

## STB: LỢI NHUẬN 6T GIẢM NHẸ DO CHI PHÍ DỰ PHÒNG TĂNG CAO; TRIỂN VỌNG KÉM LẠC QUAN SAU SÁP NHẬP VỚI SOUTHERN BANK

Thông tin cổ phiếu	Ngày 07.10.2015
Mã cổ phiếu	STB
Ngành	Ngân hàng
Sở giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	17.500
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	19.993
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	1.142.511.590
P/B	1,05
EPS forward (VND)	345

- **Kết quả kinh doanh 6T2015:** Lũy kế 6T2015, LNTT của STB đạt 1.525 tỷ đồng (-6,09% yoy) do chi phí DPRRTD tăng đột biến (+128,9% yoy) trong khi tổng TNHĐ chỉ tăng khá (+10,82% yoy). Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 9,91% và 10,35% ytd, cao hơn mức tăng toàn hệ thống (đạt tương ứng 6,28% và 4,58% ytd). NIM sụt giảm so với cùng kì 33 điểm phần trăm được cho rằng do cạnh tranh tăng lên trong hoạt động ngân hàng bán lẻ. KQKD Q3/2015 vẫn duy trì ổn định.
- Tỷ lệ nợ xấu đạt 1,21%, giảm so với Q1 và tương đương mức cuối năm 2014. Hoạt động bán nợ cho VAMC tiếp tục được đẩy mạnh với giá trị nợ xấu đã bán trong 6T2015 là 1.322 tỷ đồng. Chi phí dự phòng tăng mạnh chủ yếu do STB phải trích lập dự phòng định kỳ hàng tháng cho lượng lớn trái phiếu đặc biệt (4.349 tỷ đồng) nhận về từ VAMC cuối 2014.
- **Triển vọng của STB không khả quan sau khi sáp nhập với NH Phương Nam (PNB).** Chi phí DPRRTD giai đoạn 2015-2017 được kỳ vọng tăng mạnh với CAGR 75,9% để xử lý tài sản của PNB khiến cho LNTT bị bào mòn đáng kể. Chúng tôi đánh giá cao khả năng STB tái cấu trúc thành công và đạt khả năng sinh lời cao từ sau năm 2019.
- **Dự báo KQKD 2015 và định giá:** LNTT ước đạt 625 tỷ đồng (-72,7% yoy) trên cơ sở STB tăng mạnh trích lập DPRRTD đối với tài sản của PNB trong Q4. Chi phí dự phòng cả năm ước đạt 3.017 tỷ đồng. Tăng trưởng tín dụng và huy động tương ứng đạt 18% và 18,5% ytd. NIM và LDR dự kiến giảm khá mạnh trong Q4 do ảnh hưởng của PNB. **Với triển vọng không khả quan sau sáp nhập, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI STB.**

Chỉ tiêu tài chính	2012A	2013A	2014A	6T2015	2015F
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	6.853	7.601	8.249	4.466	9.025
+/- yoy (%)	1,46%	10,91%	8,53%	10,82%	9,14%
LNST (tỷ đồng)	1.002	2.229	2.206	1.180	625
+/- yoy (%)	-49,76%	122,4%	-1,02%	-7,16%	-71,7%
TTS (tỷ đồng)	151.390	161.350	189.803	210.777	303.897
+/- yoy (%)	7,01%	6,58%	17,63%	17,79%	60,11%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2,05%	1,46%	1,19%	1,21%	7,42%
DPRRTD/Nợ xấu (%)	73,3%	84,0%	89,9%	93,4%	16,19%
Cho vay/Huy động TT1 (LDR)	89,6%	84,0%	78,5%	78,2%	75,8%
NIM (%)	5,11%	4,97%	4,18%	4,36%	3,12%

07.10.2015

### NỘI DUNG:

- Cập nhật KQKD 6T2015, trang 2
- Chất lượng tài sản, trang 5
- Một số thông tin khác, trang 6
- Dự báo KQKD 2015, trang 8
- Định giá, trang 9
- Quan điểm đầu tư, trang 9
- Phụ lục dự báo KQKD, trang 10

**Cam kết, điều khoản sử dụng tại trang 12.**

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và DN cập nhật tại**  
[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

**VCBS Bloomberg Page:** <VCBS><go>

**Trần Quý Tùng**  
+84 0967 233 901  
[tqtung@vcbs.com.vn](mailto:tqtung@vcbs.com.vn)

**07.10.2015**  
**Phòng Phân tích & Nghiên cứu**  
**VCBS**

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2015

### Kết quả kinh doanh

Trong 6T2015, các nguồn thu nhập đều tăng trưởng khả quan trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng nhẹ. Tuy nhiên, chi phí dự phòng tăng mạnh 128,9% đã kéo LNTT giảm so với cùng kì.

*Tăng trưởng của tín dụng và thu nhập hoạt động khá tốt, tuy nhiên sự giảm sút của NIM và chi phí dự phòng tăng mạnh so với cùng kì là các yếu tố cần chú ý.*

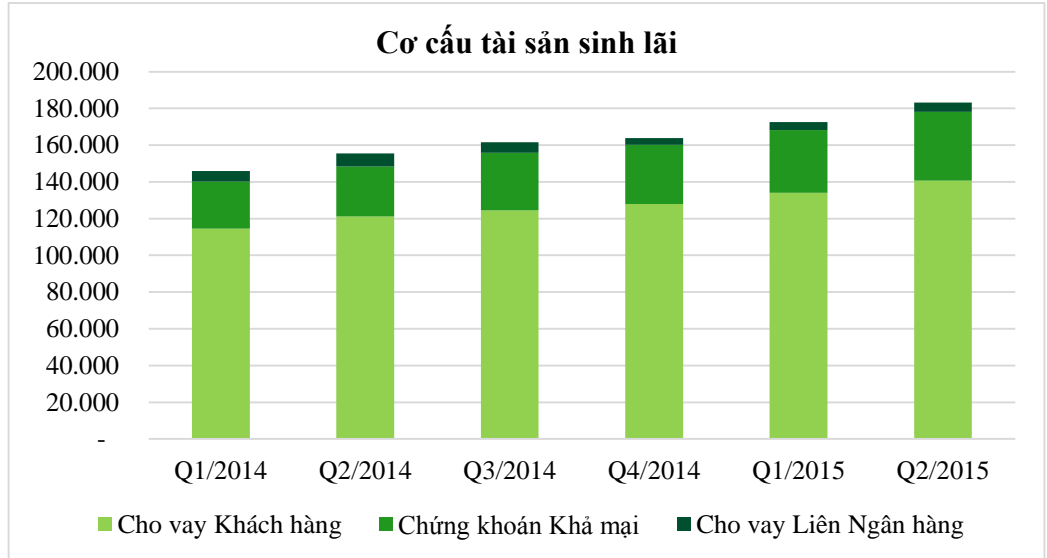
**Tóm tắt một số điểm chính trong KQKD 6T2015:**

Chỉ tiêu	6T2014	6T2015	%yoy	Ghi chú
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	3.453	3.794	9,88%	Tổng tài sản sinh lãi tăng 12,27%ytd và 18,36%yoy.
<b>Thu nhập ngoài lãi</b>	597	694	16,3%	chủ yếu là do thu dịch vụ tăng 17,61%yoy và hoạt động kinh doanh & đầu tư chứng khoán không bị lỗ (cùng kì lỗ gần 100 tỷ đồng)
<b>Tổng TNHĐ</b>	4.050	4.488	10,82%	Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi tăng lên mức 15,5% từ mức 14,7% cùng kì.
<b>Chi phí HĐ</b>	2.120	2.265	6,81%	CIR ở mức 50,5%, giảm nhẹ so với cùng kì (52,3%).
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước chi phí DPRRTD</b>	1.930	2.223	15,18%	Tổng TNHĐ tăng nhanh hơn mức tăng chi phí HĐ
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	305	698	128,9%	Tăng nhanh do phải trích lập dự phòng đối với trái phiếu do VAMC phát hành (trích mới 517 tỷ đồng, cùng kì là 0)
<b>LNTT</b>	1.624	1.525	-6,09%	

*Nguồn: STB, VCBS tổng hợp (Số liệu 6T2015 soát xét)*

- **Thu nhập lãi thuần đạt 3.794 tỷ đồng, tăng 9,88%yoy trong 6T2015** nhờ Tổng tài sản sinh lãi tăng mạnh (+12,27%ytd và +18,36%yoy), đóng vai trò là nguồn thu nhập chính của Ngân hàng (chiếm 82,7% Tổng TNHĐ).
- **Thu nhập ngoài lãi:** tăng trưởng mạnh (+17,61%yoy), chủ yếu là do thu dịch vụ tăng 17,61%yoy và hoạt động kinh doanh & đầu tư chứng khoán không bị lỗ (cùng kì lỗ gần 100 tỷ đồng). Thu dịch vụ vẫn chiếm tỉ trọng cao trong cơ cấu các nguồn thu nhập ngoài lãi (chiếm 76,27%) với sự gia tăng đáng kể của hoạt động ngân quỹ và thu khác. Hoạt động kinh doanh ngoại hối vẫn đem lại nguồn thu tương đối ổn định cho STB (đạt 118 tỷ đồng, - 8,2%yoy). Trong Q2/2015, tỉ trọng thu nhập dịch vụ trong cơ cấu TNHĐ của STB đứng đầu nhóm các NH niêm yết, đạt 12,2%, cho thấy thế mạnh của STB trong hoạt động cung cấp dịch vụ ngân hàng.

- **Tài sản sinh lãi gia tăng nhanh** với sự đóng góp của tăng trưởng ở cả quy mô cho vay khách hàng (+9,91%ytd, +16,1%yoy) và danh mục chứng khoán khả mại (+18,9%ytd, +39,7%yoy), trong khi tiền gửi & cho vay liên ngân hàng của STB biến động mạnh (+35,2%ytd, -31,3%yoy) nhưng ảnh hưởng không đáng kể do chiếm tỉ trọng nhỏ.



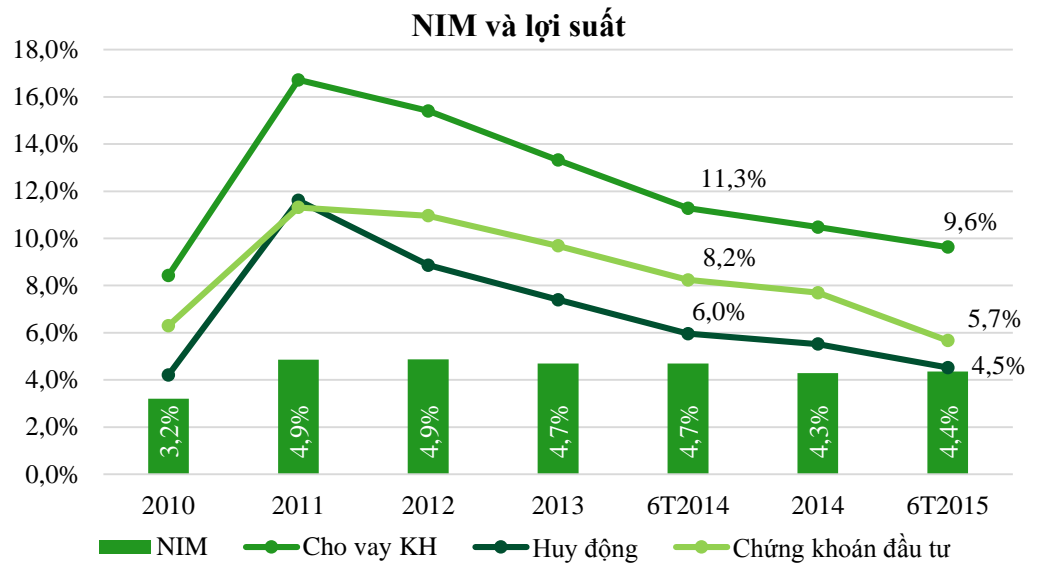
*Nguồn: BCTC Sacombank*

- **NIM của STB sụt giảm 33 điểm phần trăm** một phần là do cho vay khách hàng tăng chậm hơn tăng trưởng của tiền gửi huy động (+10,35%ytd, +21,36%yoy), khiến STB phải đối phó bằng cách tăng danh mục chứng khoán kinh doanh, chủ yếu là trái phiếu, loại tài sản có lợi suất thấp hơn, dẫn đến tỉ trọng cho vay khách hàng trong cơ cấu tài sản sinh lãi giảm.
- **Chi phí dự phòng:** tăng nhanh (+128,9%) lên 697 tỷ đồng do phải trích lập dự phòng đối với trái phiếu đặt biệt do VAMC phát hành (trích mới 517 tỷ đồng, cùng kì là 0), khoản trích lập này tăng mạnh là do năm 2014 STB đã bán tới 4.984 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC và nhận về 4.339 tỷ đồng TPĐB. Chi phí trích lập DPRR cho vay khách hàng tăng 20%, đạt 245 tỷ đồng.
- **Chi phí hoạt động:** tỉ lệ chi phí hoạt động trên thu nhập hoạt động CIR 6T2015 đạt 50,5%, giảm khá so với cùng kì 2014 (52,3%). So với ACB, ngân hàng bán lẻ có dư nợ khách hàng cá nhân chiếm tỷ trọng 46% tổng dư nợ, tương đương STB, có CIR đạt 61,8% thì có thể thấy STB có công tác quản trị chi phí tương đối hiệu quả và đang được cải thiện dần.

#### **Hoạt động tín dụng**

*Mức tăng trưởng cao của dư nợ khách hàng cá nhân và cho vay dài hạn không đủ để kìm hãm đà sụt giảm của NIM so với cùng kì. Tín dụng tăng trưởng còn phụ thuộc vào một số ngành có tỉ trọng cao trong cơ cấu dư nợ.*

- **Dư nợ Khách hàng cá nhân tăng trưởng mạnh 13,4%ytd trong 6T2015**, tỉ trọng tăng lên 45,9% từ mức 44,51% đầu năm. Dư nợ cho vay khách hàng tổ chức kinh tế tiếp tục chứng kiến sự tăng trưởng của tín dụng Khu vực dân doanh (+7,5%ytd, chiếm 95,3% cho vay TCKT), trong khi cho vay khu vực Nhà nước suy giảm cả về tỉ trọng và quy mô.
- **Xét theo ngành kinh tế, sự tăng trưởng tín dụng có đóng góp lớn từ Hoạt động kinh doanh tài sản & dịch vụ tư vấn (+12,8%ytd) và xây dựng (+15,6%ytd)**, đây cũng là 2 trong 3 ngành có tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu cho vay, lần lượt chiếm 24,49% và 12,94%. Ngoài ra, một số ngành cũng có tín dụng tăng trưởng cao như Nông-lâm-thủy sản (+13,8%ytd), sản xuất tiêu dùng hộ gia đình (+11,5%ytd), vận tải kho bãi (+18,1%ytd), khai khoáng (+54,4%ytd).



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

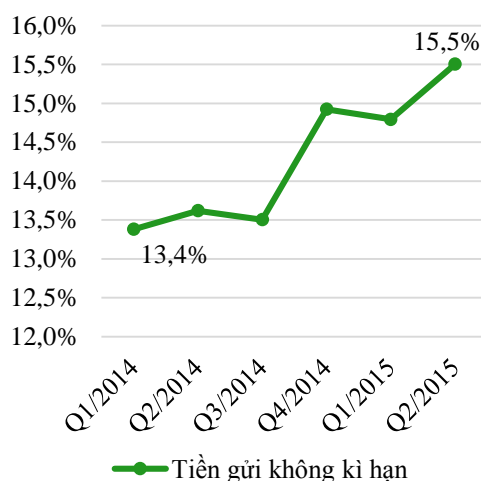
- **Xét theo kì hạn, dự nợ của STB tăng trưởng tương đối đều ở các kì hạn**, cho vay dài hạn tăng nhanh hơn cả (+15,5%) do nhu cầu đầu tư và mua sắm tài sản tăng cao trong khi cho vay ngắn hạn và trung hạn cũng có sự tăng trưởng tốt, đạt lần lượt 8,19%ytd và 9,28%ytd.
- **NIM sụt giảm tương đối mạnh, từ mức 4,69% trong 6T2014 còn 4,36% trong 6T/2015**, tương đương mức giảm 33 điểm phần trăm, do lợi suất cho vay giảm nhanh hơn lợi suất huy động. NIM trong 6T2015 cao hơn NIM cả năm 2014, theo chúng tôi là do Thu nhập lãi thuần Q4/2014 giảm đột ngột từ việc thoái thu một phần lãi dự thu, kéo NIM cả năm giảm mạnh. Trong 6T2015, Sự tăng trưởng tốt của mảng bán lẻ và cho vay kì hạn dài có tác động tích cực đến NIM. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy STB là NH niêm yết dẫn đầu về NIM trong một thời gian dài nhờ thế mạnh ở hoạt động ngân hàng bán lẻ, trong khi cạnh tranh ở phân khúc này đang ngày càng gay gắt do hầu hết các NH đều có chiến lược đẩy mạnh bán lẻ, trong đó có cả các NHTMCP Nhà nước với ưu thế về mạng lưới và chi phí vốn hơn STB. Do vậy NIM của STB khó tránh khỏi suy giảm dù vẫn giữ được vị trí số 1.

#### **Hoạt động huy động vốn**

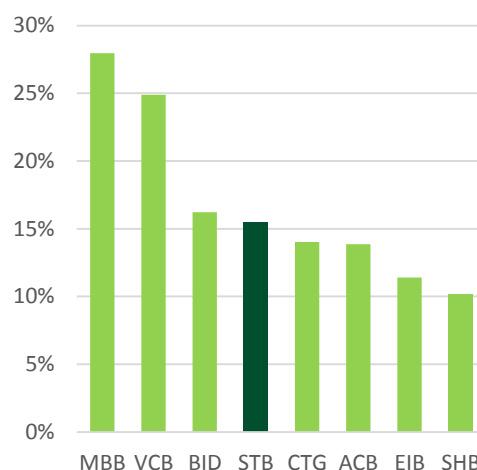
*Chất lượng huy động của STB được cải thiện nhờ tỉ trọng tiền gửi không kì hạn trong cơ cấu tiền gửi khách hàng tiếp tục tăng, LDR ở mức lý tưởng giúp STB duy trì tăng trưởng huy động ở mức vừa phải, tương ứng với tăng trưởng tín dụng.*

- **Quy mô huy động của STB vẫn duy trì tăng trưởng khá** (tiền gửi khách hàng, chiếm gần như toàn bộ huy động thị trường 1 của STB, tăng 10,35%ytd, +21,36%yoy) và tăng tốt hơn tăng trưởng dự nợ cho vay cho dù biểu lãi suất huy động luôn thấp hơn các NHTM có quy mô tương đương (trừ MBB), và thấp hơn cả nhóm các NHTMNN ở nhiều kì hạn.
- **STB không chịu áp lực phải giảm tỉ lệ cho vay/huy động LDR** theo thông tư 36 bởi ngay từ Q3/2014 LDR của STB đã về dưới 80%, mức tối đa theo TT36 quy định đối với các NHTMCP, và đạt 78,2% cuối Q2/2015. Chúng tôi cho rằng đây là mức LDR lý tưởng, vì vậy STB có thể chủ động đưa ra mức lãi suất huy động thấp để giảm chi phí huy động vốn so với đối thủ cạnh tranh là các NH bán lẻ khác (ACB, EIB).

**Tỉ trọng tiền gửi KKH trong cơ cấu tiền gửi STB**



**So sánh tỉ trọng tiền gửi KKH giữa các NH**



Nguồn: VCBS tổng hợp

- Chất lượng huy động vốn của STB cũng cải thiện trong 6T2015** nhờ tiền gửi không kì hạn tăng mạnh (14,65%ytd), nâng tỉ trọng trong cơ cấu tiền gửi tăng lên 15,5%. STB dù không phải Ngân hàng bán buôn nhưng vẫn đứng thứ 4 về tỉ trọng tiền gửi không kì hạn trong cơ cấu huy động, cao hơn cả CTG. Theo đối tượng khách hàng, tăng trưởng tiền gửi chủ yếu đến từ tiền gửi cá nhân (+10,79%ytd, +22,07%yoy), nhóm này chiếm đến 84,5% trong cơ cấu tiền gửi. Chúng tôi cho rằng với đặc trưng là một ngân hàng bán lẻ, tỉ trọng tiền gửi cá nhân cao có thể giúp STB dễ dàng tiếp cận và triển khai các chương trình trong thị trường ngân hàng bán lẻ, dù điều này có thể làm tăng chi phí huy động.

**Bảng thống kê lãi suất một số Ngân hàng 6T2015**

Đơn vị: %	KKH	1M	2M	3M	6M	9M	12M
<b>STB</b>	<b>0,30</b>	<b>4,20</b>	<b>4,40</b>	<b>4,60</b>	<b>5,10</b>	<b>5,40</b>	<b>5,80</b>
Trung bình các NHTM Nhà nước	0,78	4,25	4,48	4,55	5,23	5,40	6,00
Trung bình nhóm 1 (EIB, ACB, TCB) trừ MBB	0,37	4,33	4,42	4,60	5,12	5,37	5,92
Trung bình nhóm 2 (VPB, VIB, SHB)	0,50	4,57	4,58	4,68	5,48	5,68	6,43

Nguồn: VCBS tổng hợp

## CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Tỉ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp trong khi tỉ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu tăng lên hàm ý một sự cải

- Chất lượng tài sản của STB đã được cải thiện** so với thời điểm cuối Q1. Tỉ lệ nợ xấu của STB giảm còn 1,21% so với mức 1,5% Q1/2015. Tỉ lệ này tương đương với cuối năm 2014 (1,19%).



thiện trong chất lượng tài sản. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý việc STB bán trực tiếp nợ xấu cho VAMC từ dự nợ nhóm 1, 2 trong Q4/2014 cho thấy rủi ro còn có thể nằm ở các khoản nợ không được phân loại nợ xấu.

- **Tỷ lệ Dự phòng rủi ro bao nợ xấu** của STB tại thời điểm cuối Q2 là 93,5%, tăng mạnh trở lại sau khi giảm trong Q1 (72,66%) từ mức 89,91% cuối năm 2014. Trong 6T2015, STB trích thêm 245 tỷ đồng DPRR cho vay khách hàng trong khi số tuyệt đối của nợ xấu giảm hơn 300 tỷ. Nợ nhóm 3 và nhóm 4 giảm mạnh trong khi nợ nhóm 5 tiếp tục tăng và chiếm đến 77,8% tổng nợ xấu.
- **Trong 6T2015, STB đã bán 1.322 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC** và nhận được 1.301 tỷ đồng TPĐB. Tính đến ngày 31/6/2015, STB đang nắm giữ khoảng 6.236 tỷ đồng TPĐB của VAMC. Dự phòng trích lập trong kì cho TPĐB của VAMC là 517 tỷ đồng. STB hiện đang sử dụng phương pháp trích lập dự phòng tức thì đối với TPĐB và phân bổ đều vào mỗi tháng trong năm. Theo tính toán của chúng tôi, khoản trái phiếu mà STB mua trong 6T/2015 mới chỉ được trích lập 23 tỷ đồng. Do vậy, chi phí DPRR cho TPĐB của STB sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối năm với áp lực trích lập cho lượng TPĐB nhận về trong 6T đầu năm.

## MỘT SỐ THÔNG TIN KHÁC

### Thông tin STB

CAR được cải thiện nhờ thông tư 36 và việc sáp nhập với PNB, tuy nhiên áp lực tăng vốn vẫn hiện hữu trong năm 2016.

Lợi ích đem lại từ hương vụ sáp nhập với PNB là không lớn so với chi phí STB phải bỏ ra để xử lý tài sản của PNB.

- **Tỷ lệ CAR ở mức trung bình:** CAR 2014 theo báo cáo chỉ đạt 9,87%. Tuy nhiên, việc thay đổi cách tính CAR trong Thông tư 36, trong đó dự phòng chung được tính vào vốn tự có cấp 2 và một số hệ số rủi ro được điều chỉnh giảm. CAR của STB năm 2014 theo đó được điều chỉnh tăng lên 11% theo Thông tư 36 (nguồn: Sacombank). Theo dự báo của chúng tôi, mức CAR hiện tại không đủ cho STB rút vốn thành lập công ty tài chính, bảo hiểm trong khi vẫn duy trì tăng trưởng tín dụng đến hết 2016, do vậy áp lực tăng vốn để đảm bảo CAR > 9% sẽ dồn vào thời điểm cuối năm 2016.
- **STB đã chính thức sáp nhập với PNB vào ngày 1/10/2015. Theo Nghị quyết tại ĐHCĐBT tháng 7/2015, STB sẽ trả cổ tức và chia thưởng bằng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu** trong tháng 10 năm nay. Theo đó, vốn điều lệ sẽ được tăng lên 18.853 tỷ đồng. Tỷ lệ hoán đổi theo công bố là 1:0,75, 1 cổ phần của PNB được đổi lấy 0,75 cổ phần NH sau sáp nhập, và 1 cổ phần của cổ đông STB trước sáp nhập sẽ được nhận thêm 0,3875 cổ phần của NH sau sáp nhập. Vì vậy, tỷ lệ chuyển đổi thực tế là 1:0,54. Như vậy, **BCTC của PNB sẽ được hợp nhất trong BCTC Q4 của STB.**
- **Chúng tôi đánh giá STB sẽ là bên chịu thiệt trong vụ sáp nhập với PNB** khi STB sẽ phải tiếp nhận và xử lý gánh nặng nợ xấu quy mô lớn của Phương Nam, có thể khiến NH mất 4 năm để giải quyết, so với lợi ích chưa rõ ràng từ việc mở rộng mạng lưới và quy mô tài sản.

Tích cực	Tiêu cực
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tổng tài sản và huy động tăng mạnh, đứng thứ 5 toàn hệ thống.</li> <li>▪ Mạng lưới chi nhánh, PGD đạt 567 điểm (trong đó có 112 CN), đứng thứ 4 hệ thống.</li> <li>▪ Mở rộng hệ thống chi nhánh phía Bắc nhờ chuyển đổi các chi nhánh của PNB.</li> <li>▪ Việc NHNN nhận ủy quyền của ông Trầm Bê đối với mọi quyền cổ đông sau sáp nhập là cơ hội để STB tái cấu trúc cơ cấu cổ đông và hoạt động quản trị.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tỷ lệ nợ xấu tăng vọt do chất lượng tài sản của PNB kém với tỷ lệ nợ xấu 55,31%, tương đương 23.483 tỷ đồng tại thời điểm tháng 11/2015 (theo Thanh tra NHNN).</li> <li>▪ Mạng lưới giao dịch 2 NH chồng chéo nhiều dẫn đến chi phí lớn để chuyển đổi.</li> <li>▪ Chi phí hoạt động tăng cao do PNB có CIR &gt; 70% và STB phải đồng nhất công nghệ giữa các chi nhánh, nâng cao trình độ nhân viên của PNB.</li> </ul>

## Phân tích tình hình tài chính của Ngân hàng Phương Nam

PNB có chất lượng tài sản kém. Tỷ lệ nợ xấu báo cáo thấp nhưng nợ xấu thực chất cao theo thanh tra NHNN. Nợ xấu tiềm tàng hoặc nghi ngờ nằm ở các khoản phải thu, các khoản lãi, phí phải thu và nhóm nợ được tái cơ cấu.

- NHTMCP Phương Nam (Southern Bank) là một NHTM có quy mô vừa với VDL 4.000 tỷ đồng và tổng tài sản cuối năm 2014 là 82.049 tỷ đồng. Ngân hàng có tỉ lệ cấp tín dụng trên huy động (LDR) thấp, chỉ đạt 56% năm 2014. Nguồn thu nhập chính của PNB là từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư, hoạt động tín dụng sinh lãi không đáng kể do LDR quá thấp làm NIM giảm sâu (NIM của PNB là âm 0,3%). Ngân hàng có chi phí hoạt động cao, CIR năm 2014 lên đến 78%. LNTT của Ngân hàng giảm dần qua các năm, năm 2014 chỉ đạt 17 tỷ đồng. Chất lượng tài sản của PNB suy giảm dần trong giai đoạn 2011-2014.

### Số liệu nợ xấu và các khoản mục tiềm tàng nợ xấu của PNB:

Tỷ đồng	2011	2012	2013	2014
<b>Nợ xấu báo cáo (nhóm 3,4,5):</b>	820	1.318	1.604	2.553
Tỷ lệ nợ xấu báo cáo	2,3%	3,0%	3,8%	5,9%
Tỷ lệ DPD/R/Rợ xấu	58,7%	69%	71%	33,2%
<b>Khoản phải thu Trong đó:</b>	14.405	16.604	14.867	13.594
Tạm ứng mua nhà Trần Hưng Đạo	259	259	100	100
Phải thu do cần trừ nợ vay	3.571	4.893	6.550	6.860
CTy Vàng Bạc Phương Nam	717	717	714	714
Phải thu chứng khoán	6.277	6.746	6.229	5.344
<b>Lãi, phí phải thu</b>	3.638	6.376	11.051	15.956
<b>Nợ tái cơ cấu theo báo cáo</b>	N/A	N/A	N/A	6.768
<b>Nợ xấu bán cho VAMC</b>	0	0	1.440	619

Nguồn: BCTC Southern Bank và thông tin từ DHCD Sacombank

Nợ xấu theo kết luận của thanh tra NHNN tại 30/6/2012 là 18.788 tỷ đồng (tỷ lệ 45,6%), tháng 11/2013 tăng lên là 23.483 tỷ đồng (tỷ lệ 55,31%). Tỷ lệ nợ xấu báo cáo của PNB thấp do ngân hàng không chuyển nợ theo kiến nghị của Thanh tra NHNN.

**Nhìn chung, PNB có chất lượng tài sản kém.** Ngân hàng không chỉ có tỷ lệ nợ xấu cao (5,9%) mà còn có nhiều khoản mục tiềm tàng nợ xấu trên BCTC với quy mô lớn. Chúng tôi đặc biệt lưu ý tới các khoản mục sau: (1) Phải thu cần trừ nợ vay (8,3% TTS); (2) Phải thu chứng khoán (6,5% TTS); (3) Lãi, phí phải thu (19,44% TTS); và (4) Nợ được tái cơ cấu (8,2% TTS). Theo đó, chúng tôi cho rằng quy mô nợ xấu thực tế của PNB lớn hơn nhiều so với nợ xấu báo cáo của Ngân hàng, và có xu hướng gia tăng qua từng năm. Chúng tôi thực hiện phân loại lại tài sản có của PNB năm 2014, theo đó, chúng tôi xếp 80% các khoản mục tài sản có khác nghi ngờ nợ xấu (bao gồm các khoản phải thu, tài sản cần trừ nợ đã chuyển QSH chờ xử lý) đã nằm trên BCTC từ 1-3 năm vào nợ xấu nhóm 5 (cần trích lập dự phòng 100%). Theo đó, số nợ xấu thực tế của PNB cuối năm 2014 là 18.058 tỷ đồng (gồm 2.553 tỷ nợ xấu báo cáo, 2.059 tỷ nợ xấu đã bán cho VAMC và 10.756 tỷ nợ xấu tăng thêm theo phân loại của chúng tôi).

Ngoài ra, đối với gần 15.956 tỷ đồng lãi, phí phải thu của PNB tại thời điểm 31/12/2014, chúng tôi cho rằng NH sau sáp nhập có thể sẽ thực hiện thoái thu dần khoản mục này, điều này cũng ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập lãi của STB trong những năm tới. **Tuy nhiên, chúng tôi**

chưa đưa vấn đề này vào mô hình dự phóng.

**Tổng hợp các phân tích, chúng tôi dự báo STB sẽ cần khoảng 4 năm để xử lý xong tài sản của PNB sau sáp nhập.** Chi phí dự phòng hằng năm sẽ tăng mạnh trong khi lợi nhuận có khả năng giảm đáng kể.

## DỰ BÁO KQKD 2015

*Tín dụng và huy động được dự báo vẫn duy trì tăng trưởng tốt. Tuy nhiên chi phí hoạt động và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh sau sáp nhập khiến cho LNTT dự báo sụt giảm mạnh.*

- **Tăng trưởng tín dụng:** STB đặt kế hoạch tăng trưởng dư nợ cho vay khách hàng đạt 13%, tuy nhiên ngay trong 6T2015 STB đã đạt được mức tăng trưởng 9,81%. Với đặc điểm tín dụng thường gia tốc về cuối năm, chúng tôi ước tăng trưởng cho vay KH trong năm 2015 của STB sẽ đạt 18%, dư nợ cho vay cuối năm sau sáp nhập đạt 204.396 tỷ đồng.
- **Tăng trưởng huy động:** STB đặt kế hoạch tăng trưởng Huy động vốn từ TCKT&DC đạt 15%. 6T2015 tiền gửi huy động của STB đã đạt tăng trưởng 10,35%. Chúng tôi ước tăng trưởng cả năm của Huy động thị trường 1 đạt 18,5%, huy động từ tiền gửi cuối năm sau sáp nhập đạt 269.796 tỷ đồng. Xác nhận từ STB về KQKD Q3/2015 củng cố cho dự báo của chúng tôi, ngân hàng vẫn duy trì mức tăng trưởng tín dụng và huy động ổn định từ đầu năm.
- **NIM của STB sau sáp nhập ước giảm đáng kể** do ảnh hưởng bởi NIM âm của PNB. Dự báo NIM cả năm 2015 của Ngân hàng sau sáp nhập chỉ đạt 3,12%.
- **Tỉ lệ LDR cuối năm 2015 được dự báo giảm** về 75,8% do tác động từ LDR thấp của PNB, điều này giúp STB sẽ có điều kiện để tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với tăng trưởng huy động.
- **Chi phí hoạt động được dự báo tăng sau khi sáp nhập** với PNB và dự báo CIR đạt 59,6% cả năm 2015. Tổng thu nhập hoạt động ước tăng 9,4%, đạt 9.025 tỷ đồng, trong khi Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước chi phí DPRRTD ước giảm 5,8%.
- **Tỷ lệ nợ xấu sau sáp nhập ước tăng lên 2,3%**, tuy nhiên nếu theo phân loại của chúng tôi thì tỷ lệ nợ xấu thực tế lên tới 7,42%. Với tỷ lệ này, ngân hàng sau sáp nhập sẽ được đưa vào diện tái cơ cấu của NHNN. Với việc VAMC hạn chế mua nợ xấu từ cuối năm 2015 và bắt đầu tập trung xử lý nợ xấu từ năm 2016, chúng tôi cho rằng STB sẽ phải tăng cường dùng dự phòng để xóa nợ xấu nhằm đưa tỉ lệ nợ xấu về dưới 3%.
- **Chi phí dự phòng rủi ro dự báo tăng mạnh trong Q4** do ngân hàng sau sáp nhập phải tăng trích lập đối với các khoản nợ xấu của PNB vốn được trích lập ít và cả TPĐB do VAMC phát hành mà PNB đang nắm giữ. VCBS ước chi phí DPRRTD của STB 2015 đạt 2.971 tỷ đồng, tăng 109%yoy. Trong giai đoạn 3 năm 2015-2017, VCBS dự phóng chi phí dự phòng của STB tăng với CAGR 75,9%/năm, tương đối khớp với dự phóng của STB sau sáp nhập.
- **Theo chúng tôi, việc sáp nhập sẽ giúp CAR của STB cải thiện nhẹ** do PNB có CAR báo cáo năm 2014 là 14,02%. Việc trả cổ tức và chia thưởng bằng cổ phiếu sẽ chỉ làm cho VDL của STB tăng một cách kỹ thuật trong khi vốn tự có không đổi. **Chúng tôi dự báo CAR của NH sau sáp nhập sẽ đạt 9,97% cuối năm 2015**, CAR giảm mạnh so với đầu năm do (1) Kỳ vọng thành lập Công ty tài chính Sacombank, Công ty Bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ với tổng vốn đầu tư 1.300 tỷ đồng trong năm 2015 (theo ĐCHĐTN 2015); (2) Mức tăng trưởng tín dụng tương đối cao (ước 18%) trong năm 2015 của NH làm gia tăng nhanh quy mô tài sản có rủi ro.
- **Lợi nhuận của STB từ 2015 đến năm 2019 sẽ bị bào mòn đáng kể** bởi sự gia tăng mạnh của chi phí DPRRTD. VCBS dự báo LNTT 2015 đạt 532 tỷ đồng. EPS pha loãng đạt 345 đồng.
- **Theo thông tin từ STB, ngân hàng đang làm việc với một số bên để tìm ra Nhà đầu tư chiến lược phù hợp.** Với áp lực từ việc đảm bảo CAR, chúng tôi cho rằng, việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược có thể được thực hiện vào khoảng nửa cuối 2016, thời điểm STB đã ổn định hệ thống sau sáp nhập.



## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi hạ mức khuyến nghị của STB từ **NẮM GIỮ** xuống **THEO DÕI** do ảnh hưởng tiêu cực của vụ sáp nhập với PNB.

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá so sánh P/B trượt 12 tháng, các cổ phiếu VCB, BID, CTG, SHB, NVB bị loại khỏi nhóm so sánh do những khác biệt lớn trong quy mô, sở hữu và chất lượng tài sản mà có thể dẫn đến chênh lệch lớn trong chỉ số P/B.

7/10/2015	Thị giá (đồng)	BVPS (đồng)	P/B
<b>ACB</b>	19.900	13.771	1,45
<b>EIB</b>	11.700	11.783	0,99
<b>MBB</b>	15.400	15.323	1,01
<b>Trung bình P/B</b>			1,15
<b>BVPS của STB (đồng)</b>			16.594
<b>Giá hợp lý STB (đồng/cp)</b>			19.083

Giá hợp lý của STB theo Phương pháp so sánh P/B là 19.083 đồng/cp, cao hơn thị giá ngày 7/10/2015 khoảng 9%, đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu, thể hiện tình trạng ổn định của Ngân hàng trong 1 năm trở lại đây. Tuy nhiên, chúng tôi xét đến ảnh hưởng tiêu cực của việc sáp nhập PNB vào STB sắp tới. Sau sáp nhập, chất lượng tài sản của STB sẽ suy giảm đáng kể, nợ xấu được dự báo tăng vọt khi tài sản của PNB được tiến hành phân loại lại theo các chuẩn mực của Sacombank. Với dự báo Ngân hàng sau sáp nhập sẽ mất khoảng 4 năm để hồi phục về trạng thái lành mạnh trước sáp nhập. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu STB từ **NẮM GIỮ** xuống **THEO DÕI**.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với STB.

**STB là Ngân hàng có thể mạnh trong hoạt động bán lẻ, và có tình hình tài chính tương đối lành mạnh trong hệ thống.** Tuy nhiên, cùng với những xáo trộn trong sở hữu, việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam có thể sẽ khiến STB phải đối mặt với nhiều khó khăn trong những năm tới. Ngân hàng sau sáp nhập sẽ cần khoảng 4 năm để xử lý khối tài sản có chất lượng kém của PNB. Điều này sẽ khiến LNTT của của STB suy giảm mạnh trong năm 2015 và 2016, và dù được dự báo tăng trưởng cao sau đó nhưng phải đến năm 2019 thì LNTT của STB mới có khả năng hồi phục về mức tương đương năm 2014.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá, với lợi thế về quy mô có được từ sáp nhập và thể mạnh sẵn có trong hoạt động ngân hàng bán lẻ, nếu tái cơ cấu thành công, STB có thể trở lại quỹ đạo tăng trưởng với chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao từ sau năm 2019. Chúng tôi khuyến nghị Nhà đầu tư **THEO DÕI** cổ phiếu STB trong vòng 2 năm tới và chờ đợi những diễn biến tích cực về hoạt động tái cơ cấu của Ngân hàng sau sáp nhập.

## Phụ lục dự báo KQKD 2015 -2020

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Đơn vị tỷ đồng						
Cho vay khách hàng	204.396	233.142	265.435	302.062	334.610	374.763
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	201.942	229.984	261.709	297.639	329.348	367.405
Tiền gửi tại NHNN	8.875	8.761	9.881	10.956	12.023	13.426
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	8.833	9.696	10.935	11.999	13.168	14.705
Chứng khoán thanh khoản	35.489	45.875	50.373	59.442	66.387	74.119
Tiền mặt, vàng, đá quý	6.639	8.622	9.723	10.961	12.028	13.432
Tài sản có khác	42.119	43.379	44.079	44.120	42.182	47.244
<b>Tổng tài sản</b>	<b>303.897</b>	<b>346.319</b>	<b>386.700</b>	<b>435.117</b>	<b>475.137</b>	<b>530.331</b>
Tiền gửi khách hàng	269.796	305.722	344.780	388.680	426.562	476.357
Tiền gửi không kì hạn của các TCTD khác và KBNN	202	317	358	383	399	424
Các khoản vay NHNN và tiền gửi kì hạn của các TCTD khác	5.024	5.699	6.427	7.245	7.951	8.879
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	1.322	1.500	1.692	1.907	2.093	2.337
Các khoản nợ khác	4.926	5.588	6.302	7.104	7.796	8.705
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>281.270</b>	<b>318.826</b>	<b>359.558</b>	<b>405.318</b>	<b>444.800</b>	<b>496.701</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	19.424	24.138	24.138	26.756	26.756	26.756
Vốn điều lệ	18.853	23.566	23.566	26.184	26.184	26.184
Cổ phiếu quỹ						
Thặng dư vốn cổ phần	571	571	571	571	571	571
Quỹ của TCTD	2.207	2.257	2.356	2.527	2.852	3.709
Chênh lệch tỷ giá và chênh lệch đánh giá lại tài sản	(106)	(76)	(46)	(16)	14	44
Vốn khác						
Lợi nhuận chưa phân phối	1.102	1.175	695	533	715	3.119
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>22.627</b>	<b>27.493</b>	<b>27.142</b>	<b>29.799</b>	<b>30.336</b>	<b>33.629</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>303.897</b>	<b>346.319</b>	<b>386.700</b>	<b>435.117</b>	<b>475.137</b>	<b>530.331</b>
Tài sản sinh lãi	279.161	281.512	321.945	371.463	415.333	462.267
Tổng nguồn vốn huy động	276.344	313.238	353.256	398.215	437.005	487.996

BC KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Đơn vị tỷ đồng						
Thu nhập lãi	20.863	23.811	28.101	32.945	38.063	42.518
Chi phí lãi	(13.905)	(14.590)	(17.145)	(20.048)	(23.099)	(26.034)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>6.959</b>	<b>9.221</b>	<b>10.956</b>	<b>12.897</b>	<b>14.965</b>	<b>16.485</b>
Thu nhập ngoài lãi / (chi phí)	2.067	2.554	2.651	2.801	3.100	3.415
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>9.025</b>	<b>11.775</b>	<b>13.608</b>	<b>15.697</b>	<b>18.065</b>	<b>19.899</b>
Chi phí hoạt động	(5.429)	(6.847)	(7.641)	(8.499)	(9.420)	(10.377)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước chi phí DPRRTD	3.596	4.927	5.967	7.198	8.645	9.523
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2.971)	(4.605)	(5.234)	(5.872)	(6.047)	(2.479)
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>625</b>	<b>322</b>	<b>732</b>	<b>1.325</b>	<b>2.597</b>	<b>7.044</b>
Chi phí thuế TNDN	(94)	(24)	(106)	(225)	(469)	(1.359)
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>532</b>	<b>298</b>	<b>626</b>	<b>1.100</b>	<b>2.128</b>	<b>5.685</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
EPS (đồng)	345	158	266	467	813	2.171

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Tỷ lệ tăng trưởng</b>						
Cho vay khách hàng	59,7%	14,1%	13,9%	13,8%	10,8%	12,0%
Tổng tài sản	59,5%	13,9%	13,8%	13,7%	10,7%	11,6%
Tiền gửi khách hàng	65,5%	13,3%	12,8%	12,7%	9,7%	11,7%
Thu nhập lãi thuần	8,4%	32,5%	18,8%	17,7%	16,0%	10,2%
Thu nhập ngoài lãi	13,1%	23,6%	3,8%	5,6%	10,7%	10,2%
Lợi nhuận trước thuế	(77,9%)	(48,5%)	127,3%	81,0%	96,0%	171,2%
Lợi nhuận thuần	(75,9%)	(44,0%)	110,2%	75,8%	93,4%	167,2%
<b>Khả năng sinh lời</b>						
Tỷ lệ lãi biên (NIM)	3,12%	3,29%	3,63%	3,72%	3,80%	3,76%
ROAA	0,22%	0,09%	0,17%	0,27%	0,47%	1,13%
ROAE	2,61%	1,19%	2,29%	3,86%	7,08%	17,78%
<b>Quản trị chi phí</b>						
CPHĐ/TNHHĐ	60,2%	58,2%	56,2%	54,1%	52,1%	52,1%
<b>Nguồn vốn</b>						
Cho vay khách hàng/Tiền gửi khách hàng	75,8%	76,3%	77,0%	77,7%	78,4%	78,7%
<b>Tỷ số an toàn vốn</b>						
Tỷ số an toàn vốn cấp 1	8,52%	9,40%	8,13%	7,94%	7,26%	7,22%
Tỷ số an toàn vốn hợp nhất (CAR)	9,97%	10,70%	9,39%	9,66%	9,39%	9,01%
<b>Chất lượng tài sản</b>						
Tỷ lệ nợ xấu	7,42%	1,39%	1,48%	1,57%	1,67%	1,97%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	16,19%	24,66%	34,02%	51,59%	94,08%	99,59%
<b>Cấu trúc thu nhập</b>						
TN ngoài lãi/Tổng TNHHĐ	22,9%	21,7%	19,5%	17,8%	17,2%	17,2%

## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 366990**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bru điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812