

Lĩnh vực Tài chính

Note Đại hội cổ đông

Tháng 04, 2015

Khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)

Giá thị trường (15/04/2015) 17.900

Lợi nhuận kỳ vọng

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	12.500-27.000
Vốn hóa	66.649 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	3.723.404.556CP
KLGD bình quân 10 ngày	2.867.474 CP
% sở hữu nước ngoài	35%
Room nước ngoài	
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,6%
Beta	1,03

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam

Mã giao dịch: CTG

Reuters: CTG.HM

Bloomberg: CTG VN

AGM 2015

Thông qua đề án sáp nhập với PGBank

Kết quả kinh doanh 2014 và kế hoạch 2015

CTG trình đại hội cổ đông kế hoạch kinh doanh 2015, trong đó kế hoạch tăng trưởng tín dụng và huy động vốn lần lượt là 13% và 13,6%. Lợi nhuận trước thuế giảm nhẹ so với 2014, dù đã tính đến kế hoạch sáp nhập với PGBank.

Đáng chú ý là kế hoạch Vốn điều lệ năm 2015 tăng tới gần 12.000 tỷ so với 2014 trong khi VCSH chỉ tăng hơn 3.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, ngân hàng không cung cấp thêm chi tiết về khoản tăng vốn điều lệ này.

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2014/2013	2015/2014
Tổng tài sản	576.368	661.132	746.000	14,7%	12,8%
Dư nợ tín dụng	460.079	542.685	613.000	18,0%	13,0%
Vốn huy động	511.670	595.094	676.000	16,3%	13,6%
Vốn chủ sở hữu	54.075	55.013	58.883	1,7%	7,0%
Vốn điều lệ	37.234	37.234	49.209	0,0%	32,2%
LNTT	7.751	7.302	7.300	14,7%	12,8%
ROA	1,4%	1,2%	1-1,2%		
ROE	13,7%	10,5%	10-11%		
NPL	0,82%	0,90%	< 3%		
CAR	13,2%	10,4%	>9%		
Cổ tức	10%	10%	7-9%		

Phương án sáp nhập với PGBank

CTG trình đại hội cổ đông về phương án sáp nhập với PGBank, theo đó CTG sẽ phát hành thêm 300 triệu cổ phiếu, trong đó 270 triệu cổ phiếu sẽ được hoán đổi thành 300 triệu cổ phiếu PGBank (tỷ lệ CTG:PGBank 0,9:1). Phần còn lại (30 triệu cổ phiếu) sẽ được phân bổ đều cho các cổ đông CTG (mỗi cổ đông nhận được thêm 0,0080571 cổ phiếu CTG). Toàn bộ thương vụ dự kiến sẽ hoàn tất trong Quý 3/2015. Vốn điều lệ sau khi phát hành là 40.234 tỷ đồng.

Ngoài ra, CTG và PGBank đề xuất với NHNN một số cơ chế tài chính đối với ngân hàng sau sáp nhập như sau:

- Ngân hàng sau sáp nhập sẽ tiếp nhận trái phiếu VAMC của PGBank là 1.412 tỷ đồng tại 30/6/2014 đồng thời **điều chỉnh giảm tỷ lệ trích lập cho VAMC**.
- **Lùi thời gian trích lập dự phòng rủi ro** đối với danh mục trái phiếu VAMC của ngân hàng sau sáp nhập.

- Điều chỉnh **giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc**. Cho phép CTG thực hiện một phần hoặc toàn bộ dự trữ bắt buộc bằng trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu VAMC.
- **Giảm thuế TNDN phải nộp trong 3 năm đầu sáp nhập** hoặc cản trừ thuế TNDN phải nộp của CTG trong 5 năm cho các khoản dự phòng rủi ro tín dụng trích bổ sung cho các khoản tín dụng của PGBank
- NHNN tạo điều kiện để ngân hàng sau sáp nhập mở rộng mạng lưới, truyền thông khách hàng...

Theo quan điểm của BVSC, với tỷ lệ chuyển đổi CTG:PGBank 0,9:1, thương vụ sáp nhập giữa CTG và PGBank trước mắt sẽ có lợi cho các cổ đông của PGBank hơn là các cổ đông của CTG.

Tuy nhiên, xét về dài hạn, nếu thương vụ sáp nhập này cùng với những cơ chế tài chính đề xuất được NHNN chấp thuận, lợi nhuận hoạt động kinh doanh của CTG trong những năm tới sẽ khả quan hơn do:

- Dự nợ tín dụng mà CTG phải tiếp nhận từ PGBank có quy mô rất nhỏ so với CTG (chỉ bằng 2,7% dự nợ tín dụng của CTG). Do đó, ảnh hưởng từ việc sáp nhập PGBank đến chất lượng tài sản của CTG sau sáp nhập là không lớn.
- CTG được lùi thời gian trích lập dự phòng rủi ro đối với danh mục trái phiếu VAMC, nhờ đó, giảm áp lực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng hàng năm của CTG, cải thiện triển vọng lợi nhuận trong những năm tới của CTG.
- Giảm thuế TNDN trong giai đoạn 2015-2017

Ngoài ra, mảng hoạt động bán lẻ của CTG có thể phát triển dựa vào mạng lưới của PGBank:

- Tăng quy mô hoạt động
- Mở rộng mảng bán lẻ qua mạng lưới 2.200 cây xăng thuộc sở hữu của Petrolimex và 4.000 cây xăng của các đại lý của Petrolimex, vươn tầm hoạt động đến tuyến xã, thôn. Từ đó, tạo lợi thế cạnh tranh với 2 ngân hàng có mạng lưới rộng nhất hiện nay là Agribank và LienVietPost Bank
- Cơ sở khách hàng tăng thêm 15 triệu khách hàng
- Cơ hội tiếp cận các dự án lớn của Petrolimex

Dưới đây là một số thông tin về đề án sáp nhập giữa CTG và PGBank

So sánh CTG và PGBank

PGBank có quy mô rất nhỏ so với CTG: tổng tài sản bằng 1/25 lần, V&L bằng 1/12 lần, dự nợ tín dụng bằng 1/37 lần.

Chi tiêu	CTG	PGBank
Mạng lưới	1 Hội sở chính 153 Chi nhánh 1.000 PGD 3 chi nhánh nước ngoài 2 văn phòng đại diện trong nước 1 văn phòng đại diện tại Myanmar	16 Chi nhánh 63 PGD
Địa bàn	Khắp cả nước	Hà Nội, HCM, Quảng Ninh, Bắc Ninh, Vũng Tàu
TTS (tỷ đồng)	661.132	25.779
VCSH (tỷ đồng)	55.013	3.339
VĐL (tỷ đồng)	37.234	3.000
Tín dụng (tỷ đồng)	542.685	14.507
Huy động vốn (tỷ đồng)	595.094	18.003
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	21.031	877
LNTT (tỷ đồng)	7.302	168
ROE	10,5%	4,1%
ROA	1,2%	0,6%
NPL (tỷ đồng)	4.905	348
Nợ đã bán cho VAMC (tỷ đồng)		1.412
Tỷ lệ NPL	0,90%	2,4%
CAR	10,4%	17,1%

So sánh PGBank với những ngân hàng là đối tượng sáp nhập gần đây

Ngoài SaigonBank là một ngân hàng nhỏ nhưng có các chỉ số tài chính khá tốt, chúng tôi so sánh PGBank với những ngân hàng là đối tượng sáp nhập trong thời gian gần đây như MHB, MDB và PNB. So với 3 ngân hàng này, PGBank có quy mô vốn điều lệ, dư nợ tín dụng cũng như mạng lưới khá khiêm tốn. Mạng bán lẻ của PGBank cũng chưa phát triển. Tuy nhiên, PGBank là ngân hàng duy nhất có lợi thế cạnh tranh đặc biệt khi được sử dụng mạng lưới và khách hàng của Petrolimex để phát triển mạng bán lẻ trong tương lai. Xét về chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu theo báo cáo tài chính của PGBank là thấp nhất trong nhóm 4 ngân hàng này. Các chỉ tiêu sinh lời của ngân hàng khá tốt trong nhóm 4 ngân hàng.

	PGBank	MHB	MDB	PNB	Saigon Bank
TTS	25.779	45.093	7.384	82.086	15.823
VĐL	3.000	3.369*	3.750	4.000	3.080
VCSH	3.339	3.535*	4.057	4.491*	3.485
Tín dụng	14.507	30.605	3.148	43.329	11.232
Huy động TT1	18.003	29.277	1.523	n/a	11.843

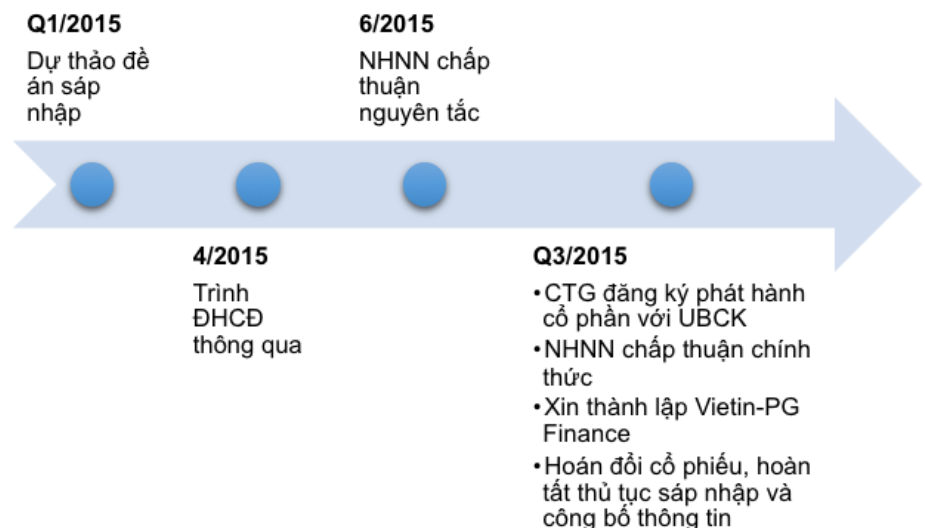
LNTT	168	162	131	17,12	231
Tỷ lệ NPL	2,4%	2,7%	5,1%	5,9%	2,1%
NPL bán cho VAMC	1.412	1.500**	33	n/a	474
NPL trước khi bán nợ cho VAMC	1.760	2.332	194	2.552	708
Tỷ lệ NPL trước khi bán nợ cho VAMC	12,1%	7,6%	6,1%	n/a	6,3%
LLCR	48%	n/a	30%	54%	40%
Cho vay/Tiền gửi KH	81%	105%	207%	65%*	95%
ROE	4,1%	3,0%*	2,3%	6,7%*	5,2%
ROA	0,6%	0,3%*	1,4%	0,4%*	1,1%
NIM	2,7%	3,9%*	9,0%	0,5%*	5,0%
CAR	17%	17%		14%	24%*
BVPS	11.130	10.493	10.819	11.228*	11.315
Mạng lưới	16 CN 63 PGD	44 CN và 236 ĐGD	50 ĐGD	142 CN và PGD	33 CN và 51 PGD
Dư nợ cá nhân	19%	59%	87%	28%	52%

Nguồn: BVSC tự thu thập

*Số liệu của năm 2013 hoặc Q3/2013

** Số liệu theo kế hoạch

Lộ trình sáp nhập



Thành lập công ty tài chính

Công ty Tài chính Vietin-PG (Vietin-PG Finance) phục vụ chuyên biệt nhóm khách hàng Petrolimex và khách hàng cá nhân tại cây xăng với VDL ban đầu 1.000 tỷ đồng:

- Phát triển, cung cấp tín dụng đặc thù và các dịch vụ tài chính chuyên biệt cho Petrolimex và nhóm ngành năng lượng

- Đầu mối thu xếp vốn cho các dự án năng lượng trọng điểm của Petrolimex và công ty thành viên
- Cung cấp tín dụng tiêu dùng phục vụ khách hàng tại cây xăng

Tỷ lệ hoán đổi

Tỷ lệ hoán đổi cổ phiếu CTG : PGBank dự kiến sẽ là 0,9 : 1. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ chuyển đổi này là rất có lợi cho cổ đông của PGBank do:

- Giá trị sổ sách của CTG và PGBank tính đến 31/12/2014 lần lượt là 14.775 đồng/cổ phần và 11.130 đồng/cổ phần (tương đương với tỷ lệ 1 : 0,75).
- Giá trị sổ sách của PGBank trên đây chưa tính đến việc ngân hàng hiện đang có khoảng 1.800 tỷ đồng nợ xấu (bao gồm cả nợ xấu công bố trên BCTC và nợ xấu bán cho VAMC). Nếu tính trên cơ sở giả định PGBank trích lập hết cho số nợ xấu bán cho VAMC thì giá trị sổ sách của PGBank chỉ ở mức trên 6.400 đồng/cổ phần.
- Nếu không sáp nhập với CTG, PGBank sẽ có thể phải trích lập hàng năm khoảng 280 tỷ đồng cho phần nợ xấu đã bán cho VAMC, trong khi LNTT của ngân hàng năm 2014 chỉ ở mức 168 tỷ đồng.

Trong khi đó, các cổ đông CTG sẽ chịu rủi ro pha loãng cổ phiếu khi CTG phát hành thêm khoảng 7% để hoán đổi với cổ phiếu PGBank.

Kế hoạch kinh doanh sau sáp nhập PGBank

Ngân hàng sau sáp nhập sẽ có tên là NH TMCP Công thương Việt Nam (Vietinbank) với VDL 40.234 tỷ đồng. PGBank sẽ không còn tồn tại sau sáp nhập.

Kế hoạch kinh doanh của Vietinbank sau khi sáp nhập						
	2015	%yoy	2016	%yoy	2017	%yoy
Tổng tài sản	761.000	15%	845.000	11%	931.000	10%
Huy động vốn	691.000	16%	772.000	12%	857.000	11%
Dư nợ tín dụng	629.000	16%	711.000	13%	796.000	12%
NPL	<3%		<3%		<3%	
LNTT	7.300	0%	7.500	3%	7.800	4%
Vốn điều lệ	49.209		49.209		49.209	
VCSH	59.248		60.258		61.404	
ROA	1-1,2%		0,9-1,2%		0,9-1,2%	
ROE	10-11%		9,5-11%		10-11%	
Cổ tức	7-9%		7,5-10%		8-10%	

Thông tin khác

- Niêm yết hơn 2,4 triệu cổ phiếu của cổ đông Nhà nước tại Vietinbank

	Số cổ phiếu
Số cổ phiếu lưu hành của CTG	3.723.404.556
Số cổ phiếu CTG hiện đang niêm yết trên HSX	1.323.199.600
Số cổ phiếu của cổ đông Nhà nước tại Vietinbank chưa niêm yết HSX	2.400.204.956

- Tòa nhà Vietinbank tại Ciputra dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động Q1/2017 với 2 toà tháp, 1 toà tháp 68 tầng và 1 toà tháp 48 tầng

Tăng trưởng tín dụng đến hết Quý 1/2015 +2%, cao hơn so với cùng kỳ năm 2014 (-6%).

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 3 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