

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (SACOMBANK)

Quy mô lớn - Tăng trưởng nhanh - Mức giá hợp lý

NỘI DUNG CHÍNH

- **Ngành Ngân hàng: khó khăn trong ngắn hạn - tiềm năng trong dài hạn.** Với chính sách thắt chặt tiền tệ hiện đang được duy trì nhằm khắc phục các khó khăn của kinh tế vĩ mô hiện nay, trong ngắn hạn (năm 2008 và có thể kéo dài sang 2009) các ngân hàng có thể sẽ gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên về dài hạn ngành ngân hàng vẫn được dự báo là ngành có tiềm năng tăng trưởng tốt với tốc độ tăng trưởng bình quân đến 16%/năm trong vòng 5 năm tới.
- **Sacombank là ngân hàng hàng đầu trong khối NHTMCP** với quy mô vốn điều lệ lớn nhất trong khối các NHTMCP và đứng thứ 5 trong hệ thống ngân hàng cả nước. Có mạng lưới lớn nhất trong khối NHTMCP với 208 điểm giao dịch. Thị phần huy động vốn đứng đầu, thị phần cho vay đứng thứ 2 trong khối các NHTMCP tại Việt Nam.
- **Tăng trưởng nhanh trên các mảng hoạt động chính.** Trong 5 năm gần đây, các mảng hoạt động chính như cho vay, huy động, đầu tư và dịch vụ thanh toán của Sacombank đạt tốc độ tăng trưởng nhanh với mức tăng gần gấp 2 lần mức tăng trưởng bình quân của ngành trong cùng giai đoạn.
- **Hiệu quả hoạt động được nâng cao qua các năm.** Thu nhập hoạt động tăng 131%, lợi nhuận sau thuế tăng 197%; ROAA và ROAE có xu hướng tăng và đạt lần lượt 3,13% và 27,4% trong năm 2007; trong khi tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động có xu hướng giảm.
- **Dự báo tốc độ tăng trưởng của Sacombank** có thể sẽ chậm lại do khó khăn chung của ngành Ngân hàng trong năm 2008. Tuy nhiên giá thị trường hiện tại đã ở mức hợp lý cho việc đầu tư dài hạn.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	34.000
Giá thị trường:	23.500
Giá cao nhất 52 tuần	74.000
Giá thấp nhất 52 tuần	19.700

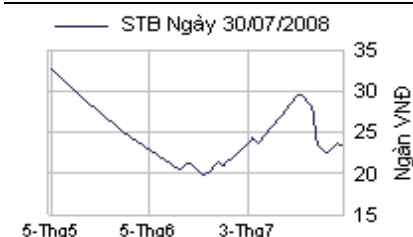
THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	444.881.417
Giá trị thị trường:	10.454
EPS 2007	3.350
Giá trị sổ sách 2007	16.520
Doanh thu/ CP	4.316

THÔNG TIN SỞ HỮU

Room nhà ĐTN	30%
Sở hữu nước ngoài	30%
Pháp nhân trong nước	10,7%
Cá nhân trong nước	59,3%

BIỂU ĐỒ GIÁ



THÔNG TIN TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Đơn vị: triệu đồng	2004	2005	YoY	2006	YoY	2007	YoY	2008F	YoY
Tổng tài sản	10.396.556	14.454.338	39,0%	24.776.183	71,4%	64.572.875	160,6%	83.944.738	30,0%
Vốn chủ sở hữu	967.728	1.887.680	95,1%	2.870.346	52,1%	7.349.659	156,1%	8.783.184	19,5%
Vốn điều lệ	740.948	1.250.948	68,8%	2.089.413	67,0%	4.448.814	112,9%	5.116.136	15,0%
Lợi nhuận sau thuế	157.160	238.424	51,7%	470.128	97,2%	1.397.897	197,3%	1.388.170	-0,7%
ROAA		1.92%		2.40%		3.13%		1.87%	
ROAE		16.7%		19.8%		27.4%		17.2%	
EPS				2.250		3.350		2.903	
BVPS				13.738		16.520		17.168	

Nguồn: Sacombank, BVSC

GIẢI THÍCH MỘT SỐ THUẬT NGỮ, TỪ VIẾT TẮT

NHTMCP	: Ngân hàng thương mại cổ phần	STB,	: Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn
CAGR	: Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm	Sacombank	- Thương tín
CAR	: Tỷ lệ an toàn vốn	ACB	: Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu
ROAA	: Tỷ lệ lợi nhuận/tổng tài sản bình quân	TCB, Techcombank	: Ngân hàng thương mại cổ phần kỹ thuật Việt nam
ROAE	: Tỷ lệ lợi nhuận/vốn chủ sở hữu bình quân	EIB,	: Ngân hàng thương mại cổ phần xuất nhập khẩu Việt Nam
EPS	: Lợi nhuận trên mỗi cổ phần	Eximbank	
BVPS	: Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần	EAB	: Ngân hàng thương mại cổ phần Đông Á
NIM	: Tỷ lệ lãi biên		
NPL	: Tỷ lệ nợ xấu		
LDR	: Tỷ lệ cho vay/huy động tiền gửi		

Danh mục bảng

Bảng 1:	Dự báo một số chỉ tiêu tăng trưởng ngành ngân hàng
Bảng 2:	Danh sách cổ đông tổ chức nước ngoài tại Sacombank, 2007
Bảng 3:	Tốc độ tăng trưởng một số chỉ tiêu chính của Sacombank
Bảng 4:	Cơ cấu nguồn vốn huy động của Sacombank
Bảng 5:	Hiệu quả của việc mở rộng mạng lưới đối với huy động vốn
Bảng 6:	Tổng hợp một số chỉ tiêu hoạt động của Sacombank
Bảng 7:	Danh mục đầu tư chứng khoán của Sacombank
Bảng 8:	Một số chỉ tiêu thực hiện Quý 1/2008 so với dự báo của BVSC
Bảng 9:	So sánh một số chỉ tiêu định giá
Bảng 10:	Kết quả định giá

Danh mục biểu đồ

Biểu đồ 1:	So sánh vốn điều lệ các NHTMCP 2007
Biểu đồ 2:	Tỷ lệ an toàn vốn CAR giai đoạn 2003 - 2007
Biểu đồ 3:	So sánh mạng lưới giao dịch một số NHTMCP 2007
Biểu đồ 4:	Thị phần huy động và cho vay một số NHTMCP 2007
Biểu đồ 5:	Cơ cấu nguồn huy động tiền gửi khách hàng 2007
Biểu đồ 6:	So sánh cấu trúc tài sản một số NHTMCP 2007
Biểu đồ 7:	Danh mục cho vay của Sacombank
Biểu đồ 8:	So sánh tăng trưởng thu dịch vụ một số NHTMCP 2007
Biểu đồ 9:	So sánh tỷ lệ lãi biên (NIM)
Biểu đồ 10:	So sánh tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động
Biểu đồ 11:	So sánh tỷ lệ ROAA
Biểu đồ 12:	So sánh tỷ lệ ROAE
Biểu đồ 13:	So sánh tỷ lệ cho vay/tổng tài sản
Biểu đồ 14:	So sánh tỷ lệ cho vay/huy động tiền gửi (LDR)
Biểu đồ 14:	So sánh tỷ lệ nợ xấu (NPL)

MỘT SỐ NÉT CHÍNH VỀ NGÀNH NGÂN HÀNG

Khó khăn trong ngắn hạn. Trong những năm vừa qua, nền kinh tế Việt Nam đã có sự tăng trưởng cao và ổn định với tốc độ tăng GDP bình quân trong giai đoạn 2002 - 2007 là 7,9%. Đặc biệt, trong năm 2007 tốc độ tăng trưởng GDP đạt 8,5%, mức cao nhất trong vòng 5 năm. Tuy nhiên, đi kèm với tăng trưởng cao thì những khó khăn trong nền kinh tế cũng đã bắt đầu xuất hiện như: lạm phát tăng cao, thâm hụt thương mại lớn, tỷ giá có nhiều biến động...

Trước bối cảnh đó, trong năm 2008 Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện nhiều biện pháp thắt chặt tiền tệ như tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, phát hành tín phiếu bắt buộc, tăng lãi suất cơ bản. Những biện pháp thắt chặt tiền tệ sẽ gây ra khó khăn cho hoạt động của các NHTM, hạn chế khả năng tăng trưởng và lợi nhuận của hệ thống Ngân hàng trong năm nay, thậm chí có thể kéo dài đến một vài năm tiếp theo. Tuy nhiên, đây lại cũng là cơ hội để các Ngân hàng có tiềm lực tài chính mạnh bứt phá, chiếm lĩnh thị trường, tạo đà cho các bước phát triển mạnh trong tương lai.

Tiềm năng trong dài hạn. Ngành Ngân hàng đã đạt mức trưởng mạnh trong những năm qua, đặc biệt trong giai đoạn 2002 - 2007 với tốc độ tăng trưởng bình quân 35% trên các mảng hoạt động chính như cho vay và huy động tiền gửi.

Với tốc độ tăng trưởng kinh tế được dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao trong những năm tới và mức độ tiền tệ hóa trong nền kinh tế còn thấp so với khu vực, điều đó sẽ tạo ra tiềm năng tăng trưởng đối với các hoạt động ngân hàng truyền thống. Trên cơ sở đánh giá các yếu tố trên, BVSC dự báo một số chỉ tiêu tăng trưởng ngành ngân hàng như sau:

Bảng 1: Dự báo một số chỉ tiêu tăng trưởng ngành ngân hàng

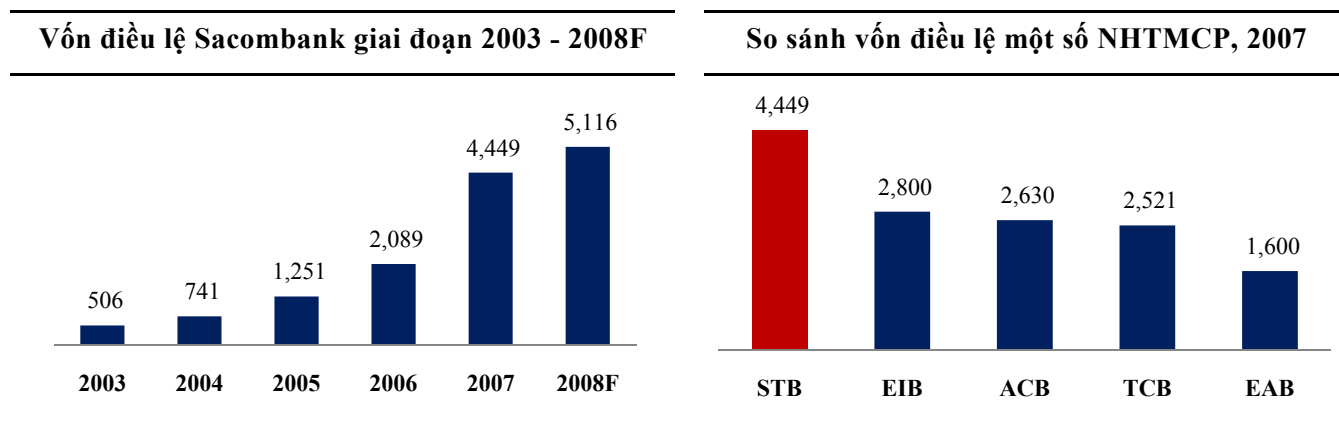
<i>Đơn vị: nghìn tỷ VND</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007E	CAGR	2012F	CAGR
GDP danh nghĩa	536	613	715	839	974	1.144	16,4%	2.119	13,1%
Tổng tín dụng	231	297	420	553	694	1.069	35,8%	2.331	16,9%
Tổng tiền gửi	255	321	423	559	764	1.146	35,1%	2.754	19,2%
Tín dụng/GDP	43%	48%	59%	66%	71%	93%		110%	
Tiền gửi/GDP	48%	52%	59%	67%	78%	100%		130%	
Tín dụng/Tiền gửi	91%	93%	99%	99%	91%	93%		85%	
Tăng trưởng tín dụng	22%	28%	42%	32%	25%	54%			
Tăng trưởng tiền gửi	19%	26%	32%	32%	37%	50%			

Nguồn: IMF, ADB, BMI, BVSC

Bên cạnh đó ngành ngân hàng còn nhiều tiềm năng phát triển các hoạt động ngân hàng bán lẻ và ngân hàng đầu tư do mức độ sử dụng sản phẩm dịch vụ ngân hàng tại Việt Nam đang còn ở mức thấp; thị trường vốn chưa phát triển đầy đủ; nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng nhanh....

QUY MÔ VÀ THỊ PHẦN DẪN ĐẦU KHỐI NGÂN HÀNG CỔ PHẦN

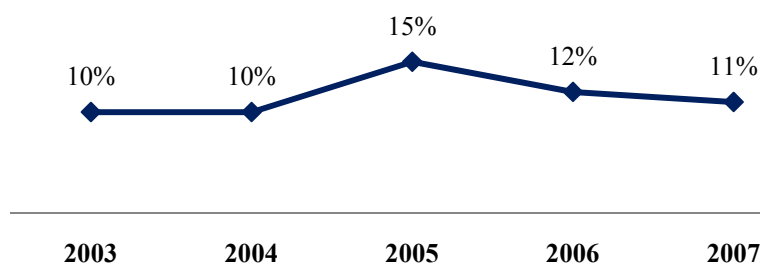
Sacombank có quy mô vốn điều lệ cao nhất trong khối NHTMCP Việt Nam. Tính đến cuối năm 2007, vốn điều lệ của Sacombank đạt 4.449 tỷ đồng và trở thành Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất trong khối NHTMCP và đứng thứ 5 trong hệ thống Ngân hàng cả nước. Quy mô vốn của Sacombank tăng trưởng nhanh đặc biệt trong giai đoạn 2003 – 2007 với tốc độ tăng trưởng bình quân hơn 70%/năm.

Biểu đồ 1: So sánh vốn điều lệ các NHTMCP 2007

Nguồn: Sacombank, BVSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ an toàn vốn CAR giai đoạn 2003 - 2007

Vốn điều lệ tăng trưởng nhanh giúp Sacombank duy trì tỷ lệ an toàn vốn CAR cao hơn mức tối thiểu theo quy định của Ngân hàng nhà nước là 8%.

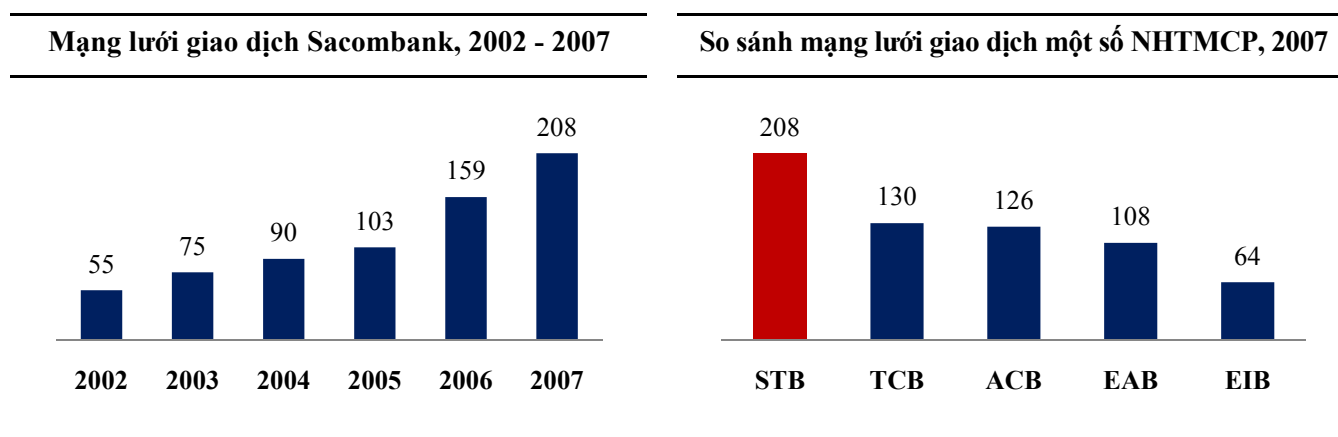


Nguồn: Báo cáo thường niên Sacombank 2007

Trong năm 2008, trước sự sụt giảm mạnh của TTCK, Sacombank đã hủy kế hoạch tăng vốn thông qua phát hành thêm cổ phiếu do đó, dự kiến trong năm 2008 vốn điều lệ của Sacombank sẽ chỉ tăng lên mức 5.116 tỷ đồng và có thể sẽ thấp hơn 1 số Ngân hàng TMCP khác như ACB, EIB, Vietcombank.

Mạng lưới chi nhánh của Sacombank lớn nhất trong khối NHTMCP. Với chiến lược phát triển hoạt động Ngân hàng bán lẻ, trong những năm qua Sacombank đã tập trung xây dựng mạng lưới giao dịch rộng khắp cả nước với tốc độ phát triển mạng lưới nhanh, đặc biệt là giai đoạn từ 2004 đến nay. Tính đến cuối năm 2007, Sacombank đã có tổng cộng 208 điểm giao dịch bao gồm: 65 chi nhánh và 143 phòng giao dịch.

Biểu đồ 3: So sánh mạng lưới giao dịch một số NHTMCP năm 2007

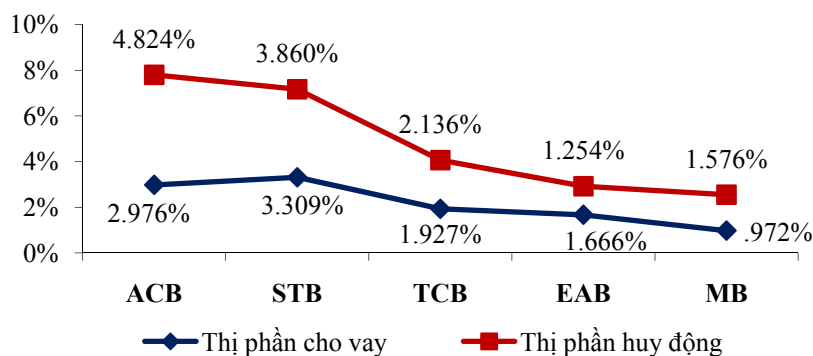


Nguồn: Tổng hợp từ BCTC, website các ngân hàng

Mạng lưới hoạt động là một thế mạnh rất lớn của Sacombank trong cạnh tranh về dài hạn, giúp Sacombank đẩy mạnh các mảng hoạt động chính như huy động vốn, cho vay và dịch vụ thanh toán, và đặc biệt là tạo cơ sở cho Sacombank phát triển các sản phẩm dịch vụ ngân hàng bán lẻ trong những năm tiếp theo.

Biểu đồ 4: Thị phần huy động và cho vay một số NHTMCP 2007

Sacombank có thị phần huy động tiền gửi khách hàng đứng đầu và thị phần cho vay đứng thứ 2 trong khối NHTMCP.



Nguồn: BVSC tổng hợp từ BCTC các Ngân hàng và ước tính.

Sacombank là NHTMCP đầu tiên niêm yết và bán cổ phần cho đối tác chiến lược nước ngoài. Hiện nay tỷ lệ sở hữu của khối đầu tư nước ngoài tại Sacombank luôn ở mức tối đa cho phép là 30%. Các cổ đông nước ngoài đều là các tổ chức tài chính có quy mô và uy tín trên thị trường.

Bảng 2: Danh sách cổ đông tổ chức nước ngoài tại Sacombank, 2007

Các cổ đông chiến lược có vai trò hỗ trợ cho Sacombank trong công tác hoàn thiện mô hình tổ chức và hiện đại hóa công nghệ ngân hàng.

Đơn vị: tỷ đồng	Tổng vốn góp	Tỷ lệ góp vốn
Ngân hàng ANZ	437,25	9,83%
Dragon Financial Holdings	388,28	8,73%
Công ty tài chính Quốc tế IFC	339,25	7,63%

Nguồn: Sacombank

TĂNG TRƯỞNG NHANH TRÊN CÁC MẢNG HOẠT ĐỘNG CHÍNH

Sacombank có tốc độ tăng trưởng nhanh trên hầu hết các mảng hoạt động chính đặc biệt trong giai đoạn 2003 - 2007 với tốc độ tăng trưởng tổng tài sản bình quân 72,4%/năm, tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động 73,1%/năm và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đạt 98,4%/năm.

Bảng 3: Tốc độ tăng trưởng một số chỉ tiêu chính của Sacombank

<i>Đơn vị: triệu đồng</i>	2003	2004	2005	2006	2007	CAGR
Tổng tài sản	7.304.443	10.396.556	14.454.338	24.776.183	64.572.875	72,4%
Vốn điều lệ	505.948	740.948	1.250.948	2.089.413	4.448.814	72,2%
Cho vay khách hàng	4.698.264	5.958.444	8.379.335	14.394.313	35.378.147	65,7%
Huy động vốn từ khách hàng	5.091.988	7.791.884	10.467.158	17.511.580	44.231.944	71,7%
Thu nhập hoạt động	272.317	392.795	591.865	1.056.416	2.444.097	73,1%
Chi phí hoạt động	(135.799)	(182.667)	(260.307)	(409.129)	(743.739)	53,0%
Lợi nhuận sau thuế	90.184	157.160	238.424	470.128	1.397.897	98,4%

Nguồn: BCTC Sacombank

Vốn huy động tăng trưởng nhanh và tập trung vào đối tượng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp tư nhân. Nguồn vốn huy động từ khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất, bình quân trên 80% trong tổng vốn huy động và là nguồn đóng vai trò quan trọng nhất đối với hoạt động của Sacombank. Tốc độ tăng trưởng bình quân của nguồn vốn này là 71,7% trong giai đoạn 2003 – 2007, nhanh gấp hơn 2 lần so với mức tăng trung bình của ngành là 35%.

Bảng 4: Cơ cấu nguồn vốn huy động của Sacombank

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2005	Tỷ trọng	2006	Tỷ trọng	2007	Tỷ trọng
Tiền gửi và vay các TCTD khác	502	4,1%	815	3,8%	4.509	8,1%
Huy động từ khách hàng	10.467	85,4%	17.512	82,1%	44.232	79,4%
Phát hành giấy tờ có giá	957	7,8%	2.529	11,9%	5.197	9,3%
Nguồn huy động khác	334	2,7%	482	2,3%	1.753	3,1%
Tổng vốn huy động	12.260	100,0%	21.338	100,0%	55.692	100,0%

Nguồn: BCTC Sacombank

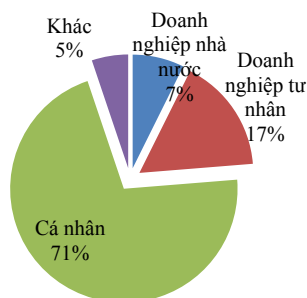
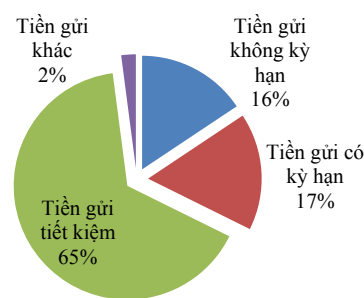
Tăng trưởng vốn huy động từ khách hàng gắn với quá trình mở rộng mạng lưới của Sacombank. Có thể thấy rõ hiệu quả của việc mở rộng mạng lưới qua lượng vốn huy động bình quân/điểm giao dịch trong giai đoạn 2004 - 2007 của Sacombank.

Bảng 5: Hiệu quả của việc mở rộng mạng lưới đối với huy động vốn

<i>Đơn vị: triệu đồng</i>	2004	2005	2006	2007
Số lượng điểm giao dịch	90	103	159	208
Vốn huy động từ khách hàng	7.791.884	10.467.158	17.511.580	44.231.944
Vốn huy động bình quân/điểm giao dịch	86.576	101.623	110.136	212.654

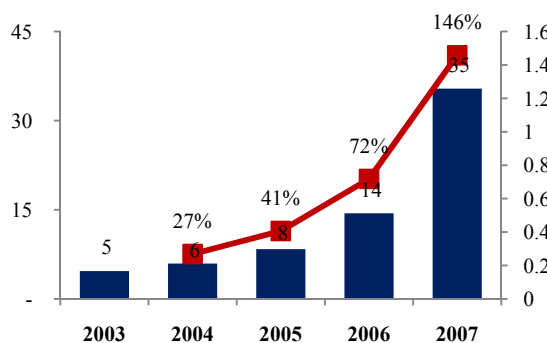
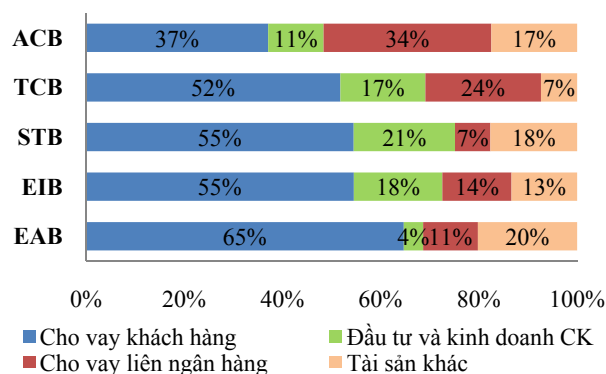
Nguồn: Tổng hợp từ BCTC Sacombank

Sacombank tập trung huy động vốn từ đối tượng khách hàng cá nhân với các sản phẩm tiền gửi tiết kiệm, hướng đi này nằm trong chiến lược phát triển sản phẩm dịch vụ ngân hàng bán lẻ của Ngân hàng. Trong tương lai, với kế hoạch tiếp tục mở rộng mạng lưới giao dịch, nguồn vốn huy động từ khách hàng cá nhân dự báo sẽ tiếp tục là nguồn huy động chính của Sacombank.

Biểu đồ 5: Cơ cấu nguồn huy động tiền gửi khách hàng 2007**Nguồn huy động theo khách hàng****Nguồn huy động theo loại tiền gửi**

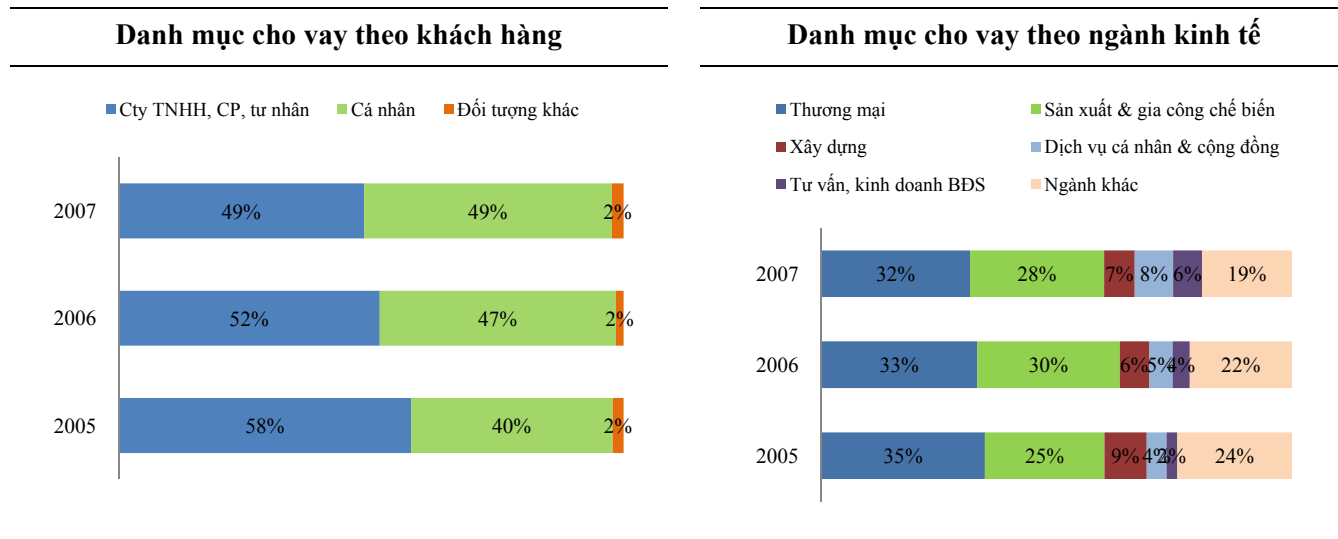
Nguồn: BCTC Sacombank

Hoạt động tín dụng có tốc độ tăng trưởng nhanh và là hoạt động mang lại thu nhập chính cho Sacombank. Tốc độ tăng trưởng tín dụng bình quân trong 5 năm đạt 65,7%/năm và chiếm tỷ trọng hơn 50% trong tổng tài sản của Sacombank.

Biểu đồ 6: So sánh cấu trúc tài sản một số NHTMCP 2007**Tăng trưởng tín dụng của Sacombank****Cấu trúc tài sản một số NHTMCP, 2007**

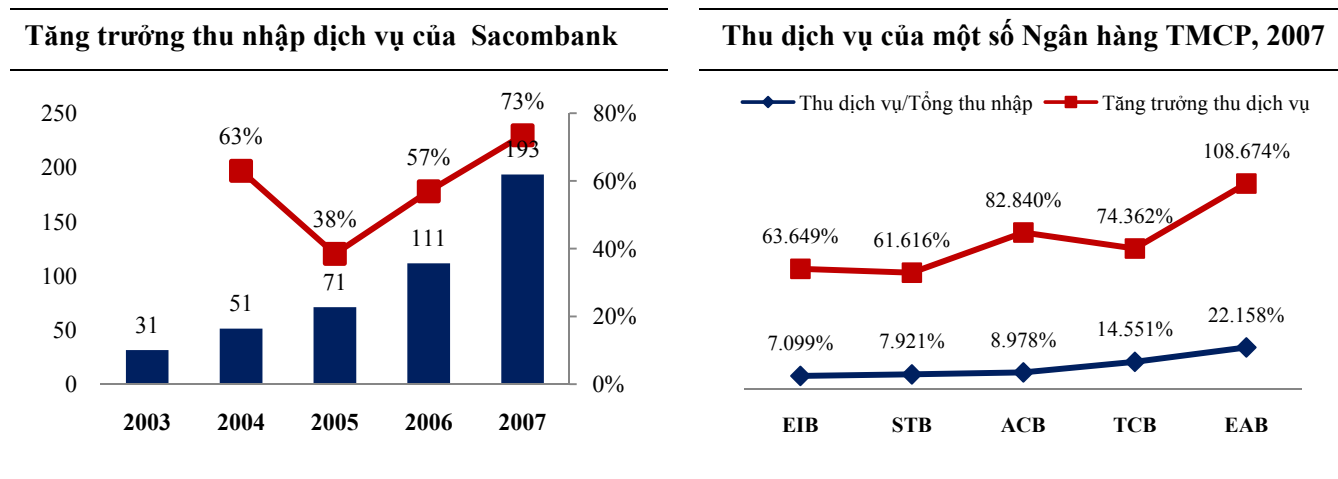
Nguồn: BCTC các Ngân hàng

Biểu đồ 7: Danh mục cho vay của Sacombank



Dịch vụ: Doanh số thanh toán quốc tế năm 2007 đạt 3.048 triệu USD, tăng 59% so với năm 2006; trong đó thanh toán xuất khẩu đạt 401,7 triệu USD, tăng 119% so với năm 2006 và thanh toán nhập khẩu đạt 1.693,7 triệu USD, tăng 59% so với năm 2006. Doanh số thanh toán nội địa đạt 536.561 tỷ đồng, tăng 36,6% so với năm 2006. Tăng trưởng doanh thu từ dịch vụ thanh toán góp phần vào tăng trưởng thu nhập từ dịch vụ của Sacombank.

Biểu đồ 8: So sánh tăng trưởng thu dịch vụ một số NHTMCP 2007



ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

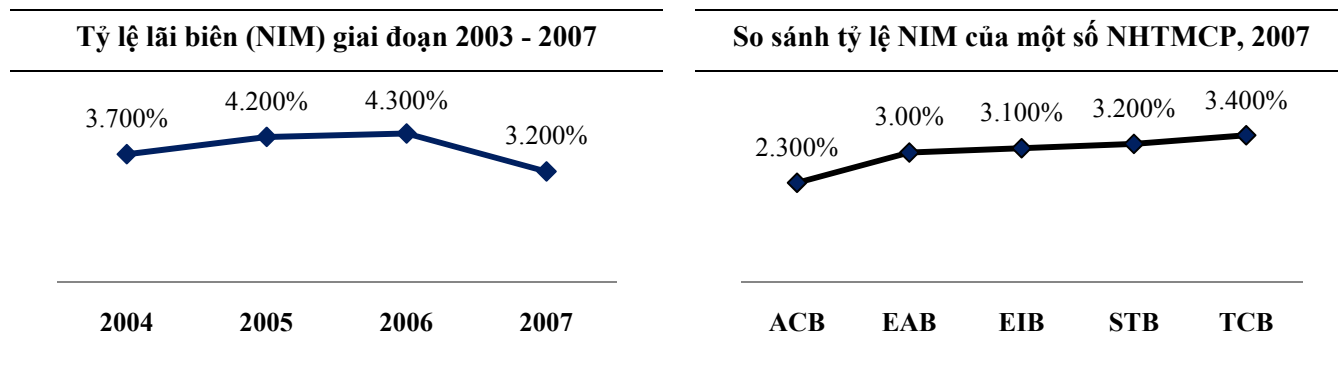
Hiệu quả hoạt động của Sacombank được nâng dần lên qua các năm. Các chỉ tiêu thu nhập và lợi nhuận đều đạt tốc độ tăng trưởng rất cao. Thu nhập ngoài lãi bao gồm thu nhập từ phí dịch vụ, mua bán chứng khoán, kinh doanh ngoại tệ ngày càng giữ vai trò quan trọng trong cơ cấu thu nhập của Sacombank, giúp giảm sự phụ thuộc của Ngân hàng vào nguồn thu nhập từ hoạt động tín dụng.

Bảng 6: Tổng hợp một số chỉ tiêu hoạt động của Sacombank

<i>Đơn vị: triệu đồng</i>	2003	2004	2005	2006	2007	CAGR
Thu từ lãi	196.537	285.858	435.009	663.759	1.151.872	56%
Thu ngoài lãi	75.780	106.937	156.856	392.657	1.292.225	103%
Tổng thu nhập hoạt động	272.317	392.795	591.865	1.056.416	2.444.097	73%
Chi phí hoạt động	(135.799)	(182.667)	(260.307)	(409.129)	(743.739)	53%
Lợi nhuận sau thuế	90.184	157.160	238.424	470.128	1.397.897	98%

Nguồn: BCTC Sacombank

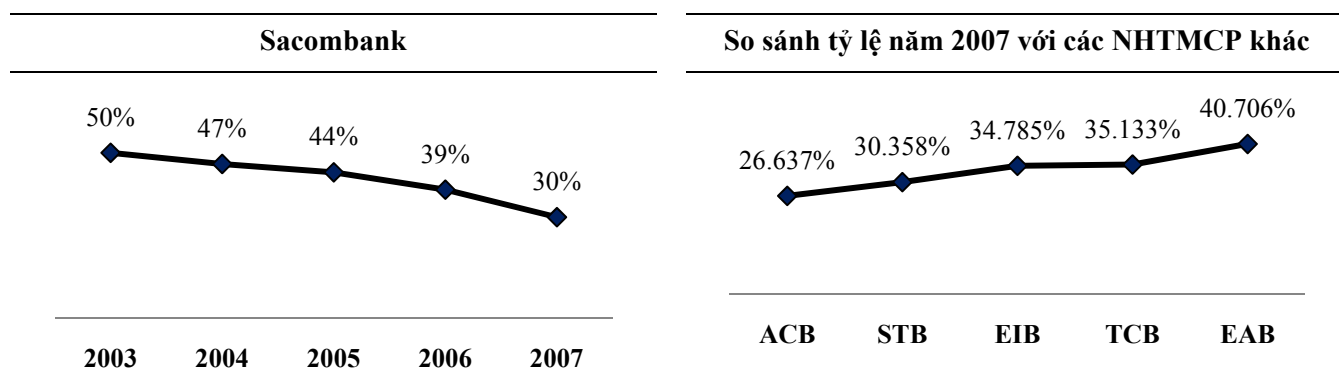
Với cấu trúc tài sản tập trung vào các hoạt động có mức sinh lời cao như cho vay, đầu tư chứng khoán đã giúp Sacombank có tỷ lệ lãi biên NIM khá cao, đứng thứ 2 trong nhóm các NHTMCP so sánh, chỉ sau Techcombank.

Biểu đồ 9: So sánh tỷ lệ lãi biên (NIM)

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC các ngân hàng

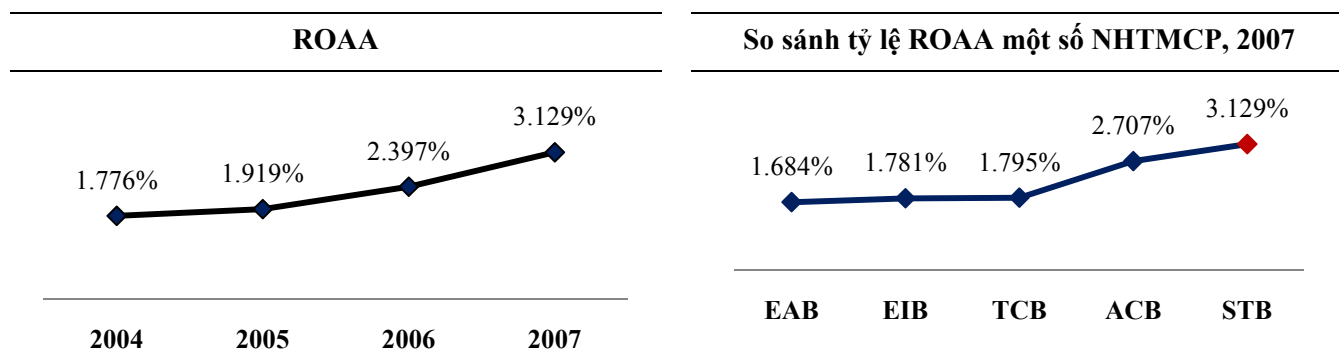
Tỷ lệ NIM trong năm 2007 của Sacombank có xu hướng giảm trong do chi phí vốn huy động có xu hướng tăng. Dự báo trong năm 2008, tỷ lệ NIM tiếp tục giảm do áp lực từ các chính sách thắt chặt tiền tệ. Đây là một trong những khó khăn khiến Sacombank có thể không đạt được mức lợi nhuận theo kế hoạch đề ra tại Đại hội cổ đông 2007.

Tỷ lệ chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động của Sacombank có xu hướng giảm dần qua các năm và thấp hơn so với mức bình quân các NHTMCP so sánh cho thấy hiệu quả trong quản lý chi phí của Sacombank được nâng lên qua các năm. Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh Sacombank đang mở rộng mạng lưới một cách nhanh chóng.

Biểu đồ 10: So sánh tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động

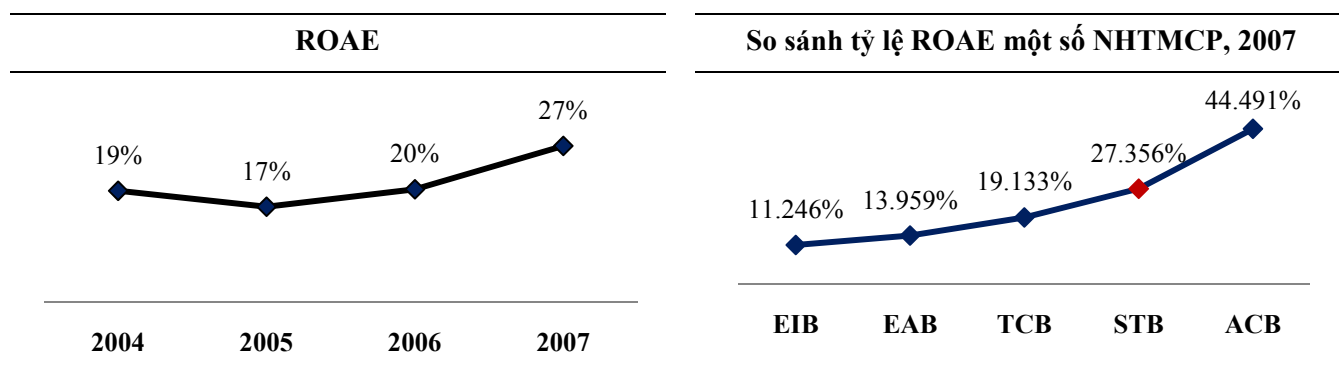
Nguồn: BCTC các Ngân hàng

Tỷ lệ lợi nhuận/Tổng tài sản bình quân (ROAA) của Sacombank tăng dần qua các năm. Mặc dù tổng tài sản có tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2007 (127,7% so với 2006) tuy nhiên Sacombank vẫn duy trì được sự tăng trưởng của chỉ tiêu ROAA, điều này cho thấy Sacombank sử dụng tài sản rất hiệu quả.

Biểu đồ 11: So sánh tỷ lệ ROAA

Nguồn: BCTC các Ngân hàng

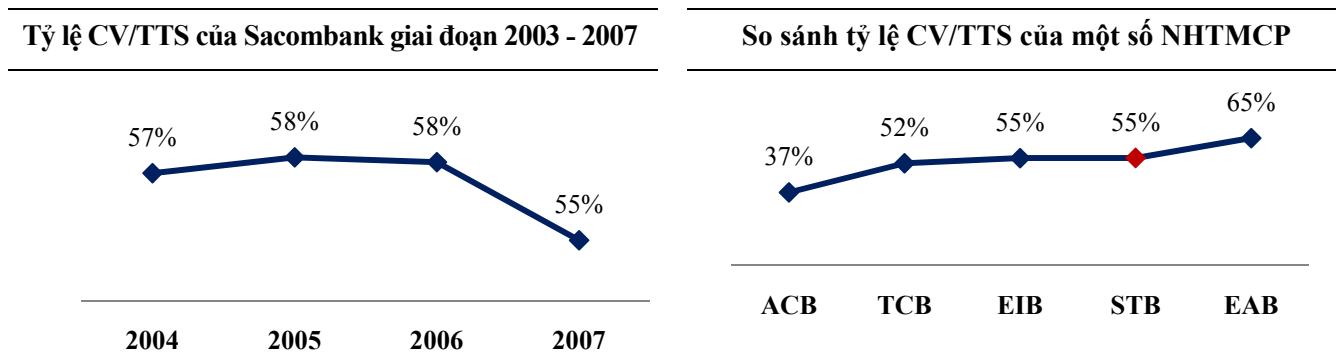
Tỷ lệ lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu bình quân (ROAE) tăng dần qua các năm và cao hơn so với mức trung bình của khối NHTMCP. Tuy nhiên nếu so sánh với ACB, tỷ lệ ROAE của Sacombank ở mức thấp hơn, nguyên nhân là do Sacombank có tốc độ tăng vốn chủ sở hữu bình quân năm 2007 là 126%, trong khi chỉ tiêu này của ACB chỉ là 82%.

Biểu đồ 12: So sánh tỷ lệ ROAE

Nguồn: Tổng hợp BCTC các Ngân hàng

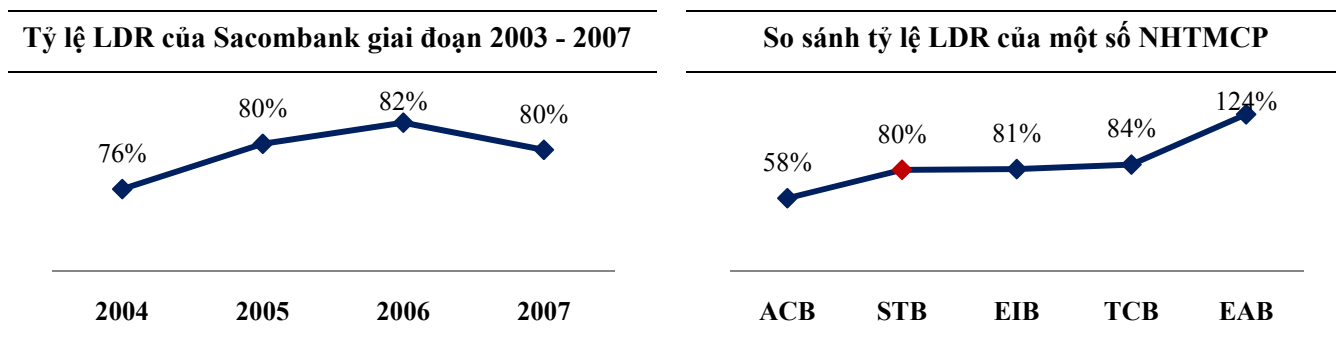
ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Rủi ro hoạt động tín dụng: Tỷ lệ cho vay/tổng tài sản của Sacombank luôn ở mức trên 50% qua các năm cho thấy Sacombank tập trung tương đối nhiều vào hoạt động tín dụng.

Biểu đồ 13: So sánh tỷ lệ cho vay/tổng tài sản

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC các Ngân hàng

Với tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh, tỷ lệ cho vay/huy động tiền gửi (LDR) của ngân hàng cũng ở mức trên 80% khiến cho việc mở rộng tín dụng của ngân hàng trong những năm tới có thể sẽ bị hạn chế và phụ thuộc nhiều vào tăng trưởng nguồn vốn huy động. Trong 6 tháng đầu năm 2008, theo số liệu ước tính của Sacombank, dư nợ tín dụng chỉ tăng 8% so với thời điểm cuối năm 2007.

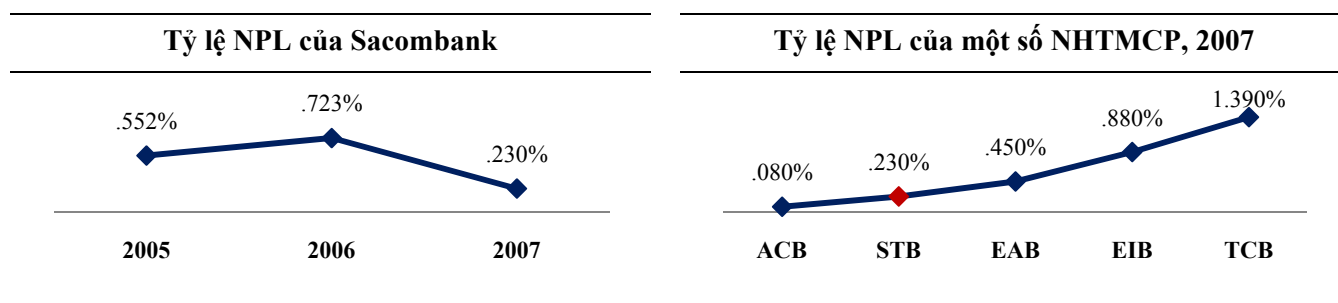
Biểu đồ 14: So sánh tỷ lệ cho vay/huy động tiền gửi (LDR)

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC các Ngân hàng

Việc tập trung nhiều vào hoạt động tín dụng của Sacombank nói riêng và các NHTMCP nói chung sẽ giúp các ngân hàng có mức sinh lời từ hoạt động tín dụng cao hơn, tuy nhiên hoạt động này cũng tiềm ẩn các rủi ro thanh khoản nhất định.

Với danh mục cho vay định hướng tập trung vào nhóm khách hàng năng động là cá nhân và các doanh nghiệp tư nhân, Sacombank đã đạt được những kết quả đáng kể trong quản trị rủi ro tín dụng. Tỷ lệ nợ xấu/tổng dư nợ (NPL) có xu hướng giảm dần và chỉ cao hơn ACB trong nhóm NHTMCP so sánh.

Biểu đồ 15: So sánh tỷ lệ nợ xấu (NPL)



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC Sacombank

Trong danh mục cho vay của Sacombank, tỷ lệ cho vay đối với tư vấn và kinh doanh bất động sản chiếm khoảng 6%, các khoản cho vay cầm cố chứng khoán, cho vay mua nhà chưa thể hiện rõ. Trước bối cảnh thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản có thể biến động theo hướng sụt giảm, thì những khoản cho vay này có khả năng sẽ gặp rủi ro. Do đó, trong năm 2008 tỷ lệ NPL của Sacombank có thể sẽ tăng lên cùng với chi phí dự phòng rủi ro tín dụng.

Rủi ro đối với hoạt động đầu tư: Danh mục đầu tư chứng khoán của Sacombank tăng khá mạnh trong năm 2007 và tập trung chủ yếu vào các loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu của các Tập đoàn kinh tế lớn.

Bảng 7: Danh mục đầu tư chứng khoán của Sacombank

Đơn vị: triệu đồng	2006	2007	Tăng trưởng
Góp vốn, đầu tư dài hạn	780.577	1.495.608	715.031
+ Đầu tư vào các công ty liên doanh, liên kết	110.604	211.282	100.678
+ Đầu tư vào các tổ chức tín dụng khác	54.411	86.792	32.381
+ Đầu tư vào các doanh nghiệp chưa niêm yết	615.562	1.197.534	581.972
Chứng khoán đầu tư	2.065.024	9.173.801	7.108.777
+ Chứng khoán nợ giữ đến ngày đáo hạn	1.873.469	1.927.916	54.447
+ Chứng khoán nợ sẵn sàng bán	-	6.910.436	6.910.436
+ Chứng khoán vốn sẵn sàng bán	191.555	338.961	147.406
+ Dự phòng giảm giá chứng khoán	-	(3.512)	(3.512)
Chứng khoán kinh doanh	263.631	4.142.069	3.878.438
+ Chứng khoán nợ	-	3.500.000	3.500.000
+ Chứng khoán vốn	263.631	655.081	391.450
+ Dự phòng giảm giá chứng khoán	-	(13.012)	(13.012)

Nguồn: BCTC Sacombank

Năm 2007, hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư đã mang lại cho Sacombank khoản lợi nhuận hơn 800 tỷ đồng. Trong năm 2008, trước sự sụt giảm của thị trường chứng khoán khoản lợi nhuận từ hoạt động này nhiều khả năng sẽ sụt giảm. Riêng quý 1/2008, mảng lợi nhuận từ mua bán chứng khoán chỉ đạt hơn 9 tỷ đồng. Bên cạnh đó, danh mục đầu tư chứng khoán của Sacombank có thể chịu rủi ro và phải thực hiện trích lập dự phòng nếu thị trường chứng khoán chưa phục hồi vào cuối năm 2008.

DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG CỦA SACOMBANK NĂM 2008

Trước những khó khăn chung của ngành Ngân hàng, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của Sacombank có thể sẽ chậm lại trong năm 2008.

Một số chỉ tiêu thực hiện Quý 1 năm 2008 của Sacombank so với dự báo của BVSC và kế hoạch kinh doanh đã được Đại hội cổ đông phê duyệt như sau:

Bảng 8: Một số chỉ tiêu thực hiện Quý 1/2008 so với dự báo của BVSC

	Kế hoạch 2008 (*)	Dự báo của BVSC	Thực hiện Q1/2008	%/Kế hoạch	%/Dự báo BVSC
Tổng tài sản	93.000.000	83.944.738	76.285.946	82%	91%
Vốn điều lệ	6.049.000	5.116.136	4.448.814	74%	87%
Cho vay KH	46.000.000	45.991.591	42.344.924	92%	92%
Tổng vốn huy động	80.000.000	73.252.175	66.254.949	83%	90%
LN trước thuế	2.000.000	1.614.151	412.350	21%	26%
Thu nhập hoạt động	-	2.570.730	735.464		29%
Chi phí hoạt động	-	(719.804)	-292.981		41%

Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ 2007 của Sacombank, BCTC Quý 1/2008, Dự báo của BVSC

(*) Mức kế hoạch năm 2008 là mức tối thiểu theo Nghị quyết ĐHCĐ 2007

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá: Sử dụng phương pháp so sánh ngang chỉ tiêu P/E và P/B dự báo năm 2008.

Đối tượng so sánh: Để loại trừ rủi ro chung của thị trường Việt Nam, chúng tôi sử dụng các chỉ tiêu định giá trung bình ngành Ngân hàng của một số nước khu vực Châu Á làm đối tượng so sánh.

Bảng 9: So sánh một số chỉ tiêu định giá

	ROAA 2007	ROAE 2007	P/E 2007	P/B 2007	ROAA 2008	ROAE 2008	P/E 2008	P/B 2008
China	18,71	1,02	20,13	3,13	1,24	19,62	14,17	2,55
India	17,43	1,26	12,96	1,81	1,37	18,40	15,68	2,17
Indonesia	15,62	1,65	20,69	2,64	2,31	17,10	14,72	2,33
Singapore	13,28	1,19	12,79	1,61	1,17	12,52	12,62	1,53
Philippines	13,01	1,49	12,50	1,54	1,47	12,77	11,46	1,44
Thailand	15,06	1,37	7,16	1,41	1,53	15,19	10,62	1,57
Malaysia	17,22	1,18	11,54	2,09	1,16	17,52	12,04	2,06
TB nhóm	15,76	1,31	13,97	2,03	1,46	16,16	13,04	1,95
STB	27,36	3,13	8,02	1,56	1,87	17,21	13,00	2,00

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Bảng 10: Kết quả định giá

EPS	75%PE	80%PE	85%PE	90%PE	95%PE	P/E	105%PE	110%PE	115%PE	120%PE	125%PE
	9,75	10,40	11,05	11,70	12,35	13,00	13,65	14,30	14,95	15,60	16,25
2,50	24,38	26,00	27,63	29,25	30,88	32,50	34,13	35,75	37,38	39,00	40,63
2,60	25,35	27,04	28,73	30,42	32,11	33,80	35,49	37,18	38,87	40,56	42,25
2,70	26,33	28,08	29,84	31,59	33,35	35,10	36,86	38,61	40,37	42,12	43,88
2,80	27,30	29,12	30,94	32,76	34,58	36,40	38,22	40,04	41,86	43,68	45,50
2,90	28,28	30,16	32,05	33,93	35,82	37,70	39,59	41,47	43,36	45,24	47,13
3,00	29,25	31,20	33,15	35,10	37,05	39,00	40,95	42,90	44,85	46,80	48,75
3,10	30,23	32,24	34,26	36,27	38,29	40,30	42,32	44,33	46,35	48,36	50,38
3,20	31,20	33,28	35,36	37,44	39,52	41,60	43,68	45,76	47,84	49,92	52,00
3,30	32,18	34,32	36,47	38,61	40,76	42,90	45,05	47,19	49,34	51,48	53,63
3,40	33,15	35,36	37,57	39,78	41,99	44,20	46,41	48,62	50,83	53,04	55,25
3,50	34,13	36,40	38,68	40,95	43,23	45,50	47,78	50,05	52,33	54,60	56,88

Book value	75%PB	80%PB	85%PB	90%PB	95%PB	P/B	105%PB	110%PB	115%PB	120%PB	125%PB
	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	2,50
10,00	15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	23,00	24,00	25,00
11,00	16,50	17,60	18,70	19,80	20,90	22,00	23,10	24,20	25,30	26,40	27,50
12,00	18,00	19,20	20,40	21,60	22,80	24,00	25,20	26,40	27,60	28,80	30,00
13,00	19,50	20,80	22,10	23,40	24,70	26,00	27,30	28,60	29,90	31,20	32,50
14,00	21,00	22,40	23,80	25,20	26,60	28,00	29,40	30,80	32,20	33,60	35,00
15,00	22,50	24,00	25,50	27,00	28,50	30,00	31,50	33,00	34,50	36,00	37,50
16,00	24,00	25,60	27,20	28,80	30,40	32,00	33,60	35,20	36,80	38,40	40,00
17,00	25,50	27,20	28,90	30,60	32,30	34,00	35,70	37,40	39,10	40,80	42,50
18,00	27,00	28,80	30,60	32,40	34,20	36,00	37,80	39,60	41,40	43,20	45,00
19,00	28,50	30,40	32,30	34,20	36,10	38,00	39,90	41,80	43,70	45,60	47,50
20,00	30,00	32,00	34,00	36,00	38,00	40,00	42,00	44,00	46,00	48,00	50,00

Kết quả định giá cho mức giá hợp lý của STB dao động quanh mức **34.000** đồng/CP. Đây là mức giá phù hợp với khả năng sinh lời thực tế của Ngân hàng này trong tương quan so sánh với mức trung bình ngành của khu vực.

SACOMBANK - BÁO CÁO TÀI CHÍNH

(Đơn vị: triệu đồng)	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E
Thu nhập từ lãi	525.607	699.919	1.032.922	1.647.753	3.383.002	12.173.805
Chi phí từ lãi	(329.070)	(414.061)	(597.913)	(983.994)	(2.231.130)	(10.444.460)
Thu nhập lãi ròng	196.537	285.858	435.009	663.759	1.151.872	1.729.345
Thu nhập từ phí và dịch vụ	47.843	77.103	100.467	143.162	291.083	436.625
Chi phí trả phí và dịch vụ	(16.369)	(25.802)	(29.441)	(31.692)	(97.685)	(97.685)
Thu nhập ròng từ phí dịch vụ	31.474	51.301	71.026	111.470	193.398	338.940
Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại tệ	14.940	23.260	25.417	4.178	100.815	302.445
Lãi thuần từ HĐ KD chứng khoán	-	11.850	19.532	143.484	599.873	-
Lãi thuần từ hoạt động đầu tư	-	-	-	-	208.599	-
Thu nhập khác	29.366	20.526	40.881	133.525	189.540	200.000
Thu nhập từ HĐ kinh doanh	272.317	392.795	591.865	1.056.416	2.444.097	2.570.730
Chi phí hoạt động kinh doanh	(135.799)	(182.667)	(260.307)	(409.129)	(743.739)	(719.804)
Thu nhập hoạt động thuần	136.518	210.128	331.558	647.287	1.700.358	1.850.925
DPRR tín dụng trong năm	(11.462)	(12.177)	(18.751)	(35.959)	(118.387)	(236.774)
Lợi nhuận thuần trước thuế	125.056	197.951	312.807	611.328	1.581.971	1.614.151
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(34.872)	(40.791)	(74.383)	(141.200)	(184.074)	(225.981)
Lợi nhuận sau thuế	90.184	157.160	238.424	470.128	1.397.897	1.388.170

(Đơn vị: triệu đồng)	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E
Tài sản						
TM và các khoản tương đương	403.131	826.799	1.370.108	2.827.452	3.335.063	4.197.237
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	248.422	299.113	408.685	993.590	3.878.785	5.750.153
Tiền gửi và cho vay tại các TCTD	670.129	1.079.859	1.447.211	2.019.529	4.656.456	8.226.412
Đầu tư chứng khoán, góp vốn	914.152	1.657.897	1.928.509	3.109.232	14.811.478	16.571.478
Cho vay khách hàng	4.698.264	5.958.444	8.379.335	14.394.313	35.378.147	45.991.591
Dự phòng rủi ro tín dụng	-	-	-	(81.418)	(177.573)	(414.347)
Tài sản cố định	180.031	308.694	389.790	708.214	2.685.608	2.782.767
Các tài sản khác	190.314	265.750	530.700	805.271	4.911	839.447
Tổng tài sản	7.304.443	10.396.556	14.454.338	24.776.183	64.572.875	83.944.738
Nguồn vốn						
Tiền gửi và vay từ các TCTD khác	820.159	495.556	502.400	815.473	4.508.977	6.800.668
Nguồn vốn ủy thác	50.000	127.517	163.630	374.668	1.003.293	1.259.171
Tiền vay từ NHNN Việt nam	-	-	170.370	107.000	750.177	975.230
Tiền gửi khách hàng	5.091.988	7.791.884	10.467.158	17.511.580	44.231.944	57.501.527
Phát hành các giấy tờ có giá	391.592	758.357	956.546	2.529.299	5.197.380	6.715.579
Công nợ phải trả khác	305.756	255.514	306.554	567.817	1.531.445	1.930.729
Tổng nợ phải trả	6.659.495	9.428.828	12.566.658	21.905.837	57.223.216	75.161.553
Vốn điều lệ	505.948	740.948	1.250.948	2.089.413	4.448.814	5.116.136
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	159.313	1.213.671	1.213.671
Các quỹ dự trữ	84.180	118.998	457.844	185.474	452.645	498.000
Lợi nhuận chưa phân phối	54.820	107.782	178.888	436.146	1.234.529	1.955.377
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-	-
Tổng vốn cổ đông	644.948	967.728	1.887.680	2.870.346	7.349.659	8.783.184
Tổng nguồn vốn	7.304.443	10.396.556	14.454.338	24.776.183	64.572.875	83.944.738

Trang này được để trống

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84-4-928 8080
Fax: 84-4-928 9899
Email: research@bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP
Hồ Chí Minh
Tel: 84-8-821 8564
Fax: 84-8-914 7477

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH**PHÓ TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH**

Nguyễn Lương Tân tannguyen@bvsc.com.vn

Vũ Thị Thanh Quyên quyenvtt@bvsc.com.vn
Nguyễn Thị Quỳnh Dung dungntq@bvsc.com.vn

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Hải Dương duongnh@bvsc.com.vn
Lưu Phương Mai maip@bvsc.com.vn
Vũ Thị Mai maivt@bvsc.com.vn
Vũ Hà Nam namvh@bvsc.com.vn
Trần Thăng Long longtt@bvsc.com.vn

Nguyễn Quang Minh minhng@bvsc.com.vn
Nguyễn Phi Hùng hungnp@bvsc.com.vn
Lê Chí Thành thanhlc@bvsc.com.vn
Nguyễn Thị Thanh Hà hantth@bvsc.com.vn