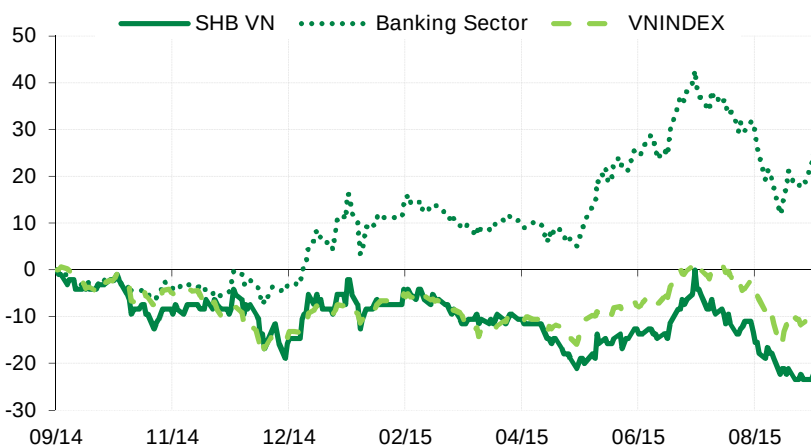


BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ

Giá hiện tại (10/09/15):	VND	6.900		
Giá trị dài hạn:	Đúng giá trị nội tại			
Giá mục tiêu:	VND	6.750		
Khuyến nghị ngắn hạn		Trung lập		
Ngưỡng kháng cự:	VND	7.700		
Ngưỡng hỗ trợ	VND	6.200		
Mã Bloomberg: SHB VN	SGD:	HNX		
Ngành: Ngân hàng				
Beta		1,25		
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)		9.159/6.200		
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)		948		
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		6.542		
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)		82,6		
KLGD BQ 12 tháng		434.000		
Sở hữu nước ngoài (%)		9,3		
Năm	NIM	Nợ xấu	Cổ tức	EPS
2017F	2.16	2.80	7.5	1,022
2016F	2.06	3.00	7.5	936
2015F	2.03	3.10	7.5	746
2014	2.00	2.02	7.0	892
Chỉ số	SHB	NHTĐ	VNI	
P/E (x)	8,22	11,56	11,18	
P/B (x)	0,60	1,13	1,72	
ROE (%)	7,10	11,24	15,66	
ROA (%)	0,44	0,96	2,83	

Giới thiệu:

- Ngân hàng Sài Gòn – Hà Nội (SHB), trước đây gọi là Ngân hàng TMCP nông thôn Nhơn Ái, được thành lập vào ngày 13/11/1993 với vốn điều lệ ban đầu là 400 triệu đồng.
- Ngân hàng cung cấp đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại và đặt mục tiêu trở thành tập đoàn tài chính hàng đầu về dài hạn.
- Ngân hàng hiện có vốn điều lệ là 8.865 tỷ đồng, tổng tài sản 177.746 tỷ đồng, xếp thứ mười toàn ngành.



Chúng tôi giữ khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức giá mục tiêu trong năm 2015 là 6.750 đồng. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu này đã được đánh giá đúng giá trị nội tại đối với các cổ đông dài hạn và hiện tại chưa phải thời điểm thích hợp để mua vào do khuyến nghị ngắn hạn của chúng tôi là trung lập.

- **EPS năm 2015 sẽ giảm mạnh do trích lập dự phòng rủi ro cao hơn và tăng tương tín dụng giảm.** Việc giá cổ phiếu tăng trong ngắn hạn có thể bị cản trở bởi tỷ lệ nợ xấu cao và chỉ số sinh lời thấp. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận được cải thiện từ năm 2016 nhờ vào sự suy giảm của nợ xấu và sự tăng trưởng của tín dụng tiêu dùng.
- **Việc sáp nhập với VVF sẽ đưa tới cơ hội cho vay tiêu dùng.** Quy mô nhỏ và hoạt động yếu kém của VVF sẽ không ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của SHB. Tuy vậy, thương vụ này sẽ giúp SHB có được giấy phép kinh doanh cho vay tiêu dùng, và có thể thâm nhập vào phân khúc này.
- **Xu hướng cấp tín dụng cho các dự án bất động sản, xây dựng, cơ sở hạ tầng và điện lực sẽ còn tiếp diễn.** Quy định của thông tư mới giảm hệ số rủi ro đối với tín dụng bất động sản, một trong những mảng kinh doanh cốt lõi của SHB
- **Các chỉ số giá giao dịch của SHB thấp hơn so với các ngân hàng hàng tương đương.** SHB được giao dịch ở mức thấp hơn các NH tương đương dựa trên chỉ số P/E và P/B và khoảng cách này ngày càng mở rộng khi hệ số ROA và ROE thấp và chưa cho thấy dấu hiệu cải thiện trong khi tỷ lệ nợ xấu vẫn theo đà tăng.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối

NỘI DUNG

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2015	3
Tín dụng và huy động ghi nhận tăng trưởng cao	3
Lợi nhuận trước thuế 6T2015 hoàn thành 42,9% kế hoạch cả năm	4
Tỷ lệ nợ xấu tăng vọt lên 2,48% cùng với tỷ lệ LLC cao hơn	5
Thương vụ sáp nhập sắp tới với Công ty Tài chính Vinaconex – Viettel (VVF)	6
KẾ HOẠCH KINH DOANH 2015 VÀ DỰ PHÓNG	6
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	7
Kết quả hoạt động gần đây	7
Định giá	8
Khuyến nghị	10
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	11
PHỤ LỤC – VPBS DỰ PHÓNG	12

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2015

Tín dụng và huy động ghi nhận tăng trưởng cao

Cho vay xây dựng bất động sản, nông nghiệp và các doanh nghiệp xuất nhập khẩu là động lực cho tăng trưởng tín dụng.

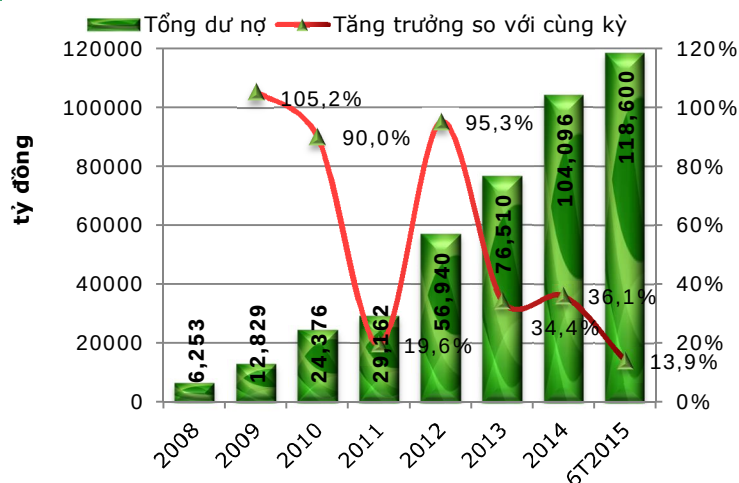
SHB ghi nhận tăng trưởng tín dụng và huy động ở mức cao, lần lượt đạt 13,92% và 14,38% (so với trung bình ngành là 7,83% cho tăng trưởng tín dụng và 4,58% cho tăng trưởng huy động), xếp thứ hai trong số các ngân hàng niêm yết, gần hoàn thành chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng và huy động cả năm lần lượt là 15% và 19,4%. Ngân hàng tiếp tục tập trung vào các ngành được ưu tiên như nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản (chiếm 21,9% tổng dư nợ trong 6T2015).

Ngoài ra, như đã đề cập trong báo cáo trước, SHB tiếp tục tập trung vào ngành công nghiệp xây dựng và bất động sản, chiếm 22,6% tổng dư nợ trong 6T2015. SHB nằm trong số 33 ngân hàng được phép bảo lãnh cho các dự án bất động sản. Xu hướng này có thể sẽ tiếp diễn do bốn nguyên nhân chính sau:

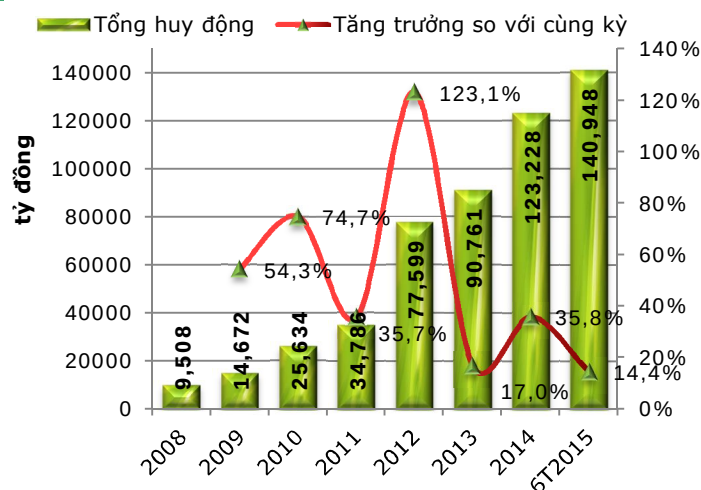
- (1) Thông tư 36 điều chỉnh giảm hệ số rủi ro cho vay chứng khoán và bất động sản từ 250% xuống 150%,
- (2) Tăng giới hạn tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 60%.
- (3) Luật nhà ở mới được sửa đổi, cho phép người nước ngoài và người Việt Nam định cư ở nước ngoài được quyền sở hữu nhà ở; và
- (4) Tham gia gói hỗ trợ tín dụng 30.000 tỷ đồng (hỗ trợ lãi suất) và 50.000 tỷ đồng (không hỗ trợ lãi suất).

Ngoài ra, trong 6T2015, SHB đã giải ngân 1.200 tỷ đồng trong gói tín dụng USD trị giá 2.000 tỷ đồng cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu với lãi suất từ 2,5% một năm, thúc đẩy sự phục hồi của phân khúc này. Trong nửa cuối năm, cho vay cá nhân nhiều khả năng sẽ tăng cao nhờ gói tín dụng SHB vừa tung ra trị giá 5.000 tỷ đồng, lãi suất 7% một năm và nhiều ưu điểm linh hoạt khác.

Tăng trưởng tín dụng của SHB



Tăng trưởng huy động của SHB



Nguồn: Báo cáo Tài chính SHB

Lợi nhuận trước thuế 6T2015 hoàn thành 42,9 % kế hoạch cả năm

Tăng trưởng tín dụng cao đồng nghĩa với thu nhập lãi cao hơn, đạt 1.548 tỷ đồng trong 6T2015, tăng 31% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tổng thu nhập từ hoạt động dịch vụ, kinh doanh ngoại hối, kinh doanh chứng khoán và các hoạt động khác giảm 65%, trong đó hầu hết các mảng ghi nhận tăng trưởng âm, ngoại trừ kinh doanh vàng và ngoại hối với mức tăng trưởng lãi thuần 39%.

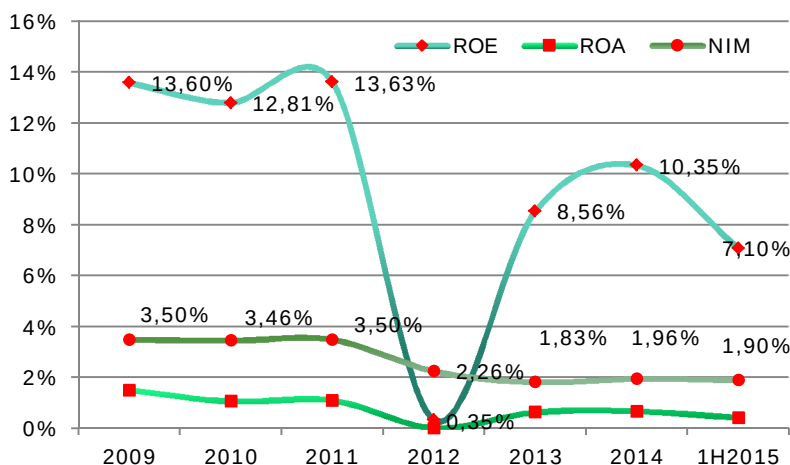
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ giảm 55,5% do đã loại trừ thu nhập từ bảo lãnh. Từ năm 2014 trở đi, các ngân hàng niêm yết đã phân loại lại cơ cấu thu nhập, theo đó gộp thu nhập bảo lãnh vào thu nhập lãi thay vì thu nhập từ phí dịch vụ. Do đó, thu nhập lãi thuần cũng như NIM được cải thiện “ảo” vì dịch vụ bảo lãnh thường không phát sinh chi phí và số dư bảo lãnh hạch toán ngoại bảng.

Trong 6T2015, tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của SHB đứng thứ bảy trong số tám ngân hàng niêm yết với mức giảm 5% so với cùng kỳ do dự phòng rủi ro tín dụng tăng hơn 72,7%. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng đạt 246 tỷ đồng, chiếm 33% lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng. Điều này là do SHB chỉ bắt đầu ghi nhận chi phí dự phòng từ Q2/2014 thay vì khoản hoàn nhập dự phòng trong Q1/2014.

Mặc dù lãi suất thu nhập ước tính tăng nhẹ từ 7,42% năm 2014 lên 7,61% năm 2015, lãi suất phải trả cũng tăng 17 điểm cơ bản, gần với mức tăng 19 điểm cơ bản của lãi suất thu nhập. Trong khi đó, tài sản sinh lãi trung bình tăng hơn 10%, khiến hệ số NIM giảm 6 điểm cơ bản xuống 1,90% trong 6T2015. SHB vẫn đứng ở vị trí thứ hai cuối bảng xếp hạng tám ngân hàng niêm yết. Mặc dù chiến lược của ngân hàng là trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu, cơ cấu cho vay hiện tại thể hiện điều ngược lại với cho vay cá nhân chỉ chiếm 16,3% tổng dư nợ, trong khi cho vay doanh nghiệp nhà nước (DNNN) chiếm 19,5% tổng dư nợ, tăng 16% so với 2014.

Nhìn chung, so với các ngân hàng niêm yết khác, các chỉ số lợi nhuận ROA, ROE và NIM của SHB trong 6T2015 có phần mờ nhạt hơn.

Tỷ suất lợi nhuận của SHB



Nguồn: Báo cáo Tài chính SHB

SHB có hệ số NIM thấp do lợi nhuận thấp từ cho vay phát triển cơ sở hạ tầng trong khi chi phí vốn lại cao

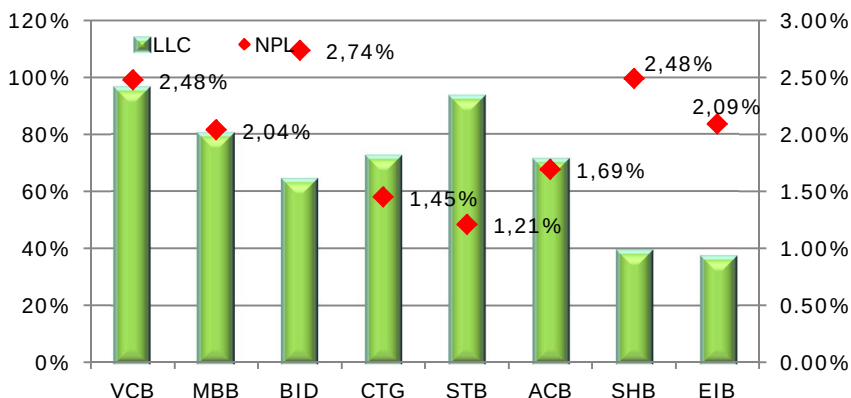
Tỷ lệ nợ xấu tăng vọt lên 2,48% cùng với tỷ lệ LLC cao hơn

Mặc dù tăng trưởng tín dụng ở mức cao, tuy nhiên số dư nợ xấu cũng tăng 40% trong 6T2015 lên 2.945 tỷ đồng, làm tăng tỷ lệ nợ xấu lên 2,48% từ 2,02% năm 2014. Như đã đề cập trong báo cáo trước, luật nhà ở mới sửa đổi có thể sẽ tạo ra những tác động tích cực lên SHB và tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng do ngân hàng này luôn dành một tỷ lệ lớn tổng dư nợ cho vay xây dựng và bất động sản, khoảng 14%-24%. Việc tạo điều kiện thuận lợi cho người nước ngoài sở hữu nhà ở có thể sẽ hỗ trợ VAMC trong việc bán tài sản thế chấp bất động sản cho các nhà đầu tư nước ngoài. Hơn nữa, điều luật mới sẽ làm nóng lên nhu cầu bất động sản tại Việt Nam, dẫn đến sự phục hồi của ngành xây dựng và bất động sản, điều này sẽ hỗ trợ SHB thu hồi lại các khoản nợ quá hạn của các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản, từ đó giảm tỷ lệ nợ xấu của SHB. Tuy nhiên, điều luật mới chỉ có hiệu lực kể từ tháng 7 năm 2015. Trong 7 tháng đầu năm 2015, VAMC mới chỉ giải quyết được hơn 10.000 tỷ đồng nợ xấu khi mà còn nhiều hạn chế về khuôn khổ pháp lý cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua lại nợ xấu. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng điều luật này cũng như VAMC sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong việc tăng tốc giải quyết nợ xấu từ năm 2016 trở đi.

Thêm vào đó, từ tháng 4 năm 2015, theo Thông tư 09, các ngân hàng cũng không thể tiếp tục cơ cấu lại các khoản nợ quá hạn mà không cần phân loại lại nhóm nợ theo Quyết định 780 như vẫn làm trước đây. Cần chú ý là trong năm 2013, SHB đã cơ cấu lại hơn 5.000 tỷ đồng nợ xấu theo Quyết định 780, tương đương 6,5% tổng dư nợ vào thời điểm đó. Trong năm 2013, 60% số nợ tái cơ cấu có thể là nợ xấu, vì vậy, chúng tôi lo ngại về rủi ro tiềm tàng trong các khoản nợ tái cơ cấu của SHB. Vì vậy tỷ lệ nợ xấu của SHB trong 6T2015 tăng 46 điểm cơ bản khi mà các khoản nợ quá hạn không thể tiếp tục được che giấu. SHB cho biết tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng có thể tăng 1% đến 2% khi Thông tư 09 có hiệu lực. Trong năm 2013, SHB đã hoán đổi 1.797 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC và nhận lại 1.665 tỷ đồng trái phiếu đặc biệt.

Tỷ lệ LLC của ngân hàng cũng được cải thiện từ 27% trong 6T2014 lên 39% trong kỳ này, tuy nhiên vẫn xếp thứ hai từ dưới lên trong số các ngân hàng niêm yết, nhỉnh hơn so với EIB trong khi tỷ lệ LLC của các ngân hàng tương đương khác thường dao động trong khoảng 70 – 90%. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ LLC của ngân hàng sẽ dần dần bắt kịp với các ngân hàng khác ở mức tối thiểu 50% trong năm 2016.

Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Báo cáo Tài chính SHB, VPBS tổng hợp

Tác động của Luật nhà ở mới sửa đổi trong việc làm giảm tỷ lệ nợ xấu của SHB vẫn chưa được phát huy

Thương vụ sáp nhập sắp tới với Công ty Tài chính Vinaconex – Viettel (VVF)

Lợi ích chính của thương vụ sáp nhập VVF và SHB là giúp SHB thâm nhập vào thị trường cho vay tiêu dùng

Một số cổ đông đã đặt câu hỏi về sức khỏe tài chính của VVF và những lợi ích của việc sáp nhập do VVF có số dư nợ xấu khá lớn. Tuy nhiên, ông Nguyễn Quang Hiền nhấn mạnh rằng VVF là một trong những công ty tài chính tốt nhất trên thị trường tại thời điểm này. Trước đó, Viettel xóa sổ nợ xấu của VVF trước khi thoái vốn khỏi VVF để tăng mức lợi nhuận thu về. Ngoài ra, ông Hiền cũng thông báo rằng có nhiều đối tác quan tâm và có hứng thú với "cô con dâu" mới này của SHB. Do đó, để làm an lòng cổ đông, ông khẳng định rằng VVF hoàn toàn là một khoản đầu tư có lợi cho SHB. Trước đó, thương vụ được công bố là sẽ hoàn thành vào Q2/2015, tuy nhiên, đến thời điểm này vẫn chưa có thông tin cập nhật.

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước, VVF đang ở trong tình trạng tài chính báo động với chất lượng tài sản suy giảm, hiệu quả hoạt động thấp và tỷ suất lợi nhuận kém. Chúng tôi nhận định lợi ích duy nhất của thương vụ sáp nhập này là giúp SHB thâm nhập vào lĩnh vực cho vay tiêu dùng vì các ngân hàng sẽ không còn được phép hoạt động trong lĩnh vực này. Tuy nhiên, do chênh lệch quy mô giữa VVF và SHB, sau khi sáp nhập, tác động của VVF lên bảng cân đối kế toán và kết quả hoạt động kinh doanh của SHB là không đáng kể. Tuy nhiên, điều này vẫn sẽ gây hại cho lợi ích của các cổ đông khi mà tỷ lệ sở hữu của họ sẽ bị pha loãng do tỷ lệ hoán đổi 1:1. Đây là một thương vụ sáp nhập hoán đổi cổ phiếu và các cổ đông của VVF dự kiến sẽ nhận 1 cổ phiếu SHB cho mỗi cổ phiếu VVF.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2015 VÀ DỰ PHÓNG

SHB đề ra mục tiêu như sau cho năm 2015:

- ✦ **Mục tiêu tăng trưởng tín dụng:** cho năm 2015 được đề ra ở mức 11%. Tuy nhiên, tại ĐHCĐ, các cổ đông đã thắc mắc HĐQT về chỉ tiêu tăng trưởng khiêm tốn này so với mức tăng trưởng huy động dự kiến là 19,4%. Do đó, ông Nguyễn Quang Hiền đã xin ý kiến cổ đông ngay tại ĐHCĐ và sẽ xin phép NHNN sửa đổi mục tiêu tăng trưởng tín dụng là 15%. Với kết quả 6T2015 cao hơn kỳ vọng, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng đạt 23% cho cả năm 2015.
- ✦ **Tỷ lệ nợ xấu:** Để kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới mức 3% như mục tiêu đề ra, SHB dự kiến sẽ trích lập thêm 880 tỷ đồng. Về kế hoạch bán nợ xấu cho VAMC, SHB không tiết lộ tổng số nợ đăng ký bán, nhưng Ngân hàng cho biết sẽ bán 15,1 tỷ đồng nợ Vinashin cho VAMC trong năm 2015. Tuy nhiên, với thực trạng chất lượng nợ xấu hiện tại của SHB đang theo đà tăng, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu năm 2015 có thể vượt ngưỡng 3%.
- ✦ **LNTT:** Trong năm 2015, mục tiêu của ngân hàng là đạt lợi nhuận trước thuế 1.120 tỷ đồng, tăng 10,6% so với 2014. Chúng tôi dự phóng LNTT sẽ giảm nhẹ, đạt 1.000 tỷ đồng so với mức 1.012 tỷ đồng năm 2014 do chi phí dự phòng tăng mạnh 37%.
- ✦ **Mạng lưới:** SHB lên kế hoạch mở thêm tám chi nhánh và 35 phòng giao dịch trong năm 2015 để phát triển phân khúc ngân hàng bán lẻ.
- ✦

Tỷ đồng	Kế hoạch 2015	% tăng trưởng	Chỉ số chính	Kế hoạch 2015
Tổng tài sản	200.000	18,3%	CAR	>9%
Cho vay KH	115.546	11%	Tỷ lệ nợ xấu	<3%
Huy động KH	152.000	19,4%	ROE	1-1,2%
Vốn điều lệ	10.486	18%	ROA	10-12%
LNTT	1.120	10,6%	Cổ tức	7,5%

Chúng tôi điều chỉnh nhẹ dự phóng về tăng trưởng cũng như khả năng sinh lời và chất lượng tài sản của ngân hàng sau khi xem xét cập nhập về (1) kết quả hoạt động của SHB trong 6T2015 và (2) các chỉ tiêu hoạt động chính của SHB trong giai đoạn 2015-2019 đã được công bố.

Tỷ đồng	Tăng trưởng 2015 (Điều chỉnh/Nguyên bản)	Chỉ số chính	Kế hoạch 2015
Tổng tài sản	18,3%/21,6%	CAR	>9%
Cho vay KH	23%/25%	Tỷ lệ nợ xấu	3,1%
Huy động KH	24%/27%	ROE	6,85%
Vốn điều lệ	18%/25%	ROA	0,42%
LNTT	-1%	Cổ tức	7,5%

Chúng tôi dự phóng LNTT đạt 1.000 tỷ đồng dựa trên những giả định sau:

- ✦ Tăng trưởng thu nhập lãi thuần đạt 20% so với mức 30% trong năm 2014 nhờ tăng trưởng cho vay 22%. Hệ số NIM hầu như không đổi. Mặc dù chiến lược của ngân hàng xâm nhập phân khúc bán lẻ, chúng tôi đã không nhìn thấy bất kỳ sự cải thiện nào và mức độ tập trung của SHB đối với doanh nghiệp nhà nước và cho vay doanh nghiệp vẫn ở mức cao.
- ✦ Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đạt 26% nhờ tăng trưởng thu nhập phí và hoa hồng đạt 13% và lợi nhuận ròng từ đầu tư ngược với ghi nhận lỗ ròng trong năm 2014.
- ✦ Chi phí hoạt động tăng 29% do ngân hàng có kế hoạch mở thêm chi nhánh và điểm giao dịch mới. Trong 6T2015, SHB tuyển dụng thêm 176 nhân viên.
- ✦ Do nợ xấu dự kiến sẽ tăng thêm trong năm 2015 khi Thông tư 09 có hiệu lực, SHB đã tăng chi phí dự phòng, do đó, gây sức ép lên lợi nhuận. Chi phí dự phòng tăng 37%, chiếm 46% lợi nhuận trước dự phòng rủi ro so với tỷ lệ 38% trong năm 2014.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Kết quả hoạt động gần đây

Trong báo cáo cập nhật SHB với khuyến nghị **NẮM GIỮ** công bố vào ngày 09/12/2014, chúng tôi đã đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu SHB là 8.600 đồng.

Kể từ đó, giá cổ phiếu giao động trong khoảng 7.000 đến 8.900 đồng, diễn biến theo sóng của cổ phiếu ngân hàng nói chung. Do sự giảm giá đột ngột của đồng Nhân dân tệ, cổ phiếu SHB đã giảm 11,54%, trong khi ngành ngân hàng và VN-Index giảm lần lượt 13,73% và 12,33% và hiện đang giao dịch ở mức giá 6.800 đồng. Chúng tôi cho rằng có hai nhân tố kìm hãm sự tăng giá của cổ

phiếu SHB trong điều kiện thị trường ổn định: (1) khối lượng nợ xấu lớn (2) kết quả hoạt động dưới trung bình của ngân hàng xét về mặt tỷ suất lợi nhuận.

Định giá

Về việc định giá, sau khi điều chỉnh một số mục tiêu tăng trưởng chính, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu điều chỉnh cho cổ phiếu SHB là **7.241** đồng.

Tổng hợp định giá		
Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	7.241	40%
P/B	4.753	20%
P/E	7.258	40%
Giá mục tiêu	6.750	

Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu SHB với mức giá mục tiêu là **7.241 đồng**/cổ phiếu SHB. Các thông số đầu vào của mô hình như sau:

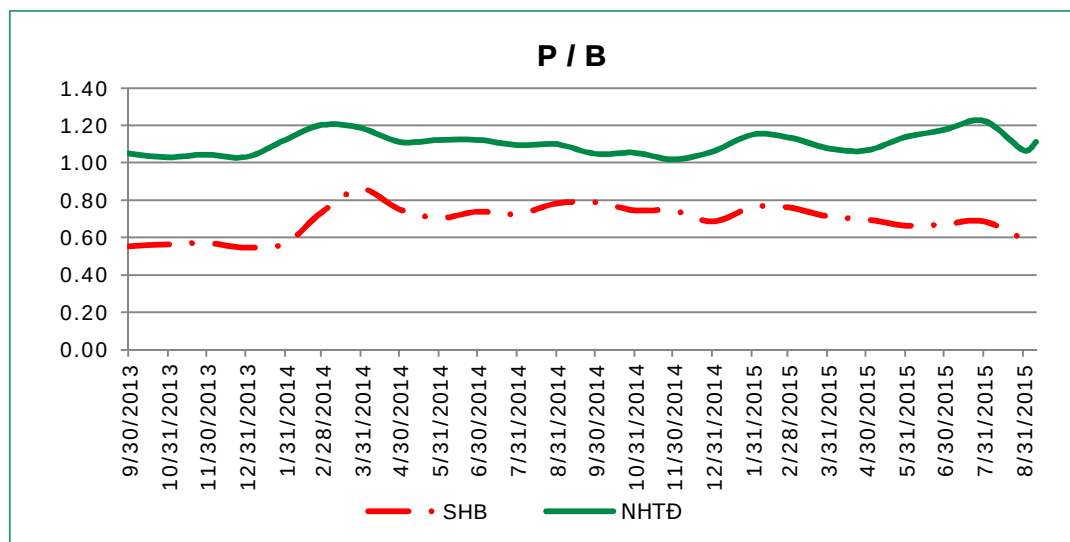
- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, tương đương 6,45%.
- Phần bù rủi ro thị trường là 9,31%.
- Chỉ số beta của SHB là 1,25.
- Chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính là 18,09% sử dụng mô hình CAPM.
- Trong trường hợp của SHB, trong giai đoạn dự báo 5 năm, mô hình Thu nhập Thặng dư cho giá trị âm, tương ứng ROE thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Chúng tôi cho rằng sau khi chất lượng tài sản của SHB được cải thiện, ngân hàng có thể đạt tỷ lệ ROE bằng với chi phí vốn chủ sở hữu vào năm 2020. Do đó thu nhập thặng dư sẽ đạt giá trị dương từ năm 2020 trở đi và sau đó tỷ lệ tăng trưởng dài hạn hàng năm được ước tính là 5%.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	782.130	978.928	1.176.636	1.493.094	1.807.997
Vốn chủ sở hữu	12.326.084	12.677.314	14.063.183	14.635.653	15.523.025
Chi phí vốn chủ	2.229.480	2.293.009	2.543.678	2.647.224	2.807.727
Thu nhập thặng dư	(1.447.351)	(1.314.081)	(1.367.042)	(1.154.130)	(999.730)
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,847	0,717	0,607	0,514	0,435
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(1.225.659)	(942.355)	(830.176)	(593.525)	(435.375)
Tổng giá trị thặng dư	(4.027.089)				
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	10.892.714				
Giá trị VCSH	6.865.625				
Số lượng cổ phiếu	948.100				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	7.241				

Phương pháp chỉ số giá giao dịch

Ngân hàng	Giá (đồng)	P/E	P/B	EPS 12 tháng (đồng)	BVPS 6T2015 (đồng)	ROE (%)	ROA (%)	2015 NIM (%)	CIR (%)
STB	16.800	9,05	1,01	1.860	15.810	12,74%	1,18%	4,66%	50,47%
MBB	15.300	7,38	1,10	2.070	13.870	16,76%	1,42%	4,17%	34,00%
EIB	11.900	--	1,01	(1.825)	11.440	6,20%	0,60%	2,52%	59,00%
ACB	19.200	18,2	1,39	1.050	13.770	9,24%	0,62%	3,29%	62,00%
Peer avg		11,5	1,67	788,75	13.723	11,24%	0,96%	3,66%	51,37%
SHB	<u>6.900</u>	<u>8,22</u>	<u>0,60</u>	<u>839</u>	<u>13.640</u>	<u>7,10</u>	<u>0,44</u>	<u>1,90</u>	<u>52,48%</u>

Theo nhìn nhận của chúng tôi, chỉ số định giá của SHB (như P/E và P/B) khá thấp, điều này có thể hiểu được vì chỉ số ROA và ROE của 6T2015 đều thấp hơn so với trung bình các ngân hàng tương đương. SHB hiện được giao dịch ở mức P/E là 8,22 lần, thấp hơn các NH tương đương 29%. Sử dụng chỉ số P/E ngành làm điểm chuẩn, chúng tôi định giá cổ phiếu SHB ở mức 4.753 đồng, dựa trên chỉ số P/E 11,56 lần, EPS là 748 và tỷ lệ chiết khấu 45%. Tỷ lệ chiết khấu này là hợp lý vì chỉ số P/E của SHB luôn thấp hơn mức trung bình các ngân hàng tương đương và khoảng cách này ngày càng mở rộng. Chúng tôi cũng lo ngại về (1) tỷ lệ nợ xấu cao, (2) tỷ lệ LLC thấp và (3) việc ngân hàng sáp nhập với một công ty tài chính yếu kém. Cổ phiếu SHB gần đây có vẻ khá “thận trọng” trong khi thị trường chứng kiến các đợt sóng cổ phiếu ngân hàng.



Sử dụng phương pháp P/B và giá trị sổ sách hiện tại/cổ phiếu (BVPS) là 11.782 đồng, chúng tôi định giá cổ phiếu SHB ở mức 7.258 đồng, áp dụng tỷ lệ chiết khấu 45% do khoảng cách giữa SHB và các NHTĐ ngày càng gia tăng. Cổ phiếu SHB hiện này đang được giao dịch ở mức P/B là 0,6 lần, thấp hơn trung bình các ngân hàng tương đương 47%.

Định giá P/E		Định giá P/B	
EPS 2015 của SHB (đồng)	748	BVPS 2014 của SHB (đồng)	11.782
P/E của SHB (x)	8,22	P/B của SHB (x)	0,60
P/E trung bình (x)	11,56	P/B trung bình (x)	1,12
P/E dự phóng (x)	6,36	P/B dự phóng (x)	0,62
Giá mục tiêu	4.753	Giá mục tiêu	7.258

Khuyến nghị

Hiện cổ phiếu đang được giao dịch ở mức giá 6.900 đồng, 2,2% cao hơn so với mức giá mục tiêu 6.750 đồng mà chúng tôi đưa ra. Kết hợp với lợi suất cổ tức kỳ vọng là 10,9%, tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu SHB trong 1 năm là 8,7%. Chính vì vậy chúng tôi cho rằng cổ phiếu này đã được đánh giá đúng giá trị nội tại khi đầu tư dài hạn.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật của SHB cho thấy giá cổ phiếu đã giảm từ mức đỉnh 9.200 đồng/cp thiết lập trong phiên 14/7 và phá vỡ hỗ trợ tại ngưỡng 7.800 của đường MA50 trong phiên 3/8/2015.

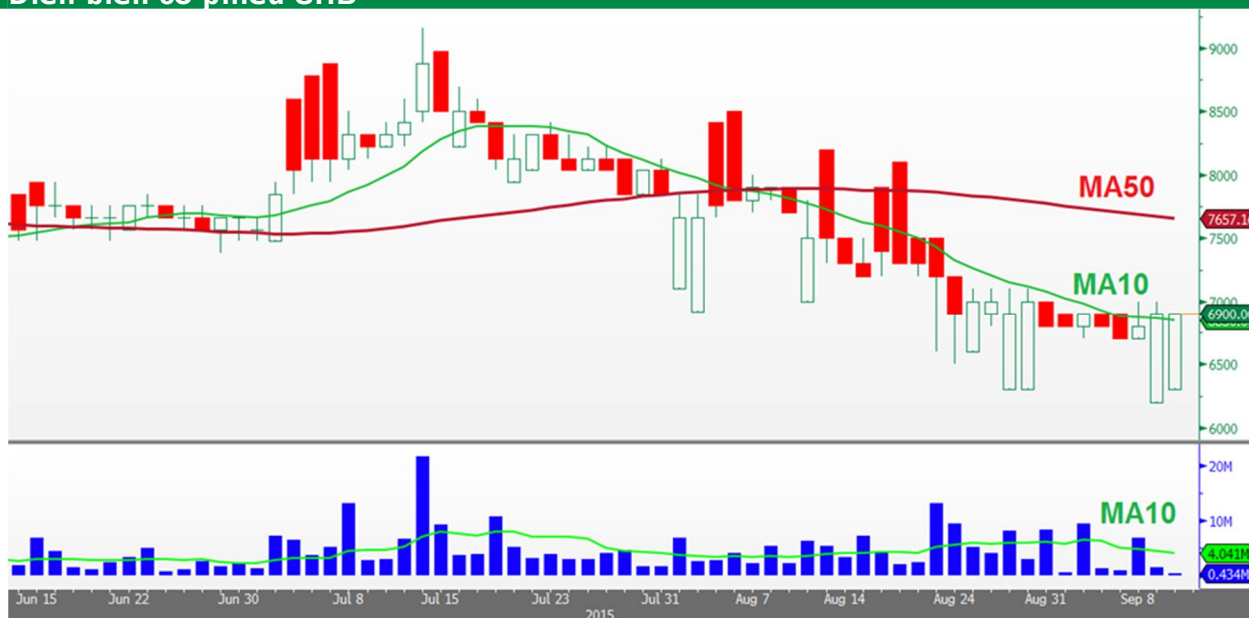
Sau khi chạm hỗ trợ 6.500, SHB hiện đang đi ngang, quanh ngưỡng 6.700 trong ba tuần vừa qua. Mức thanh khoản được duy trì ổn định giúp củng cố cho giai đoạn tích lũy này.

Chúng tôi kỳ vọng SHB sẽ tiếp tục đi ngang trong ngắn hạn trước khi phát ra tín hiệu rõ ràng hơn về xu hướng.

Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu SHB tại thời điểm phát hành báo cáo.

	SHB
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	9.200
Giá thấp nhất trong ba tháng	6.200
Đường MA100 ngày hiện tại	7.600
Đường MA300 ngày hiện tại	7.700
Kháng cự trung hạn	7.700
Hỗ trợ trung hạn	6.200
Khuyến nghị	Nắm giữ

Diễn biến cổ phiếu SHB



Nguồn: VPBS

PHỤ LỤC – VPBS DỰ PHÒNG

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Thu nhập lãi						
Từ cho vay	8.064	9.982	12.222	14.777	17.491	20.702
Từ các khoản đầu tư	895	928	1.210	1.508	1.785	2.088
Từ tiền gửi và các khoản khác	<u>1.354</u>	<u>1.574</u>	<u>1.715</u>	<u>1.815</u>	<u>1.957</u>	<u>2.080</u>
Tổng	10.313	12.484	15.147	18.100	21.232	24.870
Chi phí lãi	(7.587)	(9.202)	(11.187)	(13.196)	(15.551)	(18.237)
Thu nhập lãi ròng	2.726	3.281	3.961	4.904	5.682	6.633
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	354	401	521	651	781	938
Lãi ròng từ kinh doanh vàng và ngoại tệ	66	72	79	87	96	106
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	(3)	70	(93)	(85)	84	94
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	8	9	9	10	11	13
Thu nhập khác	108	119	130	143	158	174
Thu nhập ngoài lãi ròng	531	670	647	807	1.130	1.324
Tổng thu nhập hoạt động	3.257	3.951	4.608	5.711	6.812	7.957
Chi phí nhân viên	(883)	(1.067)	(1.244)	(1.656)	(2.112)	(2.467)
Chi phí khác	(724)	(1.030)	(1.249)	(1.483)	(1.722)	(1.974)
Chi phí hoạt động	(1.607)	(2.096)	(2.493)	(3.139)	(3.833)	(4.441)
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	1.650	1.855	2.115	2.571	2.979	3.516
Dự phòng	(288)	(852)	(891)	(1.101)	(1.112)	(1.256)
Lợi nhuận trước thuế	1.363	1.003	1.224	1.471	1.866	2.260
Chi phí thuế	(222)	(221)	(245)	(294)	(373)	(452)
Lợi nhuận sau thuế	1.141	782	979	1.177	1.493	1.808
Thu nhập/cổ phiếu	892	748	936	1.022	1.297	1.571

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền và tương đương tiền	4.147	5.077	4.936	6.980	7.082	7.289
Dư nợ cho vay	103.048	126.593	154.549	185.558	217.191	254.106
Tiền gửi tại các TCTD khác	29.491	29.202	29.494	29.788	30.086	30.387
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	13.383	17.468	22.801	27.314	32.077	37.652
Tài sản sinh lãi	145.923	173.262	206.844	242.660	279.354	322.144
Chứng khoán vốn	441	495	556	626	705	796
Tài sản cố định	4.106	4.516	4.968	5.465	6.011	6.612
Tài sản có khác	14.419	16.534	19.012	21.861	25.137	28.906
Tổng tài sản	169.036	199.885	236.316	277.591	318.291	365.748
Tiền gửi khách hàng	123.228	152.802	184.891	220.020	255.223	296.059
Nguồn vốn chịu lãi khác	33.030	31.983	35.420	39.515	43.641	48.415
Nguồn vốn không chịu lãi khác	2.295	2.771	3.325	3.990	4.788	5.745
Quỹ cổ đông	10.480	12.326	12.677	14.063	14.636	15.523
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	169.036	199.885	236.316	277.591	318.291	365.748

CAMELS	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Vốn						
Tỷ lệ an toàn vốn	11,3%					
Vốn chủ/ Huy động	8,50%	8,07%	6,86%	6,39%	5,73%	5,24%
Vốn chủ/ Tổng TS	6,20%	6,17%	5,36%	5,07%	4,60%	4,24%
Chất lượng tài sản						
Tỷ trọng tài sản sinh lời	87,19%	87,63%	88,50%	88,39%	88,69%	88,99%
Tỷ lệ nợ xấu	2,02%	3,10%	3,00%	2,80%	2,70%	2,60%
Tỷ lệ dự phòng/ Tổng nợ xấu	47,49%	40,00%	40,00%	40,00%	50,00%	50,00%
Năng lực quản lý						
Tăng trưởng tín dụng						
Tăng trưởng huy động	36,06%	23,00%	22,00%	20,00%	17,00%	17,00%
Tăng trưởng tổng TS	35,77%	24,00%	21,00%	19,00%	16,00%	16,00%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	17,69%	18,25%	18,23%	17,47%	14,66%	14,91%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	29,56%	20,37%	20,70%	23,81%	15,86%	16,75%
Tăng trưởng thu nhập	101,29%	26,11%	-3,48%	24,76%	40,09%	17,09%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	37,55%	21,31%	16,60%	23,95%	19,28%	16,81%
CIR	49,87%	53,06%	54,10%	54,97%	56,27%	55,81%
KHẢ NĂNG SINH LỢI						
Tỷ lệ lợi nhuận thuần	24,28%	19,79%	21,25%	20,60%	21,92%	22,72%
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM)	2,00%	2,03%	2,06%	2,16%	2,15%	2,18%
Lãi suất thu nhập	7,56%	7,74%	7,88%	7,96%	8,05%	8,18%
Lãi suất cho vay	8,93%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%	8,70%
Lãi suất chứng khoán nợ	5,52%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
Lãi suất tiền gửi	2,08%	2,62%	2,83%	2,84%	2,96%	2,98%
Lãi suất phải trả	5,28%	5,40%	5,52%	5,50%	5,57%	5,67%
Lãi suất tiền gửi	6,35%	6,35%	6,20%	6,12%	6,17%	6,22%
Lãi suất vay	0,68%	0,44%	0,61%	0,61%	0,40%	0,19%
Lợi suất trái phiếu	5,83%	3,50%	3,70%	3,50%	3,50%	3,80%
Chênh lệch lãi suất	2,28%	2,34%	2,36%	2,46%	2,48%	2,51%
ROE	7,55%	6,35%	7,72%	8,37%	10,20%	11,65%
ROAE	7,59%	6,86%	7,83%	8,80%	10,41%	11,99%
ROA	0,47%	0,39%	0,41%	0,42%	0,47%	0,49%
ROAA	0,51%	0,42%	0,45%	0,46%	0,50%	0,53%
KHẢ NĂNG THANH KHOẢN						
Tổng dư nợ/Huy động	84,47%	83,79%	84,49%	85,20%	85,93%	86,67%

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 10%.

Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ 0% đến 10%.

Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn 0%.

Sau đó, chúng tôi sẽ đưa ra những nhận định trong ngắn hạn dựa trên các yếu tố vĩ mô cùng với phương pháp phân tích kỹ thuật. Phương pháp này cho thấy những tín hiệu tăng giá, trung lập hay giảm giá thông qua việc phân tích các chỉ số xu hướng như đường trung bình động, PSAR, và MACD, cũng như chỉ báo xung lượng bao gồm chỉ số RSI và MFI.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị chung dựa trên các quan điểm trong ngắn hạn và dài hạn như sau:

Khuyến nghị	Giá trị dài hạn	Xu hướng ngắn hạn
MUA	Undervalued	Tăng giá hoặc Trung lập
	Fully-valued	Tăng giá
GIỮ	Undervalued	Giảm giá
	Fully-valued	Trung lập
	Overvalued	Tăng giá
BÁN	Fully-valued	Giảm giá
	Overvalued	Trung lập hoặc Giảm giá

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
 barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
 linhhtt@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích
 ngoccla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà đầu tư Nước ngoài
 marcdjandji@vpbs.com.vn
 +848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
 dungld@vpbs.com.vn
 +84 1900 6457 Ext: 1700

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
 Thành phố Hồ Chí Minh
 phuongvv@vpbs.com.vn
 +848 6296 4210 Ext: 130

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
 Hà Nội
 vinhtd@vpbs.com.vn
 +844 3835 6688 Ext: 369

Trần Cao Dũng

Giám đốc Tư vấn Đầu tư và Quản lý Tài sản
 Khối dịch vụ Ngân hàng cá nhân cao cấp
 dungtc@vpbs.com.vn
 +848 3823 8608 Ext: 250

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
 Thành phố Hồ Chí Minh
 domalux@vpbs.com.vn
 +848 6296 4210 Ext: 128

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
 Thành phố Hồ Chí Minh
 vinhnd@vpbs.com.vn
 +848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gần với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 1900 6457
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418