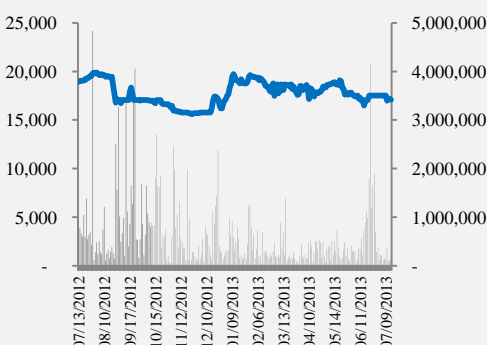


STB [HSX]
NEUTRAL
Giá mục tiêu*
18.100 VND
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (15/7/2013)	VND	17.100
Chênh lệch**	%	5,8
Vốn hóa thị trường	tỷ đồng	19.537
Cổ phần lưu hành	triệu cp	1.143
Free-float	triệu cp	682
Diễn biến (30 ngày)	%	0,59%
GTGD trung bình (30 ngày)	CP	791.319
Lĩnh vực	Tài chính	

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

GIÁ VÀ KHỐI LƯỢNG


Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	0,59%	-4,09%	-12,46%
Vs VN- index	1,55%	-6,18%	-32,05%

Chuyên viên phân tích
Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3 914 6888

hathithuhang@baoviet.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cho rằng mạng lưới kinh doanh rộng, chất lượng dịch vụ tốt, cơ sở khách hàng ổn định, huy động và cho vay khả quan sẽ là động lực để STB tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2013. Tuy nhiên, rủi ro nợ xấu gia tăng cùng với những khoản vay quá hạn liên quan đến Công ty chứng khoán SBS và gia đình ông Đặng Văn Thành khiến chúng tôi lo ngại STB sẽ phải tăng mạnh chi phí trích lập dự phòng và điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của STB trong tương lai.

Dựa vào triển vọng và rủi ro đã đưa ra ở trên, BVSC dự báo EPS và BVPS năm 2013 của STB lần lượt là 1.402 VND/cp và 14.256 VND/cp. P/E và P/B dự phóng lần lượt là 16,7 lần và 1,27 lần. Sử dụng phương pháp số nhân (P/E và P/B) với tỷ trọng 50-50 để định giá, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho STB là 18.100 VND/cp đến thời điểm cuối năm 2013 và đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu STB.

Triển vọng kết quả kinh doanh năm 2013. Chúng tôi dự báo LNTT của STB sẽ đạt 2.536 tỷ đồng, tăng 11,4% so với năm 2012, dựa trên những giả định sau:

- **Thu nhập lãi thuần:** ước đạt 7.241 tỷ đồng, tăng 11,4% nhờ tổng tài sản sinh lãi bình quân tăng 16,5% và tỷ lệ NIM vẫn ở mức cao.
- **Thu nhập từ hoạt động dịch vụ** tăng trưởng 12,7%, đạt 773 tỷ đồng nhờ tăng trưởng kinh tế khởi sắc hơn trong 6 tháng cuối năm sẽ ảnh hưởng tích cực đến hoạt động thanh toán, bảo lãnh của ngân hàng và thu phí dịch vụ cải thiện.
- **Thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối** tăng trưởng 26%, đạt 275 tỷ đồng do rủi ro lỗ vàng sẽ khó xảy ra và hoạt động xuất khẩu phục hồi làm tăng thu nhập từ kinh doanh ngoại tệ.
- **Chi phí hoạt động** sẽ tăng 15% đạt 4.777 tỷ đồng trong năm 2013.
- **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng** giảm 42% xuống 770 tỷ đồng với NPL là 2,4%.

Năm tài chính	Đơn vị	2010	2011	2012	2013F
Tổng tài sản	Tỷ VND	152.387	141.469	152.119	171.490
Vốn chủ sở hữu	Tỷ VND	14.695	14.547	13.699	19.341
Tổng dư nợ	Tỷ VND	82.485	80.539	96.334	112.711
Tổng tiền gửi khách hàng	Tỷ VND	78.335	75.092	107.459	128.950
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ VND	5.056	6.755	6.853	8.083
- Thu nhập lãi	Tỷ VND	3.891	5.842	6.497	7.241
- Thu nhập ngoài lãi	Tỷ VND	1.165	913	356	843
Lợi nhuận thuần trước DPRR	Tỷ VND	2.878	3.166	2.699	3.306
Chi phí DPRR	Tỷ VND	(318)	(395)	(1.331)	(770)
Tổng LNTT	Tỷ VND	2.560	2.771	1.368	2.536
LNST	Tỷ VND	1.910	1.996	1.002	1.902
NIM	%	4,1%	5,7%	6,4%	5,74%
ROAE	%	15,0%	13,7%	7,1%	11,52%
ROAA	%	1,5%	1,4%	0,7%	1,18%
BVPS	VND	13.443	13.558	14.065	14.256
EPS	VND	1.748	1.860	1.029	1.402

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG NĂM 2013

Tỷ lệ NIM thu hẹp. Lạm phát được kiểm soát ở mức thấp, thanh khoản ngân hàng dồi dào đã tạo điều kiện để NHNN thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ, giảm mặt bằng lãi suất từ đầu năm 2012 đến nay. Theo đó, lãi suất chính sách và trần lãi suất huy động đã giảm từ 7-8% so với đầu năm ngoái. Lãi suất cho vay cũng giảm tuy nhiên tốc độ giảm chậm hơn lãi suất huy động. Dựa trên dự báo lạm phát ở mức 6-7% trong năm 2013, chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ giữ ở mức 7% và lãi suất cho vay bình quân có thể tiếp tục giảm thêm 1-2% trong thời gian tới. Theo đó, tỷ lệ lãi biên (NIM) có thể tiếp tục bị thu hẹp.

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng cải thiện từ nửa sau của năm 2013. Tính đến ngày 31/5/2013 tín dụng chỉ tăng trưởng 2,98% so với mục tiêu 12% mà NHNN đặt ra cho cả năm. Tỷ lệ hàng tồn kho lớn, nhu cầu tiêu dùng yếu và tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao là nguyên nhân kìm hãm sự tăng trưởng của tín dụng. Tuy nhiên, nhìn vào xu hướng tín dụng chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu cải thiện khá rõ ràng. Tăng trưởng tín dụng đã thoát khỏi trạng thái âm từ tháng 3/2013, tăng lên 1,4% vào tháng 4/2013, đạt 2,98% vào tháng 5/2013 và có thể đẩy nhanh hơn trong nửa cuối năm 2013 nhờ: (1) Sự phục hồi của nền kinh tế theo tính mùa vụ; (2) Triển khai gói 30.000 tỷ hỗ trợ thị trường bất động sản; (3) VAMC ra đời sẽ tác động tích cực đến quá trình giải quyết nợ xấu; (4) Các gói tín dụng ưu đãi liên tục được ngân hàng đưa ra trong thời gian gần đây; (5) Lãi suất cho vay bình quân tiếp tục giảm. Đây là những chỉ báo tích cực tạo cơ sở cho tín dụng tăng trưởng trong nửa sau của năm 2013. Theo đó, BVSC cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 10-12% trong năm 2013 là có thể đạt được.

Chi phí dự phòng vẫn ở mức cao do nợ xấu tiếp tục gia tăng. Việc theo đuổi tăng trưởng tín dụng cao ở những năm trước trong khi năng lực quản lý rủi ro của hệ thống ngân hàng còn thấp, cộng với những biến động bất lợi của nền kinh tế đã khiến tỷ lệ nợ xấu tăng lên đáng kể. Hệ quả là chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng gia tăng làm lợi nhuận ngành ngân hàng sụt giảm trong năm 2012. Mặc dù NNHN công bố tỷ lệ xấu của hệ thống ngân hàng đã giảm từ 8,6% xuống 6% trong Q1/2013, tuy nhiên tình hình kinh tế khó khăn như hiện nay sẽ khiến nợ xấu có nguy cơ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới. Thêm vào đó, một điều đáng quan ngại là tỷ lệ nợ xấu trên thực tế có thể cao hơn nhiều so với con số được các NHTM công bố. Do đó, chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng dự báo sẽ tiếp tục tăng lên trong tương lai.

Lợi nhuận ngân hàng dự báo không cải thiện nhiều trong năm 2013. Mặc dù tăng trưởng tín dụng kỳ vọng sẽ khởi sắc từ đầu quý 2 nhưng ngành ngân hàng vẫn phải tiếp tục đối mặt với khó khăn khác như tỷ lệ lãi biên (NIM) có xu hướng giảm, nguy cơ nợ xấu gia tăng và chi phí dự phòng ở mức cao. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngân hàng dự báo sẽ không cải thiện nhiều trong năm 2013.

Quan điểm đầu tư. Trong ngắn hạn, ngân hàng không phải là ngành hấp dẫn để đầu tư. Tuy nhiên khó khăn hiện tại sẽ tạo sự phân hóa rõ nét hơn giữa nhóm ngân hàng có cơ sở khách hàng ổn định, quản trị rủi ro tốt và nhóm ngân hàng yếu kém. Những ngân hàng có quy mô lớn, năng lực tài chính mạnh vẫn có khả năng mở rộng, nâng cao hiệu quả hoạt động, chiếm lĩnh thị trường, bứt phá để tạo đà cho các bước phát triển tiếp theo. Bên cạnh đó, quá trình tái cấu trúc hệ thống sẽ giúp ngành ngân hàng hoạt động lành mạnh và tăng trưởng bền vững hơn trong tương lai. Ngoài ra, ngành ngân hàng vẫn còn nhiều tiềm năng khai thác đặc biệt ở phân khúc bán lẻ và dịch vụ tài chính cho doanh nghiệp vừa và nhỏ. Do đó, nhà đầu tư dài hạn nên xem xét tích lũy những cổ phiếu ngân hàng có tiềm lực tài chính mạnh, quản trị rủi ro tốt và định giá hấp dẫn.

VỊ THẾ CỦA SACOMBANK SO VỚI CÁC NGÂN HÀNG NIÊM YẾT TRONG NGÀNH

Mã CP	TTS (Tỷ đồng)	VCSH (Tỷ đồng)	VDL (Tỷ đồng)	Huy động (Tỷ đồng)	Dư nợ (Tỷ đồng)	Dự phòng (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	ROA (%)	ROE (%)	NIM (%)	LDR (%)	NPL (%)	EPS (VND)	BVPS (VND)
CTG	503.606	33.633	26.220	288.271	333.356	4.352	6.160	1,22	18,32	4,76	115,6	1,47	2.342	12.825
VCB	414.670	42.337	32.421	284.515	241.163	(3.230)	4.409	1,06	10,41	3,39	84,8	2,26	2.236	17.931
ACB	177.012	12.764	9.377	125.234	102.802	(488)	928	0,52	7,27	3,78	82,1	2,50	834	13.463
EIB	170.252	15.832	12.527	70.458	74.922	(239)	2.139	1,26	13,51	3,14	106,3	1,32	1.731	12.798
MBB	175.612	12.865	10.320	117.747	74.479	(2.027)	2.311	1,32	17,97	5,55	63,3	2,60	2.417	12.864
STB	152.119	13.699	10.740	107.459	96.334	(1.331)	1.002	0,66	7,32	6,44	89,6	2,05	1.030	12.755
SHB	117.569	9.505	8.962	77.599	56.813	(556)	27	0,02	0,28	2,38	73,2	8,53	2.761	10.722
NVB	21.584	3.184	2.981	12.273	12.886	(88)	2	0,01	0,08	4,24	105,0	5,64	8	10.578

(Nguồn: BVSC, dữ liệu cập nhật đến hết năm 2012)

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

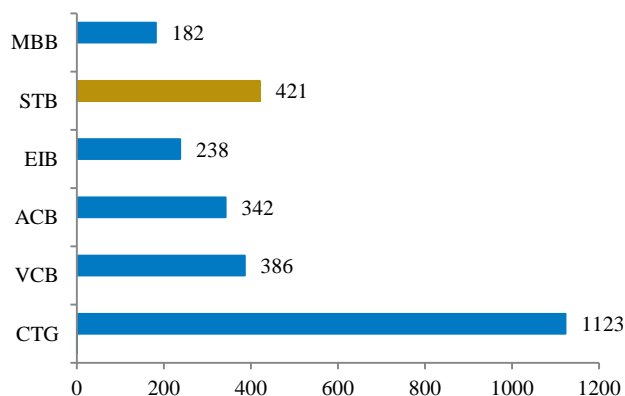
PHÂN TÍCH SWOT

Điểm Mạnh	Điểm Yếu
<ul style="list-style-type: none"> Mạng lưới hoạt động rộng, công nghệ hiện đại. Tỷ lệ NIM ở mức cao. Chất lượng dịch vụ tốt, thương hiệu mạnh. Có thế mạnh trong mảng ngân hàng bán lẻ. 	<ul style="list-style-type: none"> Chất lượng tài sản và các khoản vay giảm. Hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời thấp. Chưa áp dụng công nghệ hiện đại trên toàn hệ thống Trích lập dự phòng thấp, quản lý rủi ro không tập trung.
Cơ Hội	Thách Thức
<ul style="list-style-type: none"> Ngành ngân hàng bán lẻ còn nhiều tiềm năng khai thác. VAMC thành lập sẽ tạo tác động tích cực đến quá trình xử lý nợ xấu. 	<ul style="list-style-type: none"> Cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt. Tỷ lệ nợ xấu gia tăng khi nền kinh tế gặp khó khăn.

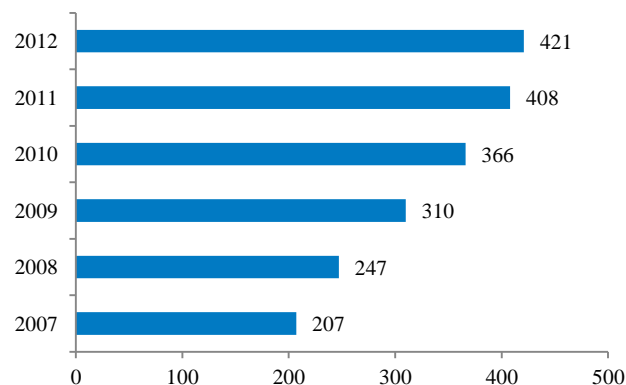
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dẫn đầu về mạng lưới hoạt động trong khối NHTMCP. Với định hướng trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam, trong những năm vừa qua Sacombank rất chú trọng vào chính sách mở rộng mạng lưới hoạt động. Hiện tại STB có 421 điểm giao dịch tại 50/63 tỉnh thành trong nước, 5 chi nhánh nước ngoài (tại Lào và Campuchia) và 1 ngân hàng con tại Campuchia. Ngoài ra, STB đã thiết lập mối quan hệ đại lý với hơn 12.300 đại lý của 328 ngân hàng tại 82 quốc gia và vùng lãnh thổ trên khắp thế giới, để thực hiện các giao dịch tài trợ thương mại, tài trợ dự án, thanh toán quốc tế và chuyển kiều hối. So với các ngân hàng niêm yết khác, Sacombank có số điểm giao dịch dẫn đầu khối NHTMCP, vượt qua VCB và chỉ đứng sau CTG. Mạng lưới hoạt động rộng là lợi thế để ngân hàng cạnh tranh trong dài hạn, gia tăng thị phần tín dụng, thu hút nguồn tiền nhàn rỗi từ dân cư đồng thời cung cấp những sản phẩm, dịch vụ tài chính bán lẻ đến tất cả các đối tượng khách hàng.

Mạng lưới hoạt động của một số ngân hàng, 2012



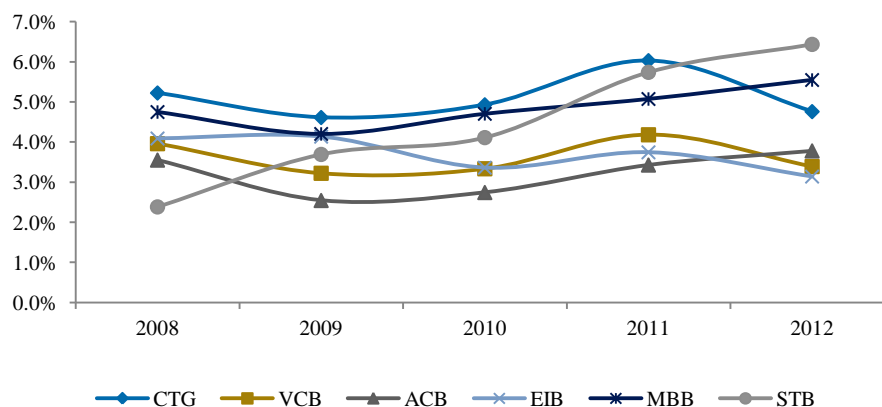
Mạng lưới hoạt động của STB



(Nguồn: STB, BVSC)

Tỷ lệ lãi biên (NIM) tăng nhanh và duy trì ở mức cao. NIM của STB đã tăng từ 2,4% trong năm 2008 (mức thấp nhất so với các ngân hàng niêm yết) lên 6,4% trong năm 2012 (mức cao nhất so với các ngân hàng niêm yết). Tỷ lệ NIM tăng nhanh do: (1) Cơ cấu tài sản tập trung vào hoạt động có mức sinh lời cao như cho vay khách hàng, đầu tư chứng khoán; (2) Huy động vốn và cho vay chủ yếu tập trung ở nhóm khách hàng cá nhân, doanh nghiệp vừa và nhỏ (nhóm khách hàng có chênh lệch lãi suất tốt); (3) Lãi suất đầu ra bình quân giảm chậm hơn lãi suất đầu vào bình quân. Tỷ lệ NIM cao giúp thu nhập lãi thuần của STB tăng trưởng khá tốt.

Tỷ lệ NIM của một số ngân hàng niêm yết

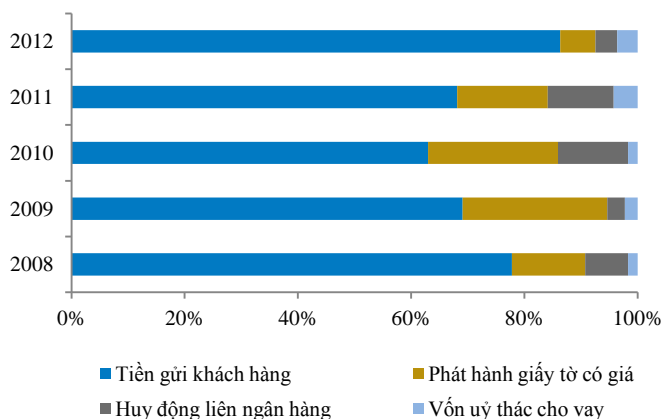


(Nguồn: STB, BVSC)

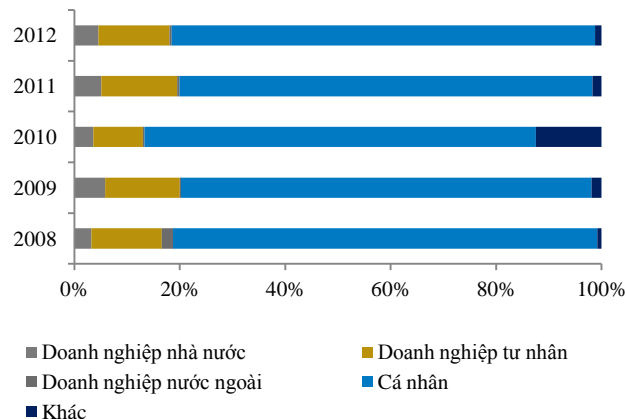
Huy động vốn chủ yếu tập trung vào nhóm khách hàng cá nhân, doanh nghiệp vừa và nhỏ. Năm 2012, Sacombank chiếm 3,6% thị phần huy động vốn của toàn ngành ngân hàng (giảm từ mức 4% trong năm 2011), đứng sau 4 NHQD (Agribank, BIDV, VCB, CTG) và 2 NHTMCP (ACB, MBB). Cơ cấu vốn huy động của STB gồm: tiền gửi của khách hàng (chiếm tỷ trọng trên 70% từ năm 2008-2012), vốn tài trợ uỷ thác từ pháp nhân bên ngoài và phát hành giấy tờ có giá. Tốc độ tăng trưởng huy động vốn của STB có xu hướng giảm từ năm 2011 do quy định ngừng huy động vàng của NHNN, lãi suất huy động giảm và mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Theo cơ cấu khách hàng, tỷ trọng khách hàng cá nhân chiếm ~ 78%, doanh nghiệp tư nhân chiếm ~ 13%. Đây là nhóm khách hàng dồi dào, còn nhiều tiềm năng khai thác và tính ổn định cao. Do vậy chất lượng dịch vụ tốt, lợi thế mạng lưới rộng sẽ là động lực chính để STB tiếp tục tập trung đẩy mạnh huy động tiền gửi từ nhóm khách hàng này trong tương lai.

Cơ cấu huy động vốn của STB



Cơ cấu tiền gửi khách hàng của STB



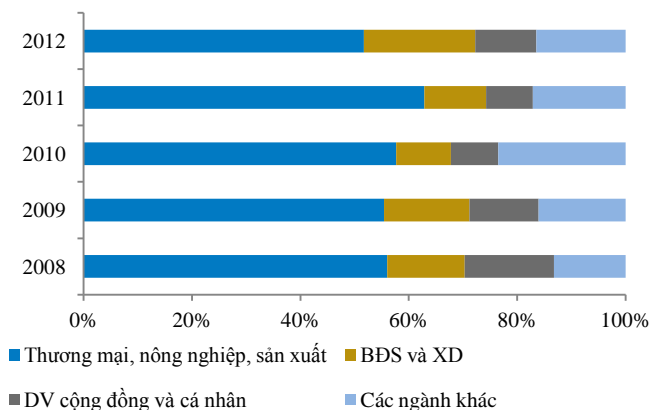
(Nguồn: STB, BVSC)

Tín dụng tăng trưởng tốt nhưng chất lượng các khoản vay giảm. Tính đến cuối năm 2012, thị phần cho vay của Sacombank đạt 3,17%, tăng nhẹ so với cuối năm 2011, chỉ đứng sau 4 Ngân hàng quốc doanh và ACB. Tốc độ tăng trưởng tín dụng kép (CAGR) của STB trong giai đoạn 2008-2012 đạt 28,6%.

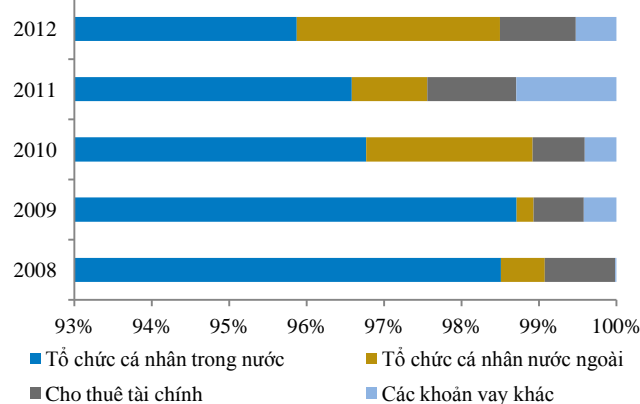
Về cơ cấu khách hàng, Sacombank tập trung chủ yếu vào nhóm khách hàng cá nhân, doanh nghiệp vừa và nhỏ. Đây là nhóm khách hàng mục tiêu mà STB tiếp tục hướng đến trong tương lai do nhu cầu vay ổn định, chênh lệch lãi suất hấp dẫn và rủi ro tín dụng thấp.

Về cơ cấu ngành, cho vay các ngành sản xuất, nông nghiệp và thương mại chiếm tỷ trọng trên 50% tổng dư nợ. Đây là những ngành có tốc độ tăng trưởng ổn định, còn nhiều tiềm năng khai thác và chất lượng nợ tương đối tốt. Tuy nhiên trong năm 2012, tỷ trọng cho vay ba ngành này đã giảm xuống 51,7% từ 62,9% trong năm 2011. Trong khi đó, tỷ trọng dư nợ bất động sản và xây dựng đã tăng lên 20,5% từ 11,4% trong năm 2011. Điều này cho thấy tăng trưởng tín dụng năm 2012 của STB phần lớn là nhờ các khoản cho vay bất động sản và xây dựng. Ngoài ra, chúng tôi khá quan ngại về chất lượng dư nợ của STB khi ngân hàng dùng khoản cho vay ngắn hạn (giá trị lớn) để giải ngân cho các dự án bất động sản dài hạn. Trong bối cảnh thị trường bất động sản đang gặp nhiều khó khăn, việc tăng tỷ trọng tín dụng có thể khiến rủi ro nợ xấu tăng trong tương lai. So với các ngân hàng niêm yết khác, STB đang có tỷ trọng cho vay bất động sản và xây dựng cao hơn từ 5-10%.

Cơ cấu dư nợ theo ngành của STB

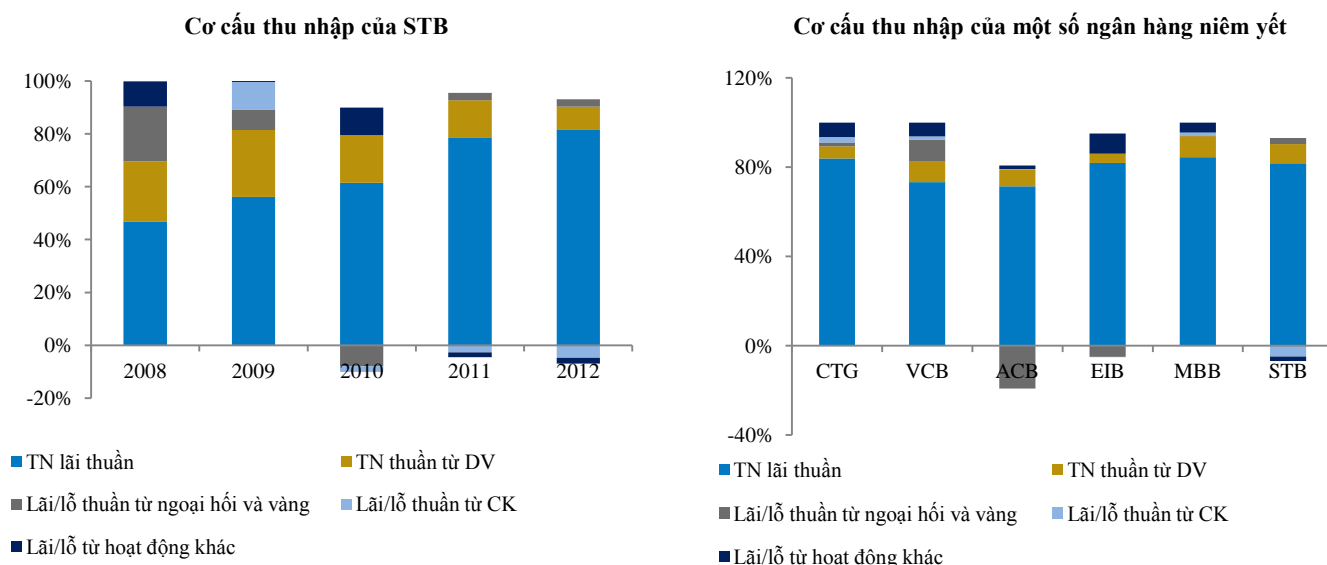


Cơ cấu dư nợ theo đối tượng khách hàng của STB



(Nguồn: STB, BVSC)

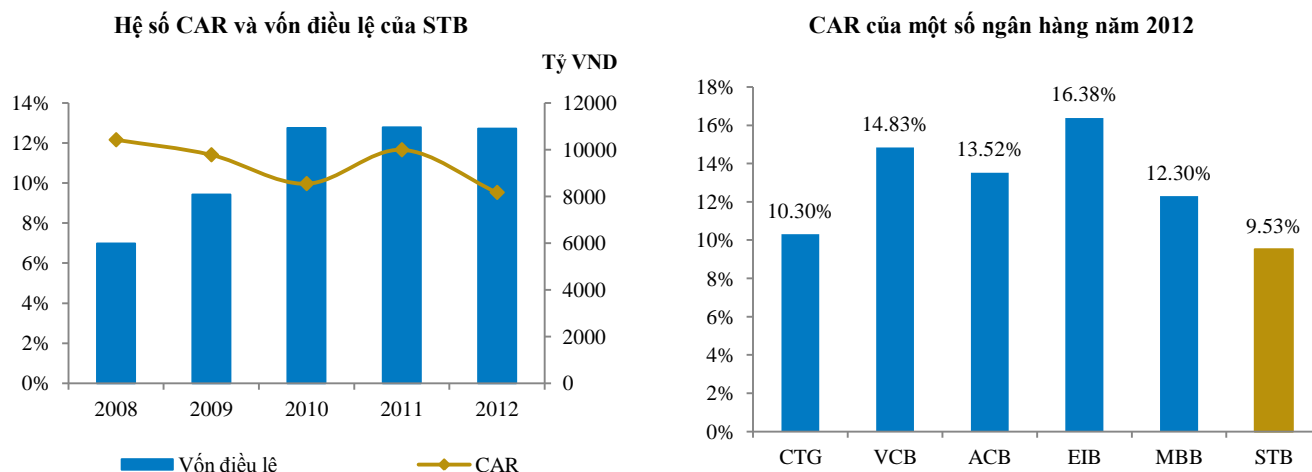
Thu nhập lãi chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập. Cơ cấu thu nhập của STB có sự thay đổi đáng kể trong 4 năm gần đây. Tỷ trọng thu nhập lãi đã tăng từ 56% trong tổng thu nhập hoạt động năm 2008 lên 95% năm 2012. Ngược lại, tỷ trọng thu nhập dịch vụ lại giảm tương ứng từ 25% năm 2008 xuống 10% năm 2012. Thu nhập lãi tăng nhờ tỷ lệ NIM ở mức cao và tăng trưởng tín dụng khả quan. Trong khi đó, thu nhập dịch vụ giảm do thu phí bảo lãnh và thanh toán giảm. Thu nhập từ kinh doanh vàng và ngoại hối vẫn khá ổn định. Các hoạt động khác vẫn lỗ.



(Nguồn: STB, BVSC)

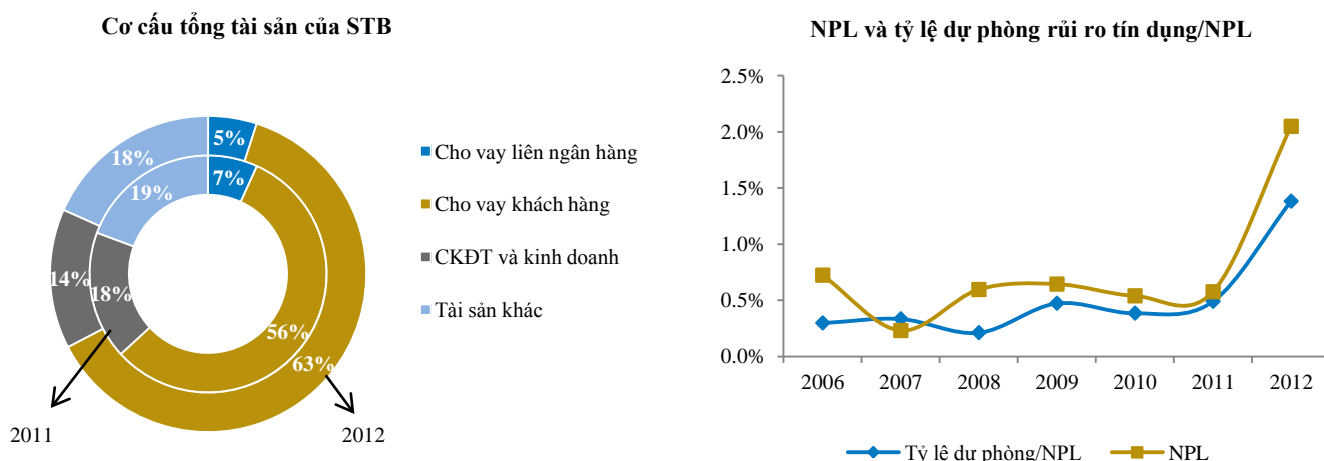
PHÂN TÍCH THEO MÔ HÌNH CAMEL

Hệ số an toàn vốn (C) – thấp hơn một số ngân hàng cùng quy mô. Là ngân hàng có quy mô vốn điều lệ đứng thứ 2 trong khối NHTMCP (sau EIB), Sacombank luôn duy trì hệ số CAR cao hơn 11% trong giai đoạn 2005-2009. Tuy nhiên, hệ số này đang có xu hướng giảm từ năm 2010 do tốc độ tăng vốn tự có giảm. Tính đến 31/12/2012, CAR của STB ở mức 9,53% (cao hơn một chút so với quy định của NHNN nhưng vẫn thấp hơn so với một số ngân hàng cùng quy mô). Trong năm 2013, STB có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 10.740 tỷ đồng lên 16.418 tỷ đồng. Đây là việc làm cần thiết để STB nâng cao năng lực tài chính trong tương lai.



(Nguồn: STB, BVSC)

Chất lượng tài sản (A) – có dấu hiệu giảm sút. Hoạt động đầu tư, kinh doanh chứng khoán, cho vay liên ngân hàng đang có xu hướng giảm trong khi hoạt động tín dụng đang có xu hướng tăng. Tính đến cuối năm 2012, tỷ trọng cho vay khách hàng/tổng tài sản đã tăng lên 62,4% từ 56,4% năm 2011. Tuy nhiên chất lượng các khoản vay đi xuống (cụ thể là tỷ lệ nợ xấu tăng từ 0,58% năm 2011 lên 2,05% năm 2012) làm chất lượng tài sản của ngân hàng có dấu hiệu suy giảm. Điều này buộc STB sẽ phải tăng trích lập dự phòng và có thể tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của ngân hàng trong tương lai.

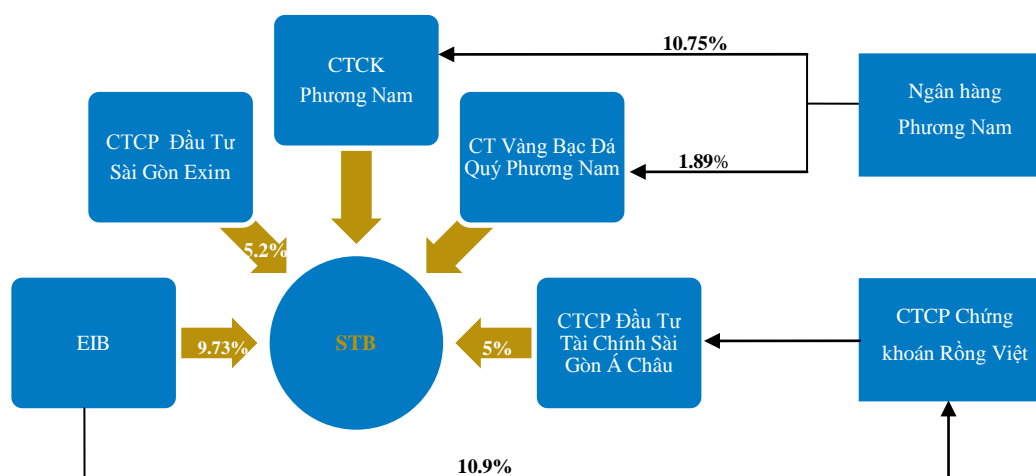


(Nguồn: STB, BVSC)

Bộ máy quản trị (M): Nhân sự cao cấp của Sacombank đã có sự thay đổi lớn sau cuộc chuyển giao quyền lực vào tháng 5/2012. Với việc nắm giữ 9,73% và đại diện cho hơn 51% cổ phần STB, EIB đã cử ông Phạm Hữu Phú (nguyên Phó Chủ tịch HĐQT Eximbank) sang giữ chức vụ Chủ tịch HĐQT Sacombank. Ông Trần Bê và ông Phan Huy Khang cũng chuyển từ Ngân hàng Phương Nam sang nắm giữ vị trí Phó Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc Sacombank. Họ đều là những người có nhiều kinh nghiệm trong ngành ngân hàng, tuy nhiên việc chuyển sang quản lý một ngân hàng có quy mô lớn hơn cũng là thách thức cho HĐQT khi STB đang phải đối mặt với những tồn đọng liên quan đến lãnh đạo cũ.

Bên cạnh đó, vấn đề sở hữu chéo trong cơ cấu cổ đông được xem như một rủi ro tiềm ẩn đáng quan tâm đối với STB.

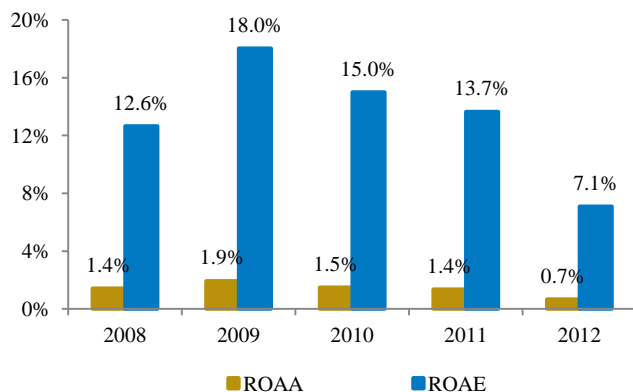
Cơ cấu sở hữu của Sacombank



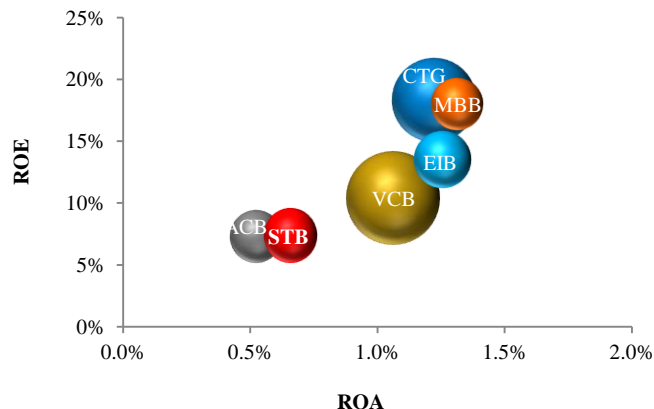
(Nguồn: BVSC thu thập)

Khả năng sinh lời (E). Sacombank có ROA và ROE thấp hơn so với mức bình quân ngành và giảm mạnh trong năm 2012 do lợi nhuận giảm sút. Ngoài ra tỷ lệ CIR thường duy trì ở mức 53-60%, cao hơn bình quân ngành 40-43% cũng chỉ ra rằng hiệu quả hoạt động của STB chưa tương xứng với chi phí hoạt động.

ROAA và ROAE của STB



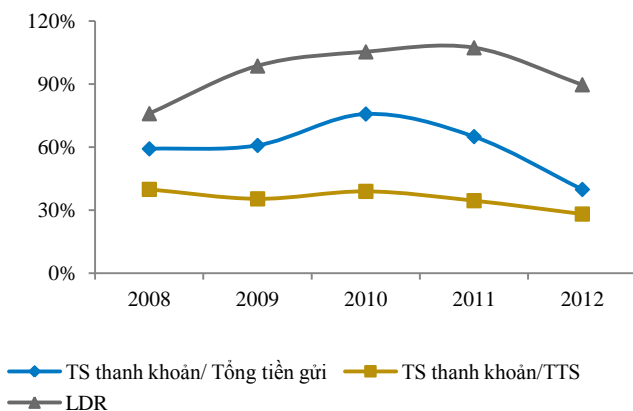
ROE và ROA của một số ngân hàng, 2012



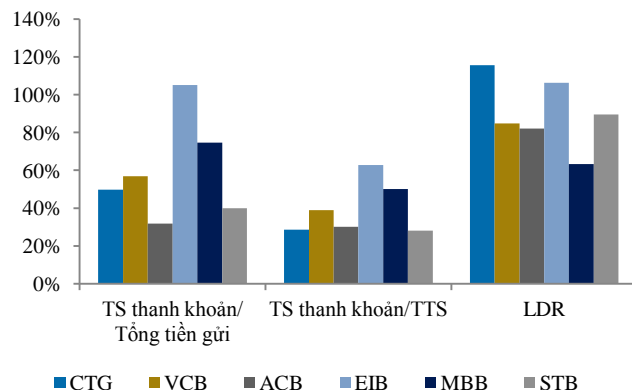
(Nguồn: STB, BVSC)

Khả năng thanh toán (L). Các chỉ số đảm bảo khả năng thanh khoản của STB đang có xu hướng giảm trong năm 2012 và thấp hơn ngành. Cụ thể tỷ lệ tài sản thanh khoản/tổng tiền gửi và tỷ lệ tài sản thanh khoản/tổng tài sản lần lượt là 38,8% và 28,1% (giảm từ 65% và 34,5% năm 2011), thấp hơn mức bình quân 63,6% và 42,1% của ngành. Tỷ số LDR đã giảm từ 107,3% năm 2011 xuống 89,6% năm 2012, cao hơn quy định của NHNN.

Tỷ số thanh toán của STB



Tỷ số thanh khoản của một số ngân hàng, 2012



(Nguồn: STB, BVSC)

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2013

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2013. Kết thúc quý 1, Sacombank đạt 893 tỷ đồng LNTT, giảm 16% yoy, hoàn thành 32% kế hoạch cả năm. Tổng thu nhập hoạt động tăng 15% yoy nhờ thu nhập lãi, thu nhập từ dịch vụ và các mảng thu nhập khác đều tăng trưởng tốt. Tuy nhiên chi phí hoạt động tăng mạnh 36% yoy do chi phí nhân viên (lương và phụ cấp) chi phí tài sản tăng làm lợi nhuận thuần trước dự phòng giảm nhẹ. Tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1,97% năm 2012 lên 2,3% cuối quý 1/2013 khiến chi phí dự phòng tăng mạnh 458% lên 207 tỷ đồng. Tăng trưởng tín dụng và huy động đạt lần lượt 2,2% và 9,8%, tốt hơn mức tăng của toàn ngành là 0,1% và 3,8%.

Triển vọng kết quả kinh doanh năm 2013. Chúng tôi cho rằng hoạt động tín dụng và huy động dự báo tiếp tục khả quan sẽ là động lực chính giúp Sacombank tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2013. Quy định liên quan đến trích lập dự phòng trái phiếu doanh nghiệp, cho vay liên ngân hàng và phân loại nhóm nợ theo thông tư 02 đang tạm hoãn sẽ giảm áp lực về chi phí trích lập dự phòng cho STB năm 2013 và chuyển sang năm tới. Theo đó, chúng tôi dự báo LNTT của STB sẽ đạt 2.536 tỷ đồng, tăng 85,4% so với năm 2012, dựa trên những giả định sau:

Năm tài chính	Đơn vị	2010	2011	2012	2013F
Tổng tài sản	Tỷ VND	152.387	141.469	152.119	171.490
Vốn chủ sở hữu	Tỷ VND	14.695	14.547	13.699	19.341
Tổng dư nợ	Tỷ VND	82.485	80.539	96.334	112.711
Tổng tiền gửi khách hàng	Tỷ VND	78.335	75.092	107.459	128.950
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ VND	5.056	6.755	6.853	8.083
- Thu nhập lãi	Tỷ VND	3.891	5.842	6.497	7.241
- Thu nhập ngoài lãi	Tỷ VND	1.165	913	356	843
Lợi nhuận thuần trước DPRR	Tỷ VND	2.878	3.166	2.699	3.306
Chi phí DPRR	Tỷ VND	(318)	(395)	(1.331)	(770)
Tổng LNTT	Tỷ VND	2.560	2.771	1.368	2.536
LNST	Tỷ VND	1.910	1.996	1.002	1.902
NIM	%	4,1%	5,7%	6,4%	5,74%
ROAE	%	15,0%	13,7%	7,1%	11,52%
ROAA	%	1,5%	1,4%	0,7%	1,18%
BVPS	VND	13.443	13.558	14.065	14.256
EPS	VND	1.748	1.860	1.029	1.402

(Nguồn: STB, BVSC)

- Thu nhập lãi thuần.** Trong bối cảnh tín dụng doanh nghiệp đang gặp khó khăn thì việc tập trung đẩy mạnh hoạt động bán lẻ với cơ cấu cho vay chủ yếu là khách hàng cá nhân (công nhân viên chức có thu nhập ổn định) sẽ giúp STB duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng tốt. Ngoài ra, mạng lưới kinh doanh rộng và thương hiệu mạnh sẽ là lợi thế để STB thu hút tiền gửi từ khách hàng. Theo đó, chúng tôi dự báo STB sẽ có mức tăng trưởng tín dụng là 17% và tăng trưởng huy động là 20% năm 2013. Chúng tôi giả định STB sẽ tăng đầu tư vào chứng khoán nợ và tăng cho vay liên ngân hàng làm tổng tài sản sinh lãi bình quân tăng 16,5% yoy. Dựa trên dự báo lạm phát sẽ ở mức 6-7% năm 2013, chúng tôi cho rằng trần lãi suất huy động sẽ giữ nguyên ở mức 7% đối với kỳ hạn từ 1-6 tháng đến cuối năm nay. Do đó, chúng tôi ước tính lãi suất đầu vào bình quân của STB sẽ tiếp tục giảm nhưng mức giảm là không quá nhiều vì ngân hàng vẫn phải duy trì sức cạnh tranh trong huy động vốn. Về lãi suất đầu ra, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay sẽ giảm thêm 1-2% trong thời gian tới để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Do đó ngân hàng cũng phải giảm lãi suất cho vay để hấp dẫn người vay. Tỷ lệ NIM sẽ giảm xuống 5,74% từ mức 6,44%. Theo các giả định này, chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của STB sẽ đạt 7.241 tỷ đồng, tăng 11,4% yoy.

- **Thu nhập từ hoạt động dịch vụ.** Tăng trưởng kinh tế dự báo sẽ khởi sắc hơn trong 6 tháng cuối năm sẽ ảnh hưởng tích cực đến thu nhập từ hoạt động thanh toán, bảo lãnh của ngân hàng. Ngoài ra, với nỗ lực chuyển dịch cơ cấu thu nhập theo hướng giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn tín dụng, Sacombank đã tập trung đẩy mạnh phát triển mảng bán lẻ, dịch vụ ngân hàng hiện đại, tạo sự khác biệt trong sản phẩm và nâng cao tính cạnh tranh của ngân hàng. Bên cạnh đó, việc triển khai thu phí dịch vụ thẻ ghi nợ nội địa sẽ giúp cải thiện thu nhập từ phí dịch vụ cho STB. BVSC ước tính thu nhập từ hoạt động dịch vụ dự kiến tăng trưởng khoảng 12,7% , đạt 773 tỷ đồng.
- **Thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối.** Năm 2012, nhiều khả năng STB đã huy động vàng với chi phí thấp và chuyển vàng sang VND để cho vay. STB phải chịu lỗ khi mua vàng ở giá cao để tất toán trạng thái trước ngày 30/6/2013 theo quy định của NHNN. Do đó, rủi ro lỗ từ vàng sẽ khó xảy ra trong năm 2013. Các nền kinh tế châu Âu và Mỹ đang trên đà khôi phục sẽ tạo thuận lợi cho xuất khẩu Việt Nam. Thêm vào đó sự sụt giảm tăng trưởng của Ấn Độ và Trung Quốc cũng tạo ra lợi thế cạnh tranh cho xuất khẩu Việt Nam khi nhân công và chi phí đầu vào được đánh giá là thấp hơn 2 - 2,5 lần so với hai nước này. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng việc giảm lãi suất cho vay và tăng tỷ giá 1% sẽ tạo tác động tích cực đến các doanh nghiệp xuất khẩu trong nửa cuối năm 2013. Nhờ đó, các giao dịch ngoại tệ dự báo sẽ sôi động hơn làm tăng thu nhập từ kinh doanh ngoại tệ cho STB. Chúng tôi ước tính, thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối năm 2013 sẽ tăng trưởng 26%, đạt 275 tỷ đồng.
- **Chi phí hoạt động.** BVSC dự báo chi phí hoạt động sẽ tăng 15% đạt 4.777 tỷ đồng trong năm 2013. Theo đó, CIR sẽ ở mức 61,7% cao hơn so với trung bình ngành.
- **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng.** Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng sẽ giảm 42% xuống 770 tỷ đồng trong năm 2013 với mức NPL tương ứng là 2,4%.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

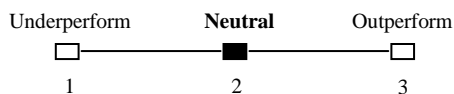
Theo quan điểm của chúng tôi mạng lưới kinh doanh rộng, chất lượng dịch vụ tốt, cơ sở khách hàng ổn định, huy động và cho vay khả quan sẽ là động lực để STB tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2013. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu gia tăng cùng với những khoản vay quá hạn liên quan đến SBS và gia đình ông Đặng Văn Thành khiến chúng tôi lo ngại STB sẽ phải tăng mạnh chi phí trích lập dự phòng và điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của STB trong tương lai.

Dựa vào triển vọng và rủi ro đã đưa ra ở trên, BVSC dự báo EPS và BVPS năm 2013 của STB lần lượt là 1.402 VND/cp và 14.256 VND/cp. P/E và P/B dự phóng lần lượt là 16,7 lần và 1,27 lần. Sử dụng phương pháp số nhân (P/E và P/B) với tỷ trọng 50-50 để định giá, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho STB là 18.100 VND/cp đến thời điểm cuối năm 2013 và đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu STB.

Phương pháp	Giá kỳ vọng (VND)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
P/E	16.212	50%	8.100
P/B	20.091	50%	10.000
Giá mục tiêu		100%	18.100

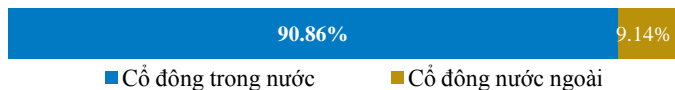
THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



	Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo lần đầu	07/2013	18.100	NEUTRAL

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số lượng CP	Tỷ lệ
Eximbank	117.712.313	10,3%
Ông Trần Minh Phát	54.860.854	4,8%
Dempsey Hill Asia Master Fund	54.720.000	4,79%

Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: Tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	7.138	11.802	17.864	16.870	16.583
Chi phí lãi và các khoản thu nhập tương tự	(4.835)	(7.911)	(12.022)	(10.372)	(9.342)
Thu nhập lãi ròng	2.303	3.891	5.842	6.497	7.241
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	1.246	1.436	1.686	1.292	1.457
Chi phí hoạt động dịch vụ	(210)	(293)	(644)	(606)	(683)
Lãi từ hoạt động dịch vụ	1.036	1.143	1.041	686	774
Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	314	(502)	204	218	276
Lãi từ mua bán chứng khoán kinh doanh	16	18	(186)	4	7
Lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư	413	(151)	(11)	(387)	(153)
Thu nhập từ cổ tức, góp vốn, mua cổ phần	87	523	(242)	(83)	(163)
Lãi/lỗ thuần khác	(73)	135	106	(82)	102
Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh	4.096	5.056	6.755	6.853	8.083
Chi phí hoạt động	(1.639)	(2.178)	(3.589)	(4.154)	(4.777)
Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng	2.457	2.878	3.166	2.699	3.306
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(282)	(318)	(395)	(1.331)	(770)
Lợi nhuận trước thuế	2.175	2.560	2.771	1.368	2.536
Thuế thu nhập	(504)	(650)	(775)	(365)	(634)
Lợi nhuận sau thuế	1.671	1.910	1.996	1.002	1.902

Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: Tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền và các khoản tương đương tiền	8.702	12.678	11.857	9.704	6.898
Tiền gửi tại NHNN	2.634	3.619	2.807	4.599	5.184
Tiền gửi tại các TCTD khác	15.200	21.210	9.621	7.574	7.955
Chứng khoán kinh doanh	850	2.280	349	1.272	1.049
Các công cụ tài chính phái sinh	609	7	3	383	383
Cho vay khách hàng	59.141	81.664	79.727	94.888	111.019
Cho vay khách hàng	59.657	82.485	80.539	96.334	112.711
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(516)	(821)	(813)	(1.447)	(1.693)
Chứng khoán đầu tư	9.912	21.525	24.368	19.984	22.067
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	9.405	19.531	24.164	19.667	21.633
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	543	2.008	232	800	880
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	(36)	(13)	(28)	(483)	(446)
Góp vốn đầu tư dài hạn	603	651	666	241	389
Đầu tư công ty liên doanh liên kết	85	-	-	32	37
Đầu tư dài hạn khác	530	657	823	477	549
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(12)	(6)	(157)	(268)	(197)
Tài sản cố định	2.481	3.136	3.708	5.219	6.825
Tài sản cố định hữu hình	1.365	1.602	2.106	2.769	3.641
Tài sản cố định vô hình	1.107	1.513	1.600	2.449	3.184
Tài sản khác	3.886	5.618	8.362	8.255	9.722
Tổng tài sản	104.019	152.387	141.469	152.119	171.490
Các khoản nợ CP và NHNN	3.614	4.820	2.130	-	-
Tiền gửi của các TCTD khác	2.739	15.410	12.824	4.731	4.967
Tiền gửi của khách hàng	60.516	78.335	75.092	107.459	128.950
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-	-
Công cụ nợ phái sinh	1.975	2.103	4.714	4.545	4.383
Phát hành giấy tờ có giá	22.377	28.577	17.617	7.777	4.113
Các khoản nợ khác	2.020	8.447	14.546	13.909	9.736
Vốn chủ sở hữu	10.777	14.695	14.547	13.699	19.341
Vốn điều lệ	8.078	10.931	10.740	10.740	14.567
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	1.672	1.672	1.672
Các quỹ khác	1.005	1.328	1.540	1.636	1.816
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	(1)	87	88	-
Lợi nhuận giữ lại	1.464	1.760	1.958	1.070	2.792
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	104.019	152.387	141.469	152.119	171.490

Các chỉ số chính	2009	2010	2011	2012	2013F
Khả năng tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng tài sản	52,0%	46,5%	-7,2%	7,5%	12,7%
Tăng trưởng dư nợ cho vay	70,4%	38,3%	-2,4%	19,6%	17,0%
Tăng trưởng huy động	31,2%	29,4%	-4,1%	43,1%	20,0%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	38,9%	36,4%	-1,0%	-5,8%	41,2%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	100,8%	68,9%	50,2%	11,2%	11,4%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	41,9%	32,7%	-10,2%	-47,3%	44,8%
Tăng trưởng tổng thu nhập	66,9%	23,4%	33,6%	1,5%	17,9%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	29,0%	32,9%	64,8%	15,7%	15,0%
Tăng trưởng LNTT	96,0%	17,7%	8,2%	-50,6%	85,4%
Tăng trưởng LNST	75,0%	14,4%	4,5%	-49,8%	89,8%
Khả năng sinh lợi					
ROAA(%)	1,9%	1,5%	1,4%	0,7%	1,2%
ROAE(%)	18,0%	15,0%	13,7%	7,1%	11,5%
NIM (%)	3,7%	4,1%	5,7%	6,4%	5,7%
Lãi suất đầu vào bình quân	6,4%	7,2%	10,0%	8,8%	7,0%
Lãi suất đầu ra bình quân	11,4%	12,5%	17,6%	16,7%	14,1%
Chênh lệch lãi ròng	5,0%	5,3%	7,6%	8,0%	7,1%
Hiệu quả hoạt động					
TS sinh lời/TTS	75,3%	72,7%	65,6%	71,7%	73,5%
Chi phí hoạt động/ Tổng tài sản sinh lãi	2,1%	2,0%	3,9%	3,8%	3,8%
Thu nhập lãi ròng/ Tổng thu nhập	56,2%	76,9%	86,5%	94,8%	89,6%
CIR	40,0%	43,1%	53,1%	60,6%	59,1%
Khả năng thanh khoản					
Tài sản thanh khoản/ Tổng tiền gửi	60,8%	75,7%	65,0%	39,8%	33,1%
TS thanh khoản/TTS	35,4%	38,9%	34,5%	28,1%	24,9%
Tiền gửi KH/TTS	58,2%	51,4%	53,1%	70,6%	75,2%
Dư nợ/TTS	57,4%	54,1%	56,9%	63,3%	65,7%
Dư nợ/(Tổng tiền gửi + Giấy tờ có giá)	237,5%	187,5%	264,6%	770,2%	1241,3%
LDR	98,6%	105,3%	107,3%	89,6%	87,4%
An toàn vốn					
CAR	16,8%	16,4%	17,4%	13,8%	16,7%
VCSH/TTS	10,4%	9,6%	10,3%	9,0%	11,3%
VCSH/Dư nợ	18,1%	17,8%	18,1%	14,2%	17,2%
Chất lượng tài sản					
DPRRTD/Tổng dư nợ	0,5%	0,4%	0,5%	1,4%	0,7%
Nợ xấu (3-5)/Tổng dư nợ	0,6%	0,5%	0,6%	2,0%	2,4%
Nợ xấu (3-5)/Vốn CSH	3,6%	3,0%	3,2%	14,4%	14,0%
Nợ xấu (2-5)/Tổng dư nợ	0,8%	0,6%	0,9%	2,5%	3,0%
Nợ xấu (2-5)/Vốn CSH	4,5%	3,2%	4,8%	17,5%	17,2%
DPRRTD/Nợ xấu (3-5)	73,5%	71,5%	85,3%	67,5%	28,4%
DPRRTD/Nợ xấu (2-5)	57,8%	67,0%	56,5%	55,4%	23,1%



XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Hà Thị Thu Hằng**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư..

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999