

Ngành Tài chính

Báo cáo cập nhật

27 tháng 6, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **26.800**

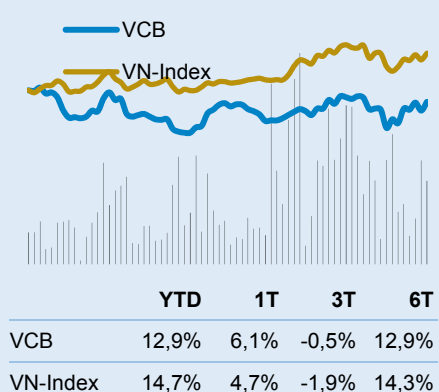
Giá thị trường (27/06/2014) 26.300

Lợi nhuận kỳ vọng +2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	19.450 - 26.540
Vốn hóa	70.090 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.665.029.637 CP
KLGD bình quân 10 ngày	846.330 CP
% sở hữu nước ngoài	17,84%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,6%
Beta	1,13

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam

Mã giao dịch: VCB

Reuters: VCB.HM

Bloomberg: VCB VN

Kết quả kinh doanh khả quan trong Q2/2014

Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2014. Chúng tôi dự báo tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB trong quý 2/2014 đạt 3.810 tỷ đồng và 912 tỷ đồng, tăng lần lượt 6,3% và 5,2% so với cùng kỳ năm 2013. Chỉ tiêu sinh lời dự báo được cải thiện, trong khi chất lượng tài sản tiếp tục được kiểm soát tốt.

❑ **Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 8,1% YoY do NIM được cải thiện.** Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng của VCB đạt 3-3,5% tính đến thời điểm cuối quý 2/2014. Trong khi đó, huy động vốn tính đến hết quý 2/2014 dự báo tăng khoảng 7,5% so với thời điểm 31/12/2013. NIM trong quý 2/2014 dự báo ở mức tương đương với quý 1/2014, cao hơn so với mức NIM cùng kỳ 2013. Trên cơ sở đó, thu nhập lãi thuần của VCB trong kỳ dự báo đạt 2.760 tỷ đồng, tăng 8,1% YoY.

❑ **Các khoản thu ngoài lãi chỉ tăng nhẹ (+1,7% YoY).** Các khoản thu về dịch vụ thanh toán thẻ và thanh toán xuất nhập khẩu thường tập trung vào quý 1 và quý 4. Tương tự, hoạt động kinh doanh ngoại tệ trong quý 2 sẽ bớt sôi động hơn so với quý 1. Thu từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối dự báo đạt 787 tỷ đồng trong quý 2/2014. Khoản thu từ chứng khoán đầu tư và kinh doanh cũng có thể sụt giảm so với quý 1/2014 đạt 100 tỷ đồng do lợi suất trái phiếu trong quý 1 đã xuống khá thấp và ít có khả năng biến động nhiều trong quý 2. Ngoài ra, với nỗ lực trong việc xử lý nợ xấu, chúng tôi cho rằng VCB có thể thu được khoảng 131 tỷ đồng từ xử lý nợ xấu.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao.** Trong năm 2014, VCB đặt kế hoạch trích lập 5.000 tỷ đồng dự phòng. BVSC cho rằng, trong những tháng đầu năm, VCB sẽ trích lập tương đối sát với kế hoạch và thực hiện điều chỉnh dần trong quý 3 sau khi Thông tư 02/2013/TT-NHNN chính thức áp dụng. Chúng tôi dự báo VCB dự kiến sẽ trích lập khoảng 1.250 tỷ đồng dự phòng nợ xấu trong quý 2/2014.

Dự báo 2014. Dự báo cả năm 2014, tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB lần lượt đạt 17.317 và 4.439 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 11,7% và 1,9% so với năm 2013.

Khuyến nghị.

Chúng tôi đánh giá cao VCB với hoạt động kinh doanh tương đối ổn định, lợi thế về vốn, thế mạnh về hoạt động dịch vụ và kinh doanh thẻ. Bên cạnh đó, VCB có quan điểm thận trọng trong việc phân loại nợ xấu và khá quyết liệt trong công tác xử lý nợ xấu trong ba năm vừa qua. Theo đánh giá của BVSC, rủi ro nợ xấu của VCB trong năm 2014 là không cao. Ngoài ra, VCB cũng đang nỗ lực cải thiện tỷ lệ sinh lời của mình. NIM của ngân hàng mặc dù vẫn ở mức tương đối thấp, nhưng đã có những cải thiện rõ rệt trong quý 1/2014 nhờ quản lý tốt chi phí vốn. Kết quả kinh doanh của VCB năm 2014 được dự báo chỉ tăng 1,9% so với 2013, với LNST ước đạt 4.439 tỷ đồng. Bên cạnh đó, hiện tại VCB đang được giao dịch với mức P/E và P/B là 14,5 và 1,48, tương đối cao so với bình quân ngành. Do vậy, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu VCB và giá mục tiêu là **26.800 đồng/cổ phần**.

Báo cáo cập nhật Q2/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	77,11%
Sở hữu nước ngoài	17,84%
Sở hữu khác	5,05%

CÓ ĐỒNG LỚN

SBV	77,10%
Mizuho Corporate Bank, Ltd., Nhật Bản	15,00%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tổng thu nhập hoạt động	11.525	14.871	15.108	15.507	17.317
Chi phí hoạt động	4.544	5.700	6.016	6.244	6.926
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	6.980	9.171	9.093	9.263	10.390
Dự phòng rủi ro tín dụng	1.501	3.474	3.329	3.520	4.773
Lợi nhuận sau thuế	4.215	4.197	4.404	4.358	4.439

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền, vàng bạc, đá quý	5.233	5.394	5.627	6.060	6.356
Tiền gửi tại NHNN	8.240	10.617	15.732	24.844	18.692
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	79.654	105.005	65.713	91.737	72.415
Cho vay khách hàng	176.814	209.417	241.163	274.314	307.232
Chứng khoán đầu tư	32.811	29.457	78.521	64.463	78.703
Tổng tài sản có	307.496	366.722	414.475	468.994	491.896
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	10.077	38.866	24.806	32.622	16.120
Tiền gửi và vay các TCTD khác	59.536	47.962	34.066	44.044	26.532
Tiền gửi của khách hàng	204.756	227.017	284.415	332.246	378.760
Vốn chủ sở hữu	20.669	28.639	41.553	42.386	46.483
Tổng nguồn vốn	307.496	366.722	414.475	468.994	491.896

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	25%	18%	15%	14%	12%
Tăng trưởng huy động (%)	21%	11%	25%	17%	14%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	20%	19%	13%	13%	5%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	24%	39%	45%	2%	9%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3%	4%	3%	3%	3%
ROA (%)	2%	1%	1%	1%	1%
ROE (%)	23%	17%	13%	10%	10%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	2.8%	2,0%	2,4%	2,7%	2,5%
Dự phòng/Nợ xấu	114%	125%	91%	91%	95%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	58%	57%	58%	58%	62%
Cho vay/Huy động	86%	92%	85%	83%	81%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.187	2.131	1.900	1.881	1.782
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.721	14.612	17.996	18.355	17.442

Cập nhật KQKD Q1/2014

VCB có kết quả kinh doanh khả quan trong Q1/2014 với tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế đạt 4.119 và 1.179 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 14,2% và 2,7% so với cùng kỳ 2013.

□ **Tăng trưởng tín dụng cao hơn bình quân ngành nhờ vào tín dụng ngoại tệ.** Tính đến 31/3/2014, dư nợ tín dụng của VCB đạt 279 nghìn tỷ đồng, tăng 1,76% so với thời điểm cuối năm 2013. Mức tăng trưởng này cao hơn so với mức tăng trưởng tín dụng bình quân của toàn hệ thống (0,62%) và có được là do tín dụng ngoại tệ tăng trưởng tốt, đạt 14%. Theo VCB, tín dụng ngoại tệ tăng là do lãi suất cho vay USD trong Quý 1/2014 rất hấp dẫn nên nhiều doanh nghiệp nhập khẩu lớn đã chuyển từ vay VNĐ sang USD. Lãi suất cho vay USD bình quân ở mức 4,5%/năm (so với mức 6-7% trước đây), chỉ bằng một nửa lãi suất cho vay bằng VNĐ (bình quân khoảng 9%/năm).

Tiền gửi khách hàng trong kỳ tăng 3,24% đạt 343 nghìn tỷ đồng, LDR giảm nhẹ từ 83% cuối năm 2013 xuống 81% tại 31/3/2014.

□ **NIM của ngân hàng tăng nhẹ so với thời điểm cuối năm 2013 đạt 2,61%,** chủ yếu do lãi suất huy động bình quân giảm mạnh hơn lãi suất cho vay bình quân. Trong quý 1/2014, lãi suất đầu vào giảm 0,45 điểm phần trăm xuống mức 4,8%; trong khi đó lãi suất đầu ra chỉ giảm 0,03 điểm phần trăm.

Lãi suất đầu vào: Kể từ cuối tháng 2/2014, VCB bắt đầu hạ các mức lãi suất huy động. Theo đó, lãi suất huy động kỳ hạn 1 tháng còn 5,3% và 12 tháng còn 7%/năm. Mức lãi suất này thấp hơn mức lãi suất phổ biến tại các ngân hàng khác (khoảng 5,5-5,7% đối với kỳ hạn 1 tháng và 7,35 – 8% cho kỳ hạn trên 12 tháng) và thấp hơn mức lãi suất trước đó 0,5-1%.

Lãi suất đầu ra: Lãi suất đầu ra không giảm quá nhiều do (1) tổng tài sản có sinh lãi giảm 4,8% xuống còn 434 tỷ đồng; (2) Các khoản cho vay liên ngân hàng giảm mạnh từ 92 tỷ đồng xuống còn 52 tỷ đồng. Đây là tài sản có mức sinh lời thấp hơn hẳn so với các khoản cho vay trên thị trường 1 và đầu tư trái phiếu. Trong quý 1, lãi suất cho vay liên ngân hàng bình quân chỉ đạt khoảng 1%, trong khi lãi suất cho vay bình quân là 8% và lãi suất trái phiếu đầu tư bình quân là 6%. Do đó, lãi suất đầu ra bình quân chỉ giảm nhẹ.

Với tín dụng đã có tăng trưởng và NIM được cải thiện, thu nhập lãi thuần của VCB đã tăng 7% so với cùng kỳ 2013 đạt 2.766 tỷ đồng.

□ **Các khoản thu ngoài lãi tăng trưởng tốt (33% YoY) đạt 1.353 tỷ đồng.** Trong đó, thu từ hoạt động dịch vụ đạt 424 tỷ đồng (+11% YoY). Thu từ chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư 246 tỷ đồng, so với mức 57 tỷ đồng trong quý 1/2013 do lãi suất trái phiếu đã xuống khá thấp trong quý 1/2014 và là thời điểm thích hợp để VCB hiện thực hóa nhiều khoản đầu tư trái phiếu. Ngoài ra, VCB còn một khoản thu từ xử lý nợ xấu được hạch toán vào thu nhập hoạt động khác 241 tỷ đồng (so với 19 tỷ đồng cùng kỳ 2013).

❑ **Chi phí dự phòng tăng mạnh 48% đạt 1.198 tỷ đồng.** VCB tiếp tục chứng minh nỗ lực của mình trong việc xử lý nợ xấu với việc trích lập tới 44% lợi nhuận trước trích lập dự phòng để trích lập dự phòng. Về chất lượng tài sản, tỷ lệ NPL của VCB giảm nhẹ so với thời điểm cuối năm 2013 đạt 2,65%. Xét về số tuyệt đối, nợ xấu của VCB đã giảm 67 tỷ đồng. Ngoài ra, nợ nhóm 2 cũng giảm mạnh tới 31% do tình hình tài chính của một vài khách hàng lớn của VCB đã được cải thiện. Với việc tăng mạnh trích lập dự phòng, tỷ lệ LLC của VCB tại 31.3.2014 đạt 103%

Dự báo KQKD Q2/2014

Chúng tôi dự báo tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của VCB trong quý 2/2014 đạt 3.810 tỷ đồng và 912 tỷ đồng, tăng lần lượt 6,3% và 5,2% so với cùng kỳ năm 2013. Chỉ tiêu sinh lời (NIM) dự báo được cải thiện, trong khi chất lượng tài sản tiếp tục được kiểm soát tốt.

❑ **Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 8,1% YoY do NIM được cải thiện.** Trong quý 2/2014, nền kinh tế vĩ mô đã bắt đầu có những tín hiệu tích cực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống cũng như của VCB trong kỳ sẽ có nhiều cải thiện. Trong tháng 5/2014, VCB đã ký kết nhiều hợp đồng tín dụng lớn như hợp đồng tài trợ 80 triệu đô la Mỹ cho PVD để mua giàn khoan tự nâng 40 feet nước, 800 tỷ đồng cho Đạm Ninh Bình, 1.300 tỷ đồng cho dự án khai thác hầm lò mỏ than Khe Chàm II-IV tại Quảng Ninh của TKV,.. Bên cạnh đó, VCB còn tham gia triển khai thí điểm đề án chuỗi liên kết “4 nhà” chủ đầu tư - nhà thầu - nhà cung cấp VLXD - ngân hàng của NHNN, gồm: BIDV, Agribank, Vietinbank, Vietcombank, VNCB, SHB, Lienvietpostbank, MHB. Đến nay, đã có 4 chuỗi liên kết được khởi tạo trong lĩnh vực xây dựng và giao thông với tổng mức đầu tư là 7.778 tỷ đồng, các ngân hàng tham gia đã cam kết hỗ trợ tín dụng cho các chủ thể tham gia dự án với tổng số tiền là 6.149 tỷ đồng. Đề án này được kỳ vọng sẽ giúp khơi thông dòng vốn trong lĩnh vực xây dựng cơ bản; tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đang có nợ quá hạn vẫn có thể vay được vốn cho các dự án tiếp tục triển khai. Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng của VCB đạt 3-3,5% tính đến thời điểm cuối quý 2/2014.

Đầu tháng 6/2014, VCB đã cắt giảm các mức lãi suất huy động 0,1% - 0,3%/năm đối với các kỳ hạn ngắn 1 – 6 tháng. Hiện tại, các mức lãi suất huy động của VCB là thấp nhất trên thị trường. Chúng tôi cho rằng đây là biện pháp tạm thời để VCB tránh cho tỷ lệ LDR xuống thấp hơn, đồng thời cũng là cơ sở để VCB có thể tiếp tục hạ lãi suất cho vay nhằm đẩy nhanh tín dụng trong những tháng tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ giảm nhẹ hơn so với lãi suất huy động do mức lãi suất cho vay hiện tại của VCB đã tương đối cạnh tranh so với những ngân hàng khác. Do đó, NIM trong quý 2/2014 dự báo ở mức tương đương với quý 1/2014, cao hơn so với mức NIM cùng kỳ 2013. Huy động vốn tính đến hết quý 2/2014 dự báo tăng khoảng 7,5% so với thời điểm 31/12/2013. Trên cơ sở đó, thu nhập lãi thuần của VCB trong kỳ dự báo đạt 2.713 tỷ đồng, tăng 6% YoY.

▣ **Các khoản thu ngoài lãi chỉ tăng nhẹ (+1,7% YoY).** Các khoản thu về dịch vụ thanh toán thẻ và thanh toán xuất nhập khẩu thường tập trung vào quý 1 và quý 4. Tương tự, hoạt động kinh doanh ngoại tệ trong quý 2 sẽ bớt sôi động hơn so với quý 1. Giữa tháng 5/2014, thị trường vàng và ngoại tệ biến động bất thường do ảnh hưởng từ sự kiện Biển Đông. Tuy nhiên, với việc Chính phủ tuyên bố giữ thị trường ổn định bằng mọi nguồn lực của NHNN, thị trường vàng và ngoại tệ đã dần đi vào ổn định vào cuối tháng BVSC. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng VCB có được tăng trưởng đột biến trong thu nhập từ ngoại hối không cao. Thu từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối dự báo đạt 787 tỷ đồng trong quý 2/2014, giảm 9,2% so với Q1/2014, tuy nhiên tăng 2,7% so với cùng kỳ 2013.

Khoản thu từ chứng khoán đầu tư và kinh doanh cũng có thể sụt giảm so với quý 1/2014 đạt 100 tỷ đồng do lợi suất trái phiếu trong quý 1 đã xuống khá thấp và ít có khả năng biến động nhiều trong quý 2.

Với nỗ lực trong việc xử lý nợ xấu, chúng tôi cho rằng VCB có thể thu được khoảng 131 tỷ đồng từ xử lý nợ xấu.

▣ **Chi phí hoạt động.** Chi phí hoạt động dự kiến tăng 8,6% so với cùng kỳ đạt 1.391 tỷ đồng.

▣ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Trong năm 2014, VCB đặt kế hoạch trích lập 5.000 tỷ đồng dự phòng. BVSC cho rằng, trong những tháng đầu năm, VCB sẽ trích lập tương đối sát với kế hoạch và thực hiện điều chỉnh dần trong quý 3 sau khi Thông tư 02/2013/TT-NHNN chính thức áp dụng. BVSC dự báo VCB sẽ trích lập khoảng 1.250 tỷ đồng dự phòng nợ xấu trong quý 2/2014.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2014 của VCB

Chỉ tiêu	Q2/2013	Q2/2014F	% thay đổi	Lũy kế 2013	Lũy kế 2014F	% thay đổi
- Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	3.585	3.810	6,3%	7.190	7.929	10,2%
- LNST (tỷ đồng)	867	912	5,2%	1.984	2.082	4,9%

Nguồn: VCB, BVSC ước tính

Triển vọng 2014

Dự kiến cả năm 2014, tổng thu nhập hoạt động và LNST của VCB lần lượt đạt 17.317 và 4.439 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 11,7% và 1,9% so với năm 2013.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của VCB

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	468.994	491.896	5%	
Nguồn vốn huy động	332.246	378.760	14%	

Báo cáo cập nhật Q2/2014

Dư nợ cho vay	274.314	307.232	12%	<p>Kinh tế vĩ mô 2013 đã được duy trì ổn định, với tổng cầu trong phạm vi kiểm soát và không gây áp lực lớn lên lạm phát. Chúng tôi cho rằng trong năm 2014, Chính Phủ sẽ tiếp tục giữ mục tiêu ổn định nền kinh tế vĩ mô và tiến hành tái cấu trúc nền kinh tế. Do đó, tình hình kinh tế vĩ mô trong năm 2014 sẽ khó có thể có cải thiện so với 2013 xét về tổng cầu, sức mua, đầu tư hay khả năng hấp thụ của nền kinh tế. Tăng trưởng tín dụng có thể tăng nhẹ so với tốc độ tăng trưởng của năm 2013, đạt 12-14%. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định rằng tăng trưởng tín dụng của VCB năm 2014 đạt 12%.</p>
Tổng thu nhập hoạt động	15.507	17.317	12%	<p>Mặc dù lãi suất bình quân đầu vào và đầu ra của VCB đều ở mức thấp nhất so với các ngân hàng niêm yết, nhưng trong 6 tháng đầu năm, VCB đã hai lần hạ các mức lãi suất huy động. Tính đến hết Q1/2014, lãi suất bình quân đầu vào đã giảm 0,45% so với cuối năm 2013. Trong khi đó, lãi suất bình quân đầu ra giảm nhẹ hơn do ngân hàng đã chủ động giảm dần các khoản cho vay liên ngân hàng vốn có lãi suất thấp hiện nay. Với việc quản lý tốt chi phí vốn như hiện nay, chúng tôi cho rằng NIM của ngân hàng sẽ có cải thiện nhẹ trong năm 2014 đạt 2,54%. LDR dự báo sẽ được cải thiện trong 2 quý cuối năm khi tín dụng bắt đầu tăng tốc. Trên cơ sở đó, thu nhập lãi thuần của VCB dự báo đạt 11.980 tỷ đồng, tăng 11,1% so với năm 2013.</p> <p>Chúng tôi giả định thu nhập từ dịch vụ và ngoại hối tăng trưởng tốt, với mức tăng trưởng đạt lần lượt 15% và 10%. Thu từ xử lý nợ xấu được dự báo ở mức 1.200 tỷ đồng (+28% YoY).</p>
Chi phí hoạt động	6.244	6.927	11%	<p>Từ đầu năm 2014 đến nay, VCB đã mở thêm 10 chi nhánh mới và tuyển dụng nhân sự cho các chi nhánh đó. Tính chung cả năm 2014, VCB dự kiến mở 16 chi nhánh mới và tuyển dụng thêm 940 nhân sự. Do đó, chúng tôi dự báo tổng chi phí hoạt động trong năm 2014 sẽ tăng khoảng 11% so với năm 2013, đạt 6.927 tỷ đồng. Hệ số CIR đạt 40%.</p>
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	9.263	10.390	12%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	3.520	4.773	36%	<p>Kể từ tháng 6/2010, VCB đã áp dụng song song hệ thống phân loại nợ theo cả phương pháp định tính và định lượng, và lấy kết quả xấu hơn của hai phương pháp này.</p> <p>Đối với thông tư 02/2013/TT-NHNN, về cơ bản có 4 điểm thay đổi lớn: (1) các ngân hàng tự xây dựng hệ thống phân loại nợ; (2) lấy kết quả xấu hơn giữa phương pháp định tính và định lượng; (3) hàng tháng các ngân hàng phải cập nhật kết quả phân loại nợ theo CIC và (4) xử lý trái phiếu doanh nghiệp giống như các khoản cho vay. Hiện tại, VCB đã làm việc với cơ quan thanh tra và xin dữ liệu của CIC để so sánh với kết quả phân loại nợ hiện tại. Nhìn chung, kết quả phân loại nợ của VCB đã tương đối chặt chẽ.</p> <p>Khi áp dụng thông tư 02/2013/TT-NHNN, VCB còn phải tiến hành trích lập cho các khoản trái phiếu doanh nghiệp và xếp loại đúng nhóm nợ đối với các khoản nợ được cơ cấu lại theo Quyết định 780. Trái phiếu doanh nghiệp hiện tại của VCB khoảng hơn 2.000 tỷ (1.100 tỷ đồng tính đến cuối 2012 và khoảng 1.500 tỷ đồng trái phiếu Vinacomin). Các khoản nợ cơ cấu lại theo quyết định</p>

780 của VCB còn khoảng trên 7.000 tỷ đồng. Như vậy, trong trường hợp xấu nhất (toàn bộ các khoản nợ được cơ cấu lại theo 780 là nợ xấu), thì nợ xấu của VCB sẽ tăng gấp đôi (khoảng 5%). Tuy nhiên, theo đánh giá của BVSC, không phải toàn bộ các khoản nợ được cơ cấu lại theo 780 sẽ trở thành nợ xấu. Bên cạnh đó, tính đến 31/3/2014, nợ từ nhóm 3 đến 5 của VCB là 7.408 tỷ đồng, dự phòng rủi ro tín dụng lũy kế là 7.663 tỷ đồng và tổng giá trị tài sản đảm bảo/tổng dư nợ tín dụng đến thời điểm hiện tại của VCB vẫn ở mức trên 100%. Do đó, chúng tôi cho rằng rủi ro nợ xấu của VCB trong năm 2014 không lớn.

Tuy nhiên, do VCB có quan điểm thận trọng trong việc phân loại và trích lập nợ xấu, chúng tôi cho rằng VCB sẽ tăng cường trích lập và xử lý thu hồi nợ để đưa tỷ lệ nợ xấu xuống mức thấp và duy trì tỷ lệ LLC ở mức cao. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo đạt 4.773 tỷ đồng, và tỷ lệ NPL cuối năm đạt 2,5%. LLC giả định đạt 95%.

Lợi nhuận trước thuế	5.743	5.617	-2%
Lợi nhuận sau thuế	4.358	4.439	2%
EPS	1.881	1.782	-5%

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá cao VCB với hoạt động kinh doanh tương đối ổn định, lợi thế về vốn, thế mạnh về hoạt động dịch vụ và kinh doanh thẻ. Bên cạnh đó, VCB có quan điểm thận trọng trong việc phân loại nợ xấu và khá quyết liệt trong công tác xử lý nợ xấu trong ba năm vừa qua. Theo đánh giá của BVSC, rủi ro nợ xấu của VCB trong năm 2014 là không cao. Ngoài ra, VCB cũng đang nỗ lực cải thiện tỷ lệ sinh lời của mình. NIM của ngân hàng mặc dù vẫn ở mức tương đối thấp, nhưng đã có những cải thiện rõ rệt trong quý 1/2014 nhờ quản lý tốt chi phí vốn. Kết quả kinh doanh của VCB năm 2014 được dự báo chỉ tăng 1,9% so với 2013, với LNST ước đạt 4.439 tỷ đồng. Bên cạnh đó, hiện tại VCB đang được giao dịch với mức P/E và P/B là 14,5 và 1,48, tương đối cao so với bình quân ngành. Do vậy, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu VCB và giá mục tiêu là **26.800** đồng/cổ phần.