

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN-HÀ NỘI (HNX – SHB)

Ngày 24 tháng 6, 2014

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ

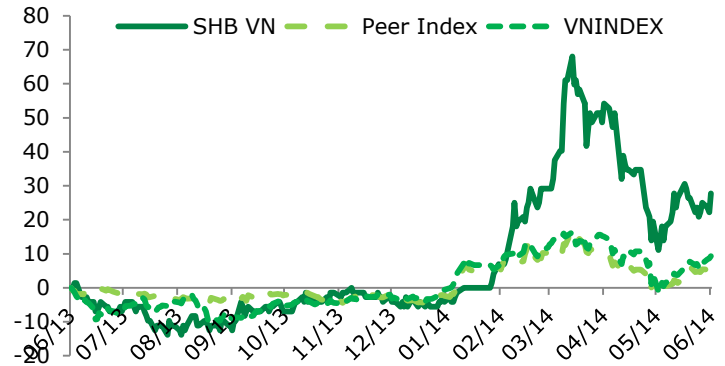


Giá hiện tại (6/23/2014):	VND 9,000
Giá mục tiêu ngắn hạn:	VND 9,200
Khuyến nghị kinh doanh ngắn hạn	Năm giữ
Ngưỡng kháng cự	VND 9,300
Ngưỡng hỗ trợ	VND 8,000

Mã trên Bloomberg:	SHB VN		
Sàn giao dịch:	HNX		
Ngành:	Ngân hàng		
Beta:	1.27		
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	12,200/5.900		
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	887		
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	7,979		
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do(%)	87%		
KLGDBQ 12 tháng	5,131,219		
KLGDBQ 12 tháng các NH tương đương	688,461		
Sở hữu nước ngoài (%)	9.3%		
Năm	Tỷ lệ trả cổ tức	EPS	
2013	7.5%	959	
2012	0%	33	
2011	13%	1,745	
Chỉ số tài chính	SHB	NH tương đương	VNI
PE	9.8x	14.7x	13.5x
P/B	0.8x	1.2x	1.91x
ROE	8.6%	10.4%	14.4%

Giới thiệu:

- Ngân hàng Sài Gòn - Hà Nội (SHB), trước đây gọi là Ngân hàng TMCP nông thôn Nhơn Ái, được thành lập vào ngày 13 tháng 11 năm 1993 với vốn điều lệ ban đầu là 400 triệu đồng.
- SHB cung cấp đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại và mục tiêu dài hạn là trở thành một tập đoàn tài chính hàng đầu.
- Ngân hàng hiện có vốn điều lệ là 8.865 tỷ đồng, tổng tài sản 143,625 tỷ đồng, xếp hạng thứ mười toàn ngành.



Chúng tôi đưa ra báo cáo phân tích lần đầu về Ngân hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội (HNX - SHB) với khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ SHB đã phát triển rất nhanh từ năm 2006 và hiện đứng thứ mười về tổng tài sản, đứng thứ bảy về mạng lưới, với thị phần tín dụng là 2,6% và thị phần tiền gửi 2,4% tính đến cuối năm 2013.
- ❖ Nợ xấu của SHB sau khi sáp nhập đã được xử lý khá quyết liệt, tuy nhiên, vẫn là thách thức khó khăn, ít nhất là trong vài năm tới. Tỷ lệ nợ xấu và chi phí dự phòng dự kiến sẽ tăng đáng kể sau khi Thông tư 02 và Thông tư 09 có hiệu lực.
- ❖ Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động đã giảm sút đáng kể từ khi sáp nhập và tính ổn định của thu nhập vẫn còn là một dấu hỏi do hoàn nhập dự phòng, một nguồn thu nhập không thường xuyên, đã đóng góp một phần đáng kể vào tổng thu nhập của SHB trong những năm 2012, 2013 và Quý 1/2014.
- ❖ Mức độ độc lập của Hội đồng quản trị của SHB cũng là một vấn đề cần lưu ý.
- ❖ Phương pháp định giá từ thu nhập thặng dư và so sánh chỉ số giá giao dịch P/E cho thấy SHB được thị trường định giá hợp lý.
- ❖ Giá cổ phiếu SHB đã tăng gần 28%, vượt trội so với các ngân hàng tương đương (ACB, EIB, STB, MBB) và VN-Index trong 12 tháng qua. Tuy nhiên biến động giá của cổ phiếu này cũng cao hơn nhiều, tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn.

NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH	3
<i>TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM</i>	<i>3</i>
<i>TRIỂN VỌNG NGÀNH</i>	<i>4</i>
TỔNG QUAN NGÂN HÀNG SHB	7
<i>LỊCH SỬ NGÂN HÀNG</i>	<i>7</i>
<i>MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG</i>	<i>8</i>
<i>TẦM NHÌN VÀ MỤC TIÊU</i>	<i>9</i>
<i>HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</i>	<i>11</i>
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	14
<i>HBB - tỷ lệ nợ xấu báo động đã xóa sổ ngân hàng một thời thành công</i>	<i>14</i>
<i>SHB - HBB sáp nhập.....</i>	<i>15</i>
<i>SHB - trước và sau khi sáp nhập</i>	<i>16</i>
Bảng cân đối kế toán	17
Kết quả kinh doanh	23
PHÂN TÍCH CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (CAMEL)	26
DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH.....	31
<i>MỤC TIÊU 2014</i>	<i>31</i>
<i>GIẢ ĐỊNH VỀ BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</i>	<i>31</i>
<i>GIẢ ĐỊNH VỀ KẾT QUẢ KINH DOANH</i>	<i>34</i>
ĐỊNH GIÁ	36
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY.....	39
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	40

TỔNG QUAN NGÀNH

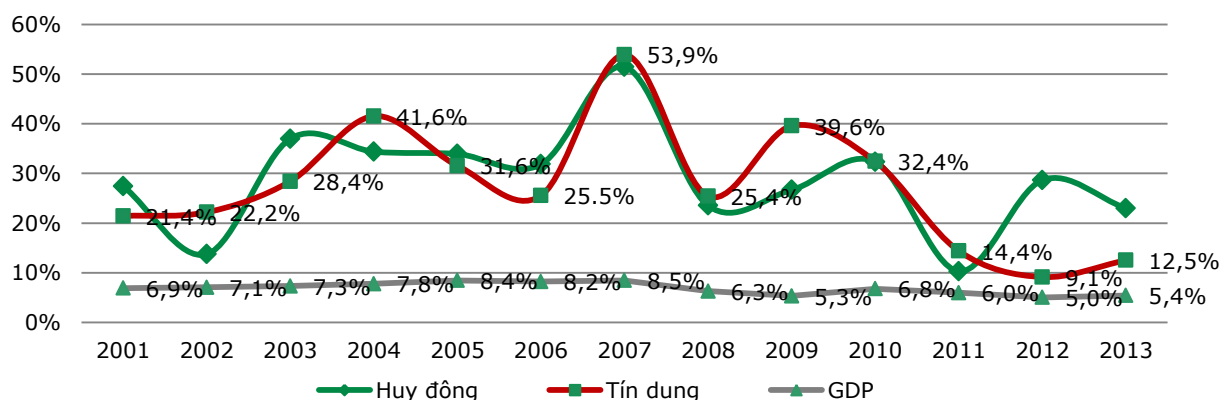
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

Đặc điểm nổi bật của ngành ngân hàng Việt Nam là có số lượng thành viên lớn và mỗi thành viên có quy mô tương đối nhỏ. Mới thực sự bắt đầu phát triển từ năm 1990 khởi nguồn từ hệ thống một ngân hàng độc nhất, đến nay ngành ngân hàng Việt Nam đã phát triển thành một hệ thống đông đảo các tổ chức tín dụng ngân hàng và phi ngân hàng chỉ trong vòng 23 năm. Hiện tại hệ thống bao gồm năm ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN), 33 ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP), bốn ngân hàng liên doanh (NHLD), năm ngân hàng 100% vốn nước ngoài và 100 chi nhánh và phòng giao dịch ngân hàng nước ngoài (NHNNg), 18 công ty tài chính, 12 công ty cho thuê tài chính, và gần 1.100 quỹ tín dụng. Ngân hàng lớn nhất xét trên tổng tài sản là Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (Agribank), xét trên tổng vốn điều lệ là Ngân hàng Công thương (Vietinbank-CTG), đứng đầu vốn hóa thị trường hiện tại là Ngân hàng Ngoại thương (Vietcombank-VCB). Mặc dù đã phát triển vượt bậc, quy mô các ngân hàng Việt Nam còn khá khiêm tốn so với các ngân hàng trong khu vực.

Ngành ngân hàng tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2000 – 2010.

Tính từ năm 2000 đến năm 2012, huy động và tín dụng tăng trưởng với tốc độ trung bình gộp (CAGR) lần lượt là 28,87% và 28,28%. Tăng trưởng nóng nhất diễn ra trong giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2007, với tốc độ tăng trưởng huy động và tín dụng đạt tới CAGR là 37,5% và 35,8% mỗi năm. Sự tăng trưởng này đạt đỉnh vào năm 2007 ở mức 51,49% đối với huy động và 53,89% đối với tín dụng. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng ba năm trở lại đây đã giảm đáng kể.

Tăng Trưởng Huy Động và Tín Dụng 2001-2013



Nguồn: IFS

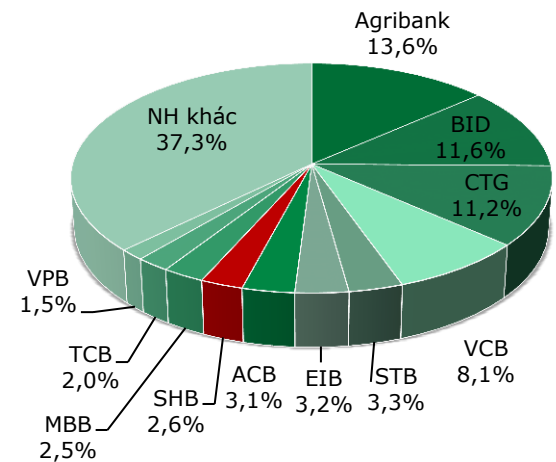
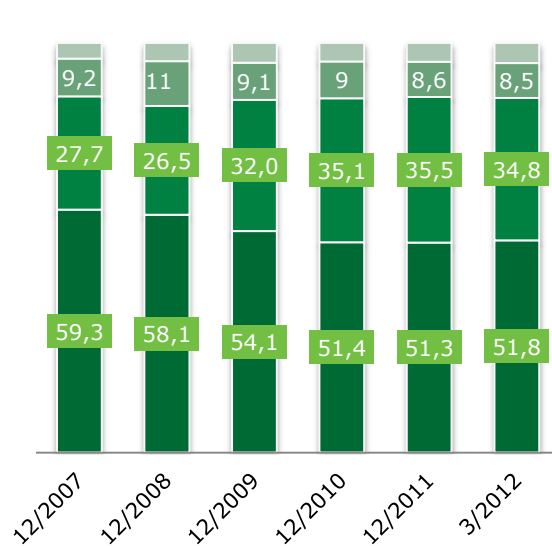
Ngành ngân hàng có cấu trúc vừa tập trung vừa phân tán. Trong khi bốn NHTMNN lớn nhất có được hơn một nửa thị phần, các NHTMCP, các ngân hàng nước ngoài, và các tổ chức tài chính khác phải tranh nhau nửa miếng bánh còn lại. Tuy nhiên, các NHTMNN đang mất dần thị phần vào tay các NHTMCP qua các năm. Trong năm năm gần đây,

NHTMCP đã giành được hơn 15% thị phần huy động vốn và 7% thị phần tín dụng từ các NHTMNN.

Thị phần tín dụng (%)

Thị phần tín dụng - 2013

■ NHTMNN ■ NHTMCP ■ NHLD, NHNNg ■ Khác



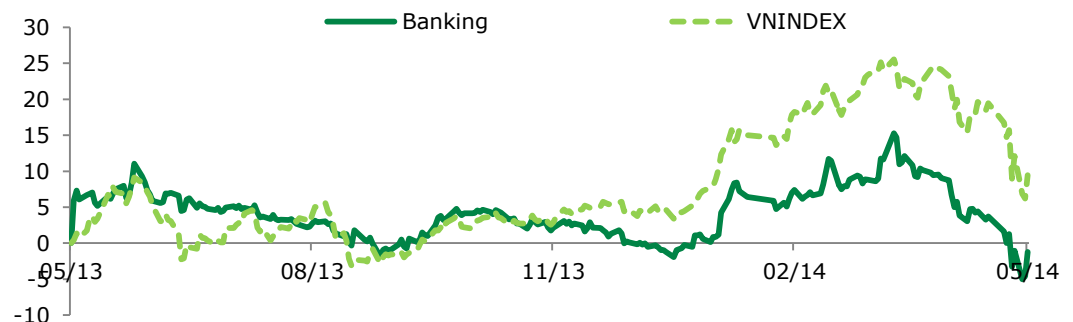
Nguồn: VNEconomy, VPBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Ngành ngân hàng tiếp tục đối mặt nhiều khó khăn

Năm 2014 được cho là một năm có tính bản lề đối với ngành ngân hàng Việt Nam. Với một loạt chính sách sẽ có hiệu lực và tác động lên hoạt động của toàn bộ hệ thống và tình hình kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn, bức tranh lợi nhuận của các ngân hàng vẫn chưa có điểm sáng rõ rệt. Chỉ số giá của cổ phiếu ngành ngân hàng trong một năm qua đã tăng trưởng thấp hơn so với VN Index, đặc biệt trong sáu tháng trở lại đây.

Chỉ số giá ngành ngân hàng và VNIndex



Nguồn: Bloomberg

Khả năng sinh lời suy giảm

Theo các con số được Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) công bố mới đây, trong năm 2013, tổng tài sản của toàn bộ hệ thống ngân hàng tăng 15%, huy động tăng 23%, và tín dụng tăng 13,17% so với năm trước. Tuy nhiên, lợi nhuận của các ngân hàng đã sụt giảm đáng kể. Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) trung bình đã giảm từ 15% năm 2009 xuống còn 5% vào cuối năm 2013. Đây là kết quả tất yếu của việc tăng trưởng tín dụng thấp, ứ đọng vốn, chi phí trích lập dự phòng cao, và giảm chênh lệch lãi suất cho vay và huy động. Xu hướng này được dự đoán sẽ còn tiếp diễn, ít nhất là trong năm 2014. Trong mùa ĐHCĐ diễn ra vào cuối tháng 4 vừa qua, rất nhiều nhà đầu tư đã tỏ ra thất vọng với các chỉ tiêu tăng trưởng và lợi nhuận khiêm tốn của nhiều ngân hàng thương mại lớn.

ROA và ROE của các tổ chức tín dụng Việt Nam (%)

Năm	2009		2010		2011		2012		2013	
Hệ số	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
NHNN	0,88	19,27	0,92	17,84	1,00	18,01	0,79	7,93	0,67	7,93
NNTMCP	1,45	14,94	1,40	15,75	1,22	14,85	0,49	3,60	0,31	3,6
Công ty tài chính	0,60	3,81	(1,59)	(11,02)	(0,30)	(2,36)	(0,76)	(22,21)	(2,07)	(22,10)
Ngành	1,12	15,28	1,02	13,39	1,12	14,25	0,62	5,18	0,49	5,18

Nguồn: NHNN, UBGSTCQG

Nợ xấu có nguy cơ quay trở lại

Tỷ lệ nợ xấu theo báo cáo của các TCTD đã giảm khá mạnh trong quý 4/2013 và xuống còn 3.61% tại thời điểm cuối năm. Mặc dù độ tin cậy của con số báo cáo của các TCTD vẫn là điều cần bàn cãi nhưng đây cũng là kết quả của một loạt các biện pháp xử lý nợ xấu đã được thực hiện khá quyết liệt trong năm. Tuy nhiên, theo báo cáo tài chính quý 1/2014 mà một số ngân hàng công bố mới đây, nợ xấu dường như đã quay trở lại. Nợ nhóm 5 của ngân hàng BIDV đã tăng hơn 32% lên 5,561 tỷ chỉ trong vòng ba tháng, tỷ lệ nợ xấu của ACB đã vượt mốc 3% lên 3.27%, DongA Bank đã lên suýt soát 4%, PG Bank lên trên 4%, Sacombank cũng tăng lên 1.86% từ mức 1.45% trước đó. Nguyên nhân cốt lõi của vấn đề vẫn là tình hình khó khăn của nền kinh tế và các doanh nghiệp. Ngoài ra nợ xấu tăng trở lại cũng bởi vì một số khoản nợ xấu tiềm ẩn vốn được "giấu" ở nhóm 1, nhóm 2 để làm đẹp báo cáo tài chính cuối năm nay buộc phải chuyển xuống nhóm 3, hay một số khoản nợ cơ cấu lại theo Quyết định 780 không được gia hạn thêm và phải chuyển xuống các nhóm nợ xấu. Hơn nữa, Thông tư 09 sẽ có hiệu lực từ 01.06.2014 và chắc chắn sẽ làm cho số nợ xấu các ngân hàng phải báo cáo tăng cao. Do đó, dù không muốn, các ngân hàng đang phải dấn "hé lộ" bức tranh chân thực hơn về tình hình nợ xấu để phần nào tránh gây sốc cho thị trường và các nhà đầu tư.

Một số thay đổi chính sách quan trọng

- *Thông tư 09/2014/TT-NHNN*, ký ngày 18.03.2014 đã bổ sung và sửa đổi một số quy định quan trọng trong Thông tư 02/2013/TT-NHNN, về việc phân loại tài sản, trích lập dự phòng, và sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro. Đáng chú ý Thông tư 09 đã kéo dài thời gian cho phép tổ chức tín dụng (TCTD) cơ cấu lại kỳ hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ (đối với các khoản nợ được cơ cấu lại theo Quyết định 780) đến hết quý 1/2015 nhưng với điều kiện chặt chẽ hơn,

và hoãn lại yêu cầu các TCTD điều chỉnh kết quả phân loại nợ theo kết quả phân loại của Trung tâm Thông tin Tín dụng (CIC) thêm sáu tháng. Trong ngắn hạn, Thông tư 09 sẽ giúp ngân hàng giảm áp lực phải báo cáo nợ xấu, gia tăng tín dụng, giảm trích lập dự phòng, qua đó cải thiện lợi nhuận. Tuy nhiên, các sửa đổi trong Thông tư 09 sẽ không tránh khỏi kéo dài quá trình cải cách hệ thống ngân hàng, là yếu tố rất quan trọng đối với triển vọng dài hạn của ngành ngân hàng.

- *Nghị định 01/2014/NĐ-CP* có hiệu lực từ ngày 20 tháng 2 năm 2014 cho phép một nhà đầu tư chiến lược sở hữu đến 20% cổ phần của tổ chức tín dụng nhỏ và đang gặp khó khăn, thậm chí nhiều hơn nếu được sự chấp thuận của Thủ tướng, tăng so với mức 15% trước đó. Nguồn vốn ngoại được kỳ vọng sẽ cải thiện tình hình tài chính của các ngân hàng, và sự tăng cường tham gia của các ngân hàng nước ngoài sẽ dẫn đến chuyển giao công nghệ và kinh nghiệm để cải thiện hiệu quả hoạt động của các ngân hàng Việt Nam.
- *Nghị quyết số 15/NQ-CP* về việc thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn của các doanh nghiệp nhà nước. Theo đó, có nhiều quy định mới giúp cho việc thực hiện quá trình này sẽ dễ dàng hơn trước rất nhiều. Nghị quyết này cũng đưa ra các biện pháp để khuyến khích các tổng công ty nhà nước thoái vốn đầu tư tại các ngân hàng, ví dụ như cho phép bán với giá thấp hơn giá trị sổ sách, chào bán ra công chúng cổ phiếu ngân hàng.
- *Dự thảo sửa đổi Thông tư 13/2010/TT-NHNN*: NHNN đang hoàn thiện để ban hành thông tư mới thay thế Thông tư 13 quy định các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của các tổ chức tín dụng. So với Thông tư 13, các quy định trong thông tư mới sẽ chặt chẽ hơn, đặc biệt là các quy định nhằm hạn chế tình trạng sở hữu chéo, cải thiện chất lượng vốn của các tổ chức tín dụng

Thêm nhiều thương vụ mua bán sáp nhập tự nguyện

Mua bán sáp nhập (M&A) ngân hàng ngày càng trở nên phổ biến. Nếu như hai năm trước, chỉ những ngân hàng yếu kém nằm trong danh sách bắt buộc tái cấu trúc của NHNN tham gia hoạt động này, năm nay thị trường chứng kiến thêm nhiều thương vụ mua bán và sáp nhập tự nguyện. Có nhiều động lực để các ngân hàng sáp nhập, trong đó áp lực phải thoái vốn khỏi ngành ngân hàng của các công ty tập đoàn nhà nước trong giai đoạn 2014-2015 (điển hình là trường hợp Petrolimex thoái vốn tại PG Bank), sự thiếu vốn ở nhiều ngân hàng nhỏ, giảm tình trạng sở hữu chéo giữa các ngân hàng (Ngân hàng Phương Nam tự nguyện xin sáp nhập vào Sacombank, ngân hàng Phát triển Mê Kông sáp nhập vào ngân hàng Hàng hải (MSB)), và mở rộng lĩnh vực hoạt động (SHB có ý định sáp nhập một công ty tài chính để mở rộng lĩnh vực ngân hàng bán lẻ) là một số nguyên nhân chủ đạo. Ngoài những trường hợp cụ thể nêu trên, một số ngân hàng khác như Vietcombank, Bản Việt Bank, SeaBank, Việt Á cũng đề cập đến khả năng sáp nhập với một ngân hàng khác trong năm nay. Trong bối cảnh sức ép tái cơ cấu đến với hầu hết các ngân hàng, có thể nhận định rằng hoạt động M&A trong lĩnh vực ngân hàng vẫn sẽ sôi động trong những năm tới.

TỔNG QUAN NGÂN HÀNG SHB

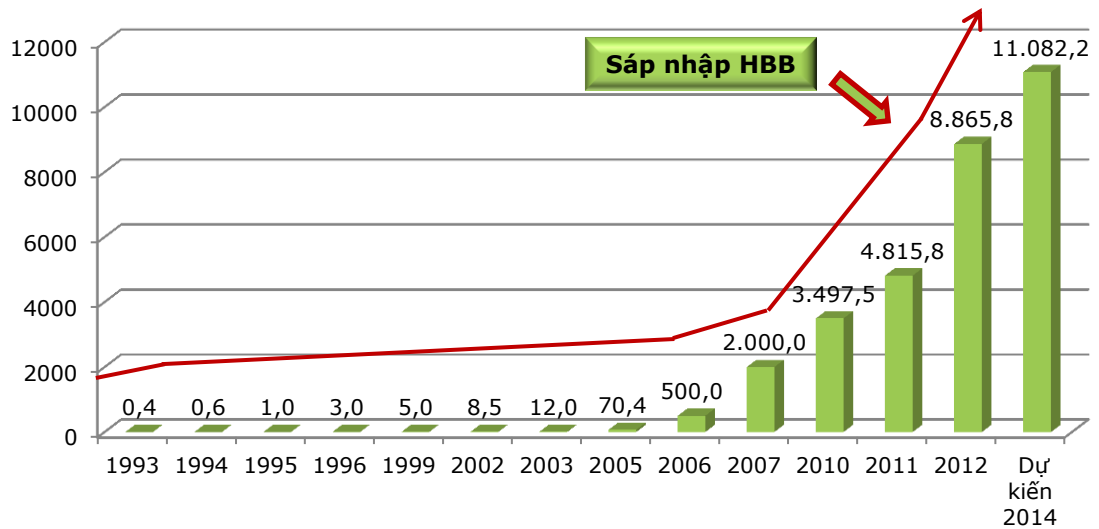
LỊCH SỬ NGÂN HÀNG

Ngân hàng Sài Gòn - Hà Nội (SHB), tiền thân là Ngân hàng TMCP Nông thôn Nhơn Ái, được thành lập vào ngày 13 Tháng 11 năm 1993 với vốn điều lệ ban đầu là 400 triệu đồng và tổng tài sản 1,1 tỷ đồng. Ban đầu ngân hàng chỉ hoạt động tại trụ sở chính tại tỉnh Cần Thơ với tổng số nhân viên là 8 người. Năm 2006, Tập đoàn T&T trở thành cổ đông lớn nhất của ngân hàng quy mô nhỏ này và chuyển đổi nó từ một ngân hàng nông thôn thành một ngân hàng thương mại đô thị và đổi tên thành Ngân hàng TMCP Sài Gòn - Hà Nội (SHB). Trong năm 2007, SHB tăng vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng lên 2.000 tỷ đồng và một năm sau, SHB chuyển văn phòng trụ sở chính từ Cần Thơ về Hà Nội, chuẩn bị cho thời kỳ tăng trưởng mạnh của ngân hàng. Trong năm 2009, SHB đã hoàn tất quá trình cổ phần hóa và chính thức niêm yết 200 triệu cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội với mã chứng khoán SHB. Năm 2012 cũng là năm bản lề quan trọng trong lịch sử hình thành và phát triển của SHB. Theo Quyết định số 1559/QĐ-NHNN, SHB đã mua lại Ngân hàng Thương mại Cổ phần Nhà Hà Nội (Habubank), tăng vốn điều lệ ngân hàng từ 4.816 tỷ đồng lên 8.866 tỷ đồng. Bằng cách mở rộng quy mô, mạng lưới và năng lực cạnh tranh của mình, SHB đã đạt được mục tiêu trở thành một trong 10 ngân hàng thương mại lớn nhất Việt Nam.

Năm	Sự kiện chính
1993	<ul style="list-style-type: none">Được thành lập, tiền thân là Ngân hàng TMCP Nông thôn Nhơn Ái
2006	<ul style="list-style-type: none">Được Nhà nước chấp thuận chuyển đổi thành Ngân hàng thương mại cổ phần Đô thị và đổi tên thành Ngân hàng TMCP Sài Gòn-Hà Nội
2007	<ul style="list-style-type: none">Tăng vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng lên 2.000 tỷ đồngTập đoàn Than và Khoáng sản Việt Nam và Tập đoàn Cao su Việt Nam chính thức trở thành cổ đông chiến lược và ký kết quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với SHB
2008	<ul style="list-style-type: none">Chuyển trụ sở chính từ Cần Thơ ra Hà Nội
2009	<ul style="list-style-type: none">Niêm yết thành công 200 triệu cổ phiếu trên Sàn GDCK Hà NộiĐạt giải thưởng Ngân hàng Tài trợ Thương Mại tốt nhất Việt Nam 2009 do Tạp chí Tài chính Toàn cầu (USA) bình chọn
2010	<ul style="list-style-type: none">Phát hành thành công 150 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ lên gần 3.500 tỷ đồngTriển khai thành công hệ thống CoreBanking mới (Intellect) và hệ thống công nghệ thẻ mới (SmartVista)
2011	<ul style="list-style-type: none">Chuyển đổi thành công 1.500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi để nâng vốn điều lệ lên gần 5.000 tỷ đồngNhận Huân Chương Lao Động hạng Ba của Chủ tịch nước
2012	<ul style="list-style-type: none">Thực hiện sáp nhập với ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội (Habubank)Được Ngân hàng Nhà nước xếp loại A, thuộc Ngân hàng nhóm I - nhóm cao nhấtMở chi nhánh tại Lào và Campuchia
2013	<ul style="list-style-type: none">Kỷ niệm 20 ngày thành lậpNhận huân chương Lao Động hạng Nhì của Chủ tịch nước
2014	<ul style="list-style-type: none">Vốn điều lệ dự kiến tăng lên thành 11.082 tỷ đồng

Nguồn: BCTN SHB 2009-2013

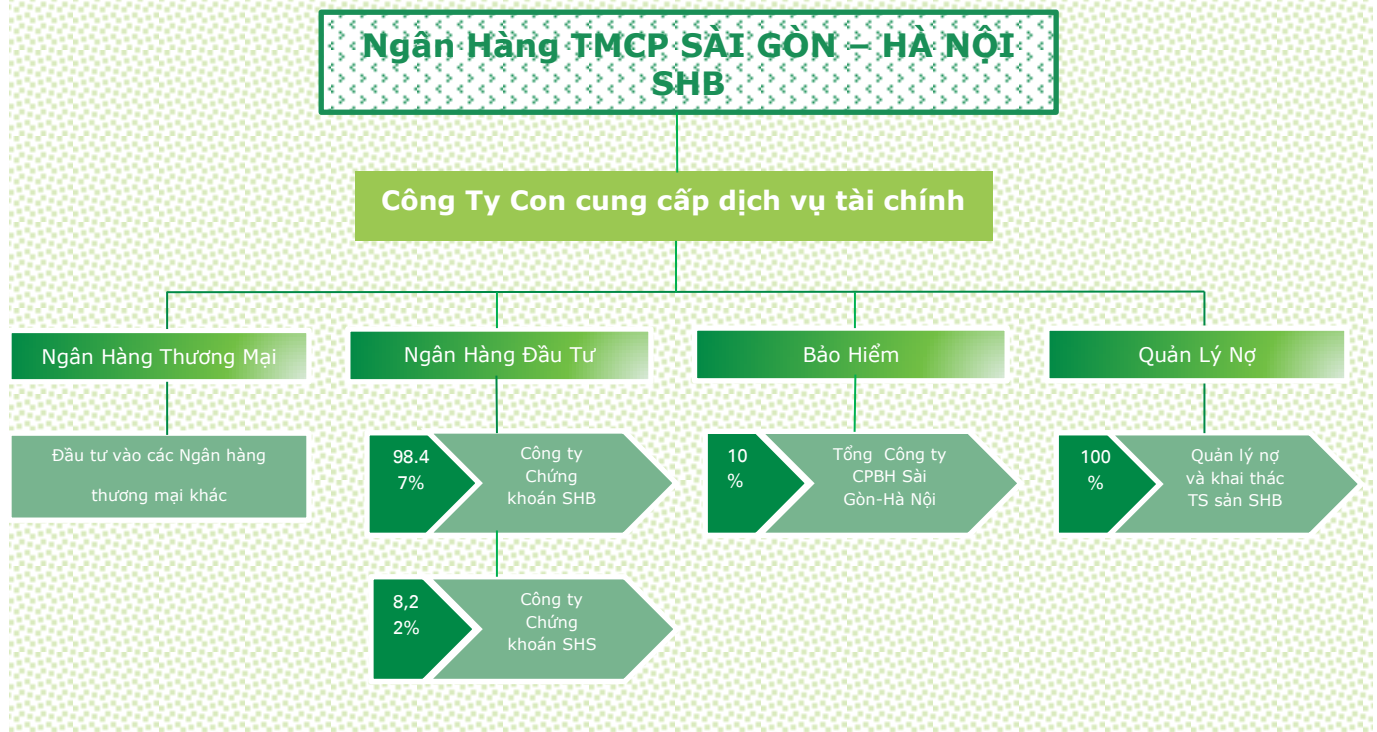
Quá trình tăng vốn điều lệ 1993-2014 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BCTC SHB 2013

MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG

Mô Hình Hoạt Động



Nguồn: BCTN SHB 2013

SHB hiện được tổ chức hoạt động theo mô hình trong đó ngân hàng thương mại giữ vai trò cốt lõi và đóng vai trò công ty mẹ đối với các công ty con và công ty liên kết. Các mảng hoạt động kinh doanh chính của SHB là:

Ngân hàng thương mại

Hoạt động chính của Ngân hàng bao gồm: huy động và nhận tiền gửi, cung cấp tín dụng, thực hiện các giao dịch ngoại tệ, các dịch vụ tài trợ thương mại quốc tế, chiết khấu thương phiếu, trái phiếu và các giấy tờ có giá khác, cung cấp dịch vụ thanh toán và các dịch vụ ngân hàng khác.

Ngân hàng đầu tư

SHB nắm giữ cổ phần của hai công ty chứng khoán. Công ty thứ nhất là Công ty CP Chứng khoán SHB (SHBS) được tiếp quản từ Habubank với tên cũ là Công ty Cổ phần Chứng khoán Habubank với 98,47% thuộc sở hữu của SHB.

Công ty thứ hai là Công ty CP Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS), do SHB cùng các đối tác chiến lược Tập đoàn Công nghiệp Than-Khoáng sản, Tập đoàn Cao su, Công ty CP Tập đoàn T&T và các cổ đông khác góp vốn thành lập năm 2007. SHB hiện đang nắm giữ 8,22% cổ phần của SHS. Hai công ty chứng khoán SHBS và SHS cung cấp các dịch vụ như môi giới, nghiên cứu, tư vấn đầu tư, bảo lãnh, lưu ký, tự doanh.

Quản lý nợ

Công ty TNHH một thành viên quản lý nợ và khai thác tài sản SHB (SHAMC) là công ty con 100% thuộc sở hữu của SHB. Các nghiệp vụ chính của công ty bao gồm:

- ✓ Tiếp nhận và quản lý nợ xấu và tài sản đảm bảo liên quan đến các khoản vay
- ✓ Bán tài sản đảm bảo
- ✓ Chuyển dịch cơ cấu dư nợ cho vay
- ✓ Xử lý tài sản đảm bảo tiền vay
- ✓ Cơ cấu lại, mua bán, xử lý nợ tồn đọng

Bảo hiểm

Tổng Công ty CP Bảo hiểm Sài Gòn-Hà Nội (BSH), tên gọi trước đây là Công ty CP bảo hiểm SHB-Vinacomin (SVIC) ra đời năm 2008 do SHB, Tập đoàn Than Khoáng sản, Công ty Tập đoàn T&T và một số cổ đông khác đồng sáng lập. BSH cung cấp các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ, tái bảo hiểm và các dịch vụ khác. Hiện tại SHB nắm giữ 10% cổ phần của BSH.

TẦM NHÌN VÀ MỤC TIÊU

Từ năm 2009, SHB đã xác định mục tiêu trung hạn là trở thành một ngân hàng bán lẻ đa năng hiện đại vào năm 2015. Tầm nhìn dài hạn đến năm 2020 của SHB là trở thành một tập đoàn tài chính hàng đầu. Cụ thể là, ngân hàng hướng tới top 8 ngân hàng hàng đầu Việt Nam và top 3 NHTMCP Việt Nam với quy mô lớn về mọi mặt và hội nhập toàn cầu. Trong công cuộc hiện thực hóa tầm nhìn này, năm 2012, SHB đã nhận sáp nhập thành công Habubank (một ngân hàng với thương hiệu tốt và quy mô trung bình) để đưa SHB trở thành một trong 10 ngân hàng lớn nhất Việt Nam tính trên vốn điều lệ và thị phần. Tính đến cuối năm 2013, SHB đã vươn lên top 5 NHTMCP lớn nhất.

SHB đã mở rộng lĩnh vực hoạt động trong vài năm gần đây. Cụ thể, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đã được phát triển thông qua việc thu mua SHBS và đầu tư vào SHS. Thêm vào đó, việc mở rộng đầu tư sang lĩnh vực bảo hiểm vào công ty Bảo hiểm Sài Gòn – Hà Nội (BSH) cũng là một nỗ lực của SHB nhằm đa

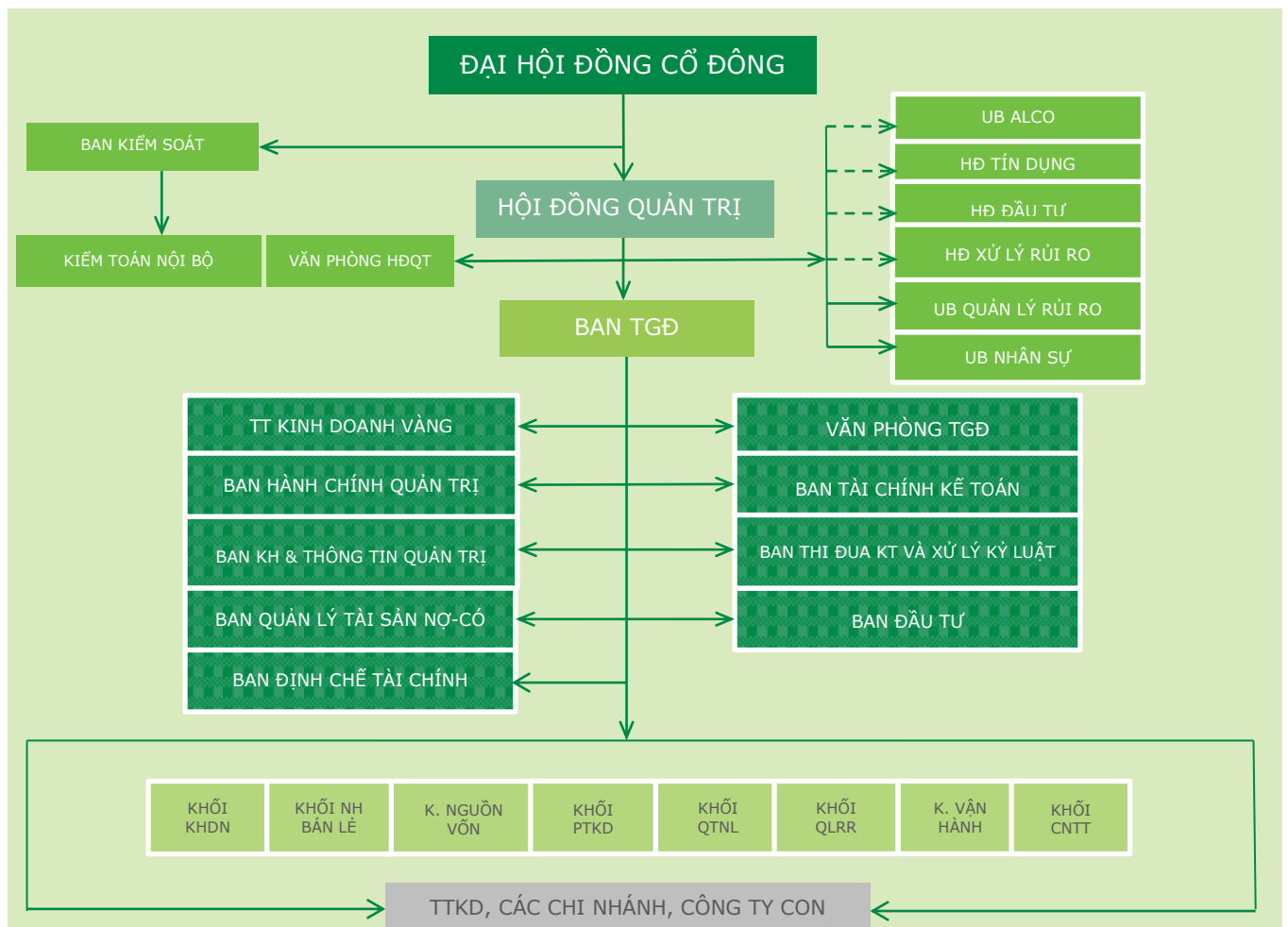
dạng hóa nguồn thu nhập của ngân hàng để trở thành một tập đoàn tài chính hàng đầu. Tuy nhiên, các công ty con và công ty liên kết của SHB hoạt động chưa thực sự hiệu quả trong vài năm gần đây và chỉ góp phần không đáng kể vào thu nhập của ngân hàng.

Để phát triển phân khúc ngân hàng bán lẻ, SHB dự định sẽ sáp nhập một công ty tài chính với sức khỏe tài chính lành mạnh và đang trong giai đoạn đàm phán với một đối tượng tiềm năng (Công ty tài chính Vinaconex-Viettel). Tuy nhiên, ngoài động thái này, chúng tôi chưa thấy chiến lược cụ thể nào từ SHB để phát triển phân khúc bán lẻ khi mà thực tế cho thấy tỷ trọng cho vay cá nhân đã giảm xuống trong ba năm gần đây. Thêm vào đó, các sản phẩm ngân hàng bán lẻ của SHB chưa thực sự tạo được sự khác biệt, ví dụ như sản phẩm cho vay mua nhà cá nhân hoặc cho vay trả góp cá nhân.

SHB đã và đang mở rộng sang thị trường nước ngoài thông qua việc mở chi nhánh tại Lào và Campuchia trong năm 2012 và có kế hoạch nâng cấp Chi nhánh SHB Lào và Campuchia thành Công ty TNHH Một thành viên 100% vốn của SHB trong năm 2014. Myanmar, Singapore và châu Âu là những mục tiêu tiếp theo cho việc mở rộng thị trường của SHB. Sự có mặt của những đối tác chiến lược có tiềm năng và hiểu biết thị trường địa phương sẽ là chìa khóa giúp SHB vươn ra thị trường quốc tế. Mở rộng ra nước ngoài đã trở thành xu hướng phổ biến của ngành ngân hàng trong vài năm qua do xu thế hội nhập toàn cầu. Theo báo cáo của Cục Đầu tư nước ngoài - Bộ Kế hoạch và Đầu tư (FIA), tính đến tháng 4 năm 2012, tổng số dự án đăng ký đầu tư ra nước ngoài của ngành tài chính, ngân hàng và bảo hiểm Việt Nam là 31 dự án với tổng vốn đầu tư 467,8 triệu USD (FIA, 2013). Tiêu biểu có Vietcombank và BIDV đã thành lập văn phòng đại diện tại Singapore và Campuchia; Sacombank mở chi nhánh tại Lào và Campuchia đồng thời nâng cấp chi nhánh thành Công ty TNHH MTV 100% vốn của STB ở Campuchia (tháng 10/2011); Ngân hàng Quân đội cũng đã mở chi nhánh tại Campuchia. Mặc dù vậy, quy mô và phạm vi hoạt động của các chi nhánh ngân hàng Việt Nam tại nước ngoài vẫn còn hạn chế. Với tình hình hiện tại, tham vọng mở rộng sang thị trường mới của SHB sẽ khó có thể hiện thực hóa trong tương lai gần. Thay vào đó SHB cần tập trung xử lý nợ xấu và củng cố ngân hàng sau sáp nhập.

HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Sơ Đồ Tổ Chức Bộ Máy



Nguồn: BCTN SHB 2013

Hội đồng quản trị

Hội đồng quản trị của SHB bao gồm bảy thành viên, với ông Đỗ Quang Hiển, Chủ tịch Tập đoàn T&T, cũng là Chủ tịch HĐQT của SHB. T&T hiện đang có hai đại diện khác là thành viên HĐQT, và hai đối tác chiến lược, TKV và VRG, mỗi bên đều có một đại diện là thành viên HĐQT. Như vậy, phần lớn các thành viên HĐQT không phải là thành viên độc lập. Họ đồng thời giữ các vị trí quan trọng trong HĐQT và Ban giám đốc các công ty con, chi nhánh và đối tác chiến lược của SHB.

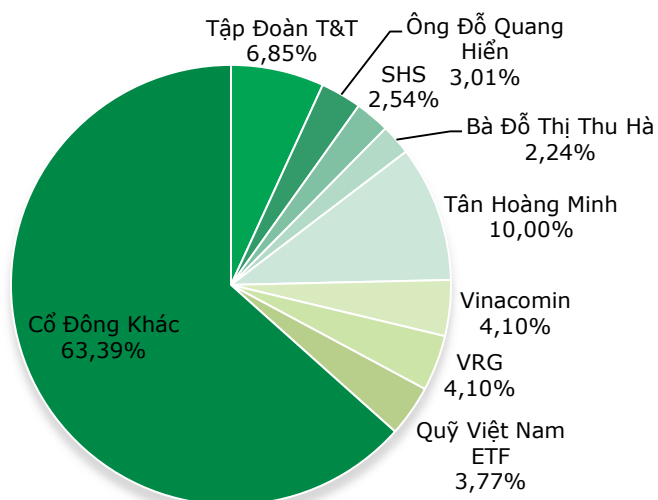
Tên	Chức Danh	% CP sở hữu	Kinh nghiệm nổi bật
Ông Đỗ Quang Hiến	Chủ tịch HĐQT	3,010%	Ông là chủ tịch của SHB từ năm 2008. Ông đã công tác tại Viện Nghiên cứu và Công nghệ 1988-1993, sau đó rời Viện, thành lập Công ty Cổ phần Tập đoàn T&T và là Chủ tịch của Tập đoàn này từ năm 1993. Ngoài ra, ông còn là Chủ tịch của T&T Khai thác chế biến khoáng sản Hà Giang, Công ty cổ phần quản lý quỹ Đầu tư Sài Gòn - Hà Nội, Công ty CP phát triển đô thị và khu công nghiệp SHB (SHB Land), công ty CP Bảo hiểm SVIC và công ty CP Thủy sản Bình An (Bianfishco).
Ông Nguyễn Văn Lê	Ủy viên HĐQT, TGD	0,248%	Ông có hơn 19 năm kinh nghiệm quản lý trong ngành ngân hàng, giữ vị trí Tổng Giám đốc SHB kể từ năm 1999, thành viên HĐQT từ năm 2008. Ngoài ra ông còn là thành viên HĐQT CTCP Đầu tư và phát triển cao su Nghệ An, CTCP Quản lý Quỹ Đầu tư Sài Gòn - Hà Nội, CTCP Đầu tư Xây dựng LILAMA SHB, Công ty CP phát triển đô thị và khu công nghiệp SHB (SHB Land).
Ông Trần Ngọc Linh	Ủy viên HĐQT	0,218%	Phó Chánh Thanh tra, giám sát ngân hàng, NHNN Việt Nam
Ông Phạm Hồng Thái	Ủy viên HĐQT	-	Thành viên HĐQT của SHBS. Trưởng ban tài chính của Tập Đoàn Than - Khoáng sản Việt Nam
Ông Phạm Ngọc Tuấn	Ủy viên HĐQT	-	Thành viên HĐQT từ 2012. Thành viên HĐQT CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp T&T, CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp SHB, CTCP Xuất nhập khẩu Thủ công mỹ nghệ
Ông Lê Quang Thung	Ủy viên HĐQT	-	Thành viên HĐQT độc lập SHB. Thành viên HĐQT CTCP Đầu tư và Phát triển Đại Hải. Chủ tịch Hiệp hội Cao Su Việt Nam
Ông Đỗ Quang Huy	Ủy viên HĐQT	-	Ủy viên HĐQT từ 2014. Công tác tại tập đoàn T&T từ 2004 đến nay.

Nguồn: BCTN SHB

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông hiện tại của SHB khá phân tán với hơn 63% tổng số cổ phần đang lưu hành tự do và có tính thanh khoản cao trên sàn chứng khoán Hà Nội (HNX). Sở hữu nhà nước chiếm 8,2%, sở hữu nước ngoài là 9,3%, phần còn lại thuộc về các cổ đông khác.

Cơ cấu cổ đông SHB



Nguồn: Bloomberg, VPBS Tổng hợp

Cổ đông lớn nhất nắm giữ 10% cổ phần là Tập đoàn Tân Hoàng Minh, một công ty hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản và tập trung vào những dự án bất động sản cao cấp. Hầu hết các dự án của Tân Hoàng Minh đã bị trì hoãn trong một thời gian khá dài do thiếu vốn đầu tư và phân khúc căn hộ cao cấp vẫn còn một chặng đường dài trên quá trình hồi phục.

Đối tác và cổ đông chiến lược, Tập đoàn T&T là một tập đoàn kinh doanh chủ yếu trong các lĩnh vực Công nghiệp-Tài chính-Bất động sản với mức vốn điều lệ hiện tại là 500 tỷ đồng. T&T đã đầu tư góp vốn vào SHB từ năm 2006 và trở thành cổ đông lớn nhất tại thời điểm đó, nắm giữ 30% cổ phần của SHB. Do SHB đã tăng vốn rất nhanh kể từ 2006, nên dù tiếp tục góp vốn vào SHB, tỷ lệ sở hữu của SHB đã giảm dần còn 22% năm 2007 và hiện là 6,85%. Chủ tịch Đỗ Quang Hiển chỉ nắm giữ 3,01%. Tuy nhiên, hai chị em của Chủ tịch cũng là cổ đông quan trọng của SHB với số cổ phần nắm giữ là 2,24% và 0,56%, tương ứng. Ông Đỗ Quang Hiển đồng thời là Chủ tịch và Giám đốc điều hành của T&T Group, do đó tổng số cổ phần của ông Đỗ Quang Hiển và các thành phần liên quan chiếm hơn 15%, khiến ông trở thành cổ đông có sức ảnh hưởng nhất của SHB.

Sở hữu nhà nước 8,2% thuộc về hai đối tác chiến lược của SHB, đó là Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG). SHB ký kết quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với TKV và VRG vào năm 2007. Theo thỏa thuận, TKV và VRG sẽ chuyển hầu hết các giao dịch, thanh toán và nguồn vốn sang SHB, giúp SHB cải thiện thanh khoản. SHB sẽ trở thành ngân hàng đầu mối hỗ trợ nguồn tài chính cho TKV và VRG và các công ty trực thuộc. Thêm vào đó, TKV, VRG và SHB cùng góp vốn thành lập công ty chứng khoán và bảo hiểm (SHS và BSH). Tuân thủ theo Nghị quyết 15/2014/NQ-CP về việc thoái vốn ngoài ngành của DNNN, trong năm 2014, TKV và VRG đã lên kế hoạch thoái vốn khỏi SHB và SHS. TKV hiện đang chờ một mức giá hợp lý để bán cổ phần của SHB trong năm 2014. VRG đã thoái vốn khỏi SHS vào cuối tháng 04.2014 và việc thoái vốn khỏi SHB chỉ là vấn đề thời gian. Tập đoàn T&T đã có một số động thái thể hiện ý định muốn mua lại số cổ phần này.

Hiện tại 3,79% cổ phần của SHB thuộc về Quỹ Việt Nam Market Vector ETF, do đó tỷ lệ nắm giữ có thể thay đổi thường xuyên do quỹ tái cơ cấu danh mục định kỳ. Cụ thể, chỉ trong vòng mấy tháng đầu năm 2014, Việt Nam ETF đã bán 12,45 triệu cổ phiếu của SHB, giảm tỷ lệ sở hữu từ 5,17% xuống chỉ còn 3,77%.

Chúng tôi quan ngại về mối quan hệ phức tạp giữa SHB, các cổ đông lớn, các công ty con và công ty liên kết. Một phần lớn dư nợ của SHB là các khoản cho vay cổ đông lớn như Tập đoàn T&T, Tân Hoàng Minh, TKV và VRG và các công ty trực thuộc của hai tập đoàn này. Các công ty này cũng đầu tư vào SHB và các công ty liên kết của SHB như SHS, BHS. Do đó, tính độc lập của Hội đồng quản trị và Ban điều hành của ngân hàng có thể đã bị “thỏa hiệp”. Do những thông tin tài chính chi tiết về vấn đề này không được báo cáo minh bạch, sẽ rất khó để đánh giá đầy đủ các rủi ro tiềm tàng mang tính hệ thống gây ra bởi cơ cấu sở hữu chéo của các bên liên quan.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

SHB đã nhận sáp nhập Habubank (HBB) vào tháng 08 năm 2012. Ngân hàng sau khi sáp nhập đã thay đổi không chỉ về quy mô mà còn về hiệu quả hoạt động tổng thể. Dưới đây chúng tôi sẽ phân tích tình trạng của HBB trước khi sáp nhập và thương vụ sáp nhập SHB-HBB để có một đánh giá tốt hơn về triển vọng của SHB hiện tại.

HBB - tỷ lệ nợ xấu cao đã xóa sổ ngân hàng một thời thành công

Habubank là NHTMCP đầu tiên thành lập vào năm 1989 với vốn điều lệ ban đầu chỉ 5 tỷ đồng. Trong suốt 24 năm hoạt động, Habubank đã nổi lên là một trong những ngân hàng CP danh tiếng và tiềm lực, cho đến năm 2011.

Vấn đề của Habubank nằm ở danh mục cho vay khách hàng quá tập trung. Habubank chủ yếu cấp các khoản vay cho các ngành như đóng tàu, sản xuất giấy, vật liệu xây dựng, thủy sản và tổng giá trị các khoản cho vay 50 khách hàng lớn nhất chiếm tới 65% tổng dư nợ cho vay của ngân hàng. Do đó, chỉ cần một vài khoản nợ xấu đã đủ khiến Habubank đứng trên bờ vực phá sản. Vinashin, cùng với một số khách hàng lớn khác, đã đóng góp chủ yếu vào sự thất bại của Habubank.

Vinashin từng là cổ đông lớn của Habubank, nắm giữ hơn 10% cổ phần của Habubank năm 2007 và giảm xuống còn 6% vào năm 2009. Coi Vinashin như một công ty "sân sau", Habubank đã phê duyệt một lượng lớn tín dụng cho Vinashin. Tính đến năm 2011, ngoài khoản 2.745 tỷ đồng cho Vinashin vay, Habubank còn nắm giữ 600 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp trên tổng 3.345 tỷ đồng do Vinashin phát hành trong năm 2007. Dịch vụ phát hành lượng trái phiếu này do Công ty Chứng khoán Habubank (công ty con của Habubank) thu xếp. Như vậy, tổng dư nợ cho Vinashin là 3.345 tỷ đồng, tương đương với 83% vốn điều lệ của Habubank. Điều này rõ ràng vi phạm Thông tư 13/TT-NHNN và Thông tư 19/TT-NHNN sửa đổi Thông tư 13, quy định tổng dư nợ cho một khách hàng không được vượt quá 15% vốn điều lệ của TCTD. Khi các khoản vay của Vinashin trở nên xấu đi, lợi nhuận, tính thanh khoản, và cuối cùng là khả năng thanh toán của Habubank rơi vào tình trạng nguy kịch.

Tình hình khó khăn chung của nền kinh tế cũng làm cho nhiều khách hàng chủ đạo của HBB phải đối mặt với khó khăn trong việc trả nợ, chẳng hạn như công ty Thủy sản Bình An, công ty giấy Tiến Đạt và nhiều công ty khác. Tuy nhiên, việc phát sinh nhiều khoản nợ xấu trong một thời gian ngắn cũng phản ánh một thực tế là năng lực quản trị rủi ro của HBB còn yếu kém.

Thêm vào đó, do Habubank đã không tăng trưởng mạnh mẽ như các đối thủ khác trong vài năm cuối trước khi bị sáp nhập, ngân hàng này đã phần nào mất đi khả năng cạnh tranh và thị phần của mình. Từ một ngân hàng với lợi nhuận cao và ROE duy trì ở mức 25% đến 30%, HBB sau đó đã phải đối mặt với áp lực nặng nề để làm hài lòng các cổ đông, dẫn đến việc thực hiện các giao dịch có rủi ro cao, chẳng hạn như các giao dịch ủy thác đầu tư, gửi tiền tại các tổ chức tín dụng khác với mức lãi suất "thỏa thuận". Những rủi ro tiềm ẩn cuối cùng đã trở thành thiệt hại thực tế cho HBB khi tiền gửi liên ngân hàng của HBB tại Công ty Tài chính Cao su (270 tỷ đồng), Ngân hàng Dầu khí toàn

cầu và Ficombank (200 tỷ đồng), Công ty Tài chính Sông Đà và Công ty Tài chính Handico đã không thể rút ra được.

Nhiều nguồn tin cho rằng SHB không phải là ngân hàng đầu tiên tiếp cận Habubank để bàn về khả năng sáp nhập. Trước SHB đã có bốn ngân hàng khác và tất cả đều đã lắc đầu sau khi đánh giá về tình trạng tồi tệ của Habubank. Dưới đây là một số chỉ tiêu tài chính quan trọng trong báo cáo đánh giá đặc biệt tại thời điểm trước khi sáp nhập. Những con số cảnh báo đáng ngại này đòi hỏi ngân hàng cần có những giải pháp khẩn cấp.

Chỉ Tiêu	Đánh giá đặc biệt cho mức rủi ro cao nhất tại Ngày 09 Tháng 02 Năm 2012
Tổng Tài Sản	33.307
Tổng Nợ	33.112
VCSH	195.339
Tỷ lệ nợ xấu	32,06%
Dự phòng	(2.622)
Lợi nhuận TT	(4.197)

Đơn vị: tỷ đồng
Nguồn: Habubank

SHB - HBB sáp nhập

Bản Đề án kế hoạch sáp nhập đã được đưa vào chương trình họp Hội đồng cổ đông từ tháng 04 năm 2012 để xin sự phê chuẩn của cổ đông vào tháng 05 năm 2012 và sau đó là của Ngân hàng Nhà nước. Tháng 08 năm 2012, việc sáp nhập của SHB và HBB bước vào giai đoạn thứ hai trong tổng số ba giai đoạn. NHNN đã chấp thuận việc sáp nhập về mặt nguyên tắc, SHB chỉ chờ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SCC) phê duyệt việc phát hành cổ phiếu bổ sung. Như vậy, sau bảy tháng, thương vụ này được hoàn thành một cách minh bạch. Vào ngày 28 tháng 08 năm 2012, thương hiệu Habubank đã chính thức biến mất khỏi thị trường. Việc sáp nhập của SHB và HBB đã làm tăng nhiệt thị trường ngân hàng vì thương vụ này diễn ra khi làn sóng M&A đang ở đỉnh cao và cả hai ngân hàng đều đã niêm yết.

Đây là vụ sáp nhập tự nguyện thành công đầu tiên giữa hai ngân hàng niêm yết trong lịch sử ngành ngân hàng Việt Nam. Trong quá trình đàm phán, hai ngân hàng đã thỏa thuận sẽ sáp nhập và đồng quản lý một ngân hàng với quy mô lớn hơn và năng lực cạnh tranh cao hơn. Tuy nhiên, Chủ tịch của HBB đã phải ra đi ngay sau sáp nhập; Giám đốc điều hành của HBB nắm giữ vị trí Phó Giám đốc điều hành chưa đầy hai tháng trước khi bà bị giáng chức và chuyển sang bộ phận thu hồi nợ. HĐQT của SHB vẫn giữ nguyên và không thêm bất kỳ thành viên HĐQT bổ sung nào từ HBB. Tuy nhiên, việc cựu CEO của HBB bị đối xử như vậy đã có ảnh hưởng tiêu cực đến tinh thần làm việc của nhân viên cũ của HBB và cũng tạo dư luận không có lợi cho chính SHB.

Có thể nói, việc sáp nhập đã mang lại lợi ích cho cả hai bên. Ngân hàng khổng lồ HBB đã tránh được nguy cơ phá sản từ khoản thua lỗ lên tới hơn 4.197 tỷ đồng và các khoản nợ xấu khổng lồ với giá trị gần 5.566 tỷ đồng. Đối với SHB, việc sáp nhập đã giúp ngân hàng này tăng quy mô gần gấp đôi chỉ trong bảy tháng với chi phí “hợp lý” so với việc nếu tăng trưởng hữu cơ sẽ mất ít nhất năm năm với số vốn đầu tư lớn hơn. Sau sáp nhập, SHB đã tăng vốn điều

lệ từ 4.800 tỷ đồng lên 8.900 tỷ đồng, tổng tài sản tăng từ hơn 70.000 tỷ đồng lên tới 120.000 tỷ đồng, trở thành một trong mười NHTMCP lớn nhất Việt Nam và gia tăng đáng kể thị phần. Việc sáp nhập đã biến đổi SHB thành một tổ chức tài chính lớn mạnh hơn với thương hiệu mạnh và mạng lưới rộng lớn hơn. Tuy nhiên tỷ lệ nợ xấu của SHB tăng lên tới 12,88% tại thời điểm ngay sau khi sáp nhập do tỷ lệ nợ xấu của riêng HBB đã là hơn 16%. Tháng 7 năm 2012, SHB đã bị Moody hạ bậc tín nhiệm do triển vọng của ngân hàng vẫn còn chưa rõ ràng. Dưới đây là một số chỉ tiêu tài chính quan trọng của SHB và HBB ngay trước khi sáp nhập.

Chỉ Tiêu	Báo cáo tài chính kiểm toán ngày 29 tháng 02 năm 2012		
	SHB	HBB	SHB + HBB
Huy động	39.312	21.210	50.522
Tín dụng	28.958	16.208	45.166
Vốn điều lệ	4.816	4.050	8.866
VCSH	5.928	2.430	10.220
Tổng tài sản	66.571	35.544	102.115
Tổng số CBNV	2.595	1.783	4.378
Chi nhánh và điểm giao dịch	158	81	239

Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: Đề án sáp nhập SHB-HBB

Thương vụ sáp nhập SHB - HBB là thương vụ sáp nhập đầu tiên trong lịch sử ngành ngân hàng Việt Nam được thực hiện bằng hình thức hoán đổi cổ phiếu. Cổ đông của HBB được hoán đổi 1 cổ phiếu HBB để đổi lấy 0,75 cổ phiếu của SHB, và các cổ đông của SHB nhận thêm 0,21 cổ phiếu SHB cho mỗi cổ phiếu mà cổ đông đó đang nắm giữ. Các chi tiết của vốn điều lệ trước và sau khi sáp nhập như sau:

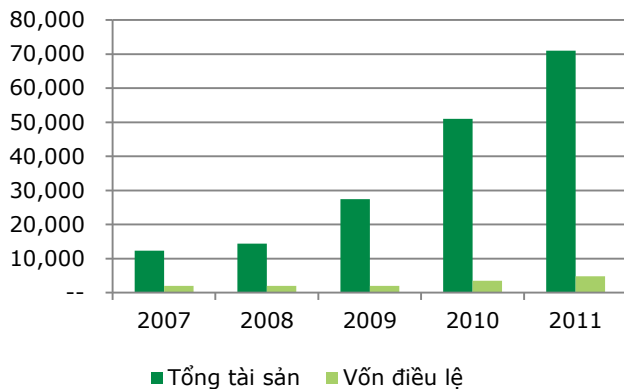
	Trước sáp nhập	Sau sáp nhập
SHB	4.816	5.828
HBB	4.050	3.038
Tổng	8.866	8.866

Nguồn: Đề án sáp nhập SHB-HBB

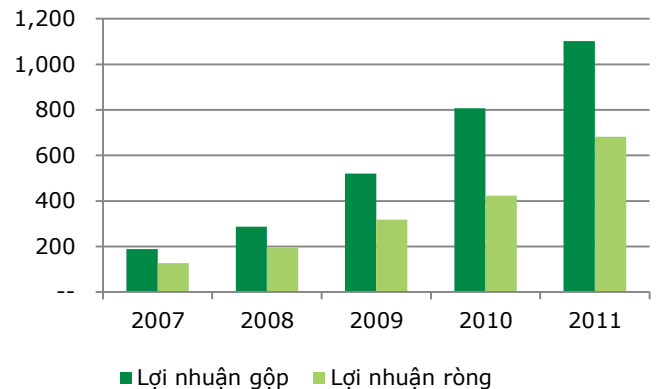
SHB - trước và sau khi sáp nhập

SHB đã tăng trưởng vượt bậc sau khi chuyển đổi từ mô hình NHCP Nông thôn sang NHTMCP Đô thị vào năm 2006 và liên tiếp tăng vốn điều lệ từ hơn 70 tỷ đồng năm 2005 lên 500 tỷ đồng vào năm 2006 và 2.000 tỷ đồng vào năm 2007. Tốc độ tăng trưởng trung bình gộp (CAGR) của tổng tài sản và vốn điều lệ giai đoạn 2007-2011 là 56% và 25%; lợi nhuận gộp và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ 71% và 56%. Mặc dù tăng trưởng rất nóng trong giai đoạn trước năm 2012, chất lượng tài sản của SHB được đánh giá khá tốt với tỷ lệ nợ xấu chỉ ở mức 2,23%, thấp hơn trung bình ngành là 3,39% tại thời điểm cuối năm 2011.

Tổng tài sản và vốn điều lệ (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp và lợi nhuận thuần (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

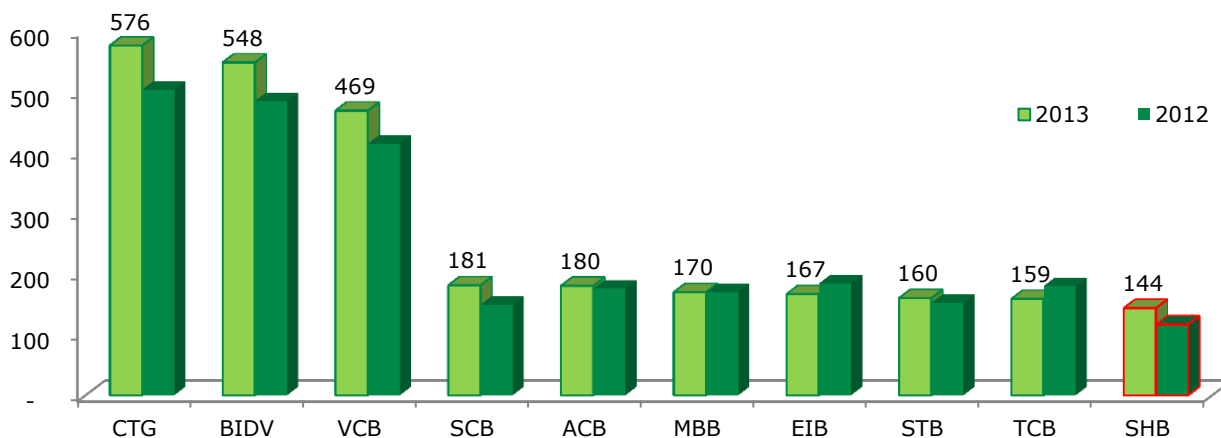
Tuy nhiên, khả năng tăng trưởng, hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lời của SHB đã giảm đáng kể từ khi sáp nhập. Kết quả này một phần do xu hướng đi xuống chung của ngành ngân hàng từ năm 2011, một phần do những khó khăn thường thấy sau các vụ sáp nhập. Đặc biệt trong trường hợp này, ngân hàng được mua lại HBB đã rơi vào tình thế khá kiệt quệ trước khi sáp nhập.

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích kết quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng SHB sau sáp nhập vì những kết quả này sẽ phù hợp hơn với các dự đoán về hoạt động của ngân hàng trong tương lai.

Bảng cân đối kế toán

Tính đến cuối năm 2013, SHB xếp thứ mười trong số các NHTMCP (bao gồm cả NHNN) xét trên tổng tài sản. Từ một ngân hàng nông thôn nhỏ SHB đã đi một chặng đường dài vươn lên trở thành một NHTMCP quy mô lớn.

Top 10 NHTM lớn nhất về Tổng tài sản (nghìn tỷ đồng)

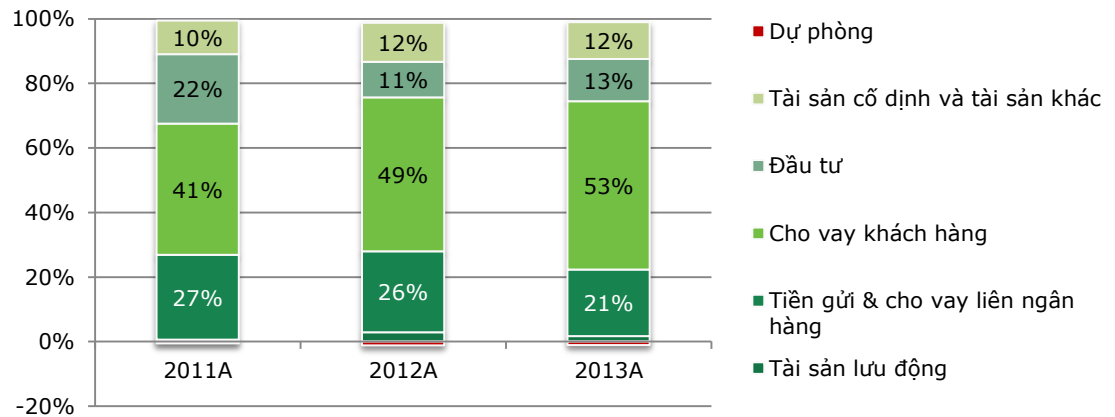


Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

Năm 2012, sau sáp nhập, tổng tài sản của SHB tăng hơn 64% và năm 2013, tăng trưởng chung của tổng tài sản là 23%. So với mức tăng trưởng 11,34% của hệ thống ngân hàng trong năm 2013, tăng trưởng của SHB khá ấn tượng.

Cơ cấu tài sản của SHB đã thay đổi đôi chút sau khi sáp nhập, với tỷ trọng cho vay khách hàng tăng nhẹ và tỷ trọng cho vay liên ngân hàng và đầu tư giảm xuống.

Cơ cấu tài sản SHB năm 2012 - 2013

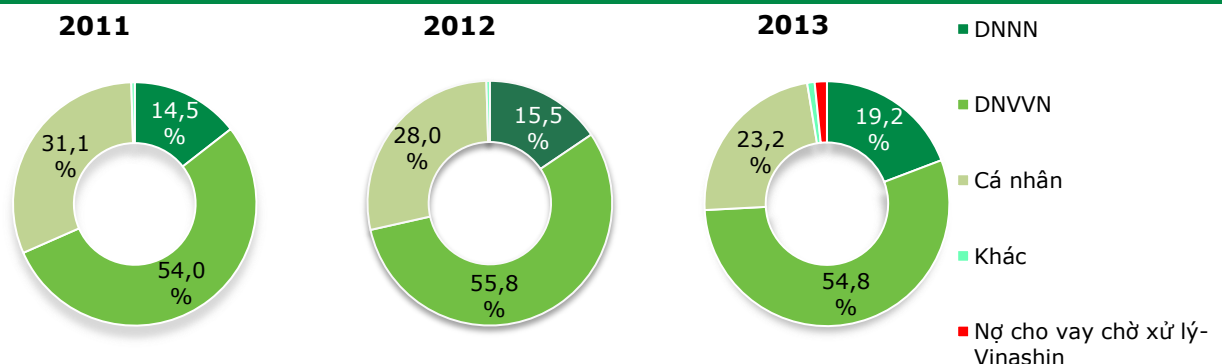


Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

- Cho vay khách hàng:

Trước đây, SHB đạt mức tăng trưởng tín dụng rất ấn tượng, cao hơn trung bình ngành. Từ năm 2008 đến 2010, tốc độ tăng trưởng duy trì ở khoảng 100% mỗi năm. Tốc độ tăng trưởng chậm lại còn 20% vào năm 2011, nhưng sang năm 2012 tăng trưởng tín dụng đạt đến 95% do SHB sáp nhập với HBB. Mặc dù tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong năm 2013 là khá khiêm tốn chỉ đạt 12,61%, SHB đã tăng trưởng tín dụng ở mức 34%. Sự tăng trưởng nhảy vọt này một phần đến từ ưu đãi mà SHB nhận được từ NHNN sau khi sáp nhập, ví dụ như SHB có hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với hầu hết các ngân hàng tương đương khác. Tỷ trọng cho vay khách hàng trên tổng tài sản đã tăng từ 41% lên 53% trong giai đoạn 2011-2013. Tỷ lệ này đã gần hơn với trung bình ngành là 55% tại thời điểm cuối năm 2013.

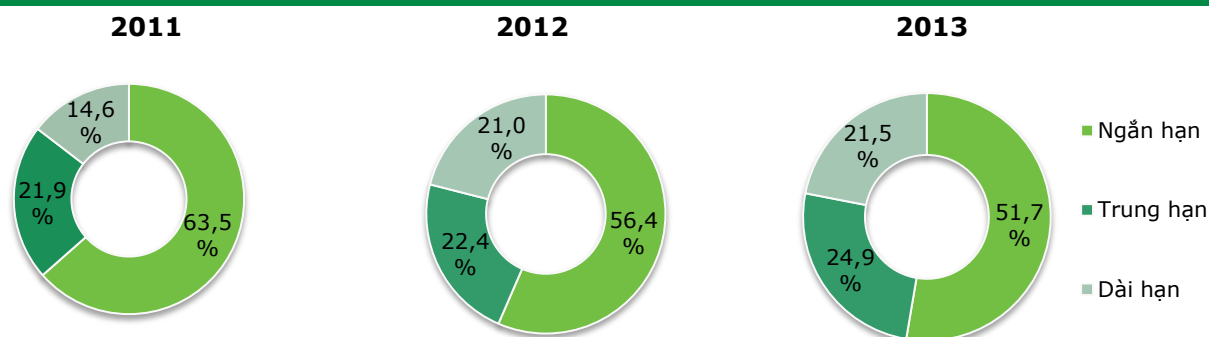
Phân loại cho vay nhóm khách hàng



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

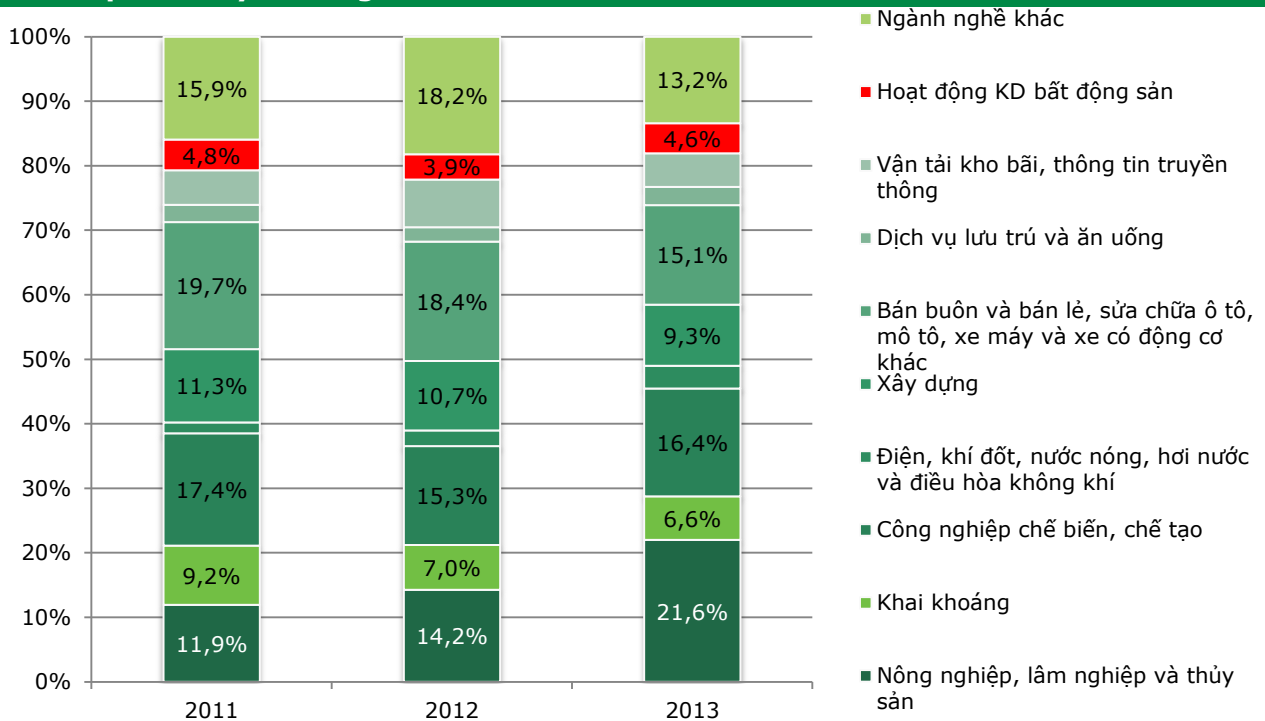
Dựa vào Phân loại cho vay theo nhóm khách hàng, ta thấy rằng cơ cấu của các khoản vay đã thay đổi kể từ khi sáp nhập. Danh mục cho vay DNNN tăng từ 14,5% năm 2011 lên 19,2% vào năm 2013. Nếu gộp cả 1,6% khoản nợ chờ xử lý của Vinashin, tỷ trọng cho vay DNNN trên tổng nợ sẽ chiếm 20,8%. Tỷ trọng cho vay DNNN của SHB cao hơn một chút so với trung bình ngành là khoảng 18%. Mặt khác, tỷ trọng khoản cho vay cá nhân, đã giảm từ 31,1% năm 2011 xuống 23,2% vào năm 2013. Tuy nhiên, sự thay đổi này lại không mấy phù hợp với chiến lược trở thành một ngân hàng dẫn đầu trong phân khúc bán lẻ của SHB.

Chúng tôi thấy rằng trong năm 2013 các khoản cho vay DNNN tăng với tốc độ 66,3%, cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng chung của SHB là 34,4%. Những nguyên nhân chính của sự tăng trưởng lệch này là do SHB đã cấp tín dụng cho một loạt các dự án cơ sở hạ tầng dài hạn và quan trọng như Dự án mở rộng Quốc lộ 1, xây dựng cầu Đồng Nai mới, xây dựng nút giao thông Ngã Ba Huế của các khách hàng DNNN chiến lược như CC1, CIENCO 4, UDIC và Tập đoàn Trung Nam. Do các dự án cơ sở hạ tầng chủ yếu được ngân sách nhà nước tài trợ và các khách hàng chiến lược này là những DNNN có danh tiếng và đang làm ăn có lãi, chúng tôi cho rằng khả năng trả nợ của các doanh nghiệp này tương đối tốt.

Cơ cấu kỳ hạn các khoản cho vay khách hàng

Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Kỳ hạn danh mục cho vay của SHB đã được kéo dài hơn trong thời gian gần đây, ví dụ như tỷ trọng vay ngắn hạn giảm từ 63,5% năm 2011 còn 51,7% năm 2013, trong khi tỷ trọng vay dài hạn tăng từ 14,6% lên 21,5% và trung hạn tăng từ 21,9% lên 24,9%. Điều này trái ngược với xu hướng chung của hệ thống ngân hàng. So với MBB, SHB có tỷ trọng cho vay ngắn hạn thấp hơn và tỷ trọng vay trung hạn và dài hạn cao hơn nhiều. Cơ cấu kỳ hạn này giúp SHB có được lãi suất thu nhập trung bình cao hơn do các khoản vay dài hạn thường đem lại biên lợi nhuận cao hơn. Miễn là SHB có thể duy trì tỷ lệ "nguồn vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung hạn và dài hạn" thấp hơn 30%, chúng tôi cho rằng kỳ hạn cho vay dài hơn trung bình ngành của SHB thực tế có lợi hơn cho ngân hàng.

Phân loại cho vay theo ngành


Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Năm 2013, SHB có tỷ trọng cho vay nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản là 21,6% cao gấp đôi so với trung bình ngành là 10,5%. Trong những năm gần đây, lĩnh vực nông nghiệp và phát triển nông thôn được ưu tiên tiếp cận vốn vay ngân hàng trong khi các ngành phi sản xuất bị áp dụng các chính sách thắt chặt tiền tệ. Thêm vào đó, NHNN còn đưa ra các chính sách linh hoạt hơn và những ưu đãi liên quan đến dự trữ bắt buộc hoặc tái cấp vốn để hỗ trợ các ngân hàng mở rộng cho vay các lĩnh vực khuyến khích. Điều đó giải thích lý do tại sao tỷ trọng cho vay của SHB trong các lĩnh vực này tăng lên đáng kể trong năm 2013.

Mặt khác, năm 2013, SHB có tỷ trọng cho vay ngành bất động sản là 4,6% thấp hơn so với trung bình ngành là 7,5%. Điều này có thể sẽ thay đổi trong vài năm tới vì gần đây SHB đã ký thỏa thuận hợp tác chiến lược với Tân Hoàng Minh, một cổ đông lớn của SHB (nắm giữ trên 10% cổ phần), theo đó SHB đồng ý cấp vốn cho một dự án của Tân Hoàng Minh (1.000 tỷ đồng) và hỗ trợ khách hàng của dự án này vay vốn với lãi suất ưu đãi. Thỏa thuận này đã được ký kết ngày 09 tháng 05 năm 2014, chưa đầy một tháng sau khi cổ đông lớn này "đề nghị" HĐQT của SHB tăng tỷ trọng cho vay đối với lĩnh vực bất động sản trong cuộc họp thường niên của SHB. Đây được coi là một vấn đề đáng báo động về quản trị doanh nghiệp tại SHB, thêm nữa, chúng tôi quan ngại về chất lượng các khoản cho vay Tân Hoàng Minh vì tập đoàn này nhằm vào phân khúc bất động sản cao cấp, trong khi phân khúc này vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi trong tương lai gần. Ngoài ra, SHB cũng tăng cường các khoản cho vay bất động sản và xây dựng khi ký kết hợp tác chiến lược với UDIC và tham gia vào chương trình tín dụng thí điểm liên kết bốn nhà (chủ đầu tư, nhà thầu, nhà cung cấp, và khách hàng mua nhà), được chỉ đạo bởi Ngân hàng Nhà nước.

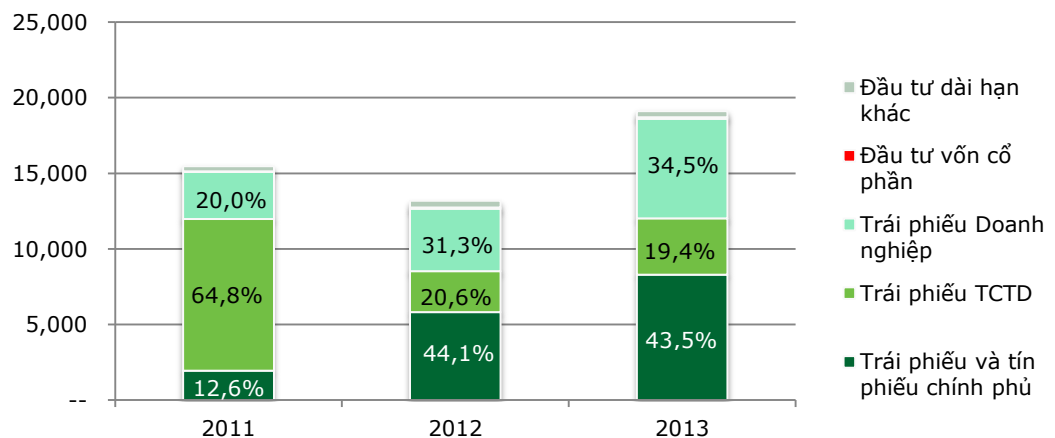
- Cho vay liên ngân hàng:

Dư nợ cho vay liên ngân hàng tăng không đáng kể 1% trong năm 2013, và kết quả là tỷ trọng cho vay liên ngân hàng trong tổng tài sản đã giảm từ 26% vào năm 2012 xuống còn 21% vào năm 2013. Tỷ lệ này vẫn cao hơn đáng kể so với trung bình ngành là 14% vào năm 2013. Sự ra đời của Thông tư 21/2012/TT-NHNN với những quy định chặt chẽ hơn về việc quản lý và tổ chức hoạt động của thị trường liên ngân hàng đã làm cho thị trường này quy củ và ít lợi nhuận hơn. Chúng tôi tin rằng tỷ trọng cho vay liên ngân hàng của SHB sẽ tiếp tục giảm xuống bằng mức trung bình ngành.

- Đầu tư:

Danh mục đầu tư chủ yếu bao gồm các chứng khoán nợ trong khi đầu tư vào chứng khoán vốn, công ty con và đầu tư dài hạn khác là không đáng kể. Nhìn chung, tỷ trọng danh mục đầu tư trên tổng tài sản giảm từ 22% năm 2011 xuống còn 11% năm 2012 và 13% vào năm 2013. Về giá trị tuyệt đối, quy mô của danh mục đầu tư cũng giảm trong năm 2012, đây là kết quả của sự giảm mạnh đầu tư trái phiếu do các TCTD phát hành. Sự sụt giảm này cũng do tác động của Thông tư 21 về các hoạt động liên ngân hàng vì trái phiếu TCTD trên cơ bản cũng giống như các khoản vay liên ngân hàng.

Phân loại tài sản đầu tư (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Sự tăng vọt trong danh mục đầu tư trái phiếu chính phủ trong năm 2012 và 2013 là kết quả của sự suy giảm mạnh của thị trường liên ngân hàng và sự tăng trưởng trì trệ của cho vay khách hàng. Lãi thu được từ chứng khoán nợ đã duy trì ở mức khá cao và ổn định trong thời gian qua, tuy nhiên đang có xu hướng giảm dần. Năm giữ trái phiếu chính phủ cũng có thể giúp SHB linh hoạt điều chỉnh tính thanh khoản khi cần thiết bằng cách tham gia vào các hoạt động thị trường mở (OMO).

Nợ phải trả

Cơ cấu nợ phải trả của SHB đã thay đổi rõ rệt trong ba năm qua với xu hướng chung là tăng tỷ trọng tiền gửi khách hàng và giảm tỷ trọng vốn vay liên ngân hàng, còn tỷ trọng của giấy tờ có giá thì đã lên xuống khá thất thường.

Cơ cấu nợ phải trả

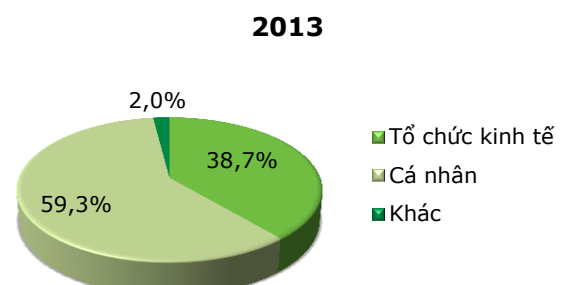
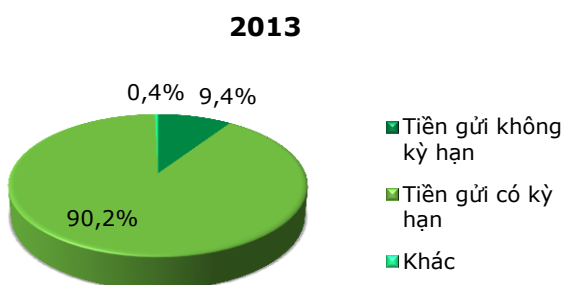


Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Các nguồn vốn chủ yếu là tiền gửi của khách hàng, chiếm 72,5% trong năm 2012 và 68,1% tổng nợ phải trả trong năm 2013, thấp hơn so với trung bình ngành là 73,71% trong năm. Tiền gửi khách hàng tăng trưởng ở mức khiêm tốn 17% vào năm 2013, trong khi tăng trưởng trung bình ngành là 22% trong năm 2013.

Cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn

Cơ cấu tiền gửi theo nhóm khách hàng



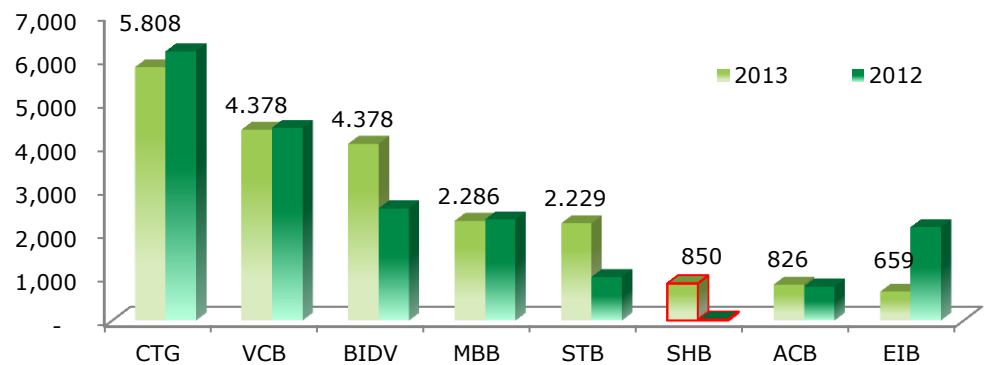
Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Trong năm 2013, tỷ trọng tiền gửi từ khách hàng cá nhân của SHB giảm xuống còn 59,3% so với 68,4% của năm trước và thấp hơn so với trung bình ngành là 66%. Sự thay đổi cơ cấu tiền gửi này là do tiền gửi từ các tổ chức kinh tế đã tăng tới 54% trong năm 2013 trong khi tiền gửi cá nhân gần như giậm chân tại chỗ. Điều này cũng dẫn đến thay đổi trong cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn, với tiền gửi không kỳ hạn tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với tiền gửi có kỳ hạn, góp phần không nhỏ trong việc cắt giảm lãi suất huy động của SHB.

Kết quả kinh doanh

Như đã đề cập, trước khi sáp nhập, lợi nhuận thuần của SHB đã tăng trưởng ấn tượng với CAGR 56% trong giai đoạn 2007-2011, và đạt 682,4 tỷ đồng vào năm 2011. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần năm 2012 gần như bằng không sau khi SHB phải gánh một khoản lỗ lũy kế lớn 1,661 tỷ đồng từ HBB. Năm 2013, với nỗ lực và sự kiên quyết trong việc giải quyết nợ xấu, cùng với việc giảm được tỷ lệ nợ xấu, SHB đã ghi nhận được một khoản đáng kể hoàn nhập dự phòng, góp phần vào lợi nhuận thuần 850 tỷ đồng và đưa SHB trở lại top 10 NHTM hàng đầu xét trên lợi nhuận thuần.

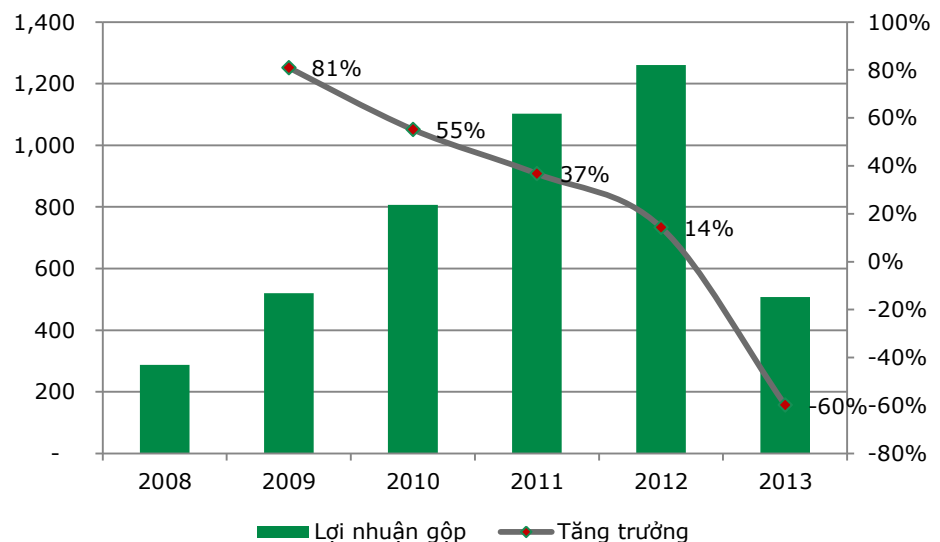
Top 10 NHTM về lợi nhuận thuần 2012-2013 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

Để đánh giá mức lợi nhuận đều đặn của SHB và loại bỏ ảnh hưởng của các yếu tố bất thường như khoản lỗ của HBB hay hoàn nhập dự phòng, chúng tôi đã xem xét lợi nhuận gộp (lợi nhuận hoạt động) của SHB trong năm năm qua. Có thể thấy rõ là tăng trưởng lợi nhuận hoạt động của SHB đã giảm dần từ năm 2008 đến 2012, và trong năm 2013, lợi nhuận hoạt động thực tế đã giảm tới 60%.

Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



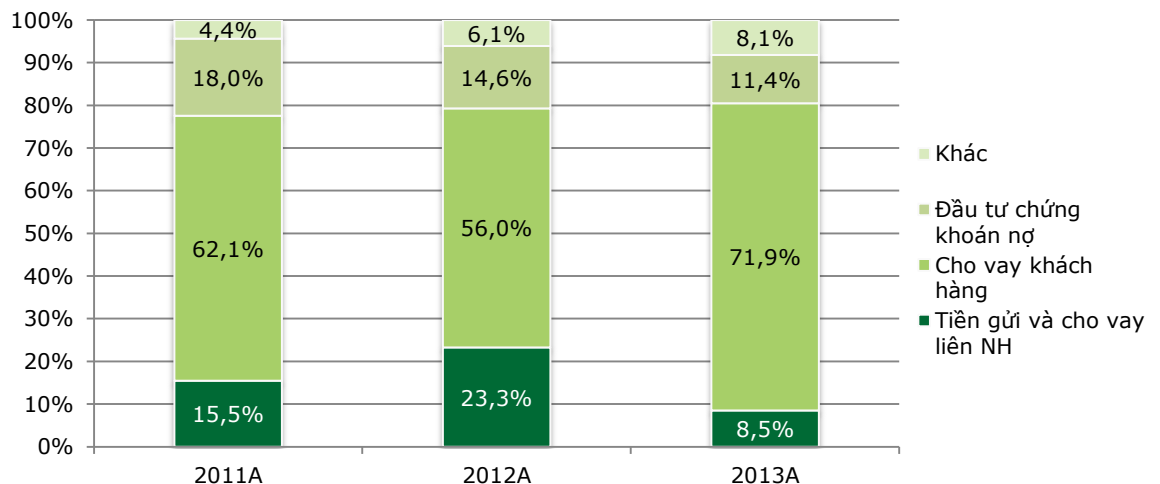
Nguồn: BCTC SHB

Tương tự như các NHTM khác, phần lớn doanh thu của SHB đến từ thu nhập lãi thuần. So với cơ cấu thu nhập trung bình của ngành với 85% là thu nhập lãi thuần và 15% là thu nhập ngoài lãi, SHB có cơ cấu doanh thu đa dạng hơn trong năm 2012 với 64% là thu nhập lãi thuần và 36% thu nhập ngoài lãi. Tuy nhiên, doanh thu năm 2013 của SHB chủ yếu đến từ thu nhập lãi thuần, với 89%, và phần còn lại 11% là thu nhập ngoài lãi.

- Thu nhập lãi:

Thu nhập lãi tăng trưởng ấn tượng đến năm 2011 sau đó giảm vào năm 2012 (-1,2%) và tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2013 (12,2%), chủ yếu là do biến động của lãi suất trên thị trường. Trong khi các khoản cho vay khách hàng chiếm 46%, 56%, và 60% tổng tài sản sinh lãi, chúng góp phần nhiều hơn vào thu nhập lãi của SHB với tỷ trọng tương ứng 62%, 56%, và 72% trong các năm 2011, 2012, và 2013. Phần thu nhập lãi từ cho vay liên ngân hàng giảm mạnh từ 23,3% trong năm 2012 xuống còn 8,5% trong khi cho vay liên ngân hàng vẫn chiếm 24% tổng tài sản vào năm 2013. Như đã đề cập ở các phần trước, đây là tác động của Thông tư 21 lên thị trường liên ngân hàng, làm giảm cả khối lượng giao dịch và lãi suất trên thị trường này.

Cơ cấu thu nhập lãi



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

- Lãi suất thu nhập và lãi suất huy động:

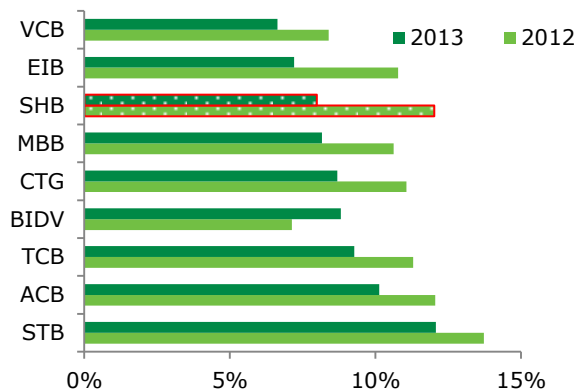
Cả lãi suất thu nhập và lãi suất huy động của SHB đều giảm kể từ năm 2011 theo xu hướng chung của thị trường. Tuy nhiên, lãi suất thu nhập giảm nhanh hơn so với lãi suất huy động. Kết quả là tỷ lệ NIM và chênh lệch lãi suất đều giảm.

	2010A	2011A	2012A	2013A
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM)	3,46	3,50	2,26	1,83
Lãi suất thu nhập	10,64	14,35	12,01	7,98
Lãi suất huy động	7,14	10,67	9,59	6,02
Chênh lệch lãi suất	3,50	3,68	2,43	1,97

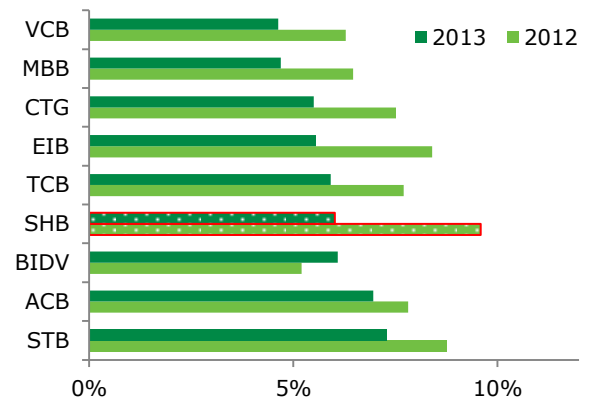
Nguồn: SHB, VPBS tổng hợp

Khi so sánh SHB với các ngân hàng khác, chúng tôi nhận thấy rõ nét hơn xu hướng giảm lãi suất trên thị trường. Lãi suất thu nhập và lãi suất huy động trung bình của tất cả các ngân hàng lớn (ngoại trừ BIDV) đã giảm trong năm 2013 với mức giảm trung bình là 2% đối với lãi suất thu nhập và 1,67% đối với lãi suất huy động. Trong đó, SHB là ngân hàng có mặt bằng lãi suất giảm nhiều hơn cả.

Lãi suất thu nhập - 2013



Lãi suất phải trả - 2013

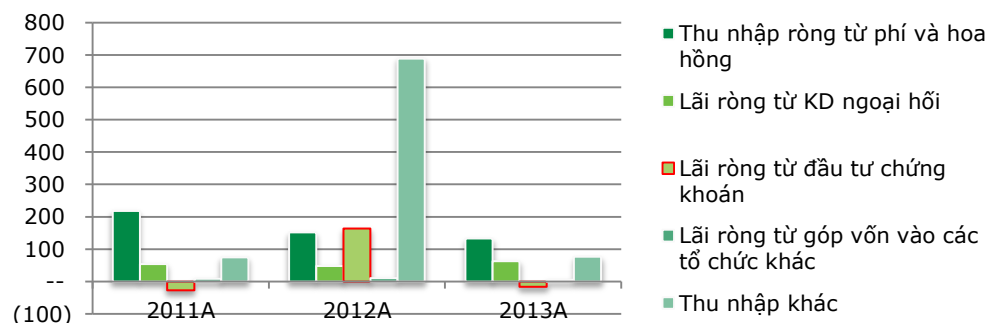


Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng, VPBS tổng hợp

- Thu nhập ngoài lãi:

Thu nhập ngoài lãi bao gồm thu nhập thuần từ phí và hoa hồng, lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối, lãi thuần từ đầu tư chứng khoán và thu nhập từ hoạt động khác (thường bao gồm các khoản thu hồi nợ xấu, hoán đổi lãi suất và uỷ thác đầu tư). Thu nhập ngoài lãi khá biến động trong giai đoạn 2011-2013. Thu nhập từ hoạt động khác tăng vọt trong năm 2012 do SHB ghi nhận thu nhập từ một số các khoản nợ xấu thu hồi được từ HBB. Mặc dù doanh thu tăng lên do sự gia tăng số lượng chi nhánh và văn phòng giao dịch, nhưng do chi phí hợp nhất hai bộ máy ngân hàng khá tốn kém, thu nhập thuần từ phí và hoa hồng năm 2013 giảm 12% so với năm trước. Đến cuối năm 2013, số thẻ phát hành lũy kế đã lên đến 400.000 thẻ ATM. Cũng trong giai đoạn này, SHB đã trở thành thành viên chính thức của tổ chức thẻ quốc tế VISA và MasterCard. Điều này sẽ cho phép khách hàng của SHB có thể thanh toán hoặc rút tiền mặt tại hàng chục triệu điểm ATM và POS tại Việt Nam cũng như trên toàn thế giới. Thu nhập từ phí và hoa hồng nhiều khả năng sẽ có một triển vọng sáng sủa hơn.

Cơ cấu thu nhập ngoài lãi 2011-2013 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

PHÂN TÍCH CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (CAMELS)

Vốn	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
Tỷ lệ an toàn vốn	17,06%	13,81%	13,37%	14,18%	12,38%
Vốn chủ/Huy động	16,47%	16,32%	16,76%	12,25%	11,41%
Vốn chủ/Tổng TS	8,80%	8,20%	8,16%	10,02%	7,21%

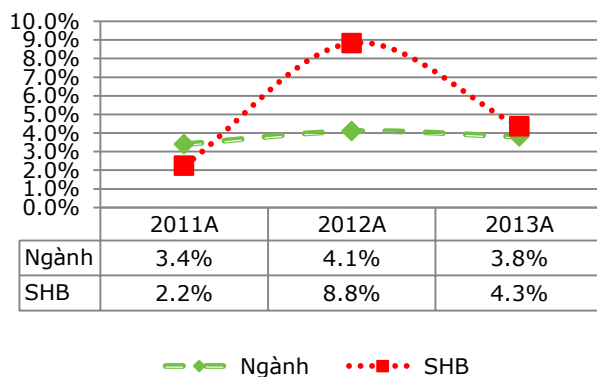
Tỷ lệ an toàn vốn CAR của SHB đã giảm trong năm năm qua. Như đã phân tích, tăng trưởng bình quân của vốn cổ phần đạt trên 34,7%, thấp hơn tốc độ tăng trưởng trung bình của tổng tài sản là 39%, đó là một yếu tố làm giảm tỷ lệ CAR. Đến cuối năm 2013, tỷ lệ an toàn vốn của SHB là 12,38%, thấp hơn hẳn so với mức cao nhất vào năm 2009, tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn cao hơn so với mức yêu cầu an toàn tối thiểu là 9%. Tỷ lệ CAR dự kiến sẽ được cải thiện vì SHB đã có kế hoạch nâng vốn chủ sở hữu thêm 25% trong năm 2014.

Chất lượng tài sản	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
Tỷ lệ nợ xấu	2,79%	1,40%	2,24%	8,83%	4,35%
Tỷ lệ dự phòng/Tổng nợ xấu	36,47%	79,94%	54,49%	24,77%	37,27%
Dự phòng thực tế/Dự phòng cần thiết	30,26%	33,44%	34,14%	25,68%	24,59%

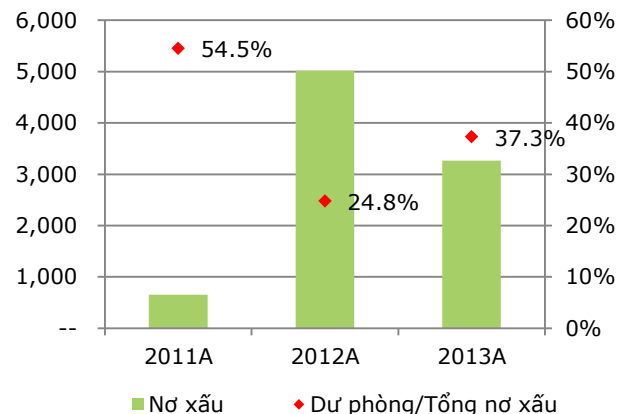
Sau khi sáp nhập với HBB năm 2012, tỷ lệ nợ xấu của SHB đã tăng gần bốn lần do tỷ lệ nợ xấu “siêu cao” 16,06% của HBB. Tuy nhiên, SHB đã thực hiện tốt quá trình giảm tổng nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu đã giảm xuống còn 4,35% cuối năm 2013.

Xử lý vấn đề nợ xấu đã và đang là nhiệm vụ quan trọng nhất mà SHB phải giải quyết kể từ khi sáp nhập. Trước khi sáp nhập, SHB là một ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu tương đối thấp. Tính đến cuối năm 2011, tỷ lệ nợ xấu của SHB chỉ ở mức 2,2%. Tuy nhiên, ngay sau khi sáp nhập, tỷ lệ nợ xấu của SHB tăng vọt lên 12,88% và tỷ trọng các khoản vay quá hạn (nhóm 2 đến nhóm 5) là 21,32%. Tính đến cuối năm 2012, với nỗ lực vượt bậc, tỷ lệ nợ xấu của SHB giảm còn 8,8%, nhưng vẫn nằm trong nhóm cao nhất của hệ thống ngân hàng.

Tỷ lệ Nợ xấu



Nợ xấu và Dự phòng



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Tổng số nợ xấu mà SHB đã phải gánh từ HBB trong năm 2012 là khoảng 5.566 tỷ đồng, trong đó có khoảng 3.345 tỷ đồng vốn vay và trái phiếu của Vinashin

và 2.221 tỷ đồng nợ xấu từ các khách hàng khác. Sau sáp nhập, SHB đã áp dụng nhiều biện pháp quyết liệt và linh hoạt để xử lý nợ xấu.

- Đầu tiên, SHB tái cơ cấu doanh nghiệp để giúp họ vượt qua thời điểm khó khăn và tăng cường sức khỏe tài chính để trả nợ; một số trường hợp tái cơ cấu thành công là Công ty CP Bianfishco, Công ty TNHH giấy Thành Đạt và Công ty CP Quốc Bảo.

- Thứ hai, SHB đã bán 1.800 tỷ đồng cho Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam (VAMC) để đổi lại 1.665 tỷ đồng trái phiếu đặc biệt.

- Thứ ba, SHB sử dụng gần 188 tỷ đồng trích lập dự phòng trước đó để xóa các khoản nợ xấu trong năm 2013. Đây là một con số đáng kể vì trong năm năm gần đây, SHB không hề phải xóa nợ xấu.

- Thứ tư, SHB đã thanh lý các tài sản đảm bảo của những khách hàng không có khả năng trả nợ để thu hồi lại nhiều nhất có thể.

- Thứ năm, đối với khoản nợ 3.345 tỷ đồng của Vinashin, SHB chuyển đổi 1.103 tỷ đồng nợ thành trái phiếu và phần còn lại 1.419 tỷ đồng được trích lập dự phòng và phân bổ trong vòng 5 năm. DATC đã mua nợ Vinashin ở mức 30% giá trị thực của các khoản nợ. Phần còn lại của khoản cho vay Vinashin được tái cơ cấu theo Quyết định 780/2012/QĐ-CP và được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán của SHB là "Các khoản nợ khoanh chờ xử lý - Vinashin".

Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLC), được tính bằng dự phòng chia cho tổng số nợ xấu, của SHB, tương đối thấp. Tỷ lệ này đã giảm đáng kể từ 54% năm 2011 xuống còn 25% trong năm 2012 do số nợ xấu phát sinh quá cao sau khi sáp nhập khiến chi phí dự phòng không bắt kịp với mức độ nợ xấu gia tăng. Tỷ lệ LLC trong năm 2013 vẫn còn thấp ở mức 37% trong khi tỷ lệ LLC của các ngân hàng có quản trị rủi ro tốt như VCB hay MBB là khoảng 90%. Đây là một lý do để chúng tôi quan ngại về vấn đề nợ xấu của SHB.

Mặc dù SHB đã cho thấy kết quả đáng khích lệ trong việc giải quyết nợ xấu, giảm được tỷ lệ nợ xấu xuống còn 4,3% trong năm 2013; tuy nhiên trong tương lai, chúng tôi cho rằng nợ xấu vẫn còn là mối đe dọa đáng ngại cho SHB và số nợ xấu còn lại sẽ khó xử lý hơn vì những lý do sau đây:

- Thông tư 02 và 09 với quy định chặt chẽ phân loại các khoản cho vay và trích lập dự phòng sẽ sớm được áp dụng. Trừ khi SHB nhận được sự đối xử "đặc biệt" từ NHNN, ngân hàng sẽ phải tuân thủ các quy định này. Thậm chí ngay cả trong tình huống lạc quan nhất với giả định là việc phân loại theo chất lượng các khoản vay của SHB đã phù hợp với các quy định mới và số nợ xấu mới phát sinh không đáng kể thì SHB vẫn cần phải trích lập thêm dự phòng rủi ro tín dụng do tỷ lệ LLC hiện nay của SHB vẫn còn quá thấp.

- SHB sẽ phải trích lập dự phòng cho 1.800 tỷ đồng trái phiếu đặc biệt mua của VAMC vào năm 2013, bằng 20% giá trị của trái phiếu hoặc 360 tỷ đồng mỗi năm.

- Các khoản nợ còn lại của Vinashin cuối cùng sẽ được công nhận là nợ xấu và có khả năng sẽ cần trích lập dự phòng bổ sung.

Kết quả Quý I/2014 của SHB thực tế cho thấy tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 4,26% từ 4,13% vào cuối năm 2013, và khoản nợ nhóm 5 đã tăng nhiều nhất (39%, tương đương tăng gần 1.000 tỷ đồng).

Năng lực quản lý	2009	2010	2011	2012	2013
Tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng	105,2%	90,0%	19,6%	95,3%	34,4%
Tăng trưởng huy động	54,3%	74,7%	35,7%	123,1%	17,0%
Tăng trưởng tổng TS	91,0%	85,8%	39,1%	64,2%	23,2%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	300,1%	89,0%	56,0%	-1,2%	12,2%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	-31,7%	24,7%	22,5%	221,6%	-75,2%
Tăng trưởng thu nhập	80,0%	72,8%	49,9%	31,9%	-19,4%
Tăng trưởng chi phí	78,5%	99,8%	65,7%	49,1%	10,8%
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động	81,0%	55,2%	36,7%	14,3%	-59,8%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	63,5%	32,8%	61,4%	147,3%/-96,1%	-49,6%
Hiệu quả					
CIR	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,4%
Chi phí hoạt động/Tài sản TB	39,6%	45,7%	50,5%	57,1%	78,6%

Chúng tôi đánh giá năng lực quản lý qua những phân tích về tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của SHB.

- *Tăng trưởng*: SHB đạt mức tăng trưởng ấn tượng trên cả bảng cân đối kế toán và kết quả hoạt động kinh doanh trước năm 2012. Năm 2012, bảng cân đối tăng trưởng đột biến là kết quả của việc sáp nhập với HBB. Nếu loại trừ khoản lỗ lũy kế của HBB, thu nhập thuần của SHB năm 2012 đã tăng rất lớn tới gần 150%. Tuy nhiên, nếu xem xét kết quả hoạt động của SHB năm 2013, chúng tôi quan ngại do doanh thu, lợi nhuận trước dự phòng và lợi nhuận thuần đều suy giảm rõ rệt.

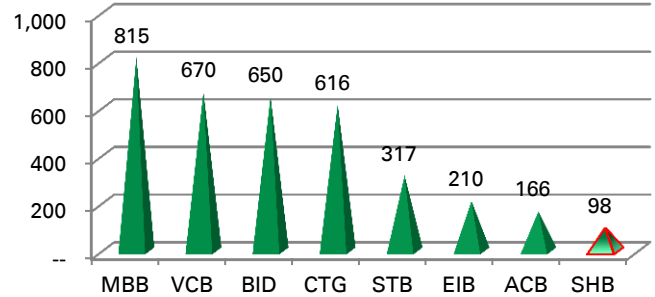
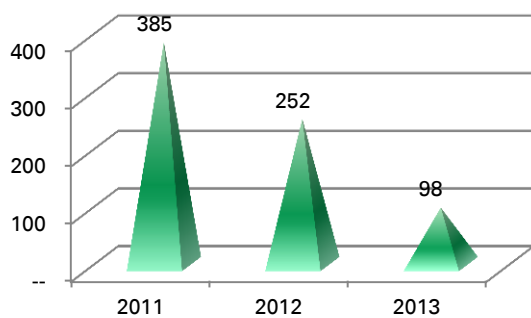
- *Hiệu quả hoạt động*: Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) tại SHB đã tăng vọt từ 39,55% năm 2009 lên 78,58% vào năm 2013. So với các ngân hàng khác, mức độ hiệu quả tại SHB thấp hơn nhiều trong hầu hết các năm thể hiện qua tỷ lệ CIR cao hơn trung bình ngành.

CIR	2009	2010	2011	2012	2013
SHB	39,55%	45,73%	50,52%	57,12%	78,58%
TB các NH so sánh	39,03%	38,89%	39,38%	48,84%	50,89%

Nguồn: Báo cáo tài chính SHB, VPBS tổng hợp

Ngoài ra, lợi nhuận hoạt động bình quân tính trên mỗi nhân viên đang suy giảm đáng kể. Tính đến năm 2013, hiệu quả hoạt động của mỗi nhân viên vẫn còn thấp khi mà trung bình lợi nhuận hoạt động tính trên mỗi nhân viên vẫn sụt giảm trong khi chi phí trên mỗi nhân viên liên tiếp tăng. Do quá trình hợp nhất sau sáp nhập vẫn còn nhiều việc cần phải làm, SHB sẽ cần thêm thời gian để có thể phát huy hết tiềm năng của một tổ chức mới. Lợi nhuận thuần trên mỗi nhân viên của SHB trong năm 2013 xếp hạng thấp nhất so với các ngân hàng khác, và thấp hơn đáng kể so với các ngân hàng quy mô tương tự như ACB và EIB.

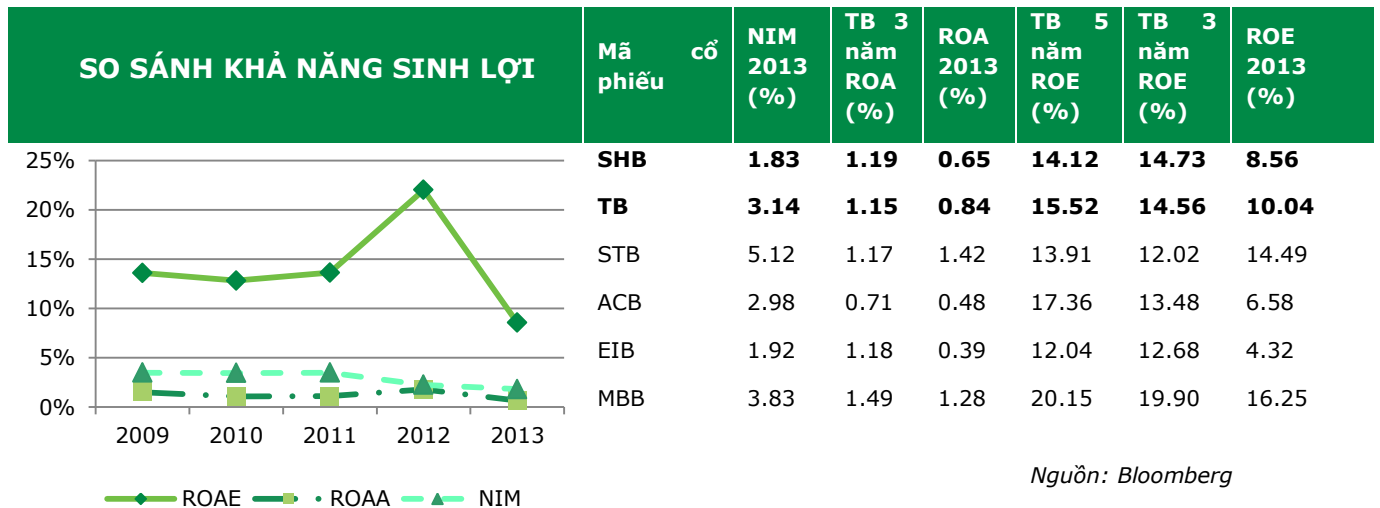
Lợi nhuận thuần trên mỗi nhân viên (triệu đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính SHB

Khả năng sinh lợi	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM)	3,50%	3,46%	3,50%	2,26%	1,83%
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROAA)	1,52%	1,08%	1,12%	0,03%	0,65%
Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROAE)	13,60%	12,80%	13,63%	0,35%	8,56%
Chênh lệch lãi suất	3,44%	3,50%	3,68%	2,43%	1,97%

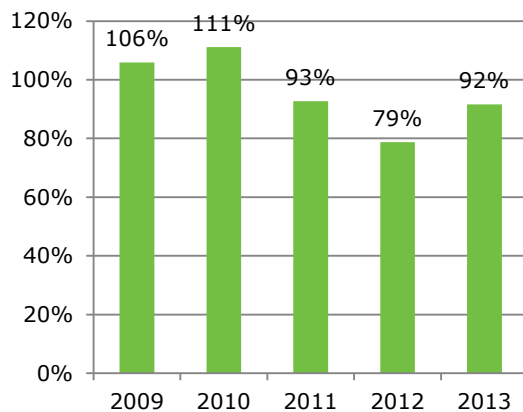
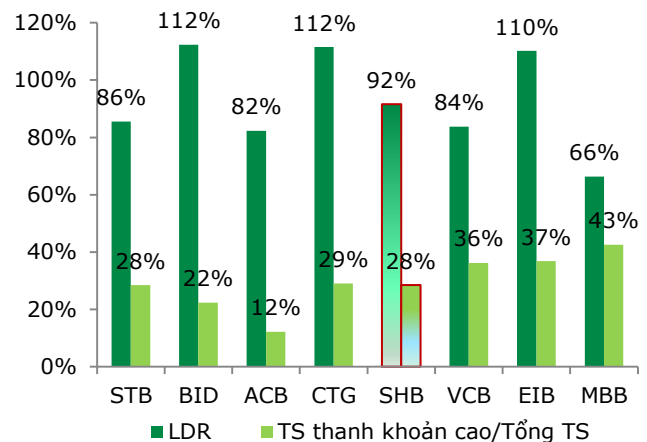
Khả năng sinh lợi của SHB đã suy giảm trong giai đoạn 2009-2013. ROAA giảm từ 1,52% xuống dưới 0,65% và ROAE giảm từ 13,6% xuống còn 8,56%. Sự sụt giảm của ROAE chủ yếu là do tỷ lệ NIM đã suy giảm dần mỗi năm. Thêm vào đó, tổng tài sản tăng vọt 64% và 23% trong năm 2012 và 2013 sau khi sáp nhập trong khi SHB chưa tối đa hóa được hiệu quả sử dụng.



Nhìn vào hệ số ROA VÀ ROE trung bình ba năm và năm năm, SHB ở vị trí tương đương với trung bình ngành. Tuy nhiên, tất cả các chỉ số về khả năng sinh lợi năm 2013 của SHB đã thấp hơn trung bình ngành. Đặc biệt, năm 2013 tỷ lệ NIM của SHB là thấp nhất trong số các ngân hàng cùng nhóm.

Khả năng thanh khoản	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
Tổng dư nợ/Huy động (LDR)	105.9%	111.1%	92.8%	78.7%	91.6%
Tài sản thanh khoản cao/Tổng tài sản	39.2%	39.0%	44.83%	35.9%	28.5%
Vốn NH cho vay trung và dài hạn	18.4%	17.2%	12.9%	18.4%	22.2%

LDR của SHB tăng từ 106% lên 111% trong giai đoạn tăng trưởng tín dụng nóng 2009-2011. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã giảm xuống trong năm 2012 vì theo Thông tư 19/2010/TT-NHNN, tỷ lệ LDR của các NHTM không được vượt quá 80%. Tuy nhiên chúng tôi thấy rằng nhiều ngân hàng đến nay vẫn chưa tuân thủ theo quy định này, đặc biệt là các NHTMCPNN như CTG và BID, với hệ số LDR thậm chí cao hơn 100%. Năm 2013, do tín dụng tăng trưởng nhanh hơn nhiều so huy động vốn, tỷ lệ LDR của SHB tăng trở lại mức của năm 2011.

LDR của SHB

So sánh tính thanh khoản 2013


Nguồn: BCTC các ngân hàng, VPBS tổng hợp

Tỷ lệ tài sản có tính thanh khoản cao (bao gồm tiền mặt, tiền gửi NHNN, tiền gửi và cho vay liên ngân hàng, chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán) trên tổng tài sản đã giảm dần trong những năm qua, tuy nhiên vẫn đạt tỷ lệ 28% tại thời điểm cuối năm 2013, tương tự với mức trung bình của các ngân hàng cùng cấp. Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của SHB cũng ở dưới mức giới hạn 30%. Nhìn chung, tính thanh khoản của SHB tương đương với mức trung bình của ngành ngân hàng.

DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH

ĐÁNH GIÁ CHỈ TIÊU 2014

SHB đã lên kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 25% trong Quý II/2014, từ mức 8.868 tỷ đồng lên 11.082 tỷ đồng, tổng tài sản, tín dụng và tiền gửi, cũng như lợi nhuận trước thuế, tất cả được đặt ra mục tiêu tăng trưởng xấp xỉ 25%. Chi tiết cụ thể như sau:

Chỉ Tiêu	Kế hoạch 2014 (tỷ đồng)	Tăng trưởng 2014/2013	
		(+/-)	%
Tổng Tài sản	180,000		
Vốn điều lệ	11,082.2	2,216.4	25%
Huy động vốn từ tổ chức kinh tế và dân cư	135,000	26,853	24.8%
Dư nợ cấp tín dụng (cho vay và trái phiếu DN)	102,100	18,990.3	22.8%
Lợi nhuận trước thuế	1,270	269.95	26.9%
Lợi nhuận sau thuế	1,053		
Cổ tức/Vốn điều lệ bình quân	9%		
Tỷ lệ nợ xấu/Tổng dư nợ	3%		
Tỷ lệ an toàn vốn	10%-12%		
ROA	1%-2%		
ROE	10%-12%		

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ SHB 2014

Dựa trên tốc độ tăng trưởng năm 2013 và kết quả Quý I/2014, cụ thể tăng trưởng tín dụng 7,6% và tăng trưởng tiền gửi 7,9%, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng SHB sẽ hoàn thành được các mục tiêu về tăng trưởng tài sản và nguồn vốn. Tuy nhiên, đối với chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận thuần, chúng tôi cho rằng sẽ rất khó để SHB có thể đạt được mục tiêu năm 2014. Như đã phân tích trong các phần trước, kết quả hoạt động kinh doanh của SHB giai đoạn 2012-2013 cho thấy tổng thu nhập hoạt động đã giảm 19,4%, lợi nhuận gộp giảm 60% so với năm 2012. Trong hai năm 2012, 2013 và Quý I/2014, một phần lớn lợi nhuận đến từ nguồn thu nhập "bất thường", đó là hoàn nhập dự phòng. Do hoàn nhập dự phòng không phải là một nguồn thu nhập thường xuyên, đặc biệt trong bối cảnh môi trường hoạt động của ngành ngân hàng còn đang gặp nhiều khó khăn, cộng thêm việc những quy định chặt chẽ về phân loại nợ và trích lập dự phòng sẽ sớm có hiệu lực, chúng tôi nghi ngờ khả năng tiếp tục hoàn nhập dự phòng của SHB từ giờ đến hết năm 2014 và trong những năm tiếp theo.

GIÁ ĐỊNH VỀ BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tài sản

- (1) *Cho vay khách hàng*: tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ tăng 22,8% trong năm 2014, tương đương với mục tiêu của SHB và sẽ được duy trì ở mức 23% trong giai đoạn 2015-2018.

Tình hình nợ xấu: Mặc dù mục tiêu của SHB là giảm tỷ lệ nợ xấu xuống còn 3% vào năm 2014, và nhiều biện pháp thu hồi nợ xấu linh hoạt đã được áp dụng có hiệu quả, chúng tôi không cho rằng SHB có thể đạt được mục tiêu trong thời gian ngắn. Thực tế cho thấy, vào Quý I/2014,

tỷ lệ nợ xấu của SHB tăng nhẹ 4,26% với nợ nhóm 5 tăng trưởng nhanh nhất. Cụ thể phân loại nợ, tỷ lệ nợ xấu và dự phòng rủi ro tín dụng như sau:

Chất lượng nợ	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nợ đủ tiêu chuẩn	95,5%	96,8%	96,2%	83,1%	92,7%	92,0%	92,0%	92,9%	93,5%	94,1%
Nợ cần chú ý	2,7%	0,4%	2,4%	8,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Nợ dưới tiêu chuẩn	0,8%	0,4%	0,1%	1,8%	0,2%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%
Nợ nghi ngờ	0,9%	1,2%	0,2%	3,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Nợ có khả năng mất vốn	0,2%	1,2%	1,1%	3,9%	3,4%	4,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%
Tỷ lệ nợ xấu/Tổng dư nợ	1,9%	2,8%	1,4%	8,8%	4,1%	5,0%	5,0%	4,1%	3,5%	2,9%
Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng	36,5%	79,9%	54,5%	24,8%	37,3%	40,0%	45,0%	50,0%	55,0%	60,0%

- (2) *Cho vay và tiền gửi liên ngân hàng:* Tỷ lệ cho vay và tiền gửi liên ngân hàng hiện nay của SHB vẫn còn khá cao so với trung bình ngành và tăng trưởng năm 2013 ở khoảng 1%, chúng tôi dự báo cho vay và tiền gửi liên ngân hàng của SHB sẽ tăng chậm từ 2,0% đến 5,0% mỗi năm trong năm năm tới.
- (3) *Đầu tư chứng khoán nợ:* chủ yếu bao gồm các trái phiếu và tín phiếu chính phủ, là những khoản đầu tư rủi ro thấp, mang lại thu nhập tương đối cao và ổn định cho các ngân hàng. Do tỷ lệ đầu tư chứng khoán nợ của SHB trên tổng cho vay khách hàng thấp hơn trung bình ngành, 24,3% so với khoảng 30%, chúng tôi dự báo tỷ lệ đầu tư chứng khoán nợ có thể tăng dần lên 30% vào năm 2018.

Các khoản phải trả

- (1) *Tiền gửi khách hàng* sẽ vẫn đóng vai trò là nguồn vốn chủ yếu. Thời gian qua, tiền gửi khách hàng của SHB đã tăng trưởng với tốc độ khá ấn tượng với tốc độ trung bình 55% trong ba năm trước khi sáp nhập và tăng trưởng 17% trong năm 2013. Do SHB đặt mục tiêu phát triển khá mạnh mẽ, chúng tôi dự báo rằng tiền gửi khách hàng sẽ tăng trưởng với tốc độ xấp xỉ mục tiêu tăng trưởng của năm 2014 là 24,8% trong năm năm tiếp theo.
- (2) *Vay và nhận tiền gửi liên ngân hàng* đã giảm đáng kể từ năm 2011 và chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ còn tiếp diễn. Vay và nhận tiền gửi liên ngân hàng được dự báo sẽ ở mức tương đương 70% của cho vay và gửi liên ngân hàng. Đây là mức trung bình của ba năm qua.
- (3) *Nguồn vốn khác:*
- Các khoản nợ chính phủ và NHNN ước tính bằng 2% tiền gửi khách hàng, tương tự như tỷ lệ năm 2013.
 - Vốn nhận tài trợ từ các tổ chức khác đã tăng 24% trong năm 2013 và dự kiến sẽ tăng ở mức tương tự vì SHB sẽ tiếp tục nhận được vốn ODA trong những năm tới.
 - Giấy tờ phát hành có giá tương đương với khoảng 20% tiền gửi khách hàng trong bốn năm qua. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng các giấy tờ

có giá mà SHB đã phát hành trong năm 2013 đều có kỳ hạn ngắn (dưới 12 tháng). Do các nguồn tài trợ khác, đặc biệt là tiền gửi khách hàng, có chi phí thấp hơn, chúng tôi ước tính tỷ trọng giấy tờ có giá trên tổng tiền gửi khách hàng sẽ giảm xuống còn 15% trong năm nay và sẽ nằm trong khoảng 10% đến 15% trong bốn năm tiếp theo.

Vốn chủ sở hữu

- (1) *Vốn điều lệ*: SHB có kế hoạch tăng 25% vốn điều lệ trong năm 2014, tương đương 2.216 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng SHB sẽ phải tiếp tục tăng số cổ phiếu phát hành trong năm 2016 và 2018 để tăng trưởng và đáp ứng nhu cầu vốn.
- (2) *Cổ tức*: SHB trả cổ tức tiền mặt định kỳ ở mức 8% đến 14,5% mệnh giá cổ phiếu từ năm 2009 đến 2013. Trong năm 2014, SHB đặt mục tiêu trả cổ tức 9%. Dựa trên ước tính của chúng tôi về lợi nhuận thuần của SHB trong năm 2014 và 2015, tỷ lệ cổ tức có thể sẽ thấp hơn so với mục tiêu 9% của SHB. Chúng tôi ước tính tỷ lệ trả cổ tức sẽ ở mức 6% trong ba năm tới và tăng lên 7,5% trong năm 2017 và năm 2018.
- (3) *Quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ* ước tính bằng 5% lợi nhuận sau thuế như thông lệ và không vượt quá vốn điều lệ của ngân hàng.
- (4) *Quỹ dự phòng tài chính* ước tính bằng 10% lợi nhuận sau thuế như thông lệ và không vượt quá 25% vốn điều lệ của ngân hàng.

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN – HÀ NỘI (HNX – SHB)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ PHÒNG (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	CAGR
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	485	541	789	948	1.119	1.453	1.489	22,4%
Tiền gửi NHNN	3.032	1.981	3.384	4.231	7.051	8.637	10.624	39,9%
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	29.887	30.263	30.868	31.485	32.430	34.051	35.754	3,4%
Cho vay khách hàng	56.940	76.510	93.954	115.563	142.143	174.836	215.048	23,0%
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	12.661	18.616	22.549	30.046	42.643	52.451	64.514	28,2%
Tài sản sinh lãi	102.519	127.369	150.755	181.326	224.266	269.975	325.940	20,7%
Chứng khoán vốn kinh doanh và đầu tư	89	100	120	144	173	207	249	20,0%
Đầu tư, góp vốn dài hạn khác	435	400	440	485	533	586	645	10,0%
Đầu tư chứng khoán vốn	524	500	560	629	706	794	894	12,3%
Các công cụ TC phái sinh và các tài sản TC khác	6	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định hữu hình	399	406	447	491	540	594	654	10,0%
Tài sản cố định vô hình	3.728	3.746	4.120	4.532	4.985	5.484	6.032	10,0%
Bất động sản đầu tư	85	17	17	17	17	17	17	0,0%
Tài sản có khác	10.211	12.560	14.444	16.610	19.102	21.967	25.262	15,0%
Tài sản không sinh lãi	14.430	16.728	19.028	21.651	24.645	28.062	31.965	13,8%
Dự phòng	(1.420)	(1.513)	(2.134)	(2.753)	(3.038)	(3.696)	(4.353)	23,5%
TỔNG TÀI SẢN	116.538	143.626	168.998	201.799	247.697	296.588	355.935	19,9%
Các khoản nợ chính phủ và NHNN	-	2.119	2.256	2.820	3.525	4.319	5.312	23,9%
Tiền gửi và vay các TCTD khác	21.777	20.685	21.607	22.040	22.701	23.836	25.028	3,9%
Tiền gửi khách hàng	77.599	90.761	112.816	141.020	176.275	215.937	265.602	24,0%
Phát hành giấy tờ có giá	4.370	16.910	16.922	19.743	24.678	30.231	31.872	13,5%
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay chịu rủi ro	385	476	595	744	930	1.163	1.454	25,0%
Tổng nợ sinh lãi	104.131	130.952	154.198	186.367	228.110	275.486	329.268	20,3%
Công cụ tài chính phái sinh	-	6	8	9	11	13	16	20,0%
Lãi, phí phải trả	1.945	1.351	1.621	1.946	2.335	2.802	3.362	20,0%
Các khoản phải trả khác	911	900	1.080	1.296	1.556	1.867	2.240	20,0%
Dự phòng rủi ro cho các khoản phải trả khác	41	58	10	12	14	17	21	-18,5%
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1	0	-	-	-	-	-	0,0%
Tổng nợ không sinh lãi	2.897	2.316	2.719	3.263	3.916	4.699	5.638	19,5%
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	107.029	133.267	156.917	189.630	232.026	280.184	334.906	20,2%
Vốn điều lệ	8.866	8.866	11.082	11.082	13.853	13.853	17.316	14,3%
Thặng dư vốn cổ phần	102	102	102	102	102	102	102	0,0%
Cổ phiếu quỹ	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	0,0%
Quỹ của TCTD	518	642	665	763	972	1.207	1.537	19,1%
Lợi nhuận chưa phân phối	26	751	235	225	747	1.245	2.077	22,6%
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	9.506	10.356	12.078	12.166	15.669	16.401	21.026	15,2%
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	3	3	3	3	3	3	0,0%
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	116.538	143.626	168.998	201.799	247.697	296.588	355.935	19,9%

GIẢ ĐỊNH VỀ KẾT QUẢ KINH DOANH

Thu nhập và chi phí lãi

Để dự báo thu nhập và chi phí lãi, chúng tôi đưa ra các giả định về lãi suất thu nhập và lãi suất phải trả và sau đó nhân các lãi suất này với số dư bình quân của từng loại tài sản sinh lãi và vốn phải trả lãi.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM của SHB có thể giảm nhẹ trong năm 2014, và sẽ tăng dần từ năm 2015 đến năm 2018. Lý do chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ giảm trong năm 2014 là do cả lãi suất thu nhập và lãi suất phải trả đều ở mức thấp hơn năm trước. Lãi suất tiền gửi hiện đang ở mức 6% cho các kỳ hạn dưới 6 tháng trong khi lãi suất cho các kỳ dài hạn dao động quanh mức 6% đến 8,3%. Tỷ lệ lạm phát năm 2014 dự báo sẽ là 5%, vì vậy lãi suất tiền gửi khó có khả năng xuống thấp hơn nữa, trong khi do thanh khoản dư thừa và tăng trưởng tín dụng đình trệ, các ngân hàng có thể sẽ phải hạ lãi suất cho vay xuống thấp hơn nữa.

Thu nhập ngoài lãi và chi phí

(1) *Thu nhập từ phí và hoa hồng* dự kiến sẽ tăng 25% mỗi năm trong giai đoạn dự báo, và tỷ lệ chi phí trên thu nhập từ phí sẽ tăng nhẹ từ 21,5% đến 25% vào năm 2018. Trong vài năm qua, SHB đã cố gắng tăng lượng khách hàng bằng cách giảm phí dịch vụ hoặc thậm chí miễn phí dịch vụ. Vì vậy chúng tôi tin rằng SHB có một nền tảng khách hàng vững chắc để có thể phát triển thu nhập từ phí và hoa hồng trong năm năm tới.

(2) *Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối* biến động khá nhiều trong thời gian qua (giảm 12% trong năm 2012 và 32% vào năm 2013). Do đó, chúng tôi dự kiến tốc độ tăng trưởng khá thận trọng ở mức 10% trong năm năm tiếp theo.

(3) *Lãi thuần từ kinh doanh chứng khoán* được ước tính thông qua tỷ suất lợi nhuận trung bình của các khoản đầu tư vốn chủ trong năm năm trở lại đây, và bằng 10%.

(4) *Thu nhập từ góp vốn mua cổ phần* được dự báo tăng trưởng ở mức 10%, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân của năm năm trở lại đây.

(5) *Lợi nhuận thuần từ hoạt động khác* dự kiến sẽ tăng 10% mỗi năm.

Chi phí hoạt động

(1) *Chi phí lương và phụ cấp* chiếm gần 32% tổng thu nhập hoạt động trong năm 2013, tăng đáng kể so với tỷ lệ 23% trước khi sáp nhập. Chúng tôi cho rằng SHB có thể mất một vài năm để hoàn toàn hợp nhất và đồng bộ hóa hai bộ máy. Do đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ này sẽ bằng 32% năm 2014 và có thể giảm xuống mức 30% kể từ năm 2015.

(2) *Chi phí tài sản và chi phí khấu hao* dự kiến ở mức 8% và 3% giá trị của tài sản cố định, tương đương với năm 2013.

(3) *Thuế thu nhập doanh nghiệp*: Bắt đầu từ ngày 1 tháng 1 năm 2014, thuế thu nhập doanh nghiệp giảm xuống còn 22% từ mức 25% trước đây và sẽ tiếp tục giảm xuống còn 20% từ năm 2016. Do gánh theo lỗ lũy kế của HBB, thuế suất thực tế của SHB là 8% trong năm 2012 và 15% năm 2013. Chúng tôi ước tính SHB vẫn có thể giảm mức thuế thu nhập phải nộp vào năm 2014 và tỷ lệ thuế suất thực sẽ là 17%. Sau đó, thuế suất thực của SHB sẽ bằng với thuế suất quy định, 22% vào năm 2015 và 20% từ năm 2016 trở đi.

Chi phí dự phòng

Dựa trên dự đoán của chúng tôi về tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng của SHB trong những năm tới, chi phí dự phòng dự kiến sẽ tăng đáng kể trong năm 2014 và 2015, sau đó giảm dần. Thêm vào đó chúng tôi cũng cho rằng các khoản hoàn nhập dự phòng trong những năm tới cũng sẽ giảm nhiều so với con số của năm 2012 và 2013.

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN – HÀ NỘI (HNX – SHB)

KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	CAGR
Thu nhập lãi tiền gửi	2.320	784	944	1.067	1.271	1.375	1.527	14%
Thu nhập lãi cho vay khách hàng	5.574	6.601	7.884	10.266	13.272	16.483	20.664	26%
Thu lãi từ đầu tư chứng khoán	1.449	1.043	1.286	1.854	2.744	3.637	4.591	34%
Thu khác từ hoạt động tín dụng	608	747	821	903	994	1.093	1.202	10%
Thu nhập lãi	9.951	9.175	10.935	14.091	18.280	22.588	27.984	25%
Trả lãi tiền gửi	(7.173)	(6.520)	(7.376)	(9.371)	(12.309)	(15.137)	(18.829)	24%
Trả tiền lãi vay	(211)	(281)	(275)	(282)	(294)	(308)	(158)	-11%
Trả lãi phát hành giấy tờ có giá	(615)	(266)	(761)	(788)	(1.066)	(1.345)	(1.584)	43%
Chi phí hoạt động tín dụng khác	(78)	(3)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	10%
Chi phí lãi	(8.076)	(7.071)	(8.413)	(10.441)	(13.669)	(16.790)	(20.571)	24%
Thu nhập lãi thuần	1.876	2.104	2.523	3.649	4.611	5.798	7.413	29%
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	194	219	274	343	429	536	670	25%
Chi phí hoạt động dịch vụ	(42)	(86)	(82)	(103)	(129)	(161)	(201)	18%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	152	133	192	240	300	375	469	29%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	48	63	70	77	84	93	102	10%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư	164	(16)	5	29	23	18	10	-192%
Lãi thuần từ hoạt động khác	11	6	7	8	8	9	10	10%
Lãi thuần khác	689	77	84	93	102	112	123	10%
Thu nhập ngoài lãi	1.064	264	358	446	517	607	715	22%
Tổng thu nhập hoạt động	2.939	2.368	2.881	4.095	5.129	6.405	8.128	28%
Tổng chi phí hoạt động	(1.679)	(1.861)	(1.936)	(2.550)	(3.152)	(3.862)	(4.807)	21%
Lợi nhuận thuần trước dự phòng rủi ro tín dụng	1.260	507	945	1.545	1.977	2.543	3.321	46%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	565	493	(739)	(580)	(231)	(589)	(570)	-203%
Lợi nhuận trước thuế	1.825	1.000	206	966	1.746	1.954	2.751	22%
Chi phí thuế TNDN	(138)	(150)	(35)	(212)	(349)	(391)	(550)	30%
Lợi nhuận sau thuế	26	850	171	753	1.397	1.563	2.201	21%

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu SHB dựa trên hai phương pháp: (a) Thu nhập thặng dư và (b) So sánh chỉ số giá giao dịch (P/E). Giá mục tiêu tổng hợp từ các mô hình định giá của chúng tôi là: 9.183 đồng, tương đương với giá thị trường của cổ phiếu SHB tại thời điểm phát hành báo cáo này. Vì vậy, khuyến nghị của chúng tôi cho cổ phiếu SHB là **NĂM GIỮ**.

Tổng hợp định giá		
Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	7.628	50%
P/E	10.761	50%
Giá mục tiêu	9.183	
Tiền năng giảm giá	2,0%	
Lợi suất cổ tức	6,7%	
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	8,7%	

Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng mô hình thu nhập thặng dư (RI) nhiều giai đoạn để định giá SHB bởi đặc điểm kinh doanh của SHB nói riêng và ngành ngân hàng nói chung rất khác biệt so với các công ty thông thường mà chúng tôi vẫn thường sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá. Thu nhập thặng dư được tính dựa trên lợi nhuận thuần và chi phí vốn chủ sở hữu. Một công ty có doanh thu lớn hơn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là một công ty có thu nhập thặng dư dương, và đang tạo ra giá trị. Bởi vậy, công ty có thu nhập thặng dư càng cao thì giá trị định giá công ty càng lớn. Mô hình thu nhập thặng dư được trình bày như sau:

$$V_e = B_0 + \sum_{i=1}^t \frac{(NI_i - R_e \cdot B_{(i-1)})}{(1+r)^i}$$

Trong đó:

V_e = Giá trị vốn chủ sở hữu

B_i = Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu tại thời điểm i

NI_i = Lợi nhuận thuần tại thời điểm i

Các thông số đầu vào khác của mô hình như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là lãi suất trái phiếu Chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, 7,2%.
- Suất lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 15%.
- Chỉ số Beta của SHB là 1,27.
- Chi phí vốn chủ sở hữu (R_e) được ước tính sử dụng mô hình CAPM, tương đương 17,1%%.

Trong trường hợp của SHB, trong năm năm dự báo của chúng tôi, thu nhập thặng dư đều bị âm, có nghĩa là ROE dự kiến thấp hơn chi phí VCSH của SHB. Điều này lý giải cổ phiếu của SHB được giao dịch dưới giá trị sổ sách. Chúng tôi cho rằng sau khi SHB giải quyết được số nợ xấu còn lại chuyển giao từ HBB và hoàn thành quá trình hợp nhất, nâng cao hiệu quả hoạt động, SHB sẽ có thể đạt được ROE bằng chi phí VCSH. Do đó, RI sẽ bằng không sau năm 2018.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận thuần cho cổ đông	171.023	753.179	1.396.504	1.563.206	2.200.811
Vốn chủ sở hữu	10.355.697	12.078.234	12.166.478	15.668.608	16.400.646
Chi phí vốn chủ	1.769.830	2.064.218	2.079.300	2.677.828	2.802.936
Thu nhập thặng dư	(1.598.807)	(1.311.039)	(682.796)	(1.114.622)	(602.125)
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,854	0,729	0,623	0,532	0,454
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(1.365.447)	(956.254)	(425.331)	(592.983)	(273.577)
Tổng giá trị thặng dư	(3.613.592)				
Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu	10.355.697				
Giá trị vốn chủ sở hữu	6.742.105				
Số lượng cổ phiếu	886.580				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	7.605				

Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch

Chúng tôi lựa chọn bốn ngân hàng: MBB, STB, EIB, ACB để so sánh với SHB vì bốn ngân hàng này có quy mô, hiệu quả, mô hình hoạt động tương đồng nhất với SHB.

Các chỉ số tài chính cơ bản	SHB	TB	STB	MBB	ACB	EIB
Số CP lưu hành (triệu)	887	1.105	1.143	1.126	922	1.229
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	7.979	17.319	23.536	15.196	14.191	16.351
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9.3	18.1	5.1	10.0	30.0	27.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	10.356	14.847	17.064	15.141	12.502	14.680
Thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	2.368	6.028	7.601	7.614	5.649	3.249
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	850	1.495	2.229	2.267	824	658
ROE	8,56%	10,4%	14,5%	16,2%	6,6%	4,3%
ROA	0,65%	0,9%	1,4%	1,3%	0,5%	0,4%
NIM	1,8%	3,5%	5,0%	4,0%	2,9%	2,2%
EPS	915	1.368	1.931	2.145	820	577
BVPS (Q1/2014)	11.681	13.473	14.935	13.451	13.567	11.940
Giá (ngày 23.06.2014)	9.000	15.700	20.600	13.500	15.400	13.300
P/E	9,83	14,70	10,67	6,29	18,79	23,04
P/B	0,77	1,20	1,34	1,12	1,22	1,12

SHB hiện đang được giao dịch ở mức P/E 9,83 lần và P/B 0,77 lần, thấp hơn so với trung bình các ngân hàng tương đương, có nghĩa cổ phiếu của SHB tương đối rẻ hơn so với bốn ngân hàng trên. Tuy nhiên, trong mô hình định giá, chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% cho giá của cổ phiếu SHB do: (1) tỷ lệ nợ xấu cao, (2) tỷ lệ trích lập dự phòng thấp, và (3) sự độc lập của HĐQT ngân hàng có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của cổ đông thiểu số. Với phương pháp P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu SHB ở mức 10.761 đồng tại thời điểm phát hành báo cáo.

Định giá theo chỉ số P/E

Thu nhập trên cổ phiếu 12 tháng của SHB (VND)	915
P/E của SHB (x)	9,83
P/E các NH tương đương (x)	14,70
Mức thặng dư	20%
Định giá (VND)	10.761

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Một vài yếu tố quan trọng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận và giá cổ phiếu của ngân hàng là mức chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất huy động và tốc độ tăng trưởng dự phòng rủi ro tín dụng. Trong phần này, chúng tôi kiểm tra độ nhạy của giá cổ phiếu SHB so với: (1) mức nợ xấu, (2) dự phòng rủi ro tín dụng mỗi năm, (3) tăng trưởng tín dụng, và (4) mức chênh lệch lãi suất cho vay và huy động.

Phân tích độ nhạy 1

		Tốc độ tăng trưởng bền vững				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
Chênh lệch lãi suất cho vay-huy động	4,00%	9.515	9.575	9.636	9.698	9.761
	3,75%	9.318	9.366	9.416	9.465	9.515
	3,50%	9.120	9.157	9.183	9.232	9.268
	3,25%	8.923	8.949	8.974	8.998	9.022
	3,00%	8.726	8.740	8.753	8.765	8.775

Phân tích độ nhạy 2

		Mức nợ xấu so với giá định cơ bản				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
Tốc độ tăng trưởng dự phòng rủi ro tín dụng so với giá định cơ bản	30%	9.044	8.949	8.854	8.759	8.666
	20%	9.136	9.052	8.968	8.883	8.799
	10%	9.228	9.155	9.081	9.008	8.934
	0%	9.320	9.257	9.183	9.132	9.069
	-10%	9.412	9.360	9.308	9.256	9.204

Giá định cơ bản	2014	2015	2016	2017	2018
Tăng trưởng tín dụng	22,8%	23%	23%	23%	23%
Tỷ lệ nợ xấu	5%	5%	4,1%	3,5%	2,9%
Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng	40%	45%	50%	55%	60%

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

SHB có một nhịp giảm giá mạnh từ mức 12.200 đ/cp cuối tháng 3/2014 xuống 7.900 đ/cp vào giữa tháng 5/2014. Sau khi tạo đáy ở vùng này, SHB bắt đầu hồi phục trở lại và kéo dài nhịp tăng giá tới thời điểm hiện tại. SHB hiện đang có sự tích lũy phía dưới đường trung bình động 50 ngày, nằm tại 9.300 đ/cp.

Chúng tôi kỳ vọng quá trình tích lũy của SHB sẽ tiếp tục kéo dài trong một vài tuần tới và giá SHB có thể dao động trong biên độ từ 8.500 – 9.300 đ/cp. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với SHB tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã chứng khoán	SHB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	12.200
Giá thấp nhất trong 3 tháng	7.900
Đường MA50 (từ ngày 14/01/2014)	9.300
Đường MA100 (từ ngày 14/01/2014)	9.300
Kháng cự trung hạn	9.300
Hỗ trợ trung hạn	8.000
Khuyến nghị	Nắm Giữ

Đơn vị: VND/cp

Biểu đồ giá cổ phiếu VCB



Nguồn: VPBS

Hướng dẫn Khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +10%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và/hoặc đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Barry David Weisblatt

Giám đốc Điều hành – Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
hapl@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích
ngoccla@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418