

Cập nhật ngành ngân hàng

Phạm Thùy Dương Chuyên viên
duong.phamthuy@vcsc.com.vn

EIB và STB trên đường sáp nhập

- Sau nhiều tháng với tin đồn sát nhập, Eximbank (EIB) và Sacombank (STB) đã chính thức ký biên bản hợp tác ngày 29/01/2013. EIB hiện nắm 9,73% cổ phần tại STB và đang xem xét việc sáp nhập hai ngân hàng, vì vậy chúng tôi xem thỏa thuận này là một bước tiến hướng tới việc này. Khả năng sáp nhập trong 3-5 năm tới là một trong hai điểm chính trong sáu điểm của thỏa thuận. Điểm chính còn lại là hai ngân hàng này sẽ hỗ trợ lẫn nhau về thanh khoản.
- Chúng tôi cho rằng thị trường đã dự đoán được việc này trước khi công bố chính thức, do giá cổ phiếu EIB tăng 10% trong hai ngày qua và giá cổ phiếu STB tăng 3,6%. **Tại mức giá hiện tại, chúng tôi cho rằng cả hai mã này không hấp dẫn về mặt định giá.** PBR hiện nay của EIB là 1,4 lần và của STB là 1,7 lần (so với trung bình ngành 1.5x). Theo [báo cáo của chúng tôi hồi tháng 11/2012 về khả năng hợp nhất giữa STB và EIB](#), cổ đông của EIB có thể sẽ hưởng lợi nhiều hơn vì PBR của STB được định giá cao hơn của EIB với giá định giá trị vốn hóa của ngân hàng sau khi sáp nhập chỉ bằng tổng giá trị vốn hóa của hai ngân hàng.
- Ngân hàng sau khi sáp nhập sẽ là ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất và là ngân hàng lớn thứ năm trong số tất cả các ngân hàng Việt Nam (sau bốn ngân hàng thương mại quốc doanh).** Trong số các ngân hàng TMCP, EIB là ngân hàng lớn thứ ba về tài sản còn STB là ngân hàng lớn thứ tư; vì vậy tổng tài sản của EIB và STB là 308.177 tỷ đồng (tính đến tháng 09/2012). Giá trị vốn hóa của ngân hàng sau sáp nhập sẽ là 46.500 tỷ đồng, tính đến ngày 29/01/2013.
- Về mặt hoạt động, EIB có thể hưởng lợi từ mạng lưới của STB. STB có mạng lưới chi nhánh lớn nhất trong số các ngân hàng TMCP với hơn 400 chi nhánh, trong khi mạng lưới chi nhánh của EIB có quy mô chỉ bằng một nửa. Chất lượng tài sản của EIB dường như tốt hơn và đáng tin cậy hơn của STB. Chúng tôi dự báo EIB sẽ hỗ trợ STB cải thiện chất lượng tài sản. Hơn nữa, việc hợp nhất hai ngân hàng có thể giúp đẩy mạnh hai mảng ngân hàng thương mại và ngân hàng bán lẻ, do hai mảng này lần lượt là thế mạnh của EIB và STB.
- Lợi nhuận trước thuế của EIB đạt 2.828 tỷ đồng (giảm 30% so với năm 2011) do tăng trưởng tín dụng thấp gây áp lực lên thu nhập ròng từ hoạt động cho vay. Trong khi đó, STB trích lập dự phòng thêm 800 tỷ đồng trong tháng 10 và 11/2012, cao hơn lợi nhuận trước dự phòng của Quý 3/2012. Vì vậy, chúng tôi cho rằng lợi nhuận trước thuế năm 2012 khó có thể cao hơn nhiều so với lợi nhuận 9 tháng đầu năm (2.168 tỷ đồng).
- Chúng tôi cho rằng Điều 2 của thỏa thuận có thể sẽ có tác động trực tiếp nhất cho cả hai ngân hàng. Điều 2 đề cập đến việc huy động nguồn vốn hoặc hỗ trợ thanh khoản mà không cần yêu cầu tài sản thế chấp. Lãi suất và thời hạn sẽ được quyết định thông qua thương lượng. Trao đổi với chúng tôi qua điện thoại, EIB cho biết trong năm 2012 ngân hàng đạt tăng trưởng tín dụng 0,3% (75.000 tỷ đồng) và tăng trưởng tiền gửi 17% (86.000 tỷ đồng, trong đó giá trị huy động vàng là 9.000 tỷ đồng), tương đương LDR (tỷ lệ cho vay trên huy động) 87%. Do sang năm 2013, huy động bằng vàng không còn được xem là nguồn vốn, LDR của EIB có thể tăng lên 100%. Chúng tôi cho rằng EIB cần tăng cường huy động để kích thích tăng trưởng tín dụng.

- Trong khi đó, tăng trưởng tiền gửi của STB đạt 29% trong tháng 09/2012 (97.373 tỷ đồng), tương đương LDR 89%. Do huy động bằng vàng không đáng kể, LDR của STB sẽ không bị ảnh hưởng. Với thanh khoản đầy đủ, STB đã đảo ngược vị thế của mình trên thị trường liên ngân hàng, trở thành một ngân hàng cho vay ròng với giá trị cho vay trên thị trường liên ngân hàng tăng 32% trong tháng 09/2012 (12.722 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng STB sẽ thận trọng hơn trong hoạt động cho vay do lo ngại chất lượng dư nợ tín dụng. Nói lỏng yêu cầu trong việc sử dụng nguồn vốn của nhau giữa EIB và STB sẽ có lợi cho cả hai ngân hàng.

Phụ lục – Phạm vi hợp tác

1. Hợp tác cho vay:
 - Hai bên có thể cho khách hàng vay theo hình thức đồng cho vay hay ủy thác đầu tư tùy theo khẩu vị của mỗi bên. Khi một trong hai bên tiếp cận được các dự án cần đồng cho vay hay ủy thác đầu tư thì **sẽ ưu tiên hợp tác với bên kia**.
 - STB và EIB sẽ không tham gia vào một số dự án của (a) các doanh nghiệp Nhà nước cần phải được cơ cấu lại hoặc (b) doanh nghiệp được một trong hai bên cho là có rủi ro cao.
2. Hạn mức tín dụng (thanh khoản)
 - Để tận dụng nguồn và hỗ trợ thanh khoản, **cả hai đều có thể cấp tín dụng cho nhau mà không yêu cầu tài sản thế chấp**. Thông tin chi tiết về hạn mức tín dụng sẽ có trong các văn bản đàm phán.
 - Thời gian hỗ trợ phù hợp theo nhu cầu và khả năng của mỗi bên.
 - Lãi suất đàm phán theo giá thị trường hoặc chính sách của từng ngân hàng.
 - Hai bên có thể **hỗ trợ tiền mặt cho các chi nhánh của hai ngân hàng ở cùng một khu vực** để tiết kiệm chi phí cho cả hai.
3. Kinh doanh tiền tệ
 - Hai bên hỗ trợ nhau trong kinh doanh vàng và ngoại hối nhằm đảm bảo trạng thái ngoại hối và vàng theo quy định của Ngân hàng Nhà nước.
 - Hai bên hỗ trợ nhau trong hoạt động ngoại hối cho xuất nhập khẩu theo mức phí trong các văn bản đàm phán.
 - Hợp tác nghiên cứu về chứng khoán phái sinh.
4. Nhân sự và đào tạo
 - Hai bên sẽ hỗ trợ lẫn nhau về đào tạo hoạt động của các ngân hàng.
 - Hợp tác nghiên cứu về phương pháp đào tạo mới nhằm nâng cao chuyên môn và chất lượng cho cả hai.
 - Trong từng giai đoạn, mỗi bên sẽ lựa chọn và đề nghị nhân viên có năng lực hỗ trợ cho nhau. Cả hai bên cũng chia sẻ kinh nghiệm về quản lý nguồn nhân lực.
5. Tái cấu trúc
 - Hai bên sẽ chia sẻ kinh nghiệm tái cấu trúc về mọi mặt, theo các quy tắc, tiêu chuẩn trong nước và quốc tế về phát triển bền vững.
 - Hai bên đề xuất cho nhau các chuyên gia và các chuyên gia tư vấn trong nước cũng như nước ngoài về tái cấu trúc.
 - Theo nhu cầu và xu hướng phát triển của thị trường, cả hai bên có thể hợp tác trong đầu tư và tái cấu trúc doanh nghiệp.
6. Chiến lược sáp nhập

- **Trong vòng 3-5 năm**, hai bên sẽ trình ĐHCĐ thường niên và cơ quan Chính phủ có thẩm quyền đề án **sáp nhập nhằm tăng cường sức mạnh tổng hợp** về khả năng cạnh tranh, thị phần và hiệu quả tài chính.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Thùy Dương, 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 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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. Ví dụ, 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

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, 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

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

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

Phó Giám Đốc, Vũ Thanh Tú, ext 105

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 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.