

STB [Hạ KN KKQ -10,3%] – Không có nhiều lý do để lạc quan sau M&A – Cập nhật

Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng cao cấp

Nguyễn Lê Hoàng Yến
Chuyên viên cao cấp

17/06/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	6,0%
Room tối đa cho khối ngoại	30,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1.143 triệu
SL cổ phiếu điều chỉnh (cần NHNN thông qua)	1.485 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	21.500
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	15.500

Ownership

Eximbank	10,3%
Trần Phát Minh- Thành viên HĐQT PNS	4,8%
Trần Trọng Ngân - Thành viên HĐQT PNB	4,8%

Sơ lược về công ty

Được thành lập năm 1991, ngân hàng STB là ngân hàng lớn thứ 5 trong số 7 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến Quý 1/2015. STB có mạng lưới lớn thứ 3, với khoảng 403 chi nhánh và đơn vị, tại thời điểm ngày 30/06/2014. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 1996 và niêm yết cổ phiếu trên sàn GDCK vào ngày 12/07/2006.

NH TMCP Sài Gòn Thương Tín - Sacombank (STB)

Giá: 18.500 VND Giá mục tiêu: 16.600 VND TL tăng: -10,3%
Giá trị vốn hóa: 978 tr USD GTGD/ngày: 1,2 tr USD (30 ngày) Room KN: 24,0%

Các chỉ số chính	2014E (hợp nhất)	2015F	2016F
Tăng trưởng LN trước dự phòng	5,7%	16,7%	18,2%
Tăng trưởng LNST (%)	-0,8%	-15,9%	-17,5%
EPS (VND)	1,246	1,156	866
Tăng trưởng EPS (%)	-1,0%	-7,2%	-25,0%
Cổ tức/CP (VND)	700 (STB)	0	0
Lợi suất cổ tức theo giá hiện tại (%)	3,8% (STB)	0,0%	0,0%
PER theo giá hiện tại (x)	14,9	16,0	21,4
PBR theo giá hiện tại (x)	1,5	1,3	1,0
ROE (%)	10,2%	7,7%	5,3%
Nợ xấu (%)	2,4%	2,4%	1,7%
Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (%)	9,9% (STB)	10,5%	10,3%

- Việc quan sát các sự kiện trong năm 2015 liên quan đến Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB), từ M&A đến cổ tức gây thất vọng và buộc chúng tôi phải thận trọng hơn trong mô hình định giá. Vì vậy, chúng tôi muốn nêu ra một số luận điểm có thể khiến thực tế khác với dự báo của chúng tôi để xoa dịu các ý kiến bất đồng khác: 1) Bán lại nợ xấu cho VAMC trong năm 2015 thấp hơn dự báo của chúng tôi là 4.000 tỷ đồng; 2) NHNN cuối cùng sẽ nới lỏng chính sách và cho phép STB trích lập dự phòng trong 10 năm đối với trái phiếu VAMC (hiện chưa có tiền lệ và về nguyên tắc nhằm mục đích dành riêng cho các ngân hàng đang được tái cơ cấu dưới sự chỉ đạo của NHNN); 3) STB tiếp tục có tỷ lệ lãi cận biên (NIM) cao hơn so với ACB; 4) STB tiếp tục duy trì dự phòng ở mức tương đối thấp trong suốt giai đoạn dự báo và 5) 60% dư nợ tín dụng trung hạn/dài hạn không tiềm ẩn nguy cơ nợ xấu tăng. Chúng tôi càng trở nên nghi ngờ chất lượng tài sản của STB vì ngân hàng này dự kiến sẽ được hợp nhất với Ngân hàng Phương Nam (PNB), có tỷ lệ nợ xấu năm 2014 là 5,9%.

- Chúng tôi dự báo thương vụ hợp nhất PNB/STB sẽ được hoàn tất trong năm nay. Mô hình của chúng tôi phản ánh kịch bản trong tương lai với kết quả gộp chung của hai ngân hàng có dư nợ tín dụng tăng vào khoảng 13% trong giai đoạn dự báo và tỷ lệ chi phí dự phòng (chủ yếu là trái phiếu của VAMC) tiếp tục ảnh hưởng đến tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) và chúng tôi nhận thấy việc tăng vốn tương đương khoảng 20% lượng cổ phiếu lưu hành trong năm 2016 sẽ giúp CAR phục hồi.

- Chúng tôi trở lại sử dụng phương pháp trọng số với giá trị bằng 1,1 lần giá trị sổ sách, vì không thể định giá bằng phương pháp thu nhập thặng dư trên cơ sở các giá định của chúng tôi, và điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 16.600 đồng, qua đó đưa ra khuyến nghị Kém khả quan.

Có nhiều cách để định giá một thương vụ sáp nhập ngân hàng và phương pháp của chúng tôi có thể không chính xác nhưng quy trình cho thấy sẽ có các quyết định về việc xử lý lãi dự thu và các khoản phải thu của PNB. Phương pháp của chúng tôi là chuyển một phần sang cho vay khách hàng, một phần sang trái phiếu doanh nghiệp và giá định giá trị nợ xấu STB bán cho VAMC sẽ tiếp tục ở mức cao.

Một kết cục tốt đẹp có thể xảy ra cho STB là có quá trình tăng trưởng kinh tế lành mạnh liên tục trong thời gian dài và được phép trích lập dự phòng trái phiếu VAMC trong 10 năm.

Báo cáo tài chính (STB)

tỷ đồng	2015F - PNB	2015F - STB	2015F - hợp nhất	2016F - hợp nhất	tỷ đồng	2015F - PNB	2015F - STB	2015F - hợp nhất	2016F - hợp nhất
Kết quả kinh doanh					Bảng CĐKT				
Thu nhập từ lãi	3.376	16.771	20.147	23.793	Tiền mặt	735	5.298	6.033	6.606
Chi phí lãi	-2.865	-9.647	-12.512	-13.788	Tiền gửi tại NHNN	2.415	5.625	8.040	9.004
Thu nhập lãi thuần	511	7.124	7.635	10.005	Cho vay các TCTD khác	402	3.630	4.032	4.070
Thu nhập từ dịch vụ	9	1.593	1.602	1.786	Chứng khoán KD	0	14.123	14.123	14.567
Chi phí từ dịch vụ	-3	-547	-550	-613	Chứng khoán KD	0	14.175	14.175	14.604
Lãi thuần dịch vụ	6	1.047	1.053	1.173	Dự phòng giảm giá	0	-52	-52	-37
Lãi kinh doanh ngoại hối	2	206	208	232	Công cụ phái sinh	0	10	10	11
Lãi CK kinh doanh	897	388	1.285	416	Cho vay KH	44.159	143.038	187.197	225.650
Lãi từ HĐ khác	14	190	204	268	Cho vay KH	45.062	144.657	189.719	228.300
Thu nhập từ góp vốn	2	53	55	58	Dự phòng rủi ro	-903	-1.619	-2.522	-2.650
Chi phí hoạt động	-890	-4.882	-5.772	-6.636	Chứng khoán đầu tư	4.214	29.739	33.953	35.116
LN trước dự phòng	542	4.126	4.668	5.516	Sẵn sàng để bán	789	23.722	24.511	24.890
Chi phí dự phòng	-384	-1.816	-2.200	-3.517	Giữ đến ngày đáo hạn	3.900	7.435	11.335	14.322
LN trước thuế	158	2.310	2.468	1.999	Dự phòng giảm giá	-475	-1.418	-1.893	-4.096
Thuế	-35	-508	-543	-400	Đầu tư dài hạn	4	291	295	320
LN sau thuế	123	1.802	1.925	1.599	Tài sản cố định	1.733	5.199	6.932	7.490
Cổ đông thiểu số	0	-48	-48	-53	TS cố định hữu hình	1.396	2.832	4.228	4.651
Lợi nhuận chủ sở hữu	123	1.754	1.877	1.546	TS cố định cho thuê	0	0	0	0
Định giá					TS cố định vô hình	337	2.367	2.704	2.839
EPS (đồng)	336	1.395	1.156	866	Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Giá trị sổ sách/CP (ĐỒNG)	14.866	14.729	14.752	18.147	Tài sản khác	32.415	11.898	44.313	40.538
P/E (lần)	N/A	13,3x	16,0x	21,4x	TỔNG TÀI SẢN	86.077	218.851	304.928	343.372
P/B (lần)	N/A	1,3x	1,3x	1,0x	Nợ phải trả	81.617	196.974	278.591	310.974
Chỉ số khả năng sinh lợi					Nợ CP và NHNN	0	0	0	0
Biên lãi ròng (NIM) (%)	1,0%	4,0%	3,4%	3,9%	Tiền gửi & vay TCTD khác	1	5.028	5.029	5.029
Suất sinh lợi tài sản (%)	6,8%	9,4%	8,4%	9,2%	Tiền gửi KH	80.468	187.516	267.984	300.142
Chi phí vốn (%)	3,6%	5,3%	4,6%	4,8%	Công cụ phái sinh	0	0	0	0
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) (%)	62,2%	54,2%	55,3%	54,6%	Nguồn vốn khác	0	1.117	1.117	1.118
ROAE (%)	2,8%	8,8%	7,7%	5,3%	Giấy tờ có giá	0	0	0	0
ROAA (%)	0,1%	0,9%	0,7%	0,5%	Các khoản nợ khác	1.148	3.313	4.461	4.684
ROAA trước dự phòng	0,6%	2,0%	1,6%	1,7%	Vốn CSH	4.460	21.877	26.337	32.399
Tăng trưởng tài sản					Vốn của TCTD	4.043	14.876	18.919	23.632
Tăng trưởng tín dụng (%)	4,0%	13,0%	10,7%	13,6%	Quý của TCTD	175	2.193	2.368	2.592
Tăng trưởng huy động (%)	5,0%	15,0%	11,8%	12,0%	Chênh lệch tỷ giá	0	104	104	104
Chất lượng tài sản					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	4,8%	1,7%	2,4%	1,7%	Lợi nhuận giữ lại	242	4.703	4.945	6.070
Dự phòng/NPL (%)	41,7%	65,8%	54,6%	68,3%	Lợi ích của CĐTS	0	0	0	0
Dự phòng/cho vay (%)	2,0%	1,1%	1,3%	1,2%	NỢ PHẢI TRẢ & VỐN	86.077	218.851	304.928	343.372
Chi phí dự phòng/cho vay (%)	0,9%	1,3%	1,2%	1,5%					
NPL/Vốn CSH (%)	48,5%	11,2%	17,6%	12,0%					
Thanh khoản									
Cho vay/ HĐ từ KH (%)	56,0%	77,1%	70,8%	76,1%					
Vay liên ngân hàng (%)	0,0%	2,7%	1,9%	1,7%					
CAR (%)	6,7%	10,6%	10,5%	10,3%					
Vốn CSH/tài sản (%)	5,2%	10,0%	8,6%	9,4%					

Nguồn: STB và ước tính của VCSC

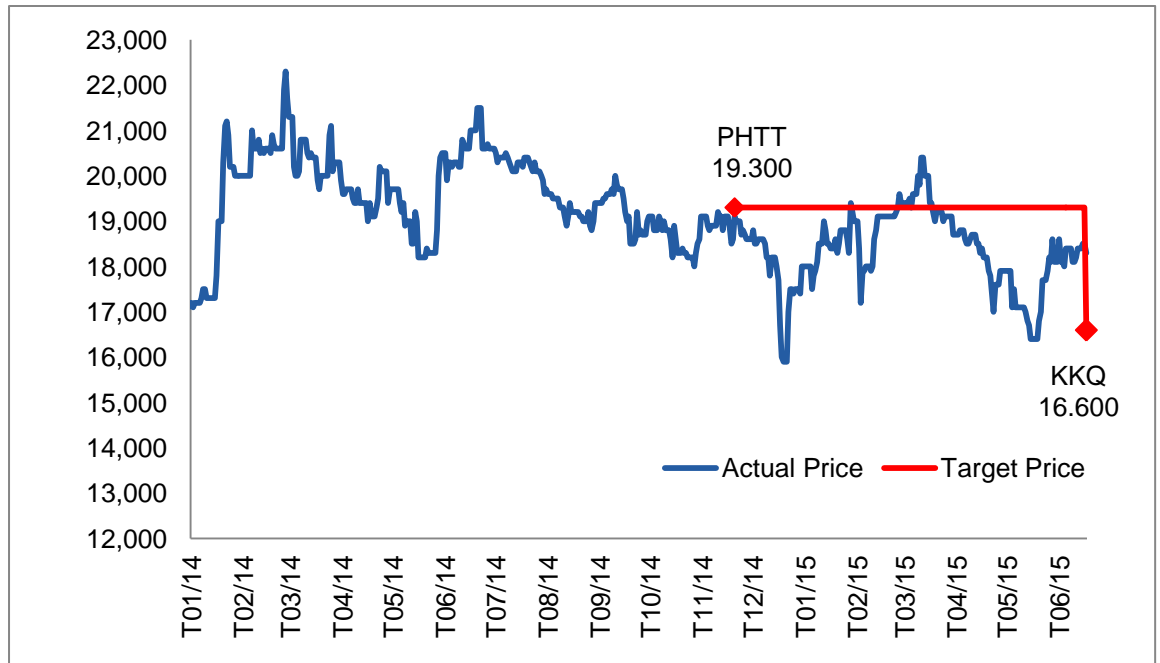
Tổng kết KQLN Quý 1 của STB (không tính PNB)

Tỷ lệ lãi biên cao cũng không bù đắp được việc các chỉ số khác xấu đi

Lợi nhuận trước dự phòng Quý 1/2015 đạt 1.143 tỷ đồng, tương đương 25% dự báo cả năm của chúng tôi và tăng 29% so với cùng kỳ năm ngoái. Các nhà đầu tư vào STB sẽ cảm thấy phấn khởi khi tỷ lệ lãi biên Quý 1/2015 lên đến 4,6%, cao hơn nhiều so với mức 3% hồi Quý 4/2014 và 4,5% trong Quý 3/2014 (tất cả số liệu đều là dự phóng dựa trên số liệu quý). KQLN Quý 1/2015 đạt mức cao nhờ chi phí vay nợ liên ngân hàng giảm đáng kể cũng như chi phí huy động giảm 0,4% (dự phóng năm dựa trên số liệu quý). Lợi suất tín dụng trong ba quý qua như sau: Quý 3/2014 là 10,6%, Quý 4/2015 là 8,4% và Quý 1/2015 là 10% (dự phóng năm dựa trên số liệu quý); do đó số liệu Quý 4/2014 phản ánh toàn bộ việc thoái thu lãi và đây cũng là một lý do khiến chúng tôi lo lắng về chất lượng tín dụng. Cho vay khách hàng Quý 1/2015 tăng mạnh 4,7%.

Trong Quý 1/2015 không có dấu hiệu bán nợ cho VAMC. Thay vì phân tích các chỉ số, chúng tôi nhấn mạnh vào các dấu hiệu cho thấy chất lượng tài sản tiếp tục xấu đi bao gồm nợ trung và dài hạn chiếm 60% dư nợ tín dụng, cao hơn so với mức 38% cuối năm 2012, tỷ lệ nợ quá hạn từ ba tháng trở lên tăng lên 1,5% trong Quý 1/2015 từ 1,2% Quý 4/2014 và phần lớn chi phí dự phòng được chuyển sang khoản mục chứng khoán đầu tư thay vì khoản mục cho vay khách hàng.

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC tại trang kế tiếp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Hoàng Long và Nguyễn Lê Hoàng Yến, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.