

Ngành Tài chính

Báo cáo cập nhật

Tháng 03, 2015

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **20.400**

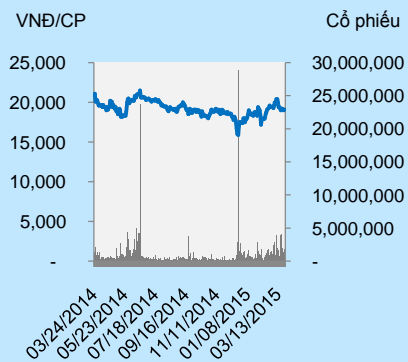
Giá thị trường (26/03/2015) 19.100

Lợi nhuận kỳ vọng **+6,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	15.900-21.500 đ/cp
Vốn hóa	21.822 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.142.511.590 cp
KLGD bình quân 10 ngày	1.929.001 cp
% sở hữu nước ngoài	5,79%
Room nước ngoài	30%

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
STB	-8,6%	-1,5%	9,1%	0,0%
VN-Index	-8,5%	-6,1%	3,4%	-7,1%

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext 158

hathithuhang@baoviet.com.vn

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín

Mã giao dịch: STB

Reuters: STB.HM

Bloomberg: STB VN

Triển vọng kinh doanh năm 2015 ổn định

- Thu nhập lãi thuần cải thiện.** Lợi suất đầu ra và chi phí đầu vào bình quân dự kiến sẽ tiếp tục giảm nhưng mức giảm sẽ thấp hơn năm ngoái do mặt bằng lãi suất của ngân hàng đã khá cạnh tranh so với các ngân hàng khác. Tỷ lệ NIM sẽ thu hẹp về mức 4,06%, giảm 0,32% so với năm 2014. Tài sản sinh lãi bình quân ước tính tăng 15,8% so với năm ngoái. Thu nhập lãi thuần dự báo đạt 7.052 tỷ đồng, tăng 7,4% so với năm 2014.
- Thu nhập ngoài lãi tăng nhẹ.** Chúng tôi ước tính lãi thuần từ hoạt động dịch vụ của STB sẽ tăng 7,1% so với năm 2014, đạt 995 tỷ đồng. Hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ mang lại thu nhập thuần 198 tỷ đồng. Đối với hoạt động mua bán chứng khoán và đầu tư, chúng tôi cho rằng không có thay đổi lớn về suất sinh lợi. Cho cả năm 2015, chúng tôi ước tính tổng thu nhập ngoài lãi đạt 1.735 tỷ đồng, tăng 3% so với năm 2014.
- Chi phí hoạt động và dự phòng tiếp tục tăng.** Chiến lược tập trung tập trung đẩy mạnh mảng bán lẻ, mở rộng kinh doanh bằng cách tăng các dịch vụ hỗ trợ, tư vấn và đồng hành cùng khách hàng sẽ đi kèm với sự gia tăng chi phí. Theo đó chúng tôi dự báo chi phí hoạt động năm 2015 đạt 4.681 tỷ đồng, tăng 5% so với năm trước. Hệ số CIR ở mức 53%. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ tiếp tục tăng 27,5% lên 1.228 tỷ đồng trong năm 2015.
- Dự báo kết quả kinh doanh 2015.** Dựa vào triển vọng trên chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động của STB sẽ đạt 8.787 tỷ đồng (+6,5% yoy) và LNTT đạt 2.878 tỷ đồng (+2,1% yoy). EPS và BVPS năm 2015 của STB lần lượt đạt 1.965 đồng và 16.780 đồng.
- Khuyến nghị đầu tư**
 Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh cốt lõi của Sacombank trong năm 2015 vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng ổn định nhờ lợi thế về quy mô hoạt động, tỷ lệ NIM khá cao và thế mạnh trong mảng ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, chi phí dự phòng tiếp tục tăng, chất lượng tài sản bị ảnh hưởng khi sáp nhập với PNB và kế hoạch phát hành cho đối tác chiến lược chưa có nhiều tiến triển là những vấn đề cần lưu ý. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với cổ phiếu STB dựa trên mức giá kỳ vọng **20.400 đồng/cổ phần**. P/E và P/B dự phóng ~ 10,4 lần và 1,2 lần.

Báo cáo cập nhật
THÔNG TIN SỞ HỮU

Cổ đông trong nước	94,21%
Cổ đông nước ngoài	5,79%

CỔ ĐÔNG LỚN

Eximbank	10,3%
Ông Trầm Trọng Ngân	4,79%
CTCP đầu tư Sài Gòn Exim	4,73%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Tổng thu nhập hoạt động	6.755	6.853	7.601	8.249	8.787
Chi phí hoạt động	(3.589)	(4.154)	(4.206)	(4.461)	(4.681)
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	2.878	3.166	2.699	3.395	3.789
Dự phòng rủi ro tín dụng	(395)	(1.331)	(435)	(963)	(1.228)
Lợi nhuận sau thuế	1.996	1.002	2.229	2.212	2.245

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Tiền, vàng bạc, đá quý	11.857	9.704	4.229	4.816	5.933
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	9.621	7.574	7.470	3.607	4.140
Cho vay khách hàng	79.727	94.888	109.214	126.646	145.800
Tổng tài sản có	141.469	152.119	161.378	189.803	221.356
Tiền gửi và vay các TCTD khác	12.824	4.731	5.007	4.411	4.398
Tiền gửi của khách hàng	75.092	107.459	131.645	163.057	190.777
Phát hành giấy tờ có giá	17.617	7.777	501	1	1
Vốn chủ sở hữu	14.547	13.699	17.064	18.069	19.171
Tổng nguồn vốn	141.469	152.119	161.378	189.803	221.356

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	-2,4%	19,6%	14,8%	15,8%	15,3%
Tăng trưởng huy động (%)	-4,1%	43,1%	22,5%	23,9%	17,0%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	4,8%	5,3%	5,0%	4,4%	4,1%
ROA (%)	1,4%	0,7%	1,4%	1,2%	1,0%
ROE (%)	13,7%	7,3%	13,1%	12,2%	11,7%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	0,6%	2,0%	1,5%	1,2%	1,1%
Dự phòng/Tổng dư nợ	175,5%	73,3%	84,0%	89,9%	1,2%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	56,9%	63,3%	68,5%	67,4%	68,5%
Cho vay/Huy động	86,9%	83,6%	83,7%	78,5%	83,7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.860	1.029	1.951	1.936	1.965
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.558	14.065	14.935	15.815	16.780

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2014

- **Lợi nhuận giảm nhẹ do trích lập dự phòng tăng mạnh.** Sacombank công bố kết quả kinh doanh năm 2014 với lợi nhuận trước thuế đạt 2.826 tỷ đồng (lệch 2,6% so với dự báo của chúng tôi), hoàn thành 94,2% kế hoạch và giảm 4,5% so với năm 2013. Mặc dù lợi nhuận thuần trước dự phòng rủi ro tín dụng vẫn tăng 11,6% so với năm trước nhưng chi phí dự phòng tăng mạnh 121,5% khiến lợi nhuận trước thuế giảm.

Tiền gửi và cho vay khách hàng tăng trưởng tốt so với năm ngoái, đạt lần lượt 23,9% và 15,8%, tuy nhiên lợi suất đầu ra bình quân giảm 2,09% cao hơn mức giảm 1,7% của chi phí đầu vào bình quân làm thu nhập lãi thuần giảm 0,9% đạt 6.565 tỷ đồng. Tỷ lệ NIM giảm từ mức 4,97% năm 2013 xuống 4,37% năm 2014. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ giảm 2% so với năm trước. Trái lại hoạt động kinh doanh ngoại hối cho thấy sự cải thiện đáng kể khi ghi nhận lãi thuần 194 tỷ đồng từ mức lỗ 203 tỷ đồng năm 2013. Hoạt động mua bán và đầu tư chứng khoán cũng mang lại cho ngân hàng lãi thuần 352 tỷ đồng so với mức lỗ 40 tỷ đồng ở năm ngoái nhờ hoàn nhập dự phòng. Theo đó, tổng thu nhập hoạt động đạt 8.249 tỷ đồng, tăng 8,5% yoy. Chi phí hoạt động tăng 6,5% yoy, đạt 4.461 tỷ đồng chủ yếu do chi lương và phụ cấp tăng. Tuy nhiên hệ số CIR đã giảm xuống mức 54,1% từ 55,3% năm 2013.

STB công bố tỷ lệ NPL năm 2014 là 1,19% (năm 2013 là 1,46%). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng từ 84% năm 2013 lên 90% nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức bình quân 151% giai đoạn 2007-2012. Trong năm STB đã xử lý 686 tỷ đồng nợ khó thu hồi (~0,5% tổng dư nợ) bằng nguồn dự phòng và bán cho VAMC 830 tỷ đồng (tính đến tháng 6/2014). Chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh 121,5% yoy lên mức 962 tỷ đồng. Mặc dù, các con số trên cho thấy chất lượng tài sản của STB đang được cải thiện, tuy nhiên nhìn vào cơ cấu nợ dư nợ theo kỳ hạn, chúng tôi nhận thấy nợ trung và dài hạn đã tăng mạnh lần lượt 24,4% và 41,3% trong khi nợ ngắn hạn chỉ tăng nhẹ 1,4% so với đầu năm 2014. Theo quan điểm thận trọng của chúng tôi, tỷ lệ NPL giảm có thể do động thái tái cơ cấu các khoản cho vay, chuyển từ ngắn hạn sang trung và dài hạn. Do đó, khi thông tư 02 áp dụng, những khoản vay này sẽ chuyển thành nợ xấu và sẽ làm tăng chi phí dự phòng cho ngân hàng.

Chỉ tiêu (ĐVT: Tỷ VND)	2013	2014	Thay đổi
Thu nhập lãi thuần	6.627	6.565	-0,9%
Thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ	948	929	-2,0%
Lãi/lỗ thuần từ kinh doanh ngoại hối	(203)	194	
Lãi/lỗ thuần từ mua bán CKKD	(68)	183	
Lãi/lỗ thuần từ mua bán CKĐT	28	169	510,8%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	172	56	-67,3%
Lãi/lỗ thuần khác	96	153	58,9%
Tổng thu nhập hoạt động	7.601	8.249	8,5%
Chi phí hoạt động	(4.206)	(4.461)	6,1%
LN thuần trước chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	3.395	3.789	11,6%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(435)	(963)	121,5%
LNTT	2.960	2.826	-4,5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(731)	(614)	-16,0%
LNST	2.229	2.212	-0,8%

Triển vọng kinh doanh năm 2015

- **Tăng trưởng tín dụng và huy động ổn định.** Trong bối cảnh tín dụng doanh nghiệp vẫn chưa có nhiều khởi sắc thì việc tập trung đẩy mạnh hoạt động bán lẻ với cơ cấu khách hàng cá nhân chiếm tỷ trọng cao trong tổng dư nợ sẽ giúp STB duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng ổn định trong năm 2015. Ngoài ra, mạng lưới kinh doanh rộng, thương hiệu mạnh và các sản phẩm, dịch vụ đa dạng sẽ là lợi thế để STB thu hút tiền gửi từ khách hàng. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi cho rằng STB có thể đạt được mức tăng trưởng tín dụng là 15% và tăng trưởng huy động là 15% trong năm nay.
- **Thu nhập lãi thuần cải thiện.** Lợi suất đầu ra bình quân dự kiến sẽ tiếp tục giảm do STB chủ động giảm lãi suất cho vay nhóm khách hàng cá nhân (chiếm tỷ trọng khoảng 45% tổng dư nợ) để mở rộng tăng trưởng tín dụng nhóm khách hàng này. Tuy nhiên mức giảm sẽ thấp hơn năm ngoái do mặt bằng lãi suất cho vay của ngân hàng đã khá cạnh tranh so với các ngân hàng khác. Về chi phí đầu vào bình quân, dựa trên kỳ vọng lạm phát sẽ xoay quanh mức 4% trong năm 2015, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ không còn nhiều dư địa để giảm mạnh trong năm 2015. Ngoài ra STB vẫn phải duy trì lãi suất huy động ở mức phù hợp để đảm bảo thị phần huy động vốn. Theo các giả định này, tỷ lệ NIM sẽ thu hẹp về mức 4,06%, giảm 0,32% so với năm 2014. Tài sản sinh lãi bình quân ước tính tăng 15,8% so với năm ngoái. Theo đó, thu nhập lãi thuần dự báo đạt 7.052 tỷ đồng, tăng 7,4% so với năm 2014.

- **Thu nhập ngoài lãi tăng nhẹ.** Trong những năm trước tăng trưởng tín dụng thường kéo theo sự tăng lên trong thu nhập từ hoạt động dịch vụ. Tuy nhiên xu hướng này đã dừng lại ở năm 2014. Cụ thể là tín dụng vẫn đạt mức tăng trưởng 15,8% nhưng lãi thuần từ hoạt động dịch vụ giảm 2%. Có 2 nguyên nhân chính lý giải cho điều này: (1) Sự suy giảm của các khoản phí liên quan đến dịch vụ tín dụng; (2) Mức độ cạnh tranh ngày càng cao giữa các ngân hàng ở lĩnh vực thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại trong bối cảnh nguồn thu từ hoạt động tín dụng đang có xu hướng giảm. Với mục tiêu chuyển dịch cơ cấu thu nhập theo hướng giảm bớt sự phụ thuộc vào hoạt động tín dụng, chúng tôi cho rằng Sacombank sẽ có động lực để cải thiện, nâng cao chất lượng dịch vụ và phát triển các sản phẩm mới phù hợp với nhu cầu của khách hàng nhằm tăng nguồn thu. Bên cạnh đó, năm 2015 kỳ vọng sẽ mang đến nhiều cơ hội cho doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam khi thị trường xuất khẩu lớn nhất của nước ta là Mỹ đang dần hồi phục và một loạt các hiệp định thương mại tự do sẽ được ký kết. Theo đó, hoạt động thanh toán quốc tế sẽ sôi động hơn, tác động tích cực đến hoạt động thanh toán của ngân hàng. Chúng tôi ước tính lãi thuần từ hoạt động dịch vụ của STB sẽ tăng 7,1% so với năm 2014, đạt 995 tỷ đồng. Về hoạt động kinh doanh ngoại hối, chúng tôi cho rằng chủ yếu nguồn thu sẽ đến từ phí chênh lệch tỷ giá thông qua các giao dịch ngoại hối liên quan đến hoạt động thương mại. BVSC ước tính hoạt động này sẽ mang lại 198 tỷ đồng cho ngân hàng. Đối với các hoạt động khác, chúng tôi cho rằng không có thay đổi lớn về suất sinh lợi từ hoạt động mua bán chứng khoán và đầu tư. Cho cả năm 2015, chúng tôi ước tính tổng thu nhập ngoài lãi đạt 1.735 tỷ đồng, tăng 3% so với năm 2014.
- **Chi phí hoạt động và dự phòng tiếp tục tăng.** Chiến lược tập trung tập trung đẩy mạnh mảng bán lẻ, mở rộng kinh doanh bằng cách tăng các dịch vụ hỗ trợ, tư vấn và đồng hành cùng khách hàng sẽ đi kèm với sự gia tăng chi phí. Theo đó chúng tôi dự báo chi phí hoạt động năm 2015 đạt 4.681 tỷ đồng, tăng 5% so với năm trước. Hệ số CIR ở mức 53%.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ tiếp tục tăng 27,5% lên 1.228 tỷ đồng trong năm 2015
- Dự báo kết quả kinh doanh 2015.** Dựa vào triển vọng trên chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động của STB sẽ đạt 8.787 tỷ đồng (+6,5% yoy) và LNTT đạt 2.878 tỷ đồng (+2,1% yoy). EPS và BVPS năm 2015 của STB lần lượt đạt 1.965 đồng và 16.780 đồng.

Năm tài chính	Đơn vị	2012	2013	2014	2015F
Tổng tài sản	Tỷ VND	152.119	161.378	189.803	221.356
Vốn chủ sở hữu	Tỷ VND	13.699	17.064	18.069	19.171
Cho vay khách hàng	Tỷ VND	96.334	110.566	128.015	147.572
Tiền gửi khách hàng	Tỷ VND	107.459	131.645	163.057	190.777
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ VND	6.853	7.601	8.249	8.787
- Thu nhập lãi	Tỷ VND	6.497	6.627	6.565	7.053
- Thu nhập ngoài lãi	Tỷ VND	356	973	1.685	1.734
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	Tỷ VND	2.699	3.395	3.789	4.106
Chi phí DPRRTD	Tỷ VND	(1.331)	(435)	(963)	(1.228)
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ VND	1.368	2.960	2.826	2.878
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	1.002	2.229	2.212	2.245
BVPS	VND	14.065	14.935	15.815	16.780
EPS	VND	1.029	1.951	1.936	1.965

(Kết quả này chưa tính đến việc sáp nhập với PNB)

Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh cốt lõi của Sacombank trong năm 2015 vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng ổn định nhờ lợi thế về quy mô hoạt động, tỷ lệ NIM khá cao và thế mạnh trong mảng ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, chi phí dự phòng tiếp tục tăng, chất lượng tài sản bị ảnh hưởng khi sáp nhập với PNB và kế hoạch phát hành cho đối tác chiến lược chưa có nhiều tiến triển là những vấn đề cần lưu ý. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với cổ phiếu STB dựa trên mức giá kỳ vọng **20.400 đồng/cổ phần**. P/E và P/B dự phóng ~ 10,4 lần và 1,2 lần.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999