập thuần cả năm 2013 sẽ tăng trưởng khoảng 20% so với năm 2012 và đạt 1.668 tỷ đồng.

Thu nhập ngoài lãi và dịch vụ. Nhu cầu xuất nhập khẩu trong quý cuối năm sẽ sôi động hơn do tác động yếu tố vụ mùa, do đó, kỳ vọng giao dịch ngoại tệ, thanh toán xuất nhập khẩu sẽ tiếp tục sôi động trong thời gian này. Với xu hướng diễn ra trong ba quý vừa qua, kỳ vọng thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng sẽ tăng trưởng khoảng 30% và đạt 1.934 tỷ đồng. Bên cạnh đó, với tỷ lệ đầu tư vào chứng khoán đầu tư vẫn được giữ ở mức cao, dự báo thu nhập từ nguồn này sẽ tăng trưởng khoảng 8,4% so với năm 2012 và đạt 225 tỷ đồng.

Ngoài ra, trong tháng 12/2013, Vietcombank đã bán 5,35 triệu cổ phiếu PVD. Căn cứ mức biến động giá trong giai đoạn này, chúng tôi ước tính giá bán bình quân là 61.000 đồng/cổ phiếu, sau khi trừ đi giá trị

sổ sách của khoản đầu tư là 56 tỷ đồng, dự kiến khoản lợi nhuận tương ứng mang về cho Vietcombank là 270 tỷ đồng.

Chi phí hoạt động và dự phòng rủi ro tín dụng. Hệ số chi phí trên thu nhập kỳ vọng sẽ vào khoảng 39%, tương ứng 6.105 tỷ đồng. Trong hai quý cuối năm, Vietcombank đã tích cực xử lý các khoản nợ xấu, đồng thời thu hồi được các khoản ngoại bảng và nợ xấu với quy mô lớn gấp ba lần so với giai đoạn đầu năm. Do đó, dự kiến tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm nhẹ so với mức cuối quý ba và dự báo còn khoảng 2,6%. Chi phí trích lập dự phòng ước tính năm 2013 là 3.792 tỷ đồng.

Trong hai tháng cuối năm 2013, bên cạnh hệ thống phân loại nợ xấu hiện hành, Vietcombank cũng thực hiện phân loại nợ xấu theo quy định của Thông tư 02. Được biết, nếu áp dụng theo quy chuẩn này, tỷ lệ nợ xấu của Vietcombank sẽ tăng gấp hai lần so với chuẩn phân loại hiện hành. Với tỷ lệ nợ xấu như trên, dự báo chi phí trích lập dự phòng trong năm 2014 của Vietcombank khoảng 4.659 tỷ đồng.

Bảng 6. Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh

Chỉ tiêu (VND tỷ đồng)	FY2011	FY 2012	FY 2013E	FY 2014F
BẢNG CÂN ĐỐI				
Tiền gửi, cho vay các TCTD khác	105.005	65.713	85.427	98.240
Cho vay khách hàng	204.089	235.870	270.071	310.582
Chứng khoán đầu tư	29.457	78.521	69.099	60.116
Tổng tài sản	**366.722**	**414.475**	**467.765**	**514.591**
Tiền gửi và vay các TCTD khác	47.962	34.066	40.880	47.012
Tiền gửi của khách hàng	227.017	284.415	329.352	372.168
Phát hành giấy tờ có giá	2.071	2.028	2.230	2.208
THU NHẬP				
Thu nhập lãi	33.355	31.747	28.232	32.236
Chi phí lãi	-20.933	-20.793	-17.519	-20.193
Thu nhập lãi thuần	12.422	10.954	10.714	12.044
Thu nhập thuần ngoài lãi	2.448	4.154	4.941	5.699
Thu nhập hoạt động	**11.524**	**15.109**	**15.654**	**17.743**
Chi phí hoạt động	-5.700	-6.016	-6.105	-6.920
Lợi nhuận trước dự phòng	9.171	9.093	9.549	10.823
Dự phòng rủi ro tín dụng	-3.474	-3.329	-3.792	-4.659
Lợi nhuận trước thuế	**5.697**	**5.764**	**5.757**	**6.164**
Lợi nhuận sau thuế	4.197	4.404	4.345	4.657
EPS (đồng)	1.789	1.909	1.875	2.010
Giá trị sổ sách (đồng)	15.400	17.931	18.553	19.362

Nguồn: VCB, RongViet Securities database

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Hoạt động tín dụng của Vietcombank mang lại nhiều bất ngờ trong quý 4/2013. Nhờ giải ngân ngân một số hợp đồng giá trị vay lớn, tốc độ tăng trưởng tín dụng của Vietcombank có sự đột phá từ mức 3,2% vào thời điểm cuối quý 3/2013 lên mức 14,5% vào thời điểm cuối quý 4/2013 và bỏ khá xa mức trung bình của toàn hệ thống.

Mặc dù đạt kết quả tích cực hơn kỳ vọng, những biến động lớn ở chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho thấy sự thiếu ổn định trong mô hình cho vay của Vietcombank. Với hơn 40% khách hàng vay tập trung vào các Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước và các doanh nghiệp lớn khác, tình hình cho vay của Vietcombank phụ thuộc nhiều vào kế hoạch đầu tư của các đơn vị này và có thể dẫn đến những biến động đột ngột. Để cân bằng lại mô hình cho vay, định hướng phát triển kinh doanh của Vietcombank trong nhiều năm gần đây đã bắt đầu quan tâm đẩy mạnh mảng bán lẻ, hướng đến khai thác nhóm khách hàng cá nhân. Mặc dù vậy, tỷ trọng nhóm vay cá nhân trong cơ cấu khách hàng của Vietcombank vẫn chiếm tỷ trọng khá khiêm tốn, khoảng 12% vào thời điểm cuối năm 2012.

Bảng 7. Tăng trưởng tín dụng và huy động của Vietcombank

(%)	2011	2012	9T2013	2013E	2014F
Tăng trưởng tín dụng	6,0	8,3	3,2	14,5	15
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	8,5	11,8	11,1	16,2	13

Nguồn: RongViet Securities database

Hầu hết các chỉ tiêu tài chính khác của Vietcombank, tính đến thời điểm cuối tháng 9/2013, đều khá tốt so với trung bình toàn hệ thống. Mức độ an toàn vốn liên tục được cải thiện kể từ khi Vietcombank phát hành tăng vốn điều lệ và nhờ nguồn thặng dư vốn cổ phần sau khi phát hành cho cổ đông chiến lược Mizuho Bank, Ltd. So với tỷ lệ CAR vào cuối năm 2012 của toàn hệ thống là 13,8%, rõ ràng mức độ an toàn vốn của Vietcombank đang được kiểm soát chặt chẽ.

Mức độ an toàn vốn	2011	2012	2013E	Q32013	TB hệ thống (2012)
CAR (*)	11,1	14,8	N/A	N/A	13,8
Tổng nợ/Vốn CSH	11,8	9,0	9,3	9,6	N/A
Cho vay khách hàng/Tổng tài sản	55,7	56,9	59,9	55,4	N/A
Chất lượng tài sản	**2011**	**2012**	**2013E**	**Q32013**	**TB hệ thống (Q32013)**
Tăng trưởng tài sản	19,3	13,0	7,4	6,1	6,7
Tăng trưởng VCSH	40,6	45,1	3,7	-0,1	6,3
NPL	2,8	2,3	2,5	3,0	4,5

Nguồn: RongViet Securities database; (*) BCTN của VCB

Những biến động bất lợi của ngành ngân hàng và sự đình trệ của kinh tế là con dao hai lưỡi đối với các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động của Vietcombank. Các chỉ tiêu như NIM, ROE và ROA suy giảm trong năm 2012 và dự báo cả trong năm 2013. Mặc dù vậy, hiệu quả quản lý vẫn tương đối tốt khi mà mức thu nhập trung bình mang lại bởi một nhân viên vẫn liên tục tăng trưởng. Đồng thời, tỷ lệ cho vay/huy động được kiểm soát ở mức an toàn hơn và nhờ kiểm soát chặt chẽ chi phí, tỷ lệ CIR ở mức tương đối thấp so với trung bình ngành.

	2011	2012	2013E	Q32013	TB hệ thống (Q32013)
Hiệu quả quản lý					
Cho vay/Huy động	89,9	82,9	83,7	77,0	85,4
Thu nhập hoạt động/nhân viên (triệu VND)	917	1.108	1.141	815	N/A
ROAE	20,7	14,2	10,8	7,3	5,2
Hiệu quả hoạt động					
NIM	2,8	3,2	2,6	2,0	N/A
Chi phí/thu nhập (CIR)	49,5	39,8	39,0	37,3	N/A
Thu nhập lãi/Tổng thu nhập hoạt động	1,1	0,7	0,7	72,2	N/A
ROAA	1,4	1,2	1,1	0,7	0,5

Nguồn: RongViet Securities database
(*) Dự báo Thu nhập hoạt động của Rongviet Securities và số lượng nhân viên đến thời điểm 30/09/2013 là 13.771 người.

Tình hình thanh khoản của Vietcombank liên tục được cải thiện. Với đánh giá lạc quan về triển vọng ổn định của hệ thống ngân hàng sau khi NHNN bắt tay xử lý nợ xấu và kiểm soát nghiêm các hoạt động của hệ thống, chúng tôi cho rằng tình hình thanh khoản của Vietcombank sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tích cực.

	FY2011	FY2012	FY2013E
Thanh khoản (%)			
Tiền, tương đương tiền và dự trữ bắt buộc trên tổng tài sản	4,4	5,2	5,7
Tiền, tương đương tiền và dự trữ bắt buộc trên vốn huy động	5,8	6,7	7,1

Nguồn: RongViet Securities database

ĐỊNH GIÁ

Hoạt động kinh doanh của VCB khá trì trệ trong nhiều năm gần đây do cả những nguyên nhân khách quan và chủ quan. Tỷ lệ tăng trưởng kép của lợi nhuận trước thuế trong giai đoạn 2008 – 2012 của VCB chỉ đạt khoảng 12,8%, thấp hơn một số ngân hàng đi sau như CTG và MBB.

Bảng 8. Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (CAGR 2008 - 2012)

VCB	CTG	ACB	STB	MBB
12,8%	35,3%	-20,1%	5,4%	37,6%

Nguồn: Rongviet Securities database

Từ cuối năm 2013, VCB đã bắt đầu có những dấu hiệu chuyển mình. Điển hình ở hoạt động tín dụng, nếu như cuối quý 3/2013, chỉ tiêu tăng trưởng này của VCB vẫn còn hụt khá xa so với hệ thống thì đến cuối năm, dự kiến tốc độ tăng trưởng tín dụng tại VCB sẽ cao hơn mức trung bình của ngành. Bên cạnh đó, sự quan tâm đến quản trị chất lượng tín dụng cũng là một trong những yếu tố mà chúng tôi đánh giá cao ở VCB so với các ngân hàng khác (Vietcombank là một trong số ít các ngân hàng sớm thực hiện phân loại nợ bằng phương pháp định tính). VCB cũng được xem là ngân hàng quốc doanh có quy mô lớn và năng động nhất trong nhóm này, có uy tín về thương hiệu và vị thế dẫn dắt ngành. Trên sàn chứng khoán niêm yết, VCB là một trong những cổ phiếu có quy mô vốn hóa lớn nhất sàn và thu hút được sự quan tâm nhất định từ phía các nhà đầu tư tổ chức và quỹ đầu tư chỉ số. Chính những lý do nay khiến VCB luôn được thị trường định giá cao hơn so với các ngân hàng niêm yết còn lại.

Với giá đóng cửa 27.500 đồng/cp, VCB đang được giao dịch ở mức forward P/E là 14,7x, cao hơn trung bình ngành 34% và P/B là 1,5x, cao hơn trung bình ngành 28%. Chúng tôi cho rằng đây là mức giá không rẻ so với triển vọng sinh lời của ngành ngân hàng trong tầm nhìn một năm . Áp dụng mức thặng dư 20% cho P/E và P/B của VCB, chúng tôi cho rằng giá hợp lý của cổ phiếu này là 25.300 đồng/cp.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	24.711	50%	12.355
P/B	25.828	50%	12.914
Giá bình quân		**100%**	**25.270**

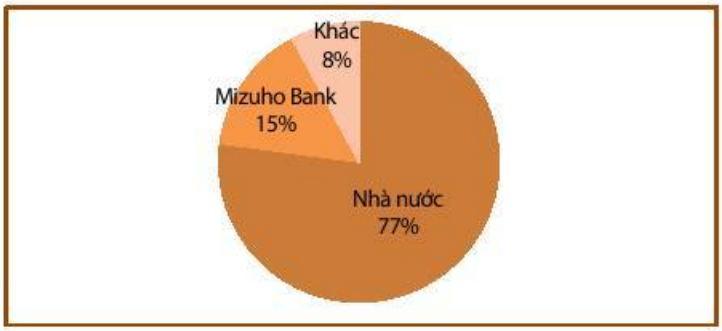
Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV
CTG	60.319	6,6	1,3
ACB	15.003	15,7	1,2
STB	19.765	24,4	1,2
MBB	14.168	6,2	1,0
EIB	15.815	13,2	1,0
Bình quân		**11,0**	**1,2**

Nguồn: Rongviet Securities tổng hợp

TỔNG QUAN CÔNG TY

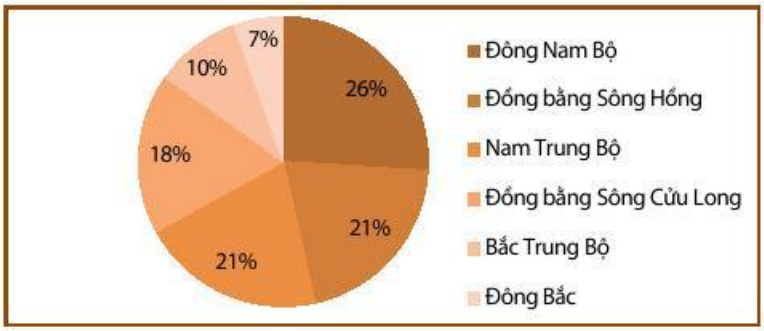
Vietcombank tiền thân là Sở Quản lý Ngoại hối thuộc Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được thành lập ngày 20/01/1955 theo Nghị định 443/TTg của Thủ tướng Chính phủ. Từ một ngân hàng chuyên doanh phục vụ kinh tế đối ngoại, Vietcombank ngày nay đã trở thành một ngân hàng đa năng hoạt động đa lĩnh vực, cung cấp cho khách hàng đầy đủ các dịch vụ tài chính hàng đầu trong lĩnh vực thương mại quốc tế; trong các hoạt động truyền thống như kinh doanh vốn, huy động vốn, tín dụng, tài trợ dự án… cũng như mảng dịch vụ ngân hàng hiện đại: kinh doanh ngoại tệ và các công vụ phái sinh, dịch vụ thẻ, ngân hàng điện tử…

Hình 4. Cơ cấu cổ đông (30/09/2013)



Nguồn: VCB, RongViet Securities tổng hợp

Hình 5. Mạng lưới hoạt động (2012)



Nguồn: VCB, RongViet Securities tổng hợp

Hơn 70% tài sản tập trung vào cho vay khách hàng và liên ngân hàng. Hai năm gần đây, do tăng trưởng tín dụng gặp khó khăn về đầu ra, VCB tăng cường đầu tư trái phiếu.

Bảng 9. Cơ cấu tài sản và nguồn vốn của Vietcombank

	2011		2012		Q1/2013		Q2/2013		Q3/2013	
Cơ cấu tài sản	**tỷ đồng**	**%**	**tỷ đồng**	**%**	**tỷ đồng**	**%**	**tỷ đồng**	**%**	**tỷ đồng**	**%**
Tiền gửi, cho vay các TCTD khác	105.005	28,6	65.713	15,9	70.351	16,7	100.030	22,9	79.182	18,0
Cho vay khách hàng	204.089	55,7	235.870	56,9	233.166	55,5	231.636	53,1	243.530	55,4
Chứng khoán đầu tư	29.457	8,0	78.521	18,9	79.487	18,9	60.881	13,9	73.948	16,8
Tài sản khác	28.171	7,7	34.371	8,3	37.476	8,9	43.923	10,1	42.997	9,8
Cơ cấu nguồn vốn										
Tiền gửi và vay các TCTD khác	47.962	13,1	34.066	8,2	37.775	9,0	42.491	9,7	40.133	9,1
Tiền gửi của khách hàng	227.017	61,9	284.415	68,6	297.759	70,8	304.812	69,9	316.189	71,9
Các khoản nợ khác	62.961	17,2	54.289	13,1	42.308	10,1	48.399	11,1	41.675	9,5
Vốn CSH	28.639	7,8	41.553	10,0	42.482	10,1	40.603	9,3	41.514	9,4

Nguồn: RongvietSecurities tổng hợp và tính toán

Vietcombank là một trong những ngân hàng quốc doanh quy mô lớn sớm chú trọng đến an toàn vốn và chất lượng tài sản.

Trong nhóm các ngân hàng niêm yết (ngoại trừ BIDV mới thực hiện IPO), VCB là ngân hàng có quy mô tổng tài sản lớn thứ ba nhưng có vốn chủ sở hữu lớn nhất. Xét về thị phần huy động và tín dụng, VCB đứng thứ ba, sau CTG và BIDV.

Đối với các chỉ tiêu về an toàn vốn và chất lượng tài sản, có thể thấy hệ số CAR của Vietcombank ở mức cao nhất trong nhóm ngân hàng sử dụng so sánh. Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) cũng ở mức an

toàn hơn so với CTG và BIDV. Mặc dù vậy, hiệu quả hoạt động chưa thực sự khả quan, nếu so sánh với các ngân hàng khác như CTG, EIB và MBB.

Bảng 10. Quy mô của Vietcombank và các ngân hàng thương mại (2012)

	Tổng tài sản (tỷ VND)	Vốn CSH (tỷ VND)	Thị phần huy động (%)	Thị phần tín dụng (%)	ROAA (%)	ROAE (%)	NIM (%)	CAR (*)(%)	LDR (%)	NPL (%)
VCB	414.475	41.553	11,8	8,3	1,2	14,2	3,2	14,8	82,3	2,3
CTG	503.530	33.625	12,0	11,6	1,3	19,8	4,1	10,3	103,7	1,5
ACB	176.308	12.625	5,2	3,6	0,3	6,4	3,7	9,0	69,7	2,5
EIB	170.156	15.812	2,9	2,6	1,2	13,3	3,1	14,7	90,3	1,3
STB	152.119	13.699	4,4	3,3	0,7	7,1	5,3	9,5	82,3	2,0
MBB	175.610	12.864	4,9	2,6	1,5	20,5	4,6	11,2	60,4	1,8
BIDV	484.785	26.494	12,5	11,8	0,6	10,1	2,2	9,0	100,9	2,7

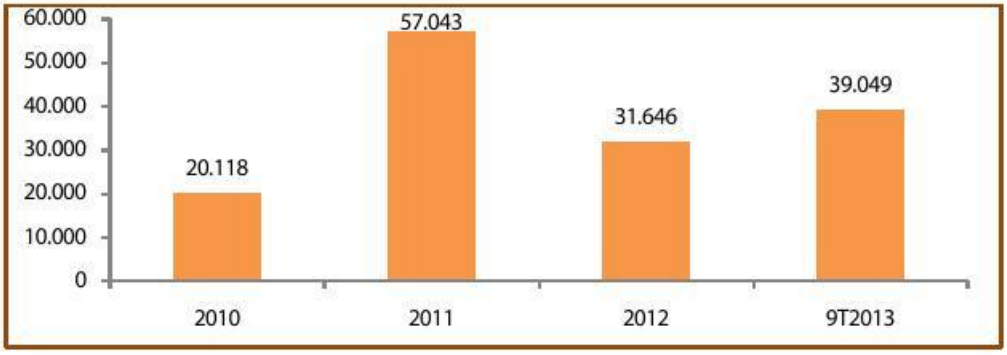
Nguồn: RongvietSecurities tổng hợp và tính toán; (*) BCTN 2012 của các ngân hàng

Nhà cấp vốn chính của thị trường liên ngân hàng.

Nhờ có tiềm lực tài chính mạnh, Vietcombank là một trong những người cho vay chính trên thị trường liên ngân hàng. Năm 2011, khi tình trạng căng thẳng thanh khoản hệ thống ngân hàng lên đến cao trào, mức cho vay ròng của Vietcombank đạt hơn 57.000 tỷ đồng, tăng gần gấp ba so với năm 2010. Giao dịch liên ngân hàng chỉ hạ nhiệt khi bắt đầu xuất hiện các khoản nợ "đóng lần" trên thị trường này, khiến Vietcombank phải thận trọng và kiểm soát chặt chẽ hơn, giao dịch ròng nhờ vậy đã giảm hơn 40% trong năm 2012.

9T 2013, dư nợ cho vay liên ngân hàng bắt đầu tăng trưởng mạnh, khoảng 18% so với đầu năm (trong khi dư nợ cho vay khách hàng chỉ tăng 3,2%), giá trị cho vay ròng đạt hơn 39.000 tỷ đồng, tăng 23% so với đầu năm. Việc cho vay ra nền kinh tế còn gặp nhiều trở ngại có thể là nguyên nhân khiến VCB mạnh tay cho vay trở lại trên thị trường này. Với những kinh nghiệm mà Vietcombank đã trải qua trong năm 2011 – 2012, chúng tôi kỳ vọng mặc dù cho vay trở lại, Vietcombank cũng sẽ thận trọng và có công cụ kiểm soát chặt chẽ hơn việc cho vay này, đặc biệt trước sự bùng phát của nợ xấu và yêu cầu trích lập dự phòng của các khoản vay đang được NHNN yêu cầu ngày càng chặt chẽ hơn.

Hình 6. Mức cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng (tỷ đồng)



Nguồn: RongvietSecurities database

Hoạt động thanh toán tăng trưởng ổn định và đóng góp chính vào thu nhập dịch vụ.

Thanh toán quốc tế là lĩnh vực kinh doanh đối ngoại truyền thống của VCB và luôn có vị thế hàng đầu trong toàn ngành. Hoạt động thanh toán quốc duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, tốc động tăng trưởng CAGR của doanh số thanh toán xuất nhập khẩu giai đoạn (2009 – 2012) đạt xấp xỉ 13%. Mặc dù vậy, do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt ở mảng kinh doanh này, thị phần thanh toán xuất nhập khẩu

của VCB đã giảm từ mức hơn 20% trong năm 2009 còn 17% vào năm 2012 và dự kiến chỉ còn khoảng 15,8% trong năm 2013.

Bảng 11. Hoạt động thanh toán xuất nhập khẩu

	2009	2010	2011	2012	2013E
Doanh số thanh toán XNK (tỷ USD)	25,6	31,0	38,8	38,8	41,6
Thị phần XNK (%)	20,4	20,0	19,2	17,0	15,8

Nguồn: BCTN của VCB, Rongviet Securities tổng hợp

Bên cạnh hoạt động thanh toán quốc tế, kinh doanh thẻ là thế mạnh nổi bật khác của Vietcombank. Với số lượng máy POS chiếm 29% và máy ATM chiếm 12% thị phần trên toàn thị trường, cùng với số lượng thẻ phát hành đạt khoảng 7,5 triệu thẻ các loại và chiếm khoảng 12,5% thị phần thẻ (tính đến cuối năm 2012), VCB không chỉ có lợi thế thu hút tiền gửi thanh toán mà còn có thu nhập đáng kể từ phí và hoa hồng. Thêm vào đó, từ tháng 3/2013, VCB là một trong những ngân hàng đầu tiên thực hiện thu phí nội mạng khi rút tiền máy ATM. Nhờ vậy, thu nhập thuần từ dịch vụ trong 9 tháng 2013 của VCB tăng khoảng 19% so với cùng kỳ năm 2012.

Kinh doanh ngoại tệ: tăng trưởng tốt nhờ tận dụng lợi thế về tài trợ thương mại

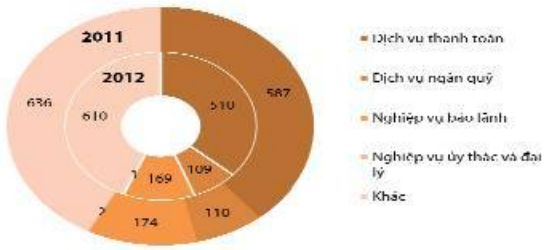
Tận dụng lợi thế về các hoạt động thanh toán xuất nhập khẩu và tài trợ thương mại, Vietcombank đã đa dạng hóa nhiều sản phẩm và triển khai nhiều giải pháp để khai thác các nguồn ngoại tệ. Nhờ vậy, thu nhập từ kinh doanh ngoại tệ của Vietcombank đã tăng trưởng khá tốt trở lại kể từ năm 2011 đến nay. Trong 9T2013, hoạt động này mang lại cho Vietcombank nguồn thu nhập khoảng 1.275 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ năm 2012.

Bảng 12 . Thu nhập từ kinh doanh ngoại tệ và vàng

	2009	2010	2011	2012	9T2013
Thu nhập kinh doanh ngoại hối (tỷ VND)	918	562	1.179	1.488	1.275
Tăng trưởng (y-o-y, %)	-3,6%	-38,8%	109,8%	26,2%	31,7%

Nguồn: VCB, RongViet Securities tổng hợp

Hình 7 . Cơ cấu thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ (2011 – 2012)



Nguồn: VCB, RongViet Securities tổng hợp

Rủi ro

Hoạt động kinh doanh của nhóm ngân hàng nói chung và VCB nói riêng chịu chi phối bởi các chính sách tiền tệ và biến động vĩ mô. Hơn 70% thu nhập của VCB đến từ hoạt động cho vay. Do đó, bất kỳ động thái nới lỏng hay mở rộng chính sách tiền tệ của NHNN cũng sẽ tác động đến tình hình tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngân hàng.

Ngoài ra, với những biến động bất thường của hệ thống ngân hàng trong những năm gần đây, NHNN đã có những động thái kiểm soát chặt chẽ hoạt động của các ngân hàng. Các quy định về phân loại nợ và chất lượng tín dụng đang dần tiệm cận với chuẩn mực quốc tế. Điển hình là NHNN đã đưa ra thông tư 02/2013/TT-NHNN, dự kiến sẽ có hiệu lực từ ngày 01/06/2014, liên quan đến phân loại tài sản có, mức trích và phương pháp trích lập dự phòng rủi ro và việc sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro trong hoạt động của TCTD. Nếu việc thực hiện thông tư này được áp dụng triệt để, trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh của ngân hàng có thể bị ảnh hưởng do chi phí dự phòng tăng cao.

DIỄN BIẾN NGÀNH NGÂN HÀNG NĂM 2013

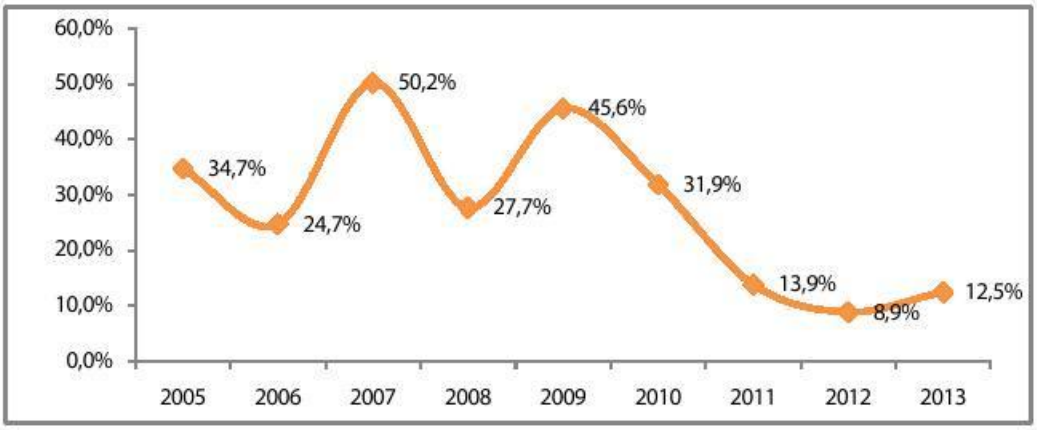
Sản xuất đình đốn, tín dụng chật vật tăng trưởng

Khi các dấu hiệu bất ổn vĩ mô bộc lộ rõ nét trong năm 2011, NHNN kiểm soát sát sao hơn các hoạt động của hệ thống ngân hàng, đồng thời chính sách tiền tệ cũng "đột ngột" bị thắt chặt đã ảnh hưởng mạnh đến các hoạt động của nền kinh tế. Hệ quả là sản xuất bị đình đốn, thị trường bất động sản đóng băng và mảng tối nợ xấu dần hé lộ.

Nợ xấu tăng cao và yêu cầu kiểm soát rủi ro của các ngân hàng khiến các ngân hàng hạn chế cho vay, dòng vốn chỉ loanh quanh trong hệ thống và tìm đến kênh đầu tư trái phiếu chính phủ. Tăng trưởng tín dụng năm 2012 chỉ đạt khoảng 8,91%, thấp hơn kế hoạch và chỉ bằng khoảng 1/3 tốc độ tăng trưởng của giai đoạn 2009 – 2010. Tình hình khó khăn hơn trong năm 2013, khi mà theo số liệu của NHNN thì đến thời điểm 25/11, tín dụng chỉ mới tăng trưởng khoảng 7,54% so với đầu năm. Mặc dù vậy, nhờ động lực tăng trưởng tín dụng trong quý cuối năm ở một số ngân hàng lớn, dự kiến tăng trưởng tín dụng năm 2013 vẫn hoàn thành chỉ tiêu đề ra và đạt 12,5%.

Theo báo cáo đánh giá tình hình vĩ mô của UBGSTC, số lượng doanh nghiệp đăng ký mới và tạm ngừng hoạt động đã quay trở lại hoạt động có xu hướng tăng dần qua từng tháng. Cơ cấu tín dụng cũng tích cực hơn khi tập trung phục vụ cho sản xuất và hỗ trợ thị trường. UBGSTC đánh giá tín dụng sẽ tăng trưởng tích cực hơn và sẽ đạt mức tăng trưởng 14 – 15% trong năm 2014.

Hình 8. Tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng (2005 – 2013)



Nguồn: SBV, Rongviet Securities database

VAMC hoạt động, nợ xấu có xu hướng tăng nhanh

Tháng 10/2013, VAMC đã chính thức bắt tay vào mua nợ xấu của các ngân hàng thương mại. Đến thời điểm 21/11, VAMC đã mua 18.398 tỷ đồng nợ xấu với giá trị thanh toán bằng trái phiếu đặc biệt là 14.398 tỷ đồng, bằng khoảng 41% kế hoạch xử lý nợ xấu trong năm 2013. Mặc dù vậy, số liệu thống kê về tình hình nợ xấu của các ngân hàng niêm yết đến thời điểm cuối quý 3/2013 cho thấy tình hình nợ xấu đang có chiều hướng gia tăng nhanh hơn so với quý 2/2013.

Liên quan đến việc sử dụng trái phiếu đặc biệt để vay tái cấp vốn, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định về lãi suất tái cấp vốn của NHNN đối với loại trái phiếu này. Theo đó, lãi suất tái cấp vốn cho khoản vay sử dụng trái phiếu đặc biệt thế chấp sẽ có lãi suất thấp hơn mức lãi suất tái cấp vốn do NHNN công bố trong từng thời kỳ khoảng 2%. Như vậy, với mức lãi suất tái cấp vốn hiện tại của NHNN là 7%, lãi suất tái cấp vốn cho trái phiếu của VAMC sẽ là 5%, bằng mức lãi suất tái chiết khấu, thấp hơn lãi suất TPCP các kỳ hạn 2 – 15 năm.

Bảng 13. Các mức lãi suất hiện hành

	Tái cấp vốn NHNN	Tái cấp vốn cho TPĐB	Tái chiết khấu	TPCP - 2 năm	TPCP - 3 năm	TPCP - 5 năm	TPCP - 10 năm	TPCP - 15 năm
Lãi suất	7,0%	5,0%	5,0%	10 - 13,2%	10 - 13,3%	10,2 - 13,2%	10,7 - 12,2%	9,0%

Nguồn: SBV, hnx.vn, Rongviet Securities tổng hợp

Thông tư 02: Yêu cầu cao về chất lượng tín dụng

Ngày 21/01/2013, NHNN ban hành Thông tư 02, có hiệu lực từ ngày 01/06/2014, quy định về phân loại tài sản có, mức trích, phương pháp trích lập dự phòng rủi ro và việc sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro trong hoạt động của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài (CN NHNNg). Thông tư 02 được xem là quy chuẩn sát với thông lệ hiện tại của quốc tế về việc đánh giá nợ xấu và chặt chẽ hơn so với quy định hiện hành. Một số thay đổi chính trong Thông tư 02 so với quy định hiện hành:

(1) Bổ sung thêm một số tài sản có phải phân loại, trích lập dự phòng như tiền gửi ở các TCTD khác, trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết, khoản chiết khấu dưới hình thức mua có kỳ hạn các công cụ chuyển nhượng, giấy tờ có giá khác…

(2) Quy định các TCTD, CN NHNNg phải phân loại các khoản nợ vi phạm vào nhóm nợ xấu (nhóm 3).

(3) Phải sử dụng kết quả phân loại nợ của Trung tâm thông tin tín dụng (CIC) để điều chỉnh kết quả tự phân loại. Như vậy, không chỉ quy định chi tiết hơn về hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ, việc xếp hạng tín dụng còn được dựa trên hệ thống đánh giá xếp hạng tín dụng chung thông qua CIC. VD: Trường hợp kết quả tự phân loại nợ của ngân hàng là nợ nhóm 1 nhưng kết quả phân loại của CIC là nợ nhóm 3, ngân hàng phải điều chỉnh khoản nợ về nhóm 3.

Trước khi có Thông tư 02, ngoại trừ một số ít ngân hàng như VCB và MBB đã áp dụng chuẩn mực kiểm soát rủi ro cao hơn (Basel II), hầu hết các ngân hàng khác thực hiện kiểm soát rủi ro dựa theo chuẩn Basel I vốn đã lỗi thời so với quy định hiện tại của thị trường tài chính thế giới (Basel III). Do đó, việc thực thi Thông tư 02 chắc chắn sẽ làm tăng nợ xấu cũng như ảnh hưởng kết quả hoạt động của các ngân hàng, do chi phí trích lập dự phòng chắc chắn sẽ tăng cao.

Trong bối cảnh khủng hoảng hệ thống ngân hàng chưa được giải quyết, chúng tôi cho rằng việc hy sinh lợi nhuận để xây dựng chất lượng tín dụng cho hệ thống yêu cầu cần thiết. Việc áp dụng Thông tư 02 sẽ xác định rõ rủi ro của những khoản mục mang bản chất tín dụng, phản ánh chính xác hơn về chất lượng tín dụng cũng như nợ xấu của hệ thống ngân hàng, từ đó, bài toán nợ xấu sẽ được giải quyết thuận lợi và triệt để. Đây là điều kiện cần để thực hiện và đẩy nhanh quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng.

Tỷ đồng

BÁO CÁO THU NHẬP	2011A	2012A	2013F	2014F
Thu nhập lãi	33.355	31.747	28.232	32.236
Chi phí lãi	-20.933	-20.793	-17.519	-20.193
Thu nhập lãi thuần	**12.422**	**10.954**	**10.714**	**12.044**
Thu nhập ngoài lãi	2.448	4.154	4.941	5.699
- Từ HĐ Dịch vụ	*1.510*	*1.389*	*1.668*	*2.139*
- Từ HĐKD ngoại hối, vàng	*1.179*	*1.488*	*1.934*	*2.514*
- Từ mua-bán CK kinh doanh	*-6*	*77*	*17*	*20*
- Từ mua-bán CK đầu tư	*24*	*208*	*225*	*225*
- Từ hoạt động khác	*-1.261*	*525*	*846*	*550*
-Từ góp vốn, mua cổ phần	*1.003*	*469*	*251*	*251*
Tổng thu nhập hoạt động	**14.870**	**15.109**	**15.654**	**17.743**
Tổng chi phí hoạt động	-5.700	-6.016	-6.105	-6.920
LN trước trích lập DP.	9.170	9.093	9.549	10.823
Dự phòng	**-3.474**	**-3.329**	**-3.792**	**-4.659**
LNTT	5.696	5.764	5.757	6.164
Thuế TNDN	-1.480	-1.337	-1.382	-1.479
LNST	**4.216**	**4.427**	**4.376**	**4.685**
LNST thuộc về CĐ mẹ	**4.197**	**4.404**	**4.345**	**4.657**

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011A	2012A	2013F	2014F
Tăng trưởng				
Cho vay KH	19,3	15,6	14,5	15,0
Huy động từ KH	10,0	37,5	15,8	12,9
Thu nhập lãi thuần	51,7	65,8	58,7	50,2
Thu nhập ngoài lãi	-26,6	69,7	-96,5	15,3
LNST	-0,4	4,5	-1,3	7,2
Tài sản	19,4	34,9	12,9	10,0
Vốn CSH	40,6	104,0	3,5	4,4
Khả năng sinh lời				
NIMs	3,4	2,9	2,0	2,5
Interest spread	2,8	2,6	2,0	2,1
Chi phí HĐ/Thu nhập HĐ	38,3	39,8	39,0	39,0
ROAE	17,1	12,6	0,0	10,3
ROAA	1,3	1,1	0,0	1,0
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	2,8	2,3	3,0	2,9
Nợ xấu/Vốn CSH	14,9	13,1	18,0	19,5
Dự phòng/Nợ xấu	125,1	96,9	97,0	98,0
Dự phòng/Cho vay KH	2,6	2,2	2,5	2,8
Tỷ lệ an toàn vốn				
Cho vay/huy động	89,9	82,9	82,0	83,5
Cho vay/Tổng tài sản	55,7	56,9	57,7	60,4
CAR	11,1	14,8	11,8	N/A

Tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI	2011A	2012A	2013F	2014F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	5.394	5.627	6.065	6.171
Tiền gửi tại NH Nhà nước	10.617	15.732	22.025	26.430
Tiền gửi, cho vay các TCTD	105.005	65.713	85.427	98.240
Chứng khoán kinh doanh	818	521	49	49
Chứng khoán phái sinh	0	0	0	0
Cho vay khách hàng	204.089	235.870	270.071	310.582
Chứng khoán đầu tư	29.457	78.521	69.099	60.116
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2.618	3.021	3.003	3.003
Tài sản cố định	2.605	3.660	4.026	3.000
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản có khác	6.119	5.810	8.000	7.000
Tổng Tài Sản	**366.722**	**414.475**	**467.765**	**514.591**
Các khoản nợ chính phủ và	38.866	24.806	27.287	24.558
Tiền gửi và vay các TCTD	47.962	34.066	40.880	47.012
Tiền gửi của khách hàng	227.017	284.415	329.352	372.168
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	0	6	0	0
Phát hành giấy tờ có giá	2.071	2.028	2.230	2.208
Các khoản Nợ khác	22.024	27.450	24.869	23.626
Tổng nợ phải trả	**337.940**	**372.770**	**424.619**	**469.572**
Vốn của TC Tín dụng	20.739	32.421	32.421	32.421
Quỹ của TC Tín dụng	2.117	2.794	3.446	4.144
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	191	121	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài	70	73	71	70
Lợi nhuận chưa phân phối	5.521	6.144	7.057	8.234
Vốn chủ sở hữu	**28.639**	**41.553**	**42.994**	**44.869**
Lợi ích của cổ đông thiểu	143	152	152	150
Tổng cộng nguồn vốn	**366.722**	**414.475**	**467.765**	**514.591**

Tỷ đồng

THUYẾT MINH	2011A	2012A	2013F	2014F
Thu nhập lãi và t.đương	**33.355**	**31.814**	**28.063**	**32.071**
-Từ cho vay khách hàng	24.776	26.825	22.360	26.971
-Từ tiền gửi, cho vay TCTD	4.889	706	530	771
- Từ CK đầu tư	3.474	4.073	5.164	4.329
- Thu khác từ HĐTD	216	211	9	0
Chi phí lãi và tương đương	**-20.933**	**-20.840**	**-17.519**	**-20.193**
-Từ tiền gửi KH	-18.519	-17.527	-16.042	-19.257
-Từ khoản vay các TCTD	-1.409	-1.175	-754	-807
-Từ giấy tờ có giá p/hành	-266	-242	-122	-129
- Khác	-738	-1.896	-602	0
Chi phí hoạt động	**-5.700**	**-6.016**	**-6.105**	**-6.920**

--

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị / LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013**.