

## MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 34.500 đồng/cp

Giá cổ phiếu (ngày 13/6/2023): 28.000 đồng/cp

**Trương Minh Phương Duy**

[duytmp@ssi.com.vn](mailto:duytmp@ssi.com.vn)

+84 – 28 3636 3688 ext. 3046

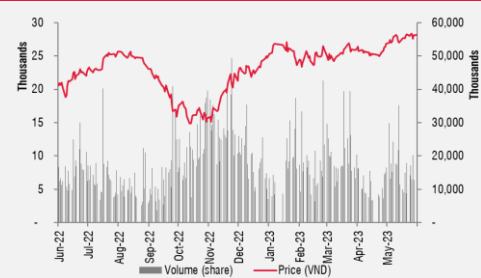
Ngày 14/06/2023

**NGÀNH TÀI CHÍNH**

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2.264
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	53.163
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.885
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	28,8/14,1
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	16.542.480
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	18,56
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	435,79
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	25,38
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Thông tin cơ bản về công ty

Được thành lập vào năm 1991, Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Thương Tín (Sacombank hoặc STB) là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên của Việt Nam. Sacombank niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 7/2006. Tính đến ngày 31/12/2015, tổng tài sản đạt 292.542 tỷ đồng với mạng lưới gồm 563 chi nhánh. Bên cạnh đó, STB cũng có chi nhánh tại Lào và Campuchia, điều này giúp STB trở thành một trong những ngân hàng có mạng lưới rộng nhất trong các ngân hàng tư nhân.

## Tiềm năng tăng trưởng đáng được kỳ vọng

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu **STB** từ Khả quan lên **MUA**, khi chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2024 và đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **34.500 đồng/cổ phiếu** (từ 29.000 đồng/cp). Việc chúng tôi nâng giá mục tiêu và khuyến nghị đối với cổ phiếu phản ánh chất lượng tài sản đang được duy trì tốt, vì STB không có bất kỳ khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp nào và cho vay chủ đầu tư bất động sản với tỷ trọng hạn chế. Ngoài ra, tăng trưởng lợi nhuận trước thuế trong năm 2023 và 2024 vẫn rất hấp dẫn, ngay cả khi chúng tôi không ước tính khoản lợi nhuận bất thường có thể xảy ra từ việc bán các tài sản tồn đọng. Với tiềm năng tăng giá là 22,3%, chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu STB trong những phiên thị trường ngấu lức.

Trong năm 2023, chúng tôi điều chỉnh giảm 9,2% dự báo lợi nhuận trước thuế so với ước tính trước đó xuống 9,5 nghìn tỷ đồng (+50% svck), vì tăng trưởng NFI yếu hơn dự kiến (-26,4% svck) do nhu cầu tín dụng chững lại khiến hoạt động bán chéo sản phẩm suy giảm cũng như sự thiếu hụt các khoản thu nhập khác (-71% svck). Tuy nhiên, chúng tôi muốn lưu ý rằng nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường từ bancassurance trong năm 2022, NFI dự kiến tăng 3,5% svck trong năm 2023.

Sang năm 2024, chúng tôi cho rằng STB cần có một kế hoạch rõ ràng hơn hoặc hướng dẫn chi tiết từ NHNN về phương án giải quyết số lượng cổ phần STB tại VAMC, vì số lượng cổ phần này chiếm hơn 30% quyền sở hữu của STB và có thể làm phát sinh một số vấn đề liên quan đến quản trị doanh nghiệp nếu quyền sở hữu số lượng cổ phần này được phân bổ cho quá nhiều nhà đầu tư khác nhau. Do đó, chúng tôi không đưa ra bất kỳ ước tính về khoản lợi nhuận bất thường nào liên quan trực tiếp đến việc xử lý số lượng cổ phần này vào mô hình định giá. Tuy nhiên, LNTT dự kiến vẫn rất khả quan với mức tăng trưởng 68,3% svck chủ yếu đến từ việc STB không còn trích lập dự phòng trái phiếu VAMC.

**Quan điểm ngắn hạn:** Chúng tôi cho rằng đã tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ sẽ tiếp diễn trong Q2/2023, chủ yếu đến từ việc NIM đã quay về đúng quỹ đạo của nó.

### Rủi ro ngắn hạn:

- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng;
- Kế hoạch tái cấu trúc kéo dài hơn dự kiến;
- Lãi suất cho vay giảm nhiều hơn dự kiến gây áp lực lên NIM.

### Bảng: Chỉ tiêu tài chính

	Đơn vị	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	17.271	17.704	26.141	30.749	34.131
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	3.339	4.400	6.339	9.518	16.017
Tăng trưởng LNTT	%	3,8%	31,8%	44,1%	50,2%	68,3%
Tăng trưởng tín dụng	%	14,9%	14,0%	13,0%	13,1%	13,0%
Tăng trưởng huy động	%	7,0%	2,1%	7,2%	14,1%	12,5%
LDR thuần	%	77,5%	86,5%	91,3%	90,4%	90,9%
ROE	%	9,6%	10,8%	13,8%	18,2%	25,6%
ROA	%	0,57%	0,67%	0,91%	1,2%	1,8%
NIM	%	2,97%	2,70%	3,44%	4,40%	4,34%
CIR	%	63,08%	55,07%	41,78%	39,40%	41%
NPL	%	1,7%	1,5%	1,0%	1,4%	1,4%
LLCR	%	93,66%	118,61%	130,97%	95,90%	109%
BVPS	Đồng	16.054	18.174	20.489	23.811	29.248
P/B		1,05	1,73	1,15	1,16	0,94
P/E		14,21	21,76	10,99	8,54	5,08

Nguồn: STB, SSI Research

**KQKD Q1/2023**

Tiếp nối sự bùng nổ trong các quý trước, STB đạt lợi nhuận trước thuế gần 2,4 nghìn tỷ đồng (+50% svck), nhờ thu nhập lãi ròng (NII) tăng 113% svck trong Q1/2023 mặc dù tăng trưởng tín dụng yếu (+2,2% so với đầu năm). NIM tăng lên 4,38% (+210 điểm cơ bản svck). Tuy nhiên, kết quả kinh doanh trong Q1 của các hoạt động khác đều kém khả quan, bao gồm thu nhập phí (-57,1% svck), thu nhập từ kinh doanh ngoại hối (-13,3% svck) và thu nhập khác (-94,6% svck). Nợ xấu tăng (+24,2 so với đầu năm), đẩy tỷ lệ nợ xấu lên 1,19% trong Q1/2023. Tuy nhiên, mức tăng này vẫn thấp hơn so với các ngân hàng tư nhân khác và chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu vẫn trong tầm kiểm soát.

**Bảng: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)**

	31/03/2023	31/12/2022	% YTD
Tổng tài sản	596.694	591.994	0,8%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	448.531	438.628	2,3%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	504.647	480.561	5,0%
NPL	1,19%	0,98%	
LLC	104%	131%	
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	25,0%	27,2%	
LDR TT26	82,0%	83,7%	
LDR thuần	88,9%	91,3%	
CASA	17,4%	19,2%	

Nguồn: STB, SSI Research

**Bảng: Các chỉ tiêu chính trong Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)**

	1Q23	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ
Thu nhập lãi thuần	5.837	2.739	113,1%	6.043	-3,4%
Thu nhập thuần ngoài lãi	964	2.386	-59,6%	1.789	-46,1%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	6.800	5.125	32,7%	7.833	-13,2%
Chi phí hoạt động	3.416	2.832	20,6%	2.646	29,1%
CIR	50,2%	55,3%		33,8%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	1.002	705	42,2%	3.288	-69,5%
Chi phí tín dụng	0,9%	0,7%		3,1%	
PBT	2.383	1.589	49,9%	1.899	25,5%
NIM	4,38%	2,28%		4,69%	
ROE	19,2%	14,6%		18,54%	
ROA	1,3%	0,9%		1,2%	

Nguồn: STB, SSI Research

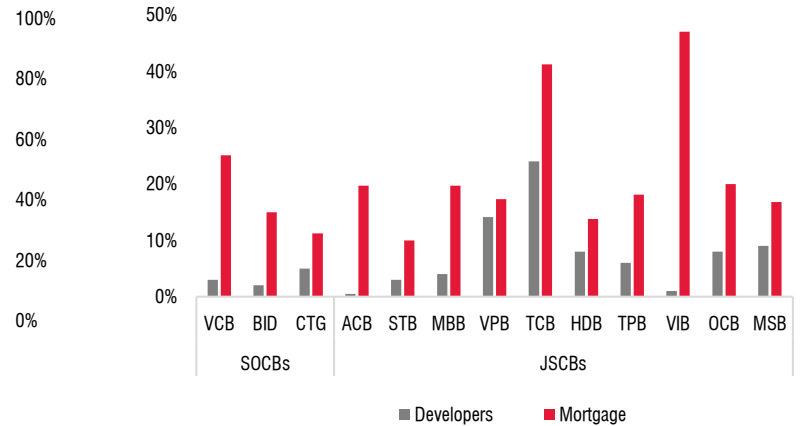
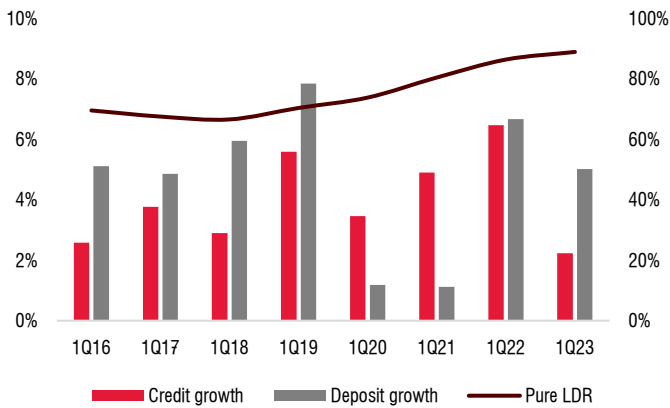
**Tăng trưởng tín dụng chậm lại.** Do hầu hết danh mục tín dụng của STB là cho vay sản xuất và cho vay thương mại đối với doanh nghiệp vừa và nhỏ và hộ gia đình, nền kinh tế tăng trưởng chậm lại đã tác động tiêu cực đến nhu cầu tín dụng. Mặc dù STB đã triển khai gói ưu đãi lãi suất cho vay để kích cầu tín dụng trong Q1/2023, nhưng lãi suất sau ưu đãi vẫn ở mức cao làm hạn chế các khoản giải ngân mới. Cụ thể, lãi suất cho vay thông thường cho mục đích kinh doanh dao động trong khoảng 12,5% - 13%, xét trong điều kiện thị trường hiện tại thì đây vẫn là mức lãi suất cao. Bên cạnh đó, STB áp dụng mức lãi suất 10,5% đối với cho vay mua nhà trong 12 tháng đầu, sau đó tăng lên mức là 12% nếu khách hàng sử dụng các dịch vụ của ngân hàng như ngân hàng trực tuyến và ngân hàng điện tử, thẻ tín dụng/thẻ ghi nợ và yêu cầu về số dư tối thiểu cho tài khoản. Nếu không sử dụng dịch vụ của ngân hàng thì lãi suất cho vay mua nhà sẽ là 14,5% sau thời gian ưu đãi. Hiện tại, STB đang hạn chế cho vay mua nhà và tập trung vào cho vay kinh doanh. Sau đợt cắt giảm lãi suất điều hành vừa rồi, lãi suất cho vay hiện tại đã giảm khoảng 50 – 100 điểm cơ bản so với đầu năm.

Nhìn chung, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 2,2% so với đầu năm trong Q1/2023, đây là mức thấp nhất kể từ năm 2016. Theo số liệu vĩ mô mới nhất do Tổng cục Thống kê công bố cho thấy các chỉ số vĩ mô có thể đã chạm đáy.

Đặc biệt, chỉ số sản xuất công nghiệp chung trong tháng 5 phục hồi 2,2% so với tháng trước, cũng như kim ngạch xuất khẩu trong tháng 5 có mức tăng trưởng đáng khích lệ là 4,3% so với tháng trước. Mặc dù mức độ phục hồi còn yếu nhưng chúng tôi đã nhận thấy tín hiệu tích cực cho sự phục hồi trong các quý tới. Đồng thời với lãi suất cho vay hấp dẫn hơn và yếu tố mùa vụ, chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng sẽ khởi sắc hơn trong nửa cuối năm 2023.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động (so với đầu năm)**

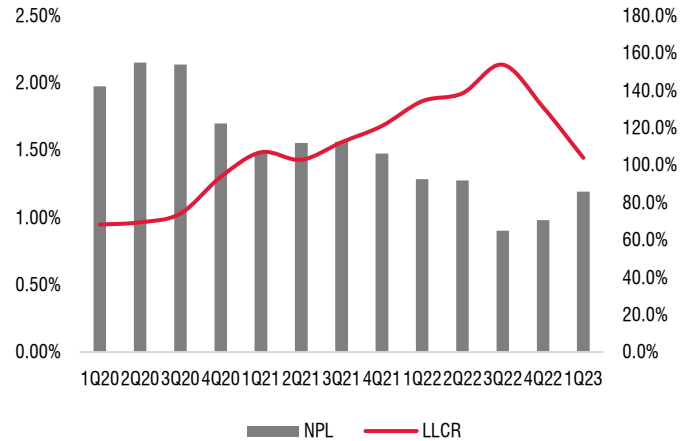
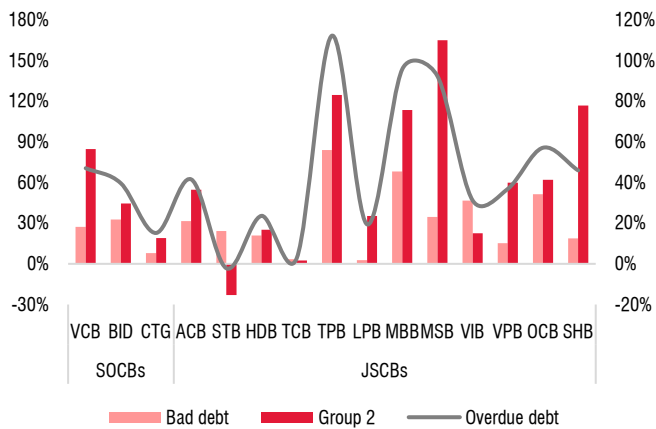
**Biểu đồ 2: Tỷ trọng cho vay đối với chủ đầu tư bất động sản và cho vay mua nhà**



Nguồn: STB, SSI Research

Nguồn: STB, SSI Research

**Nợ xấu tăng đúng như kỳ vọng nhưng chi phí tín dụng thấp.** Điều khiến STB khác biệt so với các ngân hàng tư nhân khác là tỷ lệ nợ Nhóm 2 giảm 23% so với đầu năm (tương đương 1,26 nghìn tỷ đồng). Tuy nhiên, nợ xấu đã tăng 24,2% so với đầu năm lên 5,3 nghìn tỷ đồng, khiến tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,19% từ 0,98% trong Q4/2022. Mặc dù nợ xấu tăng mạnh nhưng ngân hàng không trích lập dự phòng tương ứng trong Q1/2023. Cụ thể, ngân hàng chỉ trích lập dự phòng 1.1 nghìn tỷ đồng cho trái phiếu VAMC trong Q1/2023 và không phát sinh chi phí dự phòng cho danh mục cho vay của mình, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Theo đó, LLCR đã giảm xuống 103,8% trong Q1/2023 (so với 131% trong Q4/2022), giảm nhanh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. STB chưa công bố chi tiết về quy mô các khoản vay tái cơ cấu (theo Thông tư 02), nhưng chúng tôi cho rằng STB sẽ xem xét kỹ từng trường hợp cụ thể trước khi đưa ra quyết định. Mặc dù STB có tỷ trọng cho vay thấp đối với ngành bất động sản (10% là cho vay mua nhà và khoảng 3% cho các dự án bất động sản) và không có trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi vẫn kỳ vọng rằng ngân hàng có thể tăng trích lập dự phòng để tăng cường bộ đệm tín dụng khi mà rủi ro tín dụng vẫn có thể xảy ra do cập nhật CIC. Với mục tiêu đẩy mạnh xử lý tài sản tồn đọng trong năm 2023, chúng tôi cho rằng các khoản trích lập dự phòng sẽ tăng cao hơn trong các quý tới, bao gồm phần còn lại của trái phiếu VAMC là 5,8 nghìn tỷ đồng tại tháng 3/2023.

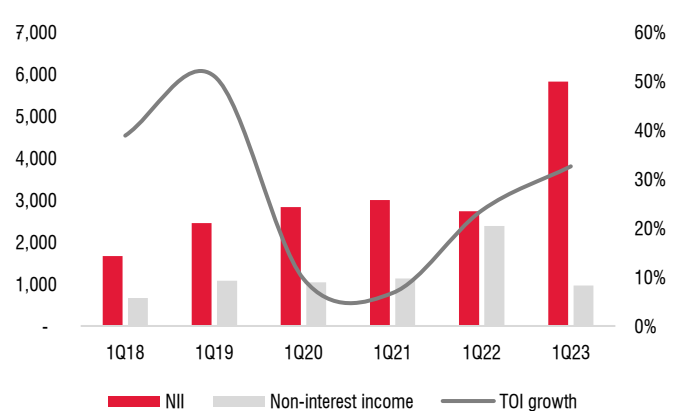
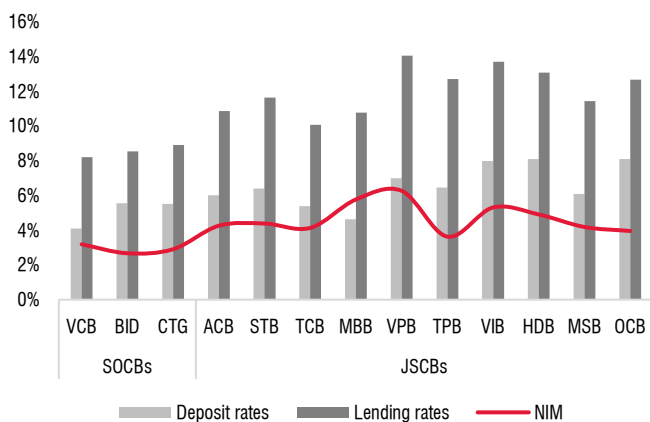
**Biểu đồ 3: Tăng trưởng nợ quá hạn giữa các ngân hàng (so với đầu năm)****Biểu đồ 4: Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu**

Nguồn: STB, SSI Research

Nguồn: STB, SSI Research

**NIM quay về mức bình thường như chúng tôi kỳ vọng.** Nhờ không còn phải trích lãi dự thu đề án, NIM đã cải thiện 210 bps svck lên mức 4,38% trong Q1/2023, cao hơn so với ACB và TCB. Tuy nhiên, nếu so sánh với quý trước thì NIM đã giảm 31 bps trong Q1/2023. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động tăng cao trong Q4/2022 cùng với tỷ lệ CASA giảm (-184 điểm cơ bản so với quý trước) trong Q1/2023 (trùng với thời điểm cắt giảm lãi suất cho vay để kích cầu tín dụng) là những yếu tố chính ảnh hưởng đến NIM. Cụ thể, lãi suất cho vay bình quân tăng 126 bps trong khi lãi suất huy động bình quân tăng 184 điểm cơ bản so với quý trước.

Trong Q2/2023, chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực từ việc tăng lãi suất huy động trong Q4/2022 sẽ vẫn ảnh hưởng đến chi phí vốn của STB (nhưng không nhiều như Q1/2023). Lãi suất cho vay có thể sẽ giảm sau khi NHNN cắt giảm lãi suất điều hành và điều này được kỳ vọng sẽ kích cầu tín dụng trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm so với quý trước, nhưng vẫn cao hơn Q2/2022. Chúng tôi ước tính rằng 76,6% tổng tiền gửi của khách hàng trong Q4/2022 sẽ được định lại lãi suất trong nửa cuối năm 2023 với mức lãi suất thấp hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM sẽ duy trì ổn định trong nửa cuối năm 2023.

**Biểu đồ 5: Lãi suất cho vay và lãi suất huy động****Biểu đồ 6: Cơ cấu lợi nhuận**

Nguồn: STB, SSI Research

Nguồn: STB, SSI Research

**Thu nhập phí suy yếu.** Do thiếu vắng khoản thu nhập bất thường từ bancassurance, NFI giảm 57% svck. Tuy nhiên, khi chúng tôi loại trừ khoản thu nhập bất thường này thì NFI chỉ giảm 16% svck. Thu nhập từ hoạt động bancassurance thường có mối quan hệ mật thiết với tăng trưởng tín dụng, và khi cầu tín dụng suy giảm thì thu nhập từ hoạt động này cũng sẽ chứng kiến xu hướng tương tự. Hiện tại, Ngân hàng đang khuyến khích khách hàng vay vốn và sử dụng dịch vụ của Ngân hàng để được hưởng lãi suất ưu đãi. Nếu nhu cầu tín dụng phục hồi trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi cho rằng thu nhập phí từ các dịch vụ khác (dịch vụ tài khoản, thẻ tín dụng, phí thanh toán) sẽ được cải thiện. Bên cạnh đó, thu nhập từ phí giao dịch máy POS có thể yếu đi do nhu cầu tiêu dùng giảm và nhiều chi phí có thể phát sinh thông qua chương trình ưu đãi để kích thích chi tiêu trên thẻ. Do đó, mức tăng trưởng NFI có thể sẽ không cao như chúng tôi kỳ vọng ban đầu.

**Chi phí hoạt động tăng đáng kể trong Q1/2023.** Trong khi chi phí tiền lương không có nhiều thay đổi, chi phí khấu hao tăng 2,5 lần so với Q1/2022 lên 412 tỷ đồng. Do đó, chi phí hoạt động tăng 20,6% svck lên 3,4 nghìn tỷ đồng, đẩy CIR lên 50,2% trong Q1/2023.

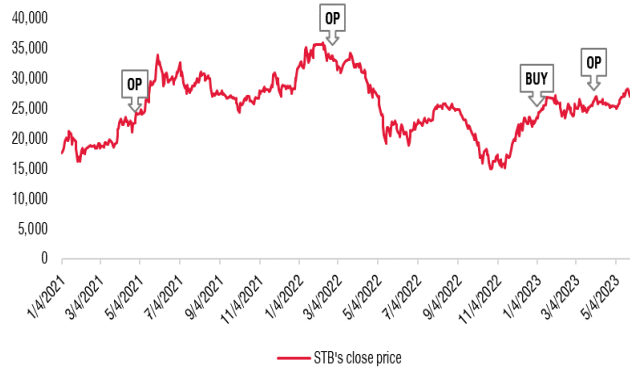
### Ước tính lợi nhuận và luận điểm đầu tư

Trong năm 2023, chúng tôi điều chỉnh giảm 9,2% ước tính lợi nhuận trước thuế xuống 9,5 nghìn tỷ đồng (+50% svck) so với ước tính trước đây. Cụ thể, chúng tôi thay đổi những giả định sau:

- Chúng tôi hạ ước tính tăng trưởng NFI xuống -26,4% svck (từ -11% svck trong dự báo trước đây). Với sự giám sát chặt chẽ hơn từ các cơ quan quản lý đối với hoạt động bancassurance, STB ưu tiên hoạt động bán chéo các sản phẩm dịch vụ khác để tăng doanh thu phí như phí thanh toán, phí thẻ, phí tài khoản (+13% svck) bằng cách đưa ra các gói lãi suất cho vay ưu đãi dành cho khách hàng sử dụng dịch vụ của STB. Do đó, chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng thu nhập bancassurance xuống 10% svck (từ mức 15% svck). Chúng tôi cũng cho rằng hoạt động tài trợ thương mại sẽ không còn sôi động như năm trước, và chỉ đạt mức tăng trưởng là 10% svck (so với mức tăng trưởng 37% svck trong dự báo trước đây).
- Phần lớn tài sản tồn đọng vẫn đang trong quá trình chuyển giao quyền sở hữu, trong khi việc thanh lý tài sản để thu hồi nợ xấu phụ thuộc nhiều vào điều kiện thị trường. Do đó, chúng tôi giảm 24% nợ xấu thu hồi so với ước tính trước đó xuống còn 792 tỷ đồng trong năm 2023.

Sau khi trích lập hết khoản dự phòng VAMC (8,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 và 6,9 nghìn tỷ đồng vào năm 2023), chúng tôi kỳ vọng LNTT sẽ đạt 16 nghìn tỷ đồng (+68,3% svck), nhờ tăng trưởng NII và NFI lần lượt là 14,1% và 8% svck trong 2024. Tuy nhiên, với điều kiện thị trường không thuận lợi và một số rào cản liên quan đến quy hoạch tỷ lệ 1/2000 và thời gian còn lại ngắn hơn so với các dự án khu công nghiệp mới khác, chúng tôi cho rằng sẽ mất nhiều thời gian hơn để tìm được nhà đầu tư phù hợp cho KCN Phong Phú (mặc dù mức giá đầu thầu khởi điểm đã giảm 50%). Về số lượng cổ phần của Ngân hàng tại VAMC, chúng tôi cho rằng Ngân hàng cần có hướng dẫn cụ thể từ NHNN về phương án giải quyết, vì số lượng cổ phần này chiếm hơn 30% quyền sở hữu của STB (tương đương 590 triệu cổ phiếu), và có thể làm phát sinh một số vấn đề liên quan đến quản trị doanh nghiệp nếu quyền sở hữu số lượng cổ phần này được phân bổ cho quá nhiều nhóm nhà đầu tư khác nhau. Do đó, chúng tôi không đưa ra bất kỳ ước tính nào về khoản lợi nhuận bất thường có thể xảy ra liên quan đến việc chuyển giao số lượng cổ phần này vào mô hình định giá.

Chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2024 và đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **34.500 đồng/cổ phiếu** (từ 29.000 đồng/cp), do chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 1,3x (tăng từ 1,2x) do: (i) chất lượng tài sản được duy trì tốt khi không có rủi ro đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, và rủi ro đối với các chủ đầu tư bất động sản là khá thấp; và (ii) triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của STB rất khả quan trong năm 2023 và 2024 mặc dù không có bất kỳ khoản thu nhập bất thường nào từ việc bán tài sản tồn đọng. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu STB từ Khả quan lên **MUA**.

**Lịch sử khuyến nghị**

*Nguồn: Bloomberg, SSI Research*

*Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan*

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	7.678.553	8.222.365	7.849.898	7.807.959	14.365.869
+ Tiền gửi tại NHNN	10.052.590	12.169.867	12.286.117	11.871.001	18.498.116
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	18.397.370	8.353.579	25.293.585	33.405.776	48.864.833
+ Chứng khoán kinh doanh	-	-	-	-	-
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	19.677	-	109.858	-	-
+ Các khoản vay và phải thu khách hàng	334.854.576	381.012.317	432.997.593	489.293.728	551.876.002
+ Chứng khoán đầu tư	75.156.127	69.746.137	68.800.687	87.431.686	85.690.555
+ Đầu tư dài hạn	124.593	88.968	88.812	88.812	88.812
+ Tài sản cố định	8.575.424	8.195.276	7.547.677	8.302.445	9.132.689
+ Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
+ Tài sản khác	37.355.604	33.219.052	36.830.826	38.459.074	39.205.630
<b>Tổng tài sản</b>	<b>492.516.029</b>	<b>521.196.331</b>	<b>591.907.695</b>	<b>676.763.122</b>	<b>767.825.148</b>
+ Các khoản nợ NHNN	143.528	522.745	9.901.209	11.237.872	12.586.417
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	7.880.006	15.229.099	28.430.448	35.538.060	44.422.575
+ Tiền gửi của khách hàng	427.971.850	427.386.772	454.740.496	516.130.463	578.066.119
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	-	108.003	-	-	-
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	229.445	278.940	239.837	239.837	239.837
+ Phát hành giấy tờ có giá	11.144.140	21.103.779	25.820.307	32.275.384	38.730.461
+ Các khoản nợ khác	16.190.818	22.305.656	34.148.402	36.453.419	38.640.624
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>463.559.787</b>	<b>486.934.994</b>	<b>553.280.699</b>	<b>631.875.035</b>	<b>712.686.032</b>
+ Vốn	18.166.632	20.601.582	20.601.582	20.601.582	20.601.582
+ Dự phòng	3.336.508	3.715.274	4.223.224	5.327.326	7.185.325
+ Chênh lệch tỷ giá	149.483	37.364	-169.492	-	-
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	-	-	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	7.303.619	9.907.117	13.971.682	18.959.179	27.352.208
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>28.956.242</b>	<b>34.261.337</b>	<b>38.626.996</b>	<b>44.888.087</b>	<b>55.139.116</b>
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b>	<b>492.516.029</b>	<b>521.196.331</b>	<b>591.907.695</b>	<b>676.763.122</b>	<b>767.825.148</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Huy động	6,80%	-0,10%	6,40%	13,50%	12,00%
Tín dụng	14,90%	14,00%	13,10%	13,10%	13,00%
Tổng tài sản	8,60%	5,80%	13,60%	14,30%	13,50%
Vốn chủ sở hữu	8,30%	18,30%	12,70%	16,20%	22,80%
Thu nhập lãi thuần	25,60%	3,80%	43,30%	44,50%	14,10%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	18,00%	2,50%	47,70%	17,60%	11,00%
Chi phí hoạt động	17,60%	-10,50%	12,00%	10,90%	15,40%
Lợi nhuận trước thuế	3,80%	31,80%	44,10%	50,20%	68,30%
Lợi nhuận sau thuế	9,30%	27,20%	47,80%	51,10%	68,30%
<b>Định giá</b>					
P/E	14,2	21,8	11	8,5	5,1
P/B	1,05	1,73	1,15	1,16	0,94
BVPS (VND)	16.054	18.174	20.489	23.811	29.248

Nguồn: STB, SSI ước tính

Triệu đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	33.587.667	29.690.736	37.390.848	53.809.534	56.888.541
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-22.061.113	-17.726.249	-20.243.714	-29.026.460	-28.602.018
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>11.526.554</b>	<b>11.964.487</b>	<b>17.147.134</b>	<b>24.783.074</b>	<b>28.286.523</b>
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	5.476.812	6.430.648	8.329.935	6.829.935	7.376.330
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1.732.797	-2.088.129	-3.135.855	-3.005.171	-3.245.585
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>3.744.015</b>	<b>4.342.519</b>	<b>5.194.080</b>	<b>3.824.764</b>	<b>4.130.745</b>
<b>Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng</b>	<b>809.739</b>	<b>737.093</b>	<b>1.062.244</b>	<b>1.200.336</b>	<b>960.269</b>
<b>Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư</b>	<b>94.043</b>	<b>163.664</b>	<b>-19.983</b>	<b>135.068</b>	<b>141.821</b>
<b>Lãi/lỗ thuần khác</b>	<b>1.123.732</b>	<b>457.106</b>	<b>2.745.349</b>	<b>792.489</b>	<b>596.737</b>
<b>Lãi/lỗ thuần từ hoạt động đầu tư liên doanh liên kết</b>	<b>-27.214</b>	<b>39.448</b>	<b>12.466</b>	<b>13.713</b>	<b>15.084</b>
<b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>17.270.869</b>	<b>17.704.317</b>	<b>26.141.290</b>	<b>30.749.443</b>	<b>34.131.178</b>
Tổng chi phí hoạt động	-10.894.615	-9.749.916	-10.920.717	-12.116.307	-13.980.803
<b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b>	<b>6.376.254</b>	<b>7.954.401</b>	<b>15.220.573</b>	<b>18.633.136</b>	<b>20.150.375</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3.036.974	-3.554.375	-8.881.501	-9.115.013	-4.133.143
<b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>3.339.280</b>	<b>4.400.026</b>	<b>6.339.072</b>	<b>9.518.124</b>	<b>16.017.232</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-657.299	-988.530	-1.298.377	-1.903.625	-3.203.446
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>2.681.981</b>	<b>3.411.496</b>	<b>5.040.695</b>	<b>7.614.499</b>	<b>12.813.786</b>
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>	<b>2.681.981</b>	<b>3.411.496</b>	<b>5.040.695</b>	<b>7.614.499</b>	<b>12.813.786</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>1.190</b>	<b>1.448</b>	<b>2.139</b>	<b>3.231</b>	<b>5.438</b>
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
<b>Nhu cầu vốn</b>					
Hệ số an toàn vốn- CAR	10,7%	9,9%	9,5%	9,5%	9,5%
Vốn CSH/Tổng tài sản	5,9%	6,6%	6,5%	6,6%	7,2%
Vốn CSH/Cho vay khách hàng	8,5%	8,8%	8,8%	9,1%	9,8%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	1,7%	1,5%	1,0%	1,4%	1,4%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	93,7%	118,6%	131,0%	95,9%	109,0%
<b>Hệ số về quản lý</b>					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	63,1%	55,1%	41,8%	39,4%	41,0%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	926	949	1.418	1.668	1.851
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	179	236	344	516	869
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	31.231	32.015	47.272	55.605	61.720
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	6.038	7.957	11.463	17.212	28.964
<b>Lợi nhuận</b>					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	3,0%	2,7%	3,4%	4,4%	4,3%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	33,3%	32,4%	34,4%	19,4%	17,1%
ROA - trung bình	0,6%	0,7%	0,9%	1,2%	1,8%
ROE - trung bình	9,6%	10,8%	13,8%	18,2%	25,6%
<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	77,5%	86,5%	91,3%	90,4%	90,9%

Nguồn: STB, SSI ước tính



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng kiêm Trưởng Ban đào tạo  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên Cao cấp Phân tích Vĩ mô  
trinhthv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên Cao cấp Phân tích Cổ phiếu  
thanhntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Phân tích Ngành Ngân hàng

Trương Minh Phương Duy  
Chuyên viên phân tích  
duytmp@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3046

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên Cao cấp Chiến lược đầu tư  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên Cao cấp Chiến lược đầu tư  
baonq1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư  
chauttb@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043