

## Báo cáo phân tích

**Ngày 8/9/2009**



## **Ngân hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội** **SHB – HNX**

### Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Ngân hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội
Tên viết tắt:	Sai Gon Ha Noi Bank
Tên quốc tế:	Saigon – Hanoi Commercial Joint Stock Bank
Mã chứng khoán:	SHB
Trụ sở chính:	77 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà
Điện thoại:	04 3942 3388
Fax:	04 3941 0944
Email:	<a href="mailto:contact@shb.com.vn">contact@shb.com.vn</a>
Website:	<a href="http://www.shb.com.vn">www.shb.com.vn</a>

### MỤC LỤC

### Trang

Tóm tắt báo cáo	1
Giới thiệu doanh nghiệp	2
Đánh giá hiệu quả hoạt động	3
Phân tích SWOT	8
Nhận định đầu tư	9

### Các mốc sự kiện chính

13/11/1993	Thành lập NHTMCP Nông thôn Mới
20/01/2006	Chuyển đổi mô hình hoạt động sang NHTMCP Đô thị
11/09/2006	Đổi tên thành NHTMCP Sài Gòn – Hà Nội
14/8/2008	Tăng vốn lên 2,000 tỷ đồng
20/4/2009	Chính thức giao dịch trên HNX



## Biểu đồ giá cổ phiếu SHB trong vòng 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu (04/09/2009)

MCK: SHB

Sàn giao dịch: HNX

Giá cổ phiếu: 30,600 VNĐ

Tổng KL niêm yết: 200,000,000 CP

KL đang lưu hành: 200,000,000 CP

Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 6,113 tỷ VNĐ

Giá cao nhất trong 52 tuần: 40,000 VNĐ

Giá thấp nhất trong 52 tuần: 14,400 VNĐ

Thay đổi giá trong 3 tháng: -3.47%

Thay đổi giá trong 6 tháng: -

Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày:

Số lượng được phép sở hữu: 98,000,000 CP

Nước ngoài được phép sở hữu: 49%

Tỷ lệ trả cổ tức năm 2008: 3%

## Lĩnh vực kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của SHB là huy động vốn, tiếp nhận vốn trong nước, cho vay, hùn vốn liên doanh, dịch vụ thanh toán, huy động vốn ngắn hạn, trung hạn, dài hạn của tổ chức dân cư dưới hình thức tiền gửi có kỳ hạn, không kỳ hạn; chứng chỉ tiền gửi, vay vốn của các tổ chức tín dụng khác; cho vay ngắn hạn, trung hạn và dài hạn; chiết khấu thương phiếu, trái phiếu và các giấy tờ có giá khác; hùn vốn liên doanh; kinh doanh ngoại tệ, vàng bạc, thanh toán quốc tế...

## Ngân hàng – tài chính

## Ngân Hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội

### Nhận định đầu tư

*Ngành ngân hàng tài chính là ngành khá nhạy cảm với các diễn biến trong nền kinh tế. Khi mà thị trường vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục hoàn toàn, nguy cơ nền kinh tế có thể quay trở lại thời kỳ suy thoái vẫn còn. Do đó, SHB cũng không tránh khỏi những tác động từ thị trường. Đặc biệt là biến động của lãi suất sẽ tác động trực tiếp lên việc huy động vốn cũng như việc tài trợ tín dụng của ngân hàng.*

*Nguồn thu nhập của SHB vẫn chủ yếu là nguồn thu nhập từ lãi. Các nguồn thu từ các hoạt động sản phẩm dịch vụ khác vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng nguồn thu. Tuy không được sự hậu thuẫn của các tập đoàn kinh tế lớn hay của nhà nước, nhưng SHB lại được đảm bảo sự hoạt động khá ổn định khi đã ký kết hợp tác toàn diện lâu dài với hai tập đoàn lớn của Việt Nam. Đó là Tập đoàn Công nghiệp Than—Khoáng Sản Việt Nam và Tập đoàn công nghiệp Cao su Việt Nam. SHB sẽ cho vay ngắn hạn, trung hạn và dài hạn đối với các công ty thành viên cũng như các dự án của hai tập đoàn này.*

*Để có thể đưa ra được mức giá chung nhất cho cổ phiếu SHB tùy thuộc vào việc đánh giá mức độ tin cậy của các phương pháp, tuy nhiên với quan điểm của chúng tôi đánh giá các phương pháp là như nhau, do đó mức giá hợp lý của cổ phiếu SHB là 25,800 VNĐ.*

*Với mức giá hiện tại 29,900 VNĐ vào ngày 7/9/2009 và đang được điều chỉnh giảm thì SHB đang tiến về mức giá hợp lý. Thời điểm điều chỉnh sắp tới là thời điểm nhà đầu tư nên xem xét mua vào ở mức giá thấp hơn mức giá hợp lý (20,000 -25,000 VNĐ).*

### Một số chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
EPS	141.07	634.45	973.85
ROA	0.53%	1.03%	1.35%
ROE	1.38%	5.82%	8.59%
VCSH/ Tổng tài sản	38.68%	17.61%	15.76%
LNST/ Tài sản sinh lời	0.60%	1.30%	2.07%
Thu lãi/ LNST	382.81%	70.50%	82.56%
Thu từ hoạt động dịch vụ/LNST	-1.52%	0.76%	3.81%
Chứng khoán kinh doanh/ Tổng VCSH	0.00%	0.42%	21.20%
Chứng khoán đầu tư/ Tổng VCSH	0.60%	17.56%	86.27%
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	133.56%	148.86%	65.49%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động(LDR)	61.31%	41.97%	52.91%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	94.16%	86.26%	88.32%
Thu lãi/Tổng tài sản sinh lãi (NIM)	2.30%	0.92%	1.71%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	39.89%	17.08%	14.30%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	6.08%	28.25%	20.14%

## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

### Cơ cấu cổ đông (15/3/2008)

Số lượng nắm giữ	Tỷ lệ
Nhà nước	60,000,000 CP 30%
Nước ngoài	0 CP 0 %
Khác	140,000,000 CP 70%

### Khái quát về doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Sài Gòn—Hà Nội có tên giao dịch quốc tế là SaHaBank, sau 16 năm hình thành và phát triển đến nay đã trở thành một trong những ngân hàng có tiếng trên cả nước. Với các sản phẩm dịch vụ tiền gửi, cho vay, bảo lãnh, chuyển tiền, dịch vụ thẻ... ngân hàng đã ngày một tạo nên uy tín cũng như thương hiệu cho mình trên thị trường. Hiện nay vốn điều lệ của SHB đạt 2,000 tỷ đồng, tương đương 125 triệu USD và không có một tổ chức nước ngoài nào nắm giữ cổ phần trong ngân hàng.

### Tỷ lệ sở hữu trong HĐQT, BGD, BKS

Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ sở hữu (CP)	Trình độ chuyên môn
Đỗ Quang Hiến	Chủ tịch HĐQT	14,004,962	Kỹ sư vật lý vô tuyến
Nguyễn Văn Lê	UV HĐQT – TGD	897,499	Thạc sĩ kinh tế TC-NH
Phan Huy Chí	UV HĐQT	1,635,980	Thạc sĩ Luật kinh tế
Trần Ngọc Linh	UV HĐQT	1,431,508	Quản trị TC-NH
Bùi Tín Nghị	Phó TGD	32,390	Tiến sĩ kinh tế TC-NH
Đàm Ngọc Bích	Trưởng BKS	98,672	Cử nhân kế toán và QTKD

Theo sự tìm hiểu của chúng tôi về SHB thì SHB không có nhiều tin tức về chiến lược kinh doanh và hoạt động trong thời gian tới. SHB mới chỉ định hướng thị trường mục tiêu mà SHB nhắm tới, nhưng không có chiến lược cụ thể như tung ra sản phẩm nào cho phù hợp với đối tượng khách hàng mục tiêu, dự định chiếm lĩnh bao nhiêu phần trăm thị phần trong những mảng dịch vụ nào? Tình hình tài chính công ty đưa ra khá đều đặn nhưng không chi tiết và cụ thể. Do đó, chúng tôi không có nhiều nhận định cũng như đánh giá xác đáng về tình hình hoạt động của ngân hàng. Với những chiến lược chưa cụ thể và rõ ràng việc đánh giá của chúng tôi mới dừng lại ở việc nhìn nhận thông qua các con số tài chính mà chưa đi tìm hiểu sâu được nguyên nhân tại sao?

### Sản phẩm chính:

SHB cũng như các ngân hàng khác, tập trung cung cấp các loại sản phẩm dịch vụ lên hai đối tượng khách hàng là cá nhân và doanh nghiệp. Mặc dù 2 đối tượng này khác nhau nhưng một số sản phẩm dịch vụ chính của SHB vẫn cung cấp được cho cả hai đối tượng này. Cụ thể, sản phẩm của SHB bao gồm sản phẩm tiền gửi, sản phẩm cho vay, dịch vụ chuyển tiền, sản phẩm bảo lãnh, dịch vụ thẻ, dịch vụ thanh toán...

### Thị trường tiêu thụ:

Thị trường khách hàng mà SHB nhắm tới chủ yếu tập trung vào các đối tượng khách hàng là doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm 90% tổng số các doanh nghiệp Việt Nam, hoạt động trong các lĩnh vực:

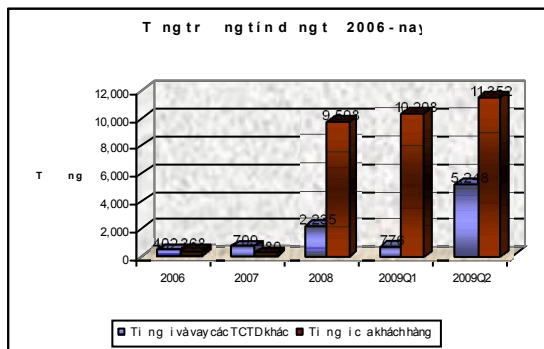
- Sản xuất, xuất nhập khẩu hàng thủ công mỹ nghệ
- Sản xuất, xuất nhập khẩu hàng may mặc, đồ da
- Sản xuất, xuất nhập khẩu hàng gia dụng, dân dụng, nội thất
- Sản xuất, xuất nhập khẩu hàng điện tử, viễn thông
- Sản xuất, xuất nhập khẩu hàng nông sản thực phẩm, thủy sản
- Sản xuất, gia công phần mềm công nghệ cao...

*Thu nhập lãi tiền gửi và cho vay khách hàng của SHB chiếm 61.69% tổng doanh thu trong quý II năm 2009*

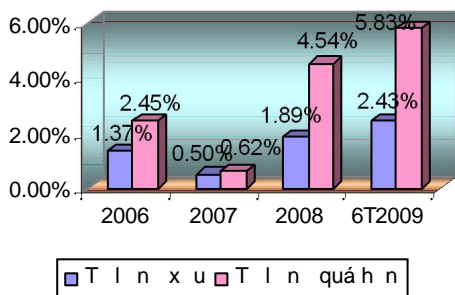
*Với sức bền và nhiệt huyết của một ngân hàng trẻ, SHB dần tạo được vị trí trên thị trường*

**Cơ cấu thu nhập:** Như mọi ngân hàng thương mại cổ phần khác, hai sản phẩm chủ đạo của SHB là sản phẩm tiền gửi từ các cá nhân, tổ chức nhằm huy động vốn cho ngân hàng và sản phẩm cho vay. Đặc điểm khác biệt của ngành ngân hàng chính là sản phẩm không mang tính hiện hữu giống như các doanh nghiệp sản xuất khác, mà là sản phẩm dịch vụ. Do đó, khó có thể tính toán được giá trị của sản phẩm nào góp phần tạo nhiều doanh thu cho ngân hàng hơn giữa hai sản phẩm dịch vụ nhận tiền gửi và cho vay. Xét trong quý II năm 2009 thì thu nhập lãi từ hai sản phẩm này đạt hơn 508 tỷ đồng, chiếm 71.23% tổng thu nhập từ lãi và các khoản thu từ hoạt động tín dụng; và cũng chiếm 61.69% tổng thu nhập của SHB.

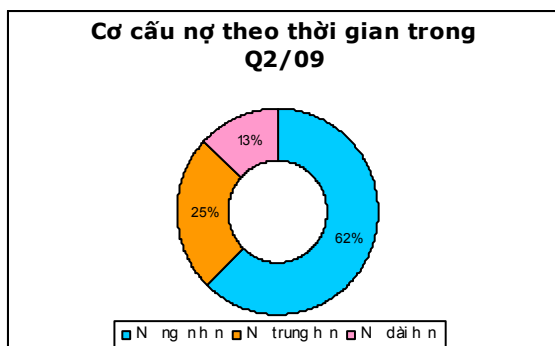
## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP



Nhờ chính sách hỗ trợ lãi suất 4% việc huy động vốn của SHB không ngừng tăng trưởng qua các năm. SHB vươn lên vào nhóm ngân hàng cấp 2 với tổng tài sản hơn 19,222 tỷ đồng.



Tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng của quý II/2009 tăng 20.4% so với quý I/2009. Cho vay khách hàng cá nhân, tổ chức trong nước chiếm 99.85% dư nợ tín dụng



### Huy động tiền gửi

Tốc độ tăng trưởng tín dụng của SHB không ngừng tăng lên qua các năm. Năm 2009, nhờ chính sách kích cầu hỗ trợ lãi suất (HTLS) 4% của Chính phủ bắt đầu đi vào nền kinh tế từ tháng 2/2009 đã góp phần làm tăng tín dụng cho SHB. Chỉ trong quý II, số tiền mà SHB huy động được từ trong dân cư đạt 11,352 tỷ đồng, tăng 11.21% so với quý I/2009. Tiền gửi từ các tổ chức tín dụng khác tăng mạnh đột biến, tăng 576.37% so với quý I, đạt mức 5,248 tỷ đồng trong khi quý I chỉ huy động được từ các tổ chức này là 776 tỷ đồng.

Trong năm 2008, SHB được xét vào diện nhóm ngân hàng cấp 3 với tổng tài sản đạt hơn 14,381 tỷ đồng, đứng ở vị trí thứ nhất trong nhóm này. Tuy nhiên, với nỗ lực không ngừng, trong quý II/2009 SHB đã vươn lên và lọt vào nhóm ngân hàng cấp 2 với tổng tài sản đạt trên 19,222 tỷ đồng.

Song so với quy mô của các ngân hàng đã niêm yết như ACB, CTG, VCB, STB thì SHB có một quy mô vốn khiêm tốn, đứng vị trí cuối cùng xét về quy mô tổng tài sản.

### Chất lượng tín dụng

Dư nợ tín dụng liên tục tăng nhanh, so với quý I thì quý II dư nợ tín dụng đã tăng 20.4%, tỷ lệ dư nợ tín dụng trên tổng vốn huy động được (LDR) là 42.46%, tỷ lệ này thấp hơn quý I ở mức 53.22% khi gói kích cầu mới đưa vào sử dụng và được nhiều doanh nghiệp hưởng ứng tích cực để củng cố hoạt động sản xuất kinh doanh.

Để ý rằng, khách hàng doanh nghiệp của SHB chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, xuất nhập khẩu các mặt hàng may mặc, đồ da, thủ công mỹ nghệ, điện tử viễn thông... là những lĩnh vực mà doanh nghiệp Việt Nam có ưu thế và cũng đóng góp tỷ trọng không nhỏ vào GDP. Do đó, việc duy trì hoạt động của các doanh nghiệp này thoát khỏi khủng hoảng là một điều cần thiết. Tại ngày 30/6, SHB đã cho các tổ chức kinh tế cá nhân trong nước vay trên 7,093 tỷ đồng, chiếm 99.85% dư nợ tín dụng. Trong đó, nợ đủ tiêu chuẩn đạt 94.17%, nợ cần chú ý là 3.4% và nợ nhóm 3-5 chiếm 2.43%. Sở dĩ các khoản nợ từ nhóm 3-5 tăng hơn so với quý I là do nhiều doanh nghiệp làm ăn không hiệu quả, khả năng thanh toán kém, nguy cơ phá sản cao. Chính vì thế mà SHB đã trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trong quý II là 29.36 tỷ đồng.

Xét theo phương diện thời gian, thì nợ ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu dư nợ khi chiếm 62.27% trong quý II/2009 chủ yếu từ các khách hàng trong nước. Cả 3 khoản nợ ngắn, trung và dài hạn đều được đẩy cao trong quý II khi thị trường dần hồi phục trở lại, nhiều ngành như vật liệu xây dựng cơ bản, bất động sản... được khôi phục trở lại. Cộng thêm chính sách HTLS của chính phủ nên nhiều doanh nghiệp đã huy động vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh thông qua kênh ngân hàng. Dù cả 3 khoản mục nợ này đều tăng nhưng mức độ tăng không đáng kể. Cho thấy, khách hàng của SHB vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ, lượng khách hàng không tăng lên nhưng nhu cầu vốn thì lại cao, thúc đẩy việc tăng trưởng dư nợ tín dụng của SHB lên 7,104 tỷ đồng trong quý II.

Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tổng tiền gửi khách hàng chiếm 57.4% trong quý I và tăng lên 62.14% trong quý II. Điều này cho thấy, hoạt động HTLS đã phát huy hiệu quả.

## Đánh giá chỉ tiêu tài chính

### Vốn điều lệ và tổng tài sản không ngừng gia tăng

Chỉ trong vòng chưa đầy 5 năm, vốn điều lệ của SHB đã tăng lên một cách nhanh chóng, tăng gần gấp 3 lần, từ hơn 70 tỷ đồng trong năm 2004 lên đến 2,000 tỷ đồng trong năm 2008. Do yêu cầu từ phía NHNN buộc các ngân hàng phải có vốn điều lệ tối thiểu là 1,000 tỷ đồng, nên trong năm 2007 SHB đã phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 2,000 tỷ đồng.

### Một số chỉ tiêu so sánh giữa SHB và các ngân hàng cùng cấp

Chỉ tiêu	SHB	OCB	VIB	HBB	VPB*
Tổng tài sản	19,222	9,791	35,876	27,811	20,236
Vốn điều lệ	2,000	1,474	2,200	2,800	2,117
Tổng huy động vốn	16,865	8,170	23,158	21,982	16,007
Dư nợ tín dụng	7,053	8,326	19,000	-	13,665

(\*): thời điểm 30/5/2009

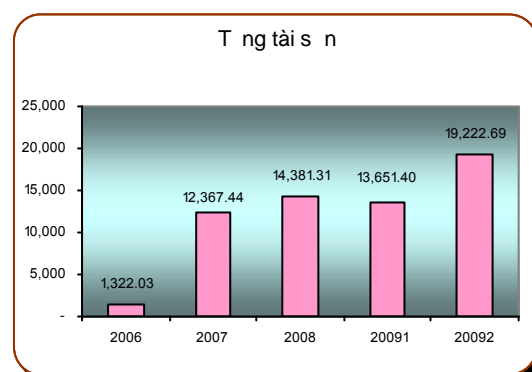
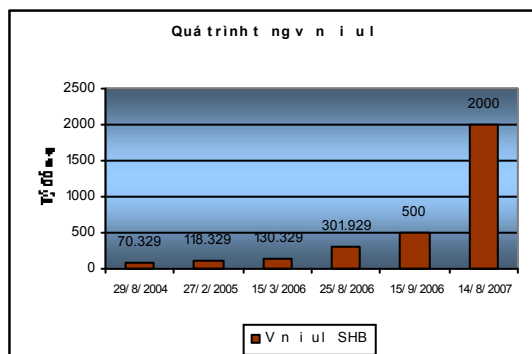
Từ năm 2006 đến quý II/2009, tổng tài sản của SHB có bước tăng trưởng mạnh. Năm 2007 tổng tài sản của SHB đã tăng 835.49% lên 12,367.44 tỷ đồng so với mức 1,322 tỷ đồng của năm 2006. Xét SHB với một số ngân hàng trong cùng nhóm cấp 2 thì vốn điều lệ và tổng tài sản của SHB ở vị trí thấp nhất sau SCB, EAB, VIB, HBB, Seabank. Nhưng không vì thế mà đánh giá thấp SHB do SHB trước đó thuộc nhóm ngân hàng cấp 3, vừa gia nhập vào nhóm cấp 2. Nguyên nhân chính là sự tăng trưởng vượt bậc của việc huy động TGKH, tiền gửi tổ chức tín dụng trong Q2/2009.

### Khả năng thanh khoản

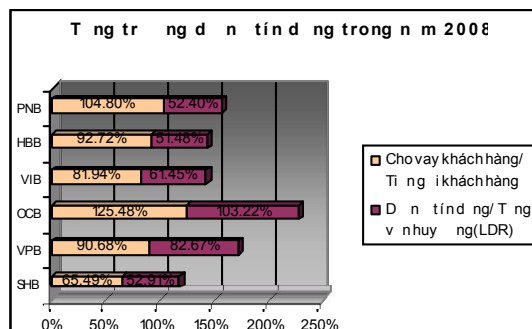
Tính lỏng của SHB là khá tốt so với các ngân hàng có cùng quy mô tương đương như VPbank, OCB (Ngân hàng phương Đông), VIB, Habubank, PNB (ngân hàng Phương Nam) khi tỷ lệ dư nợ tín dụng trên tổng vốn huy động (LDR) của SHB ở mức 52.91%, thấp hơn nhiều so với LDR của VPBank là 82.67% và OCB là 103.22%. Trong năm 2008 tình hình kinh tế gặp nhiều khó khăn, nhiều ngân hàng cũng hạn chế việc cho vay liên ngân hàng dẫn đến huy động từ interbank của SHB cũng giảm. Lãi suất cơ bản hiện nay vẫn được NHNN duy trì tháng thứ 8 liên tiếp ở mức 7%/năm khiến cuộc chạy đua lãi suất giữa các NHTM vẫn chưa dừng lại. Hiện nay lãi suất huy động VND của SHB đã lên tới 9.7%/năm.

Hệ số LDR giảm từ 53.22% trong quý I xuống 42.46% trong quý II là do Ngân hàng đã huy động được 5,247 tỷ đồng tiền gửi từ các TCTD, tăng 576.37% so với huy động từ quý I, tiền gửi của khách hàng tăng lên không đáng kể, trong đó TGKH có kỳ hạn vẫn có tỷ trọng lớn nhất. Công ty vẫn duy trì danh mục chứng khoán kinh doanh với việc đầu tư vào trái phiếu chính phủ hơn 170 tỷ và chứng khoán nợ do các TCTD phát hành là 304.49 tỷ đồng. Dự báo thị trường chứng khoán dần ổn định, nên ngân hàng cũng rút bớt khoản dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh xuống 9.77 tỷ đồng, giảm 30.25% so với quý I/2009.

Hiện tại, SHB đang đầu tư góp vốn dài hạn tại 11 đơn vị với tổng trị giá đạt 497.709 tỷ đồng. Trong đó nắm giữ trên 10% cổ phần tại 6 công ty như CTCP quản lý quỹ Sài Gòn—Hà Nội; CTCP bảo hiểm SHB -Vinacomin; CTCP đầu tư xây dựng Lilama SHB...

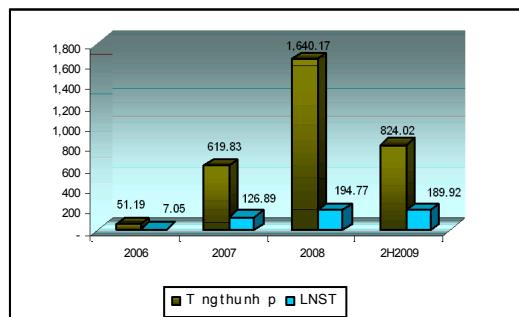


Tính thanh khoản của SHB đứng thứ 3 trong nhóm ngân hàng có cùng quy mô nhờ việc huy động tiền gửi tăng cao.

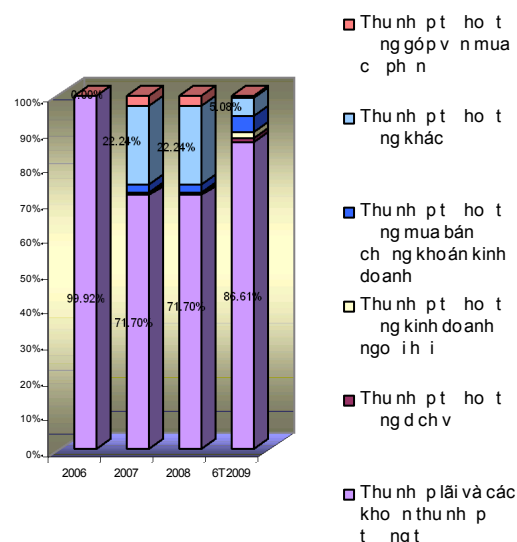


## Đánh giá chỉ tiêu tài chính

### Tăng trưởng thu nhập, LNST



*Dù gặp nhiều khó khăn trong năm 2008, SHB vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cả về thu nhập và LNST.*



Mặc dù SHB có khá nhiều sản phẩm dịch vụ song nguồn thu nhập chủ yếu vẫn là từ lãi tiền gửi. Nhiều sản phẩm dịch vụ khác của SHB hoạt động vẫn còn kém hiệu quả. Song thu nhập của SHB vẫn tăng trưởng đều đặn hàng năm. Năm 2007 là năm tăng trưởng tốt của cả nền kinh tế Việt Nam, lãi suất giữ ổn định ở mức 8.25%/năm. Sang năm 2008, tăng trưởng tín dụng quá nóng, các ngân hàng chạy đua lãi suất có lúc lên tới 21%/năm. NHNN phải điều chỉnh lãi suất cơ bản liên tục từ 8.75% lên 14% rồi khi lạm phát tăng cao bùng nổ cùng với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cuối năm 2008, nền kinh tế Việt Nam rơi vào suy thoái, NHNN tiếp tục điều chỉnh lãi suất xuống 13%, 12%, 11%, 10%, 8.5% và hiện nay là 7%/năm—mức này đã được giữ nguyên 8 tháng liên tiếp, nhằm mục đích kiềm chế lạm phát, thắt chặt tín dụng. Với cuộc chạy đua lãi suất những tháng cuối năm 2008 góp phần tạo nên tổng thu nhập của toàn hệ thống đạt 1,640.17 tỷ đồng, tăng gấp 2.6 lần so với năm 2007, lợi nhuận sau thuế đạt 194.77 tỷ đồng.

Bước sang năm 2009, nhờ gói kích cầu của chính phủ, mà trực tiếp là gói hỗ trợ lãi suất 4% trong khối ngân hàng đã giúp tín dụng tăng trưởng trở lại. Tuy nhiên để kiềm chế lạm phát có thể tăng trở lại, chính phủ đề ra mục tiêu kiềm chế tăng trưởng tín dụng trong năm nay ở mức 25-27% thay vì 30% như mục tiêu lúc đầu. Nhờ đó, SHB nhanh chóng thực thi chính sách này ra ngoài nền kinh tế, các doanh nghiệp khi vay vốn được hỗ trợ 4%/năm từ phía ngân hàng. Vì vậy chỉ trong 6 tháng hoạt động đầu năm, tổng thu nhập của SHB đã đạt 824.02 tỷ đồng, bằng 50.24% kết quả thực hiện của cả năm 2008, lợi nhuận sau thuế đạt 189.92 tỷ đồng, bằng 97.5% lợi nhuận sau thuế của cả năm 2008.

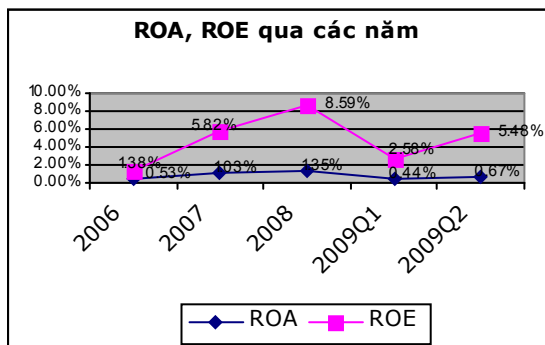
Chứng khoán kinh doanh của SHB tập trung vào 2 loại chứng khoán nợ và chứng khoán vốn. Chứng khoán nợ SHB đầu tư chủ yếu vào các trái phiếu của các tổ chức tín dụng phát hành trong nước, tỷ lệ này gần gấp đôi việc SHB đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Do chúng tôi không có đủ thông tin về danh mục đầu tư và chứng khoán kinh doanh của SHB nên không thể đưa ra được con số cũng như những đánh giá chính xác về tình hình kinh doanh chứng khoán của SHB.

Song có thể nhận xét sơ bộ thông qua diễn biến kinh tế vĩ mô khi thị trường chứng khoán từ đáy đi lên, và dần ổn định trong quý II, có lúc thị trường tăng trưởng quá nóng lên 512 điểm. Nhờ đó mà thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh của SHB đạt con số 36.755 tỷ đồng. Dựa vào thông số trong BCTC quý I của SHB, chúng tôi nhận định SHB có một chiến lược khá tốt khi mua chứng khoán vào thời điểm thị trường chìm nhất, và đánh giá thị trường không thể giảm sâu được nữa, bỏ ra chi phí khá lớn để đầu tư nhưng vẫn nằm trong kiểm soát khi chứng khoán kinh doanh chiếm 20.59% tổng vốn chủ sở hữu, chờ thời cơ khi thị trường phục hồi để kinh doanh.

Tổng tài sản sinh lãi của SHB liên tục tăng qua các năm, chỉ riêng quý II/2009, tổng tài sản sinh lãi đã tăng 69.62% so với quý I và 51.31% so với cả năm 2008. Hiện nay SHB triển khai khá nhiều các loại hình dịch vụ phục vụ quý khách hàng và được khách hàng hưởng ứng như SHB phonebanking, ezpay - dịch vụ thanh toán trực tuyến. Vì vậy, thu nhập từ hoạt động dịch vụ đã tăng lên, chiếm 2.64% lợi nhuận sau thuế quý II, thay vì 0.42% trong quý I/2009. Tuy nhiên, nếu so sánh với các ngân hàng VPB, OCB, HBB, PNB... thì sản phẩm dịch vụ của SHB vẫn chiếm tỷ lệ nhỏ trong LNST, và không hiệu quả bằng các ngân hàng này. Năm 2008, trong khi thu nhập từ hoạt động dịch vụ của SHB chỉ chiếm 3.24% LNST thì tỷ lệ này ở VPB là 24.04%, VIB là 64.66%, HBB là 34.72%, OCB là 13.12% và PNB là 11.88%.

## Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

**ROA, ROE qua các năm**



Mặc dù thu nhập từ các hoạt động dịch vụ khác của SHB có tăng song không hiệu quả như các ngân hàng nhóm 2.

### Hiệu quả hoạt động

Chỉ tiêu ROE của SHB trong năm 2008 tăng mạnh lên 8.59%, ngân hàng đã có một năm kinh doanh hiệu quả trên nguồn vốn chủ sở hữu. Hoạt động của SHB trong quý II cũng tốt hơn quý I với tỷ lệ ROE ở mức 5.48% do ngân hàng đã có được khoản chênh lệch từ tỷ giá hối đoái là 8.263 tỷ đồng. Ngân hàng cũng chi ra hơn 2.605 tỷ đồng để mua cổ phiếu quỹ. ROA có xu hướng tăng trong những năm gần đây chứng tỏ hiệu quả quản lý tài sản của SHB khá tốt. Quý II ngoài những thông tin tốt hỗ trợ như lãi suất cơ bản vẫn giữ nguyên ở mức 7%, CPI giảm, GDP tăng 3.9%... Góp phần tạo nên một kết quả kinh doanh tốt cho SHB thì nội lực kinh doanh quản lý của SHB cũng đáng được nhắc đến.

Liên tục qua các năm 2006-2008, ROA và ROE của SHB tăng mạnh. ROE năm 2006 chỉ đạt 1.38% đã tăng lên 5.82% trong 2007 và 8.59% trong năm 2008. Điều này cho thấy hiệu quả sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu của SHB là cực tốt, và chủ yếu là tổng tài sản không ngừng tăng lên so với nguồn vốn chủ sở hữu, hoạt động tín dụng của SHB phát triển mạnh. Tỷ lệ này trong năm 2006 là 258.56%, sang năm 2007 là 567.73% (tăng gần gấp đôi), năm 2008 đạt 634.47%.

Hiệu quả sinh lời trên tổng tài sản của SHB khá tốt so với các ngân hàng có cùng quy mô tương đương, chỉ đứng sau Habubank khi ROA ở mức 1.35%. Tương tự, ROE đạt mức 8.59% là một mức khá cao so với các ngân hàng khác, khi một đồng vốn chủ bỏ ra thu về 8.59 đồng lợi nhuận sau thuế.

### ROA, ROE so với các ngân hàng cùng quy mô tương đương

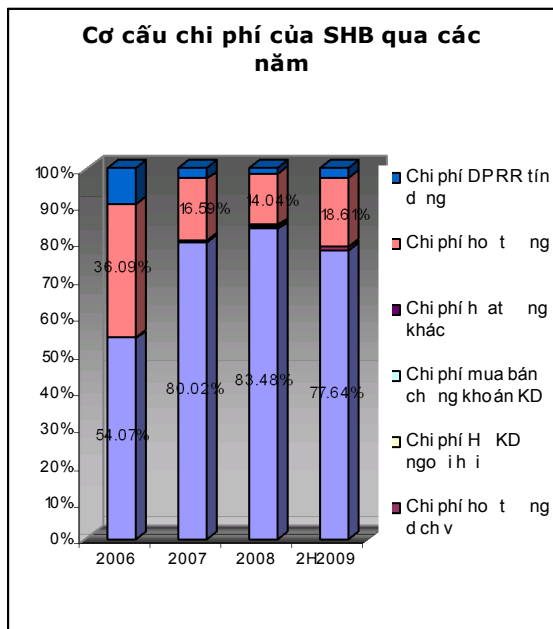
	SHB	VPB	OCB	VIB	HBB	PNB
ROA	1.35%	0.77%	0.64%	0.49%	1.49%	0.56%
ROE	8.59%	5.95%	4.09%	7.36%	11.77%	4.91%

Thu nhập ngoài lãi chiếm 17.32% trong quý II là do các sản phẩm dịch vụ của SHB đã được đẩy mạnh ra ngoài thị trường. Với khả năng điều hành tốt, cộng thêm sự quản lý chi phí tốt. Qua 3 năm gần đây, SHB đã giảm thiểu được khá nhiều chi phí hoạt động. Tỷ lệ này đã giảm từ 39.89% của năm 2006 xuống còn 14.3% trong năm 2008. Đây cũng là một trong những nguyên nhân giúp thu nhập của SHB tăng cao trong năm 2008.

### Phân tích Dupont

	2006	2007	2008	2009Q1	2009Q2
LNST/DTT	50.20%	67.22%	67.80%	75.00%	69.10%
DTT/TTS	1.06%	1.53%	2.00%	0.59%	0.97%
TTS/VCSH	258.56%	567.73%	634.47%	579.55%	815.30%
<b>ROE</b>	<b>1.38%</b>	<b>5.82%</b>	<b>8.59%</b>	<b>2.58%</b>	<b>5.48%</b>

**Cơ cấu chi phí của SHB qua các năm**



Năm 2008, do tình hình khó khăn chung, SHB đã phải tăng khoản chi phí lãi lên và chiếm 83.48% cơ cấu chi phí hoạt động, tăng 3.46% so với năm 2007. Một điều khá ngạc nhiên khi năm 2008 là năm khủng hoảng, nhiều khoản nợ xấu tăng lên (từ nhóm 3-5); các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong sản xuất và huy động vốn để mở rộng kinh doanh. Song SHB lại trích lập dự phòng rủi ro tín dụng khá thấp, chiếm 1.32% cơ cấu chi phí trong khi dư nợ tín dụng vẫn tăng. Theo phỏng đoán của chúng tôi thì điều này có khả năng là khách hàng của SHB chủ yếu là các khách hàng thân thiết như các đơn vị thành viên của Tập đoàn công nghiệp khoáng sản Việt Nam—TKV và Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam -VRG; hai đối tác kinh doanh chiến lược của SHB.

## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

*SHB là ngân hàng đầu mối hỗ trợ TKV và VRG nguồn tài chính trong nước và quốc tế.*

SHB là ngân hàng TMCP, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước chiếm 30% nên các quyết định quan trọng của SHB không bị chi phối nhiều bởi Nhà nước, đảm bảo được quyền lợi cho các cổ đông nhỏ

Ký kết hợp tác toàn diện với Tập đoàn công nghiệp Than—Khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam (VRG) về lâu dài. Đây là hai khách hàng tổ chức lớn của SHB và SHB trở thành ngân hàng đầu mối hỗ trợ TKV và VRG nguồn tài chính trong nước và quốc tế, tham gia tài trợ và đồng tài trợ các dự án lớn. Hiện SHB đang tài trợ cho hai dự án lớn tại miền Trung với tổng giá trị lên tới hơn 1,500 tỷ đồng. Với dự án "Đường dây 500 KV Quảng Ninh—Hiệp Hòa" trị giá 830 tỷ đồng; dự án Nhà thi đấu đa năng thành phố Đà Nẵng trị giá 500 tỷ đồng. Ngoài ra, SHB cũng cam kết tài trợ tín dụng với mức dự kiến là 15 triệu USD cho dự án sân golf Vinacapital Đà Nẵng.

SHB có đội ngũ cán bộ nhân viên trẻ, nhiệt huyết, có trình độ nghiệp vụ chuyên môn, được đào tạo bài bản, có đạo đức nghề nghiệp, ban lãnh đạo điều hành là những người có kinh nghiệm trong lĩnh vực tài chính ngân hàng.

### Điểm yếu

*Sản phẩm dịch vụ chưa có sự khác biệt lớn so với các đối thủ cạnh tranh*

SHB vẫn còn là một ngân hàng có quy mô nhỏ trên thị trường.

Các sản phẩm dịch vụ có tính cạnh tranh không cao, khi các sản phẩm này vẫn không có sự khác biệt nhiều và có tính độc quyền so với các sản phẩm dịch vụ của các ngân hàng lớn.

### Cơ hội

*Hội nhập kinh tế quốc tế khuyến khích tính tự chủ của DN, cải cách ngân hàng được thực hiện, tạo điều kiện cho SHB phát triển các dịch vụ kinh doanh.*

Việt Nam gia nhập WTO tạo một cơ hội lớn cho các khối doanh nghiệp, ngân hàng trong quá trình hội nhập kinh tế toàn cầu. Sự phát triển ổn định của nền kinh tế sẽ góp phần tạo điều kiện cho sự phát triển thị trường dịch vụ ngân hàng nói chung và SHB nói riêng

Môi trường chính trị pháp luật ổn định giúp môi trường kinh doanh ngày càng thông thoáng hơn, cải cách ngân hàng được thúc đẩy nhanh hơn nhằm tạo điều kiện cho các NHTM đáp ứng được những thách thức trong hội nhập kinh tế quốc tế.

### Thách thức

*Các tổ chức phi ngân hàng và các NHTMCP có cùng đối tượng khách hàng là những thách thức cho SHB*

Các đối thủ cạnh tranh của SHB là các NHTMCP có cùng đối tượng khách hàng, các ngân hàng TMCP này đang hoạt động có hiệu quả và tích cực tăng vốn, mở rộng hoạt động kinh doanh

Trong lĩnh vực huy động vốn. SHB phải cạnh tranh với các công ty khác như công ty bảo hiểm, CTCP niêm yết trên thị trường chứng khoán về nguồn vốn trung và dài hạn. Các tổ chức phi ngân hàng có thể cung cấp các sản phẩm riêng lẻ hoặc hỗn hợp cạnh tranh với các NHTM.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu SHB dựa trên 2 kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với ngân hàng Sài Gòn Hà Nội. Việc đưa ra các kịch bản nhằm dự báo thu nhập của SHB. Mức độ tăng trưởng của SHB được chia làm 2 giai đoạn tăng trưởng. Giai đoạn 1, chúng tôi cho rằng sẽ có mức độ tăng trưởng nhanh trong vòng 10 năm tới (giai đoạn 2009-2019) và đi vào ổn định trong giai đoạn 2 ở mức tăng trưởng thấp hơn.

### Kịch bản 1: Triển Vọng Lạc Quan

**Kịch bản lạc quan được dựa trên một số giả định sau:**

- Nền kinh tế tăng trưởng mạnh với tốc độ 5% trong năm 2009, 6.5% năm 2010 và tăng dần trong các năm tiếp theo
- Tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt quá 25-27% lên mức nổi lòng cho phép (30%)
- Hoạt động xuất nhập khẩu trở nên sôi động trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng mạnh trở lại.
- Diễn biến trên thị trường ngoại hối bớt căng thẳng, hoạt động kinh doanh vàng có nhiều thuận lợi.
- Thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh mẽ với chỉ số Vn-index cuối năm đạt khoảng 600 điểm.
- Lãi suất cơ bản được điều chỉnh tăng lên mức 8%, lạm phát lên mức 2 con số

#### Dự báo thu nhập từ lãi và các khoản thu nhập tương tự

Ở vị thế một ngân hàng cấp 2 với nguồn thu chủ yếu từ hoạt động tín dụng, SHB chịu ảnh hưởng khá lớn của biến động lãi suất thị trường và với mục tiêu trở thành ngân hàng bán lẻ đa năng, hiện đại, khách hàng mục tiêu của SHB chủ yếu là cá nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp vừa và nhỏ do đó có thể dự báo (mặc dù chưa thể xác định chính xác do thiếu thông tin) SHB duy trì khe hở lãi suất dương, do đó khi lãi suất được điều chỉnh lên trước áp lực lạm phát, tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm còn thấp và tình trạng khan hiếm vốn ở các ngân hàng trong thời gian vừa qua sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho SHB tăng nguồn thu từ lãi.

Ngoài ra SHB đầu tư khá nhiều vào chứng khoán Nợ trong tổng đầu tư chứng khoán (>90%) hứa hẹn mang lại lợi nhuận cao cho SHB trong thời gian tới. Vừa qua SHB đã ký kết tài trợ tín dụng cho các dự án lớn thuộc lĩnh vực năng lượng và thể thao. Cụ thể, Ngày 30/08/2009 SHB cam kết tài trợ tín dụng 15 triệu USD cho dự án sân Golf Vinacapital Đà Nẵng cùng với đó SHB cũng cam kết hỗ trợ khách hàng vay vốn mua biệt thự /căn hộ tại các dự án Bất động sản của Vinacapital. Tiếp đó, sáng ngày 31/08/2009 SHB ký kết đầu tư Dự án đường dây 500KV Quảng Ninh - Hiệp Hòa với số vốn cho vay là 830 tỷ đồng và dự án Trung tâm thể thao Đà Nẵng với mức tài trợ bảo lãnh dự kiến là 500 tỷ đồng. Cùng với việc ký kết hợp tác này SHB đã thu hút được một số lượng lớn khách hàng chuyển quan hệ tín dụng và giao dịch về SHB. Tuy nhiên, các dự án cũng như các mối quan hệ tạo lập được thông qua đó không ngay lập tức mang lại lợi ích hay lợi nhuận cho SHB nhưng về dài hạn sẽ hứa hẹn những triển vọng khả quan.

6 tháng đầu năm và đặc biệt là thời gian gần đây SHB đã và đang đẩy mạnh quảng bá thương hiệu thông qua việc mở một loạt các chi nhánh cũng như phòng giao dịch tại các tỉnh thành trong cả nước nâng tổng số điểm giao dịch của SHB lên con số 90.

Như vậy, dự báo thu nhập từ lãi và các khoản thu nhập tương tự 6 tháng cuối năm vẫn tiếp tục tăng với mức thu nhập cả năm 2009 vào khoảng 1,694.3 tỷ tăng 30% so với 2008.

## **NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

### **Dự báo thu nhập từ hoạt động dịch vụ**

Trong cơ cấu doanh thu từ hoạt động dịch vụ thì doanh thu từ hoạt động thanh toán chiếm tỷ trọng lớn nhất. Thu nhập từ dịch vụ thanh toán mà tiêu biểu là dịch vụ thanh toán quốc tế thời gian qua đã mang lại nguồn lợi không nhỏ cho SHB. 6 tháng đầu năm thu nhập từ dịch vụ thanh toán đã tăng gấp trên 4 lần so với cùng kỳ năm trước và gấp 1.5 lần so với cả năm 2008. Sáng ngày 6/8/2009, Ngân hàng TMCP Sài Gòn – Hà Nội đã vinh dự nhận giải “Ngân hàng có dịch vụ thanh toán quốc tế xuất sắc” do Ngân hàng Wachovia Bank - New York (một trong những ngân hàng lớn nhất nước Mỹ) trao tặng. Đây là giải thưởng uy tín dành cho những ngân hàng có quá trình xử lý nghiệp vụ thanh toán tự động nhanh chóng, chính xác và kịp thời trong dịch vụ điện thanh toán quốc tế qua mạng thanh toán viễn thông liên ngân hàng quốc tế.

Do đó thời gian tới cùng với sự phục hồi của nền kinh tế khu vực và thế giới, hoạt động xuất nhập khẩu sôi động hơn, nhu cầu thanh toán quốc tế lớn hơn và với thế mạnh của mình trong hoạt động này dự kiến sẽ mang lại sự tăng trưởng ấn tượng hơn nữa. Do đó chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động dịch vụ cho năm 2009 là 18.7 tỷ tăng 30% so với năm 2008.

### **Dự báo doanh thu từ hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối và chứng khoán**

Đây là các nghiệp vụ mới được bổ sung trong giấy phép hoạt động hồi đầu tháng 6 theo quyết định số 1342/QĐ – NHNN của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước tuy nhiên bước đầu đã mang lại những kết quả rất khả quan. Cùng với tình hình cung cầu ngoại hối bớt căng thẳng, giá USD, giá vàng có xu hướng tăng, thị trường chứng khoán có những khởi sắc nhất định dường như mở đường cho mảng hoạt động này kinh doanh thuận lợi. Theo dự báo của chúng tôi thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối, chứng khoán 6 tháng cuối năm sẽ tăng 20% so với 6 tháng đầu năm.

### **Dự báo thu nhập từ hoạt động góp vốn mua cổ phần**

Với một danh mục đầu tư góp vốn chủ yếu vào các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực cao su, xây dựng, tài chính, bảo hiểm, thể thao – đây là những lĩnh vực được đánh giá tốt trong thời gian qua. Do đó khả năng thu lợi từ hoạt động đầu tư này sẽ là rất khả quan trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo thu nhập từ hoạt động này giai đoạn nửa cuối năm sẽ cao hơn 6 tháng đầu năm và đạt khoảng 14.98 tỷ. Những năm tiếp theo sẽ tăng trưởng với tốc độ 10%.

### **Dự báo chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự**

Với việc lãi suất được đẩy lên cao khiến chi phí cho việc huy động vốn sẽ tăng lên đáng kể không những từ phía khách hàng mà còn từ phía các tổ chức tín dụng. Cuộc đua lãi suất đang diễn ra và có thể sẽ còn trầm trọng hơn nếu gói kích cầu thứ 2 tiếp tục được tung ra, nhu cầu vay vốn của doanh nghiệp tăng lên tạo áp lực lớn về nguồn vốn tín dụng. Mặc dù 6 tháng đầu năm tổng vốn huy động đã vượt quá kế hoạch cả năm (16,249 Tỷ) tuy nhiên với diễn biến ngành ngân hàng và tình hình kinh tế hiện tại thì lượng vốn huy động từ nay đến cuối năm sẽ còn tăng cùng với lương chi nhánh và phòng giao dịch được mở rộng, uy tín của SHB được tăng lên. Do đó 6 tháng cuối năm dự báo chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự sẽ tăng so với 6 tháng đầu năm khoảng 1%. Và vì vậy cả năm 2009 chi phí này sẽ vào khoảng 1,271.77 Tỷ và sẽ tăng nhẹ trong những năm tiếp theo.

### **Dự báo chi phí từ hoạt động dịch vụ**

Nhìn chung các mảng dịch vụ của SHB còn khá sơ sài. Tuy nhiên, hiện nay SHB có các mảng dịch vụ hoạt động khá hiệu quả như dịch vụ thanh toán quốc tế, bảo lãnh, đại lý, tư vấn trong đó dịch vụ thanh toán là dịch vụ chính với chi phí lớn nhất, tiếp đó là các hoạt động dịch vụ khác.

## **NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

Với uy tín trong dịch vụ thanh toán cùng với sự sôi động của hoạt động xuất nhập khẩu trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi rõ rệt. Như vậy 6 tháng cuối năm chi phí hoạt động dịch vụ sẽ tăng lên đáng kể. Chúng tôi dự báo khoản mục chi phí này 6 tháng cuối năm sẽ tăng 15% so với 6 tháng đầu năm và do đó con số năm 2009 sẽ là 10.79 tỷ và các năm tiếp theo sẽ tăng 10%.

### **Dự báo chi phí từ hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối và chứng khoán**

Thị trường vàng, ngoại hối và chứng khoán được dự báo sẽ rất thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng. Lượng tiền vàng, ngoại tệ và chứng khoán đã tăng lên rất nhanh trong thời gian vừa qua. Do vậy, cùng với việc đẩy mạnh các mảng kinh doanh này thì đi kèm với nó là việc gia tăng chi phí liên quan. Theo dự báo của chúng tôi 6 tháng cuối năm chi phí từ các hoạt động này sẽ tăng khoảng 10% so với 6 tháng đầu năm và sẽ tăng khoảng 5% trong những năm tiếp theo.

### **Dự báo chi phí hoạt động khác và chi phí hoạt động**

Các hoạt động khác thời gian qua khá sôi nổi như hoạt động tư vấn, tài trợ hoạt động thể thao. Thời gian vừa qua cùng với V-League 2009 thành công SHB đã trao thưởng cho các danh hiệu xuất sắc và còn nhiều hơn thế nữa với tiềm năng của đội bóng SHB Đà Nẵng trong thời gian tới, việc mở thêm nhiều chi nhánh và phòng giao dịch thời gian qua đã làm tăng chi phí hoạt động lên đáng kể. Cuối năm là thời điểm tất toán lương, thưởng do đó chi phí trả lương cho người lao động sẽ tăng lên. Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động khác 6 tháng cuối năm sẽ tăng 12% so với 6 tháng đầu năm, chi phí hoạt động khác cả năm ước tính là 146.55 triệu các năm tiếp theo sẽ tăng ở mức 6%. Chi phí hoạt động cả năm ở mức 223.07 tỷ.

### **Dự báo chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và giảm giá chứng khoán**

Giai đoạn cuối năm toàn hệ thống ngân hàng nói chung và SHB nói riêng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo sẽ giảm do các quy định chặt chẽ từ phía NHNN, tiêu biểu như thông tư số 15/2009 của NHNN về việc giảm tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn từ 40% xuống 30% để đảm bảo an toàn thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, hơn nữa khi nền kinh tế phục hồi các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn thì rủi ro tín dụng cũng sẽ được giảm thiểu. Với mục tiêu giảm tỷ lệ nợ quá hạn trên tổng dư nợ năm 2009 xuống tối đa là 5%. Do đó chi phí dự phòng rủi ro tín dụng 6 tháng cuối năm sẽ giảm mạnh so với 6 tháng đầu năm với mức giảm được dự báo khoảng 40%, hơn nữa khi các đối tượng vay vốn tăng khả năng trả nợ thì các khoản trích lập dự phòng sẽ có cơ hội được hoàn nhập. Như vậy chi phí dự phòng rủi ro tín dụng năm 2009 sẽ khoảng 23.53 tỷ và giảm dần trong những năm tiếp theo với mức giảm 15%.

Tương tự với chi phí dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán cũng sẽ được giảm thiểu và đến mức bằng 0 như giai đoạn hai quý đầu năm. Tuy nhiên với chứng khoán kinh doanh mà đặc biệt là chứng khoán vốn sẽ tăng nhẹ.

### **Dự báo vốn chủ sở hữu:**

Với kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi tăng vốn điều lệ từ 2000 tỷ lên 3500 tỷ vào năm 2010 theo lộ trình tăng vốn ở các NHTMCP, do đó trong năm 2009 dự báo VCSH sẽ không có những biến động rõ rệt ngoại trừ những thay đổi lợi nhuận tích lũy tăng lên, chi trả cổ tức, trích lập các quỹ. Như vậy chúng tôi dự báo VCSH cuối năm 2009 sẽ ở mức 2,400 tỷ. Do đó giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu năm 2009 là 12,000 VNĐ.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

**Bảng dự báo kết quả kinh doanh của SHB theo kịch bản 1**

Chỉ tiêu	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>160,799,735</b>	<b>422,545,453</b>	<b>549,515,745</b>	<b>701,890,429</b>	<b>884,116,047</b>	<b>1,101,369,713</b>
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	1,293,370,182	1,694,314,939	1,948,462,179	2,240,731,506	2,576,841,232	2,963,367,417
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-1,132,570,447	-1,271,769,486	-1,398,946,434	-1,538,841,077	-1,692,725,185	-1,861,997,704
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>7,411,894</b>	<b>7,929,610</b>	<b>10,594,310</b>	<b>13,899,827</b>	<b>17,985,114</b>	<b>23,017,990</b>
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	14,397,990	18,717,388	22,460,865	26,953,038	32,343,646	38,812,375
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	-6,986,097	-10,787,777	-11,866,555	-13,053,211	-14,358,532	-15,794,385
<b>Lãi/lỗ thuần từ HĐKD ngoại hối</b>	<b>26,022,893</b>	<b>32,539,784</b>	<b>35,793,762</b>	<b>39,373,138</b>	<b>43,310,452</b>	<b>47,641,497</b>
<b>Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán KD</b>	<b>-14,167,588</b>	<b>80,708,623</b>	<b>88,779,485</b>	<b>97,657,434</b>	<b>107,423,177</b>	<b>118,165,495</b>
<b>Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán ĐT</b>						
<b>Thu nhập cổ tức</b>						
<b>Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>294,755,328</b>	<b>92,034,966</b>	<b>101,238,462</b>	<b>111,362,309</b>	<b>122,498,540</b>	<b>134,748,394</b>
1. Thu nhập từ hoạt động khác	297,054,985	92,181,516	101,399,667	111,539,634	122,693,597	134,962,957
2. Chi phí hoạt động khác	-2,299,657	-146,550	-161,205	-177,325	-195,058	-214,564
<b>Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần</b>	<b>2,964,659</b>	14,984,663	16,483,129	18,131,442	19,944,586	21,939,044
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>-190,536,009</b>	<b>-223,071,063</b>	<b>-236,455,327</b>	<b>-250,642,647</b>	<b>-265,681,205</b>	<b>-281,622,078</b>
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>287,250,911</b>	<b>427,672,035</b>	<b>549,466,438</b>	<b>713,540,490</b>	<b>909,652,124</b>	<b>1,143,321,011</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-17,890,292	-23,531,227	-20,001,543	-17,001,311	-14,451,115	-12,283,447
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>269,360,619</b>	<b>404,140,808</b>	<b>529,464,895</b>	<b>696,539,179</b>	<b>895,201,010</b>	<b>1,131,037,564</b>
Thuế TNDN	-74,590,869	-101,035,202	-132,366,224	-174,134,795	-223,800,252	-282,759,391
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>194,769,750</b>	<b>303,105,606</b>	<b>397,098,671</b>	<b>522,404,384</b>	<b>671,400,757</b>	<b>848,278,173</b>

### Định giá

Việc định giá sẽ được tiến hành theo phương pháp so sánh ngang sử dụng hệ số P/E, P/B trung bình của các ngân hàng cấp 3 cùng quy mô và sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE)

Với phương pháp FCFE: giả định SHB tăng trưởng qua hai giai đoạn, giai đoạn đầu 10 năm (2009-2019) tăng trưởng với tốc độ 10% và giai đoạn sau đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng 5%. Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu được chiết khấu với chi phí vốn chủ sở hữu  $k_e = 9\%$  được tính toán theo mô hình CAPM với lãi suất phi rủi ro là 6.5%, hệ số Beta được tính từ Beta ngành ngân hàng Mỹ chuyển sang có điều chỉnh theo điều kiện Việt Nam và vị thế của SHB trong ngành là 1.2, lợi suất của danh mục thị trường được ước lượng ở mức 8.5%. Do đó  $k_e = 9\%$ . Theo phương pháp này cổ phiếu SHB được định giá ở mức 33,900 VND

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

discount rate						
33,860	9%	10%	11%	12%	13%	14%
10%	33,860	27,032	22,627	19,571	17,334	15,627
11%	33,860	27,032	22,627	19,571	17,334	15,627
12%	33,860	27,032	22,627	19,571	17,334	15,627
13%	33,860	27,032	22,627	19,571	17,334	15,627
14%	33,860	27,032	22,627	19,571	17,334	15,627
15%	33,860	27,032	22,627	19,571	17,334	15,627
growth rate						

Với phương pháp so sánh ngang: sử dụng mức giá trên OTC với các cổ phiếu ngân hàng có quy mô tương ứng với mức giá được ghi nhận tại ngày 04/09/2009.

	Giá	GTVH	Tỷ lệ vốn hóa	EPS	BVS	P/E	P/B
VIB	19.93	4,220,126	23.89%	0.844	11,169.94	23.61	1.74
HBB	16.39	2,416,668	13.68%	1.243	10,319.45	13.11	1.59
OCB	14.05	2,842,784	16.09%	0.586	10,485.51	23.98	1.34
PNB	16.15	4,522,000	25.60%	0.768	12,772.98	21.03	1.26
VPB	15.98	3,661,387	20.73%	0.673	10,876.38	23.74	1.47
<b>Trung bình</b>						<b>21.60</b>	<b>1.48</b>

EPS trailing 2009 được dự báo ở mức 1,515 VND, BVPS ở mức 12,000 VND. Nếu xem xét các chỉ tiêu tài chính cũng như quy mô lợi nhuận, vốn chủ sở hữu so với các ngân hàng cùng quy mô thì SHB hoạt động chưa thực sự hiệu quả so với các ngân hàng trong ngành. Do đó với mức giá hiện tại thị trường đang định giá khá cao cổ phiếu SHB và hệ số P/E, P/B hiện tại của SHB cần được điều chỉnh giảm, do vậy, sau khi tiến hành điều chỉnh mỗi cổ phiếu SHB sẽ được định giá ở mức 23,100 VNĐ.

Kết hợp hai phương pháp ta có mức giá hợp lý của SHB theo kịch bản này là 28,500 VND

### Kịch bản 2: Dự Báo Thận Trọng

**Kịch bản thận trọng được dựa trên một số giả định sau:**

- Nền kinh tế tăng trưởng chậm với tốc độ 4.5% trong năm 2009, 6% năm 2010 và tăng dần trong các năm tiếp theo.
- Tốc độ tăng trưởng tín dụng hạn chế ở mức từ 25 -27%
- Hoạt động xuất nhập khẩu chưa thực sự sôi động trong bối cảnh nền kinh tế chưa phục hồi rõ rệt
- Diễn biến trên thị trường ngoại hối có nhiều biến động khó lường, hoạt động kinh doanh vàng chịu sự kiểm soát chặt chẽ của NHNN.
- Thị trường chứng khoán chưa thực sự phục hồi mạnh mẽ khi chỉ số Vn-index cuối năm đạt 500 điểm

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Hơn nữa với việc duy trì lãi suất cơ bản ở mức thấp trước tình trạng khan hiếm vốn đẩy những ngân hàng chưa có được vị thế nhất định trong toàn hệ thống vào tình trạng phải tăng lãi suất một cách bất buộc làm chênh lệch lãi suất cho vay và đi vay là rất nhỏ trong khi trần lãi suất không thể được dỡ bỏ mặc dù có những ý kiến đóng góp nên dỡ bỏ trong thời gian vừa qua, do đó mà thu nhập từ hoạt động tín dụng giảm đáng kể.

Tuy nhiên với tất cả những phân tích trong triển vọng lạc quan về tiềm năng tăng trưởng của SHB thì thu nhập từ lãi và các khoản thu nhập tương tự 6 tháng cuối năm vẫn tiếp tục tăng nhưng với mức tăng nhẹ so với 6 tháng đầu năm. Cả năm 2009 thu nhập từ hoạt động này sẽ được dự báo ở mức 1,642.58 tỷ tăng 27% so với năm 2008 và những năm sau đó sẽ tăng ở mức 10%.

### Dự báo thu nhập từ hoạt động dịch vụ

Với doanh thu chủ yếu của hoạt động dịch vụ đến từ dịch vụ thanh toán quốc tế và các dịch vụ khác, dịch vụ thanh toán quốc tế phụ thuộc rất nhiều vào tình hình xuất nhập khẩu. Do đó, trước tình hình hoạt động xuất nhập khẩu được dự báo không có được sự sôi động thì doanh thu từ hoạt động này sẽ có phần giảm sút trong 6 tháng cuối năm. Với kịch bản này doanh thu từ hoạt động dịch vụ được dự báo ở mức 18,673.55 tỷ, các năm tiếp theo sẽ tăng với tốc độ 12%.

### Dự báo thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối, chứng khoán

Trước những diễn biến thất thường của giá vàng và giá USD, hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối được dự báo sẽ có rất nhiều khó khăn làm giảm thu nhập từ hoạt động này. Thị trường chứng khoán chưa thực sự khởi sắc khiến thu nhập từ hoạt động kinh doanh chứng khoán cũng sẽ không gặp nhiều thuận lợi. Tuy nhiên, với danh mục đầu tư chứng khoán chủ yếu tập trung vào các chứng khoán nợ (99.1%) trong đó chủ yếu là chứng khoán chưa niêm yết do các tổ chức kinh tế và tổ chức tín dụng trong nước phát hành, do đó rủi ro đối với các loại chứng khoán này thấp hơn nhiều so với đầu tư vào cổ phiếu. Như vậy thu nhập từ hoạt động kinh doanh chứng khoán, vàng, ngoại hối 6 tháng cuối năm theo kịch bản này sẽ giảm nhẹ và thu nhập trong 2 quý cuối năm sẽ tương đương hai quý đầu năm.

### Dự báo thu nhập từ hoạt động góp vốn mua cổ phần

Với danh mục đầu tư góp vốn chủ yếu vào các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính, xây dựng, cao su hứa hẹn mang lại thu nhập cao cho SHB trong thời gian tới tuy nhiên mức thu nhập này sẽ là thấp hơn so với kịch bản lạc quan và ở mức 14.32 tỷ trong năm 2009.

### Dự báo chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự

Trước áp lực tăng lãi suất, đẩy mạnh các hình thức khuyến mại nhằm thu hút vốn sẽ đẩy chi phí lãi và các chi phí tương tự tăng cao. Tuy nhiên, khi lãi suất cơ bản vẫn giữ nguyên ở mức 7% và do đó lãi suất trần được khống chế ở mức 10.5% thì chi phí cho hoạt động tín dụng sẽ tăng nhưng mức tăng sẽ là thấp hơn trong trường hợp lãi suất cơ bản được điều chỉnh tăng. Như vậy mức chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự dự báo cho giai đoạn 6 tháng cuối năm tăng 0.2% so với 6 tháng đầu năm và do đó mức chi phí cả năm 2009 là 1,266.7 tỷ và tiếp tục tăng nhẹ trong những năm tiếp theo.

### Dự báo chi phí hoạt động dịch vụ

Nền kinh tế chưa thực sự phục hồi rõ rệt, hoạt động dịch vụ sẽ có phần trầm lắng hơn do đó mà các chi phí liên quan sẽ giảm thiểu đáng kể. Theo dự báo của chúng tôi chi phí cho hoạt động này giai đoạn 6 tháng cuối năm sẽ giảm khoảng 5% so với 6 tháng đầu năm và do đó chi phí cho cả năm sẽ vào khoảng 9.78 tỷ. Các năm tiếp theo chi phí cho hoạt động dịch vụ sẽ tăng 10% mỗi năm cùng với tốc độ tăng trưởng cao dần lên của nền kinh tế.

## **NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

### **Dự báo chi phí hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối và chứng khoán**

Hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối và chứng khoán trong bối cảnh nền kinh tế còn đan xen những dấu hiệu tích cực và tiêu cực sẽ không thực sự sôi động do đó chi phí cho các hoạt động này một mặt giảm đi mặt khác sẽ có thể tăng lên do các chi phí liên quan. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí cho các hoạt động này sẽ giảm 4.5% trong 6 tháng cuối năm. Các năm tiếp theo sẽ tăng 5 %.

### **Dự báo chi phí hoạt động khác và chi phí hoạt động**

Tương tự với kịch bản lạc quan, với kịch bản này chi phí hoạt động và chi phí hoạt động khác sẽ tăng lên đáng kể trong giai đoạn cuối năm.

### **Dự báo chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và giảm giá chứng khoán**

Với mục tiêu, chiến lược đề ra trong nghị quyết HĐQT về quyết tâm giảm tỷ lệ nợ xấu, nợ quá hạn xuống các mức tối đa lần lượt là 2% và 5% cùng với những biện pháp can thiệp từ phía NHNN nhằm giảm thiểu rủi ro thanh khoản cho toàn hệ thống ngân hàng. Do đó thời gian tới chất lượng tín dụng sẽ được nâng lên và như vậy chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ được giảm thiểu đáng kể, tuy nhiên mức giảm sẽ thấp hơn so với kịch bản lạc quan và ở mức 20%. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cả năm 2009 sẽ được dự báo ở mức 26.47 tỷ và sẽ giảm dần trong những năm tiếp theo với mức giảm 10%.

Về dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán, do thị trường chứng khoán từ nay đến cuối năm sẽ có những phiên điều chỉnh mạnh sau chuỗi ngày tăng điểm dài phía trước do đó chi phí dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán sẽ được dự báo tăng lên với mức dự phòng trong quý III và quý IV năm nay xấp xỉ với mức dự phòng trong quý I.

Tuy nhiên do chưa biết rõ về cách thức hạch toán liên quan đến trích lập cũng như hoàn nhập dự phòng do đó mà rất có thể trong quý II vừa qua với sự phục hồi khá mạnh của thị trường chứng khoán thì các khoản chi phí dự phòng thời gian trước có thể được hoàn nhập vào cuối năm, chính điều này đã làm giảm chi phí dự phòng cho hoạt động này và tăng các khoản thu nhập khác.

Do vậy, chúng tôi khó có được dự báo khả thi cho khoản mục chi phí này. Theo dự báo của chúng tôi, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng 6 tháng cuối năm giảm 20% so với 6 tháng đầu năm và các năm tiếp theo sẽ giảm dần với tỷ lệ 15%.

### **Định giá**

Tương tự kịch bản lạc quan chúng ta cũng tiến hành định giá cổ phiếu SHB theo hai phương pháp.

Với phương pháp FCFE: giả định SHB tăng trưởng qua hai giai đoạn, giai đoạn đầu 10 năm (2009-2019) tăng trưởng với tốc độ 8% và giai đoạn sau đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng 5%.

Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu được chiết khấu với chi phí vốn chủ sở hữu  $k_e = 9\%$  được tính toán theo mô hình CAPM với lãi suất phi rủi ro là 6.5%, hệ số Beta được tính từ Beta ngành ngân hàng Mỹ chuyển sang có điều chỉnh theo điều kiện Việt Nam và vị thế của SHB trong ngành là 1.2, lợi suất của danh mục thị trường được ước lượng ở mức 8.5%. Do đó  $k_e = 9\%$ . Theo phương pháp này cổ phiếu SHB được định giá ở mức **25,300 VND**

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

discount rate						
25,345	9%	10%	11%	12%	13%	14%
8%	25,345	20,399	17,198	14,970	13,333	12,078
9%	25,345	20,399	17,198	14,970	13,333	12,078
10%	25,345	20,399	17,198	14,970	13,333	12,078
11%	25,345	20,399	17,198	14,970	13,333	12,078
12%	25,345	20,399	17,198	14,970	13,333	12,078
13%	25,345	20,399	17,198	14,970	13,333	12,078
growth rate						

Với phương pháp so sánh ngang: sử dụng mức giá trên OTC với các cổ phiếu ngân hàng có quy mô tương ứng với mức giá được ghi nhận tại ngày 04/09/2009.

	Giá	GTVH	Tỷ lệ vốn hóa	EPS	BVS	P/E	P/B
VIB	19.93	4,220,126	23.89%	0.844	11,169.94	23.61	1.74
HBB	16.39	2,416,668	13.68%	1.243	10,319.45	13.11	1.59
OCB	14.05	2,842,784	16.09%	0.586	10,485.51	23.98	1.34
PNB	16.15	4,522,000	25.60%	0.768	12,772.98	21.03	1.26
VPB	15.98	3,661,387	20.73%	0.673	10,876.38	23.74	1.47
<b>Trung bình</b>						<b>21.6</b>	<b>1.48</b>

Với EPS trailing 2009 được dự báo ở mức 1,313 VND, BVPS ở mức 12,000 VND và bằng việc điều chỉnh hệ số P/E, P/B dựa trên tương quan so sánh với mức trung bình ngành về các chỉ tiêu tài chính và quy mô hoạt động thì mỗi cổ phiếu SHB được định giá ở mức 21,200 VND

Kết hợp hai phương pháp ta có mức giá hợp lý của SHB theo kịch bản này là 23,300 VND

### Kết luận:

Để có thể đưa ra được mức giá chung nhất cho cổ phiếu SHB tùy thuộc vào việc đánh giá mức độ tin cậy của các phương pháp, tuy nhiên với quan điểm của chúng tôi đánh giá các phương pháp là như nhau, do đó mức giá hợp lý của cổ phiếu SHB là **25,800 VND**.

Với mức giá hiện tại 29,900 VND và đang được điều chỉnh giảm thì SHB đang tiến về mức giá hợp lý. Thời điểm điều chỉnh sắp tới là thời điểm nhà đầu tư nên xem xét mua vào ở mức giá thấp hơn mức giá hợp lý (20,000-25,000 VND).

Với những gì SHB đã thể hiện và tiềm năng trong tương lai của một ngân hàng nhỏ đang nỗ lực vươn lên để khẳng định vị thế, với những mối quan hệ cả trong và ngoài nước cùng với đội ngũ lãnh đạo xuất sắc luôn quan tâm đến lợi ích cộng đồng, thời gian tới vị thế của SHB trong hệ thống sẽ được khẳng định hơn nữa. Như vậy, SHB đáng được NĐT quan tâm "đầu tư" theo đúng nghĩa của nó.

**NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

**Bảng dự báo kết quả kinh doanh của SHB theo kịch bản 2**

Chỉ tiêu	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>160,799,735</b>	<b>375,872,415</b>	<b>495,588,663</b>	<b>639,595,887</b>	<b>812,171,087</b>	<b>1,018,296,148</b>
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	1,293,370,182	1,642,580,131	1,888,967,151	2,172,312,224	2,498,159,057	2,872,882,916
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(1,132,570,447)	(1,266,707,716)	(1,393,378,488)	(1,532,716,337)	(1,685,987,971)	(1,854,586,768)
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>7,411,894</b>	<b>8,889,289</b>	<b>11,645,573</b>	<b>15,050,957</b>	<b>19,245,044</b>	<b>24,396,338</b>
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	14,397,990	18,673,552	22,408,263	26,889,915	32,267,898	38,721,478
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	(6,986,097)	(9,784,263)	(10,762,690)	(11,838,958)	(13,022,854)	(14,325,140)
<b>Lãi/ lỗ thuần từ HĐKD ngoại hối</b>	<b>26,022,893</b>	<b>29,581,622</b>	<b>32,539,784</b>	<b>35,793,762</b>	<b>39,373,138</b>	<b>43,310,452</b>
<b>Lãi / lỗ thuần từ mua bán chứng khoán KD</b>	<b>(14,167,588)</b>	<b>73,738,333</b>	<b>81,112,166</b>	<b>89,223,383</b>	<b>98,145,721</b>	<b>107,960,293</b>
<b>Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán ĐT</b>						
<b>Thu nhập cổ tức</b>						
<b>Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>294,755,328</b>	<b>87,849,736</b>	<b>96,634,709</b>	<b>106,298,180</b>	<b>116,927,998</b>	<b>128,620,798</b>
1. Thu nhập từ hoạt động khác	297,054,985	87,991,447	96,790,591	106,469,651	117,116,616	128,828,277
2. Chi phí hoạt động khác	(2,299,657)	(141,711)	(155,882)	(171,470)	(188,617)	(207,479)
<b>Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần</b>	<b>2,964,659</b>	14,318,678	15,750,545	17,325,600	19,058,160	20,963,976
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(190,536,009)</b>	<b>(213,510,875)</b>	<b>(226,321,527)</b>	<b>(239,900,819)</b>	<b>(254,294,868)</b>	<b>(269,552,560)</b>
1. Lương và các chi phí nhân viên khác						
2. Chi phí khấu hao						
3. Chi phí quản lý chung						
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>287,250,911</b>	<b>376,739,197</b>	<b>491,199,368</b>	<b>646,061,350</b>	<b>831,568,120</b>	<b>1,053,031,470</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(17,890,292)	(26,472,630)	(22,501,736)	(19,126,475)	(16,257,504)	(13,818,878)
Chi phí dự phòng rủi ro cho cam kết ngoại bảng						
Dự phòng cho các khoản đầu tư góp vốn						
Hoàn nhập dự phòng rủi ro tín dụng						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>269,360,619</b>	<b>350,266,567</b>	<b>468,697,633</b>	<b>626,934,875</b>	<b>815,310,616</b>	<b>1,039,212,591</b>
Thuế TNDN	(74,590,869)	(87,566,642)	(117,174,408)	(156,733,719)	(203,827,654)	(259,803,148)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>194,769,750</b>	<b>262,699,925</b>	<b>351,523,224</b>	<b>470,201,156</b>	<b>611,482,962</b>	<b>779,409,443</b>

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên 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.

TVSI 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 TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

**Phó phòng Phân tích Đầu tư**

TS Phạm Thị Vân Hà                      haptv@tvsi.com.vn

**Chuyên viên phân tích**

Phan Hoàng Diêu                      dieuph@tvsi.com.vn

**Vũ Thị Oanh** **oanhvt@tvsj.com.vn**

Trương Trần Dũng

Lê Thùy Ngọc Khanh

Võ Lan Phương

Lưu Thi Hương