

**VietinBank**  
Mã: CTG

Ngành: Ngân hàng

Chuyên viên: Nguyễn Đức Hùng Linh  
Email: [linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

## Báo cáo VietinBank lên sàn ngày 16/7/2009

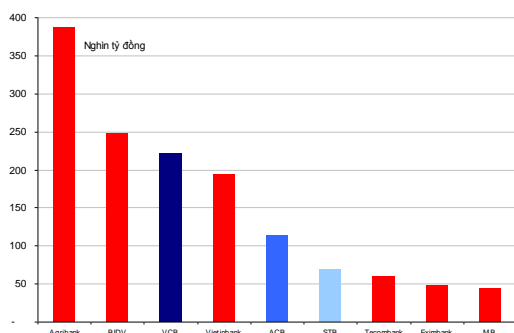
### Quan điểm đầu tư:

- VietinBank là một ngân hàng có lợi thế về quy mô và nguồn khách hàng lớn. Với xuất phát điểm là ngân hàng chuyên cho vay phục vụ Công-Thương nghiệp, VietinBank có chiến lược rõ ràng khi tập trung cho vay các ngành là xương sống cho sự phát triển kinh tế.
- 2 tài sản đáng giá và tạo nên sự khác biệt của VietinBank là mạng lưới chi nhánh và bất động sản. Vietinbank hiện có trên 750 chi nhánh, phòng giao dịch trên toàn quốc, chỉ đứng thứ 2 sau Agribank. Các lô đất VietinBank đang có đều có vị trí đẹp, thị giá cao trong khi chi phí ban đầu để mua lại rất thấp.
- Điểm cần lưu tâm với VietinBank là NH có hiệu quả hoạt động không cao, mức độ đa dạng hóa nguồn thu thấp và vẫn phải phụ thuộc nhiều vào nguồn thu từ lãi.
- Với giá khởi điểm 50.000đ/cp, P/E 2009 = 27,8; P/B 2009 = 4,6; VietinBank đang được định giá khá cao so với các ngân hàng đang niêm yết khác.

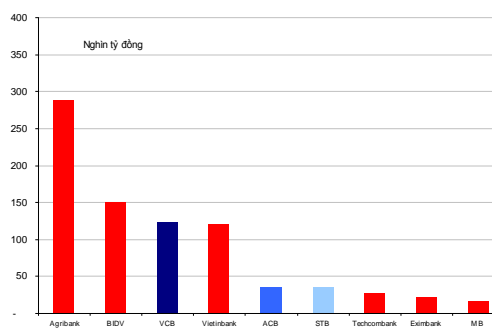
### Một số thế mạnh của VietinBank

- Lợi thế về quy mô:
  - o VietinBank là ngân hàng lớn thứ 4 tại Việt nam sau Agribank, BIDV và Vietcombank.xét trên tổng tài sản Với lợi thế là một ngân hàng nhà nước được thành lập từ năm 1988, VietinBank đang có một thị phần khá lớn. Thị phần cho vay của VietinBank trong năm 2008 là 11,6%, huy động vốn là 12%. VietinBank nắm giữ 8,5% thị phần tài trợ thương mại nhập và 8% thị phần tài trợ thương mại xuất khẩu.
  - o Với lợi thế về quy mô, VietinBank có thể tham gia cấp tín dụng và duy trì mối quan hệ thường xuyên với các tập đoàn, tổng công ty lớn như Petro Vietnam, EVN, Tập đoàn Than và Khoáng sản, Tổng công ty lương thực miền bắc, TCT Xi măng, TCT Thép, Vinaconex, Petrolimex, VNPT. Đây vừa là nguồn khách hàng vay vốn, vừa là nguồn khách hàng gửi tiền với khối lượng lớn mà các NHTM nhỏ khó có thể có.

**Tổng tài sản các NHTM hàng đầu Việt nam 2008**



**Dư nợ tín dụng các NHTM hàng đầu Việt nam 2008**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng

- Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch
  - Hiện tại VietinBank có trên 750 chi nhánh, phòng giao dịch, quỹ tiết kiệm trên toàn quốc. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của VietinBank lớn thứ 2 trong hệ thống ngân hàng tại Việt Nam, chỉ sau Agribank. Nếu xét về mức độ tập trung ở các đô thị, vùng thị trường tiềm năng, thì VietinBank có mức độ tập trung cao hơn Agribank.
  - Với mạng lưới rộng, VietinBank có khả năng tiếp cận dễ dàng với nguồn vốn huy động từ dân cư và cũng có điều kiện tốt để bán chéo các sản phẩm khác của VietinBank trong tương lai như các sản phẩm bảo hiểm, chứng khoán và tài chính.
- Lợi thế về cho vay nội tệ với các ngành công nghiệp chủ đạo của Việt Nam
  - Với xuất phát điểm là ngân hàng chuyên cho vay phục vụ Công-Thương nghiệp, VietinBank có chiến lược rõ ràng khi tập trung cho vay các ngành là xương sống cho sự phát triển kinh tế như: Thương mại, Sản xuất và chế biến, Xây dựng, Điện, Năng lượng và Dầu khí, Viễn thông. Danh mục cho vay công nghiệp chế biến và sản xuất chiếm 28,2% tổng dư nợ tín dụng năm 2008. VietinBank đặt nhiều chi nhánh tại các Khu công nghiệp, Khu chế xuất, Khu đô thị lớn để tập trung tín dụng cho các ngành này.
- Lợi thế về nguồn vốn tài trợ:
  - Với tính chất là một ngân hàng nhà nước và có mạng lưới rộng, VietinBank được nhiều tổ chức trong và ngoài nước ủy thác nguồn vốn tài trợ, ủy thác đầu tư và cho vay. Hết năm 2008, VietinBank nhận được 17,1 nghìn tỷ vốn từ Kho bạc Nhà nước và 20,5 nghìn tỷ từ các tổ chức, cá nhân khác trong đó có SCIC (5,6 nghìn tỷ), Bảo hiểm xã hội (9,7 nghìn tỷ), Vụ tài chính đối ngoại – Bộ Tài chính (1,7 nghìn tỷ)
- Đất đai:
  - Danh mục đất đai của VietinBank khá dồi dào. Các khoản đầu tư đất đai của VietinBank ngoài việc đảm bảo địa điểm cho phát triển mạng lưới chi nhánh còn là những khoản đầu tư hứa hẹn khả năng sinh lời cao thông qua bán hoặc xây cao ốc cho thuê.
  - VietinBank hiện có 61,7 ha đất thuộc quyền sử dụng trong đó có 31,2 ha đất thuê và 22,2 ha đất được giao. Nhiều khu đất VietinBank đang sử dụng có vị trí đẹp, diện tích lớn và có thị giá rất cao. Giá trị của quyền sử dụng đất của VietinBank sau khi trích khấu hao là 242 tỷ đồng. Nếu chỉ tính giá trị này cho diện tích đất được giao thì trung bình một m<sup>2</sup> đất VietinBank đang sở hữu chỉ có chi phí khoảng 1 triệu đồng, một mức rất thấp so với giá thực tế của các lô đất này.
  - Trong năm 2008, VietinBank đã mua một khu đất đẹp tại khu đô thị mới Ciputra ở phía tây Hà Nội với diện tích gần 3 ha giá trị lên đến 56,3 triệu USD (tương đương 849 tỷ, gấp 3 lần tổng nguyên giá toàn bộ các lô đất còn lại đang thuộc quyền sử dụng của VietinBank). Tính trung bình lô đất này có giá 1.880 USD/m<sup>2</sup> hay 28 triệu tại thời điểm mua. Đây là một dẫn chứng cho thấy hướng đi vào đầu tư bất động sản của VietinBank. Cũng trong năm 2008, VietinBank đã chuyển ½ giá trị mua khu đất này vào chi phí khấu hao, như vậy những cổ đông của VietinBank trong năm 2009 được sở hữu một tài sản có giá trị thực lớn hơn ít nhất 2 lần giá trị sổ sách.

## Một số điểm cần lưu tâm về VietinBank

- Năng lực cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của VietinBank chưa cao
  - Tổng huy động tăng chậm, huy động từ khách hàng doanh nghiệp giảm
    - Mặc dù có mạng lưới rộng, tổng huy động của VietinBank chỉ đạt 128 nghìn tỷ vào cuối quý 1/2008, thấp hơn so với tổng huy động của VCB là 147 nghìn tỷ. Tăng trưởng tổng huy động trong năm 2008 của VietinBank là 7,7% trong khi tăng trưởng huy động của VCB là 23%. Huy động từ khách hàng tổ chức trong năm 2008 giảm 16% từ 55 nghìn tỷ xuống còn 46 nghìn tỷ chủ yếu là do nguồn huy động từ doanh nghiệp nhà nước giảm (từ 43 nghìn tỷ xuống còn 35 nghìn tỷ).
    - Do huy động từ doanh nghiệp giảm, tiền gửi không kỳ hạn của VietinBank giảm dần. Nếu năm 2007, tiền gửi không kỳ hạn của VietinBank là 29,3 nghìn tỷ, chiếm 26% tổng huy động thì sang năm 2008, tiền gửi không kỳ hạn giảm còn 25,7 nghìn tỷ, chiếm 21,1% tổng huy động. Việc phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn huy động có kỳ hạn và tiết kiệm sẽ làm tăng lãi suất huy động lên cao hơn và giảm lợi nhuận lãi biên. Ngoài ra tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn thấp cũng cho thấy VietinBank chưa thực sự mạnh ở mảng dịch vụ ngân hàng.
  - Chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận trên 1 chi nhánh và 1 nhân viên

	<b>VietinBank</b>	<b>VCB</b>	<b>ACB</b>	<b>STB</b>
Số chi nhánh	781	271	187	247
Số nhân viên	15.143	8.944	4.009	5.419
Doanh thu/Chi nhánh	11.132	33.173	22.671	9.935
Doanh thu/Nhân viên	574	1.005	1.057	453
Lợi nhuận trước thuế/chi nhánh	3.120	12.267	13.693	4.494
Lợi nhuận trước thuế/Nhân viên	161	372	639	205

Nguồn: Báo cáo các NH

Mặc dù các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động tính trên 1 CN và 1 NV năm 2008 của Vietinbank đã cải thiện hơn so với năm 2007 nhưng các con số của VietinBank vẫn còn khoảng cách khá xa với các NHTM đang niêm yết khác. Mạng lưới chi nhánh của VietinBank rộng nhưng chưa thực sự mang lại hiệu quả như mong đợi khi tăng trưởng huy động không cao trong khi chi phí cho hoạt động lại lớn. Dưới đây là so sánh chỉ số Chi phí hoạt động/Doanh thu HĐ, một chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của các ngân hàng

	<b>VietinBank</b>	<b>VCB</b>	<b>ACB</b>	<b>STB</b>
Chi phí HĐ/Doanh thu HĐ 2008	57%	30%	38%	51%

Nguồn: Báo cáo các NH

- Doanh thu của VietinBank vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn thu từ lãi.

	<b>VietinBank</b>	<b>VCB</b>	<b>ACB</b>	<b>STB</b>
Dư nợ cho vay/Tổng huy động	97%	78%	50%	72%
LN lãi thuần/Doanh thu HĐ	85%	70%	53%	64%
NIM 1Q 2009	3,58%	2,6%	2,38%	3,38%

Nguồn: Báo cáo các NH

- Trong tổng nguồn thu của VietinBank quý 1/2009, nguồn thu từ lãi chiếm tới 85%, một mức cao so với các NHTM khác. Sở dĩ có nguồn thu lãi cao này là do VietinBank đã đẩy mạnh cho vay. Tỷ lệ dư nợ cho vay/tổng huy động của VietinBank lên đến 97%. Nếu tính thêm nguồn vốn tài trợ, ủy thác của các tổ chức thì tỷ lệ này còn 73%.
- Việc duy trì tỷ lệ cho vay cao giúp cho VietinBank có lợi nhuận lãi biên cao, 3,58. Tuy nhiên điều này sẽ ảnh hưởng đến tính thanh khoản của ngân hàng. Ngoài ra cũng phản ánh mức độ đa dạng nguồn thu thấp của VietinBank so với các ngân hàng khác. Ở khía cạnh này, VietinBank có nhiều điểm giống với STB.

#### Các chỉ tiêu tài chính và so sánh định giá

		VietinBank	VCB	ACB	STB
Tài sản (tỷ đồng)	2007	166.113	189.942	87.149	64.568
	2008	193.590	221.950	114.195	68.439
	2009E	202.545	252.303	186.700	132.015
Tăng trưởng tài sản	2008	16,5%	16,9%	31,0%	6,0%
	2009E	4,6%	13,7%	63,5%	92,9%
LNST (tỷ đồng)	2007	1.149	2.390	1.760	1.398
	2008	1.804	2.537	2.211	955
	2009E	2.025	3.232	2.479	1.479
Tăng trưởng LNST	2008	57,0%	6,1%	25,6%	-31,7%
	2009E	12,2%	27,4%	12,1%	54,9%
ROE	2008	14,6%	18,4%	28,5%	12,3%
	2009E	11,7%	19,0%	22,8%	13,8%
ROA	2008	0,5%	1,1%	1,9%	1,4%
	2009E	1,0%	1,3%	1,3%	1,1%
PE (*)	2008	21,4	23,4	15,8	17,6
	2009E	27,8	18,4	14,1	11,5
PB (*)	2008	3,1	4,3	3,7	2,2
	2009E	4,6	3,5	3,2	1,7

Nguồn: VietinBank, VCB, ACB, STB, SSI ước tính

(\*) Giá của VCB, ACB, STB để tính PE, PB là giá đóng cửa ngày 15/7/2009

Sau khi chính thức chuyển đổi thành NH cổ phần, phần vốn điều lệ của VietinBank sẽ được điều chỉnh lên 11.252 tỷ đồng. Giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu sẽ xấp xỉ 10.000đ do toàn bộ giá trị sổ sách trước đó của VietinBank đã được chuyển về nhà nước, phần còn lại được cho vào vốn điều lệ. Lợi nhuận sau thuế ước tính của năm 2009 sẽ được chia 50% cho nhà nước, phần còn lại khoảng 1.000 tỷ sẽ được cho vào phần lợi nhuận để lại của năm 2009. Ngoài ra VietinBank còn được giữ lại khoảng 100 tỷ từ phần thặng dư trong đợt IPO vừa qua. Với giả định như vậy, BVPS (giá trị sổ sách/1cp) ở thời điểm cuối năm 2009 là 10.988đ/cp. Ở giá 50.000đ/cp, P/B 2009 của Vietinbank là 4,6x; P/E 2009 = 27,8x; mức cao so với các ngân hàng đang niêm yết khác.

Xét về đất đai mà VietinBank đang sở hữu, giả sử định giá lại phần đất VietinBank làm tăng giá trị lên 5.000 tỷ đồng thì PB của VietinBank sẽ là 3,3x; mức xấp xỉ bằng VCB và ACB. Tuy nhiên nếu xét về mức hiệu quả hoạt động thì VietinBank khó có thể so sánh được với 2 ngân hàng này.



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (SSI)

### KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

■ Giám đốc khối

Lê Lệ Hằng

[hanglfl@ssi.com.vn](mailto:hanglfl@ssi.com.vn)

■ Trưởng bộ phận tư vấn đầu tư

Nguyễn Đức Hùng Linh

[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

---

#### Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm  
Hà Nội, Việt nam  
Tel : 84-4-39366321 ; Fax : 84-4-39366319

#### Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel : 84-8-38242897 ; Fax : 84-8-38247409

---

© 2009 Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần Bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI