



NGÀNH NGÂN HÀNG

Mã ngành ICB: 8355

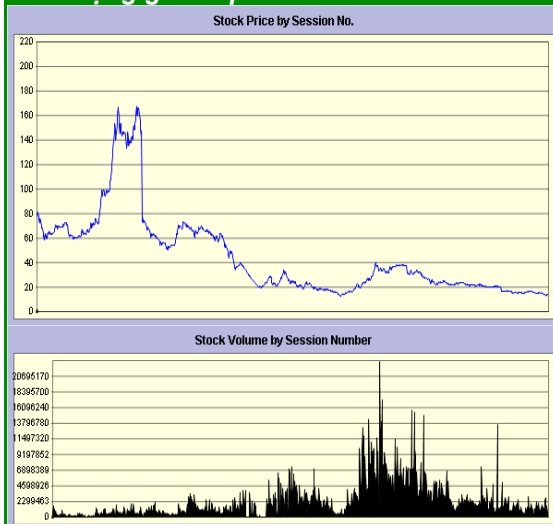
Bloomberg Ticker: STB VN

Ngày cập nhật: 29/11/2010

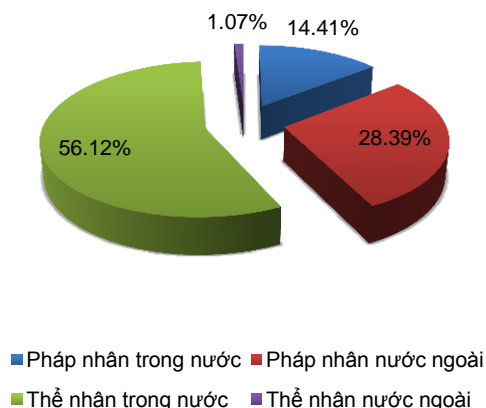
Thông tin cổ phiếu

Giá ngày 29/11/2010 (VNĐ):	14.200
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ):	13.900
Cao nhất 52 tuần (VNĐ):	27.800
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	13.034,51
Số CP lưu hành:	917.923.013
P/E:	6,60
P/B:	0,99
EPS (VNĐ):	2.150

Biến động giá cổ phiếu



Cơ cấu sở hữu cổ phần



NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN SÀI GÒN THƯƠNG TÍN – (STB)

BÁO CÁO RA NGÀY 29/11/2010

- STB có chính sách phát triển linh hoạt, nắm bắt các phân khúc thị trường tốt và có mạng lưới hoạt động rộng khắp với 351 điểm trên cả nước.
- Thu nhập lãi tăng cao đạt 2.866 tỷ đồng trong 9T2010, tăng 44,5% so với cùng kỳ năm 2009, trong khi thu nhập ngoài lãi giảm mạnh do lỗ khi đánh giá lại ngoại tệ và vàng. LNST 9T2010 đạt 1.126 tỷ đồng, hoàn thành 66,1% kế hoạch năm 2010.
- Công tác quản lý chi phí của STB chưa thực sự hiệu quả trong năm 2010. Các khoản mục của chi phí hoạt động đều tăng cao trong 9T2010 so với cùng kỳ năm trước đặc biệt là chi phí cho nhân viên, tăng tới 40%.
- Tỷ lệ nợ xấu luôn duy trì dưới 1%, đạt 0,52% trong 9T2010. An toàn vốn và tính thanh khoản vẫn được đảm bảo tốt do đã tăng vốn điều lệ thành công lên 9.179 tỷ đồng.
- Hoạt động ngành ngân hàng gặp khó khăn do căng thẳng thanh khoản, tỷ giá và lãi suất biến động phức tạp kết hợp với chính sách thắt chặt tiền tệ vào cuối năm. Khả năng STB hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2010 là chưa chắc chắn.
- EPS trailing và BV của STB lần lượt là 2.150 đồng và 14.341 đồng. P/E trailing và P/B tương ứng là 6,60 và 0,99 lần. Nhóm cổ phiếu ngân hàng được đánh giá là đang ở mức giá hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn.

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	9T2010
TTS	64.573	68.439	104.060	133.539
VCSH	7.350	7.759	10.553	13.164
LNTT	1.582	1.110	2.150	1.587*
LNST	1.398	955	1.675	1.126*
Tổng dư nợ	35.201	34.757	59.315	78.118
Tiền gửi KH	44.232	46.129	60.527	80.938
ROAA (%)	3,1	1,4	1,9	1,4
ROAE (%)	27,4	12,6	18,3	14,3

Nguồn: VCBS tổng hợp - Đơn vị: tỷ đồng, *: (6T sau soát xét + Q3.2010)



GIỚI THIỆU CHUNG

Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Thương tín - Sacombank (STB) được thành lập năm 1992 trên cơ sở hợp nhất 4 tổ chức tín dụng tại TP.HCM với các hoạt động chính là huy động vốn, cấp tín dụng và thực hiện các dịch vụ ngân hàng. Với định hướng trở thành một tập đoàn tài chính đa năng, Sacombank đang từng bước mở rộng hoạt động của mình sang các lĩnh vực chứng khoán, cho thuê tài chính. Từ năm 2001 đến 2005 với sự tham gia góp vốn của 3 cổ đông nước ngoài là các tổ chức tài chính ngân hàng mạnh trên thế giới và khu vực đã hỗ trợ Sacombank tiếp cận với công nghệ tiên tiến và kinh nghiệm quản trị điều hành hiện đại. Hiện nay Sacombank có mạng lưới hoạt động trên 351 điểm giao dịch trải rộng từ Bắc vào Nam, quan hệ trên 6.180 đại lý thuộc hơn 289 ngân hàng tại 80 quốc gia trên thế giới. Vừa qua STB đã hoàn thành kế hoạch tăng vốn điều lệ năm 2010 từ 6.700.353.000.000 đồng lên 9.179.230.130.000 đồng và vốn chủ sở hữu tính đến ngày 15/11/2010 của STB là 13.487 tỷ đồng.

Sacombank được biết đến là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu tại Việt Nam hiện nay, thương hiệu Sacombank đã lan rộng khắp thị trường trong nước đồng thời đang vươn ra thị trường quốc tế. Đặc biệt, trong năm 2007, lần đầu tiên Sacombank trở thành ngân hàng duy nhất tại Việt Nam nhận 2 giải thưởng quốc tế uy tín “Ngân hàng tốt nhất Việt Nam 2007” do Euromoney bình chọn, “Ngân hàng bán lẻ tốt nhất Việt Nam 2007” do Asian Banking And Finance thuộc tập đoàn Charton Media bình chọn. Đến 2010 STB vẫn tiếp tục nhận được các giải thưởng uy tín cho “Ngân hàng có dịch vụ ngoại hối tốt nhất Việt Nam năm 2010” (Global Finance) và nhiều giải thưởng khác.

Chiến lược phát triển của Sacombank là trở thành Ngân hàng bán lẻ - đa năng - hiện đại - tốt nhất Việt Nam. Chúng tôi đánh giá đây là hướng đi đúng đắn vì STB đang phải chịu sự cạnh tranh ngày càng tăng từ phía các ngân hàng quốc doanh về quy mô vốn, về hệ thống mạng lưới và cơ sở vật chất, công nghệ và sự hỗ trợ của nhà nước, tuy nhiên hầu hết các ngân hàng này đều chưa phát triển mảng ngân hàng bán lẻ và đây chính là một mảng thị trường còn nhiều tiềm năng để STB có thể khai thác.

VỊ TRÍ TRONG NGÀNH VÀ TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

VỊ TRÍ TRONG NGÀNH

Mặc dù VCB và CTG đã cổ phần hóa nhưng Nhà nước vẫn giữ phần lớn cổ phần và có ưu thế vượt trội về qui mô, do đó chúng tôi không cân nhắc việc so sánh STB với VCB và CTG ở một số chỉ tiêu. Qua bảng thống kê một số chỉ tiêu hoạt động của nhóm các NHTMCP hàng đầu Việt Nam hiện nay, STB có một số điểm nổi bật sau:

Số liệu so sánh STB với một số ngân hàng khác tính đến 31/12/2009

Chỉ tiêu	VCB	CTG	ACB	STB	EIB	TCB	MB
----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	----

(tỷ đồng)							
Tổng tài sản	255.495,9	243.785,2	167.881,0	104.019,1	65.448,4	92.581,5	69.008,3
Tổng dư nợ	141.621,1	163.170,5	62.358,0	59.830,7	38.381,9	42.092,8	29.587,9
Tổng tiền gửi	207.907,1	163.542,4	97.369,0	63.666,2	41.294,1	72.693,5	51.675,4
VCSH	16.710,3	12.572,1	10.106,3	10.546,8	13.353,3	7.323,8	6.888,0
VĐL	12.100,9	11.253,0	7.814,1	6.700,4	12.526,9	5.400,4	5.300,0
LNST	3.921,4	2.572,5	2.201,2	1.670,6	1.132,5	1.700,2	1.094,7
ROA (%)	2,0	1,1	1,4	1,8	1,9	1,8	1,6
ROE (%)	29,1	15,9	24,7	19,4	8,6	23,2	15,9
EPS (đồng)	3.601	2.644	3.145	2.844	1.339	3.148	3.173
BV (đồng)	13.232	15.560	11.956	14.451	15.708	13.562	18.031
Giá (đồng)*	33.000	18.400	23.100	13.900	13.500	18.500	17.500
P/E (x)	9,16	6,96	7,34	4,89	10,08	5,87	5,52
P/B (x)	2,49	1,18	1,93	0,96	0,86	1,36	0,97
Mạng lưới	321	695	237	308	140	193	103

Nguồn: VCBS tổng hợp, *: giá tại ngày 23/11/2010

Về tổng tài sản: STB đứng thứ 2 trong nhóm các NHTMCP với tổng tài sản tại 31/12/2009 là 104.019 tỷ đồng và chỉ thấp hơn ACB. Tuy nhiên, có thể nhận thấy khoảng cách giữa STB và ACB cũng như nhóm VCB, CTG vẫn còn tương đối lớn, cho thấy STB cần thời gian để có thể theo kịp ACB cũng như các NH lâu năm như VCB và CTG về qui mô tài sản.

Về vốn chủ sở hữu: Với tổng vốn chủ sở hữu 10.547 tỷ đồng tại 31/12/2009, STB đứng sau EIB trong hệ thống các NHTMCP Việt Nam sau (trừ VCB và CTG). Tuy nhiên xét về vốn điều lệ, STB đứng sau cả ACB. Việc có nguồn vốn mạnh sẽ là một lợi thế lớn giúp các ngân hàng đối mặt với tình hình khó khăn hiện nay của hệ thống ngân hàng. Do đó, việc nâng cao vốn điều lệ của STB trong năm 2010 là hết sức cần thiết.

Về dư nợ cho vay và tiền gửi: Tại thời điểm 31/12/2009 STB là ngân hàng có dư nợ cho vay và tiền gửi cao thứ 2 sau ACB trong hệ thống các NHTMCP (không tính VCB và CTG) với tổng dư nợ cho vay là 59.831 tỷ đồng và tổng tiền gửi là 63.666 tỷ đồng. Tuy nhiên, khi xét riêng về khả năng huy động thì TCB lại vượt lên trên STB với tổng tiền gửi là 72.694 tỷ đồng.

Về chỉ tiêu lợi nhuận: Khả năng sinh lời trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của STB cũng tương đối cao và đồng đều. ROA năm 2009 của STB là 1,8%; chỉ đứng sau EIB trong hệ thống các NHTMCP và cao hơn so với ACB, CTG hay MB. ROE năm 2009 đạt 19,4% đứng sau ACB và TCB. Có thể thấy TCB là đối thủ cạnh tranh mạnh của STB khi có chỉ số sinh lời và lợi nhuận cao hơn STB trong khi qui mô về tài sản và vốn lại thấp hơn.



Về mạng lưới hoạt động: STB có mạng lưới hoạt động tương đối rộng, đứng đầu hệ thống các NHTMCP (không kể VCB và CTG) về số chi nhánh và điểm giao dịch với 308 điểm tại thời điểm 31/12/2009. Tuy nhiên, xét trong giai đoạn 2007 – 2009 thì tốc độ phát triển mạng lưới trung bình của STB vẫn thấp hơn của ACB; 24,7% so với 43%.

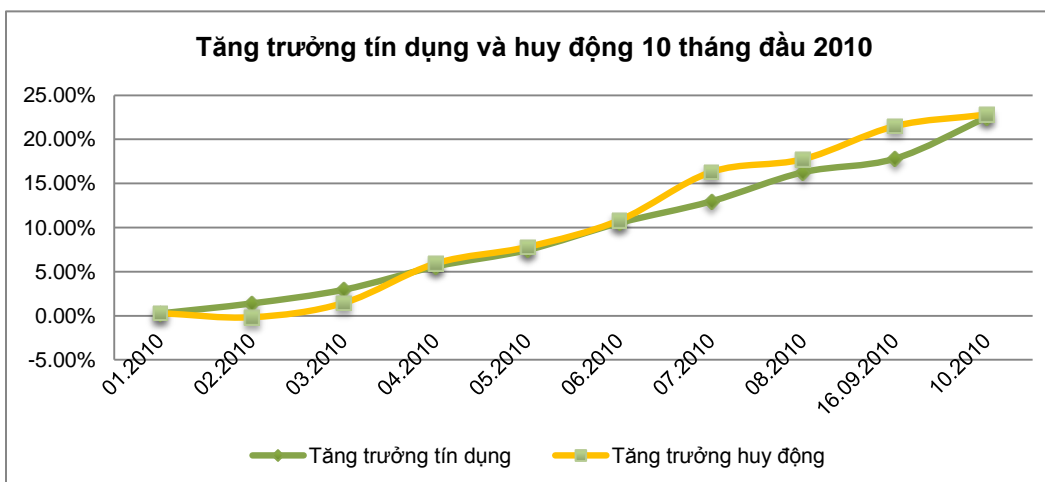
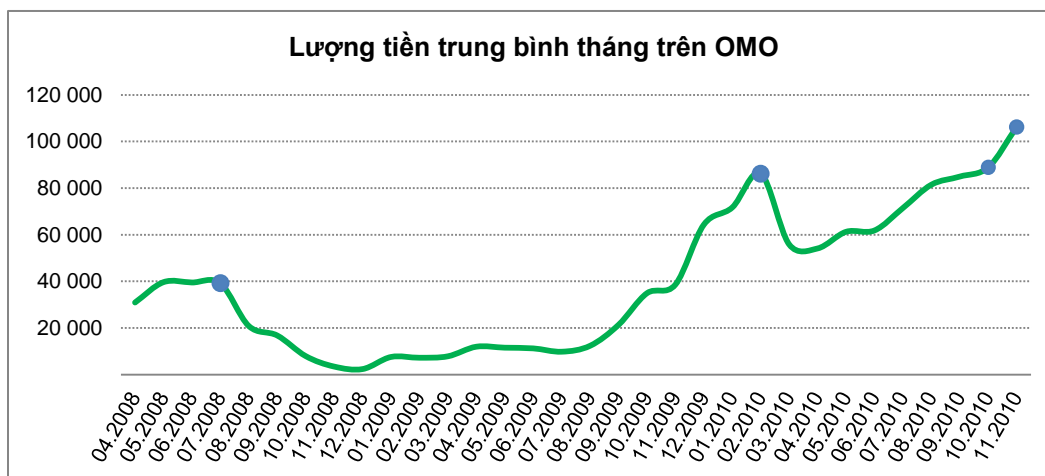
Như vậy, so với các NHTMCP hàng đầu Việt Nam hiện nay, STB đứng sau ACB về qui mô tài sản và vốn chủ sở hữu, đồng thời đứng sau ACB và TCB về khả năng sinh lời. STB có một số lợi thế hơn các NHTMCP khác như là ngân hàng đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, ngân hàng đầu tiên mở rộng mạng lưới hoạt động ra ngoài biên giới (sang Lào và Campuchia) và nhận được nguồn vốn ủy thác từ các tổ chức tài chính quốc tế như IFC, FMO, ABD, Proparco do đáp ứng được yêu cầu về tính minh bạch, chiến lược phát triển, quản trị cũng như mục đích sử dụng vốn hợp lý. Do đó, nhìn chung, STB chỉ đứng sau ACB trong hệ thống các NHTMCP (không tính VCB và CTG). Một điều đáng lưu ý là STB cần giữ vững và nâng cao hơn nữa vị trí của mình do có dự cạnh tranh gay gắt từ ngân hàng ngay sau nó là TCB.

TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN NGÀNH

Năm 2010 được đánh giá là thời điểm khó khăn của toàn ngành ngân hàng. Các chính sách vĩ mô nhằm đảm bảo tăng trưởng tín dụng đồng thời kiềm chế lạm phát của Ngân hàng Nhà nước chưa tỏ ra hiệu quả và còn nhiều điểm chưa thống nhất. Hoạt động huy động vốn và cho vay của các ngân hàng cũng gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là các ngân hàng có qui mô nhỏ do tính thanh khoản không cao và tình hình lãi suất nhiều biến động. Các ngân hàng cũng phải đối mặt với rủi ro chính sách khi trong 3 quý đầu năm 2010 ưu tiên được dành cho tăng trưởng tín dụng với nỗ lực giảm dần mặt bằng lãi suất, nhưng do tình hình lạm phát tăng cao kể từ tháng 9 cho đến nay, chính sách đã thay đổi theo hướng thắt chặt thông qua việc Ngân hàng Nhà nước tăng lãi suất cơ bản lên 9% vào ngày 5/11/2010. Điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động kinh doanh của các ngân hàng.

Tình hình căng thẳng về tỷ giá với áp lực lên tiền đồng đã gây khó khăn cho việc tiếp cận nguồn vốn và tình hình thanh khoản của các ngân hàng. Hoạt động huy động vốn trở thành một thách thức lớn với hầu hết các ngân hàng, khiến lãi suất tiền đồng luôn ở mức cao và tín dụng trong quý I năm 2010 tăng trưởng rất chậm. Trong giai đoạn này, doanh nghiệp chuyển hướng sang vay bằng USD do chênh lệch lãi suất cho vay giữa VND và USD tương đối lớn theo chiều hướng có lợi hơn cho USD. Tình trạng này đã khiến áp lực lên tiền đồng lại tăng cao hơn nữa và buộc Chính phủ phải nới rộng tỷ giá thêm 2,1% vào ngày 18/08/2010 tăng tỷ giá từ 18.544 VND/USD lên 18.932 VND/USD. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, áp lực lên tiền đồng vẫn chưa hoàn toàn biến mất và lượng tiền gửi USD trong hệ thống ngân hàng cũng không được cải thiện nhiều. Nguyên nhân là do thâm hụt thương mại trong 10 tháng năm 2010 ở mức cao 9,5 tỷ USD kết hợp với nhu cầu USD của doanh nghiệp ngày càng tăng do một loạt các khoản vay bằng USD sẽ đáo hạn vào cuối năm 2010. Tình hình thanh khoản căng thẳng cũng thể hiện qua việc

lượng tiền bơm ra trên thị trường mở (OMO) trong những tháng gần đây đặc biệt tăng cao. Lượng tiền trung bình tháng trên OMO là 88.901 tỷ đồng trong tháng 10 và 106.236 tỷ đồng tính từ 1/11/2010 đến 21/11/2010 (vượt qua mức kỷ lục 86.215 tỷ đồng trong tháng 2/2010). Do đó chúng tôi lo ngại lợi nhuận năm 2010 của các ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng tương đối nhiều bởi những diễn biến nêu trên.



Nguồn: SBV, VCBS

Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra chỉ tiêu tín dụng cho năm 2010 là 25%, thấp hơn nhiều so với mức 37,7% trong năm 2009 và chúng tôi dự đoán mục tiêu này là có thể đạt được. Mặc dù tăng trưởng tín dụng trong những tháng đầu năm 2010 đạt thấp nhưng từ tháng 4 tốc độ tăng trưởng bắt đầu được cải thiện khi Chính phủ nới lỏng chính sách tiền tệ nhằm kích thích phát triển kinh tế. Tính đến 30/10/2010 tăng trưởng tín dụng đạt 22,5% so với cuối năm 2009. Mặc dù mục tiêu 25% là có thể đạt được, chúng tôi vẫn lo ngại cho hoạt động của các ngân hàng trong những tháng cuối năm do Chính phủ bắt đầu thắt chặt chính sách tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát đang tăng cao.

Ngoài ra, ngành ngân hàng còn chịu áp lực bởi yêu cầu tăng vốn điều lệ lên tối thiểu 3.000 tỷ đồng trong năm 2010. Điều này khiến cổ phiếu ngành ngân hàng có nguy cơ bị pha loãng và EPS giảm, khiến sức hấp dẫn của cổ phiếu ngành này không còn như trước. Hơn nữa, việc áp dụng thông tư 13 quy định về các tỷ lệ an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng chính thức từ ngày 1/10/2010 buộc các ngân hàng phải đáp ứng hệ số an toàn vốn (CAR) tối thiểu là 9% thay vì 8% như trước đây, đồng thời hạn chế tỷ lệ cấp tín dụng từ nguồn vốn huy động ở mức 80% cũng gây ra những khó khăn nhất định cho hoạt động của các ngân hàng. Mặc dù một số điểm trong Thông tư 13 đã được sửa đổi sau đó trong Thông tư 19 theo chiều hướng có lợi hơn cho các ngân hàng, chúng tôi cho rằng điều này cũng không tác động tích cực đến cục diện chung của ngành ngân hàng trong ngắn hạn.

Mặc dù những diễn biến vừa qua vẽ nên một bức tranh không mấy sáng sủa cho ngành ngân hàng, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng ngành ngân hàng là một trong những ngành đáng để đầu tư trong dài hạn khi thị trường ngân hàng ở Việt Nam vẫn còn rất nhiều tiềm năng để tăng trưởng với chưa đầy 10% dân số có tài khoản ngân hàng. Đồng thời, chúng tôi cho rằng những rủi ro và khó khăn này sẽ tập trung tác động vào những ngân hàng qui mô nhỏ, những ngân hàng lớn và có tiềm lực tài chính mạnh thì vẫn có khả năng mở rộng và hoạt động hiệu quả.

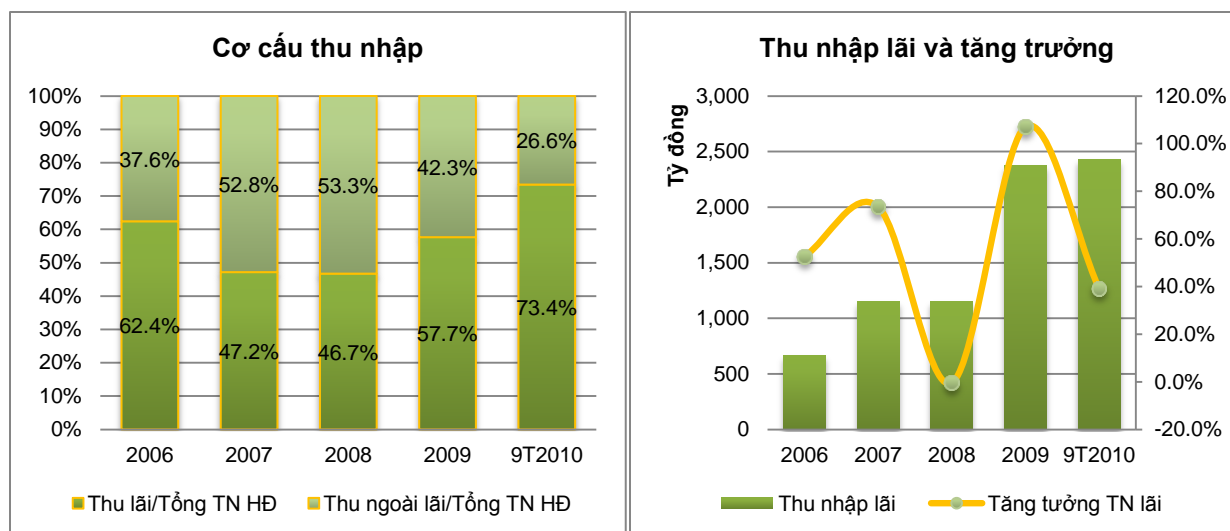
PHÂN TÍCH KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

THU NHẬP

Thu nhập lãi của STB chiếm 73,4% tổng thu nhập hoạt động trong 9T2010. Tỷ trọng này cao hơn hẳn so với các năm trước 46,7% - 62,4%. Tuy nhiên so với một số ngân hàng khác như VCB (78,2%), CTG (84,8%), ACB (77,5%), EIB (84%) tại cùng thời điểm 9T2010 thì tỷ trọng này của STB vẫn thấp hơn. Điều này cho thấy cơ cấu thu nhập của STB tương đối đa dạng và không phụ thuộc quá nhiều vào hoạt động tín dụng truyền thống, do đó rủi ro STB gặp phải khi có những biến động lớn không thuận lợi cho hoạt động tín dụng sẽ ít hơn các ngân hàng khác. Thu nhập lãi của STB trong 9T2010 đạt 2.426 tỷ đồng, tăng 39,1% so với cùng kỳ năm 2009. Tốc độ tăng trưởng trung bình của STB trong giai đoạn 2006 – 2009 là 58,2%, trong đó năm 2008 có tốc độ tăng trưởng âm 0,5% do chi phí lãi tăng đột biến 170%.

Thu nhập ngoài lãi của STB trong 9T2010 đạt 877 tỷ đồng, giảm 19,3% so với cùng kỳ năm trước, chỉ chiếm 26,6% mặc dù tỷ trọng này trong các năm trước tương đối cao 37,6% - 53,3%. Việc tỷ trọng thu nhập ngoài lãi giảm mạnh trong năm 2010 là do thu nhập từ hoạt động dịch vụ giảm 16,6%; thu nhập từ kinh doanh ngoại hối giảm mạnh 169,4% và thu nhập từ góp vốn mua cổ phần giảm 38,3%. Các nguồn thu nhập ngoài lãi khác mặc dù tăng mạnh như thu nhập mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư lần lượt tăng 267% và 190%; lãi thuần từ hoạt động khác tăng 1.341% nhưng vẫn không bù đắp được sự sụt giảm của các nguồn thu ngoài lãi chính. Có thể thấy trong 9T2010, hầu hết các ngân

hàng đều báo lỗ trong thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối do diễn biến tỷ giá phức tạp từ đầu năm đến nay và STB cũng không phải là trường hợp ngoại lệ.

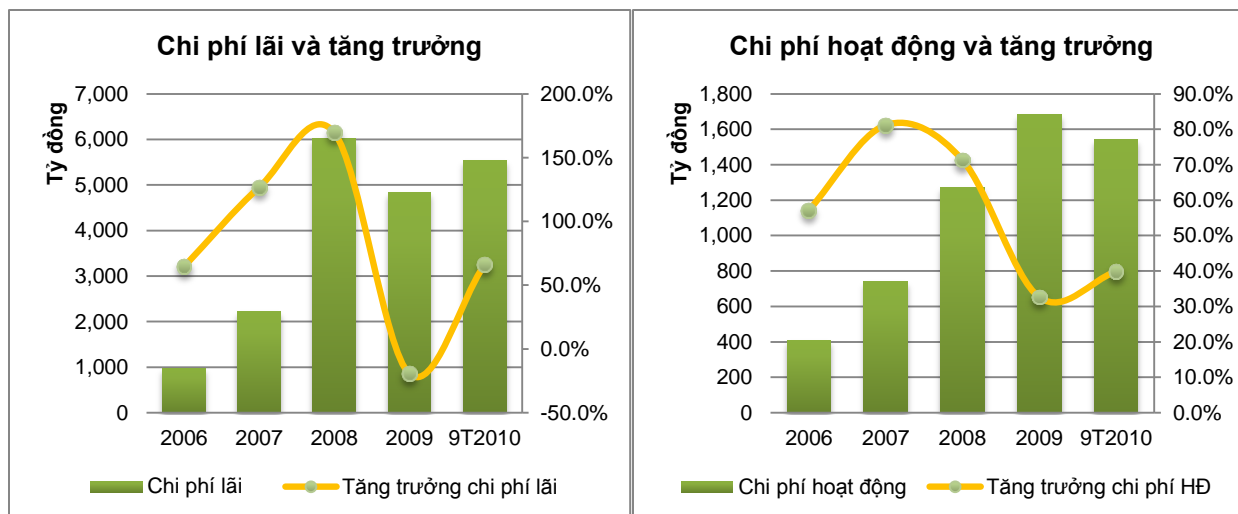


Nguồn: VCBS

CHI PHÍ

Chi phí lãi của STB trong 9T2010 tăng mạnh 66,2% so với cùng kỳ năm trước, đạt 5.536 tỷ đồng, cao hơn 14,4% so với chi phí lãi của cả năm 2009. Nguyên nhân là do năm 2010 nguồn thu nhập của STB chủ yếu tập trung vào hoạt động tín dụng trong khi thu nhập từ các hoạt động phi tín dụng khác bị thu hẹp. Chi phí lãi tăng cao cũng là kết quả tình trạng căng thẳng thanh khoản và mặt bằng lãi suất cao của hệ thống ngân hàng trong năm 2010. Chi phí lãi của STB phần lớn dùng để trả lãi tiền gửi (chiếm tới 73,7%) và trả lãi tiền vay (19,7%); phát hành giấy tờ có giá chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu chi phí lãi. So với ACB thì tỷ trọng chi phí lãi tiền gửi của STB thấp hơn (73,7% so với 84,5%) cho thấy hoạt động huy động tiền gửi từ khách hàng của STB không được hiệu quả như của ACB.

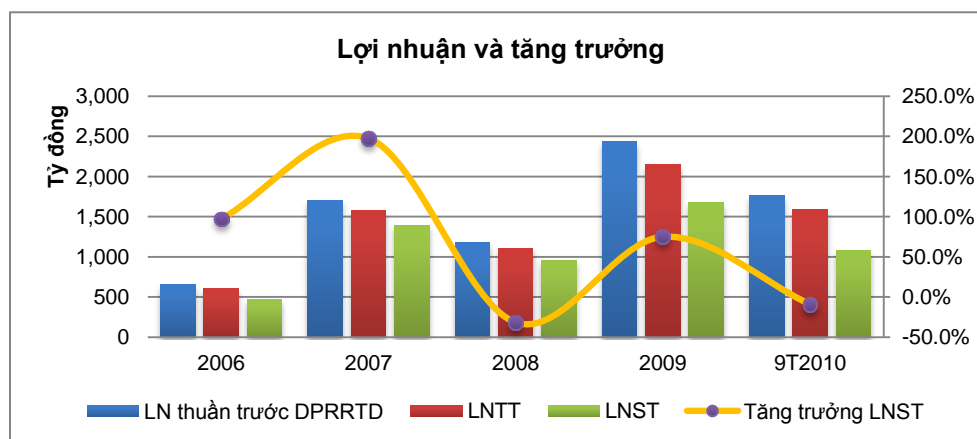
Chi phí hoạt động của STB tăng mạnh trong giai đoạn 2006 – 2008, trung bình tăng 70% do giai đoạn này số lượng nhân viên của STB tăng nhanh chóng kéo theo chi phí lương và phụ cấp cho nhân viên (chiếm 47,6% chi phí hoạt động) cũng tăng theo. Tuy nhiên qua năm 2009 và 2010, tốc độ tăng chi phí hoạt động giảm dần xuống lần lượt còn 32,67% và 39,9% khi đội ngũ nhân sự đã ổn định, đạt 1.543 tỷ đồng trong 9T2010.



Nguồn: VCBS

LỢI NHUẬN

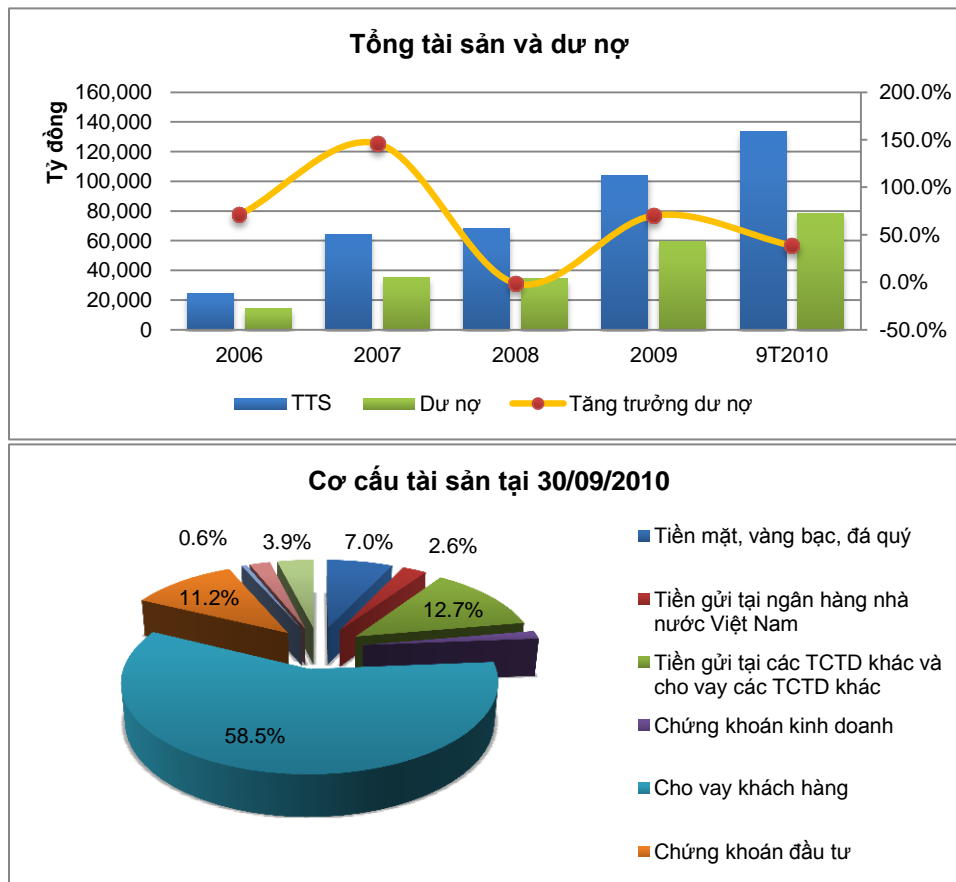
Sự chênh lệch giữa lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng và lợi nhuận sau thuế của STB là tương đối nhỏ qua các năm, cho thấy chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của STB thấp và chất lượng tín dụng của STB tương đối tốt. Trong 9T2010 lợi nhuận trước thuế lũy kế của ACB đạt 1.587 tỷ đồng (1.126 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế), tăng nhẹ 3,4% so với cùng kỳ năm trước và chỉ hoàn thành 66,1% kế hoạch lợi nhuận năm 2010. Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế (sau khi đã trừ đi lợi ích của cổ đông thiểu số) trong 9T2010 giảm 9,2% so với cùng kỳ. Trong cuộc họp ĐHCĐ năm 2010, STB đã đặt ra kế hoạch lợi nhuận trước thuế là 2.400 tỷ đồng (1.800 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế) cho năm 2010, tăng 11,6% so với năm 2009. Khi xem xét tình hình thực tế khó khăn của ngành ngân hàng trong năm 2010, nhiều ngân hàng chỉ đặt mục tiêu lợi nhuận năm 2010 ngang bằng hoặc thậm chí giảm so với 2009 như trường hợp của VCB. Do đó, chúng tôi đánh giá việc đạt được mục tiêu lợi nhuận năm 2010 là một thách thức lớn với STB, đặc biệt là trong bối cảnh thắt chặt chính sách tiền tệ hiện nay.



Nguồn: VCBS

PHÂN TÍCH TÀI SẢN – NGUỒN VỐN

TỔNG TÀI SẢN VÀ DƯ NỢ CHO VAY



Nguồn: VCBS

Tổng tài sản của STB tăng trưởng với tốc độ tương đối cao, trung bình giai đoạn 2006 – 9T2010 tăng 65,2%. Trong 9T2010 tăng trưởng tổng tài sản giảm từ 52% năm 2009 xuống 35,9%, đạt 133.539 tỷ đồng. Tại 30/09/2010 cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất 58,5% trong cơ cấu tài sản của STB, chứng khoán đầu tư chiếm 11,2%, tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác chiếm 12,7% và các tài sản khác chỉ chiếm 17,6% còn lại. Có thể nhận thấy tỷ trọng cho vay khách hàng trong cơ cấu tài sản của STB cao hơn so với các ngân hàng TMCP khác như ACB (45,1%) và EIB (55%) nhưng vẫn thấp hơn CTG (63,7%) và VCB (60,9%). Điều này cho thấy trong 9T2010 sự phụ thuộc của STB vào hoạt động tín dụng là tương đối nhiều so với các ngân hàng được so sánh.

Dư nợ cho vay của STB tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2006 – 2009, trung bình tăng 71,4% ngoại trừ năm 2008 giảm nhẹ 1,3%. Trong 9T2010, dư nợ cho vay của STB đạt 78.118 tỷ đồng, tăng 38,5% so với cùng năm trước và tăng 31,7% so với cuối năm 2009. Tốc độ tăng tín dụng của STB cao hơn nhiều

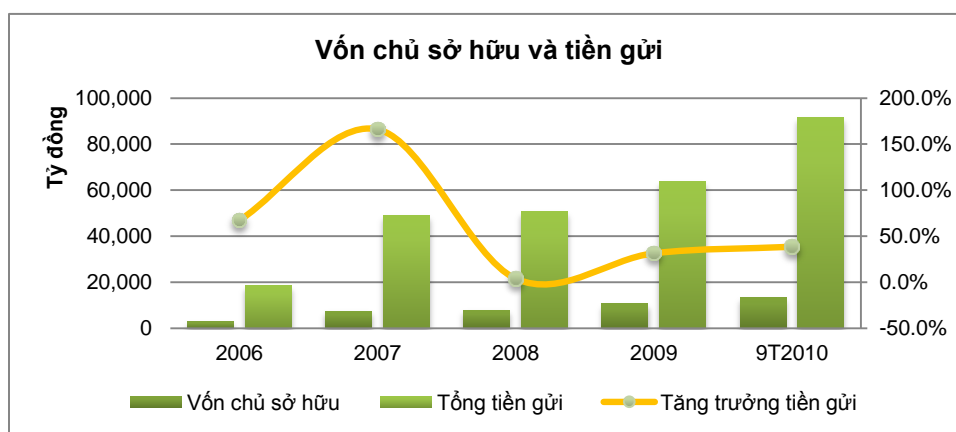
so với mức trung bình ngành ngân hàng tại cùng thời điểm là 17,81%, tuy nhiên thấp hơn so với kế hoạch đặt ra là tăng trưởng tín dụng 45% trong năm 2010. Mặc dù quý IV thường có tốc độ tăng tín dụng cao nhất trong năm do tính đặc trưng mùa vụ nhưng chúng tôi cho rằng trong Q4.2010 tín dụng sẽ không tăng trưởng nhiều do chính sách thắt chặt tiền tệ và mặt bằng lãi suất quá cao như hiện nay. Vì vậy khả năng STB đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng cũng chưa có gì chắc chắn.

TIỀN GỬI HUY ĐỘNG VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Vốn chủ sở hữu của STB tăng đều trong giai đoạn 2006 – 2009 với tốc độ trung bình 28%, ngoại trừ năm 2008 chỉ tăng 5,6%. Trong 9T2010 chỉ số này của STB đạt 13.164 tỷ đồng, tăng 40,9% so với cùng kỳ do vốn điều lệ tăng từ 6.700 tỷ đồng lên 9.179 tỷ đồng trong Q3.2010. Số vốn tăng thêm được dùng vào các mục đích như sau: 47% để bổ sung vốn và thành lập các đơn vị trực thuộc và góp vốn mua cổ phần, 32,3% để đầu tư bổ sung vào công nghệ thông tin, thiết bị cho hoạt động thẻ và xây dựng trụ sở các chi nhánh, 20,7% còn lại được đưa vào kinh doanh sinh lời.

Tổng tiền gửi

Tổng tiền gửi của STB từ khách hàng và các TCTD tại 9T2010 đạt 91.280 tỷ đồng, tăng 38,5% so với cùng kỳ năm trước và 43,4% so với cuối năm 2009, cao hơn nhiều hơn so với mức trung bình ngành 21,5% và tăng trưởng dư nợ 31,7% tại cùng thời điểm. Tốc độ tăng trưởng tiền gửi trung bình trong cả giai đoạn 2006 – 9T2010 khá cao, đạt 61,3% tuy nhiên năm 2008 chỉ tăng 3,8%. Xét về cơ cấu tiền gửi, tiền gửi khách hàng duy trì tỷ trọng trung bình là 92,2% trong khi tỷ trọng trung bình của tiền gửi từ các TCTD khác là 7,8%.



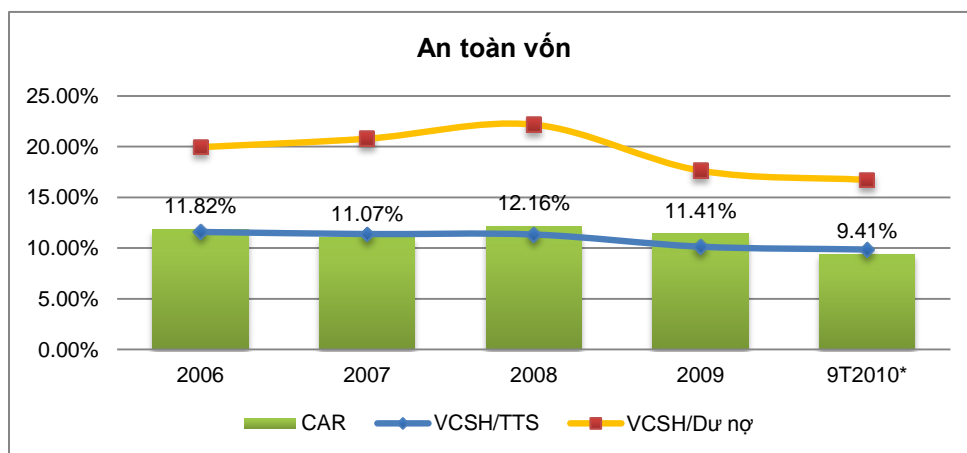
Nguồn: VCBS

PHÂN TÍCH CAMEL

AN TOÀN VỐN (C)

Chỉ số VCSH/TTS và VCSH/Dư nợ của STB có xu hướng giảm dần qua các năm, tuy nhiên giảm không nhiều, đạt lần lượt 9,9% và 16,7% trong 9T2010. Điều này cho thấy vốn của STB tăng chậm hơn so với tăng trưởng tài sản và dư nợ. Chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng này trong hoạt động của ACB, tuy nhiên các chỉ số này của ACB giảm mạnh hơn so với STB, đặc biệt là tỷ lệ VCSH/Dư nợ. Nguyên nhân chính là do STB đã hoàn tất việc tăng vốn điều lệ lên 9.179 tỷ đồng trong thời gian vừa qua trong khi ACB vẫn chưa làm được điều này.

Hệ số an toàn vốn (CAR) của STB luôn được duy trì ở mức trên 11% trong giai đoạn 2006 – 2009, tuy nhiên có xu hướng giảm dần từ năm 2008. Đến thời điểm 30/06/2010 CAR của STB giảm xuống mức 9,41%, cao hơn một chút so với yêu cầu CAR tối thiểu của Ngân hàng Nhà nước áp dụng từ 01/10/2010. Chúng tôi cho rằng hệ số CAR của STB sẽ được cải thiện vào cuối năm 2010 và có thể đạt mức 10% - 11% như mục tiêu đã đề ra do Ngân hàng đã hoàn thành việc tăng vốn của mình và làm tăng phần vốn tự có lên 2.774 tỷ đồng.



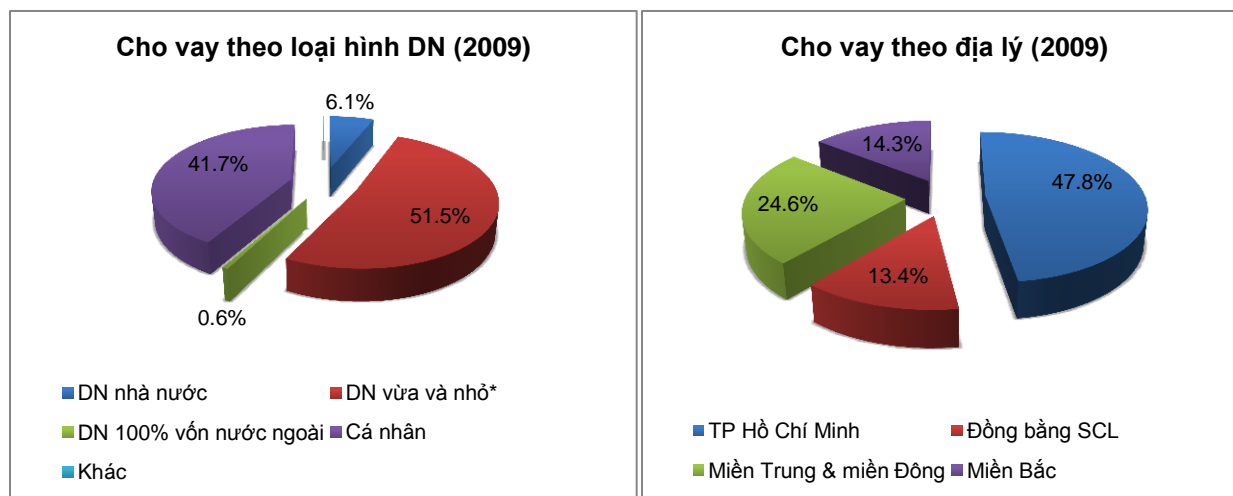
Nguồn: Fitch, VCBS, *: CAR tại 30/06/2010

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN (A)

Hoạt động cho vay: Với thu nhập ngoài lãi bị thu hẹp, STB cũng như nhiều ngân hàng khác đều đẩy mạnh hoạt động tín dụng của mình trong năm 2010. Chất lượng tín dụng của STB được đánh giá trên một số khía cạnh sau.

Cho vay theo loại hình doanh nghiệp: Đối tượng khách hàng mục tiêu của STB là nhắm vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ, do đó 51,5% vốn cho vay của STB là dành cho các doanh nghiệp cổ phần, trách nhiệm hữu hạn, tư nhân, hợp tác xã và liên doanh. Tiếp theo là cho vay cá nhân chiếm tới 41,7% tổng dư nợ. Cho vay doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài và các loại hình khác chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ 0,7%. Cơ cấu này phù hợp với mô hình ngân hàng bán lẻ mà STB đang hướng tới.

Cho vay theo địa lý: Thị trường cho vay của STB chủ yếu tập trung vào khu vực thành phố Hồ Chí Minh, chiếm gần một nửa tổng dư nợ. STB cũng đã mở rộng được mạng lưới ra khu vực đồng bằng Sông Cửu Long và miền Trung, miền Đông với tỷ trọng cho vay lần lượt là 13,4% và 24,6%. Tuy nhiên, tại miền Bắc STB chỉ cho vay 14,3% tổng dư nợ. Điều này cho thấy trong thời gian tới STB cần tập trung khai thác thị trường miền Bắc nhằm nâng cao hơn nữa thị phần của mình.

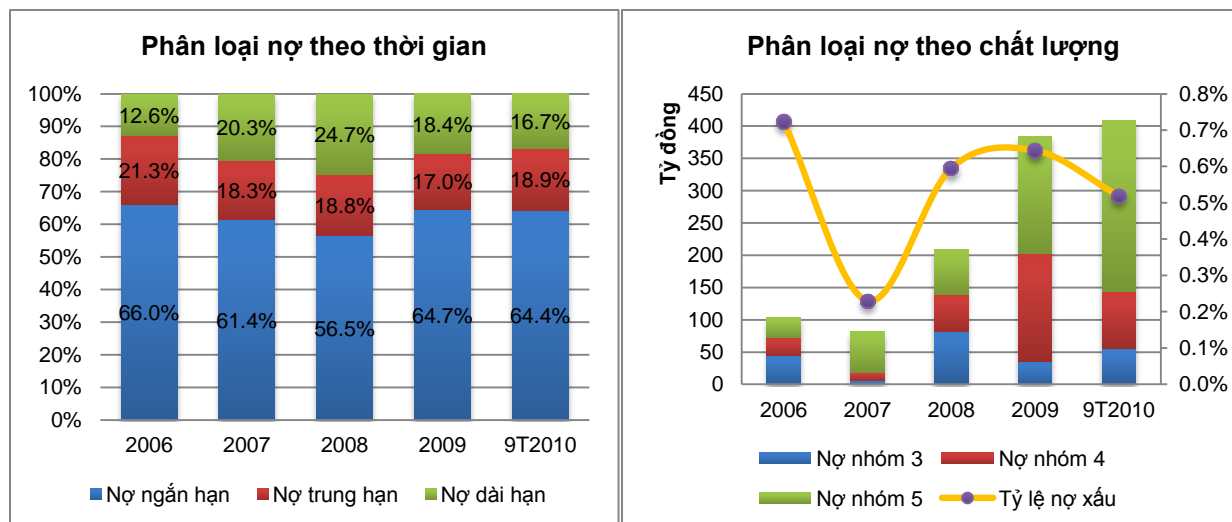


*Nguồn: VCBS, *: gồm DN cổ phần, TNHH, tư nhân, hợp tác xã & liên doanh*

Cho vay theo thời gian: STB duy trì cơ cấu nợ theo kỳ hạn tương đối ổn định qua các năm. Trong 9T2010 tỷ trọng trung bình của các khoản nợ ngắn hạn, trung hạn và dài hạn lần lượt là 64,4%; 18,9% và 16,7%. Tỷ trọng cho vay ngắn hạn của STB tương đối cao do đặc thù tập trung cho vay vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ với nhu cầu quay vòng vốn lưu động cao, do đó đảm bảo chất lượng tài sản tốt cho Ngân hàng. Tỷ lệ này của STB cao hơn so với ACB (52,9%), VCB (51%) và CTG (58,1%).

Chất lượng tín dụng: STB có chất lượng quản trị tín dụng khá tốt khi luôn duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 1% trong giai đoạn 2006 – 9T2010. Trong 9T2010, tỷ lệ nợ xấu của STB là 0,52%, chỉ cao hơn ACB (0,3%) trong khi thấp hơn nhiều so với EIB (1,4%), CTG (1,09%) hay VCB (3,06%) (phân loại nợ theo cả định tính và định lượng). Tuy nhiên, giống như ACB, STB cũng cần chú ý đến việc tỷ lệ nợ nhóm 5 trong tổng nợ xấu có xu hướng tăng dần từ năm 2008 đến nay. Các tỷ lệ DPRRTD/Tổng dư nợ và Nợ xấu/VCSH trong 9T2010 đạt lần lượt 0,8% và 3,1%; đều giảm so với năm 2009.

Chứng khoán đầu tư: Tại 30/09/2010, tỷ lệ tài sản STB dành cho hoạt động kinh doanh chứng khoán đầu tư là 11,2%, tương đương 14.895 tỷ đồng, trong đó chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn chỉ chiếm 10% và chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán chiếm tới 90%. Đây là điểm khác biệt cơ bản trong cơ cấu đầu tư của ACB và STB do ACB dành tới 96% cho chứng khoán giữ đến ngày đáo hạn.



Nguồn: VCBS

BỘ MÁY QUẢN TRỊ (M)

STB được đánh giá là một trong những NHTMCP có chất lượng quản trị tương đối tốt, với chiến lược phát triển khá linh hoạt, mặc dù chưa thể bằng VCB và ACB. STB có hai cổ đông chiến lược là ANZ và Dragon Capital, hai tổ chức tài chính quốc tế đã có nhiều kinh nghiệm hoạt động trên thị trường Việt Nam, do đó Ngân hàng nhận được hỗ trợ về kỹ thuật, kinh nghiệm quản lý và điều hành, cũng như tranh thủ được mạng lưới khách hàng của các cổ đông trên. Mặc dù trong thời gian vừa qua, ANZ đã thoái vốn của mình tại STB nhưng chúng tôi cho rằng việc hợp tác giữa hai bên trong 5 năm qua đã hỗ trợ STB rất nhiều trong hoạt động của mình.

Năng lực quản trị của STB thể hiện qua khả năng kiểm soát chất lượng tín dụng tốt. Tỷ lệ nợ xấu của Ngân hàng luôn được duy trì dưới 1% từ năm 2006 đến nay và chỉ cao hơn nợ xấu của ACB. Thêm vào đó, tỷ lệ tài sản sinh lời/tổng tài sản của STB tăng đều từ 76,3% năm 2008 lên 84,1% trong 9T2010. Tuy nhiên, xét về khả năng quản lý chi phí hoạt động, tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động trong 9T2010 của STB cũng tăng từ 40% năm 2009 lên 46,7% trong 9T2010, chủ yếu là do hầu hết các khoản mục trong chi phí hoạt động đều tăng, trong đó chi phí cho nhân viên tăng tới 40%. Do đó việc nâng cao hơn nữa hiệu quả quản lý chi phí cũng là một trong những nhiệm vụ mà STB cần quan tâm thực hiện.

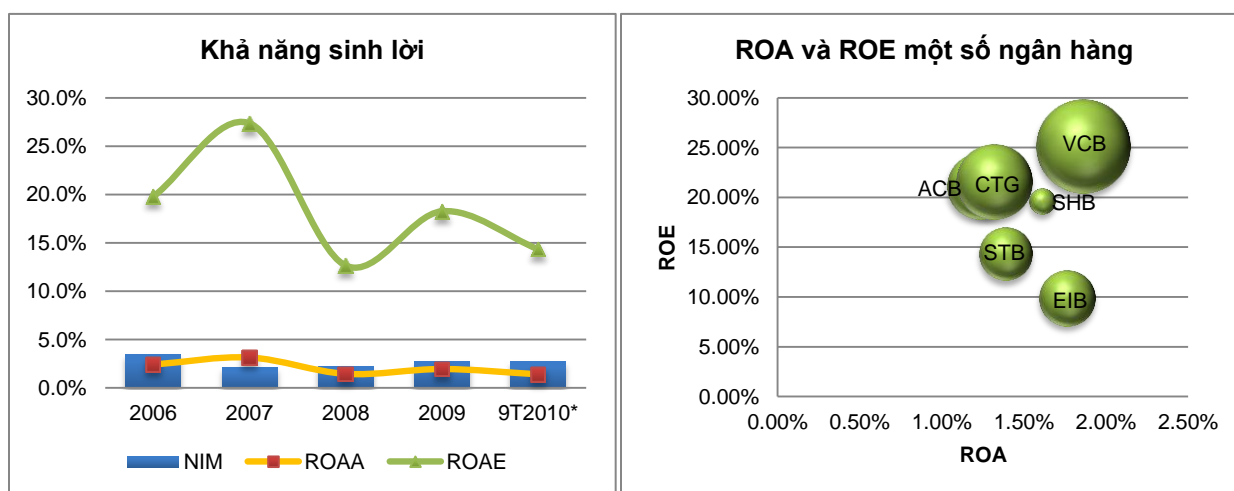
Mặc dù hiệu quả quản lý chi phí chưa cao trong 9T2010 nhưng STB cũng đã nhận được 2 giải thưởng quan trọng cho một số hoạt động của mình là “Ngân hàng có dịch vụ ngoại hối tốt nhất Việt Nam năm 2010” do Global Finance bình chọn và “Ngân hàng có dịch vụ quản lý tiền mặt tốt nhất Việt Nam năm 2010” do The Asset (Hong Kong) bình chọn. Đồng thời, chúng tôi cũng đánh giá khá cao sự nhạy bén của bộ máy quản trị STB khi có định hướng rõ ràng tập trung vào mảng ngân hàng bán lẻ nhiều tiềm năng, đồng thời biết cách nắm bắt các phân khúc thị trường một cách sáng tạo như khai thác thành công

mô hình ngân hàng đặc thù riêng cho phụ nữ (Chi nhánh 8 tháng 3) và cộng đồng nói tiếng Hoa (Chi nhánh Hoa Việt).

KHẢ NĂNG SINH LỜI (E)

ROA của STB giảm mạnh trong 9T2010 so với 2009, đạt 1,4% và là mức thấp nhất kể từ năm 2006 đến nay. ROE cũng giảm từ 18,3% năm 2009 xuống 14,3% trong 9T2010 và là mức thấp thứ 2 kể từ 2006. Trong 6T2010, lợi nhuận sau thuế sau khi soát xét của STB đã giảm đi 35,48% so với trước soát xét, tương đương giảm 415,3 tỷ đồng. Do đó, mặc dù trong báo cáo tài chính hợp nhất Q3.2010 của STB, Ngân hàng vẫn sử dụng số liệu trước soát xét để tính toán, theo đó lợi nhuận sau thuế lũy kế 9 tháng đạt 1.542 tỷ đồng nhưng theo tính toán của chúng tôi sử dụng số liệu sau soát xét thì lũy kế 9 tháng lợi nhuận sau thuế của STB chỉ đạt 1.126 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu của việc sụt giảm lợi nhuận là do lỗ từ hoạt động đánh giá lại ngoại tệ và vàng, kéo theo ROE và ROA của STB cũng giảm theo. Mặc dù theo giải thích của Ngân hàng, việc chênh lệch này là do sự khác nhau giữa 2 phương pháp kế toán, nhưng cho dù khoản lỗ này không được ghi nhận trong 6T2010 thì vẫn phải ghi nhận vào thời điểm cuối năm, do đó chúng tôi cho rằng việc sử dụng số liệu sau soát xét là hợp lý và tiện so sánh với các ngân hàng khác. Khi so sánh 2 chỉ số này của STB với một số ngân hàng khác trong 9T2010 có thể thấy khả năng sinh lời của STB là khá thấp, ROA thấp hơn VCB, EIB và SHB trong khi ROE thấp hơn ACB, CTG, SHB và VCB.

Chỉ số lãi cận biên ròng (NIM) của STB trong 9T2010 là 2,7%; giảm nhẹ so với 2009 nhưng cao hơn nhiều so với 2007 và 2008. NIM của STB trong 9T2010 cũng cao hơn của ACB (2,4%) nhưng thấp hơn các ngân hàng khác như VCB (3,3%); CTG (3,6%); EIB (2,9%). Nguyên nhân NIM của STB giảm nhẹ là do chênh lệch lãi suất (interest rate spread) bị thu hẹp từ 3,71% năm 2009 xuống 3,24% trong 9T2010. Điều này hoàn toàn hợp lý trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao và tăng trưởng tín dụng không đạt được tốc độ cao như năm 2009.

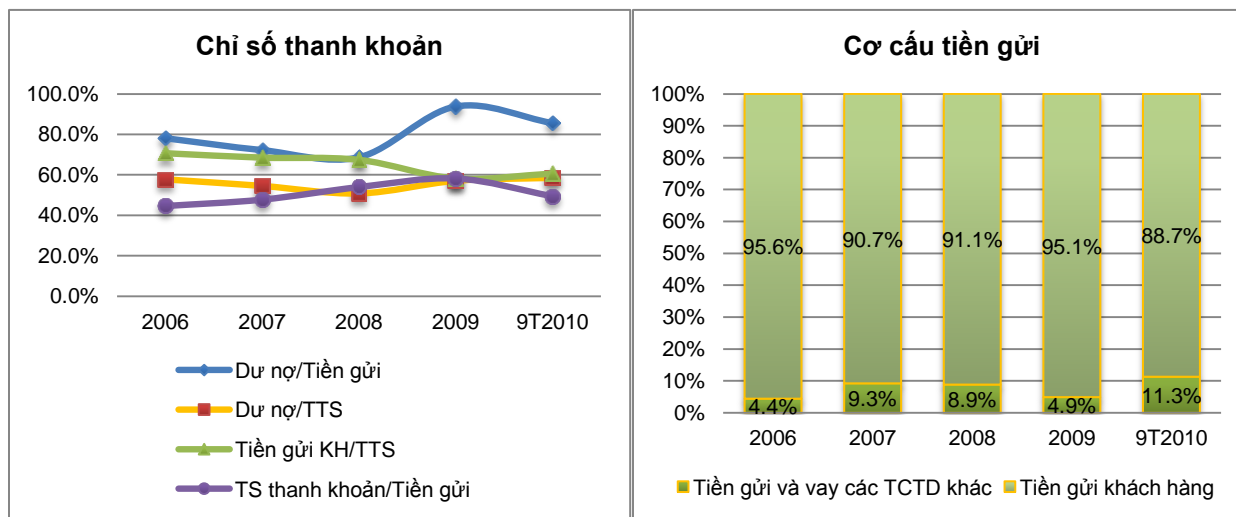


Nguồn: VCBS

TÍNH THANH KHOẢN (L)

Huy động vốn trên thị trường I: Tiền gửi khách hàng của STB tại 30/09/2010 đạt 80.938 tỷ đồng, chiếm 88,7% tổng tiền gửi huy động từ cả hai thị trường. So với các năm trước tỷ trọng huy động vốn từ thị trường I trong 9T2010 có xu hướng giảm đi (2007: 90,7%; 2008: 91,1% và 2009: 95,1%). Tiền gửi khách hàng tăng trưởng tương đối nhanh qua các năm nhưng không đều, trung bình 63,8% trong giai đoạn 2006 – 2009 nhưng năm 2008 chỉ tăng 4,3%. Riêng trong 9T2010 tiền gửi khách hàng tăng 25,4% so với cuối năm 2009, cao hơn so với một số ngân hàng khác như VCB (12,4%) và CTG (16,4%) và ACB (22,9%). Cơ cấu tiền gửi bao gồm 15,2% là tiền gửi không kỳ hạn; 83,7% là tiền gửi có kỳ hạn và 1,1% còn lại là tiền ký quỹ và tiền gửi vốn chuyên dụng. Đồng thời phần lớn tiền gửi khách hàng của STB là VND, chiếm tới 87,2 % trong khi tiền gửi ngoại tệ chiếm 12,8%.

Huy động vốn trên thị trường II: Tại ngày 30/09/2010 tiền gửi và vay của các TCTD khác đạt 10.342 tỷ đồng, chiếm 11,3% tổng tiền gửi huy động từ hai thị trường. Đây là tỷ trọng cao nhất từ trước đến nay của STB (trung bình giai đoạn 2006 – 2009 chỉ chiếm 6,9%) và là kết quả tất yếu của những khó khăn mà hệ thống ngân hàng gặp phải trong huy động vốn từ thị trường I. Tuy nhiên tỷ trọng này vẫn thấp hơn của một số ngân hàng khác như ACB (13,9%), VCB (13,4%), EIB (26,6%) và SHB (24,3%). Cơ cấu tiền gửi của STB cho thấy hoạt động của ngân hàng không bị phụ thuộc quá nhiều vào thị trường liên ngân hàng.



Nguồn: VCBS

Chỉ số thanh khoản: Tỷ lệ dư nợ/tiền gửi (LDR) của STB đạt mức cao nhất vào năm 2009 với 93,8% và giảm xuống 85,6% trong 9T2010, cao hơn so với ACB (75,1%) tại cùng thời điểm. Điều này cho thấy sự khác nhau trong chính sách tín dụng của 2 ngân hàng, trong đó ACB thận trọng hơn trong hoạt động tín dụng của mình. Tuy tỷ lệ dư nợ/tiền gửi giảm nhưng tỷ lệ dư nợ/tổng vốn huy động (bao gồm tổng tiền gửi và giấy tờ có giá) lại tăng nhẹ từ 69,3% năm 2009 lên 70,2% trong 9T2010. Khả năng thanh toán của

STB trong trường hợp khách hàng rút tiền ồ ạt giảm đi đáng kể trong giai đoạn 2007 – 9T2010, thể hiện qua tỷ lệ TS có khả năng thanh khoản/Tiền gửi giảm mạnh từ 58,2% năm 2009 xuống chỉ còn 49,4% trong 9T2010. Mặc dù xu hướng giảm cũng diễn ra với các ngân hàng khác nhưng tỷ lệ này của STB cao hơn so với ACB (24,4%); EIB (30,9%); STB (33,7%) và VCB (37,4%), cho thấy tính thanh khoản của STB vẫn được duy trì tương đối tốt.

KẾT LUẬN

STB được đánh giá là một trong những NHTMCP có chính sách phát triển linh hoạt, nắm bắt tốt các phân khúc thị trường và có mạng lưới hoạt động rộng khắp với 351 điểm trên cả nước, trong đó tập trung nhiều ở TP Hồ Chí Minh. Cùng với ACB, STB là một trong những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, thể hiện qua việc luôn duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 1% từ năm 2006 đến nay. Mặc dù trong năm 2010 hệ thống ngân hàng gặp khó khăn về thanh khoản nhưng STB vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tiền gửi cao (43,4%), đồng thời đảm bảo được tính thanh khoản trong khi tăng cường hoạt động cho vay. Cơ cấu thu nhập và tiền gửi của STB tương đối lành mạnh với tỷ trọng tiền gửi trên thị trường II thấp, cho thấy STB không quá phụ thuộc vào vốn trên thị trường liên ngân hàng.

Tuy nhiên, khả năng sinh lời của STB trong 9T2010 là không cao so với các ngân hàng được so sánh do chênh lệch lãi suất bị thu hẹp và STB có một khoản lỗ lớn khi đánh giá lại ngoại tệ và vàng. Cũng trong thời gian 9 tháng đầu năm 2010, STB quản lý chi phí chưa thật hiệu quả, thể hiện qua sự gia tăng của tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động so với cuối năm 2009.

EPS trailing và BV của STB lần lượt là 2.150 đồng và 14.341 đồng. P/E trailing và P/B tương ứng là 6,6 lần và 0,99 lần; thấp hơn so với trung bình ngành. Có thể thấy giá của nhóm cổ phiếu ngân hàng tương đối thấp so với các nhóm ngành khác và khá thích hợp với các nhà đầu tư dài hạn.



CÁC CHỈ SỐ CƠ BẢN CỦA STB

Chỉ số	2006	2007	2008	2009	9T2010
An toàn vốn					
VCSH/TTS	11,6%	11,4%	11,3%	10,1%	9,9%
VCSH/Dư nợ	19,9%	20,8%	22,2%	17,6%	16,7%
CAR	11,82%	11,07%	12,16%	11,41%	9,41%*
Chất lượng tài sản					
DPRRTD/Tổng dư nợ	0,6%	0,5%	0,7%	0,9%	0,8%
Nợ xấu/Tổng dư nợ	0,7%	0,2%	0,6%	0,6%	0,5%
Nợ xấu/Vốn CSH	3,6%	1,1%	2,7%	3,6%	3,1%
Khả năng thanh khoản					
Dư nợ/Tổng tiền gửi	78,1%	72,2%	68,7%	93,8%	85,6%
Dư nợ/(Tổng tiền gửi + Giấy tờ có giá)	68,6%	65,3%	59,6%	69,3%	70,2%
Dư nợ/TTS	57,8%	54,5%	50,8%	57,0%	58,5%
Tiền gửi KH/TTS	70,7%	68,5%	67,4%	58,2%	60,6%
TS có khả năng thanh khoản/Tiền gửi	44,6%	47,7%	53,9%	58,2%	49,4%
TS có khả năng thanh khoản/TTS	33,0%	36,0%	39,9%	35,4%	33,8%
Hiệu quả hoạt động					
Chi phí HĐ/Thu nhập HĐ	38,5%	30,4%	51,8%	40,0%	46,7%
TS sinh lời/TTS	78,0%	84,5%	76,3%	82,5%	84,1%
Chi phí ngoài lãi/TTS	1,8%	1,3%	2,0%	1,9%	-
Cơ cấu thu nhập					
Thu lãi/Tổng thu nhập HĐ	62,4%	47,2%	46,7%	57,7%	73,4%
Thu phí dịch vụ/Tổng thu nhập HĐ	10,5%	7,9%	22,9%	24,2%	17,1%
Thu nhập từ KD ngoại hối/Tổng thu nhập HĐ	0,4%	4,1%	20,8%	7,6%	-4,9%
Khả năng sinh lời					
Chênh lệch lãi suất	4,6%	3,7%	3,2%	3,7%	3,2%
NIM	3,4%	2,1%	2,2%	2,8%	2,7%
ROAA	2,4%	3,1%	1,4%	1,9%	1,4%
ROAE	19,8%	27,4%	12,6%	18,3%	14,3%
Tăng trưởng so với cùng kỳ					
Tăng trưởng tổng tài sản	71,4%	160,6%	6,0%	52,0%	35,9%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	52,1%	156,1%	5,6%	35,9%	40,9%
Tăng trưởng tín dụng	70,8%	145,9%	-1,3%	70,2%	38,5%
Tăng trưởng tổng tiền gửi	67,1%	166,0%	3,8%	31,4%	38,5%
Tăng trưởng lãi thuần	52,6%	73,5%	-0,5%	107,0%	39,1%
Tăng trưởng lãi dịch vụ	56,9%	73,5%	190,8%	77,1%	-16,6%
Tăng trưởng LNST	97,2%	197,3%	-31,7%	75,0%	-9,2%
Quy mô					
Số điểm giao dịch	159	207	247	308	351
Số lượng nhân viên	3.806	5.419	6.016	6.143	7.200*

Nguồn: VCBS, BCTC của STB, *: tại 30/06/2010



KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của phòng Phân tích. Do đó, VCBS và/hoặc các bộ phận khác của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 – 4 – 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn> – <http://info.vcbs.com.vn>

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH

Trưởng phòng:

Nguyễn Đức Hải
(ndhai@vcbs.com.vn)

Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Lệ Dung
(ltdung@vcbs.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh
(ltnanh@vcbs.com.vn)

Quách Thuỳ Linh
(qtlinh@vcbs.com.vn)

Bùi Ngọc Hà
(bnha@vcbs.com.vn)

Trần Minh Hoàng
(tmhoang@vcbs.com.vn)

Nguyễn Vĩnh Nghiê
(nvngkiem@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga
(nttnga_hcm@vcbs.com.vn)

Trần Gia Bảo
(tgbao@vcbs.com.vn)

Ngô Mạnh Duy
(nmduy@vcbs.com.vn)