**Nguyen Quang Huy**
Email: huynq@thanglongsc.com.vn

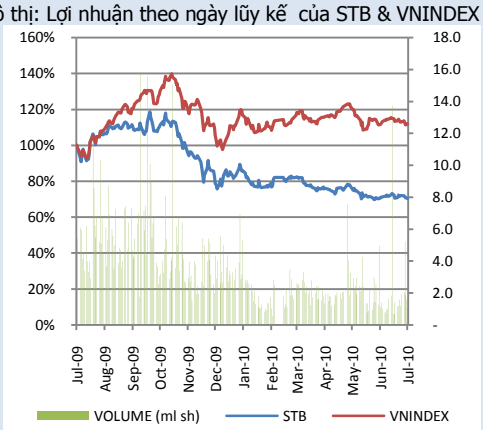
Mã **: STB -** Sàn**: HSX**
Ý kiến phân tích**: MUA**
**Giá mục tiêu: 21,800 VND**

**THỐNG KÊ CỔ PHIẾU**

| | |
|---|---|
| Giá ngày 13/07//2010: | 17,200 VND |
| Ngành: Tài chính | |
| Mô hình kinh doanh: Ngân hàng | |
| Niêm yết từ | (07/ 2006) |
| Số cổ phiếu lưu hành | 670,035,300 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch | *441,845,700* |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 13,803 |
| Giá cao 52 tuần | 28,500 |
| Giá thấp 52 tuần | 16,700 |
| KLGD TB | 1,877,000 |
| % Thay đổi giá 1 tháng | -1.2% |
| % Thay đổi giá 3 tháng | -7.0% |
| % Thay đổi giá 6 tháng | -16.8% |
| % Thay đổi giá 12 tháng | -29.7% |
| % Sở hữu nước ngoài | 29.9% |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài | 30.00% |
| Beta 52 tuần | 0.98 |

Nguồn: TLS

Đồ thị: Lợi nhuận theo ngày lũy kế của STB & VNINDEX




**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)**

| | 2008 | 2009 | 2010E |
|---|---|---|---|
| Tài sản | 68,439 | 104,019 | 130,849 |
| VCSH | 7,759 | 10,547 | 13,142 |
| TN lãi thuần | 1,147 | 2,303 | 2,254 |
| TN từ HDDV | 562 | 1,036 | 1,452 |
| Lãi ròng | 955 | 1,671 | 1,789 |
| EPS (VND) | 1,866 | 2,493 | 1,949 |
| PE (x) | 9.86 | 9.67 | 11.03 |
| PB (x) | 1.21 | 1.53 | 1.50 |
| Tăng trưởng huy động | 4.3% | 31.2% | 29.3% |
| Tăng trưởng cho vay | -1.0% | 70.4% | 22.2% |
| Tỷ lệ lãi biên | 2.15% | 3.27% | 2.29% |
| ROAA | 1.44% | 1.94% | 1.52% |
| ROEA | 12.64% | 18.25% | 15.11% |

Nguồn: TLS

## NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (STB: HSX)

**July 13, 2010**

*Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ ổn định lợi nhuận khoảng 1,789 tỷ đồng sau thuế, một mức tăng nhẹ khoảng 7.1% so với năm 2009 do: (i) môi trường tín dụng tăng trưởng chậm trong 6 tháng đầu năm trong khi mức chênh lệch lãi suất huy động và lãi suất cho vay có xu hướng giảm, (ii) chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ hoạt động dịch vụ của STB có tăng trưởng tốt trong năm 2010, do đó đóng góp đáng kể vào tổng thu nhập của STB.*

*Giá của STB đã giảm mạnh trong khoảng thời gian dài, khiến cổ phiếu STB trở nên hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của STB ở mức 21,800 đồng/cổ phiếu do đó chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu này.*

### GIỚI THIỆU CÔNG TY

Là một trong số Ngân hàng thương mại Cổ phần đầu tiên được thành lập với vốn điều lệ tính đến hết cuối năm 2009 đạt 6,700 tỷ đồng và VCSH đạt 10,546 tỷ đồng . Lĩnh vực kinh doanh chính của ngân hàng cho vay và huy động (chiếm 5.2% thị phần toàn ngành), đầu tư, thanh toán (chiếm 13% thị phần), dịch vụ thẻ, bảo lãnh và ngoại hối. Doanh thu năm 2009 ngân hàng 8,489 tỷ trong đó doanh thu hoạt động tín dụng 7,137.8 tỷ, dịch vụ 1,246 tỷ, tổng lợi nhuận sau thuế của ngân hàng 1,670 tỷ đồng.

### DIỄN BIẾN MỚI

1. **Kết quả Hoạt động kinh doanh 5 tháng đầu năm** lợi nhuận trước thuế 5 tháng đầu năm chưa hợp nhất của STB đạt 966 tỷ đồng tăng 46.4% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó thu nhập của hoạt đồng tín dụng chiếm 24.27%.
2. **Vốn điều lệ của STB sẽ tăng lên mức** 9,179 tỷ thông qua tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20:3 và phát hành tăng vốn cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 10:2, cho cán bộ cốt cán theo tỷ lệ 2%vốn cổ phần với giá 12.000đ/cổ phần. Ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 9 tháng 7 năm 2010, giá thị trường STB được điều chỉnh từ mức 20,700 đồng/cổ phiếu xuống còn 17,100 đồng/cổ phiếu.
3. **Chi nhánh của STB ở Phnômpênh đã tăng vốn** từ 15 triệu USD lên 38 triệu USD, sau 1 năm hoạt động tại thị trường này.
4. **Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm chỉ ở mức 10.52%,** theo ngân hàng nhà nước Việt Nam, trong đó tăng trưởng cao ở các khoản vay bằng ngoại tệ ở mức 27.5%.
5. **Các ngân hàng TMCP đã giảm mức lãi suất huy động cao nhất xuống mức 11.2%/năm từ ngày 8/7/2010**, sau cuộc họp giữa các ngân hàng được tổ chức bởi hiệp hội ngân hàng với nỗ lực nhằm giảm lãi suất cho vay. Mức lãi suất cho vay của các ngân hàng nhà nước có thể xuống đến mức 12-12.5%/năm, mức lãi suất cho vay thấp nhất của các ngân hàng TMCP bao gồm cả STB có thể giảm xuống mức 13-13.5%/năm đối với các doanh nghiệp xuất khẩu, nông nghiệp, nông thôn và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
6. **NHNN tăng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu lên mức 9%** kể từ ngày theo chỉ thị số 10/TT-NHNN thì kể từ ngày 1/10/2010 hệ số an toàn vốn tối thiểu áp dụng cho các ngân hàng và tổ chức tín dụng sẽ điều chỉnh từ mức 8% lên 9%.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Mức độ thanh khoản**: STB là cổ phiếu có giá trị vốn hóa cao và thanh khoản tốt, có khối lượng giao dịch trung bình ngày cao nhất trong số các NH TMCP.

**Độ ổn định thu nhập**: STB là ngân hàng duy trì được tốc độ tăng trưởng, thu nhập từ lãi chiếm tỷ trọng ổn định ở mức từ 47-62% trong tổng thu nhập. Tỷ lệ hoạt động dịch vụ đạt mức 14%, do đó mà ngân hàng không hoàn toàn phụ thuộc vào doanh thu từ hoạt động tín dụng.

**Chỉ số P/E P/B thấp:** Các chỉ số ở mức hấp dẫn nhất trong số các NH TMCP niêm yết, với P/E khoảng 8-9 lần, trong khi chỉ số PE chung của ngành khoảng 10-11 lần.

**Sự mở rộng mạng lưới, chi nhánh:** STB là ngân hàng có thế mạnh về mạng lưới phân phối, với 320 chi nhánh và phòng giao dịch vào cuối năm 2009. Việc thành lập thêm 3 chi nhánh nước ngoài triển vọng đem lại nguồn thu mới cho ngân hàng tại Lào, Campuchia và Myanmar trong tương lai

**Các yếu tố vĩ mô** dần được cải thiện như, CPI giảm mạnh từ tháng 4 đến tháng 6 làm chỉ số CPI nửa đầu năm chỉ ở mức 4.87%, tỷ giá hối đoái chỉ tăng nhẹ, cho vay theo lãi suất thỏa thuận, chính sách tiền tệ linh hoạt, phù hợp với điều kiện thực tế.

### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực của STB thể hiện ở kết quả kinh doanh trong 5 tháng đầu năm 2010 tương đối khả quan trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều yếu tố bất ổn và hệ thống ngân hàng gặp nhiều khó khăn.

Kỳ vọng STB có thể đạt LNST ở mức 1,789 tỷ đồng. Sau khi chốt quyền mua cổ phiếu và cổ phiếu thưởng, EPS của STB được tính tương ứng ở mức khoảng 1,950 đồng. Với P/E forward trung bình ngành 10.13, P/B trung bình của ngành là 1.67, STB được định giá với mức 21,800 đồng/cổ phiếu, với tỷ lệ áp dụng 50%-50% cho mỗi phương pháp.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

STB phải cạnh tranh mạnh mẽ giữa các NHTM đối với việc huy động vốn thông qua tăng lãi suất huy động và các chương trình khuyến mại. Ngoài ra áp lực giảm lãi suất cho vay theo thỏa thuận của các NH TMCP, đặc biệt trong các lĩnh vực xuất khẩu, nông nghiệp, nông thôn và các doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ làm giảm chênh lệch lãi suất đầu vào đầu ra, giảm khả năng sinh lợi của hệ thống ngân hàng.

Sự bất ổn trong lĩnh vực tài chính ngân hàng toàn cầu đòi hỏi các nhà quản lý ngành thắt chặt các quy định về an toàn như quy định về tăng vốn điều lệ, tăng CAR có thể làm cho cạnh tranh trở nên gay gắt hơn và khả năng sinh lời giảm xuống.



**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building,
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

## TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

*Đơn vị Tỷ đồng VND*

| Bảng CĐKT (tỷ VND) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E |
|---|---|---|---|---|
| Tiền mặt, vàng bạc, đá quý | 3,335 | 8,459 | 8,702 | 9,797 |
| Tiền gửi tại NHNN | 3,879 | 3,225 | 2,634 | 3,248 |
| Tiền gửi tại các TCTD | 4,656 | 7,048 | 15,200 | 18,058 |
| Chứng khoán kinh doanh | 4,142 | 370 | 850 | 1,195 |
| Công cụ tài chính phái sinh | 5 | 7 | 609 | 792 |
| Cho vay khách hàng | 35,378 | 35,009 | 59,657 | 72,899 |
| Dự phòng rủi ro cho vay | (178) | (252) | (516) | (811) |
| Chứng khoán đầu tư | 10,669 | 10,224 | 10,515 | 17,623 |
| Tài sản và thiết bị | 1,020 | 1,696 | 2,481 | 2,803 |
| Tài sản dài hạn khác | - | - | - | - |
| Bất động sản đầu tư | - | - | - | - |
| Tài sản Có khác | 1,666 | 2,654 | 3,886 | 5,246 |
| Tổng Tài sản | 64,573 | 68,439 | 104,019 | 130,849 |
| Nợ phải trả | | | | |
| Nợ và phải trả NHNN | 750 | 52 | 3,614 | 3,994 |
| Deposits to banks | 4,509 | 4,488 | 2,739 | 3,903 |
| Tiền gửi khách hàng | 44,232 | 46,129 | 60,516 | 78,260 |
| Công cụ phái sinh | - | - | - | - |
| Vốn tài trợ ủy thác | 1,003 | 1,014 | 1,975 | 2,173 |
| Phát hành giấy tờ có giá | 5,197 | 7,659 | 22,377 | 24,056 |
| Các khoản nợ khác | 1,531 | 1,337 | 2,020 | 5,049 |
| Tổng nợ phải trả | 57,223 | 60,680 | 93,242 | 117,435 |
| Vốn chủ sở hữu | 7,350 | 7,759 | 10,547 | 13,142 |
| Vốn điều lệ | 4,449 | 5,116 | 6,700 | 9,179 |
| Vốn khác | - | - | - | - |
| Quỹ của TC TD | 1,666 | 1,658 | 2,382 | 1,672 |
| LN chưa phân phối | 1,235 | 984 | 1,464 | 2,290 |
| Lợi ích của CĐTS | - | - | 230 | 272 |
| Tổng nợ & VCSH | 64,573 | 68,439 | 104,019 | 130,849 |

| Định giá | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E |
|---|---|---|---|---|
| PE | 20.85 | 9.86 | 9.67 | 11.03 |
| PB | 3.96 | 1.21 | 1.53 | 1.50 |

| Báo cáo KQKD (tỷ VND) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E |
|---|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi | 3,383 | 7,161 | 7,138 | 10,174 |
| Chi phí lãi | (2,231) | (6,014) | (4,835) | (7,920) |
| Thu nhập lãi thuần | 1,152 | 1,147 | 2,303 | 2,254 |
| Thu nhập HĐ dịch vụ | 291 | 672 | 1,246 | 1,723 |
| Chi phí dịch vụ | (98) | (110) | (210) | (271) |
| Lãi thuần từ HĐ dịch vụ | 193 | 562 | 1,036 | 1,452 |
| Lãi thuần từ HĐ ngoại hối | 101 | 510 | 314 | 295 |
| Lãi thuần HĐ chứng khoán | 600 | 87 | 16 | 41 |
| Lãi/lỗ HĐ đầu tư | 209 | (88) | 413 | 331 |
| Thu nhập từ HĐ khác | 4 | 116 | (73) | 50 |
| Thu nhập từ HĐ liên doanh | 183 | 120 | 87 | 104 |
| Chi phí hoạt động | (741) | (1,270) | (1,639) | (1,852) |
| Lợi nhuận (trước dự phòng) | 1,700 | 1,184 | 2,457 | 2,675 |
| Chi phí dự phòng | (118) | (74) | (282) | (295) |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,582 | 1,110 | 2,175 | 2,380 |
| Chi phí thuế thu nhập DN | (184) | (155) | (504) | (549) |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,398 | 955 | 1,671 | 1,831 |
| Lợi ích thiểu số | - | - | - | (42) |
| Lợi nhuận ròng | 1,398 | 955 | 1,671 | 1,789 |
| EPS | 3,142 | 1,866 | 2,493 | 1,949 |
| **Tốc độ tăng trưởng (%)** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010E** |
| Tăng trưởng huy động | 152.6% | 4.3% | 31.2% | 29.3% |
| Tăng trưởng cho vay | 145.8% | -1.0% | 70.4% | 22.2% |
| Tăng trưởng thu nhập lãi | 73.5% | -0.5% | 100.8% | -2.1% |
| Tăng trưởng DT dịch vụ | 103.3% | 130.9% | 85.5% | 38.3% |
| Mức tăng chi phí hoạt động | 81.2% | 71.3% | 29.0% | 13.0% |
| **Chỉ số** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010E** |
| Tỷ lệ chi phí/thu nhập | 30.36% | 51.75% | 40.01% | 40.91% |
| Tỷ lệ lãi biên | 3.17% | 2.15% | 3.27% | 2.29% |
| ROEA | 27.36% | 12.64% | 18.25% | 15.11% |
| ROAA | 3.13% | 1.44% | 1.94% | 1.52% |
| Vốn/Tài sản | 11.38% | 11.34% | 10.14% | 10.04% |
| Tài sản rủi ro/Tổng tài sản | 84.9% | 76.9% | 83.5% | 84.5% |

Nguồn: TLS



**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building, 273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Mạng lưới phân phối rộng rãi:** Phần lớn các chi nhánh và phòng giao dịch của STB tập trung ở khu vực Tp HCM và khu vực Nam bộ. .

*Bảng1: mạng lưới phân phối của STB*

| Khu vực | Chi nhánh | Phòng GD | VPĐD |
|---|---|---|---|
| Hà Nội | 8 | 27 | |
| Miền bắc | 8 | 17 | |
| Miền trung | 10 | 33 | |
| Tây nguyên & đông nam bộ | 11 | 40 | |
| Tp HCM | 17 | 80 | |
| Tây nam bộ | 14 | 42 | |
| Nước ngoài | 2 | 0 | 1 |
| **Tổng** | **70** | **239** | **1** |

*Nguồn: Báo cáo của STB, cập nhật vào cuối 2009*

Với định hướng phát triển thành một ngân hàng bán lẻ hàng đầu VN, đến cuối quý 1 2010 Ngân hàng tiếp tục mở rộng và đã xây dựng được mạng lưới chi nhánh rộng rãi gồm khoảng 323 phòng giao dịch và chi nhánh ở 45/63 tỉnh thành, 1 văn phòng đại diện tại Trung Quốc, một chi nhánh tại Lào và một chi nhánh tại Campuchia. Thông qua mạng lưới này các nghiệp vụ huy động vốn, thanh toán, tín dụng tiếp tục có tiềm năng mở rộng và phát triển.

**Hoạt động dịch vụ phát triển:** Một trong những thế mạnh của STB là mảng hoạt động dịch vụ.

*Bảng 2: Tổng hợp doanh thu hoạt động dịch vụ năm 2009*

| Ngân hàng | DT Dịch vụ | Tổng DT | LN Dịch vụ | Tổng lợi nhuận | DT Dịch vụ/Tổng DT | LN Dịch vụ/Tổng LN |
|---|---|---|---|---|---|---|
| STB | 1,246,301 | 9,249,787 | 1,036,192 | 4,096,127 | 13.47% | 25.30% |
| EIB | 267,762 | 5,002,300 | 211,200 | 2,576,700 | 5.35% | 8.20% |
| SHB | 78,000 | 1,896,600 | 60,100 | 860000 | 4.11% | 6.99% |
| ACB | 987,982 | 11,315,000 | 869,600 | 4,935,100 | 8.73% | 17.62% |
| VCB | 1,372,400 | 18,464,900 | 989,200 | 9,286,800 | 7.43% | 10.65% |

*Nguồn: TLS tổng hợp*

STB có doanh thu từ hoạt động dịch vụ chỉ đứng sau VCB và vượt trội so với các ngân hàng khác, nhưng tỷ trọng doanh thu hoạt đồng dịch vụ/Tổng doanh thu và Lợi nhuận hoạt động dịch vụ/Tổng lợi nhuận của STB đứng đầu trong khối ngân hàng niêm yết đặc biệt là gấp hai lần ngân hàng Vietcombank, điều này cho thấy hoạt động dịch vụ sẽ là một lợi thế cạnh tranh của STB, đặc biệt thời gian khó khăn khi mà tăng trưởng tín dụng bị hạn chế và chính sách tiền tệ được thực thi theo phương thức thắt chặt nhằm mục tiêu kiểm soát lạm phát của Chính phủ.

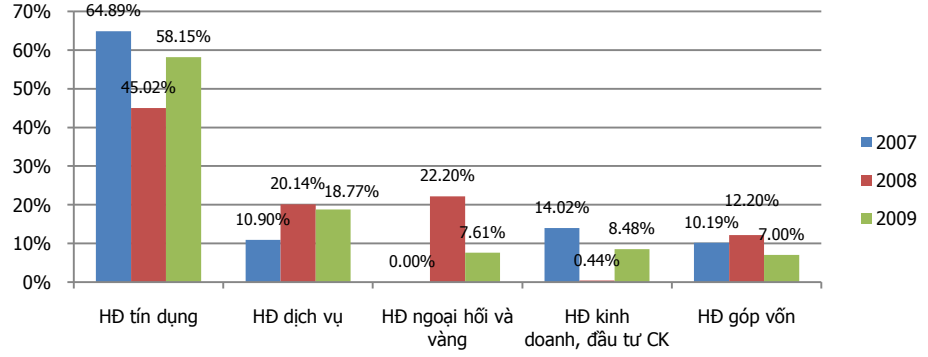
Ngoài ra, STB đã thiết lập được quan hệ đại lý với 6180 đại lý và 289 Ngân hàng tại 80 quốc gia trên thế giới. Nhờ vậy hoạt động thanh toán quốc tế mặc dù trong khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008-2009 vẫn có tốc độ tăng trưởng tốt góp phần tăng thu nhập từ HĐ dịch vụ.

STB vẫn tiếp tục định hướng trong năm 2010 và các năm tiếp theo, tăng cơ cấu nguồn thu từ các hoạt động phi tín dụng.

**Cơ cấu nguồn thu:**

Mặc dù STB là ngân hàng duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tuy nhiên tỷ lệ thu nhập từ lãi chiếm tỷ trọng từ 45-62% trong ba năm liên tiếp từ 2007 đến 2009 mặc dù trong năm 2008 tỷ lệ này giảm xuống mức 45% xong trong năm 2009 lại tăng lên gần 65% trong tổng thu nhập. Tuy nhiên kế hoạch năm 2010 STB đặt kế hoạch hạ tỷ lệ này xuống còn 55% đây làm mức được đánh giá là hợp lý trong bối cảnh nền kinh tế vẫn đang cần nguồn vốn cho phục hồi sau khủng hoảng và mục tiêu tỷ lệ tăng trưởng tín dụng của 2010 của toàn khối ngân hàng không vượt quá mức 25%

*Đồ thị 1: Cơ cấu nguồn thu theo hoạt động*




*Nguồn: BCTC*

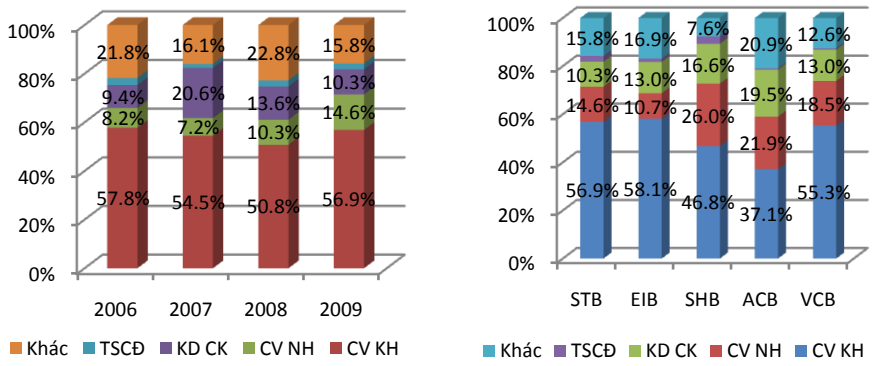


**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building, 273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

*Đồ thị 2: cấu trúc tài sản STB và đồ thị cấu trúc TS một số NH năm 2009*




*Nguồn: BCTC and TLS tổng hợp*

Qua dữ liệu các năm từ 2006 đến 2009 cho thấy tỷ trọng cho vay khách hàng của STB giữ ở mức ổn định từ 51% đến 57% chiếm một nửa trong tổng tài sản của ngân hàng điều này cho thấy STB không bị quá lệ thuộc vào hoạt động tín dụng vốn chịu mức rủi ro khá cao của các chính sách lãi suất nhưng so với các ngân hàng niêm yết cùng ngành thì STB có mức tỷ trọng ngang với ACB và chỉ đứng sau mỗi ngân hàng EIB đây có thể được đánh giá là một rủi ro của STB so với thế mạnh canh tranh ngành.

**Mức độ thanh khoản**: STB là cổ phiếu có giá trị vốn hóa cao và thanh khoản tốt trên HSX với khối lượng giao dịch trung bình ngày trong 3 tháng gần nhất đạt 2,1 triệu cổ phiếu và đạt mức cao nhất trong khối các ngân hàng niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán,.

*Bảng 3: Khối lượng giao dịch trung bình ngày của các NH niêm yết*

| Ngân hàng | **STB** | ACB | EIB | VCB | SHB | CTG |
|---|---|---|---|---|---|---|
| KL GD TB ngày (shares) | **2,164,699** | 637,956 | 722,842 | 245,140 | 357,675 | 154,919 |

*Nguồn: TLS tổng hợp*

**Các yếu tố vĩ mô** dần được cải thiện như, CPI giảm mạnh trong các tháng gần đây, tỷ giá hối đoái vẫn ổn định, việc thực hiện cho vay theo lãi suất thỏa thuận và chính phủ chỉ đạo NHNN thực hiện chính sách tiền tệ phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế là điều kiện thuận lợi để hoạt động tín dụng và các hoạt động dịch vụ của NH phát triển cho nửa cuối năm 2010.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo giá thị trường để định giá cổ phiếu STB, trong đó sử dụng chỉ số P/E và chỉ số P/B. Chúng tôi tin rằng phương pháp này phù hợp với điều kiện của thị trường Việt Nam đặc biệt là khối ngân hàng tài chính.

Dưới đây là một số giả định chính trong mô hình định giá:

**Giả định về hoạt động tín dụng:** Theo chúng tôi hoạt động tín dụng trong năm 2010 không có những điều kiện thuận lợi như trong năm 2009 khi ngân hàng nhà nước thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt trong những tháng đầu năm 2010. Hoạt động tín dụng chỉ chiếm 24.27% tổng thu nhập của ngân hàng trong 5 tháng đầu năm 2010. Tuy nhiên chúng tôi cũng kỳ vọng vào mức tăng trưởng tín dụng cao hơn vào nửa cuối năm khi chính sách tiền tệ sẽ được nới lỏng hơn, phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế cho cả năm 2010.

Mặc dù lãi suất thị trường ở mức cao giúp thu nhập từ lãi gia tăng nhưng chúng tôi không kỳ vọng lợi nhuận từ lãi sẽ tăng đáng kể mà còn có thể giảm nhẹ do mức chênh lệch lãi suất huy động và cho vay có xu hướng giảm dưới sức ép về giảm lãi suất cho vay theo thỏa thuận của các ngân hàng và chỉ đạo của ngân hàng nhà nước, trong khi hoạt động huy động vốn vẫn gặp khó khăn.

Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng khoảng 42.53% thu nhập từ lãi và 63.8% chi phí lãi do đó lợi nhuận từ hoạt động tín dụng giảm nhẹ ở mức 2.12% so với năm 2009

**Giả định về hoạt động dịch vụ:** Chúng tôi kỳ vọng hoạt động dịch vụ sẽ có tốc độ tăng trưởng cao trong số các hoạt động của STB. Trong quý 1 năm 2010, STB đã có doanh thu 355.75 tỷ đồng hoạt động dịch vụ, tăng mạnh 143% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động dịch vụ tiếp tục có tăng trưởng tốt trong khoảng thời gian còn lại của năm và đạt tăng trưởng 38.25% cho cả năm 2010.

**Giả định hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng:** Mặc dù việc chấm dứt hoạt động sàn vàng có ảnh hưởng đến doanh thu của STB, mức độ ảnh hưởng theo STB cũng không đáng kể vì doanh thu từ mảng này chỉ chiếm 3.4% tổng doanh thu do đó không ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của ngân hàng.

Trong khi tỷ giá USD/VND tương đối ổn định trong khoảng thời gian đầu năm, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ giao động mạnh hơn trong khoảng thời gian cuối năm, mang lại tiềm năng gia tăng thu nhập


**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building, 273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

của STB đối với hoạt động kinh doanh ngoại hối. Chúng tôi do đó giả định một mức giảm nhẹ về lợi nhuận đối với hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối.
**Giả định về hoạt động đầu tư chứng khoán:** Mặc dù thu nhập từ hoạt động đầu tư trong quý 1 năm 2010 ở mức thấp, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ hoạt động này cho cả năm sẽ ở mức cao với giả định STB đã mua được lượng trái phiếu với lợi tức cao trong quý 2. Trong khi ngân hàng nhà nước đang cố gắng thực hiện các biện pháp để giảm mức lãi suất trên thị trường từ giờ đến cuối năm để thúc đẩy phát triển kinh tế.

**Dự phóng EPS:** Với các giả định chính trên, mức lợi nhuận trước thuế của STB có thể đạt 2,380 tỷ đồng, thấp hơn mức lợi nhuận kế hoạch của STB là 2,400 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế của STB có thể đạt 1,789 tỷ đồng.

Ngày 7/7/2010 là ngày giao dịch không hưởng quyền của STB, theo đó giá thị trường được điều chỉnh từ 20,700 đồng/cổ phiếu xuống còn 17,100 đồng/cổ phiếu, vốn điều lệ mới của STB sẽ ở mức 9,719.48 tỷ đồng, tăng 37% so với vốn điều lệ cũ. EPS theo vốn điều lệ mới sẽ có thể ở mức khoảng 1,950 đồng và BVPS ở mức 14,320 vào thời điểm cuối năm 2010.

*Bảng 4: hệ số P/E, P/B của các ngân hàng niêm yết*

| Ngân hàng | Giá @ 13/07/10 | Market Cap | P/E Forward | P/B Forward |
|---|---|---|---|---|
| ACB | 30.70 | 23,989 | 10.72 | 2.05 |
| EIB | 19.20 | 16,896 | 10.54 | 1.22 |
| SHB | 15.70 | 4,710 | 7.58 | 1.25 |
| CTG | 26.20 | 29,483 | 11.66 | 2.16 |
| **Average** | | | 10.13 | 1.67 |

*Nguồn: TLS tổng hợp*
*Trong bảng này chúng tôi không bao gồm hệ số của VCB.*
*Bảng 5: hệ số P/E, P/B của ngành ngân hàng ở các nước đang phát triển.*

| Nước | P/E | P/B |
|---|---|---|
| China | 11.70 | 2.09 |
| Indonesia | 13.63 | 2.19 |
| Malaysia | 14.50 | 1.72 |
| Philipine | 14.92 | 1.66 |
| Thailand | 15.37 | 1.59 |
| **Average** | **14.02** | **1.85** |

*Nguồn: TLS tổng hợp từ Bloomberg.*

Hệ số trung bình P/E và P/B của ngành ngân hàng ở các nước đang phát triển cao hơn đáng kể so với các hệ số của ngành ngân hàng trong nước. Với mục đích thận trọng, chúng tôi sử dụng hệ số trung bình ngành trong nước với P/E ở mức 10.13 và P/B ở mức 1.67 để định giá. Khi đó giá STB được xác định ở mức 19,700 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá P/E và mức 23,900 đồng/cổ phiếu theo phương pháp P/B.

Sử dụng trọng số 50%-50% cho mỗi phương pháp định giá , giá mục tiêu của STB ở mức 21,800 đồng/cô phiếu. Với giá của STB ngày 13/7/2010 ở mức 17,200 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

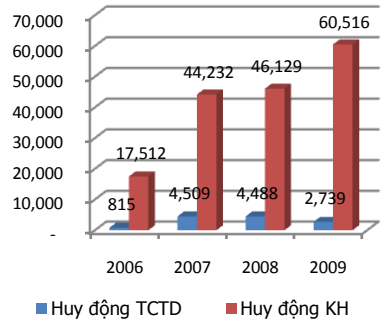
Cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng ngày càng gay gắt, STB phải cạnh tranh giữa các ngân hàng TMCP có năng lực cạnh tranh tốt như ACB, Techcombank, MB và cạnh tranh cả với các Ngân hàng nước ngòai. Hiện tại đã có 5 ngân hàng nước ngòai HSBC, Standard Chartered, ANZ, Hong Leong và Shinhan hoạt động.
Hoạt động tín dụng của Ngân hàng bị thắt chặt từ đầu năm để đối phó với tiềm năng lạm phát với tăng trưởng tín dụng nửa đầu năm của cả ngành ngân hàng chỉ đạt 10.52% so với cuối năm 2009. Nền kinh tế chưa hoàn toàn hồi phục chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hoạt động và lợi nhuận của hệ thống ngân hàng. Biên lợi nhuận cho vay giảm ở một số lĩnh vực như doanh nghiệp nông lâm ngư nghiệp, doanh nghiệp XK, doanh nghiệp vừa và nhỏ khi các ngân hàng cam kết với NHNN cho vay ở thấp nhất là 13 -13.5%/năm.
Ngoài ra sự bất ổn trong ngành tài chính ngân hàng trong khoảng thời gian gần đây đòi hỏi các nhà quản lý thắt chặt các quy định về an toàn như yêu cầu về tăng vốn điều lệ làm gia tăng cạnh tranh và giảm mức sinh lợi trong ngành.


**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building, 273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

*Đồ thị 3: Đồ thị huy động tiền gửi*




*Nguồn: BCTC của STB*

## MÔ HÌNH KINH DOANH

Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu với số vốn điều lệ 6.700 tỷ đồng và tổng tài sản 104.019 tỷ đồng. Hoạt động dưới hình thức tập đoàn gồm 5 công ty con và 5 công ty liên kết.

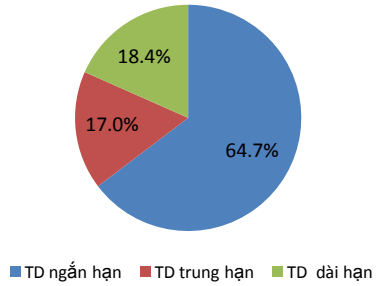
Chiến lược phát triển của STB là trở thành một ngân hàng bán lẻ hàng đầu ở Việt nam. STB đã phát triển và thực hiện thành công chiến lược này trong những năm gần đây, đã xây dựng được thương hiệu và uy tín trên thị trường.

Các hoạt động chính của ngân hàng STB bao gồm: huy động vốn, cho vay, thanh toán, hoạt động bảo lãnh, đầu tư và kinh doanh ngoại hối.

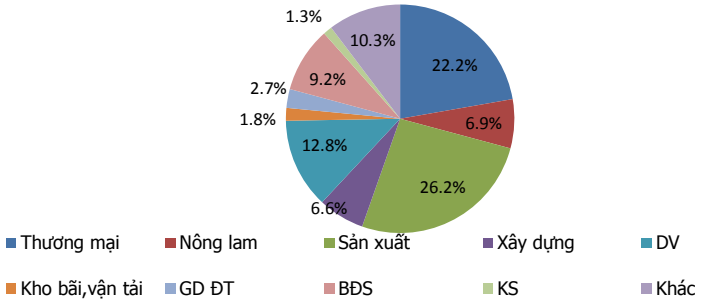
**Hoạt động huy động vốn:** Hoạt động huy động vốn của ngân hàng luôn có tốc độ tăng trưởng cao với nhiều sản phẩm huy động vốn linh hoạt do đó STB là một trong số các ngân hàng có được tăng trưởng huy động vốn cao nhất ngành. Nguồn vốn huy động chủ yếu từ các khách hàng là dân cư và các tổ chức. kinh tế. Đến cuối năm 2009, tỷ trọng huy động vốn từ khách hàng chiếm 95,7% tổng số vốn huy động, và tiền vay các tổ chức tín dụng chiếm 4,3%. Nguồn vốn huy động chủ yếu là nguồn vốn ngắn hạn.

**Hoạt động tín dụng:** Hoạt động tín dụng của ngân hàng phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn ngắn hạn nên chủ yếu cũng là các khoản tín dụng ngắn hạn.
Dưới đây là các đồ thị cơ cấu tín dụng theo thời hạn, lĩnh vực hoạt động, địa bàn và loại hình doanh nghiệp:

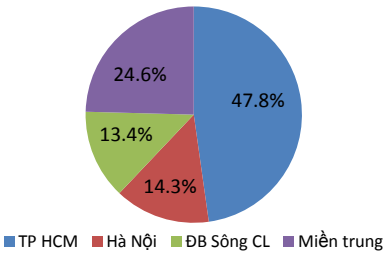
*Đồ thị 4: Cơ cấu tín dụng theo kỳ hạn*



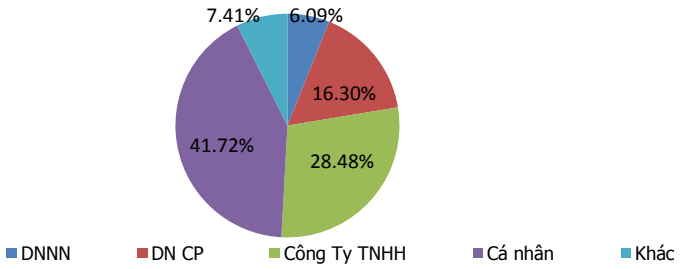

*Đồ thị 5: Cơ cấu tín dụng theo Lĩnh vực*




*Đồ thị 6: Cơ cấu tín dụng theo khu vực địa lý*



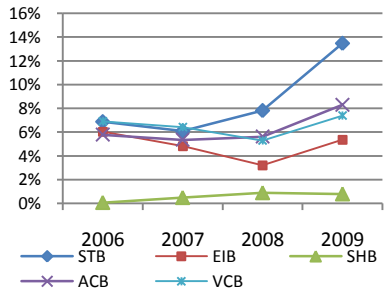

*Đồ thị 5: Cơ cấu tín dụng theo loại hình doanh nghiệp*




*Nguồn: BCTC của STB*

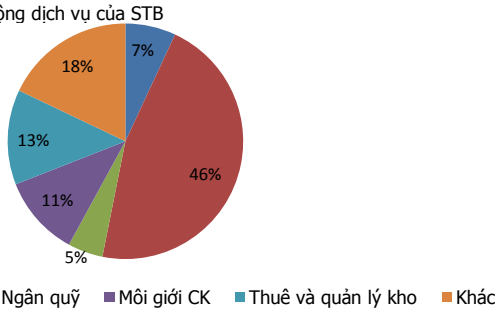
***Hoạt động phi tín dụng:*** Xây dựng được mạng lưới đại lý rộng rãi ở các ngân hàng trên 80 nước, hoạt động thanh toán và ngoại hối có điều kiện thuận lợi để phát triển do đó thanh toán có tỷ trọng cao trong cơ cấu thu nhập từ các hoạt động dịch vụ với doanh thu đạt 575,7 tỷ trong 2009 chiếm 46% tổng thu nhập từ HĐ dịch vụ.

*Đồ thị 7: Thu nhập HĐ DV/tổng thu nhập của các ngân hàng*




*Nguồn: TLS tổng hợp*

Đồ thị 8: Cơ cấu Thu nhập hoạt động dịch vụ của STB




*Nguồn: BCTC của STB*



**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building,
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

***Hoạt động đầu tư:*** cũng là một trong những hoạt động quan trọng của STB với phần lớn cơ cấu đầu tư tập trung ở trái phiếu chính phủ và chứng khoán nợ do các tổ chức tín dụng và tổ chức trong nước phát hành (91,9% tổng giá trị danh mục đầu tư) là các khoản đầu tư tương đối an toàn và ổn định.

**Công ty con**

| Tên công ty | Tỷ lệ sở hữu |
|---|---|
| Công ty Quản lý nợ và khai thác tài sản | 100% |
| Công ty kiều hối SG TT | 100% |
| Công ty cho thuê tài chính NH SG TT | 100% |
| Công ty chứng khoán NH SG TT | 81.2% |
| Công ty vàng bạc đá quý SG TT | 100% |

**Công ty liên kết**

| Tên công ty | Tỷ lệ sở hữu |
|---|---|
| Công ty CP quản lý quỹ đầu tư VN | 51% |
| Công ty CP đầu tư Sài Gòn Thương Tín | NA |
| Công ty CP Xuất nhập khẩu Tân Định | NA |
| Công ty CP Đầu tư xây dựng kiến trúc Toàn Thịnh Phát | NA |
| Công ty CP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín | NA |



**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building,
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

| Ngày PH | Loại BC | Khuyến nghị | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Người phân tích |
|---|---|---|---|---|---|
| 18/05/2010 | Cập nhật | MUA | 20,600 | 30,200 | Vu Thuy |
| 04/06/2010 | Cập nhật | MUA | 20,600 | 30,200 | Vu Thuy |
| 13/07/2010 | Cập nhật | MUA | 17,200* | 21,800* | Nguyen Quang Huy |

( *giá điều chỉnh sau chia tách và tăng vốn)



**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building,
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cám ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

## KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG

Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty có quy mô vừa.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Dinh, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website**: www.thanglongsc.com.vn

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Dinh, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: research@thanglongsc.com.vn

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đấu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010**, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.



**Head Office:** 6th Floor, Toserco Building, 273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

**Institutional Sales - Hanoi:**
**Nguyen Viet Dzung**
E: dzungnv@thanglongsc.com.vn

**Institutional Sales - HCMC**
**Nathan Nguyen**
E: nathan@thanglongsc.com.vn