

NHNN CẮT GIẢM TRẦN LÃI SUẤT, TÍN DỤNG TĂNG TRƯỞNG CHẬM NỢ XẤU TRỞ LẠI XU HƯỚNG TĂNG

HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG TRONG NĂM 2013

- Trần lãi suất huy động được điều chỉnh giảm từ 8% xuống 7% trong 2013 trên cơ sở CPI năm 2013 đạt mức thấp kỷ lục 6,04%. Tín dụng tăng đột biến trong các tháng cuối năm và đạt mục tiêu tăng trưởng 12,5% với động lực từ khối NH có yếu tố NN
- Các ngân hàng tích cực hoạt động trên thị trường trái phiếu, đặc biệt là giai đoạn 6 tháng đầu năm.
- Theo sau hoạt động tích cực của VAMC và nỗ lực xử lý nợ bằng dự phòng của các NHTM trong năm 2013, nợ xấu được kiểm chế và ở mức 3,63% tổng dư nợ.
- Trong năm 2013, NHNN đã cơ bản hoàn tất xử lý 9 ngân hàng yếu kém theo lộ trình tái cấu trúc, đồng thời thông báo phát hiện thêm 8 tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém, trong đó có 2 ngân hàng và 6 tổ chức phi ngân hàng.

HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG TRONG 5T2014

- Trong 5T2014, NHNN thêm một lần nữa điều chỉnh trần lãi suất huy động xuống 6%/năm khi lạm phát tiếp tục được kiểm soát tốt với CPI tiếp tục xu hướng giảm, đạt 4,39% vào cuối tháng 3/2014. Trong khi đó, tín dụng tăng trưởng chậm, chỉ đạt 1,31% tính đến 23/5/2014 do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ và tình hình tài chính chưa có nhiều cải thiện của các doanh nghiệp.
- Sau khi hiện thực hóa một phần lợi nhuận trong Q4.2013, các ngân hàng tiếp tục mở rộng danh mục trái phiếu trong Q1.2014.
- Nợ xấu tăng trở lại, ở mức 4,01% vào cuối tháng 4 khi VAMC chỉ mua 3.929 tỷ đồng nợ xấu trong Q1.2014 so với mức 10.000 tỷ đồng dự kiến và có tác động của yếu tố kỹ thuật trong phân bổ chi phí dự phòng.
- NHNN tiếp tục tiếp nhận các phương án tái cấu trúc của các ngân hàng thương mại trong Q1.2014. Trong số đó, một số nỗ lực tự tái cấu trúc thông qua M&A đã được hé lộ, tâm điểm là đề xuất sáp nhập NH Phương Nam vào STB, Mekong Bank vào Maritime Bank.

DỰ BÁO Q2.2014:

Tín dụng tăng trưởng thấp hơn kì vọng trong 5T2014 dù cho một số động thái cắt giảm lãi suất đã được tiến hành. Chúng tôi kì vọng hoạt động cho vay sẽ được cải thiện từ cuối Q2 và các tháng tiếp theo khi hoạt động sản xuất đi vào mùa cao điểm và một số dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm được đẩy mạnh triển khai. Theo đó, mục tiêu tăng trưởng 12-14% tín dụng cho cả năm 2014 vẫn có cơ sở thực hiện.

Chúng tôi cũng dự báo các NH vẫn sẽ tiếp tục đầu tư trái phiếu trong bối cảnh thanh khoản dồi dào. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư sẽ bớt sôi động do hai nguyên nhân chính sau đây: (1) lợi suất trái phiếu dường như đã chạm đáy, khả năng ít biến động trong Q2; (2) các NH đã đầu tư tương đối nhiều vào giấy tờ có giá trong Q1, do đó việc tiếp tục đầu tư mạnh mẽ sẽ khó xảy ra, chưa kể đến việc các NH bắt đầu chuẩn bị dần cho hoạt động tín dụng ảm đạm lên từ cuối Q2.

NIM có thể sẽ giảm nhẹ dưới áp lực giảm lãi suất, nhưng chúng tôi cho rằng với các ngân hàng quản trị tốt chi phí vốn và duy trì được tăng trưởng tín dụng, thu nhập lãi sẽ có cải thiện so với cùng kì 2013. Theo đó kết quả kinh doanh trong Q2.2014 sẽ có những tiến triển khả quan nhất định. Tuy nhiên, rủi ro chi phí dự phòng tăng cao để xử lý nợ xấu có thể phần nào ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu VCB, MBB và BID.

NỘI DUNG:

- Diễn biến ngành NH 2013, Trang 2
- Diễn biến ngành Q1.2014 và triển vọng Q2.2014, Trang 6
- Cập nhật KQKD Q1.2014 của các NH niêm yết, Trang 9
- Phụ lục, Trang 19, 20

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 20

Thống kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Quách Thùy Linh
+84 4 3936 6425 (ext. 120)
qtlinh@vcbs.com.vn

Đậu Thị Vân Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 123)
dtvanh@vcbs.com.vn

09.06.2014
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

DIỄN BIẾN NGÀNH NGÂN HÀNG NĂM 2013

- **Mặt bằng lãi suất giảm mạnh trên cơ sở lạm phát thấp kỷ lục.**
- **Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu, khối NHTMCP Nhà nước tăng tốc trong Q4. Các NH tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào trái phiếu nhằm tận dụng biến động mạnh về lợi suất.**
- **Nợ xấu giảm theo số liệu công bố. VAMC tích cực mua nợ xấu trong, bảng cân đối kế toán được cải thiện.**
- **Khả năng sinh lời của toàn hệ thống được cải thiện nhẹ vào cuối năm 2013 nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ 2012.**
- **Quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đạt được những bước tiến mới. Các ngân hàng TMCP có nhiều thay đổi về mặt cơ cấu sở hữu.**

Mặt bằng lãi suất tiếp tục giảm mạnh trên cơ sở lạm phát thấp kỷ lục.

NHNN tiếp tục điều chỉnh trần lãi suất huy động xuống 7%, đồng thời thu hẹp kỳ hạn áp trần lãi suất.

Trần lãi suất huy động được điều chỉnh giảm từ 8% xuống 7% trong 2013, đồng thời thu hẹp kỳ hạn áp trần lãi suất từ 1-12 tháng xuống 1-6 tháng. Trong khi đó, lãi suất huy động và cho vay thực tế giảm với tốc độ nhanh hơn, đặc biệt là trong nửa đầu năm 2013. Điều này được thực hiện trên cơ sở CPI năm 2013 đạt mức thấp kỷ lục 6,04%. Một số NHTM lớn thậm chí đã đưa mức lãi suất huy động kỳ hạn dưới 6 tháng xuống quanh mức 6%/năm. Theo đó, lãi suất cho vay cũng được hạ xuống mức trung bình 9%-10%/năm, đặc biệt lãi suất cho vay của một số gói ưu đãi xuống mức 7%-8%/năm. Chúng tôi đánh giá đây là một trong những thành công của NHNN trong việc điều hành chính sách, tuy nhiên tại thời điểm này mặt bằng lãi suất không phải là yếu tố quyết định nhiều tới nhu cầu tín dụng của khối doanh nghiệp.

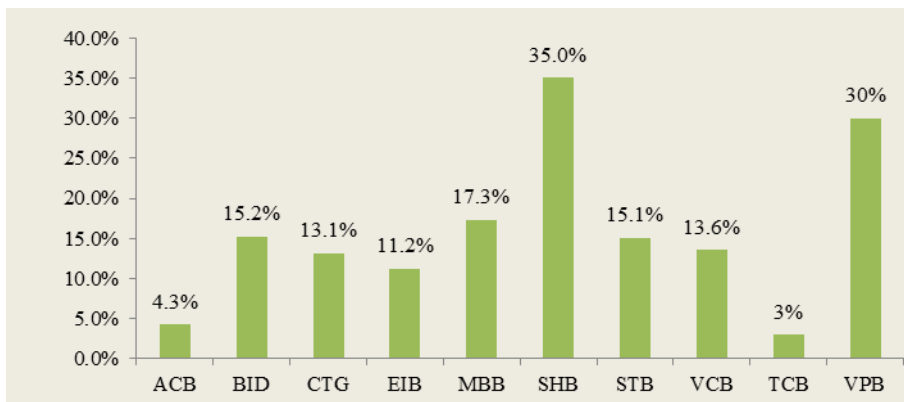
Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu, khối NHTMCP Nhà nước tăng tốc trong Q4.

Tín dụng được cải thiện trong Q2, tăng mạnh trong tháng 12 và đạt 12,51% vào thời điểm cuối năm.

Tăng trưởng tín dụng trong năm 2013 vẫn chưa thực sự bứt phá, tuy nhiên có cải thiện so với năm 2012. Sau khi gần như đứng yên trong Q1, tín dụng được cải thiện trong Q2 và Q3, và tăng trưởng nhanh trong Q4. Giống như năm 2012, các ngân hàng đẩy mạnh cho vay trong tháng cuối cùng của năm, khi tín dụng gia tốc từ mức 7,54% vào 25/11/2013 lên 12,51% vào thời điểm cuối năm. Động lực tăng trưởng đến từ khối các NHTMCP có yếu tố nhà nước như VCB (13,6%), CTG (13,1%) và BID (15,2%). Thị phần tín dụng của 3 NH này chiếm 33,6% toàn ngành vào thời điểm cuối năm 2013. Ngoài ra, một số ngân hàng có thế mạnh về bán lẻ hoặc lợi thế đặc thù như VPB, STB và MBB cũng đạt mức tăng trưởng khả quan cho cả năm, lần lượt là 30%; 15,1% và 17,3%.

Lý giải cho sự tăng tốc của tín dụng trong Q4, bên cạnh yếu tố mùa vụ, chúng tôi cho rằng đây còn là kết quả của nỗ lực đẩy mạnh cho vay từ phía các NHTM. Thực tế, một số ngân hàng bán buôn lớn đã dành những gói tín dụng lớn với lãi suất ưu đãi (khoảng 7%/năm) đối với các khách hàng có phương án kinh doanh và triển vọng lợi nhuận tốt.

Tăng trưởng tín dụng 2013 của một số NH



Nguồn: VCBS tổng hợp

Các NH tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào trái phiếu nhằm tận dụng biến động mạnh về lợi suất.

Hoạt động tín dụng không có bút phá và mặt bằng lãi suất biến động mạnh đã tạo cơ hội cho hoạt động đầu tư trái phiếu của các NHTM diễn ra sôi động trong năm 2013.

Q1.2013: Các NH tích cực mua vào trái phiếu khi mặt bằng lợi suất còn ở mức hấp dẫn và tăng trưởng tín dụng âm.

Q2&Q3.2013: Các NH tiến hành hiện thực hóa một phần lợi nhuận khi lợi suất giảm mạnh và dường như chạm đáy vào tháng 6.

Q4.2013: Chứng kiến hai động thái khác nhau khi một số ngân hàng lớn với tỷ trọng đầu tư trái phiếu lớn tiếp tục hiện thực hóa lợi nhuận trong khi các ngân hàng vừa và nhỏ lại mở vị thế mua nhằm tăng nhóm tài sản có tính thanh khoản và an toàn cao trong khi tiếp tục thận trọng đối với việc cho vay.

Danh mục CK nợ do CP phát hành và bảo lãnh của một số NH

Triệu đồng	2012	Q1.13	% ytd	Q2.13	% qoq	Q3.13	% qoq	Q4.13	% qoq
ACB	3.860	7.454	93,1%	6.769	-9,2%	5.122	-24,3%	6.923	35%
CTG	44.522	54.313	22,0%	46.388	14,6%	46.177	-0,5%	45.773	-1%
EIB	1.000	2.440	144%	-	-100%	-	0%	1.000	NA
MBB	35.751	42.251	18,2%	40.708	-3,7%	37.225	-8,6%	39.567	6,3%
SHB	4.947	4.071	-17%	3.732	-8,3%	4.018	10,1%	4.092	1,8%
STB	11.168	14.093	26,2%	13.769	-2,3%	15.434	12,1%	15.827	2,5%
VCB*	73.716	73.964	0,3%	52.632	-28,8%	60.110	14,2%	47.127	-21,6%
BID	46.628	52.813	13,3%	57.114	8,1%	64.411	12,8%	55.731	-13,5%

Nguồn: VCBS tổng hợp

*: số liệu của VCB bao gồm CK nợ do các TCKT & TCTD khác phát hành

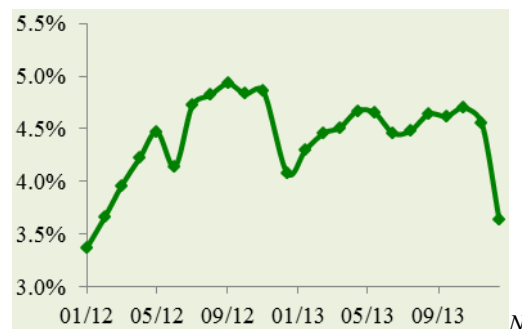
Nợ xấu có xu hướng giảm nhưng tiếp tục là vấn đề chính cần xử lý trong thời gian tới

Theo công bố của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối năm 2013 của toàn hệ thống ở mức 3,63% tổng dư nợ, giảm đáng kể so với mức 4,7% vào tháng 10/2013. Lý giải cho điều này, chúng tôi cho rằng có một số nguyên nhân sau: (1) VAMC tích cực mua nợ xấu trong quý 4; (2) Xét về mặt kỹ thuật, tín dụng tăng trưởng nhanh trong các tháng cuối năm cũng giúp làm dịu bớt con số nợ xấu tính theo tỷ lệ tương đối; (3) Cuối năm là thời điểm các NH tăng cường dùng trích lập dự phòng để xóa bớt một phần nợ xấu nhằm đảm bảo tỷ lệ nợ xấu ở mức kế hoạch đã đặt ra.

Tuy nhiên chúng tôi lưu ý đến thông tin trong năm 2013 đã có hơn 300 nghìn tỷ đồng nợ được tái cơ cấu, 60% trong số đó nếu không được tái cơ cấu thì sẽ trở thành nợ xấu, theo như phát biểu của thống đốc Nguyễn Văn Bình trước Quốc hội. Trong trường hợp số nợ trên không được tái cơ cấu, tỷ lệ nợ xấu ước tính là 8,81%; khá gần với con số 9% theo thông báo của NHNN với tổ chức Moody gần đây. Như vậy, mặc dù đã được cải thiện nhẹ, nợ xấu vẫn tiếp tục là một trong những vấn đề chính cần xử lý của hệ thống ngân hàng trong thời gian tới.

Tại 31/12/2013	Giá trị (tỷ đồng)
Tổng dư nợ	3.477.014
Nợ xấu được công bố	126.216
Nợ được tái cơ cấu	300.000
Nợ xấu trong nợ tái cơ cấu	180.000
Tổng nợ xấu điều chỉnh	306.216
Tỷ lệ nợ xấu điều chỉnh	8,81%

Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống NH



Nguồn: SBV, VCBS tính toán

VAMC tích cực mua nợ xấu, bảng cân đối kế toán của các NH được cải thiện

VAMC mua 39.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2013. Hoạt động của VAMC tạo ra những ảnh hưởng tích cực ban đầu.

VAMC đã chính thức được thành lập vào ngày 09/07/2013 và bắt đầu tiến hành mua bán nợ xấu từ đầu tháng 10/2013. Tính đến cuối năm 2013, tổng số nợ xấu mà VAMC đã mua vào khoảng 39.000 tỷ đồng. Tính đến thời điểm hiện tại, vai trò của VAMC đối với việc xử lý nợ xấu của ngân hàng mới chỉ dừng lại ở việc giúp các NHTM làm sạch một phần bảng cân đối kế toán, đồng thời kéo dài được thời gian trích lập dự phòng cho các khoản nợ đã bán. Tuy nhiên đối với doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy hoạt động vừa qua của VAMC có điểm tích cực nhất định.

Cụ thể, VAMC đã tiến hành điều chỉnh lãi suất cho các khoản nợ được bán cho tổ chức này, thông thường từ mức tương đối cao trên 20% về ngưỡng trung bình hiện tại của các NHTM (khoảng 10%-14%), giúp làm giảm đáng kể áp lực trả lãi cho doanh nghiệp. Sau khi các NHTM bán các khoản vay quá hạn trả nợ cho VAMC, doanh nghiệp (người đi vay), vốn trước đây bị giới hạn tín dụng hoàn toàn do có nợ xấu, cũng được xem xét cho vay các khoản mới đối với một số các dự án khả thi. Điều này tạo điều kiện giúp doanh nghiệp có thêm cơ hội để cải thiện khả năng trả nợ.

Khả năng sinh lời của toàn hệ thống được cải thiện nhẹ vào cuối năm nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kì 2012.

Tổng tài sản và vốn tự có tăng trưởng khá trong Q3. Khả năng sinh lời được cải thiện nhưng còn

Trong năm 2013, hệ thống NH duy trì được các chỉ số tài chính lành mạnh. Trong đó, tổng tài sản tăng trưởng dương từ đầu năm, đạt 13,17% ytd vào 31/12/2013. Tài sản đặc biệt tăng nhanh trong quý 4, cùng pha với sự gia tốc của tín dụng trong những tháng cuối năm. Đáng chú ý từ đầu năm

ở mức khiêm tốn.

đến hết quý 3, vốn tự có của khối các NHTM cổ phần xuống thấp hơn vốn điều lệ, sau đó đã hồi phục trở lại và cân bằng vào quý 4.

Các chỉ số an toàn và thanh khoản được duy trì ở ngưỡng an toàn; trong đó, CAR dao động từ 13-14%, cao hơn nhiều mức tối thiểu 9% theo quy định. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cũng quanh mức 17% trong khi tỷ lệ cấp tín dụng so với huy động dưới mức 90% sau nhiều năm luôn ở mức trên 100% trước đó.

Khả năng sinh lời, dù đã được cải thiện qua từng quý, nhưng vẫn thấp hơn cùng kì năm 2013 khi đà tăng của lợi nhuận không theo kịp tốc độ mở rộng của tài sản và vốn tự có. ROA và ROE lần lượt đạt 0,49% và 5,18% so với 0,62% và 6,31% của cả năm 2012. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu là do NIM của các NH bị suy giảm và tăng trưởng tín dụng thấp trong năm 2013.

Đơn vị: %	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Tổng tài sản có (tỷ đồng)	5.085.780	5.146.617	5.293.557	5.367.040	5.755.869
% ytd	2,54	1,2	4,09	5,53	13,17
Vốn tự có (tỷ đồng)	425.982	415.260	438.274	455.236	466.926
% ytd	8,97	-2,52	2,89	6,87	9,61
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	392.152	392.772	400.695	411.732	423.983
%ytd	11,24	0,16	2,18	4,99	8,12
ROA	0,62	0,48	0,23	0,2	0,49
ROE	6,31	3,97	2,52	3,9	5,18
Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu	13,75	13,4	13,7	13,8	13,25
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	17,16	16,51	16,34	17,54	17,72
Tỷ lệ cấp TD so với nguồn vốn HĐ	89,3	86,22	87,3	86,19	85,36

Nguồn: SBV

Cơ bản hoàn thành tái cơ cấu 9 NH yếu kém, các NH có xu hướng chủ động tìm kiếm đối tác sáp nhập

Trong năm 2013, NHNN đã cơ bản hoàn tất xử lý 9 ngân hàng yếu kém theo lộ trình tái cấu trúc. GPBank là trường hợp duy nhất còn lại chưa hiện thực hóa phương án tái cơ cấu. Tập đoàn UOB của Singapore được cho là đang tiến hành ra soát đặc biệt (due dilligence) để xúc tiến mua GPBank. Thương vụ này nếu thành công sẽ đánh dấu sự tham gia của nguồn lực nước ngoài trong quá trình tái cơ cấu, khác biệt so với hình thức mua lại-sáp nhập giữa 2 NH trong nước (như PVFC và Western Bank) hay tự tái cơ cấu (như Tienphong Bank) trước đây.

Chúng tôi cũng nhận thấy một điểm mới trong quá trình tái cấu trúc hệ thống NH trong thời gian vừa qua là các ngân hàng vừa và nhỏ đã chủ động tự tái cơ cấu thông qua hoạt động mua lại và sáp nhập nhằm nâng cao qui mô và sức cạnh tranh trong ngành. Đơn cử cho trường hợp này là sự sáp nhập giữa HDBank và DaiA Bank. Ngân hàng sau sáp nhập có tổng tài sản trên 70.000 tỷ đồng, vốn điều lệ 8.100 tỷ đồng, đứng thứ 12 toàn hệ thống so với vị trí thứ 22 của HDBank trước đó. Mạng lưới hoạt động cũng được mở rộng ra với hơn 210 điểm giao dịch trên cả nước và danh mục khách hàng hơn 420.000 cá nhân và tổ chức kinh tế. Chúng tôi nhìn nhận đây là các dấu hiệu tích cực cho thấy các NHTM đang tự nỗ lực đề đổi mới, củng cố năng lực hoạt động của mình.

Cơ cấu sở hữu của nhiều NH thay đổi dưới định hướng thoái vốn đầu tư ngoài ngành của các Tập đoàn Nhà nước.

Năm 2013 chứng kiến nhiều thương vụ chuyển quyền sở hữu cổ phiếu ngân hàng ở quy mô lớn chủ yếu xuất phát từ hai nhóm chính: (1) một vài cổ đông nước ngoài bán cổ phiếu nhằm hiện thực hóa lợi nhuận đầu tư, (2) các tập đoàn nhà nước tiến hành thoái vốn đầu tư ngoài ngành theo chỉ

đạo của Thủ tướng Chính phủ. Chúng tôi xin cập nhật một số thay đổi đáng chú ý dưới đây.

VPBank: ngày 22/11/2013, cổ đông lớn của Ngân hàng là Oversea Chinese Banking Corporation Limited (OCBC) đã hoàn tất việc chuyển nhượng toàn bộ 85.830.457 cổ phần (tương đương 14,88%) cho ba nhà đầu tư cá nhân trong nước. OCBC thu về 55,5 triệu USD trong khi mức đầu tư ban đầu chỉ khoảng 41,1 triệu USD.

Techcombank: Vào tháng 12/2013, tổng công ty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines) đã bán toàn bộ 24 triệu cổ phiếu đang nắm giữ với mức giá 10.800 đồng/cổ phiếu cho 3 nhà đầu tư cá nhân trong nước. Việc chuyển nhượng nhằm phục vụ mục tiêu thoái vốn đầu tư ngoài ngành của tập đoàn theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ.

ABBank: Tính đến thời điểm ngày 11/12/2013, EVN đã chuyển nhượng thành công 25,2 triệu cổ phiếu ABBank cho GELEXIMCO với giá trị 252 tỷ đồng với sự chấp thuận của Ngân hàng Nhà nước. Với thương vụ chuyển nhượng này, EVN đã giảm tỷ lệ sở hữu ở ABB từ 21,27% vốn điều lệ xuống còn 16,02%. Theo lộ trình tái cơ cấu đến năm 2015, EVN sẽ phải thoái hết toàn bộ vốn đầu tư tại ABB.

DIỄN BIẾN NGÀNH NGÂN HÀNG 5T2014 VÀ DỰ BÁO

- Điều chỉnh trần lãi suất HĐ VND xuống 6%. Tăng trưởng tín dụng tiếp tục thấp nhưng kỳ vọng cải thiện dần từ Q2.
- Trái phiếu vẫn là sự lựa chọn của các NHTM trong Q1, tuy nhiên dự báo thị trường trái phiếu sẽ bớt sôi động trong Q2.
- Lượng nợ xấu được mua bởi VAMC thấp hơn kế hoạch, Thông tư 02 chính thức được sửa đổi.
- Xu hướng mua bán, sáp nhập diễn ra ngày càng mạnh mẽ và dự kiến tiếp tục được đẩy mạnh từ nay đến cuối năm.

Điều chỉnh trần lãi suất huy động VND xuống 6%. Tăng trưởng tín dụng tiếp tục thấp nhưng kỳ vọng cải thiện dần từ Q2.

Ngày 17/3/2014, NHNN đã chính thức giảm trần lãi suất huy động VND kỳ hạn 1-6 tháng từ 7%/năm xuống 6%/năm và điều chỉnh giảm một loạt các lãi suất điều hành thêm 0,5%. Động thái này được thực hiện trên cơ sở CPI trong những tháng đầu năm tiếp tục giảm thấp, đạt 4,39% vào thời điểm cuối tháng 3/2014. NHNN kỳ vọng với động thái này, mặt bằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được các NHTM điều chỉnh giảm xuống, tạo điều kiện thuận lợi hơn nữa cho hoạt động vay vốn của doanh nghiệp. Đầu tháng 6/2014, một số các ngân hàng lớn như VCB, CTG tiếp tục cắt giảm lãi suất huy động, trong đó kì hạn dưới 3 tháng giảm về ngưỡng 5,0%-5,1% so với mức 5,3-5,8% trước đó. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, động thái này chủ yếu mang tính chất giảm chi phí vốn cục bộ ở một số ngân hàng và không tác động nhiều lên mặt bằng lãi suất chung. Tính đến hiện tại, mức trần lãi suất huy động vẫn được giữ nguyên và chúng tôi cho rằng mức này sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới trên cơ sở dự báo CPI cả năm 2014 chỉ ở quanh mức 5%.

Mặc dù lãi suất tiếp tục điều chỉnh giảm, tăng trưởng tín dụng toàn ngành chỉ đạt 1,31% ytd tính đến 23/5/2014. Con số này vẫn thấp hơn kỳ vọng và thấp hơn so với mức tăng trưởng trong 5T2013 (2,98%). Kết quả này là điều dễ hiểu khi Q1 là thời điểm chịu ảnh hưởng từ yếu tố mùa vụ, đồng thời hoạt động của bản thân khối doanh nghiệp cũng chưa cho thấy dấu hiệu cải thiện nào rõ nét. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng sẽ bắt đầu ấm dần lên từ cuối Q2.2014 và tăng tốc trong các tháng cuối năm. Theo đó, mục tiêu 12% - 14% của NHNN đặt ra là có khả năng thực hiện được.

Trái phiếu vẫn là sự lựa chọn của các NHTM trong Q1, tuy nhiên dự báo thị trường trái phiếu sẽ bớt sôi động trong Q2

Với tình hình tăng trưởng tín dụng khó khăn, đầu tư vào trái phiếu tiếp tục là sự lựa chọn của hầu

hết các NHTM, đặc biệt là các NH qui mô lớn. Trong Q1.2014, thị trường trái phiếu cả sơ cấp và thứ cấp diễn ra hết sức sôi động. Như thường lệ, thành phần tham gia chủ yếu vẫn là các NHTM. Với tình hình thanh khoản dồi dào và lợi suất trái phiếu liên tục giảm mạnh trong Q1.2014 (hơn 100 điểm cho tất cả các kỳ hạn từ 5 năm trở xuống), chúng tôi cho rằng hầu hết các NH năng động trong việc đầu tư trái phiếu sẽ có kết quả kinh doanh tương đối thành công ở mảng này trong Q1.2014.

Trong Q2.2014, chúng tôi cho rằng hoạt động mua bán trái phiếu của các NHTM sẽ bớt sôi động do hai nguyên nhân chính sau đây: (1) lợi suất trái phiếu dường như đã chạm đáy, khả năng ít biến động trong Q2; (2) các NH đã đầu tư tương đối nhiều vào giấy tờ có giá trong Q1, do đó việc tiếp tục đầu tư mạnh mẽ sẽ khó xảy ra, chưa kể đến việc các NH bắt đầu chuẩn bị dần cho hoạt động tín dụng ảm đạm lên từ cuối Q2.

Triệu đồng	Q1.13	Q2.13	% qoq	Q3.13	% qoq	Q4.13	%qoq	Q1.14	% qoq
ACB	7.454	6.769	-9,2	5.122	-24,3	6.923	35,2	9.363	35,2
CTG	54.313	46.388	-14,6	46.177	-0,4	45.704	-1,0	59.355	29,9
EIB	2.440	-	N/A	-	N/A	1.002	N/A	0.250	-75,0
MBB	42.251	40.708	-3,6	37.225	-8,6	39.567	6,3	40.289	1,8
SHB	4.071	3.732	-8,3	4.018	7,7	4.092	1,8	3.319	-18,9
STB	14.093	13.769	-2,3	15.434	12,1	15.827	2,6	16.765	5,9
VCB*	73.964	52.632	-28,8	60.110	14,2	47.127	-21,6	69.194	46,8
BID	52.813	57.114	8,1	64.411	12,8	55.732	-13,5	59.180	6,2

Nguồn: VCBS tổng hợp

*: số liệu có bao gồm CK nợ do các TCKT & TCTD khác phát hành

Nợ xấu tăng trở lại; Thông tư 02 chính thức được sửa đổi.

Theo số liệu mới nhất từ Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống tại thời điểm tháng 4/2014 là 4,01%. Đây là tháng thứ 2 liên tiếp tỷ lệ nợ xấu tăng, từ các mức 3,61% cuối năm 2013 và 3,73% và 3,86% của tháng 1 và tháng 2 năm 2014. Chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản của toàn hệ thống ngân hàng chưa có dấu hiệu cải thiện xuất phát từ các nguyên nhân sau: (1) VAMC chi mua số lượng nợ xấu ở mức khiêm tốn 3.929 tỷ đồng trong Q1.2014 so với con số dự kiến 10.000 tỷ đồng, (2) diễn biến này phần nhiều mang tính chất kỹ thuật do các ngân hàng thường tăng chi phí trích lập dự phòng để giữ tỷ lệ nợ xấu ở mức hợp lý vào các thời điểm chốt báo cáo tài chính quan trọng (tháng 6 và tháng 12), và (3) tình hình tài chính của các doanh nghiệp không có nhiều khởi sắc trong bối cảnh kinh tế chỉ hồi phục ở mức vừa phải.

Chúng tôi lưu ý con số nợ xấu kể trên chỉ mới dựa vào báo cáo của các NHTM lên NHNN, còn tỷ lệ nợ xấu theo công bố của thanh tra NHNN (bao gồm số nợ được tái cơ cấu theo quyết định 780) vào thời điểm tháng 2/2014 là 9,71%, cũng trong đà tăng nếu so với mức 9% tại thời điểm 31/12/2013. Theo đó, nợ xấu tiếp tục là một vấn đề cần tập trung giải quyết của hệ thống ngân hàng trong thời gian tới. Ngoài ra, từ ngày 01/06/2014, thông tư 09 về phân loại nợ sẽ bắt đầu được áp dụng có thể làm tăng con số nợ xấu báo cáo của các NHTM, tuy nhiên mức độ tác động cụ thể sẽ cần phải chờ đến kì báo cáo tài chính Q2.2014 để có thể đánh giá rõ ràng.

Cụ thể về hoạt động của VAMC, trong Q1.2014, VAMC đã mua được 3.929 tỷ đồng nợ xấu với giá

mua 3.048 tỷ đồng, chỉ đạt 39% kế hoạch ban đầu là 10.000 tỷ đồng. Như vậy, tính từ thời điểm bắt đầu mua nợ xấu từ đầu T10.2013, đến nay VAMC đã mua được gần 43.000 tỷ đồng nợ xấu với tổng giá trị trái phiếu đặc biệt phát hành là 35.448 tỷ đồng.

Trong thời gian này, số nợ xấu được xử lý còn rất khiêm tốn, chỉ đạt khoảng trên 300 tỷ đồng. Như đã phân tích ở trên, vai trò chính của VAMC lúc này là giúp các DN có khoản nợ vay bán cho VAMC bớt được gánh nặng về chi phí lãi nhờ việc điều chỉnh giảm lãi suất cho vay. Gần đây nhất, VAMC đã chính thức công bố việc điều chỉnh lãi suất đối với một số khoản nợ xấu đã mua, cụ thể 10,7%/năm đối với loại tiền VND; 5,2% với loại tiền USD và 5,7% với loại tiền EUR.

Liên quan đến việc trích lập dự phòng rủi ro của các NHTM, ngày 18/3/2014, NHNN đã chính thức ban hành Thông tư số 09/2014/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 02/2013/TT-NHNN. Theo đó, hai trong số các nội dung quan trọng của TT09 bao gồm: (1) hoãn thời gian chấm dứt cơ cấu lại thời hạn trả nợ cho DN từ 01/04/2014 sang 01/04/2015; và (2) việc điều chỉnh kết quả phân loại nợ theo kết quả phân loại nợ của Trung tâm Thông tin tín dụng (CIC) được nói cho đến hết ngày 31/12/2014. Điều này, như đã phân tích, sẽ giúp cả NH và doanh nghiệp “dễ thở” hơn trong ngắn hạn liên quan tới việc trích lập dự phòng và khả năng tiếp cận vốn vay.

Xu hướng mua bán, sáp nhập diễn ra ngày càng mạnh mẽ và dự kiến tiếp tục được đẩy mạnh từ nay đến cuối năm

Hiện nay, NHNN đã tiếp nhận phương án tái cơ cấu của 24/25 NHTMCP và đã phê duyệt phương án tái cơ cấu của 11/25 NHTMCP, đang xem xét phê duyệt phương án tái cơ cấu của 4 NHTMCP khác, chỉ đạo 9 NHTMCP bổ sung, chỉnh sửa một số nội dung trong phương án tái cơ cấu và yêu cầu 1 ngân hàng còn lại gửi phương án tái cơ cấu về NHNN theo đúng quy định.

Qua những diễn biến kể trên, chúng tôi nhận thấy việc tái cơ cấu không chỉ còn xuất phát một phía từ NHNN mà bản thân các NHTM cũng đã ý thức được việc phải tự tái cơ cấu bản thân để nâng cao tính cạnh tranh. Do vậy, song song với những trường hợp sáp nhập của các đối tượng NH yếu kém, các NH không trong diện yếu kém cũng đã chủ động tìm kiếm đối tác sáp nhập nhằm tăng quy mô và nâng cao tính cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng quá trình này không thể diễn ra trong một sớm một chiều, tuy nhiên đánh giá đây là một thay đổi quan trọng trong ý thức của các NHTM đối với việc tái cơ cấu trong thời gian qua.

Một số vụ sáp nhập diễn hình đang/có thể sẽ diễn ra gồm có:

- Mekong Bank và Maritime Bank
- Vietinbank và PGBank
- Sacombank và Phương Nam
- VCB xin ý kiến cổ đông về việc sáp nhập với một NH khác

Với xu hướng này, chúng tôi cho rằng từ nay đến cuối năm, hoạt động mua bán sáp nhập vẫn tiếp tục diễn ra mạnh mẽ. Trong dài hạn, theo kế hoạch tái cơ cấu đến năm 2017, số lượng ngân hàng sẽ giảm từ 39 xuống khoảng 15-17 ngân hàng. Tuy nhiên trước mắt, chúng tôi quan tâm nhiều đến hiệu quả hoạt động của các NH sau sáp nhập để đánh giá việc tái cấu trúc có thực sự diễn ra hiệu quả hay không.

Bên cạnh đó, năm 2014 cũng là năm bản lề trong lộ trình thoái vốn đầu tư ngoài ngành của các tổng công ty, tập đoàn Nhà nước. Hoạt động thoái vốn phải được hoàn tất vào năm 2015, theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ. Do đó, chúng tôi cho rằng các hoạt động chuyển nhượng vốn ở quy mô lớn qua hình thức chào bán cổ phiếu ra công chúng cũng sẽ tiếp tục được đẩy mạnh.

Hạn chế tình trạng sở hữu chéo, Thông tư 13 có thể được thay thế

Như đã đề cập trong những báo cáo trước, các tác động tiêu cực của việc sở hữu chéo đã bộc phát trong những năm gần đây. Do đó, để quản lý hệ thống tốt hơn và hạn chế tình trạng sở hữu chéo, NHNN đang hoàn thiện để ban hành Thông tư thay thế Thông tư số 13/2010/TT - NHNN ngày 20/5/2010, quy định về các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của TCTD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. So với Thông tư 13, Dự thảo thông tư mới có những quy định mới khắt khe hơn, bao gồm:

- (i) Hạn chế cổ đông sáng lập, cổ đông lớn trong việc vay vốn cổ phiếu; tổng dư nợ tín dụng cấp cho thành viên sáng lập/cổ đông lớn từ 5% trở lên và các bên liên quan không được quá 5% vốn điều lệ của TCTD và không được quá phần góp vốn của thành viên sáng lập/cổ đông lớn (mệnh giá) đầu tư vào TCTD;
- (ii) Yêu cầu cổ đông, chủ sở hữu phải góp bổ sung vốn nếu giá trị thực của vốn điều lệ, vốn được cấp của TCTD, CN NH nước ngoài giảm thấp hơn mức vốn pháp định nhằm hạn chế tình trạng vốn ảo;
- (iii) Các khoản cấp tín dụng để góp vốn/mua cổ phiếu tại các TCTD khác sẽ bị trừ ra khỏi Vốn cấp 1 khi tính toán CAR.

Mặc dù chưa biết chính xác thời điểm Dự thảo Thông tư mới được ban hành nhưng chúng tôi cho rằng các thay đổi cơ bản kể trên đã cho thấy quyết tâm của NHNN trong việc thắt chặt việc quản lý hệ thống NH. Chúng tôi đánh giá đây là một điểm tích cực của hệ thống trong thời gian tới.

Xu hướng các NHTM mua lại các công ty tài chính

Chúng tôi nhận thấy xu hướng các NHTM mua lại các công ty tài chính. Tiếp nối thương vụ HDBank mua lại Công ty Tài chính Việt Société Générale (SGVF) trong năm 2013, ngay trong đầu năm 2014, một số thương vụ cũng đã được công bố, bao gồm:

- SHB cũng đã xin ý kiến cổ đông về việc mua lại một công ty tài chính, theo các nguồn tin báo chí đối tượng của thương vụ này là Công ty Tài chính Vietel – Vinaconex (VVF).
- Tháng 5/2014, Maritime Bank trở thành cổ đông lớn nhất của công ty tài chính Dệt may sau khi mua lại toàn bộ số cổ phần của tập đoàn Dệt May tại công ty này (64,1%).
- Tháng 6/2014, VPBank cho biết sẽ mua lại công ty TNHH Một thành viên tài chính Than-Khoáng sản Việt Nam (CMF) từ Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) sau khi được Thủ tướng Chính phủ và NHNN chấp thuận về mặt nguyên tắc.

Chúng tôi cho rằng xu hướng này được thúc đẩy bởi các động lực chính như sau:

- (i) Các ngân hàng muốn phát triển cơ sở khách hàng và đẩy mạnh hoạt động bán lẻ thông qua đầu tư công ty tài chính. Đối tượng cho vay của các công ty tài chính khá riêng biệt, phục vụ chủ yếu các khách hàng cá nhân nhỏ lẻ với các sản phẩm cho vay tiêu dùng. Đây là phân khúc mà các ngân hàng thương mại đang muốn đẩy mạnh và điều này có thể thực hiện được thông qua mua lại công ty tài chính. Thêm nữa, nghị định 39/2014/ NĐ-CP đã cho phép công ty tài chính được thực hiện các hoạt động ngân hàng về phát hành thẻ tín dụng, huy động vốn của các tổ chức, bảo lãnh, bao thanh toán. Theo đó, các ngân hàng có thể tận dụng kênh này để cung cấp các sản phẩm bán lẻ và tiện ích thanh toán.
- (ii) Đây là thời điểm thích hợp cho các ngân hàng mua lại các công ty tài chính. Phía “cung” đang ở giai đoạn tăng khi các tập đoàn NN đang được yêu cầu gấp rút hoàn thành thoái vốn đầu tư

ngoài ngành, trong đó có phần đầu tư vào các công ty tài chính. Phía “cầu” cũng khởi sắc khi như phân tích ở trên, các ngân hàng có nhiều động lực để mua lại công ty tài chính nhằm phát triển bán lẻ và cho vay tiêu dùng.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2014 CỦA CÁC NGÂN HÀNG NIÊM YẾT

Lợi nhuận của các NH niêm yết trong Q.2014 có sự phân hóa tuy nhiên đã có nhiều diễn biến khả quan hơn so với Q1.2013. Một số đặc điểm phản ánh trong kết quả kinh doanh của các ngân hàng bao gồm: (1) trong khi thu nhập lãi biến động không đồng đều, tất cả các ngân hàng đều cải thiện thu nhập ngoài lãi, trừ SHB; (2) ngoại trừ CTG, các ngân hàng giảm cho vay thị trường liên ngân hàng; (3) NIM tiếp tục xu hướng giảm, ngoại trừ VCB và EIB; (3) nợ xấu tăng đối với hầu hết các ngân hàng, trừ một số cải thiện ở VCB và BID.

Những xu hướng biến động kể trên theo chúng tôi là khá hợp lý và bám sát diễn biến triển vọng ngành trong thời gian qua. Với lãi suất cho vay giảm nhanh hơn lãi suất huy động, việc giảm NIM là khó tránh khỏi. Những ngân hàng đi ngược được xu hướng này chủ yếu là nhờ quản trị tốt chi phí vốn như EIB hay VCB. NIM giảm một phần cũng do lãi suất từ cho vay trên thị trường liên ngân hàng và lãi suất trái phiếu giảm. Với mặt bằng lãi suất liên ngân hàng xuống mức thấp, các ngân hàng lớn với thanh khoản tốt cũng chủ động giảm cho vay qua kênh này để hướng nguồn lực đến các tài sản có lợi suất cao hơn như trái phiếu chính phủ. Về nợ xấu, ngoài một số cải thiện ở VCB hay BID nhờ tình hình tài chính của các khách hàng được cải thiện, nợ xấu tăng trong Q1 đối với các ngân hàng còn lại theo chúng tôi cũng một phần do yếu tố kỹ thuật tài chính khi các ngân hàng thường chủ động tăng chi phí dự phòng để đưa tỷ lệ nợ xấu về mức hợp lý vào các thời điểm chốt báo cáo tài chính quan trọng như tháng 6 hoặc tháng 12. Chi tiết kết quả kinh doanh của các ngân hàng niêm yết được chúng tôi phân tích cụ thể dưới đây.

Đơn vị: Tỷ đồng	VCB	BID	CTG	MBB	STB	EIB	SHB	ACB
TN lãi thuần	2.766	3.498	4.224	1.434	1.562	836	350	1.055
± yoy %	6,7%	12,0%	-9,1%	-8,3%	-13,7%	3,3%	-18,3%	-14,4%
Lãi dịch vụ	424	605	393	205	258	69	27	201
± yoy %	10,9%	17,5%	29,2%	19,1%	10,2%	14,5%	-20,6%	17,1%
Lãi ngoại hối	442	203	123	20	78	38	5	51
± yoy %	-7,1%	399,5%	24,7%	-26,2%	-5,9%	N/A	-91,4%	N/A
Chi phí hoạt động	1.420	1.959	2.505	656	996	463	382	951
± yoy %	6,5%	22,3%	-2,4%	6,5%	-9,3%	-6,1%	-16,2%	12,6%
Chi phí dự phòng	1.198	695	1.025	366	95	50	-216	170
± yoy %	48,4%	-13,9%	-23,9%	-7,7%	-54,0%	N/A	52,9%	-15,7%
LNST	1.166	1.536	1.136	628	621	346	217	250
± yoy %	4,8%	34,6%	9,2%	0,8%	-8,1%	18,5%	32,8%	-18,6%
CP HĐ/ TN HĐ 3T2014	34,5%	42,6%	50,2%	35,8%	52,8%	48,3%	86,3%	66,1%
CP HĐ/ TN HĐ 2013	40,3%	38,7%	45,5%	35,9%	55,3%	65,3%	78,6%	66,5%
TGKH	342.998	357.856	354.302	144.979	141.187	75.346	98.082	144.409
Tăng trưởng TGKH ytd	3,2%	5,6%	-2,8%	6,5%	7,2%	-5,2%	8,1%	4,6%
Tín dụng	279.149	398.287	354.223	88.022	114.549	81.619	82.304	106.910
Tăng trưởng TD ytd	1,8%	1,9%	-5,9%	0,3%	3,6%	-2,1%	7,6%	-0,3%
Nợ xấu	7409	8062	6305	2398	2138	1946	3507	3504
± ytd %	-0,9%	-8,8%	67,2%	11,7%	32,8%	17,8%	13,0%	8,1%
Tỷ lệ nợ xấu Q1.14	2,65%	2,02%	1,78%	2,74%	1,87%	2,38%	4,26%	3,28%
Tỷ lệ nợ xấu 2013	2,73%	2,26%	1,00%	2,45%	1,46%	1,98%	4,06%	3,03%
DPRRTD/Nợ xấu Q1.14	103%	82%	70%	86%	62%	39%	27%	47%
DPRRTD/Nợ xấu 2013	86%	70%	88%	82%	84%	43%	38%	48%
NIM Q1.14	2,71%	2,74%	3,18%	3,6%	4,7%	2%	2%	2,8%
NIM 2013	2,52%	2,79%	3,43%	3,73%	4,75%	1,74%	1,69%	2,99%
ROAA ttm	1,0%	0,8%	1,1%	1,3%	1,3%	0,5%	0,7%	0,4%
ROAE ttm	10,2%	14,5%	13,1%	15,2%	14,1%	4,7%	8,0%	6,0%
LN TT KH 2014	5.500	6.000	7.280	3.100	3.000	1.800	1.270	1.189
% KH 2014	27,3%	32,5%	20,0%	26,1%	26,5%	24,7%	21,8%	26,8%

Nguồn: VCBS tổng hợp, số liệu cập nhật đến 31/03/2014

VCB: *KQKD Q1.2014 khả quan nhờ quản trị tốt hệ số NIM và cải thiện hiệu quả đầu tư, tuy nhiên chi phí dự phòng tăng mạnh đã ảnh hưởng đến lợi nhuận.*

NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB) đạt 1.500,7 tỷ đồng LNTT (+2,4% yoy, tương đương 27% kế hoạch năm) với hầu hết các hạng mục kinh doanh chính tạo nguồn thu nhập cao hơn cùng kì. Trong đó, thu nhập lãi tăng 6,7% yoy do NH duy trì tăng trưởng tín dụng ở mức 16,7% yoy và 1,8% ytd trong khi NIM ở mức 2,71%, cao hơn 0,09% so với cùng kì năm 2013. Trong Q1.2014 VCB đã quản trị tốt chi phí đầu vào nhờ tăng tỷ trọng tiền gửi không kì hạn và tiền gửi vốn chuyên dùng trong cơ cấu huy động lần lượt từ 20% và 0,9% trong Q1.2013 lên 22% và 1,4%. Đồng thời, VCB cải thiện nhẹ tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) từ 80% của cùng kì năm 2013 lên 81%. Theo đó, VCB là một trong 2 ngân hàng niêm yết duy nhất có NIM cao hơn mức cùng kì năm 2013 trong bối cảnh lãi suất đầu ra liên tục giảm.

Bên cạnh đó, thu nhập ngoài lãi đạt mức tăng trưởng 33% yoy nhờ đóng góp từ việc cải thiện thu nhập từ đầu tư (+328% yoy) và phần thu nhập khác khi thu hồi được 227,4 tỷ đồng nợ đã xử lý bằng dự phòng (cao gấp 7 lần so với cùng kì). Tổng thu nhập hoạt động (TNHĐ) theo đó tăng 14,2% yoy. Tuy nhiên kết quả lợi nhuận chỉ có mức tăng khiêm tốn 2,4% do chi phí hoạt động và chi phí dự phòng lần lượt tăng 6,5% và 18,7% yoy. Chi phí hoạt động tăng với tốc độ chậm hơn thu nhập giúp tỷ lệ CPHĐ/TNHĐ của VCB giảm so với cùng kì và tiếp tục ở mức thấp, đạt 34,5%, mức thấp nhất trong các NH niêm yết. Mức tăng 18,7% yoy của chi phí dự phòng trong Q1.2014 (tương đương 1.198 tỷ đồng) không hoàn toàn bất ngờ khi trước đó tại ĐHCĐ 2014, VCB cho biết ngân hàng dự kiến chi phí dự phòng cả năm 2014 tăng 42% yoy, đạt 5.000 tỷ đồng với nỗ lực xử lý nợ xấu bằng nguồn lực nội tại. Chúng tôi cho rằng VCB sẽ phân bổ đều chi phí này trong các quý. Về thông tin ngày trả cổ tức và chia cổ phiếu thưởng, VCB cho biết vẫn chưa chốt ngày cụ thể, nhưng thời gian dự kiến thực hiện sẽ trong tháng 7.

KQKD 4T2014: Theo cập nhật mới nhất của chúng tôi, đến hết tháng 4/2014, LNTT bốn tháng đầu năm ước đạt 1.803 tỷ đồng trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 1,55% ytd trong khi huy động 5,15% ytd. Lợi nhuận chững lại do tăng trưởng tín dụng giảm và chi phí dự phòng tiếp tục tăng. Chi phí dự phòng 4 tháng đầu năm ở mức 1.600 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu được giữ ở mức 2,66%.

Nợ xấu được kiểm soát tốt, tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,65% trong khi tỷ lệ dự phòng cho vay khách hàng bao nợ xấu đạt 103,4%. Nợ xấu của VCB giảm 3,7% yoy và 0,9% ytd chủ yếu nhờ nỗ lực tăng cường kiểm soát chất lượng tài sản, và sự cải thiện sức khỏe tài chính của một bộ phận khách hàng. Trong Q1.2014, VCB chưa bán nợ cho VAMC, và cho đến thời điểm hiện tại NH cũng chưa tiến hành bán thêm món nợ xấu nào. Theo tìm hiểu của chúng tôi, kế hoạch bán nợ xấu 1.000 tỷ đồng trong năm 2014 của VCB chủ yếu sẽ được thực hiện trong nửa cuối năm tài chính.

Quan điểm đầu tư: VCB đạt kết quả khả quan trong Q1.2014 với các chỉ số sinh lời được cải thiện so với cùng kì thể hiện qua việc tăng NIM và giảm chi số CPHĐ/TNHĐ. Chất lượng tài sản tiếp tục được kiểm soát tốt với nợ xấu giảm trong khi tỷ lệ dự phòng cho vay khách hàng bao nợ xấu tăng lên mức 103,4%. Chúng tôi cho rằng VCB sẽ phân bổ đều chi phí dự phòng theo từng quý và chi phí dự phòng sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới để giữ tỷ lệ nợ xấu ở con số hợp lý. Nhiều khả năng VCB sẽ hoàn thành kế hoạch 5.500 tỷ đồng LNTT cho năm 2014. Theo đó, EPS forward đạt 1.1695 đồng/cổ phiếu (tính trên vốn điều lệ mới), tương đương P/E forward ở mức 15 lần. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu VCB.

MBB: *Kết quả kinh doanh Q1.2014 không có đột phá so với cùng kì do NIM giảm và sự chững lại của tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, MBB vẫn duy trì được tỷ lệ CPHĐ/TNHĐ và tỷ trọng huy động từ các tổ*

LNTT của MBB giảm nhẹ 0,8% yoy chủ yếu do thu nhập lãi thuần giảm trong khi các nguồn thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt. NIM giảm từ mức 4,3% của Q1.2013 về mức 3,6% tại 31/3/2014 trong khi cho vay hầu như không mở rộng trong Q1 với mức tăng 0,3% ytd và 19,5% yoy khiến thu nhập lãi thuần giảm 8,3% yoy. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 42% chủ yếu nhờ đóng góp của thu nhập dịch vụ (+19% yoy), thu nhập từ chứng khoán đầu tư (+105 tỷ yoy) và thu nhập khác (+227% yoy). Sự cải thiện này giúp tổng thu nhập hoạt động gần như không biến động (-0,7% yoy). Chi phí hoạt động tăng 6,5% yoy chủ yếu do tăng chi phí lương, kéo theo tỷ lệ CPHĐ/TNHĐ

chức kinh tế ở mức khả quan nhất trong các ngân hàng niêm yết.

lên mức 36% so với mức 33% của cùng kỳ năm 2013. Tuy nhiên đây vẫn là mức thấp trong các ngân hàng niêm yết, chỉ cao hơn không đáng kể so với VCB. Do được hoàn nhập một số khoản dự phòng, chi phí dự phòng giảm 7,7% yoy giúp lợi nhuận trước thuế chỉ giảm nhẹ 2,6% yoy.

Xét về cơ cấu huy động, MBB tiếp tục giữ được tỷ trọng huy động từ các tổ chức kinh tế ở mức cao, tương ứng 62%. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy lượng tiền gửi không kỳ hạn giảm nhanh trong khi tiền gửi kỳ hạn tiếp tục tăng, tỷ trọng lần lượt là 22% và 56% vào Q1.2014 so với mức 29% và 54% của cuối năm 2013. Theo chúng tôi, điều này đã tạo áp lực lên chi phí vốn và làm giảm NIM của MBB trong Q1.2014. Về cơ cấu cho vay, chúng tôi nhận thấy tín dụng tiếp tục tập trung vào khối các doanh nghiệp nhà nước hoặc có yếu tố nhà nước chi phối với mức tăng trưởng của nhóm khách hàng này đạt 25% yoy và chiếm 20,5% trên tổng dư nợ so với mức 16,5% của cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng cơ sở khách hàng với nhiều doanh nghiệp quốc phòng cùng mối quan hệ đối tác chiến lược với Viettel đã giúp MBB đẩy mạnh cho vay đối với nhóm khách hàng đặc thù này.

Nợ xấu gia tăng, tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 2,7% so với 2,4% của cuối năm 2013. Tuy nhiên tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu tiếp tục được duy trì ở mức cao 86,4% cho thấy MBB vẫn theo đuổi chính sách quản trị rủi ro khá thận trọng.

Quan điểm đầu tư: Kết quả kinh doanh Q1.2014 không có đột phá so với cùng kỳ do NIM giảm và sự chững lại của tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, MBB vẫn duy trì được tỷ lệ CPHĐ/TNHH và tỷ trọng huy động từ các tổ chức kinh tế ở mức khả quan nhất trong các ngân hàng niêm yết. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng tăng lên nhưng tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu tiếp tục được giữ ở mức cao. Vấn đề đáng lưu ý nhất khi đầu tư vào MBB đó là khả năng ngân hàng sẽ tăng vốn điều lệ thông qua bán cổ phần với giá ưu đãi (chiết khấu 25% so với giá thị trường nhưng không thấp hơn mệnh giá) cho đối tác chiến lược trong nước. Với mức EPS forward 2014 là 1.943 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E ở mức 6,8, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu MBB.

CTG: KQKD Q1.2014 kém khả quan do tín dụng tăng trưởng âm trong điều kiện NIM suy giảm, CTG duy trì được mức tăng trưởng nhẹ của LN chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí dự phòng.

KQKD Q1.2014 kém khả quan do tín dụng tăng trưởng âm trong điều kiện NIM suy giảm, CTG duy trì được mức tăng trưởng nhẹ của LN chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí dự phòng. NH TMCP Công Thương Việt Nam (CTG) vừa công bố báo cáo KQKD hợp nhất Q1.2014 với LNTT đạt 1.457,7 tỷ đồng (+6% yoy, tương đương 20% kế hoạch năm). Tín dụng suy giảm 5,9% ytd và chỉ tăng 9,1% so với cùng kỳ năm trước trong khi NIM giảm mạnh từ mức 4,15% về 3,18% trong cùng thời gian trên. Bên cạnh đó, tỷ lệ LDR giảm về mức 98% so với mức 101% của cùng kỳ do huy động chỉ giảm 2,8% ytd và vẫn tăng 17% yoy. Các nhân tố này dẫn tới thu nhập lãi thuần giảm mạnh 9% yoy. Chiếm tỷ trọng 85% trên tổng thu nhập, sự đi xuống của thu nhập lãi khiến tổng thu nhập hoạt động giảm 6% dù phần thu nhập ngoài lãi, đặc biệt là thu nhập dịch vụ, duy trì mức tăng trưởng 20%. Tuy nhiên nhờ chi phí dự phòng giảm mạnh (-24% yoy) nên thu nhập sau dự phòng và trước thuế vẫn tăng 6,4% so với cùng kỳ.

Chúng tôi nhận thấy một số điểm đáng chú ý trong cơ cấu tài sản nguồn vốn, cụ thể như sau. Không giống như các ngân hàng khác, CTG vẫn tiếp tục mở rộng cho vay liên ngân hàng (+ 31,3% yoy) dù cho lợi suất thu được từ kênh đầu tư này hiện tại đang ở mức thấp. Theo đó, dù tiếp tục vị thế là người đi vay ròng, nhưng trạng thái vay ròng của CTG đã được thu hẹp đáng kể. Chúng tôi cho rằng sự tích cực cho vay của CTG trên thị trường liên ngân hàng là dễ hiểu trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng âm và thanh khoản tốt. Xét về cơ cấu huy động, lượng tiền gửi không kỳ hạn giảm 28% ytd trong khi tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi vốn chuyển dùng duy trì mức tăng nhẹ 2% và 35%. Theo đó, tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn trên tổng huy động giảm từ mức 17,3% của cuối năm 2013 về 13% tại thời điểm 31/3/2014. Đây có thể là một trong những nguyên nhân dẫn tới sự sụt giảm mạnh của NIM như đề cập ở trên.

Nợ xấu tăng nhanh, tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 1,8% tổng dư nợ so với mức 1% của cuối năm 2013, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu giảm tương ứng từ mức 87,5% về mức 69,5% trong cùng thời

gian. Các con số đều cho thấy rủi ro chất lượng tài sản đang tăng lên, tuy nhiên theo như thông lệ phân bổ chi phí của CTG, ngân hàng thường dành nhiều chi phí dự phòng để xóa nợ xấu vào các quý cuối năm. Chúng tôi cho rằng năm 2014 cũng không là ngoại lệ và tỷ lệ nợ xấu có thể giảm bớt vào thời điểm cuối năm.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi lưu ý đến sự giảm sút ở các hoạt động kinh doanh chính của CTG trong Q1.2014. Việc đạt được tăng trưởng lợi nhuận thông qua cắt giảm chi phí dự phòng không mang nhiều tính bền vững. Chi phí dự phòng có thể sẽ tăng mạnh trong thời gian tới nhằm giữ tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp hợp lý. Tuy nhiên, về triển vọng năm 2013, như đã đề cập ở các báo cáo trước, với các lợi thế về mạng lưới khách hàng và tiềm lực tín dụng, chúng tôi cho rằng CTG vẫn có thể hoàn thành mục tiêu lợi nhuận trước thuế 7.280 tỷ đồng trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 13%. Theo đó, EPS forward 2014 ở mức 1.466 đồng/cổ phiếu, tương đương với P/E ở mức 10,1. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CTG.

BID: KQKD Q1.2014 của BID ghi nhận mức tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ nhờ duy trì tốt tăng trưởng tín dụng trong điều kiện NIM suy giảm.

NH TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam đạt LNTT 1.949 tỷ đồng (+29% yoy, tương đương 32% kế hoạch năm) trong Q1.2014. Cho vay tăng 15,5% yoy và 1,9% ytd đã bù đắp lại sự sụt giảm nhẹ của NIM (từ mức 3% trong Q1.2013 về 2,74% trong Q1.2014), giúp BID duy trì được tăng trưởng dương 12% yoy của thu nhập lãi. Thu nhập ngoài lãi cũng được cải thiện 38% yoy nhờ thu nhập dịch vụ, thu lãi từ ngoại hối và vàng và phần thu nhập khác tăng mạnh. Khác với cùng kỳ năm 2013, thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư kém khả quan mặc dù BID tăng 33% lượng chứng khoán đầu tư và giữ nguyên mức độ đầu tư chứng khoán kinh doanh. Theo như tìm hiểu của chúng tôi, điều này có thể xuất phát từ việc BID chưa hiện thực hóa một số phần lãi từ hoạt động mua bán chứng khoán nợ. Với sự khởi sắc của các hoạt động kinh doanh chính, tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh 17,3% yoy. Tuy nhiên, do chi phí hoạt động tăng với tốc độ nhanh hơn (+22%) nên tỷ lệ CPHĐ/TNHD lên mức 42,6% so với mức 41% của cùng kỳ năm 2013. Về triển vọng kinh doanh quý 2, chúng tôi cho rằng NIM có thể bị ảnh hưởng khi BID đã có những động thái đi đầu trong việc cắt giảm sâu hơn lãi suất cho vay và NH đang nỗ lực giảm tỷ lệ LDR về ngưỡng hợp lý hơn.

Tỷ lệ nợ xấu vẫn được kiểm chế ở mức 2%, tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng bao nợ xấu được cải thiện lên mức 82% so với mức 70% cuối năm 2013. Chất lượng tài sản dường như vẫn được kiểm soát tốt khi giá trị nợ nhóm 3-5 giảm 8,8% ytd. Chúng tôi lưu ý đến việc nợ khả năng mất vốn tăng mạnh 32% ytd, tuy nhiên với phần dự phòng vẫn được duy trì tốt (+7% ytd) rủi ro liên quan đến nhóm nợ này sẽ được kiểm soát. Bên cạnh đó, BID cùng với MBB và VCB là ba ngân hàng hiện đang duy trì chế độ đánh giá tín dụng kết hợp chấm điểm định tính và định lượng. Trong ĐHCĐ 2014, BID cũng cho biết NH đã đánh giá lại tài sản theo thông tư 09 và hầu như không có thay đổi đáng kể nào. Do đó, các chỉ số về chất lượng tín dụng của BID vẫn ở mức kiểm soát tốt.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi cho rằng KQKD Q1.2014 của BID là tương đối khả quan với sự tăng trưởng đồng đều ở hầu khắp các hạng mục thu nhập chính yếu. Chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát; nợ có khả năng mất vốn tăng tuy nhiên với tỷ lệ dự phòng duy trì ở mức cao, rủi ro theo đó được hạn chế. Chúng tôi có một số lo ngại liên quan đến khả năng giảm NIM khi BID đang có các động thái cắt giảm sâu hơn lãi suất cho vay, tuy nhiên nếu NH duy trì được tốc độ tăng trưởng tín dụng khả quan như hiện tại, thu nhập lãi có thể không bị ảnh hưởng nhiều. Trên cơ sở kế hoạch năm 2014, EPS forward có thể đạt 1.550 đồng/cổ phiếu, tương đương mức P/E 9,5. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu BID.

ACB: KQKD Q1.2014 kém hơn so với cùng kỳ 2013 do tăng trưởng tín dụng âm và

NH TMCP Á Châu (ACB) đạt 318 tỷ đồng LNTT (-19% yoy, tương đương 27% kế hoạch năm) do tín dụng giảm 0,2% yoy và 0,26% ytd trong khi NIM ở mức 2,8% so với mức 4,3% của cùng kỳ năm 2013. Theo đó thu nhập lãi giảm mạnh 14,4% yoy. Điểm tích cực nhất trong KQKD quý 1 của ACB đến từ phần thu nhập ngoài lãi với mức tăng trưởng 84%. Trong đó, đóng góp chủ

NIM giảm

yếu đến từ (1) thu nhập dịch vụ duy trì tăng trưởng khả quan 17,1%, (2) NH đã có lãi từ kinh doanh ngoại hối và vàng (lãi 54 tỷ đồng so với mức lỗ 84 tỷ đồng trong Q1.2013), (3) thu nhập từ mua bán chứng khoán đầu tư tăng gấp 2,5 lần so với cùng kì, đạt 105 tỷ đồng, (4) thu nhập khác tăng nhờ thu hồi 743 tỷ đồng nợ đã xử lý bằng dự phòng (gấp 5 lần cùng kì). Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập theo đó tăng từ mức 15% của Q1.2013 lên 27% trong Q1.2017. Tuy nhiên với ảnh hưởng lớn từ nhu nhập lãi thuần, tổng thu nhập hoạt động (TNHD) vẫn giảm nhẹ 0,1% trong khi chi phí hoạt động (CPHD) tăng 12,6% làm tăng tỷ lệ CPHD/TNHD lên mức 66% so với mức 58% của cùng kì năm 2013. Trong Q1.2014, ACB đã liên tục cắt giảm lãi suất huy động, và hiện tại duy trì biểu lãi suất đầu vào ở mức thấp nhất trên thị trường. Điều này, theo chúng tôi, trong ngắn hạn sẽ giúp giảm chi phí huy động và cải thiện NIM. Tuy nhiên, mức độ sẽ không nhiều.

ACB giảm mạnh cho vay trên thị trường liên ngân hàng trong khi tăng cường đầu tư trái phiếu chính phủ. ACB giảm 59% yoy lượng cho vay đối với các TCTD khác và theo đó chuyển từ trạng thái cho vay ròng trong Q1.2013 sang trạng thái vay ròng nhẹ trong Q1.2014. Chúng tôi cho rằng sự chuyển dịch này là hợp lý trong điều kiện lãi suất liên ngân hàng luôn ở mức thấp trong thời gian gần đây. Bên cạnh đó, NH tăng danh mục đầu tư chứng khoán kinh doanh (+3 lần ytd) và chứng khoán đầu tư (+18% ytd), trong đó tập trung vào chứng khoán Chính phủ (+308% ytd). Việc mở rộng danh mục cùng các biến động giá mạnh trên thị trường trái phiếu trong các tháng đầu năm giúp ACB đạt được kết quả khả quan từ hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh như đề cập ở trên.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu xấu đi khi nợ xấu tăng vượt tốc độ tăng dự phòng rủi ro tín dụng, khiến tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu chỉ ở mức 47% so với 51% của cuối năm 2013. Tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm 31/03/2014 đạt 3,29%, cao hơn một chút so với mức 3% cuối năm 2013. Qua trao đổi của chúng tôi với ACB, NH đã có những sự chuẩn bị nhất định cho thông tư 09 được áp dụng tới đây. Và theo quan sát của các dữ liệu quá khứ, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng có thể tăng trong Q2 để giữ nợ xấu ở ngưỡng khoảng 3%.

Quan điểm đầu tư: KQKD Q1.2014 của ACB không thực sự khả quan khi NH không phát triển được hoạt động tín dụng cho dù thu nhập ngoài lãi có nhiều điểm tích cực. Nợ xấu tiếp tục tăng lên và tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng bao nợ xấu giảm cho thấy chất lượng tài sản chưa có dấu hiệu cải thiện. Chúng tôi kì vọng triển vọng Q2 của ACB sẽ tốt hơn nhờ hoạt động tín dụng, và NIM có thể sẽ tăng nhẹ khi NH chủ động cắt giảm mạnh lãi suất đầu vào. Trên cơ sở kế hoạch 2014, EPS forward dự kiến đạt 951 đồng/cổ phiếu, tương đương PE ở mức 16, tương đối cao so với trung bình ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu ACB.

STB: KQKD Q1.2014 giảm sút so với cùng kì 2013 do NIM giảm và lỗ từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư.

KQKD Q1.2014 của STB giảm sút so với cùng kì 2013 do NIM giảm và lỗ từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư. NH TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) công bố báo cáo KQKD hợp nhất Q1.2014 với LNTT đạt 793,8 tỷ đồng (-11,1% yoy, tương đương 26% kế hoạch năm) do NIM giảm và lỗ từ hoạt động đầu tư. Tăng trưởng tín dụng tiếp tục khả quan (+3,6% ytd, 16,3% yoy), tuy nhiên NIM giảm sút còn 4,7% so với mức 5,3% của Q1.2013 khiến thu nhập lãi thuần giảm mạnh 13% yoy. Ngoài ra, STB lỗ 112 tỷ đồng từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư sau khi giảm 69% ytd lượng cổ phiếu và trái phiếu đầu tư vào các TCTD khác, kéo theo tổng thu nhập hoạt động giảm 14,3%. Tuy nhiên nhờ tiếp tục thực thi chính sách tiết kiệm, cắt giảm chi phí hành chính và tối ưu hóa cấu trúc nhân sự, NH tiết giảm chi phí (-9,3% yoy). Tỷ lệ CPHD/TNHD cao hơn so với cùng kì, đạt 53%.

Cơ cấu tài sản chuyển dịch theo hướng tăng tỉ trọng tài sản có khả năng sinh lãi lớn. Trong Q1.2014, STB tiếp tục chuyển dịch cơ cấu tài sản theo hướng giảm cho vay trên thị trường liên ngân hàng trong điều kiện lãi suất thị trường hai xuống thấp và tăng chứng khoán kinh doanh, nhằm hưởng lợi từ kinh doanh chênh lệch giá từ các biến động trên thị trường trái phiếu và cổ phiếu vừa

qua. Tỷ trọng cho vay khách hàng vẫn ở mức 67%/ tổng tài sản. Chúng tôi nhận thấy cho vay trung và dài hạn (lần lượt tăng 5,3% và 6,3% ytd) đang tăng với tốc độ nhanh hơn so với cho vay ngắn hạn (+1,4% ytd). Việc tăng nhanh cho vay các kì hạn dài đối với một ngân hàng chuyên về bán lẻ có thể bắt nguồn từ quá trình cơ cấu lại các khoản nợ ngắn hạn đã quá hạn thông qua quyết định 780.

Một vấn đề đáng lưu ý là nợ xấu tăng lên trong khi trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu giảm, khiến tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu chỉ ở mức 62% so với 84% của cuối năm 2013. Nợ nhóm 3-5 tăng 33% ytd, tỷ lệ nợ xấu theo đó tăng lên mức 1,9%. Theo thông tin từ Đại hội Cổ đông 2014 của STB (ĐHCD), tỷ lệ nợ xấu sau đánh giá lại có thể tăng thêm 1%, và vẫn ở dưới ngưỡng 3%.

Liên quan đến thông tin sáp nhập với NH Phương Nam: Theo thông tin tại ĐHCĐ, sau khi được ĐHCĐ thông qua chủ trương sáp nhập, một đề án cụ thể sẽ được hoàn thành trong quý 2 và trình xin ý kiến cổ đông. Hiện trên thị trường đang có thông tin 2 ngân hàng đã trình đề án sáp nhập lên cơ quan quản lý và đang chờ ý kiến chỉ đạo. Tỷ lệ hoán đổi cổ phiếu theo đề xuất của hai bên có thể là 1:0,75, tức 1 cổ phiếu Phương Nam được hoán đổi bằng 0,75 cổ phiếu Sacombank. Tỷ lệ này là tương đối hợp lý nếu chỉ căn cứ trên giá trị sổ sách tại thời điểm 31/12/2013, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu STB và PNB lần lượt là 13.733 đồng/cổ phiếu và 10.792 đồng/ cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi một lần nữa lưu ý đến vấn đề nợ xấu của NH Phương Nam với tỷ lệ nợ xấu năm 2013 ở mức 3,7%, tỷ lệ dự phòng rủi ro/nợ xấu ở mức 70%. Trong trường hợp sáp nhập, chất lượng tài sản của STB sẽ bị ảnh hưởng.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh Q1.2014 của STB dù giảm sút so với cùng kì nhưng vẫn tương đối khả quan, góp phần củng cố khả năng hoàn thành mục tiêu lợi nhuận cho năm 2014. Tuy nhiên mức trích lập dự phòng thấp cùng tỷ lệ nợ xấu gia tăng tiếp tục là những điểm đáng lưu tâm. Bên cạnh đó, việc sáp nhập với NH Phương Nam dù chưa đi đến đề án chính thức nhưng vẫn làm dấy lên các vấn đề liên quan đến chất lượng tài sản của STB nếu như thương vụ được thực hiện. Trong trường hợp hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2014, EPS forward của STB đạt 1.761 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 11 lần. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu STB.

***EIB:** Kết quả Q1.2014 khả quan nhờ quản trị tốt chi phí vốn.*

KQKD Q1 của EIB khả quan với lợi nhuận trước thuế đạt 445 tỷ đồng (+14,2% yoy; hoàn thành 24,7% kế hoạch). Đáng chú ý, dù tín dụng giảm 2,1% ytd và chi tăng 8,9% yoy, EIB vẫn duy trì được thu nhập lãi tăng trưởng 3% nhờ tiết giảm mạnh chi phí vốn và nâng tỷ lệ cho vay/huy động lên mức 103% so với 95% của cùng kì năm 2013. Chúng tôi cho rằng EIB đã tận dụng nguồn vốn giá rẻ liên ngân hàng để tài trợ một phần cho hoạt động tín dụng của mình. EIB giảm 3,1% lượng huy động từ thị trường một trong khi tiếp tục mở rộng trạng thái vay ròng trên thị trường liên ngân hàng (16,5 nghìn tỷ đồng trong Q1.2014 so với 94,1 tỷ đồng trong Q1.2013). Điều này đồng thời giúp cải thiện NIM. NIM đạt 2% vào cuối quý 1.2014, tăng nhẹ so với mức 1,8% tại thời điểm 31/12/2013 tuy vẫn thấp hơn mức 3% của Q1.2013. Sự cải thiện của NIM còn nhờ EIB thay đổi cơ cấu sản phẩm cho vay, giảm các khoản cho vay cá nhân với lãi suất thấp được cầm cố bằng sổ tiết kiệm bằng các sản phẩm tín dụng bán lẻ thuần túy.

Bên cạnh đó, các nguồn thu nhập ngoài lãi cũng có sự tiến triển tốt (+68% yoy) với thu nhập dịch vụ tăng 14,5% yoy; kinh doanh ngoại hối và vàng có lãi 38 tỷ so với khoản lỗ 1,9 tỷ cùng kì năm 2013. Chúng tôi quan sát thấy EIB không có nhiều hoạt động trên thị trường trái phiếu, do đó nguồn thu từ kênh kinh doanh này khá nghèo nàn trong thời gian qua dù các ngân hàng khác đã tích cực tận dụng sự biến động giá trên thị trường này để thu lợi nhuận tốt. Tổng thu nhập hoạt động theo đó tăng 8,5% trong khi chi phí hoạt động giảm 6% chủ yếu nhờ giảm chi phí lương. Theo đó tỷ lệ CPHĐ/TNHD giảm về mức 48,3% so với mức 60% của Q1.2013. Khác với các năm trước, trong năm 2014, EIB đã thực hiện trích chi phí dự phòng trong quý 1, ở mức 50 tỷ đồng. Đây có thể là sự thay đổi trong chính sách phân bổ chi phí theo hướng hài hòa hơn giữa các quý và giúp cải thiện tốt

hơn chất lượng tài sản ngay trong Q1.

Nợ xấu gia tăng, tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 2,4% so với 2,0% của cuối năm 2013. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu giảm thấp xuống 39%, thấp nhất kể từ năm 2010 của EIB. Chúng tôi quan sát thấy trong những năm gần đây EIB luôn giữ tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp, dưới 2%, và nếu ngân hàng tiếp tục theo đuổi chính sách này trong năm 2014, chi phí dự phòng có thể sẽ tăng cao trong các quý tiếp theo để xóa một phần nợ xấu.

Thông tin khác: Trong năm 2014, EIB đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế 1.800 tỷ đồng (+117% yoy) trên cơ sở tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt là 10% và 21%. Có thể nhận thấy chỉ tiêu tăng trưởng cho vay khách hàng đã được điều chỉnh thấp so với con số dự kiến 20% ban đầu. Theo tìm hiểu của chúng tôi, 10% là định mức được phân bổ bởi NHNN cho EIB và NH dùng con số này làm cơ sở để trình xin chấp thuận của cổ đông. Chúng tôi cho rằng EIB sẽ đạt được tăng trưởng tín dụng cao hơn con số kế hoạch nhờ triển khai tốt hơn mảng bán lẻ và tăng cường quan hệ tín dụng với các tổng công ty, tập đoàn nhà nước lớn. Tuy nhiên ngân hàng sẽ gặp nhiều thách thức trong thực hiện mục tiêu lợi nhuận do cơ cấu thu nhập phụ thuộc quá nhiều vào thu nhập lãi (chiếm 87,3% TNHĐ), phần thu nhập chưa thể tạo đột phá trong năm 2014 do (1) NIM sẽ chỉ ở cải thiện chậm khi EIB phải dần giảm bớt sự phụ thuộc đối với nguồn vốn rẻ ở thị trường liên ngân hàng dưới sức ép rủi ro thanh khoản và (2) mảng bán lẻ của EIB chưa tạo được ưu thế cạnh tranh vượt trội so với ACB hay STB.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của EIB trong Q1 có nhiều tín hiệu khả quan nhất định khi NH đã thành công trong việc cải thiện NIM và tăng trưởng đều các hoạt động thu nhập ngoài lãi. Tuy nhiên, nợ xấu tăng cùng tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu xuống thấp là những rủi ro cần chú ý. Chúng tôi cho rằng kế hoạch lợi nhuận năm 2014 là tương đối thách thức dù EIB có thể đạt tăng trưởng tín dụng cao hơn mục tiêu 10%. EPS theo kế hoạch 2014 ước đạt 1.093 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 12 lần. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu EIB.

***SHB:** SHB ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng so với cùng kỳ chủ yếu nhờ phần hoàn nhập dự phòng tăng cao trong khi các hoạt động kinh doanh chính đều giảm sút*

SHB ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng so với cùng kỳ, đạt 217 tỷ đồng (~21% kế hoạch), chủ yếu nhờ phần hoàn nhập dự phòng tăng cao trong khi các hoạt động kinh doanh chính đều giảm sút. Trong đó, thu nhập lãi thuần sụt giảm tới 18,3% yoy dù cho vay khách hàng tăng trưởng 8% ytd và 50% yoy. Thu lãi từ tiền gửi và từ kinh doanh, đầu tư chứng khoán nợ giảm mạnh (-34% yoy và -30,6% yoy), lần át sự cải thiện của thu lãi cho vay dẫn tới thu nhập lãi ròng giảm 8% yoy. NIM được cải thiện nhẹ so với cùng kỳ, từ mức 1,95% lên 2,02% tuy nhiên chúng tôi sẽ không dùng sự biến đổi của NIM để lý giải cho kết quả của SHB do NIM ttm tính trong Q1.2013 bị ảnh hưởng từ sự kiện sáp nhập với HBB. Bên cạnh đó, thu nhập ngoài lãi cũng giảm 19% yoy khi hoạt động dịch vụ, hoạt động tín dụng và các hoạt động khác đều không khả quan. Tuy nhiên, nhờ phần hoàn nhập dự phòng tăng 53% yoy, đạt 216 tỷ đồng nên lợi nhuận sau dự phòng và trước thuế vẫn tăng 27,1%. Vấn đề đáng lưu ý đối với khả năng sinh lời của SHB thể hiện ở chỉ số CPHĐ/TNHĐ luôn ở mức cao, đạt 86,3% trong Q1.2014 so với 78,6% vào cuối năm 2013 và 85% của Q1.2013. Đây là mức cao nhất chúng tôi quan sát được ở nhóm các ngân hàng niêm yết.

Cơ cấu tài sản của SHB cũng dịch chuyển theo hướng giảm các tài sản có khả năng sinh lời thấp, trong đó tiền gửi ở NHNN và cho vay liên ngân hàng lần lượt giảm 77,1% yoy và 40,7%. Đồng thời, STB tăng cường phân bổ nguồn lực tài chính cho vay khách hàng (+50% yoy), chứng khoán đầu tư (+47% yoy), chứng khoán kinh doanh (+87% yoy). Tuy thu hẹp trạng thái nhưng SHB vẫn tiếp tục cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng, cho thấy khả năng thanh khoản tương đối tốt của ngân hàng. Chỉ số CV/HĐ của SHB tuy có cải thiện nhưng vẫn ở mức tương đối thấp, đạt 74,5% trong Q1.2014.

Chất lượng tài sản không có dấu hiệu cải thiện khi nợ xấu tiếp tục tăng, tỷ lệ nợ xấu tính đến

c cuối Q1.2014 ở mức 4,3% so với 4,1% ở thời điểm 31/12/2013. Nếu tính gộp phần nợ 1.228,5 tỷ đồng khoanh chờ xử lý, tỷ lệ nợ xấu điều chỉnh lên mức 5,8%. Bên cạnh đó, SHB trích lập dự phòng rủi ro kho vay khách hàng ở mức thấp, chỉ tương đương 27% nợ xấu và 20% nợ xấu điều chỉnh. Tiếp tục quan điểm từ các báo cáo phân tích SHB trước, chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản của SHB có thể hàm ẩn nhiều rủi ro hơn con số nợ xấu công bố khi NH đã tái cơ cấu hơn 5.000 tỷ đồng nợ trong năm 2013, tương đương 6,5% tổng dư nợ.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi đánh giá cao SHB ở các nỗ lực ổn định hoạt động sau sự kiện sáp nhập với HBB. Khả năng tăng trưởng tín dụng cao tiếp tục là lợi thế giúp SHB hoàn thành kế hoạch kinh doanh. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý tới rủi ro về chất lượng tài sản có thể làm tăng áp lực chi phí dự phòng và mảng bán lẻ chưa có nhiều triển vọng khiến NIM vẫn ở mức thấp. Trên cơ sở kế hoạch 2014, EPS forward của ngân hàng đạt 1.096 đồng/cổ phiếu (tính trên vốn điều lệ mới), tương đương P/E forward ở mức 8,3. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với SHB.

Phụ lục 1: Diễn biến chính ngành NH trong 5T2014

Thời gian	Sự kiện
13/02/2014	Tính đến 20/1/2014, tín dụng của nền kinh tế ước giảm 1,21%, huy động tiền gửi giảm 0,98%.
21/02/2014	Theo NHNN, nếu tính toán một cách thận trọng, nợ xấu bao gồm cả nợ xấu được cơ cấu lại theo Quyết định 780/QĐ-NHNN thì tỷ lệ nợ xấu cũng chỉ khoảng 9%.
28/02/2014	Tính đến cuối năm 2013, VAMC đã mua lại khoảng 39.000 tỷ đồng nợ xấu từ các TCTD. VAMC dự kiến trong Q1.2014 sẽ mua khoảng 10.000 tỷ.
03/03/2014	Tính đến 20/2/2014, tín dụng toàn hệ thống các TCTD đối với nền kinh tế giảm 1,66% so với cuối năm 2013.
17/03/2014	Hạ trần lãi suất huy động VND các kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng từ mức 7%/năm xuống còn 6%/năm; trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND đối với các lĩnh vực ưu tiên sẽ giảm từ 9% xuống còn 8%, lãi suất cho vay lĩnh vực nông nghiệp giảm về 7%/năm.
18/03/2014	NHNN đã ban hành Thông tư số 09/2014/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 02/2013/TT-NHNN quy định về việc phân loại tài sản có, mức trích, phương pháp trích lập dự phòng rủi ro và việc sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro trong hoạt động của các tổ chức tín dụng.
11/04/2014	Hiện vẫn còn khoảng 17-18% tổng dư nợ của các TCTD có lãi suất trên 13%/năm.
15/04/2014	VAMC thông báo điều chỉnh lãi suất các khoản nợ xấu đã mua với 10,7%/năm đối với loại tiền VND; 5,2% với loại tiền USD và 5,7% với loại tiền EUR.
25/04/2014	Theo NHNN, nếu không thực hiện phân loại theo QĐ 780 thì tại cuối tháng 2/2014, nợ xấu sẽ tăng thêm 185.000 tỷ, cộng lại là 307.000 tỷ tương đương 9,71%.
28/04/2014	Tính đến ngày 22/04/2014, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống các TCTD đối với nền kinh tế tăng 0,62% so với cuối năm 2013.
23/05/2014	Tính đến ngày 23/05/2014, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống các TCTD đạt 1,31% so với cuối năm 2013 trong khi huy động vốn tăng 4,2% ytd
27/05/2014	Chính phủ vừa ban hành Nghị định 39/2014/NĐ-CP về hoạt động của công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính, cho phép các công ty này được thực hiện một số hoạt động ngân hàng.
28/05/2014	Mặt bằng lãi suất đã giảm 0,5%-1,5% trong 5 tháng đầu năm

Phụ lục 2: Kết quả kinh doanh 2013 của các NH niêm yết

Tỷ đồng	VCB	BID	CTG	MBB	STB	EIB	SHB	ACB
TN lãi thuần	10.782	13.950	18.277	6.124	6.627	2.736	2.104	4.386
± yoy %	-1,5%	5,6%	-0,8%	-7,2%	2,0%	-44,2%	12,2%	-36,2%
TN dịch vụ	1.619	2.461	1.520	739	948	275	133	770
± yoy %	17,9%	15,2%	18,9%	0,8%	38,1%	13,4%	-12,5%	9,7%
TN ngoại hối & vàng	1.427	162	291	99	-203	-114	63	-78
± yoy %	199,5%	299,7%	-19,4%	2616,3%	-193,2%	-61,8%	32,2%	-95,8%
CPHD	6.244	7.436	9.910	2.746	4.206	2.121	1.861	3.759
± yoy %	3,8%	9,9%	5,0%	9,9%	1,2%	-7,7%	10,8%	-12,0%
CP dự phòng	3.520	6.483	4.123	1.892	435	300	-493	855
± yoy %	6,6%	16,0%	-5,4%	-6,6%	-67,4%	25,5%	-12,7%	63,9%
LNST	4.358	4.031	5.792	2.276	2.229	659	850	826
± yoy %	-0,9%	23,5%	-5,8%	-1,3%	122,4%	-69,2%	3160,0%	5,4%
CPHD/TNHD 2013	40,3%	38,7%	45,5%	35,9%	55,3%	65,3%	78,6%	66,5%
<i>CPHD/TNHD 2012</i>	<i>39,9%</i>	<i>40,6%</i>	<i>43,0%</i>	<i>32,8%</i>	<i>60,6%</i>	<i>42,6%</i>	<i>57,1%</i>	<i>73,2%</i>
Tiền gửi KH	332.246	338.902	364.497	136.089	131.645	79.472	90.761	138.111
± yoy %	16,4%	11,8%	26,1%	15,6%	22,5%	12,8%	17,0%	10,3%
Cho vay KH	274.314	391.035	376.289	87.743	110.566	83.354	76.510	107.190
± yoy %	13,7%	15,0%	12,9%	17,8%	14,8%	11,3%	34,4%	4,3%
Nợ xấu	7475	8839	3770	2146	1610	1652	3104	3243
± yoy %	29,1%	-3,5%	-22,9%	56,5%	-18,4%	67,3%	-38,1%	26,1%
Tỷ lệ nợ xấu 2013	2,73%	2,26%	1,00%	2,45%	1,46%	1,98%	4,06%	3,03%
<i>Tỷ lệ nợ xấu 2012</i>	<i>2,40%</i>	<i>2,70%</i>	<i>1,47%</i>	<i>1,84%</i>	<i>2,05%</i>	<i>1,32%</i>	<i>8,81%</i>	<i>2,50%</i>
Dự phòng/Nợ xấu 2013	86%	70%	88%	82%	84%	43%	38%	48%
<i>Dự phòng/Nợ xấu 2012</i>	<i>91%</i>	<i>65%</i>	<i>75%</i>	<i>96%</i>	<i>73%</i>	<i>61%</i>	<i>25%</i>	<i>58%</i>
NIM 2013	2,52%	2,79%	3,43%	3,73%	4,75%	1,74%	1,69%	2,99%
<i>NIM 2012</i>	<i>2,85%</i>	<i>3,00%</i>	<i>3,99%</i>	<i>4,17%</i>	<i>5,23%</i>	<i>3,36%</i>	<i>1,91%</i>	<i>4,60%</i>
ROAA	1,0%	0,8%	1,1%	1,3%	1,4%	0,4%	0,7%	0,5%
ROAE	10,4%	13,8%	13,2%	16,2%	14,5%	4,3%	8,6%	6,6%
Kế hoạch LNTT	5.700	4.720	7.500	3.523	2.800	3.200	1.146	1.800
% KH	100,8%	112,1%	103,3%	85,8%	105,7%	25,9%	87,3%	57,5%

Nguồn: VCBS tổng hợp dựa trên báo cáo tài chính kiểm toán năm 2013

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812