

Company Short Report

For VCBS Investment Department

20/03/2009

Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (STB)

Kết quả Hoạt động Kinh doanh:

Không hoàn thành kế hoạch 2008

Năm 2008, với mức lợi nhuận trước thuế 1.243 tỷ đồng, Sacombank đã không hoàn thành kế hoạch kinh doanh 1.500 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh trong năm 2008 thấp hơn 21% so với năm liền trước. Nguyên nhân chính là tổng dư nợ cho vay giảm 2% trong khi đó trong năm 2007 tăng trưởng 146%. Tăng trưởng huy động vốn cũng giảm từ 153% xuống còn 12% chỉ trong vòng một năm. Đây chính là hệ quả của việc áp dụng chính sách thắt chặt tín dụng của Ngân hàng Nhà nước trong suốt ¾ năm 2008.

Tuy nhiên, càng về cuối năm, tình hình kinh doanh càng được cải thiện. Lợi nhuận ròng quý IV tăng 45,6% so với quý III và đạt 255,7 tỷ đồng. Tổng dư nợ và huy động vốn bắt đầu tăng trở lại (+4,4% so với quý III). Trên thực tế, kể từ 5/11/2008 đến nay, Ngân hàng Nhà nước đã tiến hành 4 đợt cắt giảm lãi suất với mức cắt giảm hơn 50% (từ 14% xuống còn 7%). Theo đó, cuộc chạy đua về lãi suất giữa các ngân hàng thương mại cũng tạm lắng xuống. Sự điều chỉnh này đã giúp cho các ngân hàng nói chung và Sacombank nói riêng cải thiện đáng kể thu nhập về lãi.

Cơ cấu lợi nhuận của năm 2008 cũng có những thay đổi rõ nét. Thứ nhất, thu nhập từ hoạt động dịch vụ, kinh doanh ngoại hối và vàng tăng mạnh. Nếu như trong năm 2007, lãi thuần từ hoạt động dịch vụ và hoạt động kinh doanh ngoại hối bao gồm cả vàng chỉ chiếm 8% và 4% trong tổng lợi nhuận, thì sang đến năm 2008, hai con số này là 22% và 20%. Chỉ trong vòng 12 tháng, thu nhập từ phí dịch vụ (bảo lãnh, ngân quỹ, thanh toán, môi giới) tăng gấp 2 lần trong khi lãi từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối tăng lên gấp 5 lần. Thứ hai, hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư giờ chỉ còn 5% trong cơ cấu doanh thu thay vì 25% như những năm trước đó. Hoạt động đầu tư chứng khoán của Sacombank đã gây ra khoản lỗ lên tới 94,5 tỷ đồng.

Tổng quan tình hình tài chính

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E |
|-------------------------|------------|------------|-----------|------------|
| Tài sản | 24.776.183 | 64.572.875 | 68.556.03 | 75.411.633 |
| Nợ/VCSH | 120,256 | 106,044 | 160,379 | |
| Doanh thu | 988.804 | 503.428 | 875.300 | 1.065.574 |
| Lợi nhuận sau thuế | 470.128 | 139.789 | 106.913 | 130.000 |
| ROE (%) | 19,76 | 27,35 | 14,04 | 15,9 |
| EPS (VND) | 2.675 | 3.983 | 2.093 | 2.700 |
| Tăng trưởng EPS YoY (%) | -25,1 | 143,5 | 21,3 | 25 |
| BVPS (VND) | 5.888 | 14.365 | 15.389 | 18.619 |
| PBV | 5,24 | 3,96 | 1,19 | 0,9 |
| Trailing PE | 26,9 | 20,4 | 8,8 | 6 |

Nguồn: Dữ liệu từ Công ty, Bloomberg

Thông tin doanh nghiệp

| Bán | |
|-------------------------------|---------------|
| Giá tại ngày 20/03/2009 (VND) | 16.700 |
| Mã niêm yết | STB |
| Khoảng giá 52 tuần (VNĐ/VNĐ) | 13.000-40.400 |

Lĩnh vực kinh doanh chính

- Huy động vốn ngắn, trung và dài hạn dưới hình thức tiền gửi có kỳ hạn, không kỳ hạn, chứng chỉ tiền gửi;
- Tiếp nhận vốn đầu tư và phát triển của các tổ chức trong nước, vay vốn của các tổ chức tín dụng khác;
- Cho vay ngắn hạn, trung và dài hạn;
- Chiết khấu thương phiếu, trái phiếu và giấy tờ có giá;
- Góp vốn và liên doanh theo pháp luật;

Biến động giá

| Lợi suất (%) | 3t | 6t | 12t |
|--------------|-------|-------|-------|
| STB | -18,9 | -39,8 | -63,8 |
| VNI | -15,8 | -46,0 | -59,5 |

Cổ phiếu FYA

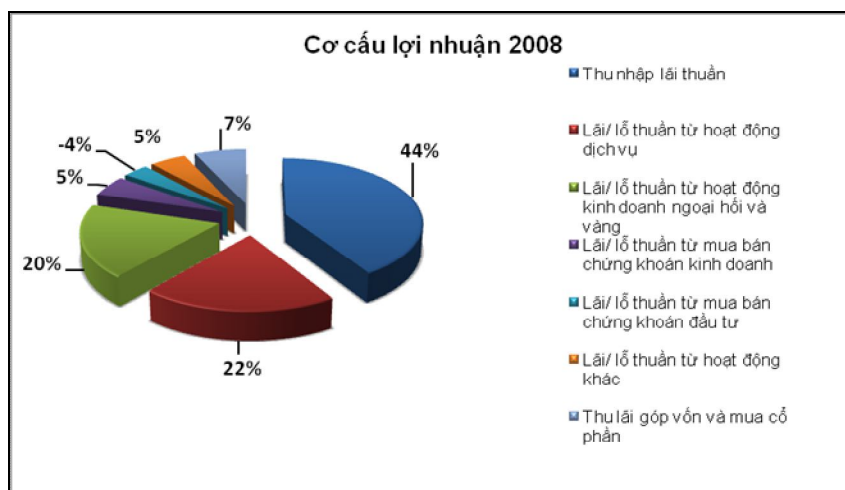
| | |
|----------------------------------|-----------------|
| Tỷ trọng vốn hóa trên HOSE | 5,6% |
| Vốn hóa thị trường | 8.238 tỷ VND |
| KL lưu hành hiện tại (nghìn) | 5.115.830.84000 |
| KL giao dịch bq ngày trong 1 năm | |

| Cổ đông lớn | |
|-----------------------------|-------|
| ANZ | 10% |
| Dragon Financial Holdings | 8,73% |
| International Finance Corp. | 4,66% |
| Cty Cơ điện lạnh | 4,07% |
| Đặng Hồng Anh | 4,07% |
| Đặng Văn Thành | 3,91% |

| | |
|------------------------|----|
| Room còn lại cho NĐTNN | 0% |
|------------------------|----|

Cơ cấu doanh thu (2008)

| | |
|----------------------------|-----|
| Thu nhập lãi | 76% |
| Thu nhập từ dịch vụ | 7% |
| TN từ KD ngoại hối và vàng | 9% |
| TN từ mua bán CK KD | 3% |
| TN từ mua bán CK đầu tư | 1% |
| Thu nhập khác | 2% |
| Thu lãi góp vốn | 2% |



Tuy tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ đã tăng từ 0,48% vào quý III lên 0,68% tại quý IV, chất lượng tín dụng của Sacombank vẫn được đảm bảo. Tỷ lệ nợ xấu của STB cao hơn trung bình ngành 0,35%. Đây cũng là điều dễ hiểu khi tỷ lệ LDR của Sacombank luôn cao hơn các ngân hàng khác. Hệ số LDR luôn được duy trì tại mức từ 75 đến 76%.

Một điểm đáng chú ý nữa là trong năm 2008, Sacombank đã trích lập dự phòng tương đối ít 74.000 tỷ đồng bằng 62,6% so với năm trước.

Trong hai tháng đầu năm 2009, Sacombank đã đạt được mức lợi nhuận 222,8 tỷ đồng trong đó lợi nhuận từ tín dụng đóng góp 25%. So với cùng kỳ năm ngoái, lợi nhuận của ngân hàng đã tăng 53,37%.

Kế hoạch năm 2009:

Tăng trưởng tín dụng 50%, tăng trưởng lợi nhuận 47%

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | KH 2009 | +/- so 2008 | KQ 2008 | +/- So |
|----------------------|---------|-------------|---------|--------|
| Vốn ĐL | 6700 | 31% | 5.116 | |
| Tổng tài sản | 95.500 | 41% | 67.469 | |
| Tổng vốn huy động | 83.000 | 42% | 58.604 | |
| Tổng dư nợ cho vay | 50.000 | 50% | 33.708 | |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.600 | 47% | 33.708 | |
| LDR | 60%-70% | | 75%-76% | |
| ROA | 1.5%-2% | | 1,6% | |
| ROE | 20%-23% | 6%-9% | 14% | - |

Nhìn chung, kế hoạch 2009 của Sacombank được đánh giá là khá tham vọng. Tính đến hết tháng 2, Sacombank lãi được 222,8 tỷ đồng và dự tính đến hết quý I con số này sẽ tăng lên đến 300 tỷ đồng tương đương 18,75% kế hoạch của cả năm. Như vậy, nếu duy trì kết quả kinh doanh như những tháng vừa qua, Sacombank sẽ không hoàn thành được kế hoạch về lợi nhuận.

Chúng ta cần phải lưu ý rằng, trong những tháng đầu năm 2009, các ngân hàng đã gặp rất nhiều thuận lợi trong hoạt động tín dụng nhờ vào chính sách hỗ trợ lãi suất của chính phủ. Kể từ khi bắt đầu triển khai gói hỗ trợ này, hoạt động tín dụng đã tăng lên 30%. Tính đến đầu tuần này, đã có hơn 140.000 tỷ đồng được giải ngân tương ứng với 1/3 kế hoạch hỗ trợ. Giả sử rằng tốc độ giải ngân này được duy trì, như vậy đến tháng 5 năm nay các ngân hàng thương mại sẽ hoàn tất việc triển khai gói hỗ trợ cho vay ưu đãi. Do đó, trong 2 quý cuối năm, nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp sẽ giảm sút và hoạt động tín dụng sẽ gặp khó khăn hơn hai quý đầu năm. Chính vì vậy, chúng tôi dự đoán rằng Sacombank sẽ không thực hiện được kế hoạch đặt ra.

Triển vọng trong năm 2009

Năm 2009 sẽ là một năm khó khăn cho hoạt động ngân hàng do nhu cầu vay vốn đầu tư của các doanh nghiệp cũng như vay vốn tiêu dùng của cá nhân sẽ giảm sút so với các năm trước. Tuy nhiên, các chính sách tiền tệ được dự báo sẽ ổn định hơn năm 2008 và có xu hướng nới lỏng. Do đó, hoạt động tín dụng sẽ tăng trưởng và lợi nhuận của Ngân hàng cũng sẽ được cải thiện nhưng sẽ không tăng nhiều như kế hoạch (ước tính tăng khoảng 20%). Năm nay, GDP được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 4% trong khi tăng trưởng tín dụng ngân hàng ước tính đạt từ 20 đến 25%. Căn cứ vào vị thế trong ngành ngân hàng những năm vừa qua, chúng ta hoàn toàn có thể dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng của Sacombank tương đương với số trung bình ngành 20%. Tăng trưởng huy động vốn được dự báo ở mức 12%.

Rủi ro tiềm ẩn

Trong năm 2009, hoạt động tín dụng sẽ gia tăng nhờ vào các chính sách nới lỏng tiền tệ. Cùng với đó, nợ xấu sẽ tiếp tục tăng mạnh do các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế. Do đó, Sacombank sẽ phải trích lập dự phòng nhiều hơn năm 2008. Đây sẽ là yếu tố ảnh hưởng nhiều đến kết quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng trong năm nay.

Bên cạnh đó, nguồn thu từ phí dịch vụ trong năm nay sẽ giảm xuống do Ngân hàng Nhà nước đang thắt chặt quản lý việc thu phí tín dụng.

Trong năm 2008, hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu thay thế cho khoản thu nhập đến từ hoạt động mua bán chứng khoán. Năm nay, thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu phục hồi, trong khi đó thu nhập từ vàng và ngoại hối khó có thể lập lại thành tích như năm ngoái. Sau một năm đầy biến động, thị trường vàng năm nay được dự báo sẽ đi vào ổn định. Hiện nay, Ngân hàng Nhà nước đang khẳng định sẽ giữ tỷ giá ổn định, cùng với việc xuất khẩu giảm do nhu cầu thế giới hạn chế khiến cho các giao dịch ngoại hối giảm sút. Như vậy, năm 2009 tăng trưởng doanh thu sẽ vẫn được kéo bởi thu nhập từ lãi.

| So sánh với các công ty tương đồng | | | | | | |
|------------------------------------|------|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| Công ty | Nước | Vốn hóa thị trường | ROA 2008 | ROE 2008 | P/B 2008 | P/E 2008 |
| ACB | VN | 979,93 | 2,06 | 28,12 | 2,4 | 5,9 |
| Oriental Bank of Commerce | IND | 468,838 | 0,43 | 6,21 | 0,42 | 2,88 |
| SIAM CITY Bank | TLD | 432.933 | 0,99 | 10,63 | 0,38 | 3,78 |
| EON Bank | MAL | 525.158 | 0,32 | 4,22 | 0,61 | 12,84 |

Nguồn: Dữ liệu từ công ty, Bloomberg

Xét về hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời, Sacombank kém hơn mức trung bình ngành. Điều này được thể hiện qua chỉ tiêu ROA (1,6%) và ROE (14%) năm 2008 thấp hơn mức 1,66% và 20,77% của toàn ngành ngân hàng.

So sánh với ACB, Sacombank có quy mô nhỏ hơn về vốn và cả khả năng sinh lời. P/E cũng cao hơn.

So với các ngân hàng khác có cùng quy mô vốn hoá trong khu vực Châu Á, các chỉ tiêu tài chính của STB tốt hơn. Tuy nhiên, P/E của STB vẫn thuộc loại cao (8 lần).

Nhận định:

Theo chúng tôi, trong năm 2009, Sacombank khó có thể thực hiện được kế hoạch về lợi nhuận đã đề ra với nhiều lý do khác nhau: i) Khủng hoảng kinh tế toàn cầu khiến cho nhu cầu vay vốn giảm sút (tăng trưởng tín dụng 50% trong khi chính sách hỗ trợ lãi suất đã đi được gần 1/2 quãng đường là không khả thi); ii) tỷ lệ nợ xấu tăng cao khi cuộc khủng hoảng tác động đến hầu hết các ngành nghề của nền kinh tế khiến cho dự phòng rủi ro chắc chắn sẽ phải cao hơn mức 74 nghìn tỷ của năm 2008; iii) doanh thu từ kinh doanh vàng và từ phí hoạt động được dự báo sẽ giảm sút do Ngân hàng Nhà nước đang thắt chặt việc quản lý thu phí tín dụng; iv) kinh doanh đầu tư chứng khoán dường như không có cơ hội trong năm nay. Trong bối cảnh đó, tăng trưởng lợi nhuận 47% là khá tham vọng.

Mức giá đang giao dịch của STB hiện nay 16.700 đồng không phải là rẻ. STB đang được giao dịch với P/E 8 lần và hệ số P/B ở mức 1,2 lần.

Căn cứ vào những dự báo về tình hình vĩ mô và triển vọng phát triển của ngành ngân hàng Việt Nam cũng như tiềm năng tăng trưởng của các chỉ tiêu tài chính của Sacombank, chúng tôi dự báo trong năm nay, lợi nhuận trước thuế của STB sẽ là 1.300 tỷ đồng tăng khoảng 21,6% so với năm 2008. Theo đó, EPS ước tính sẽ đạt 2.700 đồng tăng khoảng 25%. Như vậy, với mức giá như hiện tại, P/E của STB sẽ vào khoảng 6 lần, thấp hơn mức trung bình ngành trong năm 2008 (8,28 lần) và P/E ngành ngân hàng năm 2009 dự báo là 8,21 lần.

Bên cạnh đó, các nhà đầu tư đang lo ngại tình trạng thoái vốn của các cổ đông chiến lược như ANZ, IFC, REE. Hiện nay, ANZ đã được Ngân hàng Nhà nước cấp phép thành lập ngân hàng tại Việt Nam nên rất có thể thoái vốn để tập trung đầu tư cho sự phát triển của mình. Điều này cũng được phản ánh qua việc ANZ không đồng ý với việc tăng vốn điều lệ của Sacombank trong đại hội cổ đông vào ngày 16/03 vừa qua. Vào cuối năm 2008, IFC cũng đã công bố bán 50% số cổ phiếu hiện có và đã bán xong 25% (hơn 8 triệu cổ phiếu). Trong năm 2009, REE cũng đã bán xong 3 triệu cổ phần STB. Trong thời gian tới, các tổ chức này hoàn toàn có thể bán tiếp STB ra thị trường. Chính tâm lý lo ngại tình trạng thoái vốn này sẽ khiến cho tính thanh khoản của cổ phiếu STB giảm sút nghiêm trọng mỗi khi Thị trường khó khăn.

Do vậy, chúng tôi khuyến nghị nên **bán cổ phiếu STB** với mức giá như hiện nay (16.700 đồng) và mua lại ở mức giá thấp hơn khi các thông tin về tình trạng thoái vốn rõ cũng như khả năng thực hiện kế hoạch về lợi nhuận được rõ ràng hơn.