

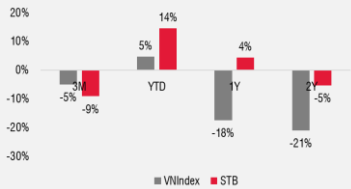
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín (STB: HOSE)

Ngày báo cáo: 06/09/2023
NGÀNH: NGÂN HÀNG
CVPT: Trương Minh Phương Duy
Email: duytmp@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3046

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **37.500 Đồng**
Giá CP ngày 05/09/2023: 32.700 Đồng
% Tăng giá: **+14,7%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 2.562
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 61.647
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 1.885
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 22.457.318
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 32,9/14,85
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 667,6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 23,71
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

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.

Bình minh ló rạng

Luận điểm đầu tư

Với kỳ vọng STB sẽ hoàn tất việc trích lập dự phòng trái phiếu VAMC trong năm 2023, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024 và 2025 sẽ khả quan và ngân hàng sẽ có nhiều cơ hội để hoàn thành kế hoạch tái cơ cấu nhanh hơn dự kiến. Mặc dù STB duy trì tỷ lệ cho vay hợp lý vào ngành bất động sản và không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi vẫn khá thận trọng về chất lượng tín dụng của ngân hàng trong thời gian gần đây, bao gồm khoản cho vay Bamboo Airways. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống **KHẢ QUAN**, với giá mục tiêu cho năm 2024 là **37.500 đồng/cổ phiếu** tương đương với tiềm năng tăng giá là 14,7%.

Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi duy trì ước tính LNTT cho năm 2023 là 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng 50% svck), mặc dù NIM được điều chỉnh giảm xuống 4,13% (giảm 27 bps so với ước tính trước đây của chúng tôi) do lãi suất cho vay và chất lượng tài sản giảm (tỷ lệ nợ xấu ở mức 2%). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ bán thành công KCN Phong Phú, tạo điều kiện giúp Ngân hàng trích lập hết dự phòng trái phiếu VAMC cũng như thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trong năm 2024. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế năm 2024 là 15,2 nghìn tỷ đồng (tăng 60% svck), chủ yếu được hỗ trợ nhờ khoản tiền thu được từ KCN Phong Phú, trong khi NIM vẫn ổn định ở mức 4,12% và tỷ lệ nợ xấu được cải thiện, ước đạt 1,8%.

Quan điểm ngắn hạn: Tiềm năng tăng trưởng của STB là rất khả quan nhưng giá cổ phiếu đã tăng 37,3% so với đầu năm. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu trong các nhịp điều chỉnh.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến;
- Kế hoạch tái cơ cấu kéo dài hơn dự kiến; và
- Lãi suất cho vay giảm thấp hơn dự kiến, ảnh hưởng đến NIM.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Tín dụng phục hồi; Và
- Chất lượng tài sản được cải thiện.

Tóm tắt Q2/2023

STB đạt gần 2,4 nghìn tỷ đồng LNTT (tăng 80% svck) trong Q2/2023, tương ứng với lợi nhuận trước thuế 6 tháng đầu năm là 4,8 nghìn tỷ đồng – phù hợp với ước tính của chúng tôi. Kết quả này chủ yếu được hỗ trợ bởi NIM đã quay về đúng quỹ đạo của nó mặc dù thu nhập ngoài lãi giảm 72% svck. Tín dụng tăng 5% so với đầu năm, trong khi tăng trưởng tiền gửi là 10,4% so với đầu năm. Mặc dù chất lượng tài sản được cải thiện trong Q1/2023, nợ quá hạn vẫn tăng 41,6% so với quý trước trong đó nợ xấu, nợ Nhóm 2 tăng đáng kể lần lượt tăng 54% và 25,9% so với quý 1, 2023. Số dư ròng VAMC là 4,4 nghìn tỷ đồng (giảm 24% so với quý trước) với khoản trích lập dự phòng bổ sung là 438 tỷ đồng trong Q2/2023. Ngoài ra, STB không ưu tiên cho hoạt động cơ cấu nợ theo Thông tư 02 với số dư nợ cơ cấu dưới 1 nghìn tỷ đồng tại Q2/2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng số dư nợ cơ cấu nhiều khả năng sẽ tăng trong các quý tới để hỗ trợ cho chất lượng tài sản.

Bảng 1: Chi tiêu tài chính

| | Đơn vị | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng thu nhập hoạt động | Tỷ đồng | 17.271 | 17.704 | 26.141 | 27.959 | 31.534 |
| Lợi nhuận trước thuế | Tỷ đồng | 3.339 | 4.400 | 6.339 | 9.503 | 15.218 |
| Tăng trưởng LNTT | % | 3,8% | 31,8% | 44,1% | 49,9% | 60,1% |
| 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% | 13,4% |
| ROE | % | 9,6% | 10,8% | 13,8% | 18,2% | 24,5% |
| ROA | % | 0,6% | 0,7% | 0,9% | 1,2% | 1,7% |
| NIM | % | 3,0% | 2,7% | 3,4% | 4,1% | 4,1% |
| CIR | % | 63,1% | 55,1% | 41,8% | 47,3% | 48,9% |
| NPL | % | 1,7% | 1,5% | 1,0% | 2,0% | 1,8% |
| LLCR | % | 93,7% | 118,6% | 131,0% | 83,2% | 108,2% |
| BVPS | Đồng | 16.054 | 18.174 | 20.489 | 23.806 | 28.972 |
| EPS | Đồng | 1.190 | 1.448 | 2.139 | 3.226 | 5.166 |
| P/B | | 1,1 | 1,7 | 1,1 | 1,4 | 1,1 |
| P/E | | 14,2 | 21,8 | 11 | 10,1 | 6,3 |

Nguồn: STB, SSI Research

Bảng 2: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

| | 30/6/2023 | 31/12/2022 | % YTD | 31/3/2023 | % QoQ |
|--|-----------|------------|-------|-----------|-------|
| Tổng tài sản | 622.178 | 591.994 | 5,1% | 596.694 | 4,3% |
| Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) | 460.471 | 438.628 | 5,0% | 448.469 | 2,7% |
| Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá) | 530.650 | 480.561 | 10,4% | 504.647 | 5,2% |
| NPL | 1,8% | 1,0% | | 1,2% | |
| LLC | 77,1% | 131,0% | | 103,8% | |
| Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn | 22,0% | 23,7% | | 25,0% | |
| LDR TT26 | 82%-83% | 83,7% | | 82,0% | |
| LDR thuần | 86,8% | 91,3% | | 88,9% | |
| CASA | 17,0% | 19,2% | | 17,4% | |

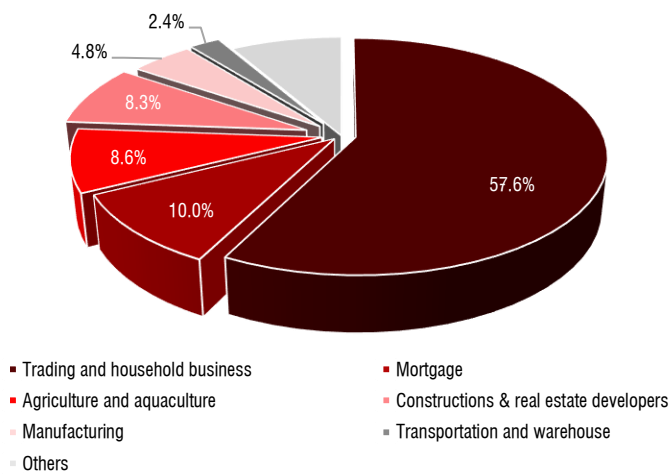
Nguồn: STB, SSI Research

Bảng 3: Các chỉ tiêu chính trong Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

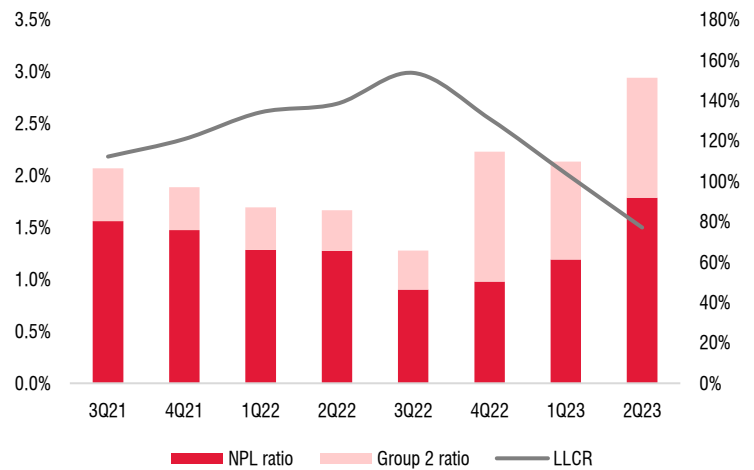
| Tỷ đồng | 2Q23 | 2Q22 | % YoY | 1H23 | 1H22 | % YoY |
|----------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần | 5.751 | 2.602 | 121,0% | 11.588 | 5.342 | 116,9% |
| Thu nhập thuần ngoài lãi | 986 | 3.527 | -72,0% | 1.950 | 5.913 | -67,0% |
| Tổng thu nhập hoạt động (TOI) | 6.737 | 6.129 | 9,9% | 13.538 | 11.254 | 20,3% |
| Chi phí hoạt động | 3.049 | 2.390 | 27,6% | 6.465 | 5.221 | 23,8% |
| CIR | 45,3% | 39,0% | | 47,8% | 46,4% | |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | 1.316 | 2.420 | -45,6% | 2.317 | 3.125 | -25,8% |
| Chi phí tín dụng | 1,20% | 2,30% | | 1,03% | 1,54% | |
| PBT | 2.373 | 1.319 | 79,9% | 4.755 | 2.908 | 63,5% |
| NIM | 4,12% | 2,12% | | 4,21% | 2,21% | |
| ROA | 1,26% | 0,58% | | 1,27% | 0,77% | |
| ROE | 18,70% | 9,02% | | 11,81% | 18,97% | |

Nguồn: STB, SSI Research

Tăng trưởng tín dụng tốt trong nửa đầu năm 2023. STB đạt mức tăng trưởng tín dụng là 5% so với đầu năm đạt 460,5 nghìn tỷ đồng, trong khi tăng trưởng tiền gửi là 10,4% so với đầu năm trong Q2/2023, LDR thuần giảm xuống mức 87% (so với 91% trong Q4/2022). Do nhu cầu tín dụng từ mảng bán lẻ suy yếu, **tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ mảng doanh nghiệp**, với mức tăng trưởng 8,4% so với đầu năm (đạt 201 nghìn tỷ đồng). Danh mục cho vay phân hóa, phần lớn là cho vay hoạt động thương mại và kinh doanh hộ gia đình (chiếm 57,6% danh mục cho vay ở mức 265 nghìn tỷ đồng, tăng 3,4% so với đầu năm), hoạt động sản xuất (22 nghìn tỷ đồng, tăng 14,7% so với đầu năm), xây dựng và bất động sản (38,3 nghìn tỷ đồng, tăng 19,4% so với đầu năm). Do nhu cầu tín dụng yếu, sự cạnh tranh giữa các NHTMCP sẽ gay gắt hơn trong nửa cuối năm 2023. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục hạ xuống để kích thích tăng trưởng tín dụng.

Biểu đồ 1: Cơ cấu dư nợ theo lĩnh vực

Nguồn: STB, SSI Research

Biểu đồ 2: Chất lượng tài sản

Nguồn: STB, SSI Research

Chất lượng tín dụng suy yếu trong khi việc xử lý các tài sản động vẫn diễn ra một cách thuận lợi.

- **Dư nợ hiện tại.** Nợ quá hạn tăng 41,6% so với quý trước đạt 13,5 nghìn tỷ đồng, trong đó nợ xấu và các khoản nợ Nhóm 2 lần lượt tăng 54% (lên mức 8,2 nghìn tỷ đồng) và 26% so với quý trước (lên mức 5,3 nghìn tỷ đồng). Hoạt động sản xuất, kinh doanh và hộ kinh doanh là nguyên nhân khiến nợ xấu gia tăng. Theo đó, tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng lên 0,65%, đây là mức cao nhất trong 3 năm qua, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống mức 77% trong Q2/2023 (so với 103,8% trong Q1/2023). Tổng dư nợ tái cơ cấu, theo TT 02 ở mức dưới 1 nghìn tỷ đồng (chiếm 0,22% tổng tín dụng) trong Q2/2023. Nếu chất lượng tài sản tiếp tục xấu đi, chúng tôi kỳ vọng số dư nợ tái cơ cấu sẽ tăng lên trong nửa cuối năm 2023.

Tại thời điểm cuối Q2/2023, dư nợ cho vay Bamboo Airways (BAV) là 3 nghìn tỷ đồng, chiếm 0,7% tổng tín dụng. Mặc dù đây là khoản vay có tài sản bảo đảm và BAV vẫn thực hiện nghĩa vụ trả nợ đúng hạn nhưng vẫn có một số lo ngại về việc tính hoạt động liên tục của BAV. Cụ thể, công ty ghi nhận khoản lỗ lũy kế khổng lồ là 17,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 so với khoản lỗ 2,3 nghìn tỷ đồng năm 2021. Ngoài ra, tổng tài sản cuối năm 2022 giảm mạnh 33% so với đầu năm xuống còn 18 nghìn tỷ đồng, trong khi vốn chủ sở hữu là -836 tỷ đồng mặc dù vốn góp là 18,5 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2022, các khoản phải trả của BAV lên tới 18,8 tỷ đồng, trong đó tổng nợ là 10,6 nghìn tỷ đồng. Ngày 19/8/2023, Thủ tướng Chính phủ đã giao cho các bộ ngành liên quan hỗ trợ tái cơ cấu BAV, theo đó ngân hàng trung ương dự kiến sẽ hỗ trợ BAV thu xếp vốn bằng cách tạo điều kiện cho một ngân hàng phù hợp tham gia với tư cách cổ đông. Chúng tôi đánh giá đây là trường hợp phức tạp và tiềm ẩn rủi ro tín dụng đối với STB nếu BAV thất bại trong việc tái cơ cấu.

- **Số dư ròng trái phiếu VAMC tiếp tục giảm.** Trong Q2/2023, STB đã trích lập 438 tỷ đồng trái phiếu VAMC, giảm số dư ròng xuống còn 4,4 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng cho biết 80% số tiền cần phải thu tương đương khoảng 2 nghìn tỷ đồng đang được phong tỏa trong tài khoản của VAMC mở tại STB. Do đó, nếu STB thu hồi được phần còn lại thì Ngân hàng sẽ ghi nhận một khoản hoàn nhập dự phòng trong nửa cuối năm 2023 (**Bảng 5**). Bên cạnh đó, Ngân hàng tiếp tục tổ chức đấu giá bán KCN Phong Phú lần thứ 6 với giá khởi điểm là 7,9 nghìn tỷ đồng trong tháng 8/2023. Thông tin chi tiết về thời hạn thanh toán được chia làm 3 giai đoạn như sau:

Bảng 4: Lộ trình thanh toán

| | % Số tiền phải thanh toán | Số tiền ước tính (tỷ đồng) |
|------------|---|----------------------------|
| 31/12/2023 | 20% | 1.586 |
| 31/12/2024 | 40% với lãi suất trả góp là lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng | 3.174 |
| 31/12/2025 | 40% với lãi suất trả góp là lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng | 3.174 |

Nguồn: STB, SSI Research

Với lộ trình thanh toán cụ thể, chúng tôi nhận thấy quyết tâm của ban lãnh đạo trong việc xử lý tài sản này trong năm 2023.

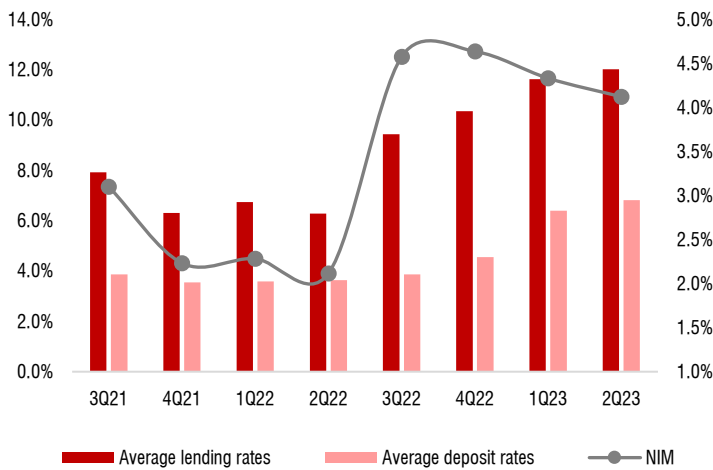
Về 590 triệu cổ phần đang bị phong tỏa trong trái phiếu VAMC, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng STB cần phải có hướng dẫn cụ thể từ NHNN về phương án giải quyết, vì số lượng cổ phần này chiếm hơn 30% quyền sở hữu của STB. Do đó, chúng tôi không đưa ra bất kỳ ước tính nào về khoản lợi nhuận bất thường có thể xảy ra liên quan đến việc chuyển giao số lượng cổ phần này vào mô hình định giá. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng, việc xử

Lý số lượng cổ phần có thể làm phát sinh một số vấn đề liên quan đến quản trị doanh nghiệp nếu quyền sở hữu số cổ phần này được phân bổ cho quá nhiều nhóm nhà đầu tư khác nhau.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng STB sẽ ưu tiên trích lập dự phòng hết trái phiếu VAMC trong nửa cuối năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rằng tỷ lệ hình thành nợ xấu đang gia tăng cùng với nợ Nhóm 2 là một nguyên nhân khác khiến cho nợ xấu sẽ tăng trong nửa cuối năm 2023.

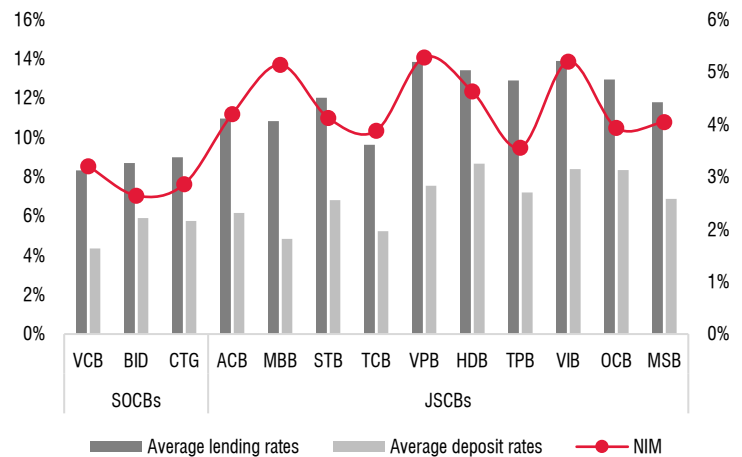
NIM thu hẹp sau khi đạt đỉnh. Mặc dù NIM vẫn tăng 200 điểm cơ bản svck đạt mức 4,12%, chúng tôi nhận thấy NIM đang có xu hướng giảm với -21 điểm cơ bản so với quý trước. Với mức tăng 40 điểm cơ bản so với quý trước đối với cả lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi bình quân, chúng tôi tin rằng sự suy giảm về chất lượng tài sản và CASA (-39 điểm cơ bản xuống mức 17%) là nguyên nhân chính khiến NIM giảm so với Q1/2023. Với thanh khoản dồi dào và việc cắt giảm lãi suất huy động, chúng tôi cho rằng NIM sẽ ổn định ở mức khoảng 4,1% trong nửa cuối năm 2023 mặc dù lãi suất cho vay có khả năng giảm để kích thích nhu cầu tín dụng.

Biểu đồ 3: NIM



Nguồn: STB, SSI Research

Biểu đồ 4: Hệ số NIM giữa các ngân hàng



Nguồn: Các Ngân hàng, SSI Research

Thu nhập ngoài lãi kém khả quan. NFI giảm 62,4% svck trong Q2/2023 đạt 654 tỷ đồng, chủ yếu do thiếu thu nhập bất thường và sự suy giảm thu nhập phí bancassurance. Nếu chúng tôi loại trừ các khoản thu nhập bất thường thì NFI giảm 34% svck (so với mức tăng bình quân 2% svck của các ngân hàng khác). Chúng tôi cho rằng giai đoạn thử thách đối với hoạt động bán bảo hiểm sẽ còn kéo dài khi các cơ quan chức năng tiếp tục giám sát chặt chẽ hoạt động này. Trong Q2/2023, STB tiếp tục áp dụng chiến dịch bán kèm dịch vụ và giảm phí để mở rộng tệp khách hàng lên hơn 16 triệu khách hàng (tăng 6,7% so với đầu năm). Ngoài ra, STB còn tích cực lắp đặt máy POS tại nhiều cửa hàng nhằm thúc đẩy thanh toán không dùng tiền mặt, đặc biệt là đối tượng khách hàng trẻ. Tuy nhiên, chiến dịch này hiện đang tốn nhiều chi phí hơn là doanh thu. Cụ thể, phí thanh toán và giao dịch giảm 36,3% svck đạt 263 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023. Hoạt động kinh doanh ngoại hối và chứng khoán ghi nhận mức tăng trưởng 8% svck đạt 266 tỷ đồng.

Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi duy trì ước tính LNTT là 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng 50% svck), nhưng điều chỉnh một số ước tính chính như sau:

| Chỉ tiêu | 2022 | 2023 cũ | 2023 mới | Diễn giải |
|---------------------------------|-------|---------|----------|---|
| Tăng trưởng tín dụng | 13,0% | 13,1% | 13,1% | Chúng tôi giữ kỳ vọng tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt là 13,1% và 14,1% trong năm 2023, giúp cho LDR thuần ổn định ở mức 90,4%. |
| Tăng trưởng tiền gửi | 7,2% | 14,1% | 14,1% | |
| LDR thuần | 91,3% | 90,4% | 90,4% | |
| NIM | 3,4% | 4,4% | 4,13% | Chúng tôi hạ dự báo NIM xuống mức 4,13% do chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm 2023. Ngoài ra chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản xấu đi nhanh hơn dự kiến – cũng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến NIM. |
| NFI (tỷ đồng) | 5.194 | 3.825 | 3.112 | Người tiêu dùng thiếu niềm tin vào bảo hiểm nhân thọ và sự giám sát chặt chẽ từ các cơ quan chức năng đã khiến hoạt động bancassurance chững lại. Do đó, chúng tôi điều chỉnh ước tính tăng trưởng phí bancassurance giảm 40% svck. Ngoài ra, phí thanh toán và giao dịch dự kiến sẽ yếu (giảm 4% svck) do nhu cầu tiêu dùng thấp. |
| Tăng trưởng NFI | 19,6% | - | -40,0% | |
| Tỷ lệ nợ xấu | 0,98% | 1,40% | 2% | |
| Chi phí dự phòng (tỷ đồng) (**) | 8.882 | 9.115 | 5.244 | Chúng tôi kỳ vọng rằng sự kết hợp giữa giảm giá và bổ sung tiền độ thanh toán sẽ giúp ngân hàng tìm được người mua phù hợp cho KCN Phong Phú, hỗ trợ STB trong việc trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC trong nửa cuối năm 2023 và giảm chi phí tín dụng xuống mức 1,1%. Tuy nhiên, chi phí tín dụng cốt lõi cho danh mục cho vay dự kiến sẽ vẫn ở mức cao là 0,7%, cao hơn mức 0,4% trước Covid nhưng thấp hơn một chút so với mức 0,88% trong giai đoạn Covid. |
| Xóa nợ (tỷ đồng) | 1.822 | 1.168 | 700 | |
| Chi phí tín dụng | 2,1% | 2,0% | 1,1% | |
| LLCR | 131% | 95,9% | 83,2% | |
| LNTT | 6.339 | 9.518 | 9.503 | |
| Tăng trưởng LNTT | 44,1% | 50,2% | 50% | |
| ROA | 0,91% | 1,2% | 1,2% | |
| ROE | 13,8% | 18,2% | 18,2% | |

Nguồn: STB, SSI Research

Bảng 5: Chi phí dự phòng

| Chỉ tiêu | Ước tính 2023 (tỷ đồng) | Diễn giải |
|--|-------------------------|---|
| Chi phí trích lập dự phòng tín dụng | 3.320 | |
| Chi phí trích lập dự phòng VAMC | 6.010 | |
| Hoàn nhập dự phòng từ thu hồi tài sản tồn đọng | (2.500) | Theo lộ trình thanh toán, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ nhận được 1,6 nghìn tỷ đồng từ việc bán KCN Phong Phú trong năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng STB sẽ có thể thu về 2,5 nghìn tỷ đồng từ tài sản tồn đọng trong nửa cuối năm. Theo đó, tổng hoàn nhập dự phòng dự kiến là 4,1 nghìn tỷ đồng. |
| Thu từ KCN Phong Phú | (1.586) | |
| Tổng chi phí dự phòng | 5.244 | |

Source: SSI Research

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ đạt 15,2 nghìn tỷ đồng LNTT (tăng 60% svck) nhờ NIM ổn định ở mức 4,12%, trong khi tăng trưởng tín dụng và tiền gửi dự kiến lần lượt đạt 13% và 13,4% so với đầu năm. Chất lượng tài sản được cải thiện, với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống mức 1,8% (so với 2% trong năm 2023) do quyết liệt

trong việc xử lý 1,4 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Tổng dự phòng ước tính khoảng 900 tỷ đồng (giảm 83% svck) do thu được 3,2 nghìn tỷ đồng từ việc bán KCN Phong Phú. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nhận được chấp thuận từ NHNN là điều kiện tiên quyết để STB giải quyết hơn 30% cổ phần phong tỏa tại VAMC. Vì thế, chúng tôi chưa đưa bất kỳ khoản lợi nhuận bất thường nào vào mô hình định giá.

Định giá

Với kỳ vọng STB sẽ hoàn tất việc trích lập dự phòng trái phiếu VAMC trong năm 2023, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024 và 2025 sẽ khả quan và ngân hàng sẽ có cơ hội hoàn thành kế hoạch tái cơ cấu sớm hơn so với tiến độ yêu cầu. Mặc dù STB duy trì tỷ lệ cho vay ngành bất động sản ở mức hợp lý và không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi vẫn lo ngại về chất lượng tín dụng của STB (trong đó có khoản đầu tư vào Bamboo Airways) trong ngắn hạn. Chúng tôi chia làm hai kịch bản khi định giá như sau:

Chúng tôi đưa toàn bộ số tiền từ việc bán KCN Phong Phú vào BVPS trong năm 2024, cụ thể:

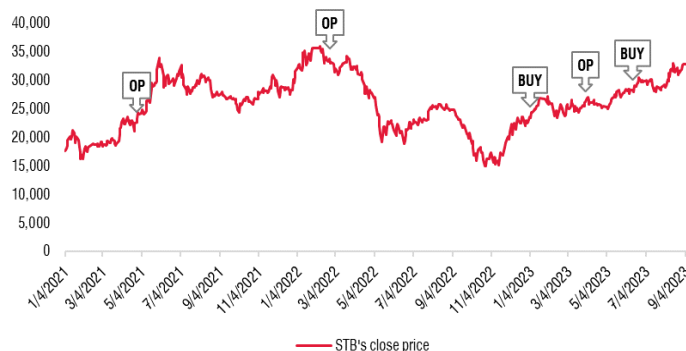
| Chỉ tiêu | Đồng |
|--------------------------|--------|
| BVPS năm 2024 | 29.224 |
| Số tiền điều chỉnh | 3.349 |
| BVPS điều chỉnh năm 2024 | 32.321 |

Chúng tôi khấu trừ tác động từ dư nợ BAV vào BVPS như sau:

| | Diễn giải | Khấu trừ (VND) | BVPS (VND) | P/B mục tiêu | Giá mục tiêu |
|-------------------|---|----------------|---------------|--------------|---------------|
| Kịch bản 1 | Khả năng trả nợ của BAV suy giảm với tổng dư nợ là 3 nghìn tỷ đồng | 1.591 | 30.730 | 1,3x | 39.948 |
| Kịch bản 2 | Khả năng trả nợ của BAV suy giảm với tổng dư nợ là 10 nghìn tỷ đồng | 5.304 | 27.016 | 1,3x | 35.121 |
| | Giá mục tiêu | | 28.873 | 1,3x | 37.500 |

Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2024 với P/B mục tiêu là 1,3x và đưa ra mức giá mục tiêu là **37.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng tiềm năng tăng giá là 14,7%. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống **Khả quan** đối với cổ phiếu STB.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: 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 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Bảng cân đối kế toán | | | | | |
| + Tiền mặt, vàng bạc, đá quý | 7.678.553 | 8.222.365 | 7.849.898 | 10.297.928 | 11.555.421 |
| + Tiền gửi tại NHNN | 10.052.590 | 12.169.867 | 12.286.117 | 11.871.001 | 14.580.686 |
| + Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác | 18.397.370 | 8.353.579 | 25.293.585 | 33.405.776 | 40.513.388 |
| + 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 | 487.702.469 | 549.507.204 |
| + Chứng khoán đầu tư | 75.156.127 | 69.746.137 | 68.800.687 | 86.523.493 | 106.296.949 |
| + 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 |
| Tổng tài sản | 492.516.029 | 521.196.331 | 591.907.695 | 676.753.640 | 770.983.421 |
| + Các khoản nợ NHNN | 143.528 | 522.745 | 9.901.209 | 11.237.872 | 12.698.796 |
| + Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác | 7.880.006 | 15.229.099 | 28.430.448 | 35.538.060 | 42.645.672 |
| + Tiền gửi của khách hàng | 427.971.850 | 427.386.772 | 454.740.496 | 516.130.463 | 583.227.423 |
| + 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 | 38.822.891 |
| Tổng nợ phải trả | 463.559.787 | 486.934.994 | 553.280.699 | 631.875.035 | 716.365.080 |
| + 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 | 5.325.608 | 7.090.935 |
| + 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 | 18.951.415 | 26.925.825 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 28.956.242 | 34.261.337 | 38.626.996 | 44.878.605 | 54.618.341 |
| Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - |
| Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số | 492.516.029 | 521.196.331 | 591.907.695 | 676.753.640 | 770.983.421 |
| Tăng trưởng | | | | | |
| Huy động | 6,8% | -0,1% | 6,4% | 13,5% | 13,0% |
| Tín dụng | 14,9% | 14,0% | 13,1% | 13,1% | 13,0% |
| Tổng tài sản | 8,6% | 5,8% | 13,6% | 14,3% | 13,9% |
| Vốn chủ sở hữu | 8,3% | 18,3% | 12,7% | 16,2% | 21,7% |
| Thu nhập lãi thuần | 25,6% | 3,8% | 43,3% | 35,6% | 14,4% |
| Thu nhập từ hoạt động kinh doanh | 18,0% | 2,5% | 47,7% | 7,0% | 12,8% |
| Chi phí hoạt động | 17,6% | -10,5% | 12,0% | 21,0% | 16,7% |
| Lợi nhuận trước thuế | 3,8% | 31,8% | 44,1% | 49,9% | 60,1% |
| Lợi nhuận sau thuế | 9,3% | 27,2% | 47,8% | 50,8% | 60,1% |
| Định giá | | | | | |
| P/E | 14,2 | 21,8 | 11 | 10,1 | 6,3 |
| P/B | 1,05 | 1,73 | 1,15 | 1,37 | 1,13 |
| BVPS (VND) | 16.054 | 18.174 | 20.489 | 23.806 | 28.972 |

Nguồn: STB, SSI ước tính

| Triệu đồng | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Báo cáo kết quả kinh doanh | | | | | |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 33.587.667 | 29.690.736 | 37.390.848 | 57.667.269 | 59.025.433 |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự | -22.061.113 | -17.726.249 | -20.243.714 | -34.421.615 | -32.431.467 |
| Thu nhập lãi thuần | 11.526.554 | 11.964.487 | 17.147.134 | 23.245.654 | 26.593.966 |
| Thu nhập từ hoạt động dịch vụ | 5.476.812 | 6.430.648 | 8.329.935 | 6.351.840 | 6.669.432 |
| Chi phí hoạt động dịch vụ | -1.732.797 | -2.088.129 | -3.135.855 | -3.239.438 | -3.334.716 |
| Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ | 3.744.015 | 4.342.519 | 5.194.080 | 3.112.401 | 3.334.716 |
| Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng | 809.739 | 737.093 | 1.062.244 | 1.200.336 | 1.080.302 |
| Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh | - | - | - | - | - |
| Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư | 94.043 | 163.664 | -19.983 | 135.068 | 141.821 |
| Lãi/lỗ thuần khác | 1.123.732 | 457.106 | 2.745.349 | 252.323 | 367.850 |
| Lãi/lỗ thuần từ hoạt động đầu tư liên doanh liên kết | -27.214 | 39.448 | 12.466 | 13.713 | 15.084 |
| TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH | 17.270.869 | 17.704.317 | 26.141.290 | 27.959.495 | 31.533.739 |
| Tổng chi phí hoạt động | -10.894.615 | -9.749.916 | -10.920.717 | -13.212.198 | -15.418.956 |
| Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng | 6.376.254 | 7.954.401 | 15.220.573 | 14.747.297 | 16.114.783 |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | -3.036.974 | -3.554.375 | -8.881.501 | -5.243.989 | -896.444 |
| LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ | 3.339.280 | 4.400.026 | 6.339.072 | 9.503.308 | 15.218.338 |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp | -657.299 | -988.530 | -1.298.377 | -1.900.662 | -3.043.668 |
| LỢI NHUẬN SAU THUẾ | 2.681.981 | 3.411.496 | 5.040.695 | 7.602.646 | 12.174.671 |
| Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - |
| LỢI NHUẬN RÒNG | 2.681.981 | 3.411.496 | 5.040.695 | 7.602.646 | 12.174.671 |
| EPS (đồng) | 1.190 | 1.448 | 2.139 | 3.226 | 5.166 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - | - | - |
| Nhu cầu vốn | | | | | |
| 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% | 7,1% |
| Vốn CSH/Cho vay khách hàng | 8,5% | 8,8% | 8,8% | 9,0% | 9,7% |
| Chất lượng tài sản | | | | | |
| Tỷ lệ nợ xấu | 1,7% | 1,5% | 1,0% | 2,0% | 1,8% |
| Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu | 93,7% | 118,6% | 131,0% | 83,2% | 108,2% |
| Hệ số về quản lý | | | | | |
| Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR | 63,1% | 55,1% | 41,8% | 47,3% | 48,9% |
| Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD | 926 | 949 | 1.418 | 1.517 | 1.710 |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên | 179 | 236 | 344 | 515 | 825 |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên | 31.231 | 32.015 | 47.272 | 50.560 | 57.023 |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD | 6.038 | 7.957 | 11.463 | 17.185 | 27.520 |
| Lợi nhuận | | | | | |
| Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM | 3,0% | 2,7% | 3,4% | 4,1% | 4,1% |
| Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD | 33,3% | 32,4% | 34,4% | 16,9% | 15,7% |
| ROA - trung bình | 0,6% | 0,7% | 0,9% | 1,2% | 1,7% |
| ROE - trung bình | 9,6% | 10,8% | 13,8% | 18,2% | 24,5% |
| Thanh khoản | | | | | |
| Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR | 77,5% | 86,5% | 91,3% | 90,4% | 90,1% |

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.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

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

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

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

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

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

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043