

Biểu 1A - Tóm tắt thông tin niêm yết

Tên Doanh nghiệp: Ngân hàng thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam
Tên viết tắt: Vietcombank hoặc VCB
Địa chỉ: 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam
Vốn điều lệ: 12,100,860,260,000 đồng
Sàn giao dịch: SGDCK TP Hồ Chí Minh
Mã CP: VCB
Loại CP: Cổ phiếu phổ thông
Loại lưu ký: Ghi sổ
Mệnh giá: 10,000 đồng
Lượng cổ phiếu lưu ký: 1,210,086,026
Mệnh giá của số cổ phiếu lưu ký: 12,100,860,260,000 đồng
Số cổ phiếu niêm yết: 112,285,426 (bằng 9.28% tổng vốn điều lệ)
Mệnh giá của số cổ phiếu niêm yết: 1,122,854,260,000 đồng
Ngày giao dịch chính thức: 30/06/2009
Giá tham chiếu phiên đầu: 50,000 đồng
Vốn hóa thị trường: 60,5 nghìn tỷ đồng tương đương 3,399 triệu đô la (1 USD = 17,800 đồng)
P/B dự phóng năm 2009: 2.35 lần
P/E dự phóng năm 2009: 22.51 lần

Biểu 1B - Các thông số tài chính cơ bản

(Triệu đồng)	2007	2008
Tổng tài sản	197,363	221,950
Tổng vốn chủ sở hữu	13,528	13,790
Thu nhập từ lãi vay	4,005	6,624
Lợi nhuận trước thuế	3,149	3,324
Lợi nhuận ròng cho năm tài chính	2,381	2,359

Bảng 1C - Các chỉ số then chốt

	2007	2008
Chỉ số hoạt động		
- Tốc độ tăng trưởng tín dụng	44.1%	15.5%
- Tốc độ tăng trưởng vốn huy động	26.5%	10.9%
- Chỉ số Tổng vốn vay/Tổng vốn huy động	69.0%	71.8%
Chỉ số cân tài chính		
- Tổng nợ phải trả/Tổng vốn chủ sở hữu	13.58	15.09
- Tổng nợ phải trả/ Tổng tài sản	0.93	0.94
Chỉ số sinh lợi		
- Chỉ số Chi phí/Thu nhập (CIR)	-28.5%	-30.3%
- Chỉ số Thu nhập ròng/Thu nhập lãi vay	35.3%	38.4%
Chỉ số hiệu quả quản lý		
- ROA	1.31%	1.20%
- ROE	19.23%	18.45%
- Lãi suất biên ròng	2.45%	3.70%
- Chênh lệch ròng	2.08%	3.62%

Nhóm phân tích Ngành ngân hàng

Bảng 1 - Mô hình Thu nhập

	FY2008	y/y	FY2009F	yoy	FY2010 F	y/y
Doanh thu (triệu đồng)	8,902,516	55.6%	8,268,771	-7.1%	9,784,570	18.3%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	3,324,460	5.6%	3,622,565	9.0%	5,070,034	40.0%
Lợi nhuận thuần (triệu đồng)	2,358,604	-0.9%	2,687,763	14.0%	3,760,778	39.9%
Lợi suất trước thuế	37.3%		43.8%		51.8%	
Lợi suất ròng	26.5%		32.5%		38.4%	
Thu nhập trên mỗi CP (đồng)	975		2,221	127.8%	2,844	28.0%
Giá trị sổ sách trên CP (đồng)	11,396		12,756	11.9%	14,399	12.9%
ROAE	17.3%		17.5%		20.9%	

	FY2011 F	y/y	FY2012 F	y/y	FY2013 F	y/y
Doanh thu (triệu đồng)	11,263,184	16.7%	12,805,242	13.7%	14,502,565	13.3%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	5,930,976	24.9%	6,787,929	14.4%	7,707,787	13.6%
Lợi nhuận thuần (triệu đồng)	4,418,970	24.9%	5,069,273	14.7%	5,773,160	13.9%
Lợi suất trước thuế	52.7%		53.0%		53.1%	
Lợi suất ròng	39.2%		39.6%		39.8%	
Thu nhập trên mỗi CP (đồng)	3,342	11.2%	3,380	5.8%	3,849	3.0%
Giá trị sổ sách trên CP (đồng)	16,356	3.9%	18,520	5.3%	20,984	5.5%
ROAE	20.3%		19.4%		19.5%	

Nguồn - HSC ước tính

Vietcombank - Đánh giá ban đầu: GIỮ

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu VCB là nên GIỮ đối với các nhà đầu tư dài hạn ở mức giá hợp lý 54.911 đồng

- Vietcombank sẽ niêm yết 112.285.426 cổ phiếu hay 9,28% cổ phần trên sàn HOSE vào ngày 30/06/2009. Giá khởi điểm là 50.000 đồng.
- Chúng tôi định giá ngân hàng này sử dụng các phương pháp P/B và P/E và từ đó có mức giá hợp lý là 54.911 đồng.
- Vietcombank là một trong những ngân hàng lớn nhất và được quản lý tốt nhất tại Việt Nam. Nó đứng thứ 2 về thu nhập và thứ 3 về mặt tài sản. Vietcombank hiện nay có mạng lưới ATM rộng nhất và hệ thống chi nhánh lớn thứ 4 trên cả nước.
- Chúng tôi dự đoán tổng doanh thu của VCB sẽ tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 10,25%, với lợi nhuận trước thuế tăng trưởng trung bình hàng năm là 18,3% và lợi nhuận ròng tăng trưởng trung bình hàng năm là 19,6% từ nay cho tới 2013.
- Các yếu tố chính cho sự tăng trưởng bao gồm việc mở rộng ngân hàng bán lẻ và dịch chuyển sang các hoạt động kinh doanh khác có lợi nhuận cao hơn khi ngân hàng này trở thành một tập đoàn tài chính.
- Trước khi niêm yết, cổ phiếu VCB được giao dịch ở mức P/E dự phóng là 25,2x và P/B dự phóng là 3,9x. Các ngân hàng trong nước so sánh với VCB hiện nay đang được giao dịch ở mức P/E dự phóng là 23,4x và P/B là 2,54x.
- Ngân hàng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh dù chi phí dự phòng cũng cao hơn. Tỷ lệ nợ khó đòi của ngân hàng này cũng cao hơn các ngân hàng so sánh.
- Ngân hàng vẫn đang tìm kiếm đối tác chiến lược nước ngoài. Trong tương lai, một đối tác chiến lược có thể giúp ngân hàng mở rộng hoạt động cả ở thị trường trong nước và thị trường quốc tế.

TÓM TẮT

Một năm rưỡi sau khi IPO, 9,28% cổ phần của Vietcombank sẽ được niêm yết vào ngày 30/06/2009 tương đương khoảng 112,3 triệu cổ phiếu tại mức giá khởi điểm là 50.000 đồng. Đây cũng là mức giá đang được giao dịch gần đây trên thị trường OTC.

Việc niêm yết của Vietcombank diễn ra khi việc bàn giao vốn giữa ngân hàng cũ và ngân hàng mới chưa hoàn thành. Do đó, vẫn còn rất nhiều thứ phải dự đoán về giá trị sổ sách của Ngân hàng khi bàn giao. Chúng tôi đã xây dựng một mô hình thu nhập để định giá và đối với việc chuyển giao vốn, chúng tôi đã giả định một phương án khá thận trọng trong từng khoản mục vốn. Tuy nhiên, vẫn còn khá nhiều điều chúng ta chưa thể chắc chắn.

Chúng tôi đã sử dụng các phương pháp định giá khác nhau bao gồm phương pháp so sánh PE và PB, mô hình tăng trưởng Gordon và Mô hình chiết khấu dòng cổ tức. Tuy nhiên, do có quá nhiều yếu tố chủ quan trong 2 phương pháp sau, chúng tôi chủ yếu dựa trên P/E và P/B cho việc định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh với các công ty trong nước để tính toán mức giá trị hợp lý của VCB vào khoảng 54.911 đồng.

Vietcombank là một trong những ngân hàng lớn nhất và được quản lý tốt nhất ở Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chính tập trung vào giao dịch ngoại hối, tài trợ thương mại và ngân hàng cũng cung cấp các khoản cho vay dài hạn cho các doanh nghiệp quốc doanh lớn nhất. Vietcombank phục vụ khoảng 20,5% cán cân thương mại của Việt Nam, cũng là lĩnh vực kinh doanh truyền thống của ngân hàng này bao gồm tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế.

Ngân hàng cũng thống lĩnh thị trường ngoại hối liên ngân hàng và được coi là “Nhà tạo lập thị trường” trong việc thiết lập tỷ giá hối đoái hàng ngày trên thị trường nội địa. Vietcombank có một chiến lược năng động đối với phân khúc ngân hàng bán lẻ, phát hành các thẻ tín dụng và ghi nợ, thực hiện các khoản vay đảm bảo và cung cấp dịch vụ ngoại hối. Vietcombank là ngân hàng cung cấp đầy đủ nhất các dịch vụ và sản phẩm ngân hàng ở Việt Nam.

Đại hội đồng thường niên lần thứ 2 sau khi IPO mới được tổ chức gần đây đã thông qua kế hoạch phát hành 112.285.426 cổ phiếu (9,28%) để nâng vốn cổ phần lên 13.224 tỷ. Nhưng cách thức phát hành vẫn chưa được quyết định.

Ngân hàng này có tổng tài sản là 222 nghìn tỷ đồng (12,5 tỷ USD) trong năm 2008 và mức ROAE là 18,4% vào cuối năm 2008. Chúng tôi giả định rằng tổng tài sản tăng trưởng ở mức 15,2% trong năm 2009, nhờ tăng vốn điều lệ 9,28%, tăng trưởng tiền gửi 15,5% và tăng trưởng cho vay liên ngân hàng 28,9%. Chúng tôi giả định cho vay ròng đối với khách hàng sẽ tăng trưởng 16,6% và quỹ dự phòng nợ xấu sẽ giảm đi 12% so với năm 2008.

Trong năm 2009, chúng tôi giả định thu nhập từ hoạt động kinh doanh của ngân hàng giảm 7,12% so với năm trước. Chúng tôi cho rằng sẽ có sự suy giảm trong tất cả các mảng thu nhập chính bao gồm thu nhập ròng từ lãi suất (giảm 13,4%), thu nhập ròng từ phí (giảm 10,3%), lợi nhuận từ các giao dịch ngoại hối (giảm 25%) và thu nhập từ cổ tức (giảm 58%). Dù vậy chúng tôi vẫn giả định mức tăng trưởng thu nhập dương từ giao dịch chứng khoán nhờ sự hoàn nhập một phần các khoản dự phòng giảm giá đầu tư trích lập năm ngoái. Tổng chi phí hoạt động cũng được dự đoán sẽ tăng thêm 4,8%. Tuy nhiên nhờ việc chi phí dự phòng giảm đi 34% so với năm trước, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của cổ đông sẽ tăng 14% so với năm trước.

Giá trị sổ sách của ngân hàng được dự đoán ở mức 16.868 tỷ đồng với giả định rằng ngân hàng này sẽ tăng vốn lên 13.224 tỷ đồng qua việc phát hành cổ phiếu mới cho các cổ đông ngoài SCIC với tỷ lệ 1:1. Với mức P/B trung bình so sánh là 2,54, giá của cổ phiếu của VCB trước khi chốt quyền mua được định ở mức 54.911 đồng.

Nếu giả định rằng ngân hàng phát hành thêm cổ phiếu cho tất cả các cổ đông theo tỷ lệ như nhau 1:0.0928 với giá bằng mệnh giá, cổ phiếu VCB trước quyền mua sẽ có giá 34.539 đồng.

Định giá

Trong báo cáo này, chúng tôi đã tiến hành định giá Vietcombank sử dụng 2 phương pháp định giá dựa trên các thông tin công bố có được đến thời điểm này và các giả định chúng tôi cho là hợp lý. Các phương pháp bao gồm:

- P/B và P/E
 - Mô hình tăng trưởng Gordon
 - Mô hình chiết khấu dòng cổ tức – DDM
- Chúng tôi cho rằng P/B là phương pháp định giá thích hợp nhất đối với các công ty có tài sản lớn, như các tổ chức tài chính như Vietcombank. Tuy nhiên, do việc định giá lại các tài sản và nợ của Vietcombank không được thực hiện trong thời gian gần đây, chúng tôi e ngại rằng chỉ phương pháp P/B là không đủ. Và xem xét tới khả năng tạo thu nhập cao hơn của ngân hàng này so với các ngân hàng so sánh, chúng tôi đã sử dụng thêm phương pháp P/E.
 - Do đó, trong trường hợp của VCB, chúng tôi sử dụng kết hợp P/B và P/E dự phóng trong so sánh với các ngân hàng khác ở trong nước và trong khu vực làm phương pháp định giá chính. Chúng tôi cho rằng việc này có thể giúp nắm bắt tốt hơn cả triển vọng thu nhập tương lai của ngân hàng và sự tăng giá trị tài sản tiềm năng từ các cam kết có thể có trong tương lai với đối tác chiến lược và việc thay đổi chiến lược của ngân hàng.
 - Chúng tôi cũng sử dụng Mô hình chiết khấu dòng cổ tức và Mô hình tăng trưởng Gordon cho mục đích tham khảo.

1. P/B và P/E

Phương pháp này định giá Vietcombank dựa trên các thông số giao dịch hiện tại của các ngân hàng trong nước và trong khu vực. Nhà đầu tư có thể so sánh giá cả và lợi nhuận của Vietcombank với các cơ hội đầu tư khác hiện có trên thị trường.

Trước hết, chúng tôi xây dựng mô hình thu nhập dựa trên khả năng sinh lời và giá trị sổ sách của ngân hàng dựa trên những hiểu biết của chúng tôi về bảng cân đối tài sản hiện tại và chiến lược tương lai của ngân hàng. Chúng tôi không thực hiện việc đánh giá lại tài sản và các khoản nợ của ngân hàng do không có đầy đủ thông tin. Giá trị sổ sách và thu nhập ròng cuối năm 2009 được dự phóng lần lượt vào khoảng 16.868 tỷ đồng và 2.688 tỷ đồng.

Tiếp theo, chúng tôi giới thiệu các chỉ số giao dịch của các ngân hàng tương tự ở trong nước và khu vực. Nhà đầu tư có thể so sánh hoạt động của Vietcombank với các ngân hàng đó để đánh giá xem mức giá họ định trả là cao hơn, thấp hơn hay tương tự đối với các ngân hàng khác.

Chúng tôi tin rằng Trung Quốc, Indonesia và Philippine là những thị trường thích hợp nhất để so sánh với Vietcombank vì cùng là các thị trường có sự tăng trưởng cao với mức độ thâm nhập thấp. Các ngân hàng được đề cập trong Bảng Các ngân hàng so sánh cũng là các ngân hàng dẫn đầu thị trường ở nước họ về mặt quy mô và hoạt động. Các ngân hàng so sánh trong khu vực của VCB hiện đang được giao dịch ở mức P/E và P/B dự phóng trung bình là 16 và 2,73 lần.

Đối với các ngân hàng trong nước, các ngân hàng được lựa chọn là những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất tại Việt Nam. Mặc dù có sự khác biệt lớn trong hoạt động, các ngân hàng này gần gũi với Vietcombank nhất về mặt quy mô và vị trí trên thị trường. Các ngân hàng so sánh trong nước của VCB hiện đang được giao dịch ở mức P/E và P/B dự phóng trung bình là 23,4 và 2,54 lần.

Theo ý kiến của chúng tôi, các chỉ số giao dịch của các ngân hàng lớn của Việt Nam thích hợp nhất cho việc định giá Vietcombank vì đều cùng đang áp dụng các chuẩn mực kế toán giống nhau để ghi nhận giá trị sổ sách và lợi nhuận. Hơn nữa, chỉ số giao dịch các ngân hàng trong nước phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư tại Việt Nam và phù hợp với nhận định về nền kinh tế và ngành ngân hàng của Việt Nam, điều mà tất yếu sẽ khác biệt tại các nền kinh tế khác.

Vietcombank tốt hơn về mặt quy mô, tuy nhiên so sánh với các công ty trong ngành khác, các chỉ số tài chính và tốc độ tăng trưởng không tốt hơn. Do đó, chúng tôi không áp dụng mức tăng thêm nào của hệ số P/B và P/E cho việc định giá Vietcombank.

Vốn hóa giá trị sổ sách	
Vốn chủ sở hữu FY2009 (tỷ VND)	16,868
x P/B kỳ vọng của nhóm Ngân hàng so sánh	2.54
Giá trị sổ sách đã được vốn hóa (tỷ VND)	42,918
Giá trị sổ sách đã được vốn hóa mỗi cổ phiếu cuối 2009 (VND)	32,456
Giá trị sổ sách đã được vốn hóa mỗi cổ phiếu trước khi chốt quyền (VND)	54,911

Vốn hóa lợi nhuận	
Lợi nhuận dự báo FY2009 (tỷ VND))	2,688
x Hệ số P/E kỳ vọng	23.41
Lợi nhuận đã được vốn hóa (tỷ VND)	62,918
Lợi nhuận vốn hóa mỗi cổ phiếu (VND)	51,994

Về phương án phát hành mới cổ phiếu trong năm 2009,

Ở mức P/B dự phóng 2,54 lần, Mức giá hợp lý của Vietcombank sẽ là 54.911 đồng.

Với hệ số P/E dự phóng là 23,4x, giá trị hợp lý của Vietcombank vào khoảng 51.994 đồng.

2. Mô hình tăng trưởng Gordon và Mô hình chiết khấu dòng cổ tức

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng Gordon và mô hình chiết khấu dòng cổ tức cho mục đích tham khảo do các phương pháp định giá này có thể bị coi là chủ quan. Sự thay đổi nhỏ từ dữ liệu đầu vào có thể dẫn tới các thay đổi lớn về giá trị của ngân hàng. Kết quả được trình bày trong phần Phụ lục.

Về phương án phát hành mới cổ phiếu trong năm 2009, chúng tôi giả định rằng ngân hàng này chỉ phát hành cổ phiếu cho các cổ đông ngoài SCIC với tỷ lệ 1:1 trong mô hình cơ bản của chúng tôi.

Theo mô hình định giá tăng trưởng Gordon, cổ phiếu VCB trước khi chốt quyền mua được định giá ở mức 89.184 đồng với chi phí vốn 14,16%. Và dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng cổ tức, cổ phiếu VCB trước khi chốt quyền mua được định giá ở mức 94.323 đồng với cùng mức chi phí vốn.

Chúng tôi cũng thực hiện định giá với giả định rằng ngân hàng phát hành cổ phiếu cho tất cả mọi cổ đông ở mức tỷ lệ ngang bằng là 1:0,0928 trong năm 2009. Trong trường hợp này, định giá theo mô hình tăng trưởng Gordon và mô hình chiết khấu dòng cổ tức cho thấy mức giá hợp lý của VCB lần lượt là 53.180 đồng và 56.092 đồng tại mức chi phí vốn 14,16%. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy khi tỷ số ROAE vĩnh viễn của ngân hàng và tỷ lệ chiết khấu biến thiên.

(Chi tiết xem trong Phụ lục 3)

Bảng 2 - Báo cáo Kết quả Kinh doanh hợp nhất quá khứ và dự báo

	FY2007	FY2008	FY2009 F	FY2010 F	FY2011 F	FY2012 F	FY2013 F
THU NHẬP HOẠT ĐỘNG KINH DOANH							
Thu lãi tiền gửi và cho vay	11,338,900	17,234,823	15,526,323	17,961,426	20,593,802	23,552,464	26,795,910
Chi phí trả lãi tiền vay và huy động vốn	(7,333,973)	(10,611,187)	(9,792,073)	(11,050,686)	(12,709,362)	(14,615,804)	(16,778,248)
THU NHẬP LÃI THUẦN	4,004,927	6,623,636	5,734,250	6,910,739	7,884,441	8,936,661	10,017,662
Thu từ các khoản phí và dịch vụ	1,014,217	1,140,031	1,026,028	1,149,151	1,287,049	1,441,495	1,614,475
Chi trả phí và dịch vụ	(287,866)	(349,144)	(316,551)	(354,537)	(397,082)	(444,732)	(498,099)
THU NHẬP THUẦN TỪ PHÍ VÀ DỊCH VỤ	726,351	790,887	709,477	794,614	889,968	996,764	1,116,375
Lãi thuần từ hoạt động ngoại hối	354,532	952,911	714,683	821,886	945,169	1,086,944	1,249,985
Lãi thuần từ giao dịch và đầu tư chứng khoán vốn	180,716	(409,127)	382,877	317,979	375,793	405,856	487,028
Thu nhập thuần từ đầu tư vào công ty liên doanh và liên kết	78,958	58,521	173,473	251,123	337,198	417,525	516,493
Thu nhập hoạt động khác	200,348	264,806	291,287	320,415	352,457	387,702	426,473
Cổ tức	174,914	620,882	262,725	367,814	478,159	573,790	688,548
TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	5,720,746	8,902,516	8,268,771	9,784,570	11,263,184	12,805,242	14,502,565
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG							
Chi phí nhân viên	(645,406)	(1,205,086)	(1,516,554)	(2,122,524)	(2,482,949)	(2,841,705)	(3,226,795)
Chi phí khấu hao	(336,970)	(419,963)	(464,543)	(557,259)	(668,505)	(801,991)	(962,170)
Các chi phí hoạt động khác	(645,364)	(1,069,070)	(843,367)	(967,327)	(1,113,173)	(1,280,497)	(1,464,914)
TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(1,627,740)	(2,694,119)	(2,824,465)	(3,647,110)	(4,264,627)	(4,924,193)	(5,653,878)
THU NHẬP HOẠT ĐỘNG THUẦN	4,093,006	6,208,397	5,444,306	6,137,460	6,998,557	7,881,049	8,848,686
Dự phòng trích lập trong năm	(1,337,083)	(3,059,850)	(2,021,741)	(1,217,426)	(1,217,581)	(1,243,119)	(1,290,899)
Hoàn nhập dự phòng/Thu nhập từ các khoản nợ xấu đã xóa	392,802	175,913	200,000	150,000	150,000	150,000	150,000
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	3,148,725	3,324,460	3,622,565	5,070,034	5,930,976	6,787,929	7,707,787
Các khoản thuế thu nhập phải nộp	(758,773)	(787,906)	(775,367)	(1,091,549)	(1,257,680)	(1,427,929)	(1,604,461)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	2,389,952	2,536,554	2,847,198	3,978,485	4,673,296	5,360,001	6,103,326
Lợi ích cổ đông thiểu số	(9,394)	(16,340)	(17,974)	(19,771)	(21,749)	(23,923)	(26,316)
LỢI NHUẬN THUẦN TRONG NĂM	2,380,558	2,520,214	2,829,224	3,958,713	4,651,548	5,336,077	6,077,010
- Phân bổ các quỹ không thuộc về cổ đông		(161,610)	(141,461)	(197,936)	(232,577)	(266,804)	(303,851)
LỢI NHUẬN THUẦN CHO CỔ ĐÔNG	2,380,558	2,358,604	2,687,763	3,760,778	4,418,970	5,069,273	5,773,160
Cổ tức trả trong năm		(847,060)	(1,452,103)	(1,586,846)	(1,586,846)	(1,820,369)	(2,073,133)
Tỷ lệ chi trả		71.8%	54.0%	42.2%	35.9%	35.9%	35.9%

Mô hình thu nhập

Ngân hàng là hoạt động kinh doanh có tính chu kỳ gắn liền với môi trường kinh tế vĩ mô. Chúng tôi giả định rằng hoạt động kinh doanh của Vietcombank trong giai đoạn 2009-2013, giai đoạn dự báo của chúng tôi, sẽ có các biến động giống như trong giai đoạn 2003-2008, giai đoạn mà chúng tôi gọi là giai đoạn nghiên cứu. Do đó, chúng tôi áp dụng tỷ lệ tăng trưởng đường thẳng đối với một vài chỉ số trong giai đoạn dự báo của chúng tôi.

Vietcombank đã có mức tăng trưởng cao trong giai đoạn 2003-2007. Sau đó vào năm 2008 tốc độ tăng trưởng ở tất cả các lĩnh vực kinh doanh bắt đầu chậm lại, giống như khi ngân hàng đã vào giai đoạn trưởng thành. Do chúng ta vẫn đang trong chu kỳ đi xuống, tốc độ tăng trưởng trong mô hình được đặt ở mức thấp hơn trong giai đoạn trước đó. Tuy nhiên chúng tôi sử dụng mức trung bình quá khứ đối với một số tương quan cấu trúc chi phí-thu nhập và giả định tăng trưởng cho giai đoạn dự báo 2009-2013.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng việc bàn giao vốn giữa Vietcombank hiện tại và Vietcombank cũ vẫn chưa hoàn thành. Do đó các điều chỉnh mà có thể xảy ra trong việc hoàn thành cổ phần hóa của ngân hàng này, vẫn chưa được xác định và có thể ảnh hưởng nghiêm trọng tới kết quả trong mô hình thu nhập của chúng tôi.

Chúng tôi tin rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ bắt đầu hồi phục từ quý 4/2009 do chính sách mở rộng tiền tệ và chính sách tài khóa tích cực trong năm nay và chúng tôi ước tính tăng trưởng GDP năm 2009 vào khoảng 4,4%. Và sau đó là 6,5% cho năm 2010. Dự báo của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi trong năm 2009 lần lượt là 30% và 25%. Bên cạnh đó, chỉ số VNI vào cuối năm theo chúng tôi là ở mức 550.

Giả định về Thu nhập và Chi phí

Thu nhập từ hoạt động kinh doanh

Thu nhập từ hoạt động của Vietcombank đến từ nhiều mảng chính; thu nhập từ lãi, thu nhập phí và hoa hồng, buôn bán ngoại tệ, giao dịch chứng khoán và lợi tức từ đầu tư vào các công ty cổ phần và công ty liên doanh, cổ tức và các thu nhập khác. Trong năm 2008, Vietcombank ghi nhận tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh là 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng 55,6%) trong đó thu nhập ròng từ lãi chiếm 74,4% tổng thu nhập, theo sau là thu nhập từ ngoại hối ở mức 10,7%, thu nhập từ phí 8,9% và thu nhập từ cổ tức là 7%. Chúng tôi tin rằng với sự phục hồi của thị trường chứng khoán trong năm 2009 và việc ngân hàng mở rộng đầu tư vốn, thu nhập từ giao dịch chứng khoán và cổ tức sẽ được củng cố. Chúng tôi cũng kỳ vọng một tỷ lệ nhất định trong 600 tỷ dự phòng giảm giá tài sản trích lập trong năm 2008 sẽ được hoàn nhập. Trong các năm tiếp theo, chúng tôi tin rằng sự giảm bớt chi phí rủi ro tín dụng và việc tăng thu nhập từ đầu tư chứng khoán dài hạn sẽ là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng doanh thu chủ yếu của ngân hàng này.

Thu nhập từ lãi

Thu nhập ròng từ lãi vẫn là nguồn thu nhập chủ yếu của ngân hàng. Trong năm 2008, tỷ lệ thu nhập ròng từ lãi tăng lên mức 74,4% từ mức 70% trong năm 2007 nhờ các hoạt động cho vay có hiệu quả cao hơn và hoạt động đầu tư trái phiếu. Thu nhập ròng từ lãi tăng 65,4% so với năm trước, so với mức tăng trưởng 4,9% năm 2007 và 15,3% năm 2006. Chúng tôi cho rằng kết quả hoạt động của VCB trong năm 2008 là đặc biệt tốt trong bối cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt đột ngột vào nửa đầu năm. Trong năm 2009, chúng tôi cho rằng mức thu nhập ròng từ lãi suất là 5.227 tỷ đồng, giảm so với mức 6.624 tỷ đồng trong năm 2008.

Ước tính về mức thu nhập ròng từ lãi suất dựa trên giả định của chúng tôi về quy mô tín dụng và chênh lệch lãi suất ròng. Giả định của chúng tôi là tăng trưởng cho vay ròng của Vietcombank sẽ đạt 16,6% trong năm 2009 và sau đó giảm từ từ xuống 13% vào năm 2013. Trong đó cho vay cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ, vốn mang lại mức lãi suất cao hơn nhiều, sẽ có mức tăng trưởng cao hơn là 18%. Và chúng tôi dự báo rằng đầu tư vào các chứng khoán nợ sẽ tăng trưởng trung bình hàng năm vào khoảng 13% trong suốt giai đoạn dự báo.

Chúng tôi cũng áp dụng mức lãi suất liên ngân hàng và lợi tức từ chứng chỉ nợ lần lượt là 6% và 3,7% trong giai đoạn này, mà vốn là mức trung bình trong giai đoạn 2004-2008. Ngoại lệ trong giả định của chúng tôi là cho vay thương mại ở mức 8,8% trong năm 2009 (mức

trung bình quá khứ) và 8,9% trong các năm sau, do tin tưởng rằng ngân hàng có thể tăng thu nhập từ việc mở rộng cho vay thế chấp. Cùng lúc đó, mức lãi suất chúng tôi áp dụng đối với các khoản tiền gửi của khách hàng, vay liên ngân hàng và chứng chỉ nợ phát hành lần lượt là 5,4%, 0.632% và 7%, cao hơn một chút so với mức trung bình trong quá khứ.

Kết quả là, thu nhập ròng từ lãi của ngân hàng ước tính khoảng 5.734 tỷ đồng trong năm 2009 và tăng dần lên 10.018 tỷ vào năm 2013 với mức tăng trưởng trung bình hàng năm là 8,6% trong suốt giai đoạn 2008-2013. Chênh lệch lãi suất ròng sẽ nằm trong khoảng 2,75-2,87%, trong khi lãi suất biên ròng (NIM) sẽ vào khoảng 2,71-2,83%, thấp hơn mức trung bình quá khứ là 2,93%.

Về trái phiếu chính phủ đặc biệt, lãi suất nhận được từ ngày xác định giá trị doanh nghiệp nhằm mục đích cổ phần hóa (31/12/2006) tới ngày ngân hàng nhận được Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh (2/6/2009), được ghi nhận là khoản phải trả cho nhà nước. Lãi suất thu được từ ngày đó trở về sau được ghi nhận là thu nhập lãi của ngân hàng theo Công văn số 1184 ngày 2/2/2009 của bộ Tài Chính. Trước đây, lãi suất thu được được ghi nhận trực tiếp vào vốn chủ sở hữu của ngân hàng.

Thu nhập từ Phí và Hoa hồng

Vietcombank vượt trội trên thị trường các dịch vụ thu phí bao gồm thanh toán xuất nhập khẩu, chuyển tiền và kinh doanh thẻ, và chiếm thị phần lớn nhất trong tất cả các mảng nghiệp vụ này. Chúng tôi tin rằng trong tương lai, ngân hàng sẽ tiếp tục phát triển các sản phẩm mới cho cả khối doanh nghiệp và cá nhân như các sản phẩm tài chính thương mại hiện đại, thanh toán lương cho các cơ quan nhà nước và các công ty, lắp đặt các máy ATM chấp nhận thẻ dựa trên công nghệ Chip và phát triển thêm các dịch vụ bán chéo khác.

Trong năm 2008 tăng trưởng thu nhập phí chỉ đạt 8,9% do sự suy giảm các hoạt động thương mại quốc tế và thị phần giảm xuống. Chúng tôi cho rằng thị trường xuất nhập khẩu sẽ có 1 năm rất khó khăn trong năm 2009 và thị phần của VCB có thể sẽ tiếp tục giảm.

Theo ước tính của HSC, tổng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trong năm 2009 lần lượt sẽ vào khoảng 52,9 tỷ USD và 55,5 tỷ USD, giảm so với mức 62,9 tỷ USD và 79,9 tỷ USD trong năm 2008. Năm ngoái, thị phần thanh toán xuất khẩu và nhập khẩu của Vietcombank lần lượt là 26,8% và 19,5%. Chúng tôi giả định rằng năm nay thị phần của VCB sẽ giảm xuống tương ứng 25% và 18,5%. Do đó chúng tôi ước tính doanh số thanh toán quốc tế qua ngân hàng vào khoảng 86% mức năm ngoái. Tuy nhiên, vẫn còn các dịch vụ tính phí khác như thanh toán

xăng dầu, thanh toán nội địa, thẻ và và kiều hối, có thể sẽ bù đắp lại phần nào. Về tổng thể, chúng tôi ước tính thu nhập từ phí sẽ giảm 10% so với năm trước.

Trong phần còn lại của giai đoạn dự báo, do kinh tế phục hồi, chúng tôi dự báo rằng tổng thu nhập từ phí và hoa hồng sẽ tăng trưởng theo đường thẳng với tốc độ 12%/năm trong giai đoạn 2010-2013, nhưng vẫn thấp hơn một chút so với giai đoạn 2003-2008 ở mức 20,8%. Chi phí thanh toán, chi phí hoạt động ngân quỹ và các chi phí khác được giả định lần lượt vào khoảng 25,5%, 18,3% và 24% của thu nhập tương ứng, bằng với mức trung bình quá khứ. Tóm lại, chúng tôi dự đoán thu nhập ròng từ phí và hoa hồng sẽ tăng trưởng trung bình hàng năm vào khoảng 7,14% trong giai đoạn dự báo.

Tỷ lệ của dòng thu nhập này trong tổng thu nhập được ước tính sẽ giảm từ 8,9% trong năm 2008 xuống 7,7% vào năm 2013.

Lợi nhuận từ giao dịch ngoại hối

Ngoại hối là hoạt động kinh doanh ít ổn định nhất trong việc dự báo. VCB thường thu được lợi nhuận nhiều hơn từ giao dịch ngoại hối trong những năm có các biến động mạnh về giá ngoại tệ.

Khoảng trên 44% tổng nguồn vốn của VCB có nguồn gốc từ ngoại tệ, nhờ các dòng thanh toán quốc tế, chuyển tiền và hoạt động thẻ. Bên cạnh đó, ngân hàng này có lợi thế trong việc thu hút các quỹ ủy thác và quản lý nguồn vốn ODA, tất cả bằng ngoại tệ. Trong các điều kiện thị trường nhất định, Ngân hàng Nhà nước thường yêu cầu Vietcombank có hành động nhằm ổn định thị trường ngoại hối. Ngược lại, VCB thường được ưu tiên để mua USD từ NHNN, điều trở thành một thế mạnh kinh doanh quý báu giúp ngân hàng này nhiều lần thu được lợi nhuận lớn.

Thu nhập từ hoạt động kinh doanh này đã tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 86% trong giai đoạn nghiên cứu với tăng trưởng trong riêng năm 2008 là 169%. Chúng tôi giả định rằng lợi nhuận thu được trong năm 2008 là không thường xuyên và ước tính thu nhập năm nay sẽ chỉ vào khoảng 75% mức đạt được năm ngoái hay tương đương 715 tỷ đồng, với kết quả 5 tháng đầu năm 2009 đã đạt được là 340 tỷ đồng. Sau đó, chúng tôi giả định loại thu nhập sẽ tăng trưởng hàng năm ở mức 15%.

Thu nhập Đầu tư Vốn

Nhằm mục đích ước tính, chúng tôi phân chia hoạt động đầu tư của ngân hàng vào giao dịch chứng khoán, đầu tư chứng khoán và các hoạt động góp vốn khác thành

3 phần: (i) Đầu tư vào chứng khoán nợ, (ii) Công ty liên doanh và liên kết và (iii) Đầu tư chứng khoán vốn khác, bao gồm cả chứng khoán giao dịch và chứng khoán đầu tư dài hạn.

Lợi suất từ số dư trung bình chứng khoán giao dịch và chứng khoán đầu tư đạt mức trung bình 17,5%/năm trong giai đoạn 2006-2007. Trong tương lai chúng tôi ước tính mức lợi tức 10,5%/năm căn cứ trên số dư đầu năm trong giai đoạn dự báo. Trong năm 2008, ngân hàng đã thực hiện dự phòng giảm giá các khoản đầu tư ở mức trên 600 tỷ đồng và chịu lỗ 409 tỷ đồng. Chúng tôi giả định rằng khoảng 100 tỷ đồng trong khoản dự phòng giảm giá sẽ được hoàn nhập và được tính thành lợi nhuận trong năm 2009.

Tỷ suất lợi nhuận ròng của các công ty liên doanh liên kết của ngân hàng dựa trên phương pháp vốn chủ sở hữu đạt mức trung bình 16,8% trong giai đoạn 2005-2007. Chúng tôi giả định mức lợi suất 15,7%/năm trong giai đoạn dự báo tính trên số dư đầu năm, bắt đầu 14,7% năm 2009 và tăng lên 16,7% năm 2013.

Cổ tức từ nhận được từ số dư trung bình cổ phiếu giao dịch và cổ phiếu đầu tư đạt mức trung bình 13,7%/năm trong giai đoạn nghiên cứu và trong tương lai chúng tôi giả định cổ tức thu được hàng năm là 12,7% tính trên số dư đầu năm.

Các thu nhập khác từ hoạt động kinh doanh cũng tăng trưởng ở mức 51,5% trong giai đoạn nghiên cứu và chúng tôi giả định nó sẽ tăng trưởng mỗi năm 10% trong tương lai.

Chi phí hoạt động

Lương và các chi phí liên quan được Ngân hàng đặt ở mức 29,1% lợi nhuận trước chi phí lương của năm 2009. Chúng tôi giả định tỷ lệ này sẽ được duy trì trong tương lai.

Chúng tôi ước tính nguyên giá tài sản cố định sẽ tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 20%. Để đơn giản hóa, tỷ lệ khấu hao với các tài sản hữu hình và vô hình được áp dụng trong mô hình của chúng tôi bằng mức trung bình trong quá khứ lần lượt là 14,6% và 7,7%. Do đó, khấu hao tài sản cố định sẽ tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 21,8%.

Trong khoản chi phí hoạt động khác trong năm 2008 bao gồm khoản dự phòng đầu tư dài hạn 190 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng đây là một khoản không thường xuyên. Khoản mục Chi phí hoạt động khác được ước tính vào khoảng 0,35% giá trị tài sản trung bình, cũng là mức trung bình trong giai đoạn 2004-2008.

Tính chung, hệ số hiệu quả sẽ vào khoảng 34,2-39% cao hơn mức 30,3% trong năm 2008, chủ yếu do chi phí nhân viên tăng lên.

Dự phòng và Nợ xấu

Dự phòng cho các khoản nợ xấu là một trong những biến số có ảnh hưởng lớn nhất tới kết quả hoạt động của ngân hàng, và cũng khó dự báo nhất. Tỷ lệ nợ khó đòi của VCB thường dao động trên mức 3,5%. Trong năm 2008, tỷ lệ nợ khó đòi đã tăng lên 5,74% vào cuối tháng 11 và VCB đã trích lập một khoản dự phòng lớn vào khoảng 2.971,6 tỷ đồng cho nợ xấu, tương đương 2,64% giá trị các khoản vay, gấp hơn hai lần tỷ lệ 1,1% của năm 2007.

Kết quả là, tỷ lệ số dư quỹ dự phòng nợ xấu trên số dư nợ của ngân hàng tăng từ mức 2,15% trong năm 2007 lên mức 3,78% trong năm 2008. Trong mô hình chúng tôi giả định tỷ lệ này được duy trì ở mức 2,5-2,8% kể từ năm 2009 trở đi. Các khoản dự phòng trích lập trong các năm được tính trên giả định rằng tài sản đảm bảo có thể bù đắp 70% giá trị của 70% nợ xấu, 20% nợ xấu có thể thu hồi được 50% giá trị và khoảng 10% còn lại là không thể thu hồi.

Trong giai đoạn 2006-2008, ngân hàng đã sử dụng trung bình 13% tổng giá trị dự phòng lũy kế trong năm để xóa nợ xấu. Tuy nhiên, mặc dù các khoản đã được xóa bỏ trong năm 2008, tỷ lệ nợ khó đòi vẫn ở mức cao là 4,6%. Chúng tôi giả định rằng trong năm 2009, nợ nhóm 5 sẽ tăng lên mức 3,78% tổng các khoản vay trước khi xóa nợ xấu. Chúng tôi giả định rằng với nỗ lực làm giảm các khoản nợ xấu, ngân hàng sẽ xóa bỏ 50% nợ xấu nhóm 5 để giảm tỷ lệ nợ khó đòi vào cuối năm xuống 1,8%.

Giả định của chúng tôi là việc quản lý nợ sẽ được cải thiện đáng kể trong tương lai. Và khoảng 25% nợ xấu nhóm 5 sẽ được xóa bỏ để giảm tỷ lệ nợ xấu xuống 3,2-3,8% trong giai đoạn dự báo.

Hàng năm trong bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng có các khoản mục như: thu hồi các khoản nợ xấu đã xóa, hoàn nhập dự phòng nợ xấu hay thu nhập từ các khoản nợ đã xóa - ở mức trung bình là 250 tỷ đồng. Chúng tôi giả định mục này vào khoảng 150 tỷ đồng mỗi năm. Trong năm 2009, khoản này có thể ở mức cao 200 tỷ đồng.

Tỷ suất Lợi nhuận

Kết quả là chúng tôi kỳ vọng ngân hàng có thể tăng ROAA từ mức 1,13% trong năm 2009 lên mức 1,39% vào năm 2013. ROAE cũng tăng dần từ 18,4% năm 2008 lên 17,5-21% trong giai đoạn dự báo nhờ tăng

trường cao về vốn chủ sở hữu và hệ số đòn bẩy tài chính thấp hơn. Chúng tôi cũng ước tính rằng tỷ suất lợi nhuận trước thuế sẽ tăng từ từ từ mức 43,8% trong năm 2009 lên 53% vào năm 2013.

Các yếu tố thúc đẩy chủ yếu bao gồm sự suy giảm của chi phí dự phòng nợ xấu và nhu nhập tăng từ các khoản đầu tư chứng khoán vốn. Điều này có thể đạt được với sự thu hẹp tương đối của hoạt động tín dụng và mở rộng tương đối của hoạt động đầu tư chứng khoán so với các hoạt động kinh doanh khác, và việc cải thiện chất lượng các khoản cho vay. Do đó chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông sẽ tăng từ 32,5% trong năm 2009 lên 39,8% vào năm 2013.

Thuế và các vấn đề khác

Trong mô hình, chúng tôi áp dụng tỷ lệ thuế thu nhập là 25%, tỷ lệ này đã có hiệu lực từ ngày 1/1/2009. Thu nhập bị đánh thuế được ước tính là thu nhập trước thuế trừ lãi suất trái phiếu giáo dục và trái phiếu chính phủ đặc biệt, cổ tức từ đầu tư chứng khoán và lợi nhuận sau thuế từ các công ty con và công ty liên doanh liên kết.

Chúng tôi sử dụng mức giá danh nghĩa cho giai đoạn dự báo, do đó có tính cả yếu tố lạm phát.

Giả định về Bảng Cân đối Kế toán

Vốn Chủ sở hữu

Vốn điều lệ hiện tại của ngân hàng là 12.100 tỷ đồng, chỉ bằng 80,67% mục tiêu 15.000 tỷ đồng đặt ra trong kế hoạch IPO. Do đó ngân hàng đã vạch ra một kế hoạch để tăng vốn lên 15.000 tỷ đồng. Đại hội cổ đông thường niên năm 2009 đã thông qua kế hoạch tăng vốn lên 13.223,7 tỷ đồng trong năm 2009. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này sẽ được thực hiện thành công. Sau đó chúng tôi giả định ngân hàng có thể tìm được đối tác chiến lược nước ngoài để tăng vốn lên 15.000 tỷ bằng cách phát hành 1.776 tỷ vốn cho đối tác chiến lược trong năm 2011. Sau đó sẽ không có khoản vốn góp tăng thêm nào trong giai đoạn dự báo của chúng tôi.

Phần vốn góp tăng thêm trong năm, khi đó sẽ được hạch toán vào vốn chủ sở hữu vào cuối năm tương ứng do đó nó không ảnh hưởng tới vốn để tính cổ tức trong những năm này. Do đó, cổ tức sẽ được tính trên giá trị vốn vào đầu năm tài chính.

Vào ngày 3/4/2009, NHNN phát hành Công văn số 2347/NHNN-CN, đặt ra các công việc cần làm và đơn vị chịu trách nhiệm thực hiện cho việc tái cấu trúc tài chính và bàn giao vốn. Cho đến nay, quá trình cổ phần hóa của ngân hàng và việc bàn giao vốn giữa ngân hàng cũ và ngân hàng mới vẫn chưa hoàn thành. Do chúng tôi

không được biết nội dung của Công văn 2347, chúng tôi dựa trên các giả định riêng về thặng dư vốn, quỹ chủ sở hữu và các tài sản khác mà ngân hàng được phép giữ lại.

Chúng tôi nhận thấy rằng tại ngày 31/12/2008 có một khoản phải trả 1.109 tỷ đồng liên quan đến tiền nhận được từ phát hành cổ phiếu còn lại sau khi đã được chuyển thành vốn điều lệ của ngân hàng và trả cho SCIC (xem phụ lục 2). Chúng tôi giả định rằng vào cuối năm 2009, việc thanh toán vốn với SCIC sẽ được hoàn thành và 9,28% vốn thặng dư, ước tính vào khoảng 720 tỷ đồng, sẽ được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu của ngân hàng.

Chúng tôi cũng giả định rằng ngân hàng bán cổ phần cho các đối tác chiến lược với giá 1,5 lần mệnh giá trong năm 2011. Và vào thời điểm đó ngân hàng sẽ được quyền hưởng toàn bộ số tiền vốn thặng dư ước tính vào khoảng 888 tỷ đồng.

Trong năm 2008, ngân hàng dành riêng 6% lợi nhuận ròng cả năm cho các quỹ khen thưởng, phúc lợi và quỹ từ thiện. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ 5% cho giai đoạn dự báo.

Chúng tôi giả định tỷ lệ cổ tức 12% trong giai đoạn 2009-2011. Kể từ 2012, ngân hàng dùng 35,9% lợi nhuận ròng để trả cổ tức bằng tiền mặt, tương đương với tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2011. Như vậy, tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt tăng lên 12,1% vào năm 2012 và 13,8% vào năm 2013. Mức cổ tức chi trả được tính toán sao cho tỷ lệ Vốn cấp 1/Tài sản có rủi ro được duy trì trên 10%. Xin lưu ý rằng điều này không có nghĩa là cổ tức mỗi cổ phiếu vào năm 2012 chính xác là 1.214 đồng. Về mặt lý thuyết ngân hàng có thể phát hành cổ phiếu thưởng từ quỹ dự trữ hay lợi nhuận giữ lại sau năm 2011 do đó vốn điều lệ cao hơn 15 nghìn tỷ đồng, dù chúng tôi không giả định điều này trong mô hình và nếu nó xảy ra cũng không ảnh hưởng tới kết quả mô hình của chúng tôi.

Số lượng cổ phiếu bán cho công nhân viên trong đợt IPO năm 2007 chỉ chiếm 15,4% kế hoạch IPO và phần còn lại vẫn đang được SCIC nắm giữ. Chúng tôi giả định rằng ngân hàng sẽ không phát hành cổ phiếu mới nhằm mục đích thưởng cho công nhân viên trong giai đoạn dự báo.

Chúng tôi giả định rằng hàng năm ngân hàng sử dụng 0,17% quỹ dự trữ tài chính lũy kế để bù đắp chi phí tài chính (các loại chi phí theo luật định). Trong mô hình của chúng tôi không bao gồm bất cứ sự định giá lại tài sản và các tài sản bằng ngoại tệ nào.

Giá trị vốn chủ sở hữu trong mô hình của chúng tôi

không bao gồm số dư cả các quỹ không thuộc cổ đông như quỹ khen thưởng và phúc lợi, quỹ từ thiện.v.v...

Vốn huy động từ Khách hàng

Vốn huy động từ khách hàng, bao gồm tiền gửi của khách hàng và chứng chỉ nợ phát hành, tăng trưởng trung bình hàng năm ở mức 16,15% trong giai đoạn 2003-2008. Chúng tôi giả định tăng trưởng trung bình hàng năm trong giai đoạn dự báo 2009-2013 sẽ giảm xuống 15%.

Tiền gửi khách hàng tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 16,5% trong giai đoạn 2003-2008. Và với tỷ lệ chỉ 11% trong năm 2008 thấp hơn mức trung bình của ngành là 21%. Trong tương lai chúng tôi ước tính tiền gửi của khách hàng sẽ tăng trưởng hằng năm 15,2% trong giai đoạn dự báo. Tốc độ tăng trưởng này có vẻ hơi cao đối với một ngân hàng quy mô lớn và khá trưởng thành như Vietcombank, nhưng nếu chúng ta xét đến mức tăng cung tiền và giả định rằng cổ tức trả hàng năm cho SCIC sẽ được gửi tại Vietcombank thì mức tăng trưởng này cũng khá hợp lý.

Trong năm 2009, do tác động của chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng của chính phủ và sự củng cố trong khu vực ngân hàng, chúng tôi giả định Vietcombank có thể đạt được tỷ lệ tăng trưởng tiền gửi 15,35%. Điều này là do sự tăng lên về giá trị của các giấy tờ ghi nợ một khoản 200 tỷ đồng. Từ năm 2010 trở về sau, chúng tôi giả định giá trị các giấy tờ ghi nợ sẽ có mức tăng trưởng hàng năm trung bình là 3,5%, là tỷ lệ tăng trưởng trung bình hàng năm của các năm trước.

Vay liên ngân hàng

Vay liên ngân hàng, bao gồm các khoản tiền gửi của và vay từ NHNN, Kho bạc nhà nước và các tổ chức tài chính khác, chiếm khoảng 15,1% tổng nguồn vốn trong năm 2008 và được xác định sẽ tiếp tục đóng góp từ 15,9-16% tổng nguồn vốn trong giai đoạn dự báo theo mô hình của chúng tôi.

Với SCIC là cổ đông chính, VCB sẽ nhận được hỗ trợ từ chính phủ, giống như các ngân hàng thương mại nhà nước khác. Một lượng lớn tiền của Kho bạc nhà nước đang được gửi tại VCB. VCB cũng được ưu tiên mua ngoại tệ, đây là lợi thế rất lớn mỗi khi thị trường đang căng thẳng. Bên cạnh đó, VCB nắm giữ một lượng lớn trái phiếu chính phủ, vốn có thể dùng để vay chiết khấu và vay cầm cố từ NHNN với mức lãi suất ưu đãi hơn so với thị trường.

Tương tự như vậy, là ngân hàng hàng đầu về thanh toán quốc tế và là nhà tạo lập thị trường trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng, VCB nắm một lượng lớn tiền gửi

nhằm mục đích thanh toán của NHNN và các tổ chức tài chính khác.

Sẽ rất dễ dàng cho Vietcombank tăng tổng tài sản bằng cách tăng vay mượn NHNN hoặc vay liên ngân hàng. Trong tương lai ngân hàng có thể tăng mức phụ thuộc vào vay mượn liên ngân hàng, vốn là nguồn tài chính rẻ nhất, để thúc đẩy nhu cầu về vốn của nó. Tuy nhiên, trong mô hình của chúng tôi, khoản này được xác định ở mức 16% tổng nguồn vốn vào cuối mỗi năm.

Các Khoản nợ khác

Chúng tôi ghi nhận một khoản 3.175 tỷ đồng phải trả cho nhà nước sau khi tất toán vốn với nhà nước. Chúng tôi chưa biết liệu ngân hàng có phải trả khoản này cho nhà nước hay không và nếu có thì khi nào, nhưng chúng tôi giả định rằng ngân hàng sẽ được phép giữ lượng tiền này như là khoản nợ trong suốt giai đoạn dự báo. Tuy nhiên, một phần của 1.109 tỷ đồng khoản phải trả cho nhà nước sẽ được chuyển thành thặng dư vốn trong năm 2009.

Trong năm 2008, có sự tăng bất thường so với năm trước ở một vài khoản mục như phải trả cho công nhân viên (2,3 lần), dự phòng nợ xấu các cam kết ngoại bảng (57%) và chi phí lãi dự tính (60%). Chúng tôi cho rằng việc tăng các khoản phải trả cho nhân viên không phải là chính sách dài hạn của ngân hàng; và các biến động trong 2 mục sau cũng là bất thường, phát sinh từ các điều kiện đặc biệt trong năm 2008. Chúng tôi loại trừ những sự thay đổi không thường xuyên này trong tính toán cho năm 2009. Và cuối cùng, các khoản nợ khác được giả định tăng trưởng trung bình hàng năm là 3,16% trong giai đoạn 2008-2013.

Tổng Nợ và Vốn chủ sở hữu

Tăng trưởng tài sản trong năm 2008 là 12,5%, giảm so với mức 22,5% trong năm 2006. Mức tăng trưởng trung bình hàng năm trong giai đoạn 2003-2008 là 19%. Chúng tôi ước tính tổng tài sản tăng trưởng 14,8%/năm trong giai đoạn dự báo, với sự tăng mạnh trong vốn chủ sở hữu với mức tăng trưởng trung bình hàng năm là 18%. Mặc dù ngân hàng sẽ chỉ trả cổ tức khá cao, ít nhất là 12%, vốn chủ sở hữu vẫn tăng nhanh. Do tài sản tăng ở tốc độ chậm hơn vốn chủ sở hữu, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của ngân hàng sẽ giảm dần từ mức 15,3 hồi năm 2008 xuống 14 vào năm 2013. Kết quả là Hệ số an toàn vốn CAR và Tỷ lệ vốn cấp 1 trên tổng tài sản sẽ được cải thiện.

Tín dụng

Tổng mức cho vay của ngân hàng đã tăng trưởng ở mức trung bình gấp 21,6%/năm trong giai đoạn 2003-

2008 và chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm là 14,3% trong suốt giai đoạn dự báo. Trong năm 2009, ngân hàng đặt mục tiêu mở rộng tín dụng là 18%, trong đó cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở mức 24% và cho vay cá nhân tăng trưởng 10%. Tuy nhiên, chúng tôi giả định rằng tăng trưởng tín dụng năm 2009 sẽ thấp hơn mức đó, vào khoảng 15,5%. Sau đó, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng giảm dần xuống 13% vào năm 2013.

Chúng tôi giả định tỷ lệ dư nợ/vốn huy động (LDR) sẽ giảm từ mức 71,8% trong năm 2008 xuống khoảng 68% trong giai đoạn dự báo do chiến lược của ngân hàng tập trung hơn vào các hoạt động kinh doanh phi tín dụng. Tỷ lệ cho vay/tổng tài sản cũng giảm từ 50,8% trong năm 2009 xuống 49,7% vào năm 2013.

Chúng tôi cho rằng công tác quản lý rủi ro tín dụng sẽ được cải thiện qua các năm với tỷ lệ nợ khó đòi giảm xuống từ 3,8% trong năm 2009 xuống 2,7% vào năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi ước tính 2009 có thể là một năm khó khăn với các công ty xuất khẩu và các doanh nghiệp nhà nước khác, nợ nhóm 5 sẽ tăng lên 3,78% tổng các khoản vay trước khi được xóa nợ.

Đầu tư dài hạn vào chứng khoán nợ, một loại tài sản sinh lãi, được ước tính sẽ giảm bớt vai trò quan trọng vì sự chuyển hướng các tài sản sinh lời được sang đầu tư chứng khoán vốn. Chúng tôi ước tính đầu tư chứng khoán nợ sẽ tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 13% trong giai đoạn dự báo. Và tỷ trọng của nó trong tổng tài sản được ước tính giảm từ 18,7% vào năm 2008 xuống 17,3% vào năm 2013. Kết hợp lại, dư nợ và đầu tư vào chứng khoán nợ sẽ chiếm khoảng 67-69% tổng tài sản.

Cho vay Liên ngân hàng

VCB là một trong số các ngân hàng lớn nhất trên thị trường liên ngân hàng và là ngân hàng có hoạt động điều phối vốn tốt nhất. Vietcombank luôn có thể cho vay các tổ chức tài chính khác mỗi khi thừa vốn. Cho vay và gửi tiền vào các tổ chức tài chính đã chiếm trên 30% tổng tài sản của ngân hàng, ngoại trừ năm 2008 ngân hàng rút tiền gửi tại ngân hàng nước ngoài để gửi tại NHNN. Chúng tôi giả định trong tương lai cho vay và gửi tiền vào các ngân hàng khác và tại NHNN sẽ tiếp tục chiếm khoảng 27-28% tổng tài sản của ngân hàng với mức tăng trưởng trung bình hàng năm 16%.

Đầu tư Vốn

Để việc ước tính được dễ dàng, chúng tôi chia các khoản đầu tư của ngân hàng vào chứng khoán giao dịch, chứng khoán đầu tư và đầu tư góp vốn khác thành đầu tư vào chứng khoán nợ, đầu tư vào các công ty liên

doanh liên kết và đầu tư chứng khoán vốn khác (bao gồm chứng khoán vốn giao dịch và chứng khoán vốn dài hạn).

Đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết tăng trưởng với tốc độ trung bình hàng năm 59% trong giai đoạn 2003-2008, trong khi đầu tư vốn khác tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 40,4%. Trong những năm qua, ngân hàng đẩy mạnh đầu tư vào các ngành lựa chọn với khoản đầu tư mới 1.349 tỷ đồng vào các doanh nghiệp trong năm 2008. Tuy nhiên thực hiện mới chỉ đạt 84,5% kế hoạch năm vừa qua.

Ngân hàng dự kiến mở rộng việc đầu tư góp vốn thành lập các doanh nghiệp mới trong các lĩnh vực như bất động sản, cơ sở hạ tầng và viễn thông khi nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi giả định rằng ngân hàng sẽ tiếp tục tăng cường đầu tư vào hoạt động kinh doanh này, đặc biệt trong năm 2009-2010 với tốc độ tăng trưởng hàng năm giả định 40% trong năm 2009 và 30% vào năm

2010. Tuy nhiên, sự mở rộng hoạt động này bị giới hạn ở mức 40% vốn điều lệ và quỹ dự trữ theo quy định trong Quyết định 457/2005 và Quyết định 34/2008 gần đây (Xem Phụ lục 5), do đó tỷ lệ tăng trưởng các năm sau đó sẽ chỉ vào khoảng 20%/năm. Trong khi đó, đầu tư vào các công ty con được giả định sẽ tăng trưởng 15% mỗi năm trong giai đoạn dự báo. Về tổng thể, đầu tư vào chứng khoán và công ty con sẽ không vượt quá 40% vốn và quỹ dự trữ của ngân hàng.

Tài sản cố định

Vào cuối năm 2008, ngân hàng đã quản lý khoảng 181.891,92m² đất của ngân hàng. Diện tích này bao gồm 48.182m² do nhà nước cấp và 5.038m² thuộc sở hữu của Vietcombank nhưng ngân hàng chưa hoàn thành thủ tục sở hữu. Còn lại khoảng 128.672m² là đất thuê, trong đó 106.988m² thanh toán tiền thuê 1 lần và 21.684m² thanh toán tiền thuê hàng năm.

Bảng 3 - Bảng Cân đối Kế toán hợp nhất quá khứ và dự báo

	FY2007	FY2008	FY2009 F	FY2010 F	FY2011 F	FY2012 F	FY2013 F
TÀI SẢN							
Tiền mặt và các khoản tương đương tiền	3,204,247	3,482,209	3,938,781	4,529,598	5,231,686	6,016,439	6,918,905
Tiền gửi tại NHNN	11,662,669	30,561,417	17,414,315	20,026,463	22,930,300	26,197,868	29,865,569
Tiền gửi tại TCTD	39,180,461	30,367,772	51,328,330	56,738,592	69,807,630	81,874,343	97,395,932
Cổ phiếu giao dịch và cổ phiếu đầu tư	1,575,290	2,064,796	2,890,714	3,757,929	4,509,514	5,411,417	6,493,701
Cho vay và tạm ứng cho khách hàng ròng	95,528,548	108,528,764	126,530,675	145,623,392	166,635,183	189,588,418	214,477,240
Cho vay và tạm ứng cho khách hàng	97,631,494	112,792,965	130,275,875	149,686,980	171,092,218	194,531,852	220,015,524
Dự phòng rủi ro tín dụng	(2,102,946)	(4,264,201)	(3,745,200)	(4,063,588)	(4,457,035)	(4,943,434)	(5,538,284)
Chứng khoán nợ	41,158,733	41,592,919	47,233,046	54,056,190	60,693,496	68,157,390	76,553,087
Đầu tư vào công ty liên doanh liên kết	1,899,703	1,180,088	1,652,123	2,147,760	2,577,312	3,092,775	3,711,330
Tài sản cố định	1,049,157	1,360,853	1,521,735	1,716,084	1,950,891	2,234,611	2,577,474
Tài sản cố định hữu hình	851,991	1,043,204	1,139,455	1,254,697	1,392,676	1,557,879	1,755,677
Tài sản cố định vô hình	197,166	317,649	382,279	461,387	558,215	676,732	821,797
Tài sản khác	2,104,597	2,811,630	3,177,142	3,558,399	3,949,823	4,344,805	4,735,838
TỔNG TÀI SẢN	197,363,405	221,950,448	255,686,862	292,154,408	338,285,836	386,918,066	442,729,075
NỢ PHẢI TRẢ, VỐN CHỦ SỞ HỮU VÀ LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ							
NỢ PHẢI TRẢ							
Tiền gửi của và tiền vay từ NHNN	12,685,256	9,515,633	9,801,102	10,095,135	10,397,989	10,709,929	11,031,227
Tiền gửi của TCTD khác	17,939,810	23,900,514	30,796,471	36,513,087	43,349,201	51,014,727	59,864,553
Tiền gửi của khách hàng	141,589,093	157,067,019	181,412,407	208,624,268	240,961,030	277,105,184	318,670,962
Vốn ủy thác	3,362,383	3,101,795	3,318,921	3,551,245	3,799,832	4,065,821	4,350,428
Chứng chỉ tiền gửi và phát hành trái phiếu	3,221,058	2,922,015	3,122,015	3,231,286	3,344,381	3,461,434	3,582,584
Nợ phải trả khác	4,953,706	11,550,035	10,236,334	10,937,579	11,708,950	12,557,457	13,490,815
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	183,751,306	208,057,011	238,687,249	272,952,600	313,561,382	358,914,551	410,990,568
VỐN CHỦ SỞ HỮU							
Vốn điều lệ	4,429,337	12,100,860	13,223,715	13,223,715	15,000,000	15,000,000	15,000,000
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	13,527,759	13,790,042	16,867,784	19,040,318	24,534,703	27,780,558	31,476,532
LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	84,340	103,395	131,829	161,490	189,751	222,957	261,975
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ, VỐN CHỦ SỞ HỮU VÀ LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	197,363,405	221,950,448	255,686,862	292,154,408	338,285,836	386,918,066	442,729,075

Giá trị ghi sổ đề cập trong báo cáo của chúng tôi là giá trị sổ sách theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam. Tuy nhiên chúng tôi không thực hiện việc định giá lại giá trị đất đai trong tính toán giá trị sổ sách do không có đủ thông tin hay đánh giá toàn diện về các tài sản đất đai của ngân hàng.

Chúng tôi giả định rằng ngân hàng sẽ đầu tư thêm vốn để sử dụng tài sản đất đai hiệu quả hơn bằng cách xây dựng các tòa nhà. Ngân hàng hiện đã có công ty TNHH Vietcombank Tower 198, Vietcombank Bonday Benthanch và mới thành lập Vietcomreal hoạt động trong lĩnh vực bất động sản. Có thể ngân hàng sẽ hợp tác với các đối tác khác để thành lập các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực này.

Chúng tôi cũng giả định rằng ngân hàng sẽ đầu tư vào công nghệ, dù chúng tôi không nghĩ rằng mức tăng trưởng sẽ đáng kể. Vietcombank đã tham gia vào Dự án hiện đại hóa hệ thống thanh toán và ngân hàng lần thứ nhất (1996-2003) và Dự án hiện đại hóa hệ thống thanh toán và ngân hàng lần thứ 2 (2005-2009) do Ngân hàng thế giới tài trợ. Trong các dự án này, ngân hàng đã được phép vay tiền với chi phí ưu đãi để nâng cấp hệ thống công nghệ thông tin. Chúng tôi cho rằng các dự án này hầu như đã hoàn thành và ngân hàng sẽ không phải chi tiêu thêm đáng kể.

Chính sách của ngân hàng là phân mềm, bản quyền và bằng sáng chế sẽ được khấu hao trong 3 năm. Trong nhiều năm, Vietcombank đã là ngân hàng dẫn đầu trong việc áp dụng hệ thống công nghệ thông tin hiện đại để phát triển ngân hàng trực tuyến, cho cả sử dụng nội bộ và cho khách hàng. Chúng tôi cho rằng phần lớn khoản khấu hao này đã được ghi nhận thành chi phí trong các năm trước.

Xét chung, chúng tôi dự báo nguyên giá ban đầu của tài sản cố định sẽ tăng ở mức trung bình hàng năm là 20,1% mỗi năm trong giai đoạn 2009-2013. Và chúng tôi giả định chi phí khấu hao cũng tăng với tốc độ trung bình hàng năm là 21,8% trong cùng thời kì.

Chúng tôi giả định rằng Tỷ lệ tiền mặt/Tổng tài sản sẽ duy trì ở mức 1,5% trong giai đoạn đó.

Với các dự báo về tài sản và nguồn vốn, hệ số an toàn vốn của ngân hàng sẽ tăng dần từ 8,9% trong năm 2008 lên trên 11% trong giai đoạn dự báo.

Môi trường hoạt động

VCB được thành lập ngày 1/4/1963 theo quyết định số 115/CP ngày 30/10/1962 của chính phủ. Vietcombank là ngân hàng đầu tiên và duy nhất phục vụ các vấn đề kinh tế liên quan đến nước ngoài bao gồm cho vay xuất nhập khẩu, thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại tệ cho toàn bộ nền kinh tế. Vietcombank cũng được giao nhiệm vụ phục vụ chính phủ trong các dịch vụ thanh toán, các chương trình cho vay và hỗ trợ.

Kể từ đó Vietcombank đã phát triển thành một trong những ngân hàng lớn nhất và được quản lý tốt nhất Việt Nam. Ngân hàng có tổng tài sản 221 nghìn tỷ đồng (12,7 tỷ USD) vào năm 2008 và ROAE ở mức 17,3% vào cuối năm 2008. Hoạt động kinh doanh chính tập trung vào giao dịch ngoại hối, tài trợ thương mại và cung cấp tài chính dài hạn cho các công ty nhà nước lớn nhất. Vietcombank xử lý khoảng 20,5% tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam, vốn là lĩnh vực kinh doanh truyền thống của ngân hàng bao gồm tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế. Ngân hàng cũng thống lĩnh thị trường ngoại hối liên ngân hàng và được coi là “Nhà tạo lập thị trường” cho tỷ giá hối đoái USD/VND hàng ngày. Vietcombank có một chiến lược năng động đối với phân khúc ngân hàng bán lẻ, phát hành thẻ tín dụng và ghi nợ, cho vay đảm bảo và cung cấp dịch vụ ngoại hối. Nói cách khác, Vietcombank là ngân hàng có đầy đủ các dịch vụ ngân hàng nhất ở Việt Nam.

Cho đến nay, ngân hàng đã có tổng cộng 58 chi nhánh, 87 chi nhánh con và 4 công ty con 100% vốn bao gồm một công ty tài chính, một công ty cho thuê tài chính, một công ty chứng khoán và một công ty quản lý quỹ. Nó cũng có cổ phần trong 3 công ty bất động sản, 3 công ty bảo hiểm, 6 ngân hàng và 1 quỹ tín dụng.

Tăng trưởng cho vay ở mức trung bình vào khoảng 22,7% mỗi năm trong vòng 4 năm qua, gần đây đã chậm lại do ngân hàng bắt đầu làm sạch các khoản vay trước khi cổ phần hóa và niêm yết. Tỷ lệ dư nợ/vốn huy động đã đứng ở mức trung bình 65% trong suốt 5 năm qua và là 1 trong những mức thấp nhất giữa các ngân hàng quốc doanh. Theo ngân hàng này, gánh nặng nợ xấu đã được giải quyết phần lớn trong 5 năm qua. Ngân hàng hầu như đã xử lý xong phần lớn tổng số 5,6 nghìn tỷ đồng (354 triệu USD) trị giá các khoản nợ xấu tại tháng 12/2005. Trước khi IPO, ban giám đốc ngân hàng khẳng định rằng phần còn lại 1.400 tỷ đồng (82,4 triệu USD) sẽ được chuyển cho nhà nước theo chương trình cổ phần hóa.

Một hội đồng quản lý rủi ro (RMC) và hội đồng quản lý tài sản nợ - có (ALCO) đã được thành lập để quản lý rủi ro của ngân hàng và hi vọng có thể tránh được những sai lầm của quá khứ. Giống như tất cả các ngân hàng

quốc doanh khác, Vietcombank đã nhận được các sự hỗ trợ và đầu tư đáng kể từ các tổ chức như Ngân hàng thế giới để tạo ra khuôn khổ hoạt động tốt hơn cho việc quản lý rủi ro tín dụng hiệu quả hơn. Với việc tái cấu trúc trước và sau cổ phần hóa, ngân hàng kỳ vọng sẽ có các hoạt động tín dụng chất lượng cao, tỷ lệ nợ khó đòi thấp hơn và quản lý rủi ro tốt hơn.

Cho đến cuối năm 2006, Vietcombank đã đứng thứ 2 xét về tổng tài sản, sau Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam và đứng thứ nhất về lợi nhuận ròng. Từ 2007 trở về sau, vị trí thứ 2 về tổng tài sản đã thuộc về BIDV, nhưng Vietcombank vẫn là ngân hàng có lợi nhuận tốt nhất. Vietcombank cũng đạt được mức thu nhập lãi suất ròng trung bình và tỷ suất thu nhập lãi suất ròng trong 5 năm qua là 42,4%, cao hơn mức trung bình của 10 ngân hàng hàng đầu là 37%.

Năm 2008 là một năm khá thành công của Vietcombank so với các đồng nghiệp trong nước. Mặc dù tăng trưởng nợ xấu cao, và mức dự phòng kỷ lục tương ứng được trích lập lên tới 3.265 tỷ đồng, Vietcombank có mức thu nhập ròng là 6.617 tỷ đồng, tăng 46% so với năm trước và lợi nhuận trước thuế là 3.352 tỷ, cao nhất trong số các ngân hàng.

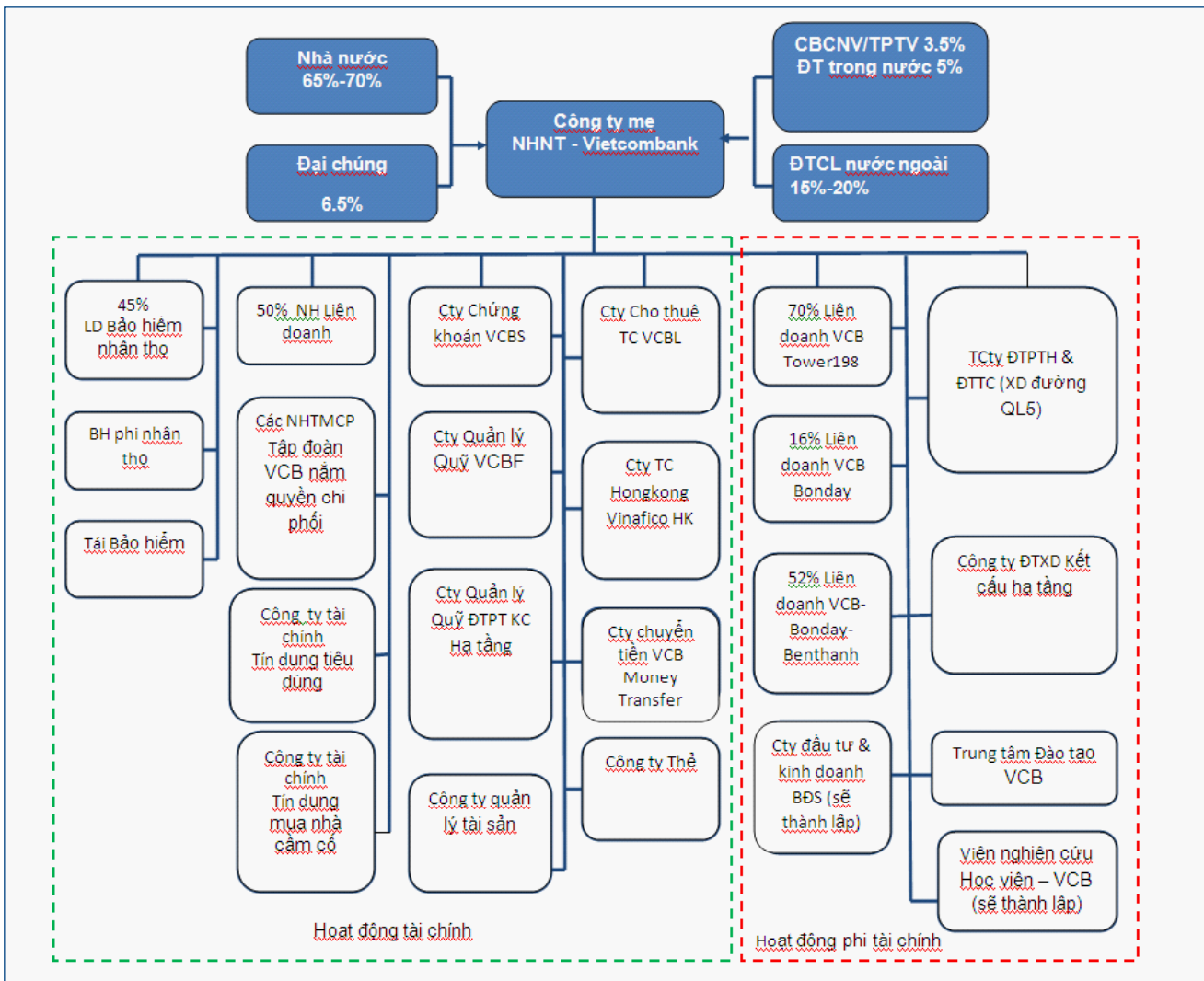
1. Mô hình Kinh doanh Mục tiêu của Vietcombank

Cổ phần hóa không chỉ là sự chuyển đổi từ 1 công ty thuộc sở hữu nhà nước thành một công ty cổ phần mà cũng là một cam kết của chính phủ về việc đổi mới kinh tế theo sau việc gia nhập WTO. Giờ đây Vietcombank có thể áp dụng một mô hình kinh doanh mới phù hợp với các quy định hiện tại và thông lệ quốc tế. Vietcombank có kế hoạch trở thành một tập đoàn đầu tư tài chính, chia thành 2 giai đoạn.

Trong giai đoạn đầu tiên, ngay sau khi cổ phần hóa, Vietcombank sẽ trở thành một công ty cổ phần và hoạt động dưới mô hình công ty mẹ con. Dưới mô hình này, Vietcombank đứng đầu và quản lý các công ty con khác. Chúng ta hiện nay gần như đã ở vị trí này. Tuy nhiên, Vietcombank sẽ thành lập một số công ty con mới để thực hiện các hoạt động kinh doanh mới như bảo hiểm phi nhân thọ, tái bảo hiểm, cơ sở hạ tầng và bất động sản. Các công ty con khác có thể hình thành từ các bộ phận hiện tại như công ty con cho vay tiêu dùng và công ty con về tài chính tiêu dùng đặc biệt trong lĩnh vực cho vay có thể chấp.

Theo mô hình này, triển vọng của các mảng kinh doanh mới như đầu tư cơ sở hạ tầng hay phát triển bất động sản có thể giúp ngân hàng thuyết phục chính phủ để lại thêm vốn thặng dư từ cuộc IPO và việc bán cổ phần

Biểu 1 - Mô hình NHTMCP NTVN và các công ty con (Mô hình Công ty mẹ/Công ty con)



cho các đối tác chiến lược cho ngân hàng. Tỷ lệ giữ lại cũng phụ thuộc vào tính khả thi của các kế hoạch đầu tư vào các dự án mới và khả năng của ngân hàng trong việc quản lý vốn hiệu quả. Chính phủ đã bật đèn xanh cho Vietcombank được phép sử dụng một phần thặng dư vốn để đầu tư vào một số dự án cơ sở hạ tầng quan trọng được chỉ định bởi cơ quan có thẩm quyền. Gần đây, Vietcombank đã kết hợp với Ngân hàng phát triển Việt Nam, Vinaconex và các đối tác khác thành lập các công ty đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng như dự án đường cao tốc Hà Nội-Hải Phòng và các dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng dọc tuyến đường này. Các dự án này đòi hỏi một khối lượng vốn đầu tư lớn. Với tỷ lệ giữ lại cao, ngân hàng có thể tiếp cận một nguồn vốn lớn có chi phí thấp.

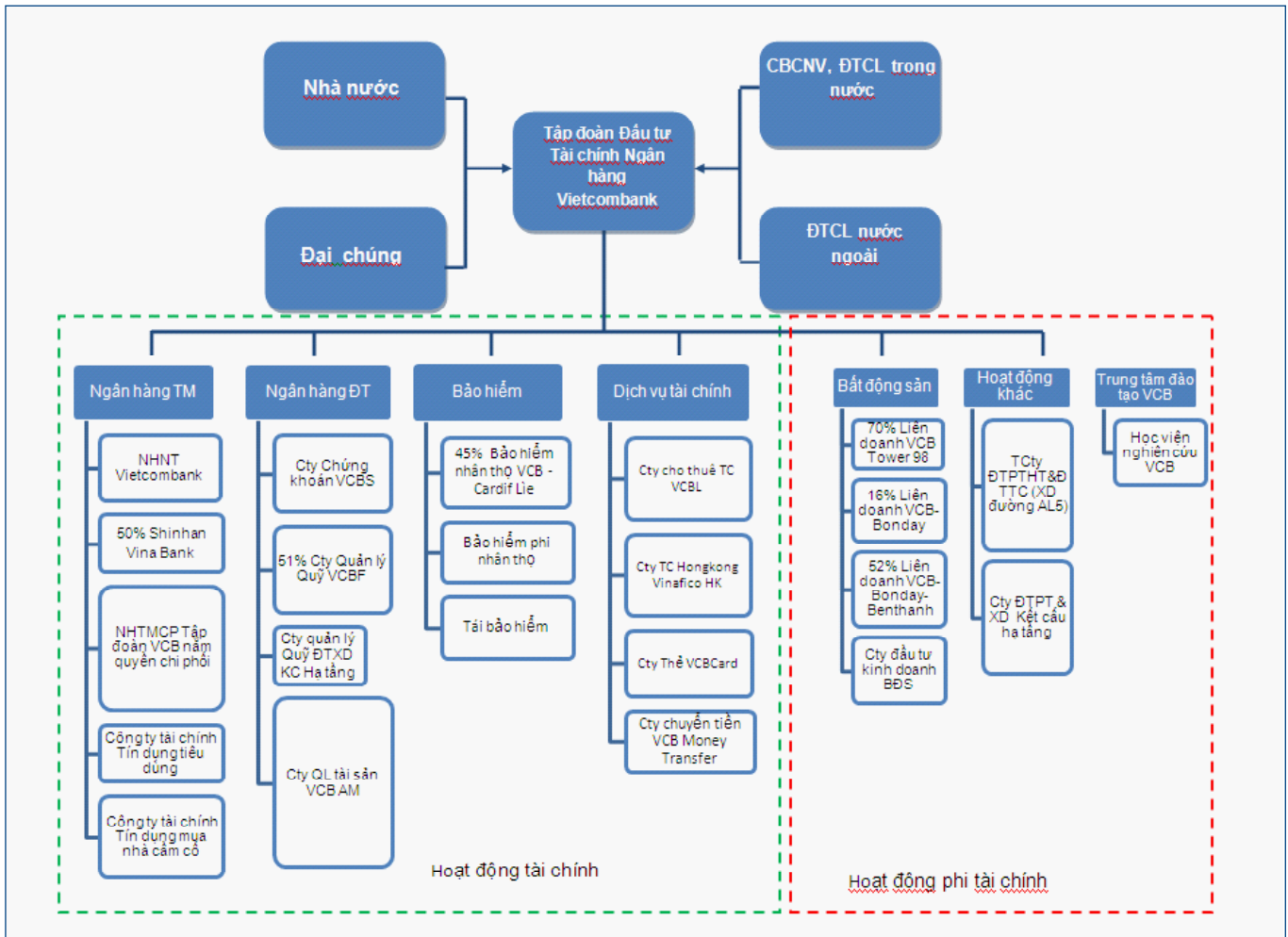
Công ty con về bất động sản mới thành lập là một hướng kinh doanh mới. Vietcombank có thể sử dụng các công ty này để đầu tư trực tiếp hoặc gián tiếp vào thị trường bất động sản. Vietcombank có thể tự phát triển các dự

án hoặc hợp tác với các nhà phát triển bất động sản khác trong các dự án mới.

Phát triển mảng ngân hàng bán lẻ là một điều “bắt buộc” đối với ngân hàng nhằm cạnh tranh với các ngân hàng khác. Trong năm 2007, khu vực ngân hàng của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng 50% so với năm trước về tăng trưởng tiền gửi và 38% tăng trưởng cho vay so với năm trước. Các khoản vay tiêu dùng và cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa là 2 nhân tố dẫn dắt tăng trưởng chủ yếu. Hiện nay, cho vay tiêu dùng của Vietcombank chỉ chiếm 10% tổng cho vay và cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm 24%. Vẫn còn có không gian để tăng trưởng ở cả hai lĩnh vực này.

Vietcombank vẫn chủ yếu là một ngân hàng bán buôn với mức chênh lệch lãi suất thấp hơn so với các ngân hàng cổ phần khác. Một công ty con chuyên về tài chính tiêu dùng sẽ giúp làm thay đổi điều này. Ngân hàng bán lẻ có mức chi phí hoạt động cao hơn nhưng hứa hẹn

Biểu 2 - Mô hình hoạt động của Vietcombank sau cổ phần hóa



chênh lệch lãi suất cao hơn so với ngân hàng bán buôn. Vietcombank cũng có một số ưu thế trong việc tiếp cận thị trường bán lẻ cả nước nhờ vào mạng lưới mạnh và hệ thống công nghệ thông tin vượt trội.

Ở giai đoạn thứ 2, Vietcombank sẽ áp dụng một mô hình phù hợp với thông lệ quốc tế tốt nhất, được gọi là Tập đoàn đầu tư tài chính Vietcombank (Tập đoàn Vietcombank). Theo mô hình này, Vietcombank sẽ trở thành một công ty con của tập đoàn. Đứng đầu trong sơ đồ tổ chức, Tập đoàn Vietcombank sẽ hoạt động như là một công ty cổ phần nắm giữ cổ phần trong các công ty khác và quản lý chúng như một danh mục đầu tư. Hay nói cách khác, Tập đoàn Vietcombank sẽ là cổ đông của các công ty được đầu tư.

Một cổ đông của Vietcombank trong mô hình hiện tại sẽ trở thành cổ đông của tập đoàn Vietcombank. Cổ đông của tập đoàn Vietcombank do đó sẽ sở hữu một danh mục tài chính đa dạng. Điều này sẽ khiến cổ phiếu của Vietcombank hấp dẫn hơn xét về mặt dài hạn.

Tuy nhiên, thời gian biểu để hoàn thành quá trình chuyển đổi này vẫn chưa rõ ràng, sẽ còn phải mất thêm thời gian. Với tư cách là một trong các ngân hàng lớn nhất Việt Nam quản lý tổng tài sản 12,7 tỷ USD, quá trình này sẽ tương đối gai góc. Tuy nhiên dựa trên kết quả hoạt động quá khứ của ngân hàng, chúng tôi cho rằng Vietcombank có thể vượt qua thách thức này.

Một trong những yếu tố thành công quan trọng nhất chính là giá trị gia tăng và hỗ trợ từ cổ đông chiến lược. Vietcombank sẽ phải làm việc chặt chẽ với các đối tác chiến lược để quyết định mô hình cụ thể nào là thích hợp nhất với ngân hàng trong tương lai.

2. Dự báo về môi trường kinh doanh

Thị trường có mức độ thâm nhập thấp và chính sách của chính phủ về việc giảm sự phụ thuộc vào tiền mặt trong nền kinh tế mang lại cơ hội tăng trưởng quan trọng cho VCB. Chính phủ đã ban hành một chỉ thị để khuyến khích các cơ quan chính phủ trả lương cho nhân viên nhà nước thông qua tài khoản ngân hàng. Trên cơ sở

này, tháng 1/2008 là 1 bước ngoặt hết sức quan trọng với khu vực ngân hàng nói chung. Nó đánh dấu bước chuyển từ một hệ thống dựa trên tiền mặt sang giai đoạn đầu của việc thanh toán qua hệ thống ngân hàng trong khu vực công.

Theo NHNN, vào cuối năm 2008 có khoảng 15 triệu tài khoản ngân hàng cá nhân ở Việt Nam, có tỷ lệ thâm nhập vào khoảng 17,4%, đã tăng lên so với con số 11 triệu và 13% tương ứng vào cuối năm 2007.

Cạnh tranh tăng lên từ cả các ngân hàng trong nước và nước ngoài là một yếu tố khác phải cân nhắc. Áp lực này hiện nay đã rõ ràng. Theo cam kết WTO, chính phủ phải mở cửa cho phép các công ty tài chính quốc tế bước vào thị trường Việt Nam. Hệ thống các quy định chặt chẽ cùng với rất nhiều hạn chế đối với ngân hàng nước ngoài sẽ được nới lỏng trong vòng vài năm tới. Hiện nay, để có chi nhánh mới, NHNN yêu cầu các ngân hàng nước ngoài có 25 triệu USD vốn đối với mỗi chi nhánh tăng thêm. Giới hạn của việc huy động tiền gửi ở các ngân hàng nước ngoài sẽ lần lượt là 800%, 900% và 1000% phần vốn tự có của ngân hàng trong các năm từ 2008- 2010. Nhưng từ 2011 sẽ không có giới hạn nào được áp dụng đối với tỷ lệ tiền gửi ở các ngân hàng nước ngoài. Như vậy các ngân hàng trong nước có 3 năm để chuẩn bị.

Cạnh tranh trong khu vực ngân hàng sẽ trở nên khó khăn hơn do các ngân hàng nước ngoài được cho là sẽ chiếm thêm thị phần. Đặc biệt khi các ngân hàng nước ngoài có tiềm lực tài chính mạnh hơn và chuyên môn tốt hơn Vietcombank.

Hiện tại áp lực chủ yếu đến từ các ngân hàng trong nước và một vài ngân hàng mới thành lập. Trong năm 2007, NHNN nhận được hơn 46 hồ sơ xin phép thành lập ngân hàng mới, trong đó 22 hồ sơ ngân hàng nội địa và 24 hồ sơ nước ngoài. Các ứng cử viên này thường được hỗ trợ bởi một vài tổng công ty lớn.

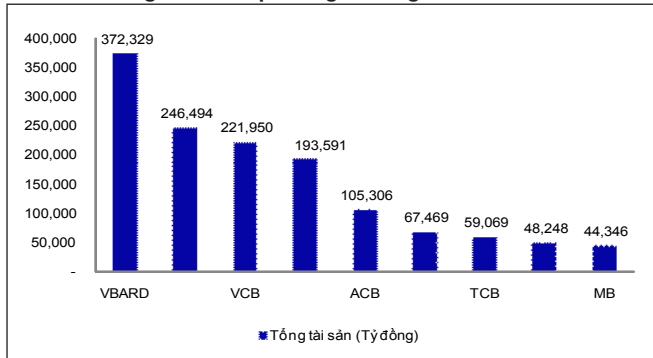
Năm 2008, ngay cả khi có chính sách hạn chế lập mới ngân hàng, NHNN đã cấp giấy phép cho 3 ngân hàng nội địa, 5 ngân hàng 100% vốn nước ngoài, 4 chi nhánh ngân hàng nước ngoài; và 5 công ty tài chính trong nước và 3 công ty tài chính nước ngoài. Và một vài tổng công ty đã chuyển sang hợp tác với các ngân hàng mới thành lập mà họ có cổ phần và điều này ảnh hưởng đến dòng thu nhập của tất cả các ngân hàng hiện nay. Để chống lại điều này và thúc đẩy lợi nhuận, các ngân hàng bán buôn phải chuyển sang thị trường bán lẻ nơi vẫn có không gian để phát triển trong vài năm tới.

Chỉ với 9,28% cổ phần hiện nay do công chúng nắm giữ, Vietcombank sẽ phải đối mặt với nhiều khó khăn trong việc tạo đà cần thiết để thay đổi, do vẫn mang nhiều đặc điểm của một doanh nghiệp nhà nước. Cơ cấu tổ chức vẫn được quản lý theo vùng, không phải theo chức năng, dẫn đến việc quản lý thực hiện các sản phẩm hướng tới khách hàng sẽ khó khăn. Chính sách lương thưởng vẫn ưu tiên thâm niên hơn là năng lực.

Mở rộng hoạt động sang lĩnh vực tài chính tiêu dùng không phải là một nhiệm vụ dễ dàng. Là một ngân hàng bán buôn với hoạt động kinh doanh chính về ngân hàng thương mại, hoạt động ngân quỹ và tài trợ thương mại, Vietcombank đã thiết lập thành công một văn hóa công ty chuyên nghiệp. Tuy nhiên, văn hóa này không phù hợp với một ngân hàng bán lẻ.

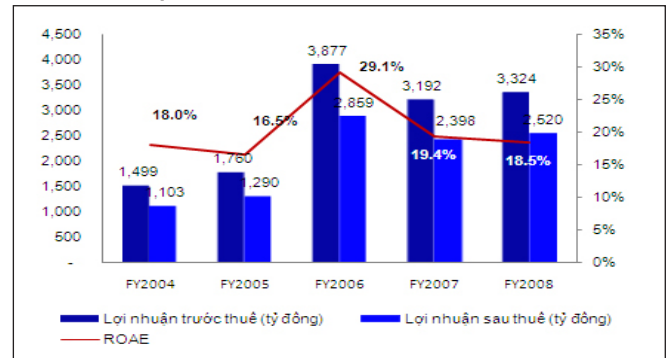
Để mở rộng sự hiện diện vào thị trường bán lẻ, Vietcombank cần thành lập các công ty con chuyên về việc này. Ngoài ra, Vietcombank cũng cần được hỗ trợ về công nghệ và hỗ trợ khác bởi các đối tác chiến lược để quản lý và đáp ứng các đòi hỏi của hoạt động bán lẻ này.

Biểu A3 - Tổng tài sản một số ngân hàng năm 2008



Chú thích: Số liệu của VABRD vào tháng 9/2008

Biểu B3 - Kết quả kinh doanh của Vietcombank



Kết quả hoạt động quá khứ

1. Tổng quan

VCB được thành lập ngày 1/4/1963 theo quyết định số 115/CP ngày 30/10/1962 của chính phủ. Vietcombank là ngân hàng đầu tiên và duy nhất phục vụ các vấn đề kinh tế liên quan đến nước ngoài bao gồm cho vay xuất nhập khẩu, thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại tệ cho toàn bộ nền kinh tế. Vietcombank cũng được giao nhiệm vụ phục vụ chính phủ trong các dịch vụ thanh toán, các chương trình cho vay và hỗ trợ.

Trên thị trường khu vực và quốc tế, tên tuổi của Vietcombank đã trở nên nổi tiếng nhất trong số tất cả các ngân hàng Việt Nam. Vietcombank có mạng lưới các đại lý và quan hệ SWIFT lớn nhất, với khoảng 1.300 ngân hàng và tổ chức tài chính đối tác ở trên 90 vùng kinh tế trên thế giới.

Trong nước, Vietcombank hiện là trung gian tài chính lớn nhất trong việc cung cấp các dịch vụ thu phí và là một trong những nhà tạo lập thị trường lớn nhất trên thị trường liên ngân hàng về giao dịch VND và ngoại tệ. Vietcombank có một cơ sở khách hàng rộng lớn bao gồm các doanh nghiệp quốc doanh lớn, và hầu hết các doanh nghiệp xuất nhập khẩu lớn. Trong số các ngân hàng thương mại cổ phần quốc doanh, Vietcombank được coi là ngân hàng tốt nhất về mặt nguồn nhân lực, kỹ năng quản lý và công nghệ, với nhiều sản phẩm dịch vụ tiên bộ nhất.

Tại ngày 31/12/2008, Vietcombank có vốn điều lệ ở mức 12,1 nghìn tỷ đồng, cổ phiếu lưu hành là 1.210.086.026 cổ phiếu và giá trị vốn hóa thị trường là 60,5 nghìn tỷ đồng hay 3.298 triệu USD. EPS năm 2008 là 975 đồng (trên cơ sở thu nhập của 7 tháng trước khi chuyển đổi thành ngân hàng cổ phần). Với giá niêm yết là 50.000 đồng, P/E và P/B quá khứ đạt tương ứng 51,3 lần và 4,39 lần.

Tổng tài sản của Vietcombank là trên 221.950 tỷ đồng,

hay 12,7 tỷ USD, là ngân hàng lớn thứ 3 trong ngành tại Việt Nam. Tổng vốn chủ sở hữu đạt 13.790 tỷ đồng hay 775 triệu USD. Vị trí của Vietcombank đã giảm sút trong những năm gần đây so với hồi năm 2006 khi ngân hàng này là ngân hàng lớn thứ 2 về mặt tổng tài sản.

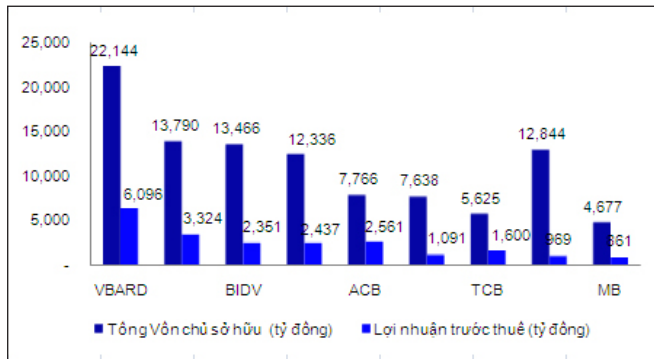
Xét trong khu vực, quy mô của Vietcombank là khiêm tốn. Vietcombank hy vọng trở thành tổ chức tài chính lớn thứ 70 trong khu vực châu Á (ngoại trừ Nhật Bản) vào năm 2015-2020. Tuy nhiên vào tháng 9/2007 Vietcombank chỉ đứng thứ 114 về mặt tài sản và 107 về mặt vốn chủ sở hữu. So sánh với công ty đứng thứ 70, vốn chủ sở hữu và tài sản của Vietcombank lần lượt chỉ bằng 2/3 và 50% về quy mô.

Với mục tiêu 22 tỷ USD giá trị tài sản và 1,7 tỷ USD giá trị vốn chủ sở hữu vào năm 2010, vốn chủ sở hữu của ngân hàng này sẽ cần tăng thêm 925 triệu USD (hay 16.500 tỷ đồng) cho đến năm 2010. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, Vietcombank hầu như không thể đạt được mục tiêu này.

Vào tháng 12/2007, Vietcombank đã đầu giá thành công một phần nhỏ cổ phần trong đợt IPO. Theo Quyết định 1289 của chính phủ, vốn điều lệ của Vietcombank vào khoảng 15 nghìn tỷ. Và việc cổ phần hóa Vietcombank sẽ được tiến hành theo 2 bước. Theo kế hoạch, trong giai đoạn 1 tối đa là 35% vốn điều lệ được bán ra trong đợt IPO cho công chúng, người sở hữu trái phiếu chuyển đổi, cán bộ nhân viên của Vietcombank và các đối tác chiến lược trong nước và quốc tế. Trong giai đoạn 2, tối đa 15% vốn điều lệ sẽ được phát hành và niêm yết trên thị trường quốc tế.

Về tổng thể, 112.246.986 cổ phiếu đã được bán, đem lại tổng cộng 11.848 tỷ vào tháng 12/2007. Theo công văn số 489/VPCP-DMDN ngày 21/1/2008, Vietcombank được phép giữ lại một tỷ lệ vốn thặng dư cao hơn mức cho phép theo Nghị định 109, để đầu tư vào cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, giai đoạn 1 vẫn chưa hoàn thành do

Biểu A4 - Vốn chủ sở hữu & Lợi nhuận một số Ngân hàng năm 2008



Chú ý: Số liệu của VABRD tại thời điểm tháng 9/2008

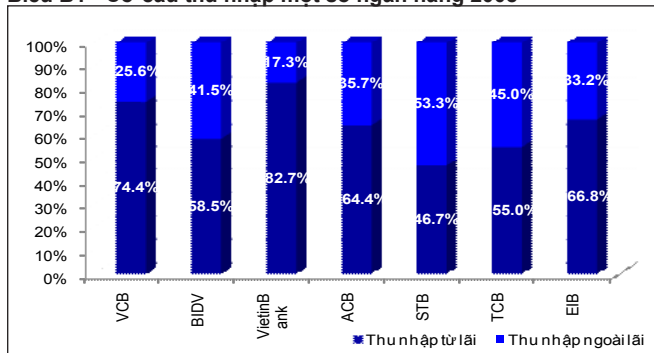
cổ phiếu vẫn chưa bán được cho các nhà đầu tư chiến lược. Vốn thặng dư do đó không được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu của ngân hàng, thay vào đó bị giữ lại như là 1 khoản nợ trên bảng cân đối kế toán.

Vào ngày 2/6/2008, Vietcombank đã chính thức chuyển đổi thành ngân hàng thương mại cổ phần với vốn điều lệ 12.100 tỷ đồng. Ngân hàng vẫn đang tìm kiếm đối tác chiến lược để có thể phát hành cổ phiếu mới tăng vốn lên 15 nghìn tỷ đồng như dự định, hoàn thành giai đoạn 1 trong kế hoạch cổ phần hóa. Thời điểm và giá bán cổ phần cho đối tác chiến lược là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Tuy nhiên cho đến nay, điều này vẫn còn là ẩn số.

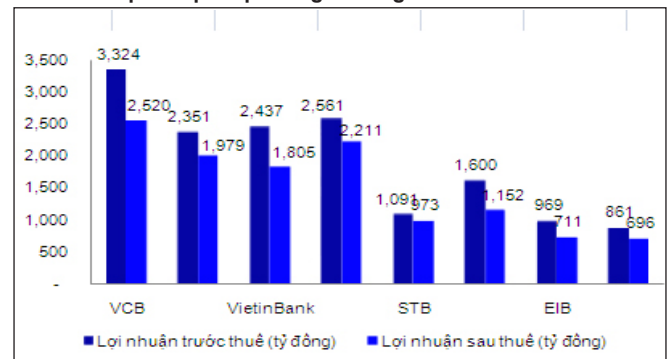
Cùng lúc, ngân hàng cổ phần này được quyền giữ lại lợi nhuận riêng bắt đầu từ cùng ngày 2/6/2008. Tuy nhiên, điều này cũng có nghĩa là lợi nhuận tích lũy cho đến cuối tháng 5/2008 vào khoảng 3.360 tỷ đồng và phần lớn quỹ dự trữ, vào khoảng 5.006 tỷ đồng vẫn thuộc sở hữu nhà nước. Trong tổng số lợi nhuận sau thuế năm 2008, lợi nhuận sau thuế 5 tháng đầu năm là 1.187 tỷ đồng, và lợi nhuận sau thuế 7 tháng tiếp theo là 1.350 tỷ đồng. Lợi nhuận từ tháng 6 trở về sau thuộc về các cổ đông của Vietcombank.

Cuộc họp đại hội đồng cổ đông thường niên lần thứ 2 trong năm 2009 thông qua kế hoạch phát hành 9,28%

Biểu B1 - Cơ cấu thu nhập một số ngân hàng 2008



Biểu A6 - Lợi nhuận một số ngân hàng 2008

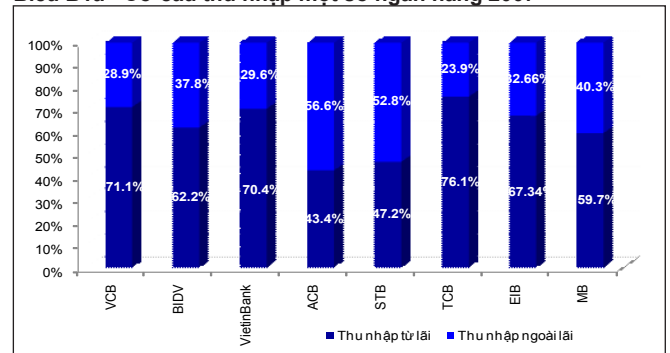


cổ phần hay 112.285.426 cổ phiếu để tăng vốn lên 13.224 tỷ đồng. Nhưng tỷ lệ phát hành vẫn chưa được quyết định. Sau đó vốn sẽ được tăng lên 15 nghìn tỷ đồng, nhiều khả năng nhất là bằng việc bán cổ phiếu cho các đối tác chiến lược. Vietcombank ban đầu dự định niêm yết vào tháng 6/2008 nhưng sau đó đã hoãn lại tới 30/6/2009.

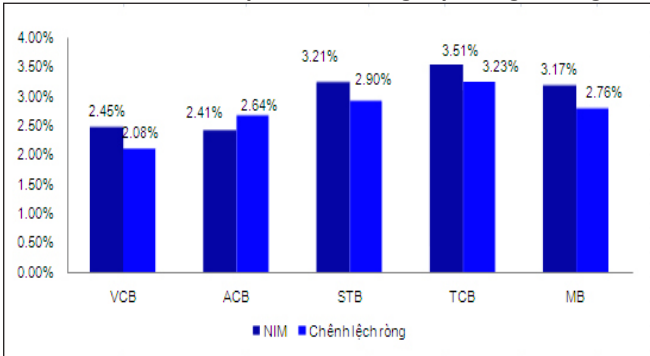
Trong số các ngân hàng thương mại cổ phần quốc doanh, Vietcombank có hệ thống phòng giao dịch nhỏ nhất. Vào cuối năm 2008, Vietcombank có khoảng 273 điểm giao dịch, chỉ tương đương với Sacombank với 252 điểm giao dịch trong khi đó BIDV có khoảng 503, Vietinbank có 900 và Agribank có 2.200 điểm giao dịch.

Nguyên nhân Vietcombank có mạng lưới nhỏ là do (i) ngân hàng có truyền thống tập trung vào các sản phẩm ngân hàng bán buôn và (ii) ngân hàng đã xây dựng một hệ thống ngân hàng trực tuyến mạnh, trong một chừng mực nào đó có khả năng bù đắp sự thiếu hụt của các điểm giao dịch. Một mạng lưới phòng giao dịch nhỏ cũng giúp ngân hàng tiết kiệm chi phí trong những năm qua. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt hiện nay giữa các ngân hàng và với trọng tâm mới của Vietcombank là phát triển mảng kinh doanh ngân hàng bán lẻ, số lượng ít các văn phòng giao dịch làm cản trở cả việc huy động vốn và doanh số giao dịch của ngân hàng. Do đó, trong năm 2008 ngân hàng đã tăng mạng

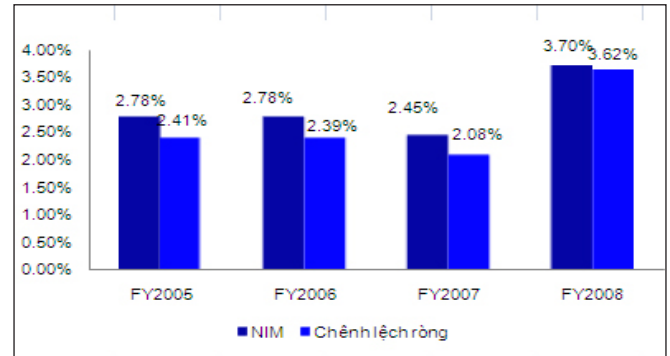
Biểu B1a - Cơ cấu thu nhập một số ngân hàng 2007



Biểu C1-NIM và Chênh lệch lãi suất ròng một số ngân hàng 2007



Biểu C2 - NIM và Chênh lệch lãi suất ròng của Vietcombank



lưới 31%, từ 209 điểm giao dịch trong năm 2007 lên 273 điểm.

Đổi lại, Vietcombank có mạng lưới ATM lớn nhất với 1.244 máy, 7.800 máy chấp nhận thanh toán thẻ hay 27% thị phần vào cuối năm 2008.

2. Kết quả hoạt động quá khứ

Khả năng sinh lời

Trong 5 tháng đầu năm 2009, Vietcombank có mức thu nhập từ hoạt động kinh doanh là 3.235 tỷ đồng, trong đó thu nhập từ lãi suất ròng đóng góp 74,7% với 2.417 tỷ đồng, thu nhập từ phí và lệ phí 10,4% với 337 tỷ và thu nhập từ ngoại hối 10,5% với 340 tỷ đồng. Lợi nhuận trước trích lập dự phòng là 2.434 tỷ đồng tương đương 39% kết quả hoạt động của năm 2008.

Năm 2008, VCB công bố lợi nhuận hợp nhất trước thuế đã được kiểm toán 3.324 tỷ đồng, lợi nhuận ròng là 2.520 tỷ đồng, tăng nhẹ 5,87% so với năm trước. Kết quả này đạt được tổng tài sản tăng 12,5% so với năm trước lên 221.950 tỷ đồng, cho vay tăng 15% so với năm trước lên 112.793 tỷ đồng và tăng trưởng tiền gửi 10,9% đạt 157.067 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng thấp hơn mức tăng trưởng tiền gửi và cho vay trung bình năm 2008 của ngành lần lượt là 20,5% và 21%.

Về cấu trúc, thu nhập ròng từ lãi suất đóng góp 6.624 tỷ đồng hay 74,4% tổng thu nhập, theo sau là lợi nhuận từ ngoại hối với 10,7% hay 953 tỷ đồng, thu nhập từ phí và lệ phí ở mức 8,9% hay 791 tỷ đồng và thu nhập cổ tức là 674 tỷ đồng hay 7,6%. Ngân hàng cũng chịu thua lỗ từ giao dịch và đầu tư chứng khoán. Để so sánh, trong năm 2007 thu nhập ròng từ lãi suất chiếm 71%, từ phí chiếm 10,4%, lợi nhuận ngoại hối chiếm 6,2% và đầu tư chứng khoán chiếm 4,5% tổng thu nhập.

Về khả năng sinh lời, Vietcombank là một trong những ngân hàng tốt nhất ở Việt Nam. ROAA và ROAE cao nhất trong số các ngân hàng thương mại cổ phần quốc

doanh. Tuy nhiên, ROAA và ROAE năm 2008 của ngân hàng lần lượt là 1,2% và 18,45%, thấp hơn năm 2007 với các chỉ số tương ứng là 1,31% và 21,23%. Dù tổng thu nhập tăng 55,6% so với năm trước, chi phí hoạt động tăng 65,5% so với năm trước (chủ yếu là chi phí cho nhân viên) và chi phí rủi ro tín dụng tăng gấp 3 lần so với năm trước. Do đó, lợi nhuận ròng năm 2008 chỉ cao hơn 1 chút so với năm 2007. Tuy nhiên, ROAE trước năm 2008 thấp hơn các ngân hàng đứng hàng thứ 2 như ACB và TCB có mức lợi nhuận lần lượt là 28,4% và 19,2%.

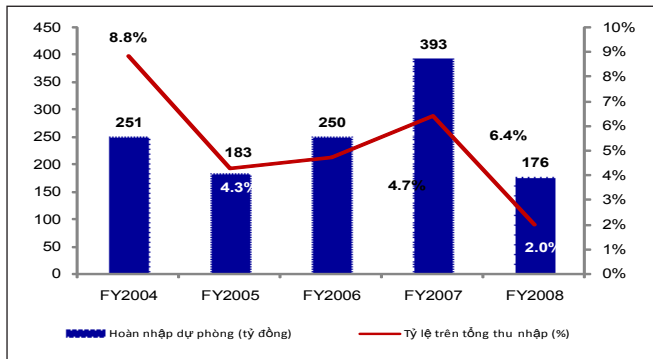
Lãi suất biên ròng (NIM) cũng ở mức cao nhất trong số các ngân hàng thương mại cổ phần quốc doanh, dù thấp hơn hầu hết các ngân hàng thương mại cổ phần vào năm 2007. Tuy nhiên, lãi suất biên ròng và chênh lệch lãi suất ròng đã được cải thiện từ từ vào năm 2008 lên tương ứng là 3,7% và 3,63% Trong khi đó lãi suất biên ròng của BIDV là 2,65%, ACB là 3,07%, Techcombank là 3,54%... (Xem Biểu C1 và C2).

Về cơ cấu, thu nhập lãi suất ròng thường tạo ra hơn 70% tổng thu nhập ngoại trừ năm 2004 và 2007 khi việc thu hồi nợ xấu đã xóa bỏ đã đóng góp lần lượt là 8,8% và 6,4% tổng thu nhập.

So sánh với các ngân hàng thương mại quốc doanh khác, và các ngân hàng cổ phần hạng 2 trong năm 2007, đáng chú ý là thu nhập ngoài lãi của VCB thấp hơn một số ngân hàng khác. Thu nhập của Vietcombank chủ yếu đến từ thu nhập từ các hoạt động ngân hàng truyền thống, với lãi suất, phí và thu nhập tài chính chiếm khoảng 89-90% tổng doanh thu. Điều này khác với ACB và STB, vốn có thu nhập từ đầu tư và giao dịch chứng khoán đóng góp lần lượt là 39% và 33% tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh trong năm 2007. Cũng như vậy, thu nhập từ các khoản nợ xấu đã xóa đóng góp tương ứng 20,2% và 24,8% tổng thu nhập của Vietcombank và BIDV trong năm đó.

Thu nhập từ lãi suất đã tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 38% trong giai đoạn 2004-2007 và sau đó

Biểu B2.2 - Thu nhập từ nợ xấu đã xóa của Vietcombank

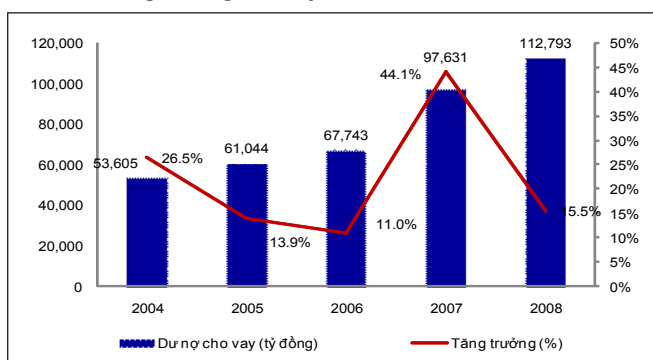


49% trong năm 2008. Cùng lúc, chi phí lãi suất đã tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 44% trong giai đoạn 2004-2007 và 43,6% trong năm 2008. Kết quả là, thu nhập lãi suất ròng đã tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 29,3% trong giai đoạn đó. Trong năm 2008, là ngân hàng dẫn đầu trên thị trường liên ngân hàng, Vietcombank thu được lợi nhuận lớn từ cho vay liên ngân hàng và giao dịch trái phiếu khi lãi suất tăng lên đến 15-20% vào khoảng giữa năm.

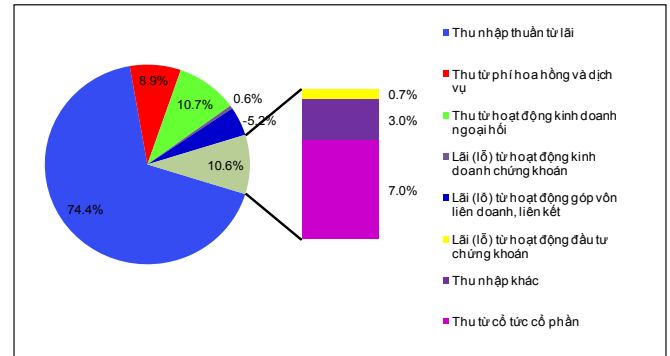
Thu nhập từ phí tăng 8,9% so với năm trước trong năm 2008, thấp hơn mức tăng trưởng trung bình hàng năm là 12,8% trong 4 năm trước đó. Tuy nhiên Vietcombank đã thành công lớn trong giao dịch ngoại hối trong năm 2008 với thu nhập tăng vọt 169%/năm so với mức tăng trưởng trung bình hàng năm 19,6% trong giai đoạn 2004-2007. Tuy nhiên giao dịch và đầu tư chứng khoán không đem lại thu nhập lớn, thậm chí giảm 110% so với năm 2007, trong khi trước đó tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm là 98%.

Cần chú ý là trong những năm gần đây, Vietcombank có nguồn thu nhập bất thường từ việc phục hồi các khoản nợ xấu đã xóa bỏ/hoàn nhập dự phòng, có giá trị từ thấp nhất 183 tỷ đồng năm 2005 tới cao nhất 393 tỷ đồng năm 2007 hay tương đương 2% tổng thu nhập trong năm 2008 và thậm chí 9,7% vào năm 2004.

Biểu D1 - Tăng trưởng cho vay Vietcombank



Biểu B2.4 - Cơ cấu thu nhập của Vietcombank 2008

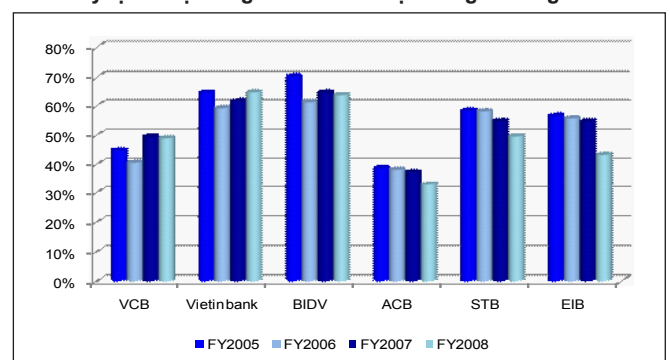


Hoạt động tín dụng

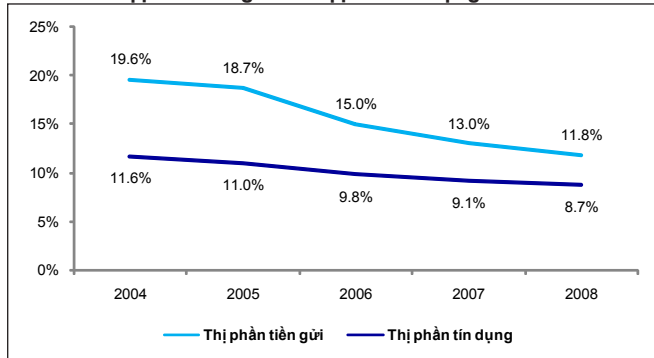
Tổng dư nợ đã tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 22% trong giai đoạn 2004-2007. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng không ổn định. Các khó khăn trong năm 2008 khiến các doanh nghiệp càng khó để đáp ứng các tiêu chuẩn cho vay của ngân hàng và cầu về tín dụng yếu hơn. Trong năm 2008, VCB hạn chế mở rộng tín dụng để kiểm chế lạm phát và cũng là để tránh rủi ro tín dụng. Và do đó ngân hàng đã điều chỉnh mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2 lần, từ 29,2% xuống 27% và sau đó xuống 15%. Dư nợ tăng nhẹ trong suốt cả năm cho đến tháng 12 và sau đó tăng thêm 7.123 tỷ đồng chỉ riêng trong tháng 12 và kết thúc cả năm là 112.793 tỷ đồng. Trong quý 4, ngân hàng bắt đầu mở rộng tín dụng trở lại nhanh chóng để phục vụ ưu tiên mới của chính phủ bằng cách cung cấp tín dụng cho các ngành được ưu tiên như xuất khẩu, các doanh nghiệp thép và xi măng. Vào cuối năm 2008, Vietcombank chiếm 8,7% thị phần cho vay.

So sánh với các ngân hàng thương mại quốc doanh khác, tỷ lệ tổng dư nợ trên tổng tài sản của VCB thấp hơn (xem biểu D8), nhưng tỷ số này đã tăng từ 45% trong năm 2006 lên 49% vào năm 2008. Vào cuối năm 2006, cho vay/ tổng tài sản của Vietcombank thấp hơn của STB (58,1%) và Eximbank (54,7%). Tuy nhiên do các tỷ số này ở STB và EIB sau đó đã suy giảm, tỷ số của Vietcombank dừng ở mức 49%, ngang bằng với

Biểu - Tỷ lệ dư nợ/Tổng tài sản của một số ngân hàng



Biểu D2 - Thị phần tiền gửi và thị phần tín dụng của Vietcombank



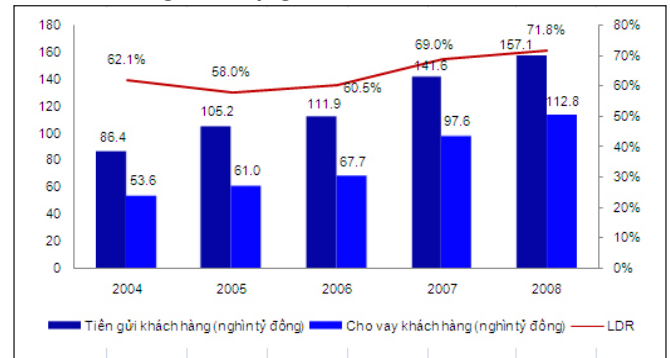
STB ở mức 49,5% và trên EIB ở mức 43,2% vào cuối năm 2008. Trong số các ngân hàng này, ACB có tỷ lệ cho vay/tổng tài sản thấp nhất và giảm dần qua nhiều năm. Tỷ số dư nợ/vốn huy động (LDR) của VCB đã tăng mạnh trong những năm qua, từ 58% năm 2005 lên 71,8% năm 2008.

Hoạt động cho vay của Vietcombank vẫn chủ yếu tập trung vào khách hàng doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp quốc doanh. Tỷ trọng cho vay các khách hàng doanh nghiệp ở mức trên 90% trong nhiều năm, trong đó cho vay các doanh nghiệp quốc doanh giảm từ 65% vào năm 2003 xuống 39% vào năm 2006 và còn 25,1% tổng cho vay năm 2008.

Tuy nhiên, tỷ lệ cho vay lớn cho một số khách hàng trong môi trường ngày càng cạnh tranh là khá rủi ro với ngân hàng. Vào cuối năm 2006, 10 khách hàng lớn nhất chiếm 11,2% tổng dư nợ và 100 khách hàng lớn nhất chiếm 35%. Tại những chi nhánh lớn như Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, Vũng Tàu... 5% số khách hàng chiếm tới 80% tổng dư nợ cho vay.

Các khách hàng tín dụng là doanh nghiệp nhà nước chủ yếu của Vietcombank bao gồm PetroVietnam, EVN, Vinashin, Vinafood và tập đoàn Thép Việt Nam. Cùng

Biểu D7 - Tiền gửi, tín dụng và LDR của Vietcombank



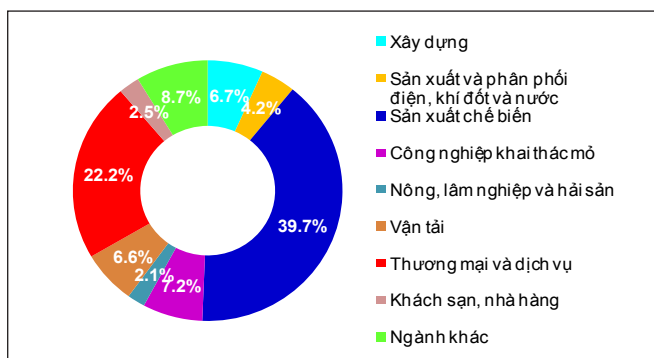
với xu hướng một số tổng công ty thành lập ngân hàng hay công ty tài chính, Vietcombank đang chứng kiến sự xói mòn trong số các khách hàng chủ yếu. Vietcombank do vậy đã đánh mất thị phần cả về tín dụng và tiền gửi huy động từ năm 2005, giống các ngân hàng thương mại quốc doanh khác (xem biểu D2).

Do đó khi hoạt động cho vay tín dụng doanh nghiệp truyền thống bị yếu dần đi, Vietcombank đang nằm dưới áp lực mở rộng sang các phân khúc khác như ngân hàng đầu tư và bán lẻ. Vietcombank hy vọng chuyển trọng tâm cho vay từ các doanh nghiệp nhà nước sang các doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài và cá nhân.

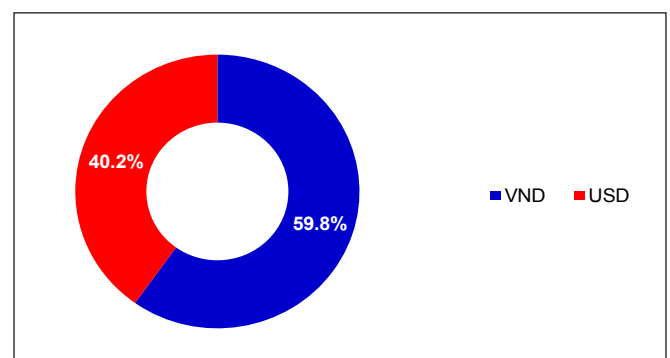
Phân khúc doanh nghiệp nhỏ và vừa đang được cả các ngân hàng trong nước và nước ngoài nhắm đến do đó là chìa khóa của sự thành công của bất kỳ ngân hàng nào trong dài hạn. Dù vậy, các doanh nghiệp nhỏ và vừa và cho vay tiêu dùng chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng số so với cho vay các doanh nghiệp nhà nước. Tại ngày 31/12/2007, cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa và cho vay cá nhân chiếm lần lượt 40% và 10% tổng cho vay (loan book). Và vào ngày 31/12/2008, các tỷ lệ này đã giảm xuống tương ứng là 25,1 và 9,6%. Về cho vay tiêu dùng, tổng giá trị vào khoảng 10.148 tỷ đồng vào

Phân loại dư nợ của Vietcombank năm 2008

Biểu D3 - Theo ngành

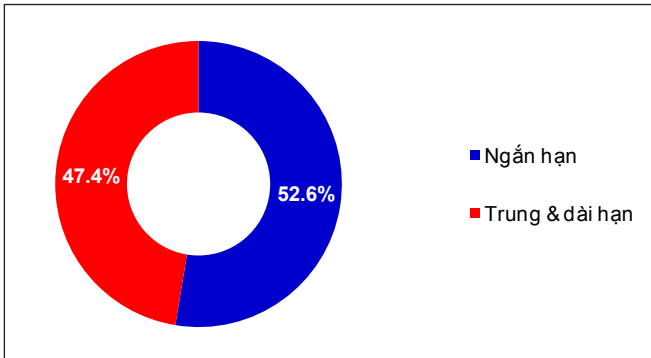


Biểu D4 - Theo loại tiền tệ



Phân loại dư nợ của Vietcombank năm 2008

Biểu D5 - Theo kỳ hạn



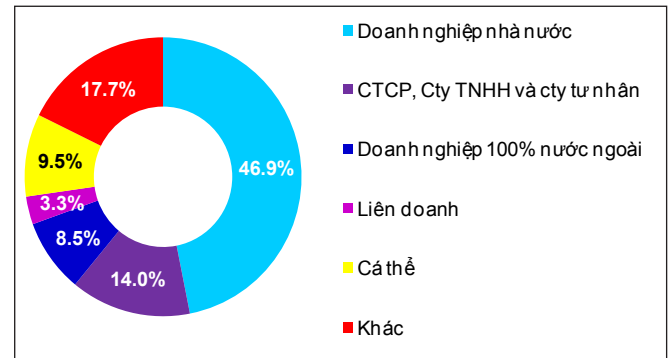
c cuối năm 2008 với tỷ lệ nợ khó đòi vào khoảng 4,5%. Kể từ tháng 11/2007, Vietcombank bắt đầu triển khai một số sản phẩm cho vay tiêu dùng như cho vay trả góp để mua nhà hay xe, cho vay thấu chi và thẻ tín dụng. Vietcombank là ngân hàng dẫn đầu về phát hành thẻ ghi nợ và thẻ tín dụng, được hỗ trợ bởi một hệ thống 1.244 máy ATM và 7.800 máy thanh toán chấp nhận thẻ (POS). Tuy nhiên, các sản phẩm cho vay tiêu dùng của Vietcombank vẫn kém đa dạng hơn so với các ngân hàng khác. Tổ chức và hoạt động của ngân hàng vẫn chưa hoàn toàn chuyển đổi đầy đủ để hỗ trợ đồng thời hoạt động ngân hàng bán buôn truyền thống và hoạt động tín dụng bán lẻ mới.

Tuy nhiên, cần chú ý là Vietcombank nắm cổ phần của một số ngân hàng bán lẻ năng động nhất như Shinhan Vina Bank (50%), Ngân hàng Quân Đội (6.3%), Eximbank (8.7%), Ngân hàng Quốc tế Việt Nam (2.4%), Ngân hàng Phương Đông (7.8%), Ngân hàng thương mại và công nghiệp Sài Gòn (9.2%), Ngân hàng Gia Định (30%) và công ty tài chính xi măng (11%). Thông qua việc đầu tư vào các ngân hàng này, Vietcombank có thể thâm nhập gián tiếp vào mảng các doanh nghiệp nhỏ và vừa và cho vay tiêu dùng.

Nhưng nhìn về dài hạn, Vietcombank cần phải cải thiện phân khúc bán lẻ của mình. Yếu tố then chốt có thể là hỗ trợ từ một đối tác chiến lược nước ngoài mà có kinh nghiệm về kinh doanh ngân hàng bán lẻ. Điều này có thể giúp ngân hàng tách biệt phân khúc ngân hàng bán lẻ từ phân khúc bán buôn đã thành thực.

Và nghiệp vụ ngân hàng bán buôn vẫn là động lực chủ yếu của Vietcombank. Tiền gửi và cho vay với các tổ chức tài chính khác chiếm tới 31%-32% tổng tài sản trong giai đoạn 2004-2006 dù đã giảm xuống còn 21% vào năm 2007 khi tổng dư nợ của ngân hàng tăng vọt lên 44% so với năm trước. Vào năm 2008, doanh số nhận và gửi tiền của VCB trên thị trường liên ngân hàng lần lượt đạt mức 2.800 nghìn tỷ và 5.100 nghìn tỷ.

Biểu D6 - Theo loại hình doanh nghiệp



Trong số 6.624 tỷ đồng thu nhập ròng từ lãi suất, 35% hay 2.290 tỷ thu được trong quý 2 khi lãi suất trên thị trường tăng vọt và các ngân hàng nhỏ tìm đến nguồn tài chính liên ngân hàng để tồn tại.

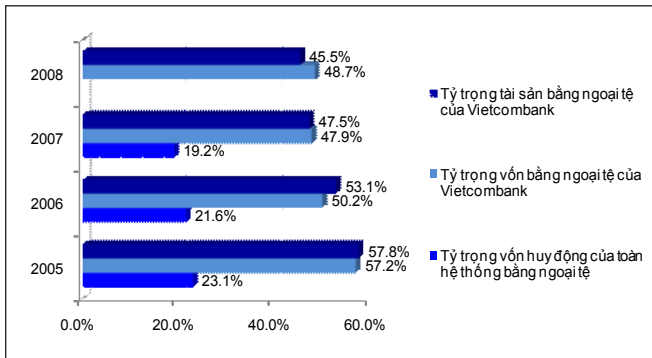
Kể từ tháng 10/2008, trong bối cảnh tài chính thế giới hỗn loạn, VCB rút một khối lượng đáng kể tiền gửi tại các ngân hàng nước ngoài để gửi tạm thời vào NHNN. Kết quả là, nguồn tiền chuyển từ cho vay liên ngân hàng thành tiền mặt và gửi vào NHNN, trong đó tiền gửi tại NHNN trong tổng tài sản tăng từ 7% trong năm 2007 lên 15,4% vào năm 2008.

VCB cũng giao dịch trái phiếu tích cực trong cả năm 2008 và chúng tôi tin rằng ngân hàng này đã mua một khối lượng lớn trái phiếu chính phủ ở mức lợi tức cao vào mùa hè. Chúng tôi ước tính khoản này vào khoảng 7,3 nghìn tỷ. Theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam, lãi suất trái phiếu được ghi nhận vào mục thu nhập lãi suất. Và

Bảng A8: Các ngân hàng và công ty tài chính được cấp phép 2008

Ngân hàng	Vốn điều lệ (tỉ đồng)
Ngân hàng Tiên Phong	1,000
Ngân hàng Liên Việt	3,300
Ngân hàng Bảo Việt	1,500
Cty tài chính EVN	2,500
Cty tài chính cổ phần Xi măng	300
CTCP tài chính Sông Đà	500
Cty tài chính cổ phần Vinaconex-Viettel	1,000
Cty tài chính hóa chất Việt Nam	300
Standard Chartered Bank Vietnam	1,000
Ngân hàng HSBC Việt Nam	3,000
Ngân hàng ANZ Bank Việt Nam	1,000
Ngân hàng Shinhan Việt Nam	1,670
Ngân hàng Hong Leong Việt Nam	1,000
Cty dịch vụ tài chính Toyota Việt Nam	300
Cty tài chính PPF Việt Nam	500
Cty TNHH MTV tài chính GE Money Việt Nam	300

Biểu D12 - Tổng tài sản & tổng nợ của Vietcombank bằng ngoại tệ



thu nhập từ lãi suất trái phiếu đạt 2.619 tỷ đồng, tăng 23% trong năm ngoái. Chênh lệch giá từ các trái phiếu có lợi tức cao chỉ được ghi nhận vào thu nhập sau khi trái phiếu được bán đi. Ngân hàng này vẫn chưa bán những trái phiếu này, và nguồn thu nhập này sẽ được hạch toán trong tương lai.

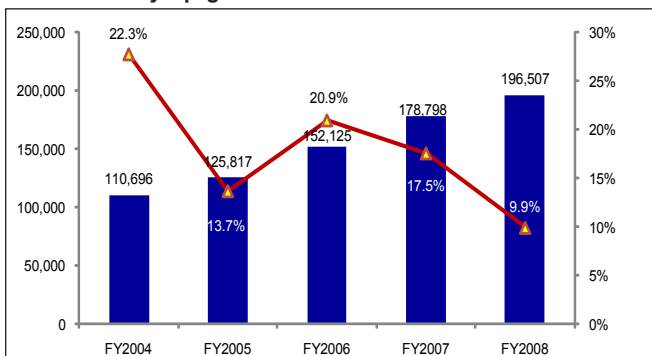
Một trong các thế mạnh của VCB là tài sản ngoại tệ. Tỷ lệ của tài sản bằng ngoại tệ trong tổng tài sản ở mức cao: 58% vào năm 2005, 53% trong năm 2006 và 47,5% vào năm 2007. Tuy nhiên mục này đang giảm cùng với ý định của ngân hàng chuyển sang tài sản nội tệ nhiều hơn. Vào năm 2007, 49% tài sản sinh lãi của VCB là bằng ngoại tệ, chủ yếu là bằng USD. Chênh lệch ròng của các tài sản này biến động theo lãi suất USD trên thị trường thế giới.

Và lãi suất trên thị trường thế giới đã liên tục giảm xuống, do đó ảnh hưởng đến khả năng thu nhập của Vietcombank do lãi suất tiền gửi không giảm tương ứng.

Huy động Vốn (tiền gửi)

Vào cuối năm 2008, Vietcombank vẫn là ngân hàng dẫn đầu về mặt huy động vốn ngoại tệ và đứng thứ 3 về tổng tiền gửi với 11,8% thị phần (sau Agribank và BIDV). Giống như các đồng nghiệp ngân hàng thương mại quốc doanh, tỷ lệ này đã giảm, từ 19,6% vào năm 2004 còn 13% vào năm 2007.

Biểu D9.1 - Huy động vốn Vietcombank



Ưu thế của Vietcombank trong huy động vốn chính là vị trí vững chắc trong thanh toán quốc tế và sự hỗ trợ của chính phủ. Do đó, chi phí vốn của Vietcombank thấp hơn nhiều. Trong cơ cấu vốn, tổng tiền gửi và vay từ khách hàng, chính phủ và các ngân hàng khác chiếm 87.2% trong năm 2007 và 85.8% vào năm 2008. Trong đó tiền gửi từ Kho bạc nhà nước, NHNN và các ngân hàng khác chiếm tới 18,4% tổng tiền gửi năm 2004 dù sau đó giảm xuống còn 15,1% vào năm 2008.

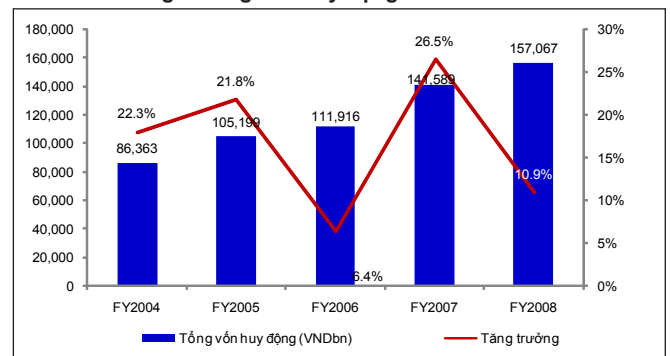
Về tiền tệ, tiền gửi VND chiếm 52% tổng tiền gửi và tiền gửi bằng ngoại tệ là 48%. Tiền gửi không kỳ hạn bằng ngoại tệ, chủ yếu là USD có mức lãi suất thấp hơn nhiều, vào khoảng 0,2-1,5% đối với các ngân hàng và 0,5%-1,5% mỗi năm với khách hàng. Tuy nhiên, trong tổng tiền gửi, tỷ lệ các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ đang trong xu hướng giảm xuống, từ 57,2% vào năm 2005 xuống còn 48,7% vào năm 2008.

Tổng tiền gửi của khách hàng đã tăng ở mức trung bình hàng năm là 18% trong suốt giai đoạn 2004-2007, thấp hơn tốc độ tăng trưởng của ngành là 35,3%. Vào năm 2008, tiền gửi của khách hàng đạt 157.067 tỷ đồng, tăng 11% so với năm trước, vẫn thấp hơn tỷ lệ tăng trưởng của ngành là 20,5%. Tuy nhiên, kết quả vẫn tốt hơn mục tiêu đã điều chỉnh của ngân hàng cho cả năm. Tiền gửi của khách hàng chiếm tỷ lệ 70.8%, lớn nhất trong tổng nguồn vốn, thấp hơn mức 71,7% vào năm 2007.

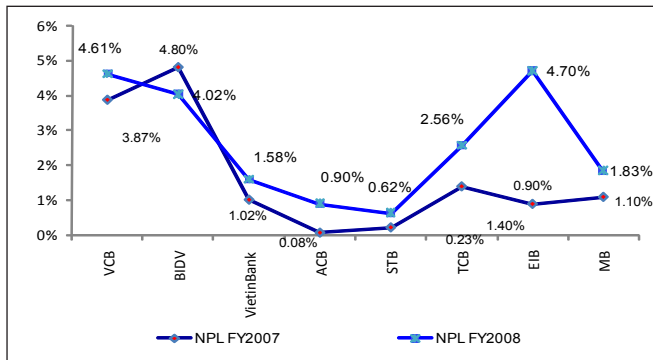
Trong những năm gần đây, chiến lược của Vietcombank là tập trung vào cả ngân hàng bán buôn và ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, các hoạt động huy động tiền gửi và cho vay của VCB vẫn chủ yếu tập trung vào các khách hàng doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhà nước.

Vào cuối năm 2008, tỷ lệ tiền gửi cá nhân tăng từ 37% vào cuối năm 2007 lên 40% tổng tiền gửi của khách hàng, tiền gửi từ doanh nghiệp giảm từ mức 63% xuống 60% tổng tiền gửi, nhưng tiền gửi từ các doanh nghiệp nhà nước đã tăng từ 38,1% lên 38,6% cùng thời gian này.

Biểu D9.2 - Tăng trưởng vốn huy động của Vietcombank



Biểu C3 - Tỷ lệ nợ xấu của một số ngân hàng 2007 và 2008



Hầu hết các doanh nghiệp nhà nước đã và đang được chính phủ hỗ trợ, nhưng việc này sẽ dần dần bị bãi bỏ trong tương lai. Như vậy nguồn tiền gửi từ các doanh nghiệp này sẽ yêu cầu mức lãi suất cao hơn. Do đó chi phí tài chính sẽ tăng trong tương lai.

Mặc dù có nguồn tài chính chi phí thấp, tỷ suất lãi suất ròng chỉ ở mức trung bình của ngành. Việc nhà nước là cổ đông lớn cho phép Vietcombank tiếp cận với các nguồn tài chính rẻ, nhưng nó cũng buộc ngân hàng phải cung cấp các khoản vay rẻ cho doanh nghiệp nhà nước. Đây chính là điều ngân hàng cần thoát khỏi trong tương lai.

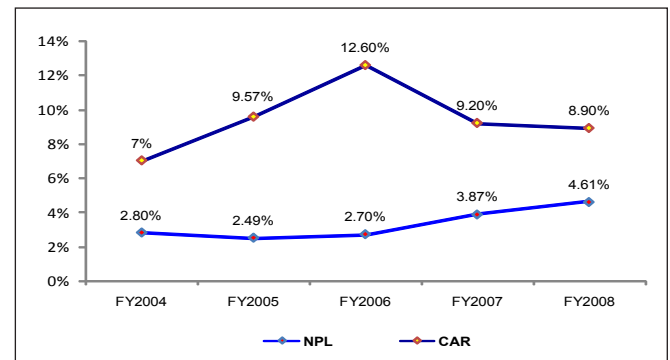
Nợ khó đòi

Theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam, tỷ lệ nợ khó đòi của VCB là 4,6% vào năm 2008, với việc phân loại các khoản nợ theo điều 6 quyết định 493. Tuy nhiên, nợ khó đòi theo tiêu chuẩn IFRS vào năm 2006 và 2007 lần lượt là 15,1% và 14,4%. Và tỷ lệ nợ nhóm 2 lần lượt là 34,8% và 32%.

Trong năm 2008, nợ khó đòi tăng lên từ 3,4% vào năm 2007 nhưng giảm xuống từ mức 5,5% vào quý 3/2008 và thấp hơn ước tính 5,8% cho cả năm 2008. Chúng tôi ước tính rằng ngân hàng đã sử dụng 600 tỷ đồng cho việc xóa nợ xấu trong năm. Tuy nhiên chúng tôi cũng tin rằng nợ khó đòi sẽ tiếp tục tăng trong năm 2009 do ngân hàng có khối lượng lớn các công nợ tiềm ẩn liên quan đến thương mại quốc tế và kinh tế thế giới được cho là sẽ không hồi phục trước cuối năm 2009.

Chi phí rủi ro tín dụng của VCB thấp hơn hầu hết các đồng nghiệp ngân hàng quốc doanh, thể hiện ở tỷ lệ trích lập dự phòng nợ xấu/tổng dư nợ thấp hơn. Trong khi đó, ngân hàng có tỷ lệ quỹ dự phòng/ tổng dư nợ và quỹ dự phòng/nợ khó đòi cao hơn. Điều này có nghĩa là chi phí rủi ro tín dụng của VCB thấp hơn và năng lực để bù đắp các khoản nợ xấu cao hơn. Tuy nhiên, các chỉ số này không tốt hơn các ngân hàng nhóm 2 tốt nhất như ACB, MB, Techcombank, và STB trong năm 2008.

Biểu C4 - CAR và Tỷ lệ nợ xấu của Vietcombank



Vào cuối năm 2008, quỹ dự phòng nợ xấu lũy kế của VCB ở mức 4.264 tỷ đồng, tương ứng 3,78% tổng dư nợ, và cao gấp hơn 3 lần mức trung bình của ngành trong nửa đầu năm 2008 là 1,14%. Ngân hàng này ban đầu dự định lập dự phòng ở mức 905 tỷ đồng, nhưng sau đó phải trích lập 2.971 tỷ đồng. Tỷ lệ dự phòng trích lập/tổng dư nợ trong năm 2008 là 2,84%, cao nhất trong tất cả các ngân hàng thương mại quốc doanh (Agribank là 2,6% và BIDV là 2,47%).

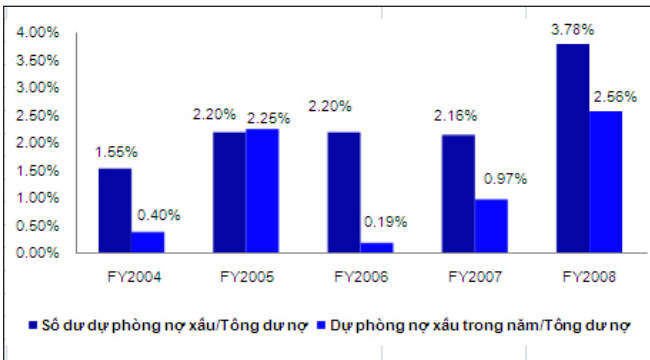
Vietcombank là ngân hàng quốc doanh đầu tiên tiến hành quản lý rủi ro tín dụng gần hơn với thông lệ quốc tế. Với sự tư vấn của ngân hàng ING (Hà Lan), cơ cấu quản lý mới đã được triển khai từ tháng 7/2006. Mô hình bao gồm các chính sách về phân quyền chức năng, phân bổ tín dụng, quản lý rủi ro tín dụng và sự phân tách giữa các bộ phận kinh doanh, quản lý rủi ro và bộ phận hỗ trợ.

Chính sách trích lập dự phòng của ngân hàng như sau: Giá trị thế chấp với mỗi loại tài sản thế chấp được sử dụng cho mục đích trích lập dự phòng khi (i) ngân hàng có quyền bán tài sản thế chấp khi khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ như đã cam kết và (ii) thời gian để bán tài sản thế chấp, như ước tính của VCB, không vượt quá 1 năm với các thế chấp không phải là bất động sản và không quá 2 năm với các thế chấp bất động sản. Nếu tài sản thế chấp không đáp ứng được các yêu cầu trên, giá trị của tài sản thế chấp cho mục đích dự phòng được coi là bằng 0.

Thu nhập Phí và Ngân quỹ

Vietcombank là ngân hàng mạnh nhất trong lĩnh vực thanh toán quốc tế, giao dịch ngoại hối và các sản phẩm và dịch vụ công nghệ cao. Đây là những thế mạnh truyền thống của ngân hàng. VCB cũng dẫn đầu thị trường trong nước về cung cấp các sản phẩm và dịch vụ ngân hàng trực tuyến cơ bản. Nhờ đó, thu nhập ngoài lãi đã chiếm tỷ trọng tương đối trong tổng thu nhập của ngân hàng, và tỷ lệ này ở VCB cao hơn hẳn so với các ngân hàng trong nước khác. Do thu nhập từ các dịch vụ tính

Biểu C5 - Dự phòng rủi ro nợ xấu Vietcombank



phí ít rủi ro hơn so với tín dụng và đầu tư, VCB có mức rủi ro kinh doanh thấp hơn các ngân hàng khác.

Thu nhập từ phí năm 2008 đạt 791 tỷ đồng, tăng 8,8% so với năm 2007, tuy nhiên mức tăng trưởng này thấp hơn so với mức tăng 9,7% của năm 2007. Lợi nhuận thuần từ giao dịch ngoại hối đạt 953 tỷ trong năm 2008, tăng 169% so với năm 2007.

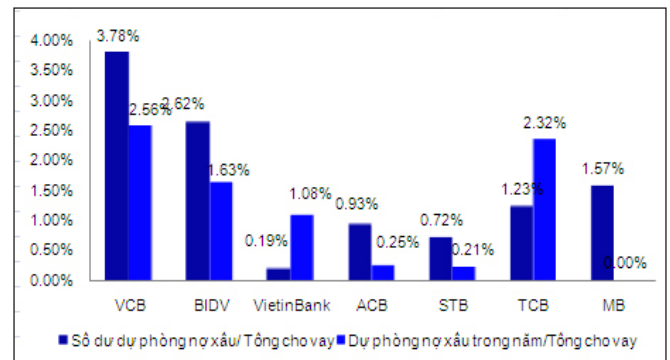
Thanh toán Xuất nhập khẩu

Vietcombank là ngân hàng hàng đầu về thanh toán quốc tế. Năm 2008, giá trị thanh toán quốc tế của VCB là 32,5 tỷ đô, tăng 22,9% so với 2007. VCB chiếm tới 19,5% tổng giá trị nhập khẩu và 26,8% tổng giá trị xuất khẩu trong năm 2008. Về thanh toán nhập khẩu, Vietcombank đứng đầu trong thanh toán nhập khẩu xăng dầu (47,2%), thép, phân bón, máy móc và thiết bị. Về thanh toán xuất khẩu, Vietcombank mạnh trong các lĩnh vực xuất khẩu dầu thô, gạo, thủy sản, than, lâm sản và dệt may. Cũng nhờ một phần ở việc Vietcombank có mạng lưới hợp tác quốc tế mạnh.

Vietcombank cũng là ngân hàng đứng đầu về chuyển tiền kiều hối. Năm 2007, tổng doanh thu kiều hối qua VCB là 1,3 tỷ đô. Năm 2008, trong tổng giá trị kiều hối chuyển về Việt Nam ước tính khoảng 8 tỷ đô, giá trị thanh toán qua VCB là 1,5 tỷ đô, đứng đầu thị trường. Các ngân hàng khác trong lĩnh vực này là Đông Á (1,2 tỷ đô), Vietinbank (900 triệu đô), và Agribank (870 triệu đô).

Tuy nhiên thị phần của VCB trong lĩnh vực thanh toán quốc tế đang bị thu hẹp, giảm từ 28,5% năm 2004 xuống 20,4% năm 2008. Một phần nguyên nhân là do sự cạnh tranh gay gắt từ các ngân hàng nước ngoài, nhưng phần nhiều là do sự cạnh tranh của các ngân hàng trong nước. Petrolimex, một khách hàng quan trọng về thanh toán quốc tế của VCB, có 40% cổ phần trong ngân hàng PG bank, do đó PG bank đang từng bước thực hiện việc thanh toán quốc tế cho Petrolimex, đặc biệt là trong nhập khẩu xăng dầu. PetroVietnam, một khách hàng lớn khác, đã hoàn tất việc mua 20%

Biểu C6 - Số dư dự phòng nợ xấu một số Ngân hàng năm 2008



cổ phần của Ocean Bank trong năm 2009 sau khi thất bại trong việc thành lập ngân hàng Hồng Việt trong năm 2008. Ngoài ra, trong năm 2008, một số ngân hàng mới đã được cấp phép để thực hiện thanh toán quốc tế, như vậy càng tăng sức ép đối với VCB.

Hơn nữa, những ngân hàng trong nước khác như BIDV, STB cũng đã cạnh tranh với VCB trong lĩnh vực thanh toán quốc tế. Với chiến lược mở rộng hoạt động để phục vụ các doanh nghiệp FDI thông qua việc mở các liên doanh như Ngân hàng VID Bank, Ngân hàng Việt - Lào, Công ty Bảo hiểm Việt - Lào, Ngân hàng Việt - Nga và một công ty tài chính ở Cộng hòa Séc, BIDV đã tăng giá trị thanh toán quốc tế từ 3,2 tỷ đô năm 2006 lên 5,15 tỷ đô trong năm 2007. Còn STB cũng đã mở chi nhánh ở Trung Quốc, Lào và Campuchia. Tất nhiên là tại thời điểm này thì các ngân hàng này vẫn chưa thể cạnh tranh được với VCB.

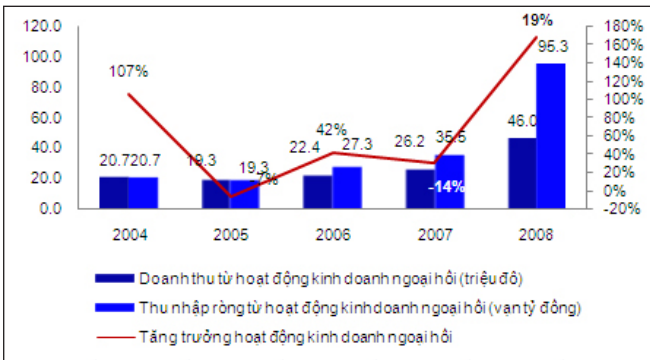
Kinh doanh Ngoại hối

VCB có ưu thế cạnh tranh rõ rệt so với các ngân hàng khác trong hoạt động ngoại hối. VCB là người tạo lập thị trường trong việc đưa ra tỷ giá hối đoái hàng ngày trên thị trường Việt Nam. Và các dịch vụ thanh toán quốc tế của VCB cùng với các sản phẩm giao dịch ngoại tệ phái sinh khác dành cho khách hàng (tương lai, kỳ hạn, swap...) đã góp phần thúc đẩy hoạt động của ngân hàng trong lĩnh vực ngoại hối trong những năm vừa qua. Theo luật, các doanh nghiệp xuất khẩu không thể rút tiền bán hàng thu được bằng ngoại tệ mà chỉ có thể rút VND mua từ ngân hàng thanh toán.

Vietcombank chiếm thị phần lớn nhất về nguồn vốn và cho vay bằng ngoại tệ. Nguồn vốn ngoại tệ chiếm khoảng 30% và cho vay bằng USD chiếm khoảng 18,5% thị phần. Vốn và tài sản bằng ngoại tệ lần lượt chiếm tới 49% và 45,5% trong giá trị bảng cân đối kế toán của VCB năm 2008.

Khách hàng của VCB gồm có PetroVietnam, EVN, Công ty khoan và dịch vụ khoan dầu khí (PVD), công

Biểu E1 - Hoạt động kinh doanh ngoại hối của Vietcombank



ty hợp tác kinh tế của Bộ Quốc phòng, và một số công ty xuất nhập khẩu có dòng ngoại tệ lớn. Ngoài ra, VCB cũng tích cực trong việc tìm kiếm các nguồn vốn ngoại tệ khác như các quỹ ủy thác đầu tư hoặc các khoản tín dụng hỗ trợ song phương và đa phương mà VCB có thể làm ngân hàng phục vụ.

Doanh thu từ giao dịch ngoại hối đạt 26,2 tỷ đồng trong năm 2007 và 46 tỷ đồng trong năm 2008 (không tính doanh thu từ nhập khẩu xăng dầu), tăng 76%. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ngoại hối năm 2008 đạt tới 953 tỷ đồng, trong đó 20,4% được thực hiện trong Q1 và 55,7% được thực hiện trong Q2 - khi có những biến động mạnh trong tỷ giá USD/VND.

Trong khi đó, doanh thu ngoại hối của BIDV đạt 23 tỷ đồng trong năm 2007 và 34,5 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2008. Lợi nhuận thuần từ ngoại hối của BIDV trong 3 quý đầu năm 2008 đạt 900 tỷ đồng, cho thấy mức tăng trưởng mạnh mẽ của BIDV. Chúng tôi tin rằng BIDV sẽ trở thành đối thủ cạnh tranh chính của VCB trong lĩnh vực kinh doanh ngoại hối.

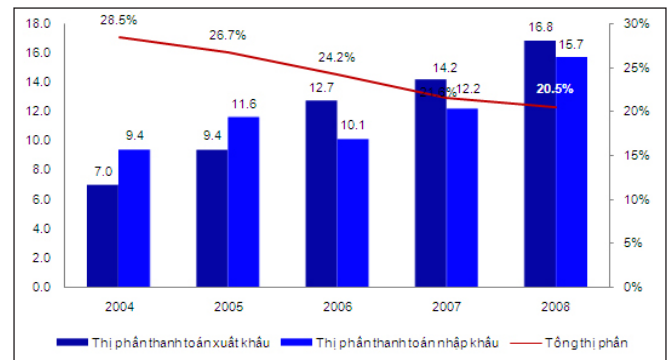
Với biên độ giao dịch là +/-5% từ tháng 23/03/2009, các ngân hàng đều có thêm cơ hội để thực hiện giao dịch ngoại hối.

Dịch vụ thẻ và ATM

Vietcombank là ngân hàng đầu tiên phát hành thẻ ngân hàng tại Việt Nam (năm 2001) và dịch vụ thẻ đã đạt được mức tăng trưởng ấn tượng kể từ đó tới nay. Đến cuối năm 2008, VCB chiếm thị phần lớn nhất trong dịch vụ thẻ với 24% tổng số thẻ nội địa được phát hành, 29% thẻ quốc tế được phát hành, 59,7% doanh số thanh toán thẻ quốc tế, 36% về mạng lưới POS, và 24% trong hệ thống ATM ở Việt Nam. Hệ thống ATM của VCB chấp nhận thanh toán cho 6 loại thẻ quốc tế là Visa, Master, Amex, JCB, Diners Club và CUP.

Vietcombank là ngân hàng đứng đầu trong liên minh thẻ lớn nhất tại Việt Nam (Smartlink) với 25 thành viên gồm

Biểu E2 - Hoạt động thanh toán quốc tế của Vietcombank



các ngân hàng như Techcombank, Eximbank, VPBank và các ngân hàng khác. Vietcombank hiện có 1.244 máy ATM và 7.800 POS.

Về thẻ ghi nợ nội địa, VCB đứng đầu thị trường với hơn 3 triệu thẻ Connect 24 và tổng doanh thu thanh toán lên tới 66 nghìn tỷ đồng trong năm 2008, tăng 40% so với 2007.

Vietcombank bắt đầu phát hành thẻ ghi nợ quốc tế từ năm 2006. Cho tới nay VCB đã phát hành khoảng 175 nghìn thẻ. Trong năm 2008, các chủ thẻ Visa Debit và Master MTV đã thanh toán tổng cộng 5,2 nghìn tỷ đồng qua hệ thống của VCB, gần gấp 5 lần so với 2007.

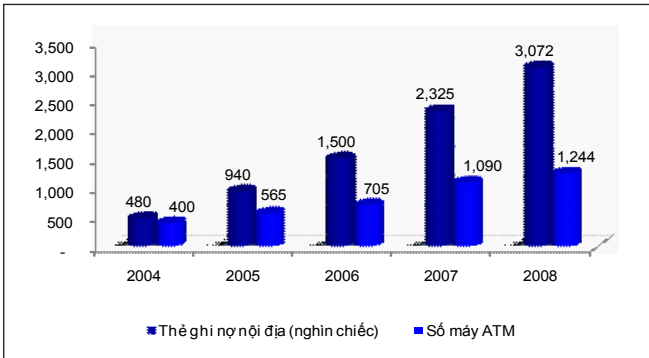
Tuy nhiên, hệ thống ATM hiện nay chủ yếu tập trung ở khu vực trung tâm các thành phố. Ngoài ra, hạn mức của thẻ tương đối thấp. Thông thường, một chủ thẻ chỉ có thể rút tối đa 20 triệu đồng (hơn 1000 USD) một ngày. Thực ra, đây là một mảng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận thấp. Doanh thu từ dịch vụ thẻ khá thấp và VCB hầu như chưa thu phí cho các giao dịch qua thẻ. Lợi ích thu được chủ yếu là các khoản tiền gửi ngắn hạn và danh tiếng trên thị trường. Và trong dài hạn thì lĩnh vực kinh doanh này hứa hẹn một sự tăng trưởng mạnh mẽ.

Ngày 24/08/2007, chính phủ đã ban hành quy định để giảm mức phụ thuộc vào tiền mặt của nền kinh tế. Quy định này có hiệu lực từ 01/01/2008 và được chia thành 2 giai đoạn. Quy định này tác động tới 4 triệu công nhân viên chức nhà nước, không bao gồm những người làm việc trong quân đội và những người khác nhận lương qua ngân hàng. Đây là một cơ sở khách hàng khổng lồ tiềm năng để VCB mở rộng dịch vụ thẻ của mình.

Đầu tư

Vietcombank có một danh mục đầu tư lớn, lên tới 44,8 nghìn tỷ đồng (2,52 tỷ đô) tại thời điểm cuối năm 2008, chiếm tới 20,2% tổng tài sản của ngân hàng. Phần lớn các khoản đầu tư là đầu tư dài hạn hoặc giữ đến ngày đáo hạn.

Biểu E3.1 - Số máy ATM và số thẻ Connect 24 đã phát hành của Vietcombank



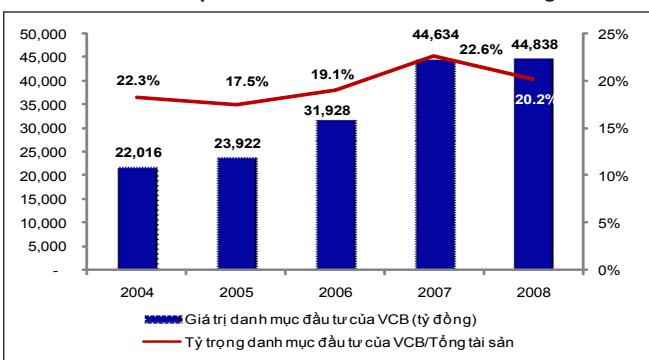
Đầu tư trái phiếu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư. Danh mục đầu tư (không tính tiền mặt) của VCB khá thận trọng với 96-98% là đầu tư vào trái phiếu trong giai đoạn 2004-2006, giảm xuống còn 93,4% trong năm 2008. Năm 2008, giá trị trái phiếu sẵn sàng để bán lên tới 29.949 tỷ đồng và trái phiếu giữ đến ngày đáo hạn là 11.643 tỷ đồng. Khoản đầu tư vào trái phiếu đem lại tỷ suất lợi nhuận thấp, chỉ khoảng 3,3-4% nhưng tính thanh khoản rất cao. Thu nhập được tính vào thu nhập từ đầu tư vào chứng khoán trong đó có một phần là lợi tức chứng khoán, và thu nhập từ giao dịch chứng khoán.

Từ năm 2005, hơn 50% tổng giá trị trái phiếu là do các cơ quan chính phủ phát hành, và có thể được dùng làm tài sản đảm bảo để vay chiết khấu và vay cầm cố từ NHNN. Trong năm 2008, các trái phiếu chính phủ có thể chiết khấu được chiếm tới 52% tổng giá trị chứng khoán nợ và 49% tổng danh mục đầu tư. Điều này giúp cho VCB dễ dàng tiếp cận các khoản vay của NHNN để cho vay lại trên thị trường liên ngân hàng.

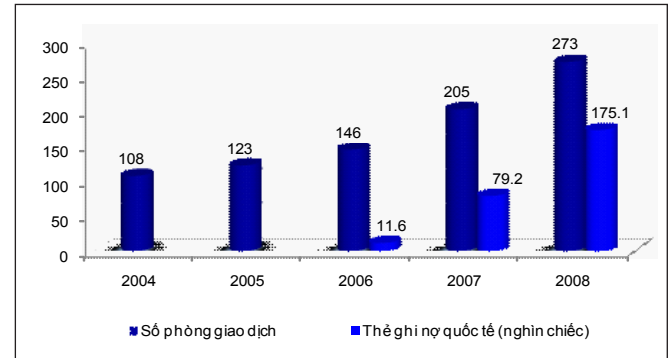
Tài sản được quản lý bởi các quỹ nước ngoài hoặc các quỹ ủy thác của các đối tác nước ngoài không sinh lợi nhiều theo như số liệu đánh giá lại giá trị cuối năm 2008. Nguyên nhân là do sức ép từ tình trạng không ổn định của thị trường tài chính toàn cầu.

Đầu tư cổ phiếu, bao gồm cả việc góp vốn vào các liên doanh, công ty liên kết và các doanh nghiệp khác, chỉ

Biểu E7.1 - Danh mục đầu tư của Vietcombank và tổng tài sản



Biểu E3.2 - Số phòng giao dịch và thẻ quốc tế đã phát hành của Vietcombank



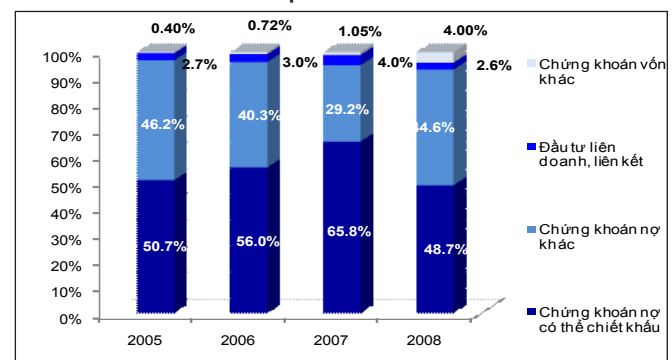
chiếm một tỷ trọng rất nhỏ so với đầu tư vào chứng khoán nợ. Khoản mục đầu tư này chỉ chiếm 2,12% năm 2004 và 6,6% năm 2008 trong toàn bộ danh mục đầu tư của VCB.

Tại thời điểm cuối năm 2008, giá trị sổ sách của khoản đầu tư vào các công ty khác đạt 3.024 tỷ đồng, chiếm 25% vốn của VCB. Giá trị đầu tư hiện tại và giá thị trường có thể khác nhau, tuy nhiên với khoảng 2/3 danh mục được mua từ trước năm 2005 và chủ yếu bằng mệnh giá, chúng tôi tin rằng giá trị hiện tại vẫn lớn hơn nhiều so với giá trị sổ sách.

Cũng cần lưu ý rằng trong danh mục này, chiếm phần lớn là các khoản đầu tư vào các công ty tài chính, 48% với tổng giá trị sổ sách lên tới 1.454 tỷ đồng, năm 2008. Danh mục này bao gồm các khoản đầu tư vào Eximbank, ngân hàng Quân đội, VIBank, SaigonBank, ShinhanVina Bank, công ty quản lý quỹ Vietcombank, Bảo hiểm Petrolimex, và Bảo hiểm Nhà Rồng. Trong năm 2008, VCB đã tăng vốn cổ phần ở ngân hàng Quân đội từ 4,9% lên 6,33%, và tăng vốn cổ phần ở ngân hàng Gia Định từ 3,6% lên 30% (trong đó VCB nắm 11% và VCBF nắm 19%).

So với BIDV và VietinBank, Vietcombank đầu tư nhiều hơn vào các ngân hàng trong nước, và các ngân hàng mà VCB đầu tư cũng mạnh hơn. VCB cũng nắm ít trái phiếu doanh nghiệp hơn, đây là các loại trái phiếu do tổng công ty nhà nước phát hành với lãi suất cao hơn

Biểu E7.2 - Cơ cấu danh mục đầu tư của Vietcombank



Biểu E8.1 - Đầu tư của Vietcombank vào các tổ chức tài chính khác

	FY2007	31/12/2008
SWIFT, Master và VISA	-	0
NHTMCP Phương Đông	8.69%	7.79%
NHTMCP Quân Đội	4.91%	7.99%
NHTMCP Sài Gòn Công thương	9.75%	9.16%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	6.58%	2.42%
Quỹ tín dụng Nhân dân	9.75%	4.50%
Quỹ tín dụng các doanh nghiệp vừa và nhỏ	3.60%	3.60%
NHTMCP Gia Định	3.61%	15.11%
NHTMCP Xuất Nhập khẩu Việt Nam	15.06%	8.75%

nhưng rủi ro tín dụng cũng lớn hơn. So với BIDV, VCB đầu tư vào các ngân hàng liên doanh ít hơn. VCB chỉ đầu tư vào Shinhan Vina Bank trong khi BIDV có VID Bank, ngân hàng Việt Lào, ngân hàng Việt-Nga và sẽ thành lập ngân hàng Nga-Việt và các công ty tài chính ở Hongkong và Séc. Điều này đã phần nào cho thấy sự khác biệt trong chiến lược của 2 ngân hàng.

Chiến lược của VCB là tập trung vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ và thị trường bán lẻ trong nước. Thông qua việc đầu tư vào các ngân hàng trong nước khác, VCB có thể gián tiếp thâm nhập thị trường cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ và cho vay tiêu dùng, thu hút thêm nhiều khách hàng để huy động tiền và thanh toán quốc tế. Trong tương lai, VCB cần đa dạng hóa danh mục đầu tư cùng với các công ty con chuyên về đầu tư nhằm giảm bớt rủi ro hệ thống và tăng lợi nhuận.

Cuối cùng, với hệ thống chi nhánh và điểm giao dịch trải khắp toàn quốc, VCB đang sử dụng tới 181.892m² đất. Trong đó, 48.182m² được nhà nước cấp, 128.672m² là đất thuê, và có 5.038m² chưa có chứng nhận quyền sử dụng. Phần lớn diện tích đất được sử dụng để xây văn phòng.

Hoạt động của các công ty con

Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS)

Trong số các công ty chứng khoán của các ngân hàng quốc doanh, VCBS là công ty thành công nhất, hỗ trợ Vietcombank một cách hiệu quả trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư, bao gồm môi giới, đầu tư chứng khoán, tư vấn và bảo lãnh phát hành.

Được thành lập từ thời kỳ đầu của thị trường chứng khoán Việt Nam, VCBS có được lợi thế của một công ty đi trước và đạt được những kết quả ấn tượng trong năm 2006 với tổng tài sản và doanh thu tăng hơn 80%, còn lợi nhuận tăng hơn 170%. Cuối năm 2007, nhờ quan hệ với Vietcombank, VCBS đứng thứ nhất về thị phần môi giới trái phiếu với 52% thị phần và đứng thứ 4 về thị phần môi giới cổ phiếu với 26% thị phần. Tuy nhiên thị phần môi giới cổ phiếu đã giảm do mức độ cạnh tranh gay gắt hơn trên thị trường chứng khoán.

VCBS hiện có khoảng 46.000 tài khoản với doanh thu từ phí môi giới đạt 86,1 tỷ đồng, giảm 30% so với mức 122,3 tỷ đồng trong năm 2007.

VCBS cũng đứng đầu trong lĩnh vực bảo lãnh trái phiếu chính phủ và trái phiếu đô thị với tổng giá trị lên tới 9 nghìn tỷ đồng trong năm 2007. Sự kết hợp và cân bằng giữ mảng trái phiếu và mảng cổ phiếu đã giúp VCBS đạt được tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong suốt 3 năm qua.

Mặc dù tốc độ tăng trưởng cao, lợi nhuận thuần năm 2007 chỉ đạt 203 tỷ đồng, ROAE đạt 46%, đóng góp 8,5% vào lợi nhuận thuần của ngân hàng trong năm 2007. Trong năm 2008, VCBS trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán tới 348 tỷ đồng và ghi nhận khoản lỗ là 292 tỷ đồng.

Công ty Cho thuê tài chính Vietcombank (VCBL)

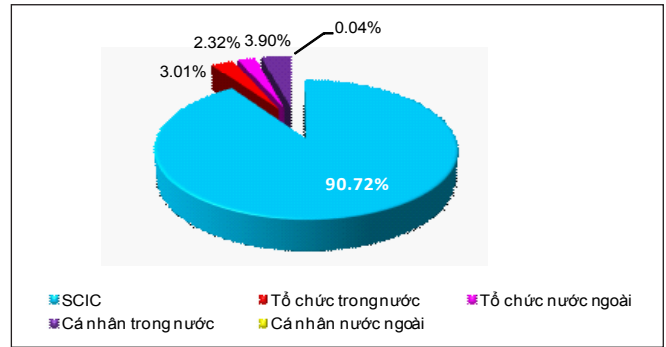
Tại thời điểm cuối năm 2008, VCBL đạt tổng tài sản và vốn chủ tương ứng là 1.083 tỷ đồng và 307 tỷ đồng. Giá trị tài sản cho thuê lên tới 1.084 tỷ đồng, đứng thứ 4 trong 11 công ty cho thuê tài chính ở Việt Nam.

Biểu E8.2 - Các doanh nghiệp Vietcombank tham gia thành lập mới năm 2008

Doanh nghiệp	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ góp vốn của VCB	Vốn góp của VCB (tỷ đồng)	Các đối tác khác
CTCP Vận tải Xăng dầu Thái Bình Dương	1200	10.0%	120	PV Trans 51%, PVI 10%, PVFC 10%
CTCP Đầu tư và Thông tin Tín dụng	19	2.0%	0.38	
CTCP Tài chính Xi Măng	300	11.0%	33	Tổng Cty Công nghiệp Hóa chất Việt Nam (VICEM) 40%, Tổng Cty thép Việt Nam (VSC) 10.5%, Công ty Vận tải Quốc tế (20%), cổ đông khác 18.5%
CTCP Đầu tư Tài chính và Phát triển Cơ sở hạ tầng Việt Nam	5000	1.5%	75	NH Phát triển Việt Nam (VDB) 50%, Vinaconex 10%, Tổng Cty Đầu tư Sài Gòn 10%
CTCP Bất động sản Vietcomreal	100	11.0%	11	
CT TNHH Bảo hiểm Nhân thọ Vietcombank Cardif (VCLI)	600	45.0%	270	Cty Bảo hiểm BNP Paribas 43%, SeaBank 12%

STT	Cổ đông	Số cổ phần sở hữu	Số lượng cổ đông	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	SCIC	1,097,800,600	1	90.72%
2	Tổ chức	64,583,343	214	5.34%
	Trong nước	36,477,243	177	3.01%
	Nước ngoài	28,106,100	37	2.32%
3	Cá nhân	47,702,083	15671	3.94%
	Trong nước	47,167,749	15493	3.90%
	Nước ngoài	534,334	178	0.04%
	Tổng	1,210,086,026	15886	100.00%

Biểu A7 - Cơ cấu sở hữu Vietcombank



Phụ lục 1 - Cơ cấu cổ đông

Tại thời điểm 30/08/2008, cổ đông lớn nhất của VCB là SCIC (đại diện phần vốn nhà nước) nắm 90,72% cổ phần. Các tổ chức trong nước và nước ngoài nắm 2,36%. Tương lai, khi hoàn tất việc đàm phán với các đối tác nước ngoài, cơ cấu cổ đông sẽ thay đổi theo hướng tăng tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài và giảm tỷ lệ nắm giữ của nhà nước.

Các cổ đông lớn (nắm hơn 5% vốn)

Cổ đông duy nhất nắm trên 5% vốn cổ phần là SCIC với 90,72% cổ phần tại thời điểm 30/08/2008.

Cổ đông	Địa chỉ	Số CP	Tỷ lệ sở hữu (%)
1 SCIC	6 Phan Huy Chu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	1,097,800,600	90.72%

Hội đồng Quản trị
Nguyễn Hòa Bình - Chủ tịch
Nguyễn Phước Thanh - Ủy viên, kiêm Tổng Giám đốc
Trần Văn Tá - Ủy viên
Nguyễn Thị Tâm - Ủy viên, kiêm Phó Tổng Giám đốc
Trần Trọng Độ - Ủy viên
Lê Thị Kim Nga - Ủy viên
Lê Thị Hoa - Ủy viên

Ban Giám đốc
Nguyễn Phước Thanh - Ủy viên HĐQT, kiêm Tổng Giám đốc
Đinh Văn Mươi - Phó Tổng Giám đốc
Nguyễn Thị Tâm - Ủy viên HĐQT, kiêm Phó Tổng Giám đốc
Nguyễn Thu Hà - Phó Tổng Giám đốc
Đào Minh Tuấn - Phó Tổng Giám đốc
Nguyễn Văn Tuấn - Phó Tổng Giám đốc
Phạm Quang Dũng - Phó Tổng Giám đốc

Các Công ty Liên doanh và Liên kết

Bảng - Đầu tư của Vietcombank vào các công ty liên doanh

	Giá vốn (triệu đồng)	% sở hữu
Vietcombank Fund Management Co.	19,381	51
Shinhan-Vina JV Bank	484,340	50
Vietcombank Bonday - Ben Thanh Ltd. Co.	144,760	52
Vietcombank Cardiff Insurance Co.	270,000	45

Bảng - Đầu tư của Vietcombank vào các công ty liên kết

	Giá vốn (triệu đồng)	% sở hữu
Vietcombank Bonday Ltd.	30,934	16
Vietcombank Partners Fund I	22,000	11
Smart Link Card JSC	4,400	8.8%

Bảng A-Tóm tắt các mốc IPO

Những mốc chính	
Đăng ký đầu giá	Từ 7/12/2007 đến 18/12/2007
Thời hạn đặt cọc	Từ 7/12/2007 đến 18/12/2007
Thời hạn nộp đơn đầu giá	Trước 11h sáng ngày 24/12/2007
Đầu giá	9h sáng 26/12/2007
Nhà đầu tư chiến lược nước ngoài	chưa công bố
Thời hạn thanh toán	
Ngày được cấp giấy phép kinh doanh mới, chuyển sang hình thức ngân hàng thương mại cổ phần	2/6/2008
Thông tin chính về cổ phần chào bán	
Giá khởi điểm	100,000 đồng
Mệnh giá	10,000 đồng
Tổng số cổ phiếu chào bán	97,500,000 cổ phiếu
Giới hạn nhà đầu tư nước ngoài	30% tổng chào bán tương đương 29,250,000 cổ phiếu
Lượng cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài mua được	28,734,834 cổ phiếu
Cơ cấu cổ đông sau cổ phần hóa	
Tổng vốn chủ sở hữu	15,000 tỷ đồng
Cổ đông	Tỷ trọng
Giai đoạn 1	
Nhà nước (SCIC)	65%-70%
Cán bộ nhân viên và trái chủ trái phiếu chuyển đổi	3.5%
Nhà đầu tư nước ngoài chiến lược	15%-20%
Nhà đầu tư trong nước chiến lược	5%
Đầu giá ra công chúng	6.50%
Giai đoạn 2	
Niêm yết thị trường quốc tế	Không vượt quá 15% tổng vốn điều lệ

Phụ lục 2 - Tổng quan IPO

- Ngày 21/09/2009, Thủ tướng ký quyết định 230/2005/QĐ-TTg về việc cổ phần hóa Vietcombank.
- Ngày 26/01/2007, Văn phòng thủ tướng ký công văn 18/TB-VPCP về việc chọn Credit Suisse là đơn vị tư vấn cổ phần hóa Vietcombank.
- Ngày 12/02/2007, Vietcombank và Credit Suisse ký hợp đồng tư vấn.
- Ngày 20/04/2007, Văn phòng thủ tướng ký thông báo 83/TB-VPCP cho phép Vietcombank chọn đối tác chiến lược trước khi IPO.
- Ngày 26/09/2007, Văn phòng thủ tướng ban hành văn bản số 1289/QĐ-TTg chấp thuận kế hoạch cổ phần hóa của Vietcombank.
- Ngày 30/11/2007, Ngân hàng Nhà nước ban hành Quyết định 2900/QĐ-NHNN về giá trị doanh nghiệp và mức giá khởi điểm.
- Ngày 26/12/2007, Vietcombank thực hiện thành công IPO.

Bảng B - Thực hiện IPO

Đơn vị: triệu đồng

	Số lượng CP chào bán	% vốn mới	Số CP bán được	% đạt mục tiêu
Nhà đầu tư chiến lược nước ngoài	3,000,000	15-20%	-	0.00%
Công chúng đầu giá	975,000	6.5%	943,397	96.76%
Cán bộ nhân viên	525,000	3.5%	53,117	34.18%
Trái phiếu chuyển đổi			126,340	
Nhà đầu tư chiến lược trong nước	750,000	5.0%	-	0.00%
Tổng	5,250,000	35.0%	1,122,854	7.49%

Nguồn: Vietcombank

Bảng C - Thông tin Tài chính IPO

Đơn vị: triệu đồng

	Số lượng cổ phiếu
Giá đầu trung bình (đồng)	107,572.7
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư	7,179,988
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu cho cán bộ nhân viên	342,836
Số tiền tương ứng với việc chuyển trái phiếu chuyển đổi sang cổ phiếu phổ thông	1,359,075
Phải trả tại 01/06/2008	8,881,899
Trừ: -chuyển vào vốn điều lệ của ngân hàng	-1,122,854
-chuyển về SCIC	-6,650,000
-chuyển tới Sở GDCK TP Hồ Chí Minh	-7
Phải trả tại thời điểm 31/12/2008	1,109,038

Nguồn: BCTC Vietcombank 2008

Các vấn đề sau IPO

Cho đến nay, vẫn chưa hoàn tất các thủ tục cổ phần hóa và bàn giao vốn của Vietcombank. Ngày 03/04/2009, Ngân hàng Nhà nước ban hành công văn số 2347/NHNN-CN, chỉ ra các việc cần hoàn tất và tên các đơn vị chịu trách nhiệm hoàn tất các vấn đề tài chính và bàn giao vốn giữa Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam và Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam. Như vậy, những điều chỉnh có thể xuất hiện trong quá trình hoàn tất thủ tục cổ phần hóa, vẫn chưa được xác định rõ.

Vốn điều lệ: mặc dù theo kế hoạch thì tổng vốn điều lệ sau IPO dự kiến là 15 nghìn tỷ đồng, nhưng con số thực tế tại ngày chuyển giao 02/06/2008 chỉ là 12,1 nghìn tỷ đồng. ĐHCĐ lần 2 của Vietcombank trong năm 2009 đã thông qua một kế hoạch phát hành thêm để tăng vốn điều lệ lên 13.223,7 tỷ đồng. Đến giờ vẫn chưa rõ tỷ lệ phát hành thêm các cổ đông ngoài SCIC là bao nhiêu. Phần vốn còn lại sẽ phải đợi tới khi Vietcombank có đối tác chiến lược.

Đối tác chiến lược nước ngoài chưa biết: việc bán cổ phần cho đối tác chiến lược nước ngoài, một việc sẽ có ảnh hưởng trọng yếu tới vốn chủ, tài sản và tình hình kinh doanh của VCB, vẫn chưa được thực hiện. Với mức giá trúng bình quân là 107.572,7 đồng, và mức giá OTC hiện giờ là 56.000 đồng, rất khó để VCB hoàn tất việc bán cổ phần cho một đối tác chiến lược theo quy

định của Thông tư 109, và thỏa mãn cả cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược.

Tỷ lệ thặng dư vốn giữ lại chưa rõ ràng: Mặc dù theo Thông tư 109 thì tỷ lệ này là 9,28% nhưng cũng có thể cao hơn theo quyết định của Thủ tướng. Tại thời điểm cuối năm 2008, phần thặng dư vốn vẫn chưa được ghi nhận trong vốn chủ của Ngân hàng TMCP. Tuy nhiên, tỷ lệ thặng dư vốn giữ lại có thể được điều chỉnh tùy theo những thay đổi trong việc thực hiện IPO - một quá trình vẫn chưa được hoàn tất theo kế hoạch và có thể sẽ còn thay đổi.

Trái phiếu chính phủ đặc biệt: Trong những năm trước, chính phủ cung cấp vốn cho các ngân hàng quốc doanh dưới dạng đất, vốn, và các loại chứng khoán, trong đó bao gồm “Trái phiếu chính phủ đặc biệt”. VCB và Vietinbank đã nhận loại trái phiếu này với tổng giá trị lên tới 2.2 nghìn tỷ đồng cho mỗi ngân hàng, thời gian đáo hạn là 20 năm. Nguồn vốn đã tăng thêm 2.2 nghìn tỷ với mức lãi suất là 3,3%/năm. Khoản trái tức 72,6 tỷ đồng mỗi năm không được ghi nhận vào doanh thu mà

được ghi nhận trực tiếp vào vốn chủ sở hữu. Với mức lãi suất thị trường là 8,5%/năm, ước tính mỗi năm VCB mất khoảng 114,4 tỷ đồng. Các trái phiếu này đã được định giá lại là 1.746,4 tỷ đồng vào cuối năm 2007. Ban lãnh đạo VCB nói họ sẽ đề nghị chính phủ thanh toán các trái phiếu này bằng tiền thặng dư vốn, tuy nhiên chúng tôi chưa nghe thấy thông tin gì thêm về vấn đề này.

Nợ xấu của chính phủ: Theo VCB, hầu hết các khoản nợ xấu của ngân hàng đã được xử lý trong các năm trước. Trong số 5,6 nghìn tỷ đồng (354 triệu USD) nợ xấu tại thời điểm tháng 12/2005, VCB đã xử lý hầu hết các khoản này. Trước đợt IPO năm 2007, Ban giám đốc khẳng định rằng toàn bộ 1,4 nghìn tỷ (82,4 triệu USD) dưới hình thức trái phiếu chính phủ sẽ được chuyển cho nhà nước trong chương trình cổ phần hóa. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có thông báo gì về việc này.

Phụ lục 3 - Định giá

Phương pháp 2 - Mô hình tăng trưởng Gordon

Trong phần này, chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng Gordon (GGM) 2 giai đoạn với giả định ngân hàng phát triển qua 2 giai đoạn. Giai đoạn đầu từ năm 2009-2013, giai đoạn hai từ 2014 trở đi. Mô hình này sẽ tính toán giá trị hiện tại của các dòng cổ tức trong tương lai để tính giá trị của cổ phiếu Vietcombank. Giá trị thanh lý được tính dựa trên mức P/B xác định theo công thức Gordon.

Các giả định cho mô hình này như sau:

- Vốn điều lệ của NH năm 2009 là 13.224 tỷ.
- Giai đoạn 1: Tỷ lệ cổ tức là 12%/năm trong các năm 2009 - 2011, 12,13%/năm trong năm 2012, và 13,82% trong năm 2013 với tỷ lệ chi trả cổ tức là 35,9% giống như năm 2011.
- Giai đoạn 2: lợi nhuận thuần của ngân hàng tăng trưởng vĩnh viễn với tỷ lệ 12,49%/năm (bằng tỷ lệ của năm 2013).

Giá của ngân hàng tại thời điểm cuối năm 2014 được tính bằng công thức GGM đơn giản:

$$P/BV = \frac{ROE - g}{Re - g}$$

Trong đó:

- ROE là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân trong giai đoạn 2. Chúng tôi giả định rằng VCB sẽ duy trì mức ROAE 16.7% của năm 2013 trong suốt các năm sau cho tới khi ngừng hoạt động.
- g là tỷ lệ tăng trưởng cổ tức. Với giả định rằng tỷ lệ chi trả cổ tức/lợi nhuận thuần được giữ nguyên,

g cũng là tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận của NH được tính theo công thức sau:

$$g = (1 - \text{tỷ lệ chi trả cổ tức}) \times ROE = \text{Tỷ lệ giữ lại} \times ROE$$

Với giả định NH sẽ duy trì tỷ lệ giữ lại 61,4% của năm 2013, g sẽ là 12.49%.

- Re là chi phí vốn: Re được tính theo mô hình CAPM.

- Tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro là mức trung bình của Tỷ suất lợi nhuận đến khi đáo hạn của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5-năm trong thời gian 5 năm qua, ước tính ở mức 8.7%.

- Về tính giá vốn chủ sở hữu cho việc chiết khấu, vì rất khó tính được một hệ số beta phù hợp cho ngành ngân hàng Việt Nam, chúng tôi sử dụng hệ số beta của ngành ngân hàng Indonesia năm 2007. Nếu kinh tế và ngành ngân hàng của Indonesia có rất nhiều điểm tương đồng với Việt Nam.

- Chúng tôi xác định mức lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 12.9%, vốn là mức bình quân số học của lợi tức thị trường Việt Nam, được tính dựa trên VN Index trong giai đoạn từ 18/6/04 tới 19/06/2009.

- Theo đó, Re được tính là 14,16% tại thời điểm đầu năm 2009 và được giả định sẽ giữ nguyên như vậy cho năm 2013.

- BV là giá trị sổ sách tại thời điểm cuối năm 2013, theo mô hình thu nhập của chúng tôi thì BV là 31.477 tỷ đồng.

Sau đó các dòng tiền và giá trị cuối cùng được chiết khấu về thời điểm hiện tại với chi phí vốn bằng mức đầu năm 2009 là 14,16%. Theo các giả định nêu trên, giá hợp lý đối với cổ phiếu Vietcombank là 89.184 đồng theo kịch bản 1 và 53.180 đồng theo kịch bản 2.

Lợi suất vốn yêu cầu

Lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm đến khi đáo hạn	$R_f = 8.7\%$
Lợi suất thị trường	$R_m = 12.9\%$
Hệ số Beta ngành Ngân hàng	Beta = 1.3
Lợi suất vốn Yêu cầu (R_e) =	14.16%

Giá trị hiện tại Ngân hàng cuối năm 2013

ROE =	19.49%
R_e =	14.16%
g =	12.49%
BV =	31,477
Giá trị hiện tại của Ngân hàng (tỷ đồng) = 131,728	

$$\text{Giá trị hiện tại của Cổ phiếu năm 2013 (VND) = 87,819}$$

GIÁ TRỊ HIỆN TẠI CỦA TOÀN BỘ DÒNG CỔ TỨC TẠI THỜI ĐIỂM NĂM 2009
Kịch bản 1: Trong năm 2009, Vietcombank phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông ngoài SCIC với tỷ lệ 1:1

	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
Tốc độ tăng trưởng					12.49%
Tỷ lệ cổ tức kỳ vọng	12.00%	12.00%	12.00%	12.14%	13.82%
Cổ tức trên mỗi cổ phiếu dự kiến (VND)	1,200	1,200	1,200	1,214	1,382
Cổ tức trên mỗi cổ phiếu của cổ đông đại chúng năm 2009 dự kiến (VND) (1)	1,200	2,400	2,400	2,427	2,764
Vốn góp thêm trên mỗi cổ phiếu năm 2009 (VND) (2)	(10,000)				
Dòng tiền ròng (3) = (1) + (2)	(8,800)	2,400	2,400	2,427	2,764
Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối năm (4)					87,819
Giá cổ phiếu của cổ đông đại chúng năm 2009 tại thời điểm cuối năm (5) = (4) x 2					175,638
Tổng dòng tiền (7) = (3) + (5)	(8,800)	2,400	2,400	2,427	178,402
Hệ số chiết khấu (8)	0.876	0.767	0.672	0.589	0.516
Giá trị hiện tại của cổ tức (9) = (7) x (8)	(7,708)	1,842	1,613	1,429	92,009
Tổng số		89,184			

Giá trị hiện tại/ Cổ phiếu (VND) = 89,184
Kịch bản 2: Năm 2009, Vietcombank phát hành thêm cổ phiếu cho tất cả cổ đông với tỷ lệ 1:0.0928

	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
Tốc độ tăng trưởng					12.49%
Tỷ lệ cổ tức kỳ vọng	12.00%	12.00%	12.00%	12.14%	13.82%
Cổ tức trên mỗi cổ phiếu dự kiến (VND)	1,200	1,200	1,200	1,214	1,382
Cổ tức trên mỗi cổ phiếu của cổ đông đại chúng năm 2009 dự kiến (VND) (1)	1,200	1,311	1,311	1,326	1,510
Vốn góp thêm trên mỗi cổ phiếu năm 2009 (VND) (2)	(928)				
Dòng tiền ròng (3) = (1) + (2)	272	1,311	1,311	1,326	1,510
Giá cổ phiếu tại thời điểm cuối năm (4)					87,819
Giá cổ phiếu của cổ đông đại chúng năm 2009 tại thời điểm cuối năm (5) = (4) x 2					95,968
Tổng dòng tiền (7) = (3) + (5)	272	1,311	1,311	1,326	97,478
Hệ số chiết khấu (8)	0.876	0.767	0.672	0.589	0.516
Giá trị hiện tại của cổ tức (9) = (7) x (8)	238	1,006	881	781	50,273
Tổng số		53,180			

Giá trị hiện tại/ Cổ phiếu (VND) = 53,180
Phương pháp 3 – Mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình Chiết khấu Cổ tức (“DDM”) định giá một ngân hàng bằng cách tìm ra giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền trong tương lai đối với cổ đông.

Chúng tôi đã xây dựng một mô hình thu nhập để ước tính các chỉ số tài chính của ngân hàng cho giai đoạn từ 2009 đến 2013, dựa trên một số giả định về hoạt động của ngân hàng. Kết quả các ước tính này được dùng để tính toán dòng tiền tương lai và giá trị cuối cùng trong mô hình.

Số tiền tối đa có thể được dùng để trả cổ tức được tính toán sao cho tỷ lệ Vốn cấp 1/Tài sản có rủi ro được giữ trên mức 10% như ngân hàng mong muốn.

“Giá trị cuối cùng” là giá trị của ngân hàng khi bán đi, phản ánh giá trị hiện tại của các dòng tiền tự do tính từ năm kết thúc 2013, tới khi doanh nghiệp ngừng hoạt động.

Sau đó chúng tôi chiết khấu dòng tiền cổ tức và giá trị cuối cùng để tính giá trị hiện tại của ngân hàng.

Theo mô hình thu nhập của chúng tôi, giá trị hiện tại của VCB là 94.323 đồng theo kịch bản 1 và 56.092 đồng theo kịch bản 2.

TÓM TẮT CÁC THÔNG SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU

	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
Thu nhập ròng (tỷ VND)	2,359	2,688	3,761	4,419	5,069	5,773
Tổng tài sản (tỷ VND)	221,950	255,687	292,154	338,286	386,918	442,729
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	13,790	16,868	19,040	24,535	27,781	31,477
ROAA	1.12%	1.13%	1.37%	1.40%	1.40%	1.39%
ROAE	17.3%	17.5%	20.9%	20.3%	19.4%	19.5%

VỐN CHỦ SỞ HỮU

Vốn chủ sở hữu	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
Đầu kỳ	13,790	16,868	19,040	24,535	27,781
+ Số vốn huy động thêm	1,123	-	1,776	-	-
+ Vốn thặng dư	720	-	888	-	-
+ Lợi nhuận thuần trong năm	2,688	3,761	4,419	5,069	5,773
- Cổ tức đã trả	(1,452)	(1,587)	(1,587)	(1,820)	(2,073)
- Sử dụng quỹ dự phòng tài chính	(0.743)	(1.398)	(2.168)	(3.049)	(4.052)
= Cuối kỳ	16,868	19,040	24,535	27,781	31,477

TÍNH TOÁN GIÁ TRỊ THANH LÝ

Chiết khấu Dòng tiền	
Giả thiết	
- Tỷ lệ tăng trưởng cổ tức từ năm 2014 trở đi	$g = 12.49\%$
- Cổ tức chi trả cho năm 2013 (tỷ VND):	$D_{2013} = 2,073$
- Lãi suất yêu cầu cho giai đoạn từ năm 2013 trở đi	$Re = 14.16\%$
Giá trị Hiện tại dòng cổ tức cuối năm 2013 = $D_{2013} \times (1 + g) / (Re - g) = 139,479$	
Tỷ trọng áp dụng	100.00%

Vốn hóa giá trị sổ sách		Vốn hóa lợi nhuận	
Vốn chủ sở hữu FY2014 (tỷ đồng)	35,634	P/E kỳ vọng nhóm ngân hàng so sánh ngày 22/6/2009	23.41
x P/B của Nhóm Ngân hàng so sánh	2.54	Lợi nhuận dự báo FY2014 (tỷ đồng))	6,494
Mức Vốn hóa thị trường của Vốn chủ sở hữu thông thường	90,667	P/E	23.41
Giá trị sổ sách đã được vốn hóa (tỷ đồng)	90,667	Lợi nhuận đã được vốn hóa (tỷ đồng)	152,020
Tỷ trọng áp dụng	0%	Tỷ trọng áp dụng	0%

Giá trị Thanh lý (tỷ đồng) =	139,479
Tương đương:	$P/E = 21.48$
	$P/B = 3.91$

ĐỊNH GIÁ NGÂN HÀNG - PHẦN CỦA CỔ ĐÔNG NGOÀI NHÀ NƯỚC HIỆN TẠI
TỶ LỆ CHIẾT KHẤU

Lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm đến khi đáo hạn	Rf = 8.70%
Lợi suất thị trường	Rm = 12.9%
Hệ số Beta ngành Ngân hàng	Beta = 1.3
Lợi suất vốn Yêu cầu (R_e) =	14.16%

Kịch bản 1: Trong năm 2009, Vietcombank phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông ngoài SCIC với tỷ lệ 1:1

Đơn vị: tỉ đồng	Số liệu Tài chính Dự báo				
	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
Cổ tức chi cho tất cả cổ đông trong năm (a)	1,452	1,587	1,587	1,820	2,073
Số lượng cổ phiếu do cổ đông ngoài SCIC năm 2009 nắm giữ tại thời điểm đầu năm	112,285	224,571	224,571	224,571	224,571
Tỷ trọng sở hữu của cổ đông ngoài SCIC năm 2009 (b)	9.28%	16.98%	14.97%	14.97%	14.97%
Cổ tức nhận được cuối năm cho cổ đông ngoài SCIC 2009 (c) = (a) x (b)	134.74	269.49	237.57	272.53	310.38
Vốn điều lệ thực góp mới	(1,123)				
Tổng dòng tiền ròng	(988)	269	238	273	310
Giá trị thanh lý mỗi cổ phiếu = Giá trị thanh lý ngân hàng x 14.97% =					20,882
Tổng dòng tiền	(988)	269	238	273	21,192
Hệ số chiết khấu	0.876	0.767	0.672	0.589	0.516
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(866)	207	160	160	10,930
Tổng (tỷ đồng)		10,591			

Giá trị hiện tại của Ngân hàng (tỷ đồng) (d) =	10,591
Giá trị hiện tại của Cổ phiếu (VND) = (d)*10^6/112,285 =	94,323

Kịch bản 2: Năm 2009, Vietcombank phát hành thêm cổ phiếu cho tất cả cổ đông với tỷ lệ 1:0.0928

Đơn vị: tỉ đồng	Số liệu Tài chính Dự báo				
	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
Cổ tức chi cho tất cả cổ đông trong năm (a)	1,452	1,587	1,587	1,820	2,073
Số lượng cổ phiếu do cổ đông ngoài SCIC năm 2009 nắm giữ tại thời điểm đầu năm	112,285	122,705	122,705	122,705	122,705
Tỷ trọng sở hữu của cổ đông ngoài SCIC năm 2009 (b)	9.28%	9.28%	9.28%	8.18%	8.18%
Cổ tức nhận được cuối năm cho cổ đông ngoài SCIC 2009 (c) = (a) x (b)	134.74	147.25	147.25	148.91	169.59
Vốn điều lệ thực góp mới	(104)				
Tổng dòng tiền ròng	31	147	147	149	170
Giá trị thanh lý mỗi cổ phiếu = Giá trị thanh lý ngân hàng x 8.18% =					11,410
Tổng dòng tiền	31	147	147	149	11,579
Hệ số chiết khấu	0.876	0.767	0.672	0.589	0.516
Giá trị hiện tại của dòng tiền	27	113	99	88	5,972
Tổng (tỷ đồng)		6,298			

Giá trị hiện tại của Ngân hàng (tỷ đồng) (d) =	6,298
Giá trị hiện tại của Cổ phiếu (VND) = (d)*10^6/112,285 =	56,092

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY - GIÁ TRỊ HIỆN TẠI CỔ PHIẾU VIETCOMBANK (VND)

Kịch bản 1: Trong năm 2009, Vietcombank phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông ngoài SCIC với tỷ lệ 1:1

		ROAE	14.64%	16.10%	17.71%	19.49%	21.43%
		g	9.38%	10.32%	11.35%	12.49%	13.74%
Re	14.16%	22,418	31,202	47,647	89,184	392,307	
	14.66%	19,636	26,763	39,273	66,765	175,106	
	15.16%	17,339	23,245	33,105	52,748	110,551	
	15.66%	15,409	20,390	28,374	43,159	79,582	
	16.16%	13,767	18,027	24,633	36,189	61,408	
	16.16%	13,767	18,027	24,633	36,189	61,408	

Mô hình Chiết khấu Cổ tức

		ROAE	14.64%	16.10%	17.71%	19.49%	21.43%
		g	9.38%	10.32%	11.35%	12.49%	13.74%
Re	14.16%	31,049	39,374	54,958	94,323	381,591	
	14.66%	27,262	33,814	45,315	70,591	170,198	
	15.16%	24,137	29,411	38,215	55,754	107,369	
	15.66%	21,516	25,839	32,771	45,607	77,229	
	16.16%	19,287	22,886	28,468	38,233	59,541	
	16.16%	19,287	22,886	28,468	38,233	59,541	

Kịch bản 2: Năm 2009, Vietcombank phát hành thêm cổ phiếu cho tất cả cổ đông với tỷ lệ 1:0.0928

		ROAE	14.64%	16.10%	17.71%	19.49%	21.43%
		g	9.38%	10.32%	11.35%	12.49%	13.74%
Re	14.16%	16,699	21,499	30,484	53,180	218,805	
	14.66%	15,160	19,054	25,889	40,911	100,108	
	15.16%	13,885	17,113	22,500	33,233	64,816	
	15.66%	12,812	15,533	19,896	27,974	47,876	
	16.16%	11,896	14,223	17,833	24,147	37,927	
	16.16%	11,896	14,223	17,833	24,147	37,927	

Mô hình Chiết khấu Cổ tức

		ROAE	14.64%	16.10%	17.71%	19.49%	21.43%
		g	9.38%	10.32%	11.35%	12.49%	13.74%
Re	14.16%	21,520	26,068	34,583	56,092	213,054	
	14.66%	19,429	23,009	29,294	43,104	97,529	
	15.16%	17,701	20,583	25,394	34,977	63,179	
	15.66%	16,249	18,611	22,399	29,412	46,690	
	16.16%	15,011	16,978	20,028	25,363	37,006	
	16.16%	15,011	16,978	20,028	25,363	37,006	

Phụ lục 4 - Mô hình Thu nhập

Bảng 4 - Các chỉ số Tài chính giai đoạn 2007 - 2013

	FY2007	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Tăng trưởng tổng tài sản	18.09%	12.46%	15.20%	14.26%	15.79%	14.38%	14.42%
Tăng trưởng dư nợ gộp	44.12%	15.53%	15.50%	14.90%	14.30%	13.70%	13.10%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng và trái phiếu phát hành	19.98%	10.48%	15.34%	14.81%	15.32%	14.84%	14.86%
Tỷ lệ cho vay/tiền gửi (LDR)	68.95%	71.81%	71.81%	71.75%	71.00%	70.20%	69.04%
Dư nợ gộp/Tổng tài sản	49.5%	50.8%	51.0%	51.2%	50.6%	50.3%	49.7%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	20.48%	1.94%	22.32%	12.88%	28.86%	13.23%	13.30%
Huy động liên ngân hàng/Cho vay liên ngân hàng	1.66	1.82	1.69	1.65	1.73	1.75	1.80
Tỷ lệ đầu tư chứng khoán nợ/Tổng tài sản	21.5%	18.7%	18.5%	18.5%	17.9%	17.6%	17.3%
Tỷ lệ đầu tư chứng khoán vốn và công ty con/Vốn chủ sở hữu	15.6%	23.5%	33.5%	37.7%	34.9%	36.7%	38.6%
Quỹ dự phòng nợ xấu/Số dư nợ xấu	65.39%	81.97%	75.62%	75.51%	77.06%	78.04%	78.50%
Trích lập dự phòng trong năm/Số dư nợ trung bình năm	1.09%	2.84%	1.66%	0.87%	0.76%	0.68%	0.62%
Quỹ dự phòng nợ xấu/Tổng dư nợ	2.15%	3.78%	2.87%	2.71%	2.61%	2.54%	2.52%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	4.9%	65.4%	-13.4%	20.5%	14.1%	13.3%	12.1%
Tăng trưởng thu nhập phí	32.48%	8.88%	-10.29%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
Tăng trưởng thu nhập khác	40.3%	32.8%	11.2%	13.4%	17.6%	14.5%	15.9%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	26.1%	65.5%	4.8%	29.1%	16.9%	15.5%	14.8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-18.8%	5.6%	9.0%	40.0%	17.0%	14.4%	13.6%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng cho cổ đông	-16.7%	-0.9%	14.0%	39.9%	17.5%	14.7%	13.9%
Lợi suất trên tài sản trung bình - ROAA	1.31%	1.12%	1.13%	1.37%	1.40%	1.40%	1.39%
x Tổng tài sản trung bình/Vốn chủ sở hữu trung bình	14.72	15.35	15.58	15.26	14.47	13.86	14.00
= Lợi suất trên vốn chủ sở hữu trung bình - ROAE	19.23%	17.27%	17.53%	20.95%	20.28%	19.38%	19.49%
Chênh lệch lãi suất ròng	2.08%	3.63%	2.83%	2.76%	2.76%	2.74%	2.71%
NIM	2.45%	3.70%	2.83%	2.87%	2.85%	2.81%	2.75%
Tỷ trọng các khoản mục thu nhập-chi phí trên tổng doanh thu							
Thu nhập lãi ròng	70.0%	74.4%	69.3%	70.6%	70.0%	69.8%	69.1%
Thu nhập từ phí và hoa hồng	12.7%	8.9%	8.6%	8.1%	7.9%	7.8%	7.7%
Thu nhập ròng từ kinh doanh ngoại tệ	6.2%	10.7%	8.6%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%
Thu nhập ròng từ giao dịch và đầu tư cổ phiếu	3.2%	-4.6%	4.6%	3.2%	3.3%	3.2%	3.4%
Thu nhập ròng từ đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết	1.4%	0.7%	2.1%	2.6%	3.0%	3.3%	3.6%
Thu nhập hoạt động khác	3.5%	3.0%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%
Cổ tức	3.1%	7.0%	3.2%	3.8%	4.2%	4.5%	4.7%
Tổng thu nhập hoạt động	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Chi phí ngoài lãi							
Chi phí lương và liên quan đến lương	11.3%	13.5%	18.3%	21.7%	22.0%	22.2%	22.2%
Khấu hao	5.9%	4.7%	5.6%	5.7%	5.9%	6.3%	6.6%
Chi phí hoạt động khác	11.3%	12.0%	10.2%	9.9%	9.9%	10.0%	10.1%
Tổng chi phí hoạt động	28.5%	30.3%	34.2%	37.3%	37.9%	38.5%	39.0%
(Hệ số hiệu quả)							
Thu nhập hoạt động trước dự phòng	71.5%	56.2%	65.8%	62.7%	62.1%	61.5%	61.0%
Dự phòng nợ xấu	-16.5%	-32.4%	-22.0%	-10.9%	-9.5%	-8.5%	-7.9%
Thu nhập trước thuế	55.0%	23.8%	43.8%	51.8%	52.7%	53.0%	53.1%

Phụ lục 5 - Các vấn đề pháp lý

Quyết định của thống đốc NHNN số 34/2008 QD-NHNN, ngày 5/12/2008, đã sửa đổi và bổ sung một số điều trong Quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của các tổ chức tín dụng ban hành cùng với Quyết định 457/2005/QĐ-NHNN của NHNN ngày 19/04/2005.

Điều 17 được sửa đổi bổ sung như sau:

1. Mức góp vốn, mua cổ phần của tổ chức tín dụng trong một doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư, tổ chức tín dụng khác không được vượt quá 11% vốn điều lệ của doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư, tổ chức tín dụng đó. Tổng mức góp vốn, mua cổ phần của tổ chức tín dụng và các công ty trực thuộc của tổ chức tín dụng trong cùng một doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư, tổ chức tín dụng khác không được vượt quá 11% vốn điều lệ của doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư, tổ chức tín dụng đó.
2. Tổng mức góp vốn, mua cổ phần của tổ chức tín dụng trong tất cả các doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư, tổ chức tín dụng khác, cấp vốn điều lệ cho các công ty trực thuộc của tổ chức tín dụng không được vượt quá 40% vốn điều lệ và quỹ dự trữ của tổ chức tín dụng.

3. Tổ chức tín dụng góp vốn, mua cổ phần vượt quá tỷ lệ quy định tại Khoản 1 và Khoản 2 Điều này phải được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận trước bằng văn bản và đáp ứng đầy đủ các điều kiện sau đây:

- a) Tổ chức tín dụng chấp hành đầy đủ các tỷ lệ khác về bảo đảm an toàn trong hoạt động ngân hàng, có tỷ lệ nợ xấu (NPL) từ 3% trở xuống và hoạt động kinh doanh có lãi liên tục trong ba (03) năm liền kề trước đó.
- b) Là khoản góp vốn, mua cổ phần vào các tổ chức tín dụng khác nhằm hỗ trợ tài chính cho tổ chức tín dụng gặp khó khăn về tài chính, có nguy cơ mất khả năng thanh toán, ảnh hưởng đến an toàn của hệ thống tổ chức tín dụng.

Điều 18 được sửa đổi bổ sung như sau:

“Tổ chức tín dụng đã góp vốn, mua cổ phần vượt các mức quy định tại Khoản 1 và Khoản 2 Điều 17 Quy định này thì không được tiếp tục góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư, tổ chức tín dụng khác, cấp vốn điều lệ cho công ty trực thuộc cho đến khi tuân thủ các tỷ lệ quy định tại Khoản 1 và Khoản 2 Điều 17 Quy định này.”

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản quyền thuộc Công ty chứng khoán Hồ Chí Minh (HSC) 2008. Mọi quyền đã được bảo hộ. Báo cáo này được chuẩn bị và phát hành bởi Công ty Chứng khoán Hồ Chí Minh hoặc một trong các chi nhánh phân phối của nó ở Việt Nam hay nước ngoài. Các thông tin trong này được HSC cho là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn tài liệu công khai được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ các thông tin về HSC, HSC không đảm bảo tính xác thực của các thông tin này. Các quan điểm, đánh giá và kế hoạch trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện thời của tác giả tại thời điểm phát hành. Báo cáo này không nhất thiết thể hiện quan điểm của HSC và có thể được thay đổi mà không báo trước. HSC không có trách nhiệm cập nhật, sửa chữa hoặc thay đổi báo cáo này theo bất kỳ cách nào; cũng không phải thông báo cho độc giả về các sự kiện khiến cho nội dung, quan điểm, kế hoạch trong báo cáo bị thay đổi hoặc trở nên thiếu chính xác. Các thông tin ở đây được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ của các thông tin này. Giá cả và hiệu lực của các số liệu về tài chính cũng có thể thay đổi không báo trước. Báo cáo công khai này có thể được HSC cân nhắc khi mua hoặc bán quyền sở hữu hoặc các vị trí được nắm giữ bởi các quỹ dưới sự quản lý của HSC. HSC có thể giao dịch vì quyền lợi riêng từ kết quả tư vấn giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích và có thể tiến hành các giao dịch chứng khoán không đồng nhất với báo cáo này và các quan điểm được thể hiện ở đây. Không có bất kỳ thông tin hay quan điểm nào thể hiện trong báo cáo này đưa ra lời đề nghị hay lời mời mua bán bất kỳ chứng khoán hay các quyền chọn, hợp đồng giao sau hay các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ phạm vi nào. Báo cáo này cũng không nên được hiểu như là quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Các nhân viên của HSC có thể có mối quan tâm về tài chính với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các tài liệu liên quan. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành phổ biến các thông tin thông thường. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu đặc biệt nào của bất kỳ ai có thể nhận được hay đọc được báo cáo này. Các nhà đầu tư cần chú ý là giá cả của chứng khoán dao động và có thể tăng hoặc giảm. Thành tựu quá khứ, nếu có, không định hướng cho tương lai. Các công cụ tài chính thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải tự đưa ra các quyết định tài chính dựa trên các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu thấy cần thiết và dựa trên hoàn cảnh tài chính cụ thể và mục tiêu đầu tư của mình. Báo cáo này không được sao chép, in lại, xuất bản hoặc tái phân phối bởi bất cứ cá nhân nào dưới bất kỳ mục đích gì mà không có sự cho phép bằng văn bản của HSC. Đề nghị dẫn nguồn khi trích dẫn.

Công ty chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

Lầu 1,2,3 tòa nhà Capital Palace

số 6 Thái Văn Lung, Quận 1, thành phố Hồ Chí Minh

Tel: (84 8) 3823 3299

Fax: (84 8) 3823 3301

www.hsc.com.vn