

NHTMCP SÀI GÒN – THƯƠNG TÍN


Khuyến nghị: Mua
Giá mục tiêu: 42.300 VND/cp

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Tên công ty	NHTMCP Sài Gòn Thương Tín
Ngành	Tài chính - Ngân hàng

Cơ cấu cổ đông (%)

Tổ chức trong nước	14,22
Tổ chức nước ngoài	29,98
Cá nhân trong nước	55,72
Cá nhân nước ngoài	0,08
Tổng cộng	100

Nguồn: Website Sacombank

Thông tin giao dịch

	2007	2008	2009*
Dao động giá 52 tuần (VND)		13.000 - 40.200	
Biến động BQ 1 tháng (%)	6,02	-8,61	11,11
Biến động BQ 3 tháng (%)	18,06	-25,83	33,33
Cổ phiếu lưu hành (tr.CP)	444,9	511,6	511,6
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	25.339	9.413	18.826

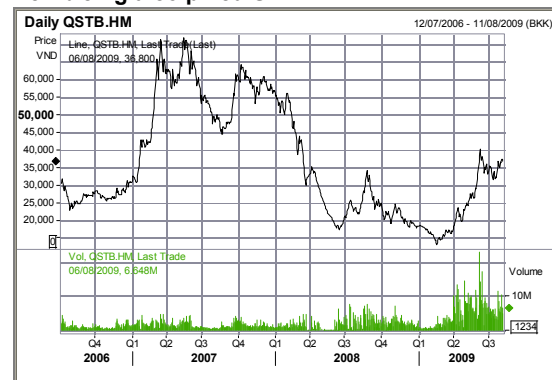
Nguồn: Reuters

*: từ 01/01 – 31/07/2009

Định giá

	2008	2009F
EPS (VND)	1.866	1.913
TN trước DPRR/cp (VND)	2.400	2.678
BVPS (VND)	15.727	15.452
PE forward		19,2
PB forward		2,4
Cổ tức dự kiến		14 - 16%
Giá cổ phiếu (VND/CP)		42.300

Nguồn: HBBS

Diễn biến giá cổ phiếu STB


Nguồn: Reuters

- 06/08/2009 -

Cân đối kế toán (tr. VND)

	2007	2008	2009F
Tiền mặt	3.335.063	8.458.614	6.046.134
Tiền gửi tại NHNN	3.878.785	3.224.539	3.224.539
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	4.656.456	7.047.583	9.582.772
Đầu tư vào giấy tờ có giá	13.320.781	9.346.607	18.342.489
Cho vay khách hàng	35.378.147	35.008.871	44.461.266
DPRR tín dụng	(177.573)	(251.752)	(358.409)
Góp vốn đầu tư dài hạn	1.495.608	1.254.261	1.718.528
TSCĐ	1.019.813	1.696.288	2.714.288
TS có khác	1.665.795	2.653.558	3.351.596
Tổng tài sản	64.572.875	68.438.569	89.083.203
Nợ CP và NHNN	750.177	52.161	45.666
Tiền gửi và vay TCTD khác	4.508.977	4.488.354	1.449.435
Tiền gửi khách hàng	44.231.944	46.128.820	57.066.644
Phát hành giấy tờ có giá	5.197.380	7.659.063	17.862.778
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	1.003.293	1.014.462	1.014.886
Tài sản nợ khác	1.531.445	1.337.085	1.290.112
VĐL	4.448.814	5.115.831	6.700.580
Quỹ dự trữ	452.645	796.706	795.111
Lợi nhuận chưa phân phối	1.234.529	984.340	1.364.265
VCSH	7.349.659	7.758.624	10.353.682
Tổng nguồn vốn	64.572.875	68.438.569	89.083.203

Kết quả kinh doanh (tr.VND)

	2007	2008	2009F
Thu nhập lãi thuần	1.151.872	1.146.668	1.901.751
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	193.398	562.349	571.593
Lãi thuần từ KD ngoại hối & vàng	100.815	510.041	533.586
Lãi thuần từ KD chứng khoán	599.873	(1.397)	54.665
Thu nhập từ góp vốn, mua CP	392.089	120.089	164.540
Lãi thuần từ hoạt động khác	3.536	116.209	(17.960)
Thu nhập ngoài lãi	1.289.711	1.307.291	1.306.424
Tổng thu nhập từ HĐKD	2.441.583	2.453.959	3.208.175
Chi phí hoạt động	(741.225)	(1.269.935)	(1.413.895)
Thu nhập trước DPRR	1.700.358	1.184.024	1.794.280
Chi dự phòng rủi ro	(118.387)	(74.097)	(130.642)
Lợi nhuận trước thuế	1.581.971	1.109.927	1.663.638
Lợi nhuận sau thuế	1.397.897	954.753	1.281.682

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản (%)

	2007	2008	2009F
Tăng trưởng Tổng tài sản	160,62	5,99	30,17
Tỷ lệ tăng trưởng VCSH	156,05	5,56	33,45
Tăng trưởng dư nợ ròng	145,94	-1,26	26,89
Tăng trưởng vốn HĐ dân cư	146,64	8,82	39,31
CAR	11,07	12,16	10 - 12
Tỷ lệ nợ xấu	0,24	0,60	< 2,5
Dư nợ ròng/HĐ dân cư	71,21	64,62	58,86
DPRRTD/nợ quá hạn	133,14	74,57	73,81*
ROAA	3,13	1,44	1,63
ROAE	27,36	12,64	14,15
Chênh lệch lãi suất	2,86	2,14	2,26
Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập	30,36	51,75	44,07

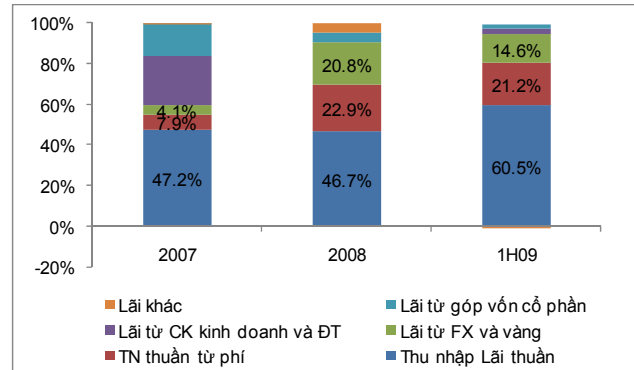
Nguồn: BCTC kiểm toán Sacombank và HBBS, *: 30/06/2009

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

Khả năng sinh lời

Cơ cấu thu nhập thay đổi đáng kể với thu nhập từ lãi chiếm tỷ trọng lớn nhất

Cơ cấu thu nhập



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Sacombank

Sự tăng trưởng mạnh của dư nợ tín dụng và đầu tư vào giấy tờ có giá là 2 hoạt động chính khiến tỷ trọng thu từ lãi của Sacombank tăng mạnh lên 60,5% trong tổng thu nhập. Còn lại là thu nhập từ phí, kinh doanh ngoại tệ & vàng, kinh doanh chứng khoán v.v. Khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán hơn 208 tỷ VND trong 2Q09 đã giúp cho Sacombank bù lỗ từ hoạt động mua – bán chứng khoán trong 1Q09. Lũy kế 2 quý đầu năm, ngân hàng có lãi từ đầu tư chứng khoán là hơn 54,7 tỷ VND.

Khả năng sinh lời được cải thiện nhưng chưa đạt bằng mức trung bình các năm trước

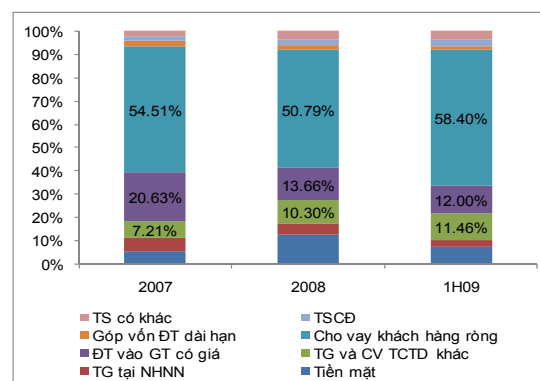
Tới 30/06, lợi nhuận sau thuế của ngân hàng đạt hơn 779 tỷ VND, tương đương 81,6% LNST 2008. ROAA & ROAE của 4 quý gần nhất đạt 1,61% & 15,52% - cải thiện rõ rệt so với mức 1,44% và 12,64% tương ứng của năm 2008. Tuy nhiên, các chỉ số sinh lời này vẫn chưa phục hồi được mức trung bình của giai đoạn 2004-2007, là 2,29% và 20,65%. Sự cải thiện về khả năng sinh lời chủ yếu do mức chênh lệch lãi suất đầu vào – đầu ra đạt cao nhất từ Q1'08 tới nay khi chi phí vốn giảm do giảm tỷ trọng nguồn vốn liên ngân hàng cũng như lãi suất liên ngân hàng, đồng thời cũng phản ánh mặt bằng chung về lãi suất của 2009 thấp hơn 2008.

Tỷ lệ chi phí/ thu nhập giảm mạnh xuống 37,61% trong nửa đầu năm 2009, thấp hơn hẳn so với mức 51,75% của năm 2008 và 40,49% từ 2004 – 2007, thể hiện hiệu quả hoạt động của ngân hàng đang được cải thiện.

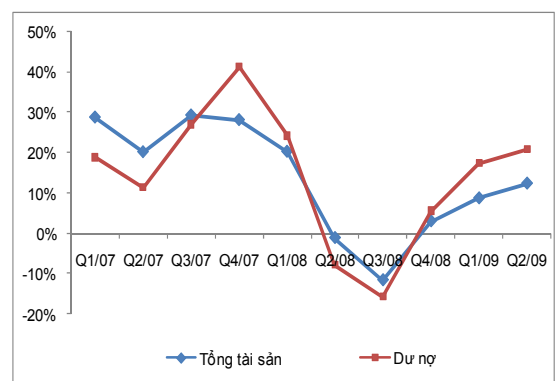
Tăng trưởng tài sản

Tốc độ tăng trưởng nhanh trong đó tín dụng là nguồn tài sản lớn nhất

Cơ cấu tài sản 2007 – 1H09



Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản - dư nợ



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Sacombank

Cấu trúc tài sản có sự điều chỉnh khi Sacombank trở lại tập trung cho hoạt động tín dụng. Tại 30/6/09, dư nợ cho vay ròng chiếm 58,4% tổng tài sản so với mức 50% của đầu 2009. So với đầu 2009, dư nợ ròng đã tăng tới 41,4% trong khi tổng tài sản tăng 22,2%. So với hạn mức tăng trưởng tín dụng do NHNN đề ra cho 2009 là từ 25%-27% thì nhiều khả năng là từ nay tới cuối năm Sacombank phải lo đi thu hồi nợ hơn là phát triển tín dụng. Tuy nhiên, với 62,64% dư nợ có kỳ hạn ngắn thì việc giảm dư nợ sẽ không quá khó khăn.

Với định hướng trở thành ngân hàng bán lẻ, cuối 2008 khoảng 47% dư nợ của Sacombank là cho khách hàng cá nhân. 6 tháng đầu năm, tốc độ tăng cho vay cá nhân của ngành ngân hàng ước đạt 21% và nhiều ý kiến cho rằng, NHNN sẽ thắt chặt hơn tín dụng cá nhân. Nếu vậy thì đây sẽ là một khó khăn sẽ ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của Sacombank khi lãi suất cho vay doanh nghiệp vẫn bị khống chế bởi lãi suất cơ bản.

Mặc dù nợ xấu không được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp hơn bình quân của hệ thống và ngân hàng đã trích lập dự phòng tương đối đầy đủ

Chất lượng tài sản không được cải thiện khi tỷ lệ nợ xấu tới 30/06/2009 là 0,7% - tăng so với mức 0,65% của Q1'09 và 0,6% của Q4'08. Tỷ lệ nợ quá hạn giảm từ 1,15% trong Q1'09 xuống 0,99% vào 31/06 chủ yếu do tăng trưởng tín dụng quá nhanh. Tuy nhiên so với mức nợ xấu trung bình ngành 2,52% NHNN mới công bố gần đây (năm 2008 là 2,17%) thì tỷ lệ này của Sacombank là chấp nhận được.

Tại 30/06, Sacombank đã trích lập hơn 358 tỷ VND dự phòng, tương đương với tỷ lệ 74% nợ quá hạn, thấp hơn so với mức bình quân 82% của các năm 2005 – 2008. Do khả năng phải giảm dư nợ nên có thể Sacombank sẽ không phải trích lập thêm dự phòng rủi ro tín dụng trong nửa cuối 2009.

Tăng cường đầu tư vào chứng khoán nợ

Đầu tư Chứng khoán chiếm 12% tổng tài sản, giảm đáng kể so với tỷ lệ cao nhất 20,63% vào đầu 2008. Số dư đầu tư chứng khoán tăng 7,39% so với cuối 2008, trong đó, chứng khoán nợ chiếm 91,54%, tăng 6,26% (tương đương 544 tỷ VND). Cuối Q2'09, Sacombank đã giảm số dư chứng khoán vốn từ hơn 821 tỷ VND đầu 2009 xuống còn 692 tỷ VND.

Tiếp tục mở rộng mạng lưới và công ty con

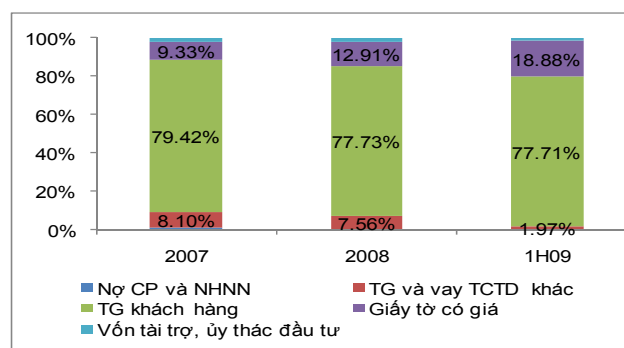
Tài sản cố định tăng 462 tỷ VND (+27,2%) so với cuối năm 2008 và tương đương 45% kế hoạch đầu tư mới (mở rộng mạng lưới, bổ sung thiết bị cho hoạt động thẻ và công nghệ thông tin) cho cả năm là 1.018 tỷ VND. Trong kỳ, Sacombank đã nâng tổng số điểm giao dịch của mình lên 265 điểm, tăng thêm 18 điểm so với năm 2008. Sở hữu mạng lưới chi nhánh rộng là một lợi thế để Sacombank phát triển theo định hướng bán lẻ.

Sacombank cũng có dự định thành lập Công ty tài chính và Công ty thẻ trực thuộc trong năm 2009. Điều này sẽ giúp chuyên môn hóa hoạt động kinh doanh thẻ và phát triển thêm các sản phẩm dịch vụ tài chính cá nhân.

Tăng trưởng nguồn vốn

Tăng cường huy động vốn qua phát hành giấy tờ có giá bằng VND

Cơ cấu nguồn huy động 2007 – 1H09



Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Sacombank

Nguồn tiền gửi dân cư và phát hành giấy tờ có giá chiếm gần 97% tổng huy động của Sacombank, tăng đáng kể so với các quý trước. Tương ứng với sự gia tăng của nguồn tiền này là sự sụt giảm của nguồn vốn liên ngân hàng, với tỷ trọng 1,97% tổng nguồn vốn huy động khi khả năng thanh khoản của ngân hàng được cải thiện hơn và không còn phải phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn liên ngân hàng nữa. Hết Q2'09, nguồn vốn huy động từ dân cư tăng 23,71% so với cuối năm 2008, gấp 1,5 lần mức tăng 16,02% của ngành. Hiện nay lãi suất huy động của STB thấp hơn so với các NHTM cỡ trung bình nhưng cao hơn của ACB và VCB.

Sacombank đã xin phép NHNN được phát hành tối đa 10.000 tỷ VND giấy tờ có giá trong 2009. Với sự chứng lại từ huy động tiết kiệm trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng đóng góp vào tăng trưởng nguồn vốn huy động của Sacombank sẽ phụ thuộc nhiều vào sự thành công của các đợt phát hành giấy tờ có giá.

Vốn chủ sở hữu dự kiến tăng mạnh vào cuối 2009

Năm 2009, Sacombank đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua kế hoạch phát hành tăng vốn điều lệ thêm 31%, tức là đạt 6.701 tỷ VND bao gồm phát hành cổ phiếu thường (15%), phát hành cho cổ đông hiện hữu (15%) và phát hành cho cán bộ công nhân viên (1%) với giá bán bằng mệnh giá. Từ 2/07 – 07/07, Sacombank đã bán toàn bộ hơn 18,26 triệu cổ phiếu quỹ. Chúng tôi ước tính với giá bình quân 34.600 VND/cp, việc bán cổ phiếu quỹ này đã đóng góp thêm 280 tỷ VND vào nguồn vốn của ngân hàng. Cùng với lợi nhuận tạo ra trong năm, việc phát hành thêm cổ phiếu và bán cổ phiếu quỹ sẽ làm tăng tỷ lệ an toàn vốn cho Sacombank.

Triển vọng cuối năm 2009

Môi trường kinh doanh còn nhiều khó khăn

Về trung và dài hạn, các biện pháp hỗ trợ lãi suất sẽ phát huy tác dụng, thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân phát triển, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, việc hỗ trợ lãi suất dẫn tới mối lo ngại về việc doanh nghiệp đảo nợ để hưởng lãi suất thấp hơn, trong khi hiệu quả đầu tư không được cải thiện thì tỷ lệ nợ xấu có thể tăng trong tương lai. Việc tỷ lệ nợ xấu của ngành tăng từ 2,17% cuối năm 2008 lên 2,52% cuối Q209 (tăng 16%, gần bằng tốc độ tăng của dư nợ) càng thể hiện mối quan ngại về chất lượng hoạt động cho vay. Mặc dù chất lượng nợ của Sacombank hiện đang ở mức tương đối tốt so với ngành, tuy nhiên, trong môi trường hoạt động chung, không phải không có lý do khi ngân hàng chủ động đề ra mục tiêu tỷ lệ nợ xấu dưới 2,5% cho năm 2009.

Giữ nguyên lãi suất cơ bản sẽ làm giảm lợi nhuận biên của ngân hàng khi giá vốn đang có xu hướng tăng

Từ đầu 2009 tới nay lãi suất cơ bản vẫn được giữ ổn định ở mức 7% và khó có khả năng tăng đột biến do thanh khoản trên thị trường vẫn đang ổn định và chủ yếu do các doanh nghiệp vẫn cần được tiếp tục hỗ trợ để duy trì và phát triển sản xuất.

Tuy nhiên, khi dư nợ tín dụng tăng mạnh từ tháng 4 và gói kích cầu hỗ trợ lãi vay với nhu cầu vốn trung và dài hạn đã làm các ngân hàng bước vào “cuộc đua” lãi suất huy động, đặc biệt là với các kỳ hạn dài. Do lãi suất huy động của các ngân hàng đang tăng dần, đặc biệt từ cuối tháng 5 vì vậy lợi nhuận biên sẽ giảm. Cuối tháng 7/09, lãi suất huy động của khối NHTMCP trung bình là 8,6%/năm so với mức 7,95% cuối tháng 4 trong khi mặt bằng chung lãi suất cho vay vẫn là 10 – 10,5%/năm.

Biến động tỷ giá VND/USD cũng gây khó khăn cho hoạt động của ngân hàng

Bên cạnh đó việc tỷ giá VND/USD liên tục gia tăng so với đồng VND cũng đang tạo ra nhiều khó khăn cho hoạt động của ngân hàng. Trong 6 tháng đầu năm 2009, tỷ giá USD đã tăng 5,3% so với tháng 12/2008. Thực tế các ngân hàng luôn trong tình trạng thừa ngoại tệ cho vay nhưng thiếu ngoại tệ để bán khiến cho tỷ giá mua – bán yết gần như luôn bằng nhau, điều này sẽ làm tác động không nhỏ tới nguồn thu nhập của ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng thực hiện nhiều dịch vụ thanh toán xuất nhập khẩu như Sacombank. Tiền gửi ngoại tệ luôn chiếm 15% nguồn huy động dân cư và phát hành giấy tờ có giá của Sacombank trong khi tỷ lệ cho vay ngoại tệ đang giảm dần từ 23% cuối 2007 xuống 12% hiện nay.

Nhưng STB vẫn có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận

Sacombank đã có một nửa năm 2009 phát triển khá nhanh, và đúng định hướng ngân hàng đề ra từ đầu năm tuy nhiên việc NHNN giảm tỷ lệ tăng trưởng tín dụng xuống 25 – 27% sẽ

khiến Sacombank buộc phải thu hẹp cho vay, do đó làm ảnh hưởng tới quy mô và cấu trúc tài sản của ngân hàng, tỷ trọng dư nợ trên tổng tài sản giảm xuống thay vào đó là sự gia tăng của các khoản đầu tư. Ngoài ra giá vốn đang có xu hướng tăng trong khi lãi suất đầu ra khó mà cải thiện được sẽ làm cho kết quả kinh doanh của 6 tháng cuối năm sẽ kém xa so với đầu năm. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng STB vẫn có khả năng đạt được kế hoạch về lợi nhuận năm 2009 do nửa đầu năm đã đạt được 63% kế hoạch.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng các phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu Sacombank.

Theo P/EBPP

Các ngân hàng có mức trích dự phòng rất khác nhau và điều này ảnh hưởng rất lớn đến Lợi nhuận sau thuế, đặc biệt là năm đặc biệt như 2008. Do vậy, để đảm bảo việc so sánh được đầy đủ hơn, chúng tôi so sánh giá của các ngân hàng trên Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro

VND/cp	VCB	CTG	ACB	Techcombank	Eximbank	MB	BQ
P (06/08/2009)	57.000	39.500	45.200	38.500	27.500	30.500	
EBPPS	5.131	3.320	4.167	6.534	1.786	3.184	
P/E	11,11	11,90	10,85	5,89	15,40	9,58	10,79

Theo P/E

VND/cp	VCB	CTG	ACB	Techcombank	Eximbank	MB	BQ
EPS	2.083	2.339	3.478	3.248	985	2.069	
P/E	27,37	16,89	13,00	11,85	27,92	14,74	18,63

Theo P/B

VND/cp	VCB	CTG	ACB	Techcombank	Eximbank	MB	BQ
BVPS	11.481	10.963	12.219	15.446	17.790	13.755	
P/B	4,96	3,60	3,70	2,49	1,55	2,22	3,09

Tổng hợp các phương pháp

Sacombank có thương hiệu tốt, quy mô lớn, mạng lưới chi nhánh rộng, chiến lược hoạt động rõ ràng và thích ứng nhanh với những biến động của thị trường. Tuy nhiên những biến động kinh tế vĩ mô năm 2008 đã có ảnh hưởng lớn tới ngân hàng, thể hiện qua khả năng sinh lời sụt giảm mạnh. Đầu năm 2009 hoạt động của ngân hàng đã được cải thiện hơn, nhưng khả năng sinh lời vẫn chưa bắt kịp tốc độ tăng của tài sản cũng như nguồn vốn và ngân hàng cũng chưa khai thác được hết lợi thế để phát triển các dịch vụ bán lẻ.

Do vậy, chúng tôi cho rằng Ngân hàng xứng đáng được giao dịch với mức PE, PB cao hơn 5% so với trung bình của thị trường.

	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị
P/EBP	28.893	20%	5.779
P/E	35.635	30%	10.691
P/B	47.746	50%	23.873
			40.343
Premium			5%
Giá cổ phiếu (VND/cp)			42.300

PHÒNG PHÂN TÍCH**Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội****Tầng 4B - 2C Vạn Phúc – Kim Mã – Ba Đình – Hà Nội****Tel: (+84) 04.3.726.2275 - Fax: (+84) 04.3.726.2305****Đỗ Hồng Điệp**

Số máy lẻ: 132

Email: diepdh@hbbs.com.vn**Nguyễn Thị Hoàng Mai**

Số máy lẻ: 131

Email: mainth@hbbs.com.vn**Phạm Tùng Lâm**

Số máy lẻ: 164

Email: lampt@hbbs.com.vn**Đào Thị Thu Hằng**

Số máy lẻ: 146

Email: hanguydt@hbbs.com.vn**Đặng Thị Mỹ Phương**

Số máy lẻ: 132

Email: phuongdtm@hbbs.com.vn**Nguyễn Thị Ngọc Lan**

Số máy lẻ: 130

Email: lanntn@hbbs.com.vn**Nguyễn Thị Ngọc Huyền**

Số máy lẻ: 131

Email: huyenntn@hbbs.com.vn**Vũ Thị Quỳnh Trang**

Số máy lẻ: 140

Email: trangvtq@hbbs.com.vn**ĐIỀU KHOẢN MIỄN TRỪ**

Tài liệu này do Công ty Chứng Khoán Habubank ("Habubank Securities"), một công ty con trực thuộc Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội - Habubank phát hành. Các nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở các thông tin tin cậy, nhưng chúng tôi không có bất cứ cam kết hay đảm bảo gì đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các thông tin trong nghiên cứu này. Các quan điểm mà chúng tôi đưa ra có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tài liệu này được phục vụ mục đích lưu hành rộng rãi. Tất cả các khuyến nghị đưa ra trong tài liệu này đều không nhằm phục vụ các mục tiêu đầu tư cụ thể, hay nhu cầu riêng của bất kỳ người đọc cụ thể nào. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, không nhằm thay đổi quyết định của người đọc. Các nhà đầu tư nên được tư vấn về tài chính và pháp luật để ra các quyết định đầu tư. Habubank Securities không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại trực tiếp hay gián tiếp phát sinh từ việc sử dụng hoặc liên quan đến tài liệu này theo bất cứ hình thức nào. Tài liệu này không phải là một lời đề nghị hay mời gọi mua bán bất cứ loại chứng khoán nào. Bất kỳ ai muốn biết thêm thông tin, kể cả việc làm rõ bất cứ chi tiết nào trong điều khoản miễn trừ này, hoặc muốn thực hiện giao dịch đối với bất cứ loại chứng khoán nào đã được đề cập trong tài liệu này vui lòng liên hệ với Habubank Securities để được phục vụ.

Tài liệu này là tài liệu bản quyền tác giả của Habubank Securities. Mọi sao chép trích dẫn thông tin phân tích trong tài liệu này phải trích dẫn nguồn từ Công ty Chứng Khoán Habubank.