

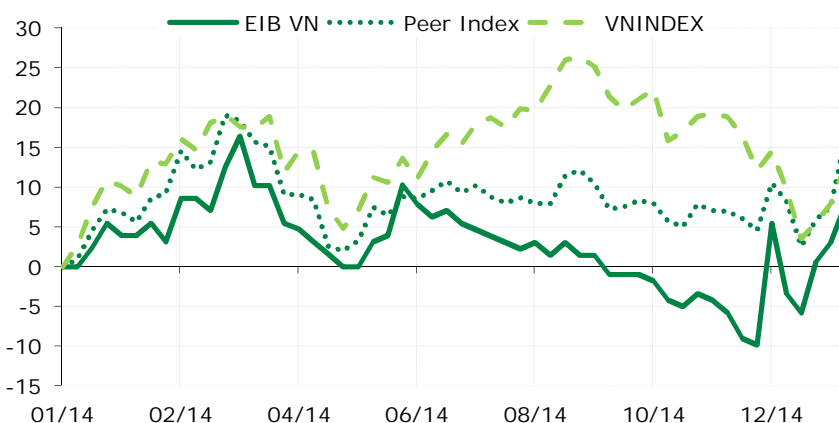
# NGÂN HÀNG TMCP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM (HSX- EIB)

Ngày 16 tháng 01 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



### Diễn biến cổ phiếu EIB



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (EIB) với mức giá mục tiêu là 11.400 đồng dựa trên những luận điểm sau đây:

- **Triển vọng ngành ngân hàng sẽ khởi sắc từ năm 2016 trở đi** nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và chất lượng tài sản được cải thiện.
- **Hệ số NIM được kỳ vọng sẽ cải thiện trong thời gian tới** nhờ vào sự dịch chuyển của cơ cấu tài sản sang nhóm tài sản sinh lời cao hơn và tỷ trọng cho vay liên ngân hàng giảm sẽ giúp cải thiện khả năng sinh lời của ngân hàng.
- **Tăng trưởng lợi nhuận không mấy khả quan trong năm 2015 nhưng sẽ được cải thiện từ năm 2016.** Do tỷ lệ nợ xấu năm 2014 tăng đột ngột và tỷ lệ nợ xấu năm 2015 được dự đoán sẽ cao hơn nữa, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng của EIB sẽ tăng 66%, lợi nhuận do đó sẽ giảm tương ứng. Khi nhóm khách hàng chủ chốt là DNVVN hồi phục, triển vọng của ngân hàng sẽ khởi sắc.
- **Cổ phiếu EIB đang được giao dịch ở mức P/E là 31,39 lần**, cao hơn nhiều so với các NH tương đương do hệ số ROE và lợi nhuận thấp. Do đó, cổ phiếu EIB đã tăng giá kém hơn các NH tương đương và VN-Index trong 12 tháng qua. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sự chênh lệch này sẽ được thu hẹp trong năm tới.

*Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.*

Giá hiện tại (16/01/2015):	VND	13.000
Giá mục tiêu:	VND	11.400
Khuyến nghị ngắn hạn:	Năm giữ	
Ngưỡng kháng cự:	VND	13.800
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	11.000
Mã Bloomberg: <b>EIB VN</b>	SGD:	HSX
Ngành:	Ngân hàng	
Beta:	0,60	
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	15.900/11.000	
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	1.236	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	16.105,6	
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	75	
KLGDBQ 12 tháng	386.250	
Sở hữu nước ngoài(%)	27,16	

Năm	NIM	NPL	Tỷ lệ cổ tức	EPS
2015F	4,24%	6%	2,45%	724
2014E	3,80%	6%	1,84%	687
2013	1,98%	4%	1,80%	533
2012	1,32%	13,5%	3,20%	1,731

	EIB	Ngành	VNI
P/E	31,15x	12,83x	13,42x
P/B	1,09x	1,08x	1,84x
ROE	7,00%	11,88%	13,64%

#### Giới thiệu:

- Ngân hàng EIB được thành lập vào năm 1989 và hiện tại đang có mạng lưới 207 chi nhánh và phòng giao dịch và 260 máy ATM.

- Ngân hàng cung cấp đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại và đặt mục tiêu trở thành tập đoàn tài chính hàng đầu về dài hạn.

- Ngân hàng hiện có vốn điều lệ là 12.355 tỷ đồng, tổng tài sản 141.132 tỷ đồng, xếp hạng thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết về tổng tài sản.

## NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH	3
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM	3
CẬP NHẬT KẾT QUẢ 9 THÁNG ĐẦU NĂM	4
Triển vọng năm 2015	4
MỘT SỐ KẾT QUẢ NĂM 2014	5
Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu cả năm	5
Hệ số NIM tiếp tục giảm sút	6
NGÂN HÀNG TMCP EXIMBANK	8
TỔNG QUAN	8
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	10
NGÂN HÀNG DUY NHẤT VỚI TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG ÂM	10
CƠ CẤU CHO VAY	11
CƠ CẤU TÀI SẢN VÀ NỢ PHẢI TRẢ NGHIÊNG VỀ HOẠT ĐỘNG LIÊN NGÂN HÀNG	11
LỢI NHUẬN CHÍN THÁNG “TRƯỢT” CHỈ TIÊU	13
THẾ MẠNH VỀ THANH TOÁN QUỐC TẾ VÀ TÀI TRỢ THƯƠNG MẠI	14
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN: “KỊCH BẢN XẤU NHẤT VẪN CHƯA LỘ DIỆN”	17
THÔNG TƯ 36 VÀ CÁC TÁC ĐỘNG ĐỐI VỚI EXIMBANK	18
SWOT	18
DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH	19
ĐỊNH GIÁ	22
Phương pháp thu nhập thặng dư	22
Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch	23
Tổng hợp định giá	23
Phân tích độ nhạy	24
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	25
PHỤ LỤC – DỰ PHÓNG CỦA VPBS	26
LIÊN HỆ	28

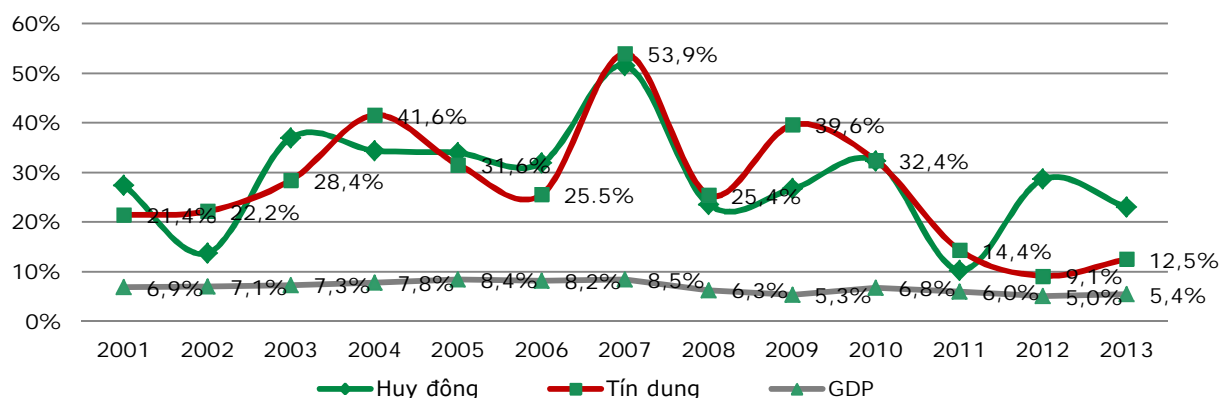
## TỔNG QUAN NGÀNH

### 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**. 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. 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. Theo như kế hoạch tái cơ cấu giai đoạn 2011-2015, Ngân hàng Nhà nước đặt mục tiêu giảm số lượng NHTM xuống còn 15-17 ngân hàng vào năm 2017 để cải thiện khả năng cạnh tranh của các ngân hàng

**Ngành ngân hàng tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn trước năm 2010 nhưng đang dần chững lại.** Tính từ năm 2000 đến năm 2010, tín dụng tăng trưởng với tốc độ trung bình gộp (CAGR) là 31,9%. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng trong vòng ba năm lại đây đã suy giảm đáng kể. Tổng dư nợ tăng vọt 3.72% trong sáu tháng đầu năm 2014, cách khá xa so với mục tiêu cả năm của NHNN là 12%.

#### Tăng Trưởng Huy Động và Tín Dụng 2001-2013

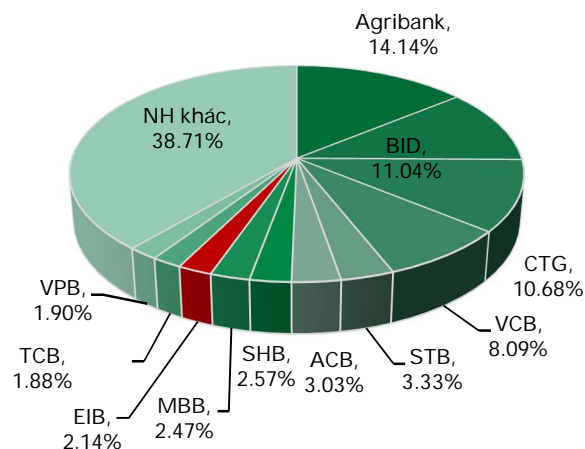
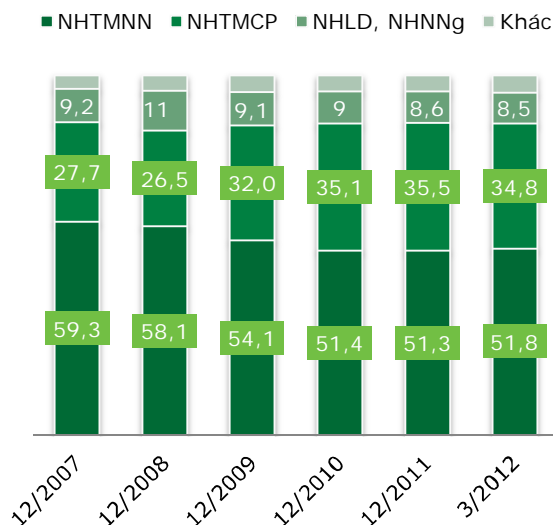


Nguồn: IFS

**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 7% thị phần tín dụng từ các NHTMNN. Trong 9T2014, thị phần của các NHTMNN đã giảm xuống còn 43.96% từ 44,5% vào năm 2013.

Thị phần tín dụng (%)

Thị phần tín dụng – Quý 3/2014



Nguồn: VNEconomy, VPBS tổng hợp

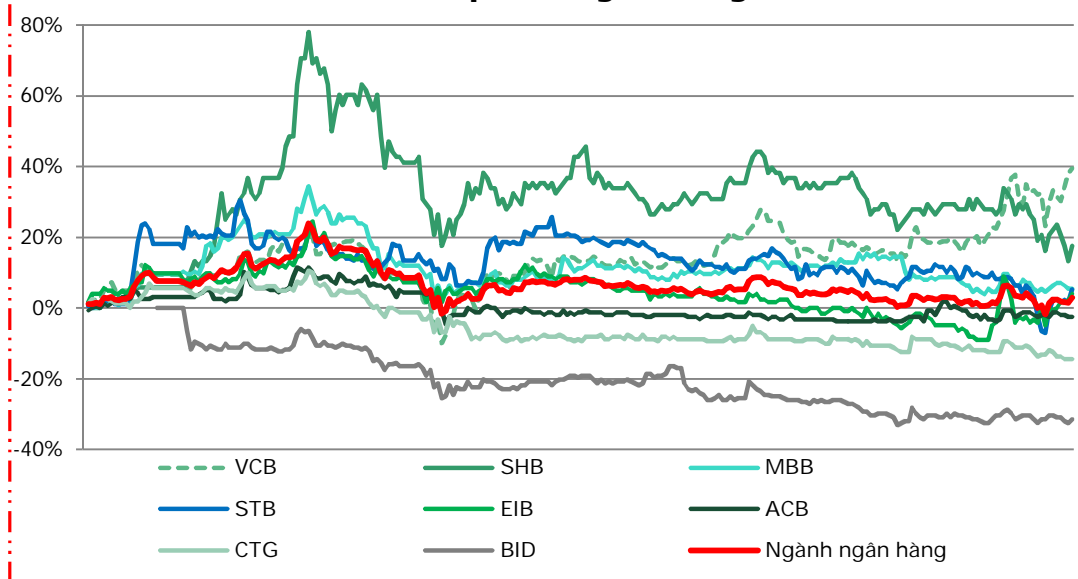
## CẬP NHẬT KẾT QUẢ 9 THÁNG ĐẦU NĂM

### Triển vọng năm 2015

Cổ phiếu ngân hàng nhìn chung không tăng giá trong năm 2014 với mức tăng vốn vụn 3%. Tính đến ngày 30 tháng 12 năm 2014, cổ phiếu ngân hàng giao dịch ở mức P/E là 13,2 lần và P/B là 1,13 lần.

Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ngân hàng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2015

### Diễn biến Cổ phiếu Ngân hàng 2014



Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ngân hàng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2015, với những lý do sau đây:

- Tăng trưởng GDP năm 2015 dự kiến là 6,2%, cao hơn so với những năm gần đây. Do đó, tín dụng có thể sẽ tăng trưởng mạnh hơn, tương ứng với mức tăng trưởng của GDP.

*Thông tư 36 làm giảm tổng cho vay đầu tư chứng khoán và giảm tình trạng sở hữu chéo giữa các NH*

- Chất lượng tài sản của các ngân hàng đã được cải thiện với giá trị nợ xấu tuyệt đối và tỷ lệ nợ xấu giảm do các ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng. Luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài sở hữu bất động sản ở Việt Nam và Thông tư 53 sửa đổi được chờ đợi lâu nay trao quyền chủ động nhiều hơn cho VAMC sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc bán nợ xấu. Mặc dù vẫn có những bất ổn liên quan đến chất lượng tài sản của các ngân hàng khi Thông tư 02 và Thông tư 09 hoàn toàn có hiệu lực, nhưng chúng tôi cho rằng những quan ngại này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu ngân hàng.

- Thông tư 36 quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của ngân hàng (ban hành ngày 20 tháng 11 năm 2014) đã tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán về mặt tổng thể. Các tác động quan trọng nhất bao gồm việc giảm sở hữu chéo và sự thao túng trong ngành ngân hàng. Quá trình này có thể sẽ làm cho con số nợ xấu thực lộ diện nhanh chóng hơn và gây ảnh hưởng tiêu cực đến tổng cho vay ký quỹ trên thị trường chứng khoán. Để có phân tích chi tiết hơn, xin vui lòng tham khảo "Báo cáo đặc biệt: Tác động của Thông tư 36" của chúng tôi (<https://www.vpbs.com.vn/Images/research/12222014-MacroE.pdf>). Tuy nhiên, gần đây có tin đồn Thông tư 36 sẽ được hoãn lại. Tin đồn này đã ảnh hưởng tích cực tới cổ phiếu ngân hàng. Trong bốn ngày giao dịch vừa qua (07-12/01 năm 2014), cổ phiếu ngân hàng đã tăng 8,1%. VCB (15,7%), BID (12,4%), SHB (11,1%) và MBB (10%) là những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất. Nếu tin đồn hoãn Thông tư 36 là thật, cổ phiếu ngân hàng có thể sẽ tăng mạnh hơn nữa.

## MỘT SỐ KẾT QUẢ NĂM 2014

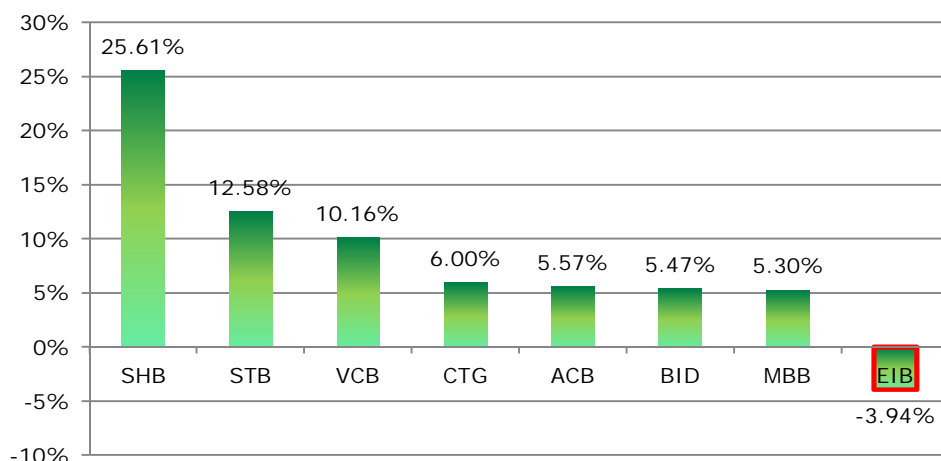
### Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu cả năm

*Tăng trưởng tín dụng đạt 12,62%, vượt mục tiêu đề ra cả năm*

Mặc dù ngành ngân hàng có một khởi đầu tương đối chậm chạp trong 6T2014, tăng trưởng tín dụng gần đây đã khởi sắc và đạt 12,62% tính đến ngày 22 tháng 12 năm 2014. Với kết quả này, toàn hệ thống đã hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm là 12%. Trong khi đó, tổng huy động tăng trưởng 15,15%. Trong năm 2015, mục tiêu tăng trưởng tín dụng được đề ra là từ 13% đến 15%.

Trong 9T2014, trong số các ngân hàng niêm yết, tổng cho vay của Ngân hàng SHB tăng trưởng nhiều nhất, tiếp theo là STB và VCB. Ngoại trừ EIB là ngân hàng duy nhất có tăng trưởng tín dụng âm thì bốn ngân hàng còn lại là CTG, BID, MBB, và ACB đều có mức tăng trưởng tín dụng trung bình.

### Tăng trưởng tín dụng của các NH niêm yết trong 9T2014

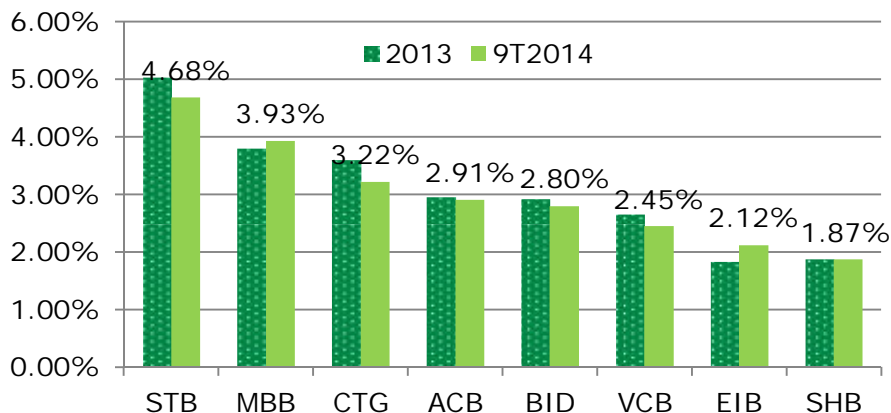


Nguồn: BCTC ngân hàng, VPBS tổng hợp

### Hệ số NIM tiếp tục giảm sút

Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN), lãi suất trong năm 2014 đã giảm khoảng 1,5-2,0 điểm phần trăm so với năm ngoái. Mặc dù cả lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay đều giảm tương ứng, nhưng do tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) giảm nhẹ, chúng tôi thấy rằng hệ số NIM trong 9T2014 của hầu hết các ngân hàng đều giảm nhẹ so với năm 2013.

### Hệ số NIM của các NH niêm yết trong 9T2014



Nguồn: BCTC ngân hàng, VPBS tổng hợp

### Nợ xấu đã giảm

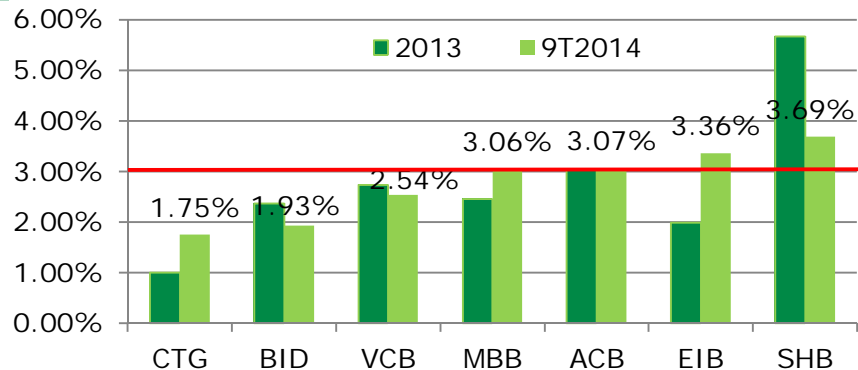
NHNN đã công bố tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng vào cuối tháng chín là 5,4%, thấp hơn nhiều so với mức 9,1% vào đầu năm nay. Tỷ lệ nợ xấu thấp hơn hẳn cho thấy trong năm 2014 khoảng 110.000 đồng nợ xấu đã được xử lý thông qua các biện pháp bao gồm bán nợ xấu cho Công ty Quản lý tài sản Việt Nam (VAMC), xử lý từ nguồn trích lập dự phòng rủi ro, thu hồi nợ xấu và thu hồi từ việc bán tài sản thế chấp. Trong số các ngân hàng niêm yết, BID (3.322 tỷ đồng), MBB (1.438 tỷ đồng), CTG (887 tỷ đồng), VCB (716 tỷ đồng) là các ngân hàng đã xử dụng nguồn trích lập dự phòng rủi ro nhiều nhất để xử lý nợ xấu.

Tỷ lệ nợ xấu giảm còn 5,3% vào cuối tháng 11, thấp hơn so với mức 9,1% vào đầu năm nay

VAMC đã mua 83.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm nay, đạt kế hoạch đề ra cho năm 2014

Tính đến ngày 23 tháng 12 năm 2014, VAMC đã mua được tổng cộng 123.000 tỷ đồng nợ xấu - 40.000 tỷ đồng trong năm 2013 và 83.000 tỷ đồng trong năm 2014, đạt kế hoạch cả năm 2014 là mua từ 80.000 đến 85.000 tỷ đồng. Trong năm, VAMC đã xử lý được 4.000 tỷ đồng nợ xấu, thông qua các phương thức như bán nợ xấu và bán lại tài sản đảm bảo. So với con số 123.000 tỷ đồng nợ xấu mà VAMC đã mua từ các TCTD thì số nợ xấu mà VAMC đã xử lý được là không đáng kể. Điều này cho thấy khả năng của VAMC trong việc giải quyết nợ xấu vẫn chưa thực sự hiệu quả.

Tỷ lệ nợ xấu của các NH niêm yết trong 9T2014



Nguồn: BCTC ngân hàng, VPBS tổng hợp

Tỷ lệ nợ xấu và LLR vẫn là tác nhân chính làm giảm lợi nhuận của ngân hàng

### Triển vọng ổn định nhưng lợi nhuận vẫn chịu áp lực nhất định

Mặc dù hạng xếp hạng tín nhiệm Moody's đã nâng triển vọng của hệ thống ngân hàng Việt Nam từ tiêu cực lên ổn định vào ngày 11 /12 nhờ tăng cường ổn định kinh tế và giảm căng thẳng thanh khoản. Tuy nhiên, Moody's vẫn bày tỏ mối quan ngại về số lượng lớn các khoản nợ xấu và khả năng sinh lời của các ngân hàng trong vòng 12 đến 18 tháng tới. Điều này là do các khoản dự phòng rủi ro và nguồn vốn của ngân hàng có thể sẽ không đủ để hấp thụ những thiệt hại tiềm tàng từ khối tài sản "có vấn đề", khả năng huy động vốn của các ngân hàng có hạn, nhu cầu vay vốn mới giảm sút, và khả năng suy giảm của tỷ lệ thu nhập lãi thuần

Báo cáo của Moody cũng đề cập đến hai yếu tố có thể dẫn đến sự phục hồi vượt dự kiến của hệ thống ngân hàng, bao gồm:

(1) Sự phục hồi của giá bất động sản. Do nhiều tài sản "có vấn đề" gắn liền với tài sản thế chấp bất động sản, sự phục hồi của giá bất động sản có thể làm giảm chi phí trích lập dự phòng và nâng cao lợi nhuận của các ngân hàng.

(2) Nhu cầu vay vốn từ phân khúc bán lẻ gia tăng. Do sự thâm nhập vào phân khúc bán lẻ vẫn còn thấp, cho vay bán lẻ sẽ tạo ra các cơ hội mới hơn so với phân khúc cho vay doanh nghiệp hiện vẫn chưa hồi phục.

### Các làn sóng M&A sẽ tiếp tục sôi động hơn

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 thoát vốn khỏi ngành ngân hàng

... tuy nhiên, sự phục hồi của ngành bất động sản và sự phát triển của phân khúc bán lẻ sẽ là cứu tinh cho ngành NH



*Xu hướng sáp nhập tự nguyện sẽ áp đảo các thương vụ sáp nhập bắt buộc bởi NHNN*

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. Theo NHNN, năm 2015 sẽ có khoảng sáu thương vụ sáp nhập, hợp nhất ngân hàng, bao gồm: BIDV và MHB, Vietinbank và PGBank và OceanBank, Vietcombank và Saigonbank. 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 TMCP EXIMBANK

Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank-EIB) được thành lập vào năm 1989, chính thức đi vào hoạt động ngày 17 tháng 01 năm 1990 và là ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) đầu tiên tại Việt Nam. Năm 2007, EIB đã ký kết quan hệ hợp tác chiến lược với Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) của Nhật Bản, một ngân hàng được biết đến với thế mạnh trong phân khúc ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, có vẻ như SMBC mới chỉ thành công trong việc hỗ trợ EIB trong phân khúc ngân hàng doanh nghiệp, trong khi hoạt động ngân hàng bán lẻ của EIB vẫn ở dưới mức trung bình. Ngân hàng đã được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2009. EIB hiện có mạng lưới hoạt động khắp 20 tỉnh thành cả nước. Tính đến cuối tháng 09 năm 2014, EIB xếp hạng thấp nhất về mặt tổng tài sản và thấp thứ hai về lợi nhuận sau thuế trong số tám ngân hàng niêm yết.

#### Cung cấp toàn diện các dịch vụ ngân hàng với thế mạnh về dịch vụ tài chính xuất nhập khẩu

EIB cùng với các công ty con là một tập đoàn tài chính cung cấp các dịch vụ tài chính toàn diện bao gồm ngân hàng thương mại, ngân hàng bán lẻ, ngân hàng đầu tư, và các dịch vụ thẻ.

EIB là một trong số ít các ngân hàng có thế mạnh trong lĩnh vực thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại quốc tế.

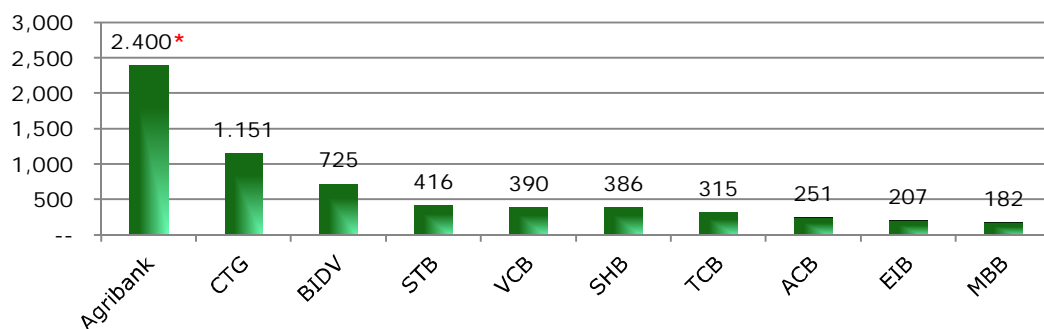
#### Mạng lưới phân tán với 207 chi nhánh và phòng giao dịch

So với các ngân hàng khác, Eximbank hiện đang có một mạng lưới chi nhánh khá khiêm tốn với 207 chi nhánh và phòng giao dịch, tăng nhẹ khoảng 13% kể từ năm 2010 (183 chi nhánh và phòng giao dịch). Bên cạnh đó ngân hàng có một số lượng máy ATM tương đối nhỏ gồm 260 máy tính đến cuối năm 2013, gần như không thay đổi từ năm 2009 và không đáng kể so với con số ít nhất 800 máy ATM của các ngân hàng khác như STB, TCB, SHB vv. EIB cần mở rộng mạng lưới của mình để phát triển và đẩy mạnh phân khúc ngân hàng bán lẻ vì rõ ràng, với năng lực hạn chế như hiện nay, EIB đang tụt hậu so với các NH khác trong phân khúc kinh doanh thẻ hấp dẫn. Cụ thể, tổng số thẻ đang lưu thông của EIB là 1,3 triệu thẻ, trong khi STB sở hữu một con số ấn tượng hơn rất nhiều là 2,4 triệu thẻ.

*Hạn chế về mạng lưới chi nhánh và máy ATM ảnh hưởng xấu tới vị thế cạnh tranh của EIB*



**So sánh hệ thống mạng lưới của các NH trong năm 2013**

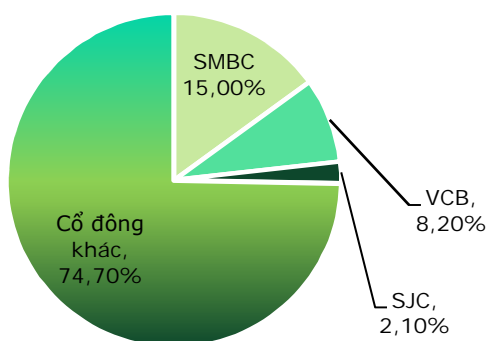


\* Con số tính đến hết năm 2011 do NH không công bố BCTN năm 2013  
 Nguồn: BCTN Ngân hàng

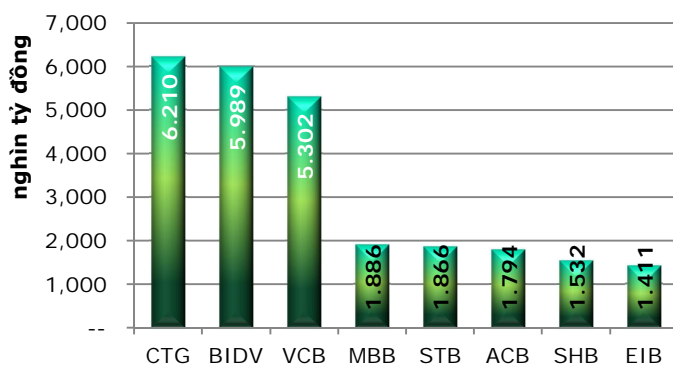
**Cơ cấu cổ đông phân tán**

Cơ cấu sở hữu hiện tại của EIB khá phân tán với hơn 74% cổ phiếu đang lưu hành tự do và 27% thuộc về các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. SMBC và VCB hiện là cổ đông lớn nhất của Eximbank, sở hữu lần lượt 15% và 8,2% cổ phần của NH. VCB đồng thời là cổ đông lớn tại một số ngân hàng khác như Ngân hàng Quân đội, Ngân hàng Phương Đông, Saigonbank và công ty tài chính CFC. Thêm vào đó, Vietcombank là “anh cả” đã ra tay tương trợ VNCB về quản trị và điều hành sau sự cố xảy ra với ngân hàng này. Ngày 26 tháng 12 năm 2014, VCB đã tổ chức cuộc họp cổ đông bất thường để thông qua kế hoạch sáp nhập với một ngân hàng khác. Có tin đồn trên thị trường là một trong những ngân hàng đề cập trên đây đều có thể là mục tiêu của VCB, bao gồm EIB. Mặc dù VCB vẫn chưa xác nhận sự lựa chọn cuối cùng, tính đến thời điểm này, Saigonbank đang được cho là ứng cử viên tiềm năng nhất của thương vụ này.

**Cơ cấu cổ đông**



**Tổng TS các NH niêm yết 9T2014**



Nguồn: BCTN Ngân hàng, VPBS tổng hợp

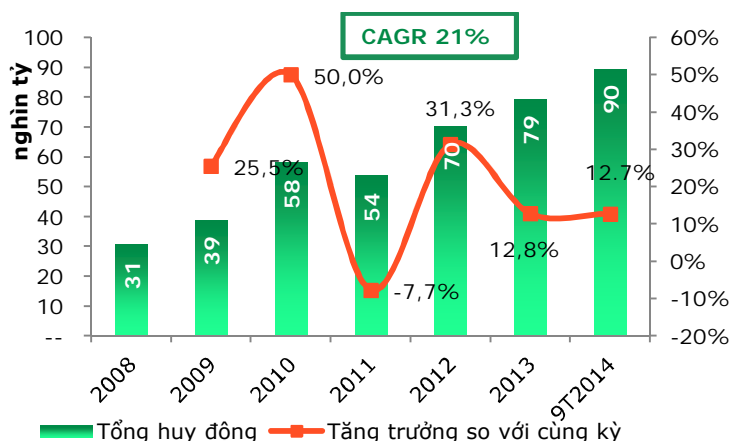
## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### NGÂN HÀNG DUY NHẤT VỚI TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG ÂM TRONG 9T2014

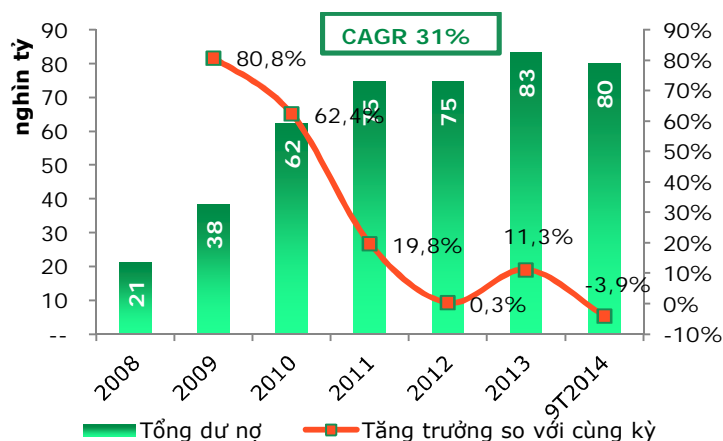
*Ngân hàng duy nhất ghi nhận tăng trưởng tín dụng âm*

Tiền gửi khách hàng và các khoản cho vay khách hàng đã tăng trưởng lũy kế lần lượt là 21% và 31% trong giai đoạn 2008-2013, cao hơn so với ACB và STB, nhưng còn khá khiêm tốn so với MBB. Tuy nhiên, mức tăng trưởng này chủ yếu là trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2010, theo đà tăng trưởng chung của ngành ngân hàng, trong khi tổng tín dụng và huy động từ năm 2011 đến năm 2013 chỉ đạt mức tăng trưởng lũy kế lần lượt là 5,7% và 21,7%. Trong năm 2012, NHNN đã phân loại các ngân hàng thành bốn nhóm khác nhau để áp dụng giới hạn tăng trưởng tín dụng riêng dựa trên tình hình tài chính của từng ngân hàng. Mặc dù Eximbank đã được phân loại vào nhóm 1 với hạn mức tăng trưởng tín dụng là 17%, nhưng trái lại thực tế tăng trưởng tín dụng của EIB năm 2012 lại đáng thất vọng, chỉ tăng vồn vện 0,3%. Năm 2012 là một năm khó khăn đối với nền kinh tế nói chung và đối với các Doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN) nói riêng, với số lượng công ty nộp đơn xin phá sản lên đến 55.000 doanh nghiệp. Tình hình ảm đạm của nhóm khách hàng mục tiêu đã ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng tín dụng của EIB. Về mặt thị phần tín dụng, EIB đã tụt hạng từ vị trí thứ sáu với 3,2% thị phần trong năm 2013 xuống vị trí thứ chín với 2,14% thị phần trong 9T2014 (tham khảo [TỔNG QUAN NGÀNH](#)).

#### Tổng Huy động



#### Tổng Cho vay



Nguồn: Báo cáo thường niên EIB

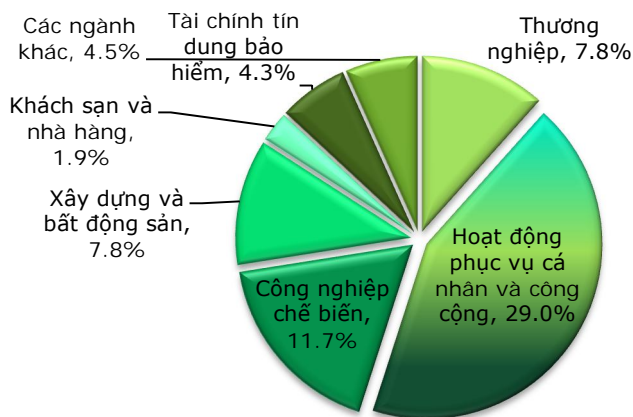
Năm 2014 tiếp tục là một năm khó khăn đối với EIB, điều này đã khiến EIB trở thành ngân hàng duy nhất ghi nhận tăng trưởng tín dụng âm 3,9% trong 9T2014. Do đó, chúng tôi cho rằng ngân hàng khó có khả năng đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm là 10%. Tín dụng thường tăng trưởng mạnh trong vài tháng cuối năm, vì vậy chúng tôi ước tính tổng cho vay của EIB năm 2014 sẽ chỉ tăng nhẹ 3%. Trong khi đó, tiền gửi của khách hàng đã có một bước quay đầu ngoạn mục, với tăng trưởng 12,7% trong Quý 3/2014 so với mức tăng trưởng âm 3,0% trong 6T2014. Điều này đã góp phần làm giảm tỷ lệ LDR của EIB từ 104% trong 6T2014 xuống còn 89% tại cuối Quý 3/2014.

### CƠ CẤU CHO VAY

EIB tập trung cho vay nhóm DNVVN (chiếm 55% tổng dư nợ), doanh nghiệp nhà nước và cho vay cá nhân đang chiếm 12,4% và 32,8% tổng dư nợ tín dụng. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, nhằm tăng cường phát triển phân khúc ngân hàng bán lẻ, EIB đã tăng tỷ trọng các khoản cho vay cá nhân từ mức 25% năm 2011 lên 35% vào năm 2013. So với ACB và STB, tỷ trọng cho vay khách cá nhân của EIB vẫn còn thấp, chỉ chiếm 32,8% so với con số này tại ACB là 42% và tại STB là 40%.

Là một ngân hàng xuất nhập khẩu, EIB có dự trữ USD và tỷ trọng cho vay ngoại tệ cao hơn các NH khác, trung bình chiếm khoảng 21,8% tổng dư nợ, trong khi các ngân hàng khác có tỷ lệ này dao động quanh mức 15%. Với dự báo đồng USD sẽ tăng giá trong năm 2015, lợi nhuận của ngân hàng có thể sẽ được cải thiện.

**Phân loại cho vay theo ngành 2013**



*Nguồn: Báo cáo thường niên EIB*

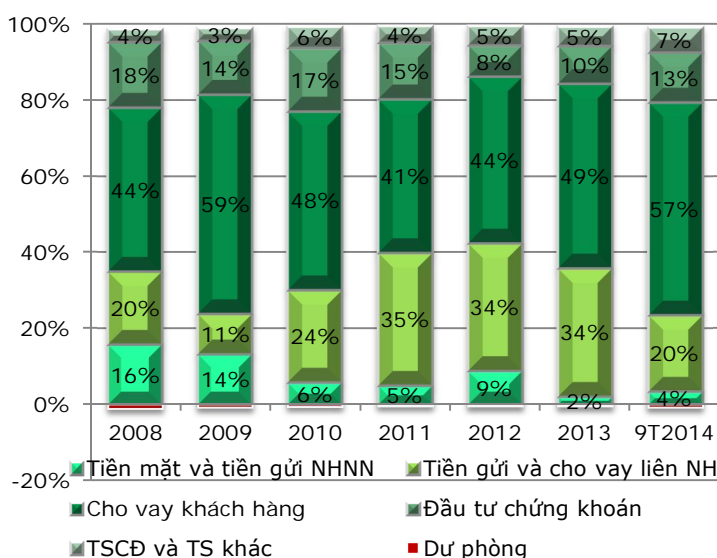
Về phân loại cho vay theo ngành, chúng tôi nhận thấy rằng EIB cho vay tập trung vào một số ngành then chốt như thương nghiệp, hoạt động phục vụ cá nhân và cộng đồng và sản xuất và chế biến. Tuy nhiên, cho vay thương nghiệp đã giảm xuống trong thời gian gần đây từ năm 2012 do điều kiện kinh tế nói chung gặp khó khăn. Hoạt động phục vụ cá nhân và cộng đồng và sản xuất và chế biến luôn chiếm một phần lớn trong tổng dư nợ của EIB, lần lượt ở mức 28% và 12%. Từ năm 2009, EIB đã sớm nhận ra các nguy cơ tiềm ẩn của ngành xây dựng và bất động sản, do đó, ngân hàng đã hạn chế cho vay trong lĩnh vực này, giữ được chất lượng tài sản cao với tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát dưới 2% trước năm 2014.

### TÀI SẢN VÀ NGUỒN VỐN LIÊN NGÂN HÀNG CHIẾM TỶ TRỌNG CAO

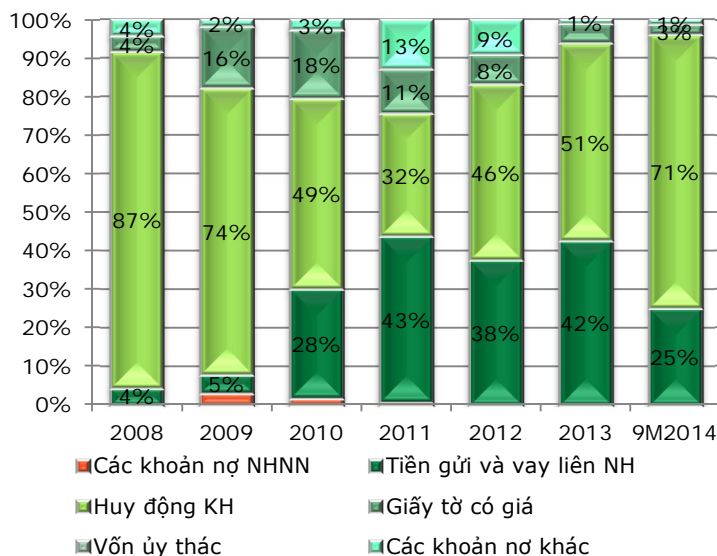
EIB có tỷ trọng cho vay khách hàng tương đối thấp trong cơ cấu tài sản. Từ năm 2008 đến 2013, các khoản cho vay khách hàng trung bình chỉ chiếm 48% tổng tài sản. Hai thành phần quan trọng khác là cho vay liên ngân hàng và đầu tư chứng khoán, lần lượt chiếm 26% và 14% tổng tài sản. Năm 2012, những thay đổi lớn liên quan đến chính sách cho hoạt động liên ngân hàng đã làm giảm đáng kể các hoạt động liên ngân hàng của hầu hết các NHTM, trừ EIB. EIB vẫn giữ tỷ trọng cho vay liên ngân hàng lên tới 34% tổng tài sản. Mặc dù tổng cho vay khách hàng giảm sút trong 9T2014, nhưng do cho vay liên ngân hàng

sụt giảm mạnh hơn nên tỷ trọng cho vay khách hàng trong cơ cấu tổng tài sản đã tăng từ 49% vào năm 2013 lên 57% trong 9T2014, trong khi tỷ trọng tiền gửi và cho vay liên ngân hàng giảm xuống, chiếm 21% tổng tài sản. So với các NH khác, EIB có phần chậm chạp hơn trong việc cắt giảm các hoạt động liên ngân hàng. Dường như việc EIB quyết định tiếp tục hoạt động tích cực trên thị trường liên ngân hàng đã làm giảm khả năng sinh lời của ngân hàng. Thu nhập lãi tiền gửi và cho vay liên ngân hàng giảm 73,5% trong năm 2013, từ 4.900 tỷ đồng vào năm 2012 xuống còn 1.298 tỷ đồng trong năm 2013 do lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh.

#### Cơ cấu tổng tài sản



#### Cơ cấu nợ phải trả



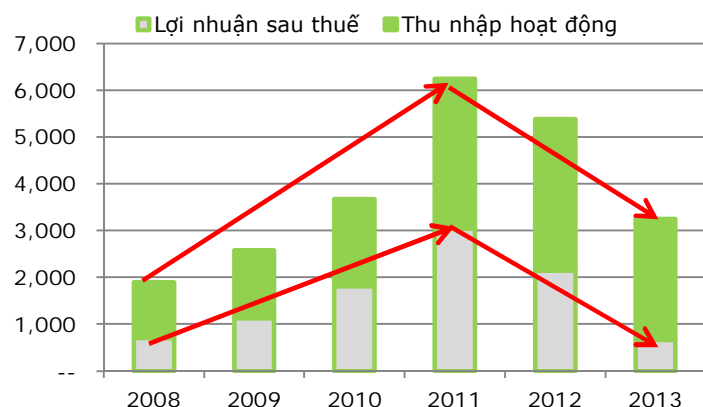
Nguồn: Báo cáo tài chính EIB

Lợi nhuận bị kéo xuống do EIB thiên về các hoạt động liên ngân hàng

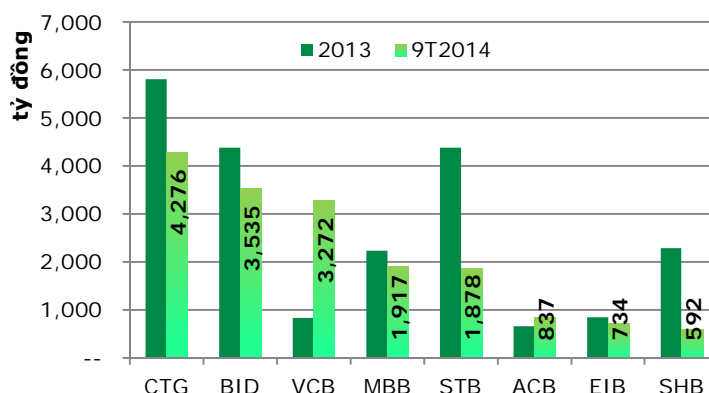
Tương tự như cơ cấu tài sản, cơ cấu nợ phải trả cũng cho thấy một sự thay đổi đáng kể trước và sau năm 2010. Từ năm 2010 trở đi, tỷ trọng tiền gửi khách hàng đã giảm xuống rõ rệt do EIB đã tích cực tham gia hoạt động liên NH, từ 74% vào năm 2009 còn 49% tổng tài sản vào năm 2010. Năm 2010, các khoản vay liên ngân hàng tăng khoảng 31.000 tỷ đồng và số dư giấy tờ có giá giảm 12.600 tỷ đồng. Từ năm 2010, EIB đã chuyển từ vị thế chủ nợ thành ngân hàng đi vay trên thị trường liên ngân hàng. Tuy nhiên, các khoản vay liên ngân hàng đã giảm từ 7.892 tỷ đồng vào năm 2013 còn 2.920 tỷ đồng trong 9T2014. Cùng với tăng trưởng huy động cao trong 9T2014 ở mức 12,7%, cơ cấu nợ phải trả của EIB đã thay đổi với tiền gửi khách hàng chiếm 71% và cho vay liên ngân hàng chiếm 25% tổng nợ phải trả trong 9T2014 (từ 51% và 42% trong năm 2013). Nhìn vào tỷ lệ LDR cao hơn 100% trong giai đoạn 2010-6T2014 của EIB, có khả năng là ngân hàng đã không thể huy động một lượng vốn lớn từ các nguồn khác, và tổng huy động từ khách hàng thì không đủ để đáp ứng nhu cầu vay vốn của khách hàng. Trong trường hợp này, nguồn vốn vay liên ngân hàng dường như là giải pháp tối ưu để cải thiện tình trạng thanh khoản của ngân hàng.

## LỢI NHUẬN CHÍNH THẮNG “TRƯỢT” CHỈ TIÊU

Thu nhập của EIB 2008-2013



LNST của các NH niêm yết trong 9T2014

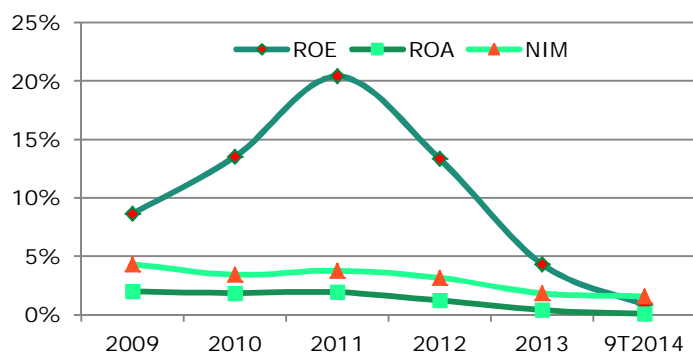


Nguồn: Báo cáo tài chính Ngân hàng

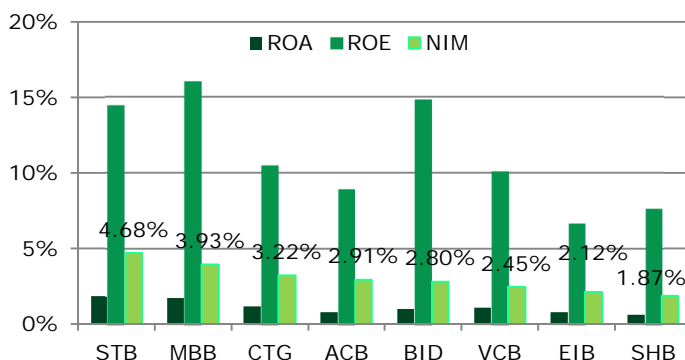
Lợi nhuận giảm sút trong hai năm qua nhưng đang dần hồi phục

Thu nhập hoạt động của EIB có tốc độ tăng trưởng lũy kế khá cao, đạt 48,8% trong giai đoạn 2008-2011, và sau đó giảm xuống trong năm 2012 và 2013. Năm 2012 khởi đầu cho một thời kỳ khó khăn của EIB với mức lỗ ròng là 297 tỷ đồng đối với hoạt động kinh doanh ngoại tệ và kinh doanh vàng. Thêm vào đó, thu nhập từ phí và hoa hồng giảm 57%, thu nhập lãi thuần giảm tới 70%, dẫn đến sự sụt giảm trong tổng thu nhập hoạt động. Trong khi thu nhập hoạt động giảm 13,6%, chi phí hoạt động tăng lại 20,3%, điều này dẫn đến sự sụt giảm lớn hơn của LNST ở mức 30% trong năm 2012. Trong năm 2013, lợi nhuận sau thuế (LNST) tiếp tục giảm sút thêm hai phần ba của LNST năm 2012, từ 2.139 tỷ đồng chỉ còn còn 658 tỷ đồng, xấp xỉ đạt 26% kế hoạch cả năm. Các kết quả khiêm tốn này chủ yếu là do sự sụt giảm của thu nhập từ tiền gửi và cho vay liên ngân hàng. Trong 9T2014, Eximbank đã ghi nhận 947 tỷ lợi nhuận trước thuế (LNTT), nhưng vẫn chỉ đạt 52,6% kế hoạch cả năm và thấp hơn 18% so với 9T2013. Với tỷ lệ nợ xấu tăng cao, kết hợp với một thời gian dài trích lập dự phòng rủi ro còn thấp, có lẽ EIB sẽ phải tích cực hơn trong việc trích lập dự phòng rủi ro vào cuối năm nay. Chúng tôi dự báo EIB nhiều khả năng sẽ không hoàn thành được kế hoạch cả năm 2014.

Khả năng sinh lời của EIB



Khả năng sinh lời của 8NH niêm yết 9T2014



Nguồn: Báo cáo tài chính Ngân hàng

Nhìn chung, so với các ngân hàng niêm yết khác, cả ba hệ số sinh lời ROA, ROE và NIM của EIB trong Quý 3/2014 đều đạt kết quả khá mờ nhạt. Nhìn chung,

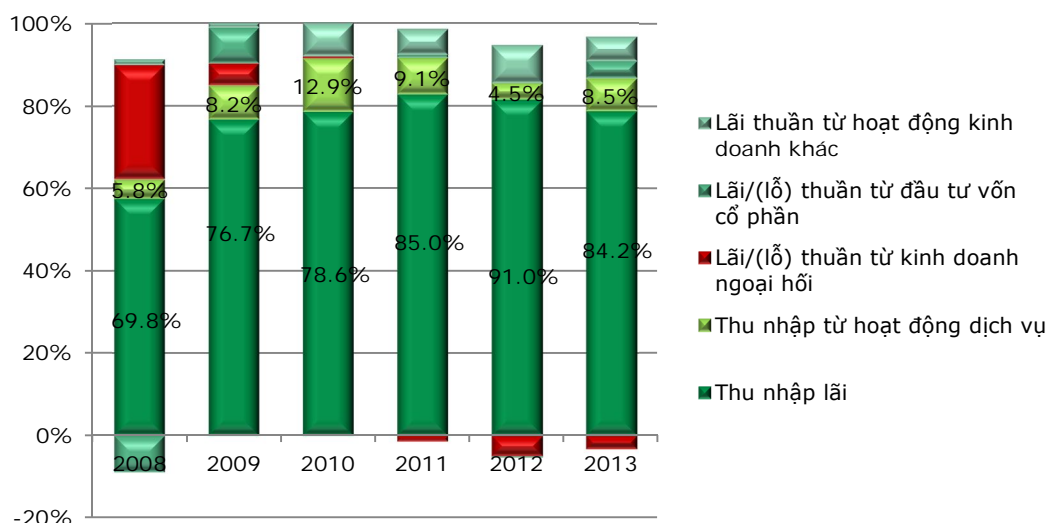
Hệ số NIM thấp hơn trung bình với cho vay tập trung vào các DNVVN

hệ số NIM của EIB thường thấp hơn so với trung bình các NH. Có lẽ, cơ cấu tài sản tập trung vào tài sản sinh lãi thấp và cơ cấu khách hàng vay thiên về DNVVN là nguyên nhân dẫn đến mức sinh lời thấp của ngân hàng. Trong năm 2013, NIM của EIB đã giảm sút gần một nửa mặc dù số dư tiền gửi và cho vay liên ngân hàng vẫn ở mức cao. Điều này là do lãi suất liên ngân hàng đã bị cắt giảm đáng kể trong năm này. Tuy nhiên, trong 9T2014, hệ số NIM đã tăng nhẹ từ 1,8% lên 2,12%, ngược lại với xu hướng giảm hệ số NIM của các ngân hàng khác, do lãi suất thu nhập giảm 149 điểm cơ bản nhưng lãi suất phải trả thậm chí còn giảm nhiều hơn là 174 điểm cơ bản..

### THỂ MẠNH VỀ THANH TOÁN QUỐC TẾ VÀ TÀI TRỢ THƯƠNG MẠI

EIB có một cơ cấu thu nhập khá tương đồng với cơ cấu thu nhập trung bình ngành trong đó 85% đến từ thu nhập lãi và 15% đến từ thu nhập ngoài lãi. Tuy nhiên, trong 9T2014, cơ cấu này có xu hướng thay đổi, với tỷ trọng của thu nhập lãi thuần giảm bớt và tỷ trọng của thu nhập từ phí và hoa hồng tăng cao. Sự biến chuyển trong cơ cấu thu nhập đơn thuần là do dư nợ tín dụng của EIB đã giảm trong 9T2014.

#### Cơ cấu thu nhập của EIB 2008-2013



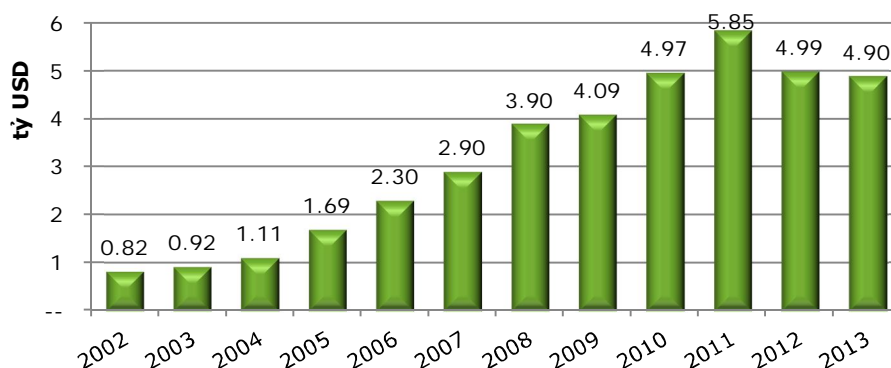
Nguồn: Báo cáo thường niên EIB

Thể mạnh là các dịch vụ ngân hàng, chủ yếu tập trung vào thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại

Nếu VCB được biết đến như ngân hàng dẫn đầu trong lĩnh vực tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế, thì EIB, như tên gọi đã hàm ý, là ngân hàng đứng đầu các ngân hàng tư nhân trong các hoạt động tài chính liên quan đến xuất nhập khẩu. EIB cũng được biết đến với thể mạnh trong kinh doanh ngoại hối và thanh toán quốc tế. Điều khác biệt chủ yếu giữa hai ngân hàng đó là nhóm khách hàng mục tiêu. EIB tập trung vào DNVVN xuất nhập khẩu, trong khi VCB lại thiên về nhóm doanh nghiệp nhà nước. EIB có một mạng lưới hơn 871 ngân hàng và chi nhánh đại lý tại 65 quốc gia trên toàn cầu. EIB được các ngân hàng danh tiếng như Standard Chartered, HSBC đánh giá khá cao. DNVVN đã đóng góp khoảng 80% vào tổng doanh số thanh toán quốc tế của EIB, vì đây là phân khúc khách hàng cốt lõi của các ngân hàng. Trong năm 2013, tổng doanh số thanh toán quốc tế đạt 4,9 tỷ USD, giảm 0,89% so với năm trước. Kết quả này nằm trong dự kiến vì môi trường hoạt động kinh doanh nói chung trong năm 2014 là không thuận lợi.



**Doanh số thanh toán quốc tế 2002-2013**



*Nguồn: Báo cáo thường niên EIB*

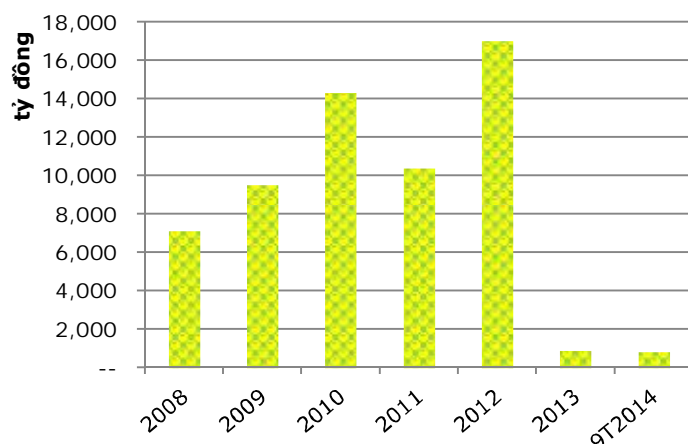
Eximbank đã tận dụng lợi thế của mình trong kinh doanh ngoại hối để cung cấp dịch vụ trọn gói dành cho du học sinh Việt Nam ở nước ngoài. Ngân hàng đã hợp tác với các công ty tư vấn du học để tổ chức các hội thảo du học nhằm giới thiệu các dịch vụ tài chính giáo dục ở nước ngoài của mình. Những sản phẩm này đã được triển khai khá tốt kể từ năm 2008, khi du học trở thành một trào lưu ngày càng phổ biến. Nhìn chung, doanh số chuyển tiền du học chiếm 82% tổng doanh số chuyển tiền đi nước ngoài của EIB, với tốc độ tăng trưởng bình quân 25% mỗi năm.

**KINH DOANH VÀNG VÀ NGOẠI HỐI**

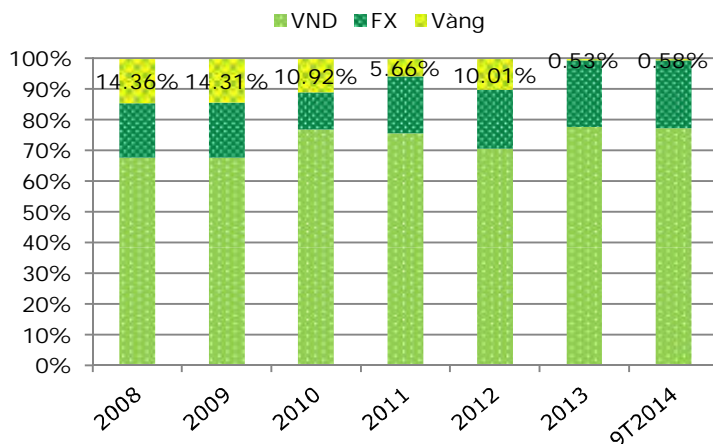
Eximbank được xem là một trong những ngân hàng dẫn đầu về hoạt động kinh doanh vàng. Năm 2008, Eximbank là một trong những ngân hàng tiên phong mở sàn giao dịch vàng tại Việt Nam và đã gặt hái được nhiều lợi nhuận trong lĩnh vực này. Do đó, EIB là một trong số ít các ngân hàng có Trung tâm kinh doanh vàng riêng biệt trong Khối Ngân quỹ Đầu tư Tài chính của ngân hàng. Nhờ thế mạnh trong hoạt động xuất nhập khẩu, Eximbank cũng là một ngân hàng dẫn đầu trong hoạt động kinh doanh ngoại hối. Đây là ngân hàng đầu tiên được cấp phép bởi Ngân hàng Nhà nước để kinh doanh quyền chọn trong hoạt động kinh doanh ngoại hối kết hợp với các sản phẩm khác để bảo hiểm rủi ro tỷ giá như hợp đồng giao ngay, hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi tiền tệ. Năm 2008, kinh doanh vàng và ngoại hối đã đóng góp hơn 33% vào tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng. Tuy nhiên, trong năm 2009 và 2010, do biến động của thị trường quốc tế, chính sách tiền tệ trong nước không ổn định và việc đóng sàn vàng, lợi nhuận thuần từ kinh doanh vàng và ngoại hối chỉ đóng góp 0,4% vào tổng thu nhập hoạt động.

*NH đầu tiên được cấp phép kinh doanh quyền chọn trong HĐKD ngoại hối. Một trong các NH tiên phong mở sàn vàng*

**Số dư vàng của EIB**



**Cơ cấu tài sản theo tiền tệ của EIB**



Nguồn: Báo cáo thường niên EIB

Các NH bị buộc phải đóng trạng thái vàng vào năm 2011, trừ nhóm G5+1: NH Đông Á, EIB, STB, ACB, TCB và SJC

Đến cuối năm 2012, nhóm G5+1 cũng phải đóng trạng thái vàng

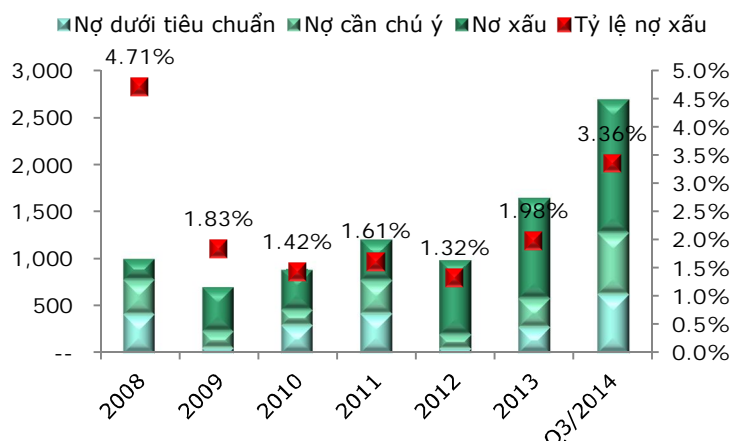
EIB ghi nhận lỗ 500 tỷ đồng trong năm 2011, 2012 và 2013 từ kinh doanh vàng

Bắt đầu từ năm 2010, nhận thấy những rủi ro liên quan đến huy động vàng, cho vay và giao dịch ký quỹ, NHNN đã bắt đầu kiểm chế các hoạt động này bằng cách phát hành Thông tư 22/2010 và Thông tư 11/2011. Đến năm 2011, mặc dù tất cả các ngân hàng bị buộc phải đóng trạng thái vàng của mình, NHNN vẫn cho phép nhóm G5+1, trong đó có Ngân hàng Đông Á, EIB, STB, ACB, TCB và SJC mở tài khoản vàng ở nước ngoài, mua vàng trên tài khoản ở nước ngoài và bán lên đến 20% dự trữ vàng hiện có để ổn định thị trường vàng trong nước. Tuy nhiên, động thái này của NHNN thay vào đó đã cho phép nhóm G5+1 đầu cơ, với trạng thái vàng của các ngân hàng ở mức âm 40% (vàng trong tài sản > vàng huy động). Với "trách nhiệm" mà các ngân hàng trung ương giao, G5 đã kiếm được một món hời từ chênh lệch lãi suất giữa lãi suất huy động vàng thấp và lãi suất cho vay tiền đồng cao. Điều này có thể lý giải cho sự tăng vọt của số dư vàng tại EIB trong năm 2012.

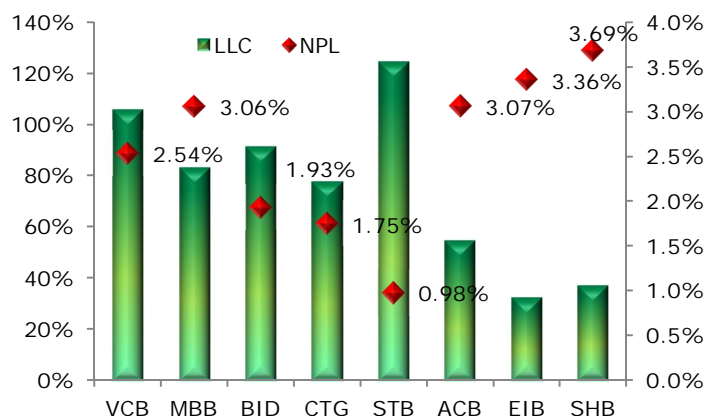
Từ ngày 25 tháng 11 năm 2012, nhóm G5+1 không còn được hưởng ưu đãi mà cũng phải tuân theo thời hạn quy định đóng trạng thái vàng vào ngày 25 tháng 11 năm 2012 (Thông tư 12/2012). Việc đóng trạng thái vàng đã gây thiệt hại cho EIB khoảng 500 tỷ đồng trong năm 2011, 2012 và 2013, vì vậy, lợi nhuận thực tế thu được từ kinh doanh vàng chỉ đạt 180 tỷ đồng. Tuy nhiên kết quả này, so với ACB cũng đã rất đáng khích lệ. ACB ghi nhận khoản lỗ ròng khoảng 2.000 tỷ đồng, cao hơn gần 500 tỷ đồng so với lợi nhuận lũy kế của ACB từ việc kinh doanh vàng và ngoại tệ trong giai đoạn 2007-2010. Eximbank được xem là một trong những ngân hàng hiệu quả nhất trong việc kinh doanh vàng cũng như xử lý việc đóng trạng thái vàng để giảm thiểu tổn thất. Thành tựu này đạt được là nhờ Công ty Vàng bạc Sài Gòn (SJC), cổ đông nắm giữ 2,07% cổ phần của EIB và Chủ tịch của SJC trước đây cũng là Chủ tịch của EIB. Trong 9T2014, hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối đã tăng trở lại và ghi nhận 142 tỷ đồng thu nhập ròng, đây là một sự cải thiện đáng kể tuy nhiên chỉ chiếm phần tương đối nhỏ so với tổng thu nhập ngoài lãi.

## CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN: “KỊCH BẢN XẤU NHẤT VẪN CHƯA LỘ DIỆN”

Tỷ lệ nợ xấu của EIB



So sánh tỷ lệ nợ xấu trong 9T2014



Tỷ lệ nợ xấu xếp hạng cao thứ hai với tỷ lệ LLC thấp nhất trong số các NH niêm yết

Nguồn: Báo cáo thường niên EIB

Tỷ lệ nợ xấu của Eximbank tăng vọt bất thường từ 1,98% vào năm 2013 lên 3,36% vào Quý 3/2014 và vượt qua ngưỡng 3%. Điều này là do tổng nợ xấu đã tăng tới 67% so với năm trước, với giá trị tuyệt đối là 2.689 tỷ đồng, trong đó riêng nợ nhóm 5 đã tăng 32%. Sự gia tăng của tỷ lệ nợ xấu một phần cũng là do tăng trưởng tín dụng âm, làm nhỏ đi mẫu số, dẫn đến làm tăng cơ học tỷ lệ nợ xấu. Với kết quả này, EIB xếp hạng cao thứ hai trong số các ngân hàng niêm yết về tỷ lệ nợ xấu

Mặc dù trong 9T2014, tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam ước đạt 109.63 tỷ USD, tăng 14% so với cùng kỳ, kết quả này đạt được chủ yếu là nhờ sự đóng góp của các doanh nghiệp nước ngoài (66,6%), trong khi đóng góp của các doanh nghiệp trong nước chỉ chiếm 33,4%, giảm so với con số năm ngoái là 39%. Như chúng ta thấy, năm 2014 vẫn là một năm khó khăn đối với các doanh nghiệp trong nước nói chung và đối với các DNVTN nói riêng. Đây có thể là một trong những lý do dẫn tới nợ xấu tăng cao về giá trị tuyệt đối do nhóm doanh nghiệp xuất nhập khẩu vừa và nhỏ là nhóm khách hàng chủ chốt của EIB. Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLC), tương đương dự phòng rủi ro tín dụng chia cho tổng nợ xấu, trước năm 2013 đã ở mức cao hơn, vào khoảng 50-70%. Trong năm 2013, tỷ lệ này đã giảm xuống còn 43% và thậm chí xuống mức độ đáng báo động là 32% vào Quý 3/2014, thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Là ngân hàng có lợi nhuận thấp, EIB đã không trích lập dự phòng nhiều hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ LLC sẽ phải tăng lên trong năm 2014 và 2015, và theo đó sẽ làm giảm lợi nhuận của ngân hàng. Nhiều khả năng EIB sẽ không thể đạt được mục tiêu của mình trong việc kìm hãm tỷ lệ nợ xấu dưới 3% do khối nợ xấu tồn đọng vẫn đang lớn dần.

Luật Nhà ở sửa đổi có thể sẽ tạo ra những tác động tích cực tới EIB và tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng, mặc dù ngân hàng không dành một phần lớn tổng dư nợ để cấp tín dụng cho ngành xây dựng và bất động sản. Việc tạo điều kiện thuận lợi cho người nước ngoài được sở hữu nhà ở sẽ hỗ trợ VAMC trong việc bán tài sản thế chấp là bất động sản cho nhà đầu tư nước ngoài và theo đó giảm tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống.

## THÔNG TƯ 36 VÀ CÁC TÁC ĐỘNG ĐỐI VỚI EXIMBANK

Thông tư 36 mới ban hành đã thiết lập những quy định chặt chẽ về cho vay chứng khoán: các ngân hàng sẽ chỉ được phép cấp tín dụng cho vay chứng khoán khi (1) ngân hàng trích lập đủ dự phòng theo yêu cầu, (2) tỷ lệ nợ xấu thấp hơn 3%, (3) tổng dư nợ cho vay chứng khoán không được vượt quá 5% vốn điều lệ của ngân hàng và (4) ngân hàng không được phép cấp tín dụng cho công ty con, công ty liên kết để mua bán chứng khoán, đầu tư và cho vay thế chấp chứng khoán. Thông tư cũng nghiêm cấm một ngân hàng Sở hữu trên 5% cổ phần của một ngân hàng khác.

Vì ngân hàng không công bố tổng dư nợ cho vay đầu tư cổ phiếu, nên mức độ ảnh hưởng của Thông tư 36 tới việc siết chặt các khoản tín dụng cho đầu tư cổ phiếu vẫn chưa được xác định rõ ràng. Nhưng điều chúng tôi có thể khẳng định là EIB hiện có tỷ lệ nợ xấu vượt ngưỡng 3% với tỷ lệ LLC đáng báo động ở mức 32%, thấp hơn đáng kể so với yêu cầu, nên có nhiều khả năng trong năm 2015, ngân hàng sẽ không được phép cấp tín dụng mới cho kinh doanh và đầu tư cổ phiếu. Như đã đề cập trước đó, VCB hiện nắm giữ 8,20% cổ phần của EIB, vượt quá giới hạn 5% cho phép. Trong năm tới, việc VCB thoái một phần vốn khỏi EIB có khả năng sẽ ảnh hưởng xấu tới NH này. Với hiệu quả hoạt động hiện tại của EIB, chúng tôi lo ngại về khả năng của ngân hàng trong việc tìm các nhà đầu tư mới.

## SWOT

### Điểm mạnh

- Thế mạnh về thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại
- Thế mạnh về kinh doanh vàng và ngoại tệ

### Điểm yếu

- Mạng lưới chi nhánh và máy ATM hạn chế
- Phân khúc ngân hàng bán lẻ tụt hậu
- Cơ cấu thu nhập kém đa dạng so với các NH đối thủ

### Cơ hội

- Phân khúc ngân hàng bán lẻ còn dư địa để tăng trưởng
- Ngành bất động sản đang dần phục hồi

### Thách thức

- Ngành ngân hàng phục hồi chậm
- Cạnh tranh gia tăng trong phân khúc ngân hàng bán lẻ

## DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH

### **Bảng cân đối kế toán tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2014 & năm 2015 và bắt đầu khởi sắc từ năm 2016**

Mặc dù EIB không bị ảnh hưởng nặng nề bởi quyết định đóng trạng thái vàng vào năm 2012 và 2013. Tuy nhiên, tổng tài sản của ngân hàng đã liên tục thu nhỏ lại từ năm 2012. Vì vậy, chúng tôi dự phóng tổng tài sản của EIB sẽ đạt mức tăng trưởng lũy kế khiêm tốn khoảng 7% cho giai đoạn 2014-2018. Chi tiết cụ thể như sau:

- *Cho vay và huy động khách hàng:* tốc độ tăng trưởng tín dụng và huy động được dự kiến sẽ ở mức 3% và 13% trong năm 2014, và sẽ được duy trì ở khoảng 12-14% trong giai đoạn 2015-2018. Vì tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức âm 3,94% tính đến cuối Quý 3/2014, do đó, chúng tôi chỉ dự phóng một mức tăng trưởng tín dụng khiêm tốn cho cả năm 2014. Trong năm 2015 và 2016, khi tình hình vĩ mô và phân khúc khách hàng chính của EIB là DNVTN bắt đầu hồi phục, chúng tôi dự báo tín dụng sẽ tăng trưởng với tốc độ cao hơn.

- *Các hoạt động liên ngân hàng:* hoạt động liên ngân hàng đã giảm bớt từ năm 2014 và kỳ vọng sẽ giảm trong tương lai gần; chúng tôi dự báo rằng các khoản cho vay và vay liên ngân hàng của EIB sẽ chỉ tăng khoảng 5,0% mỗi năm trong vòng năm năm tới.

- *Đầu tư chứng khoán nợ:* Chúng tôi dự báo đầu tư chứng khoán nợ tại EIB sẽ tăng trưởng lũy kế 14% trong giai đoạn 2014-2018.

- *Vốn điều lệ:* EIB đã liên tục tăng vốn điều lệ từ năm 2008-2011 thông qua việc sử dụng nguồn vốn thặng dư và phát hành cổ phiếu thưởng, vì vậy, hệ số CAR của ngân hàng luôn cao hơn 9% (theo quy định của NHNN). Từ năm 2011, ngân hàng đã ngừng tăng vốn điều lệ và hệ số CAR của EIB vào năm 2013 là 14,47%. Để duy trì hệ số CAR ở mức này hay ít nhất là cao hơn 9% như quy định, chúng tôi dự báo EIB sẽ chỉ cần huy động 10% vốn bổ sung trong năm 2017.

Dự phóng TTS	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Tổng tài sản</b>	151,150	162,027	179,675	197,446	219,265
<i>Tăng trưởng</i>	-11%	7%	11%	10%	11%
<b>Tài sản sinh lời</b>	132,818	140,963	155,451	173,856	195,674
<i>% của TTS</i>	88%	87%	87%	88%	89%
<i>Tăng trưởng</i>	-15%	6%	10%	12%	13%
Trong đó					
<i>Tăng trưởng cho vay KH</i>	3%	5%	11%	13%	14%
<i>Tăng trưởng cho vay/ vay liên NH</i>	-48%	5%	6%	7%	7%
<i>Tăng trưởng chứng khoán nợ</i>	14%	14%	14%	14%	14%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
<i>Tỷ lệ NPL(trước khi ghi giảm)</i>	3.86%	4.44%	4.23%	4.09%	3.69%
<i>Tỷ lệ NPL (theo báo cáo)</i>	3.80%	4.24%	4.02%	3.83%	3.46%
<i>LLC</i>	33%	39%	47%	47%	49%

**Thu nhập lãi tăng trưởng lũy kế 11,1% nhờ vào sự cải thiện dần dần của tỷ lệ NIM và tăng trưởng tín dụng ổn định**

Chúng tôi dự báo thu nhập lãi sẽ tăng trưởng lũy kế 11,1% trong vòng năm năm tới với điều kiện tín dụng tăng trưởng lũy kế 9,1%, chứng khoán nợ tăng trưởng lũy kế 14% và tỷ lệ NIM được cải thiện nhẹ. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ được cải thiện vì chúng tôi thấy rằng Eximbank đã giảm các hoạt động cho vay liên ngân hàng, tăng tỷ trọng cho vay khách hàng và chứng khoán nợ trong cơ cấu tài sản của mình, lợi nhuận của ngân hàng nhờ đó có thể được cải thiện. Khi triển vọng nền kinh tế trở nên sáng sủa hơn và sức khỏe tài chính của DNVVN hồi phục trở lại, EIB sẽ có khả năng tăng tỷ lệ NIM cao hơn nữa từ năm 2016 trở đi.

**Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 23,1%**

- Thu nhập phí và hoa hồng nhìn trung tăng đều và trung bình chiếm 47% tổng thu nhập ngoài lãi. Với sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược SMBC và sự quyết tâm của ngân hàng trong việc phát triển phân khúc bán lẻ còn nhiều tiềm năng, chúng tôi dự báo thu nhập từ phí và hoa hồng sẽ tăng trưởng 20% -25% trong giai đoạn dự báo.

- Lãi ròng từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại tệ là nguồn thu nhập dao động nhiều nhất trong số các khoản thu nhập ngoài lãi. EIB gần như đóng trạng thái vàng của mình từ năm 2013, do đó, trong tương lai, kinh doanh ngoại tệ sẽ đóng góp chính cho nguồn thu nhập này. Vì vậy chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng khá thận trọng là 8% trong năm năm tiếp theo.

- Lãi ròng từ hoạt động đầu tư (kinh doanh, mua bán chứng khoán đầu tư, thu nhập từ đầu tư): Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu đã dao động trong khoảng 8% trong vòng năm năm qua. Vì vậy, chúng tôi dự phóng tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu khiêm tốn, khoảng 10% trong giai đoạn 2014-2018.

- Lợi nhuận thuần từ các hoạt động khác, được dự đoán sẽ tăng trưởng 10% mỗi năm.

**Chi phí hoạt động tăng nhẹ**

EIB tập trung và có thể mạnh ở phân khúc bán lẻ và khách hàng SME, đây là mảng cần nhiều lao động, sự hiện diện của sở giao dịch, chi phí tiếp thị so với mảng ngân hàng doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng sẽ khó để EIB có thể cắt giảm chi phí. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí hoạt động sẽ tăng trưởng lũy kế khiêm tốn 13,6% trong khi thu nhập hoạt động sẽ tăng trưởng lũy kế 15,6% trong vòng năm năm tới. Tỷ lệ CIR của EIB sẽ ở quanh mức 60% trong vòng năm năm tới.

**Chi phí dự phòng sẽ giảm bớt từ năm 2016 trở đi**

Chi phí dự phòng sẽ tăng trong năm 2014 và 2015, sau đó giảm dần dựa trên dự báo của chúng tôi về tỷ lệ nợ xấu và LLC trong những năm tới. Các rủi ro trong dự báo của chúng tôi chủ yếu phụ thuộc vào khả năng của EIB trong việc xử lý nợ xấu. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng sẽ chiếm khoảng 30% lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP).



<b>Dự phóng thu nhập</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Thu nhập lãi thuần	2,444	3,358	3,843	4,361	5,158
<i>Tăng trưởng</i>	-11%	37%	14%	13%	18%
<i>NIM</i>	1.84%	2.45%	2.59%	2.65%	2.79%
Thu nhập ngoài lãi	942	1,073	1,216	1,383	1,576
<i>Tăng trưởng</i>	84%	14%	13%	14%	14%
Thu nhập phí	396	475	571	685	822
<i>Tăng trưởng</i>	44%	20%	20%	20%	20%
Thu nhập ngoại hối	163	188	207	227	250
<i>Tăng trưởng</i>	-244%	15%	10%	10%	10%
Đầu tư chứng khoán	219	230	242	253	266
<i>Lợi suất</i>	10%	10%	10%	10%	10%
Thu nhập khác	163	179	197	217	239
<i>Tăng trưởng</i>	-20%	10%	10%	10%	10%
Thu nhập hoạt động	3,386	4,431	5,059	5,744	6,734
<i>Tăng trưởng</i>	4%	31%	14%	14%	17%
Chi phí hoạt động	1,876	2,582	2,927	3,476	4,031
<i>Tăng trưởng</i>	-12%	38%	13%	19%	16%
<i>CIR</i>	55%	58%	58%	61%	60%
Dự phòng rủi ro tín dụng	418	694	598	431	437
<i>Tăng trưởng</i>	39%	66%	-14%	-28%	1%
<i>Dự phòng/Lợi nhuận trước CPDP</i>	28%	38%	28%	19%	16%
Lợi nhuận sau thuế	852	901	1,228	1,469	1,812
<i>Tăng trưởng</i>	29%	6%	36%	20%	23%

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng mô hình thu nhập thặng dư (RI) nhiều giai đoạn để định giá EIB bởi đặc điểm kinh doanh của EIB 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:

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

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, 6,0%.
- Phần bù rủi ro thị trường là 8,5%.
- Chỉ số Beta của EIB là 0,6.
- Chi phí vốn chủ sở hữu ( $R_e$ ) được ước tính sử dụng mô hình CAPM, tương đương 11,01%.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận ròng	852.231	901.346	1.227.513	1.469.428	1.812.262
Vốn chủ sở hữu	14.681.674	14.747.837	14.924.914	15.111.892	16.624.724
Chi phí vốn chủ	1.629.666	1.637.010	1.656.665	1.677.420	1.845.344
Thu nhập thặng dư	(777.435)	(735.664)	(429.153)	(207.992)	(33.082)
Hệ số chiết khấu hiện tại	1,000	0,810	0,729	0,656	0,591
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(777.435)	(596.007)	(312.946)	(136.518)	(19.545)
Tổng giá trị thặng dư	(1.065.016)				
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	14.769.123				
Giá trị VCSH	13.704.107				
Số lượng cổ phiếu	1.236.000				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	11.087				

Mô hình thu nhập thặng dư của chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu EIB là 11.087 đồng, thấp hơn so với giá hiện hành của EIB 15%. Hiện tỷ lệ ROE của EIB chỉ đạt 3,47%, thấp hơn nhiều chi phí vốn chủ sở hữu. Chúng tôi cho rằng NH sẽ mất hơn năm năm để đạt được lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cao hơn chi phí vốn chủ sở hữu.

**Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch**

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

Ngân hàng	Giá (đồng)	P/E	P/B	EPS (VND)	Giá trị sổ sách/CP 1H2014	ROE (%)	ROA (%)	2014 NIM (%)	CIR (%)
STB	18.400	8,55	1,29	2.073	14.249	14,9	1,6	4,68	50,1
MBB	14.000	6,72	1,07	2.063	14.497	17,7	1,5	3,93	36,5
SHB	8.700	9,52	0,75	914	11.674	5,7	0,4	1,87	50,0
ACB	15.900	26,51	1,19	737	13.338	9,2	0,7	2,91	61,0
<b>Trung bình</b>		<b>12,83</b>	<b>1,08</b>		<b>13.440</b>	<b>11,9</b>	<b>1,05</b>	<b>3,4</b>	<b>49,4</b>
<b>EIB</b>	<b>13.000</b>	<b>31,15</b>	<b>1,09</b>	<b>481</b>	<b>11.954</b>	<b>7,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,12</b>	<b>44,0</b>

Trong 12 tháng qua, cổ phiếu EIB được giao dịch ở mức P/B tương đương với các NH khác. Dựa trên chỉ số P/E của các NH tương đương và giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu EIB là 11.949 đồng, chúng tôi định giá cổ phiếu EIB ở mức 12.188 đồng. Hiện nay, cổ phiếu EIB đang được giao dịch ở mức P/E là 31,15 lần, cao hơn P/E trung bình của các NH tương đương ở mức 12,83 lần. Do cổ phiếu EIB đang được giao dịch ở mức P/E cao hơn các NH tương đương, chúng tôi kỳ vọng sự chênh lệch này sẽ giảm xuống trong tương lai. Dựa vào chỉ số P/E trung bình của các NH tương đương và EPS của EIB năm 2014 là 690 đồng, chúng tôi định giá cổ phiếu EIB ở mức 8.846 đồng.

<b>Định giá theo chỉ số P/E</b>	
EPS 2015 của EIB (đồng)	690
P/E của EIB(x)	31,15
P/E các NH khác (x)	12,83
Định giá	8.846

<b>Định giá theo chỉ số P/B</b>	
BVPS 2014 của EIB (đồng)	11,949
P/B của EIB (x)	1.09
P/B của các NH khác (x)	1.08
Định giá	12,188

**Tổng hợp định giá**

Dựa trên hai phương pháp định giá trên, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu EIB là 11.366 đồng, thấp hơn 12,6% so với giá giao dịch hiện tại. Kết hợp với tỷ lệ cổ tức dự kiến là 4,6%, tổng lợi nhuận dự kiến của EIB là -8,0%.

<b>Tổng hợp định giá</b>		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	11.087	40%
P/E	8.846	20%
P/B	12.905	40%
Giá mục tiêu	11.366	

**Phân tích độ nhạy**

Chúng tôi xem xét hai yếu tố sau: (1) Số nợ xấu thực tế và khả năng của EIB trong việc xử lý nợ xấu, và (2) khả năng của EIB trong việc cải thiện tỷ lệ NIM, có ảnh hưởng lớn đến hoạt động của EIB. Vì vậy chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu EIB so với hai yếu tố này.

		Tỷ lệ nợ xấu				
		1,80%	2,80%	3,80%	4,80%	5,80%
Hệ số NIM	1,44%	11.150	10.938	10.725	10.513	10.300
	1,64%	11.471	11.258	11.046	10.655	10.621
	1,84%	11.791	11.579	11.366	11.154	10.941
	2,04%	12.112	11.899	11.687	11.474	11.262
	2,24%	12.432	12.220	12.008	11.795	11.583

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị EIB cho thấy cổ phiếu này dao động với biên độ khá rộng quanh đường trung bình động trung hạn MA50 ngày trong một vài tháng trở lại đây.

Trong ngắn hạn, sau một nhịp tăng từ đường MA50 lên tới kháng cự 13.800-14.000, đường giá của EIB đã rơi xuống phía dưới MA10. Đây là tín hiệu cho thấy đà tăng ngắn hạn của EIB đang suy yếu và có khả năng sẽ tiếp tục có sự điều chỉnh giảm để kiểm tra lại hỗ trợ 12.200-12.700.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ EIB ở thời điểm hiện tại.

Mã chứng khoán	SHB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	13.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	11.000
Đường MA50 (từ ngày 14/01/2014)	12.200
Đường MA100 (từ ngày 14/01/2014)	12.000
Kháng cự trung hạn	13.800
Hỗ trợ trung hạn	11.000
Khuyến nghị	Nắm Giữ

Đơn vị: VND/cp

Biểu đồ giá cổ phiếu EIB



Nguồn: VPBS

## PHỤ LỤC – DỰ PHÓNG CỦA VPBS

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Tiền mặt và các khoản tương đương	15.479	3.739	7.608	9.791	12.178	10.423	9.176
Dư nợ cho vay	96.095	110.912	94.122	98.828	109.266	122.918	139.437
Tiền gửi tại các TCTD khác	36.342	30.316	21.992	23.091	24.477	26.190	28.023
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	11.750	14.653	16.704	19.043	21.709	24.748	28.213
<b>Tài sản sinh lãi</b>	<b>144.187</b>	<b>155.882</b>	<b>132.818</b>	<b>140.963</b>	<b>155.451</b>	<b>173.856</b>	<b>195.674</b>
Chứng khoán vốn	2.456	2.138	2.245	2.357	2.475	2.593	2.723
TSCĐ	3.315	4.321	4.753	5.228	5.751	6.326	6.958
Các công cụ TC phái sinh	0	7	7	7	7	7	7
Tài sản có khác	5.391	4.583	5.041	5.545	6.100	6.710	7.381
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>170.156</b>	<b>169.835</b>	<b>151.150</b>	<b>162.027</b>	<b>179.675</b>	<b>197.446</b>	<b>219.265</b>
Tiền gửi khách hàng	70.458	79.472	89.804	98.784	108.663	119.529	133.872
<b>Tổng nợ sinh lãi</b>	<b>69.942</b>	<b>73.871</b>	<b>44.194</b>	<b>45.586</b>	<b>52.775</b>	<b>57.719</b>	<b>64.245</b>
<b>Tổng nợ không sinh lãi</b>	<b>13.944</b>	<b>1.812</b>	<b>2.408</b>	<b>2.748</b>	<b>3.153</b>	<b>3.620</b>	<b>4.157</b>
Tổng vốn chủ sở hữu	15.656	14.525	14.588	14.759	14.938	16.444	16.859
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>170.156</b>	<b>169.835</b>	<b>151.150</b>	<b>162.027</b>	<b>179.675</b>	<b>197.446</b>	<b>219.265</b>

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Thu nhập lãi</b>							
Từ cho vay	9.297	8.365	6.589	7.718	8.844	10.680	12.068
Từ các khoản đầu tư	2.598	1.230	1.286	1.466	1.671	1.974	2.251
Từ tiền gửi và các khoản khác	5.037	1.307	947	1.357	1.499	1.724	1.915
<b>Tổng</b>	<b>16.932</b>	<b>10.902</b>	<b>8.821</b>	<b>10.541</b>	<b>12.014</b>	<b>14.379</b>	<b>16.234</b>
Chi phí lãi	(12.030)	(8.166)	(6.377)	(7.183)	(8.171)	(10.017)	(11.076)
<b>Thu nhập lãi ròng</b>	<b>4.901</b>	<b>2.736</b>	<b>2.444</b>	<b>3.358</b>	<b>3.843</b>	<b>4.361</b>	<b>5.158</b>
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	243	275	396	475	571	685	822
Lãi ròng từ kinh doanh vàng và ngoại tệ	(88)	(297)	(114)	163	188	207	227
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	58	(18)	147	219	230	242	253
Thu nhập khác	398	559	204	163	179	197	217
<b>Thu nhập ngoài lãi ròng</b>	<b>933</b>	<b>486</b>	<b>513</b>	<b>942</b>	<b>1.073</b>	<b>1.216</b>	<b>1.383</b>
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>6.237</b>	<b>5.387</b>	<b>3.249</b>	<b>3.386</b>	<b>4.431</b>	<b>5.059</b>	<b>5.744</b>
Chi phí cho nhân viên	(1.051)	(1.119)	(944)	(677)	(1.108)	(1.265)	(1.436)
Chi phí khấu hao tài sản cố định	(145)	(191)	(184)	(454)	(499)	(549)	(604)
Chi phí khác	(714)	(986)	(993)	(745)	(975)	(1.113)	(1.436)
Chi phí hoạt động	(1.910)	(2.297)	(2.121)	(1.876)	(2.582)	(2.927)	(3.476)
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	4.327	3.090	1.128	1.510	1.849	2.133	2.268
Dự phòng	(271)	(239)	(300)	(418)	(694)	(598)	(431)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>4.056</b>	<b>2.851</b>	<b>828</b>	<b>1.093</b>	<b>1.156</b>	<b>1.534</b>	<b>1.837</b>
Chi phí thuế	(1.017)	(712)	(169)	(240)	(254)	(307)	(367)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3.039</b>	<b>2.139</b>	<b>659</b>	<b>852</b>	<b>901</b>	<b>1.228</b>	<b>1.469</b>



CAMELS	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>VỐN</b>							
Tỷ lệ an toàn vốn	16,83%	14,47%					
Vốn chủ/Huy động	22,44%	18,47%	16,07%	14,47%	13,27%	13,37%	12,40%
Vốn chủ/Tổng TS	9,29%	8,64%	9,57%	8,86%	8,05%	8,12%	7,59%
<b>CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b>							
Tỷ trọng tài sản sinh lời	84,74%	91,78%	88,05%	87,33%	86,85%	88,33%	89,41%
Chứng khoán nợ/Huy động	16,68%	18,44%	18,60%	19,28%	19,98%	20,70%	21,07%
Tỷ lệ nợ xấu	1,67%	2,20%	3,86%	4,44%	4,23%	4,09%	3,69%
Tỷ lệ nợ xấu sau ghi giảm	1,32%	1,98%	3,80%	4,24%	4,02%	3,83%	3,46%
Tỷ lệ dự phòng/Tổng nợ xấu	61,39%	43,03%	33,17%	39,48%	47,03%	46,89%	48,55%
<b>NĂNG LỰC QUẢN LÝ</b>							
Chi phí hoạt động/Tài sản TB	1,30%	1,25%	1,17%	1,65%	1,71%	1,84%	1,93%
Thu nhập/TTS	3,05%	1,91%	2,11%	2,83%	2,96%	3,05%	3,23%
CIR	42,64%	65,28%	55,43%	58,30%	57,89%	60,55%	59,90%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	-7,58%	-44,17%	-10,67%	37,37%	14,45%	13,48%	18,26%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	-47,96%	5,50%	82,38%	13,07%	13,41%	13,73%	14,07%
Tăng trưởng thu nhập	-13,63%	-39,69%	4,01%	30,65%	14,20%	13,54%	17,26%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	-29,71%	-70,96%	31,48%	5,39%	32,95%	19,81%	23,40%
Tăng trưởng tín dụng	0,35%	11,25%	3,00%	5,00%	11,00%	13,00%	14,00%
Tăng trưởng huy động	31,32%	12,79%	13,00%	10,00%	10,00%	10,00%	12,00%
Tăng trưởng tổng TS	-7,31%	-0,19%	-11,18%	7,01%	10,90%	9,96%	11,19%
<b>KHẢ NĂNG SINH LỢI</b>							
Tỷ lệ lợi nhuận thuần	39,70%	20,28%	25,13%	20,27%	24,20%	25,53%	26,87%
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM)	3,2%	1,8%	1,84%	2,45%	2,59%	2,65%	2,79%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	9,02%	15,78%	27,66%	23,94%	23,77%	23,81%	23,17%
<b>Earning rate</b>	<b>10,93%</b>	<b>7,27%</b>	<b>6,11%</b>	<b>7,70%</b>	<b>8,11%</b>	<b>8,73%</b>	<b>8,79%</b>
Lãi suất cho vay	10,89%	8,08%	6,43%	8,00%	8,50%	9,20%	9,20%
Lãi suất chứng khoán nợ	13,63%	9,32%	8,20%	8,20%	8,20%	8,50%	8,50%
Lãi suất tiền gửi	9,72%	3,89%	3,58%	5,98%	6,26%	6,76%	7,01%
<b>Paying rate</b>	<b>8,40%</b>	<b>5,56%</b>	<b>4,44%</b>	<b>5,16%</b>	<b>5,34%</b>	<b>5,92%</b>	<b>5,90%</b>
Lãi suất tiền gửi	15,62%	8,38%	6,16%	6,69%	6,95%	7,80%	7,80%
Lãi suất vay	2,03%	4,71%	2,94%	3,39%	3,29%	3,87%	3,87%
Lợi suất trái phiếu	12,78%	5,60%	9,20%	11,50%	13,00%	13,00%	13,00%
<b>Chênh lệch lãi suất</b>	<b>2,53%</b>	<b>1,71%</b>	<b>1,67%</b>	<b>2,54%</b>	<b>2,76%</b>	<b>2,82%</b>	<b>2,88%</b>
ROE	13,53%	4,49%	5,88%	6,26%	8,46%	9,14%	10,86%
ROAE	13,32%	4,32%	5,83%	6,23%	8,50%	9,62%	11,07%
ROA	1,26%	0,39%	0,56%	0,55%	0,68%	0,74%	0,82%
ROAA	1,21%	0,39%	0,53%	0,57%	0,72%	0,78%	0,87%
<b>KHẢ NĂNG THANH KHOẢN</b>							
Tổng dư nợ/Huy động	106,34%	104,88%	95,60%	91,26%	92,09%	94,60%	96,29%

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

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

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

## LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối 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

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## 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 trong 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 nhà 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.

### 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