

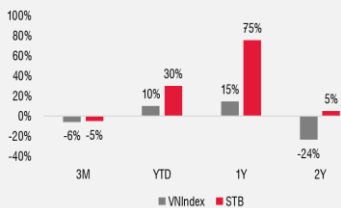
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín (STB: HOSE)

Ngày báo cáo: 22/11/2023
NGÂN HÀNG: 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: **34.000 Đồng**
Giá CP ngày 21/11/2023: 29.300 Đồng
% Tăng giá: **+16%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 2.263
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 55.049
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 1.885
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 20.727.155
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 33,7/16,6
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 638,3
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 24,14
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.

Câu chuyện được cải biên: Tăng trưởng lợi nhuận vẫn khả quan

Việc STB có dự định trở thành cổ đông của Bamboo Airways (OTC: BAV), hãng hàng không đang trong quá trình tái cơ cấu, làm dấy lên một số lo ngại về mặt quản trị doanh nghiệp khi mà ngân hàng vẫn chưa hoàn thành xong đề án cơ cấu của mình. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin rằng STB hoàn toàn có thể kết thúc đề án tái cơ cấu trước thời hạn đề ra, cụ thể là trước năm 2025. Điều này sẽ giúp ngân hàng giải quyết được 590 triệu cổ phiếu đang bị phong tỏa tại VAMC. Mặc dù chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STB, nhưng chúng tôi hạ giá mục tiêu 1 năm xuống còn **34.000 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 16%). Việc giảm 9,3% giá mục tiêu so với báo cáo trước đó của chúng tôi nhằm phản ánh rủi ro quản trị doanh nghiệp cũng như điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2024.

Trong Q3/2023, STB ghi nhận lợi nhuận trước thuế là 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng 36% svck), thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do NIM giảm mạnh (-78 điểm cơ bản so với quý trước hay -123 điểm cơ bản svck) và thu nhập ngoài lãi suy giảm (giảm 16,8% svck). Dự phòng tín dụng giảm 66% svck do chi phí trích lập dự phòng trái phiếu VAMC trong Q3/2023 ít hơn dự kiến, chỉ ở mức 500 tỷ đồng. Như vậy, số dư trái phiếu VAMC tại Q3/2023 là 3,9 nghìn tỷ đồng. Kết thúc Q3/2023, tăng trưởng tín dụng đạt 7,6% so với đầu năm, trong khi tăng trưởng huy động đạt 11,3% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,2% trong Q3/2023 (so với mức 1,8% trong Q2/2023).

Cho năm 2023, chúng tôi duy trì dự báo LNTT là 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng 50% svck), mặc dù điều chỉnh một số giả định sau:

- Dự phòng trái phiếu VAMC giảm xuống còn 3,1 nghìn tỷ đồng so với ước tính trước đây là 6 nghìn tỷ đồng;
- Không ghi nhận khoản nợ thu được từ trái phiếu VAMC trong năm 2023 (khoản tiền này chỉ được ghi nhận khi được thu đầy đủ hoặc hoàn tất trích lập dự phòng) và không ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng từ việc bán Khu công nghiệp Phong Phú;
- NIM giảm 13 điểm cơ bản so với ước tính trước đây xuống còn 4%, do tác động từ các khoản tiền gửi lãi suất cao kéo dài hơn dự kiến;
- Thu nhập phí ròng giảm 5,4% so với ước tính trước đây xuống 2,9 nghìn tỷ đồng do thu nhập hoạt động bancassurance giảm; và
- Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt hơn (-3% so với ước tính trước đây).

Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng LNTT sẽ đạt 12,7 nghìn tỷ đồng (tăng 33,5% svck), thấp hơn 16,6% so với ước tính trước đây của chúng tôi:

- Chúng tôi kỳ vọng Khu công nghiệp Phong Phú sẽ được bán trong năm 2024 thay vì năm 2023, giúp STB hoàn nhập khoản dự phòng 1,6 nghìn tỷ đồng (như trong Bảng 5) thay vì 3,2 nghìn tỷ đồng như dự kiến trước đó;
- Chúng tôi cũng ghi nhận khoản dự phòng 2,9 nghìn tỷ đồng cho trái phiếu VAMC và khoản nợ VAMC được ngân hàng thu hồi là 2 nghìn tỷ đồng cho năm 2024; và
- NIM giảm 2 điểm cơ bản so với dự báo trước đó xuống mức 4,10%.

Quan điểm ngắn hạn: Chúng tôi ước tính LNTT Q4/2023 sẽ đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng 40,5% svck) do NIM phục hồi và dự phòng tín dụng giảm so với Q4/2022.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Nhu cầu tín dụng cao hơn dự kiến; và
- NIM phục hồi mạnh.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Kế hoạch tái cơ cấu kéo dài hơn dự kiến; và
- Tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến.

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính

	Đơn vị	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	17.271	17.704	26.141	27.033	31.218
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	3.339	4.400	6.339	9.509	12.696
Tăng trưởng LNTT	%	3,8%	31,8%	44,1%	50,0%	33,5%
Tăng trưởng tín dụng	%	14,9%	14,0%	13,0%	11,0%	12,5%
Tăng trưởng huy động	%	7,0%	2,1%	7,2%	13,2%	12,9%
LDR thuần	%	77,5%	86,5%	91,3%	89,5%	89,2%
NIM	%	3,0%	2,7%	3,4%	4,0%	4,1%
CIR	%	63,1%	55,1%	41,8%	47,5%	47,2%
NPL	%	1,7%	1,5%	1,0%	2,2%	2,0%
LLCR	%	93,7%	118,6%	131,0%	63,5%	82,9%
ROE	%	9,6%	10,8%	13,8%	18,2%	20,8%
ROA	%	0,6%	0,7%	0,9%	1,2%	1,4%
BVPS	VND	16.054	18.174	20.489	23.807	28.117
EPS	VND	1.190	1.448	2.139	3.228	4.310
P/B		1,1	1,7	1,1	1,3	1,1
P/E		14,2	21,8	11	9,3	7,0

Nguồn: STB, SSI Research

Bảng 2: Các chỉ tiêu chính trong Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

	Đơn vị	3Q23	3Q22	% YoY	9T23	9T22	% YoY
Thu nhập lãi thuần	Tỷ đồng	4.851	5.762	-15,8%	16.439	11.104	48,1%
Thu nhập thuần ngoài lãi	Tỷ đồng	1.076	1.292	-16,8%	3.025	7.205	-58,0%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	Tỷ đồng	5.927	7.054	-16,0%	19.465	18.309	6,3%
Chi phí hoạt động	Tỷ đồng	3.015	3.097	-2,7%	9.480	8.319	14,0%
CIR	%	50,9%	43,9%		48,7%	45,4%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	Tỷ đồng	827	2.425	-65,9%	3.144	5.550	-43,4%
Chi phí tín dụng	%	0,70%	2,30%		0,92%	1,83%	
PBT	Tỷ đồng	2.085	1.532	36,1%	6.840	4.440	54,1%
NIM	%	3,34%	4,58%		3,91%	3,01%	
ROA	%	1,0%	0,9%		1,2%	0,8%	
ROE	%	15,3%	13,3%		17,7%	12,3%	

Nguồn: STB, SSI Research

Bảng 3: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

	Đơn vị	30/9/2023	31/12/2022	% YTD	30/06/2023	% QoQ
Tổng tài sản	Tỷ đồng	651.288	591.994	10,0%	622.178	4,7%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	Tỷ đồng	472.073	438.628	7,6%	460.471	2,5%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	Tỷ đồng	534.932	480.561	11,3%	530.650	0,8%
Tỷ lệ nợ xấu	%	2,20%	0,98%		1,80%	
LLC	%	64,2%	131,0%		77,1%	
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	%	23,0%	27,2%		22,0%	
LDR TT26	%	83%	83,7%		82%	
LDR thuần	%	88,2%	91,3%		86,8%	
CASA	%	17,3%	19,2%		17,0%	

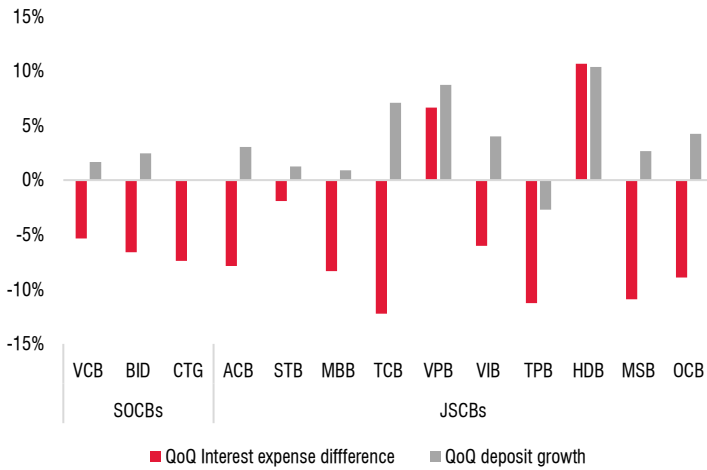
Nguồn: STB, SSI Research

NIM giảm nhiều hơn kỳ vọng. Ngân hàng đã thực hiện tối ưu hóa tài sản với tỷ lệ LDR cải thiện so với quý trước đạt 83% và nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn tăng nhẹ lên 23% so với quý 2 2023. Tuy nhiên, điều này không thể giúp NIM phục hồi trong Q3/2023. Cụ thể, NIM giảm 78 điểm cơ bản so với quý trước xuống mức 3,34% trong Q3/2023 do một số nguyên nhân như sau:

- **Thu nhập lãi giảm 7% so với quý trước.** Chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản suy giảm và lãi suất cho vay giảm đã làm hụt đi một lượng thu nhập lãi nhất định trong Q3/2023. Trong Q3/2023, STB đã chào mức lãi suất cho vay ưu đãi đối với các khoản vay vốn lưu động, từ 5,5% - 6,0% cho doanh nghiệp và từ 7,0% - 7,5% cho bán lẻ. Tuy nhiên, khách hàng phải sử dụng các dịch vụ của STB như mở tài khoản thanh toán và các dịch vụ liên quan (SMS, tiền gửi...), mở thẻ tín dụng để được hưởng lợi từ chương trình này. Chúng tôi quan sát thấy các mức lãi suất hấp dẫn này thường kéo dài trong khoảng thời gian 3 tháng trước khi quay lại mức lãi suất bình thường giao động trong khoảng 11,5% - 12,5%.
- **Chi phí lãi gây áp lực lên NIM.** Chúng tôi nhận thấy tiền gửi của khách hàng trong thời kỳ lãi suất cao đang là gánh nặng đối với chi phí lãi trong Q3/2023 (chi tiết ở Biểu đồ 1). Tính trung bình, chi phí lãi giảm 1,9% so với quý trước, thấp hơn so với mức giảm 5,4% của các ngân hàng mà chúng tôi đang nghiên cứu. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính 56,8% tiền gửi của khách hàng, tương đương 288,5 nghìn tỷ đồng, sẽ được huy động lại với mức lãi suất thấp hơn (kỳ hạn 6 tháng là 4,8% và kỳ hạn 12 tháng là 5,6%) trong Q4/2023, từ đó tạo điều kiện thuận lợi cho NIM phục hồi.

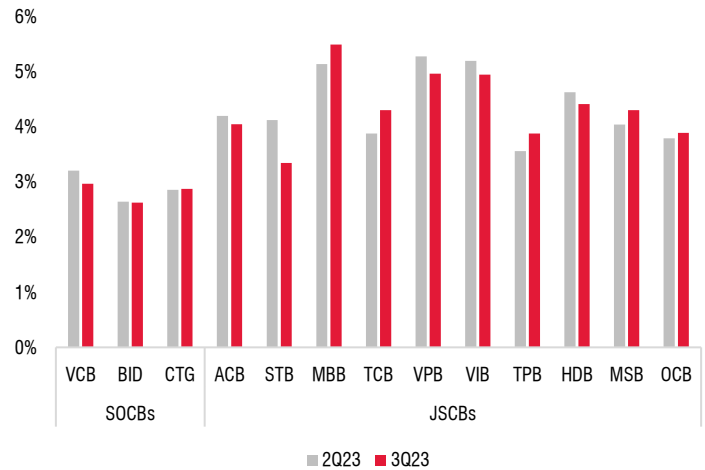
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng NIM giảm mạnh trong Q3/2023 chỉ là tạm thời và sẽ phục hồi trong Q4/2023 do tiền gửi lãi suất cao của khách hàng sẽ đáo hạn và được huy động lại với mức lãi suất thấp hơn, trong khi lãi suất cho vay của một số khoản vay có thể sẽ quay trở lại mức lãi suất bình thường sau khi hết thời gian ưu đãi. Chúng tôi ước tính NIM trong Q4/2023 có thể đạt 4,12%, tương đương với Q2/2023.

Biểu đồ 1: Chi phí lãi từ tiền gửi của khách hàng



Nguồn: các ngân hàng, SSI Research

Biểu đồ 2: NIM của các ngân hàng

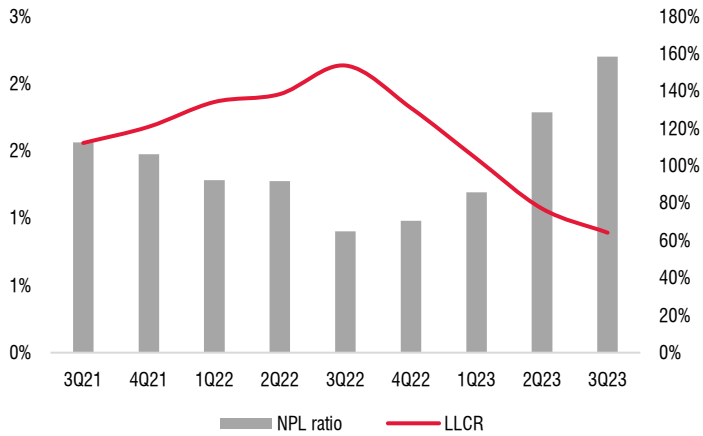


Nguồn: các ngân hàng, SSI Research

Nợ xấu tăng nhanh trong khi việc xử lý các tài sản tồn đọng không đạt được như kỳ vọng. Nợ Nhóm 2 và nợ xấu lần lượt là 3,4 nghìn tỷ đồng (giảm 37% so với quý trước) và 10,4 nghìn tỷ đồng (tăng 26,3% so với quý trước). Các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh và kinh doanh hộ gia đình là nguyên nhân khiến nợ xấu gia tăng. Chúng tôi cho rằng hầu hết các khoản giảm của nợ Nhóm 2 đã bị chuyển sang nợ xấu trong Q3/2023. Tuy nhiên, tỷ lệ hình thành nợ xấu đã giảm xuống mức 0,47% trong Q3/2023 sau khi đạt đỉnh 0,65% trong Q2/2023. Tổng dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 ước tính dưới 1% tổng tín dụng trong Q3/2023. Sang Q4/2023, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng phục hồi nhẹ và việc xử lý nợ xấu trong giai đoạn cuối năm sẽ giúp ngân hàng ổn định tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,2% trong cả năm 2023.

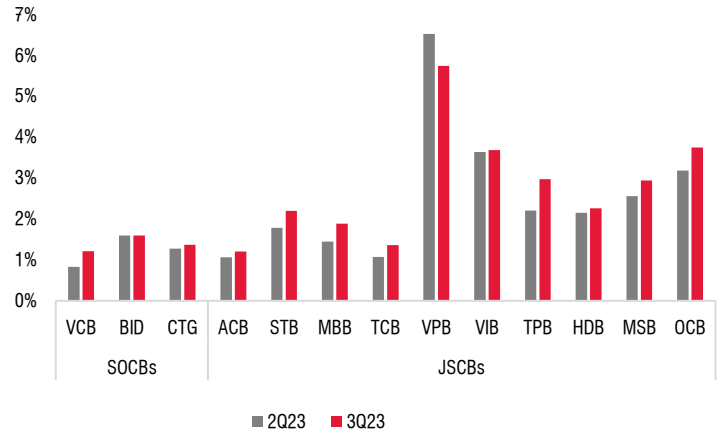
Chúng tôi ước tính khoảng 500 tỷ đồng chi phí trích lập dự phòng trái phiếu VAMC đã được thực hiện trong Q3/2023, theo đó, cần khoảng 3,9 nghìn tỷ đồng chi phí dự phòng nữa để hoàn tất quá trình xử lý trái phiếu VAMC. Theo Thông tư 06/VBHN-NHNN, việc trích lập dự phòng cụ thể hàng năm cho trái phiếu VAMC phụ thuộc vào việc thu hồi các khoản nợ tồn đọng và dự phòng lũy kế của VAMC. Do đó, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ trích lập thêm khoảng 1 nghìn tỷ đồng dự phòng nữa cho trái phiếu VAMC trong Q4/2023.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu và LLCR



Nguồn: các ngân hàng, SSI Research

Biểu đồ 4: Tỷ lệ nợ xấu giữa các ngân hàng



Nguồn: các ngân hàng, SSI Research

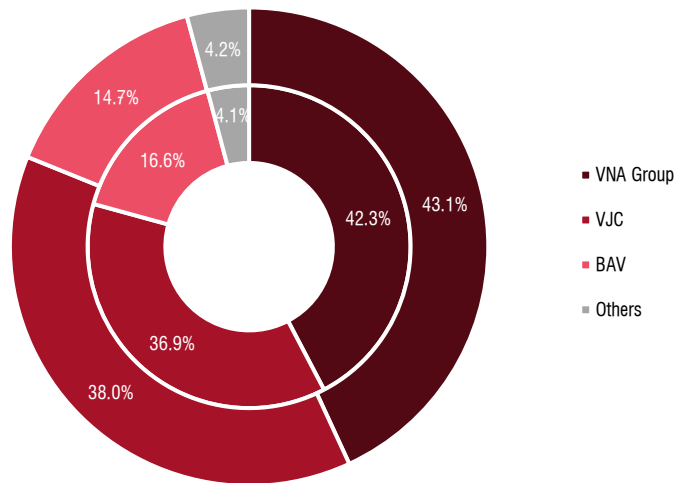
Cập nhật về tình hình hoạt động Bamboo Airways: Trong tháng 10 và 11/2023, Bamboo Airways đã cơ cấu lại một số đường bay quốc tế thiếu hiệu quả để tiết giảm bớt chi phí. Do đó, Bamboo Airways (BAV) đang điều chỉnh lại số lượng tàu bay (xem bảng 4), đồng thời cải tổ lại số lượng tiếp viên và phi công, điều này thể hiện nỗ lực của hãng hàng không trong việc tái cơ cấu hoạt động kinh doanh. Tính đến ngày 13/11/2023, BAV có 14 máy bay, trong đó 9 chiếc đang hoạt động.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng BAV cần thêm nhiều sự hỗ trợ để duy trì hoạt động kinh doanh trong bối cảnh nhu cầu du lịch khá trầm lắng. Theo ngân hàng, các khoản vay của BAV vẫn được phân loại vào nhóm 1 và không trích lập dự phòng cụ thể trong Q3/2023, nhưng chúng tôi cho rằng các khoản vay này vẫn tiềm ẩn rủi ro tín dụng cho STB trong ngắn hạn. Ngoài ra, chúng tôi cũng lo ngại về việc STB có thể sẽ phải hỗ trợ BAV thêm về tài chính nếu ngân hàng được chấp thuận trở thành cổ đông của BAV trong tương lai.

Bảng 4: Đội bay của Bamboo Airways (cập nhật tại ngày 13/11/2023)

Loại máy bay	Ngày 13/11/2023		Không còn hoạt động	Tổng cộng
	Đang hoạt động	Không hoạt động		
Airbus A319	-	-	1	1
Airbus A320	3	4	12	19
Airbus A321	4	-	6	10
Boeing 787 Dreamliner	-	-	3	3
Embraer ERJ-190	2	1	7	10
Tổng cộng	9	5	29	43

Nguồn: SSI Research

Biểu đồ 5: Thị phần nội địa của các hãng hàng không trong 10T2023 so với năm 2022

Nguồn: CAAV, SSI Research

Ước tính lợi nhuận

Cho năm 2023, chúng tôi duy trì dự báo LNTT là 9,5 nghìn tỷ đồng (tăng 50% svck), mặc dù điều chỉnh một số giả định sau:

- Dự phòng trái phiếu VAMC giảm xuống còn 3,1 nghìn tỷ đồng so với ước tính trước đây là 6 nghìn tỷ đồng;
- Không ghi nhận khoản nợ thu được từ trái phiếu VAMC trong năm 2023 (khoản tiền này chỉ được ghi nhận khi được thu đầy đủ hoặc hoàn tất trích lập dự phòng) và không ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng từ việc bán Khu công nghiệp Phong Phú;
- NIM giảm 13 điểm cơ bản so với ước tính trước đây xuống còn 4%, do tác động từ các khoản tiền gửi lãi suất cao kéo dài hơn dự kiến;
- Thu nhập phí ròng giảm 5,4% so với ước tính trước đây xuống 2,9 nghìn tỷ đồng do thu nhập hoạt động bancassurance giảm; và
- Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt hơn (-3% so với ước tính trước đây).

Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng LNTT sẽ đạt 12,7 nghìn tỷ đồng (tăng 33,5% svck), thấp hơn 16,6% so với ước tính trước đây của chúng tôi:

- Chúng tôi kỳ vọng Khu công nghiệp Phong Phú sẽ được bán trong năm 2024 thay vì năm 2023, giúp STB hoàn nhập khoản dự phòng 1,6 nghìn tỷ đồng (như trong Bảng 5) thay vì 3,2 nghìn tỷ đồng như dự kiến trước đó;
- Chúng tôi cũng ghi nhận khoản dự phòng 2,9 nghìn tỷ đồng cho trái phiếu VAMC và khoản nợ VAMC được ngân hàng thu hồi là 2 nghìn tỷ đồng cho năm 2024; và

- NIM giảm 2 điểm cơ bản so với dự báo trước đó xuống mức 4,10%.

Chỉ tiêu	2022	2023 cũ	2023 mới	2024 cũ	2024 mới	Diễn giải
Tăng trưởng tín dụng (% YTD)	13,0%	13,1%	11,0%	13,0%	12,5%	Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng tín dụng xuống 11% so với đầu năm 2023 do nhu cầu tín dụng yếu, trong khi tăng trưởng huy động dự kiến là 13,2% so với đầu năm để đạt LDR thuần là 89,5% trong năm 2023. Bước sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước và quốc tế sẽ dần phục hồi giúp cải thiện nhu cầu tín dụng của STB (12,5% so với đầu năm), trong khi LDR thuần được duy trì ở mức 89%.
Tăng trưởng tiền gửi (% YTD)	7,2%	14,1%	13,2%	13,4%	12,9%	
LDR thuần (%)	91,3%	90,4%	89,5%	90,1%	89,2%	
Nợ xấu (tỷ đồng)	4.299	9.919	10.711	10.088	10.955	
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0,98%	2,00%	2,20%	1,80%	2,00%	
Chi phí tín dụng (%)	2,15%	1,12%	1,01%	0,26%	0,73%	Tăng trưởng tín dụng tăng nhẹ và xử lý nợ xấu trong Q4/2023 sẽ giúp STB duy trì tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,2% cho cả năm 2023 (so với 2% như dự báo trước đó). Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền của các doanh nghiệp bán buôn và bán lẻ sẽ được cải thiện khi nhu cầu trong nước và toàn cầu phục hồi dần trong năm 2024. Vì vậy, tỷ lệ nợ xấu sẽ cải thiện và giảm xuống mức 2% trong năm 2024, trong khi chi phí tín dụng giảm xuống 0,73% trong năm 2024 (so với 1,01% trong năm 2023) vì khoản hoàn nhập dự phòng 1,6 nghìn tỷ đồng có thể sẽ được ghi nhận nếu STB bán thành công Khu công nghiệp Phong Phú trong năm 2024 (như trong Bảng 5).
LLCR (%)	131,0%	83,2%	63,5%	110,4%	82,9%	NIM giảm trong Q3/23 chỉ tạm thời và sẽ phục hồi trong Q4/2023 do tiền gửi của khách hàng sẽ được huy động lại với mức lãi suất thấp hơn và lãi suất cho vay của một số khoản vay ưu đãi sẽ trở lại mức bình thường. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ đạt 4% trong năm 2023. Lãi suất huy động giảm, dự kiến sẽ được phản ánh đầy đủ vào chi phí vốn trong năm 2024 và hỗ trợ NIM phục hồi 10 điểm cơ bản lên mức 4,1%.
NIM (%)	3,43%	4,13%	4,00%	4,12%	4,10%	
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8.994	4.714	4.455	4.989	4.868	Không có khoản thu nhập bất thường từ bancassurance và bán tài sản cố định, thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ giảm 50,5% svck trong khi thu nhập phí dịch vụ có thể giảm mạnh 43,3% svck trong năm 2023. Với mức nền thấp trong năm 2023, chúng tôi cho rằng thu nhập phí dịch vụ sẽ tăng nhẹ 7,1% svck trong năm 2024.
Tăng trưởng thu nhập ròng ngoài lãi (% svck)	56,7%	-47,6%	-50,5%	5,8%	7,1%	
Tăng trưởng NFI (% svck)	19,6%	-40,1%	-43,3%	7,1%	7,1%	
LNTT (tỷ đồng)	9.509	9.503	12.792	14.773	17.532	
Tăng trưởng LNTT (% svck)	44,1%	50,0%	50,0%	55,5%	33,5%	
BVPS (VND)	20.489	23.806	23.807	28.821	28.150	
EPS (VND)	2.139	3.226	3.228	5.015	4.343	
ROA (%)	0,9%	1,20%	1,21%	1,63%	1,43%	
ROE (%)	13,8%	18,21%	18,2%	23,82%	20,9%	

Nguồn: STB, SSI Research

Bảng 5: Lộ trình thanh toán KCN Phong Phú

Lộ trình	% Số tiền phải thanh toán	Số tiền ước tính (tỷ đồng)
31/12/2024	20%	1.586
31/12/2025	40% với lãi suất trả góp là lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng	3.174
31/12/2026	40% với lãi suất trả góp là lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng	3.174

Nguồn: STB, SSI Research

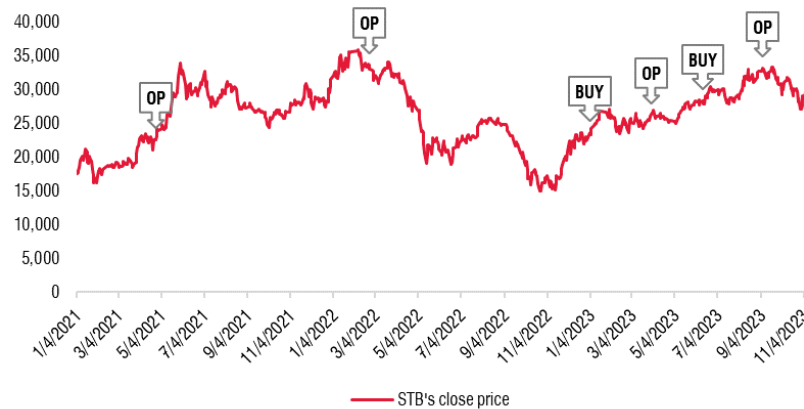
Định giá

Chúng tôi sẽ phản ánh toàn bộ phần thu được từ việc bán KCN Phong Phú cũng như chiết khấu khoản dư nợ của BAV (3 nghìn tỷ đồng) vào BVPS của năm 2024. Chi tiết như sau:

Chỉ tiêu	Đồng
BVPS năm 2024	28.117
Tác động từ khoản thu KCN Phong Phú	3.352
Tác động của BAV	(1.591)
BVPS điều chỉnh	2.878
P/B mục tiêu	1,14x
Giá mục tiêu 1 năm	34.000

Chúng tôi cho rằng dòng tiền hoạt động của BAV sẽ bị suy yếu khi hãng hàng không này đang cơ cấu lại hoạt động kinh doanh, điều này sẽ tiềm ẩn rủi ro tín dụng đối với STB trong thời gian tới. Ngoài ra, việc STB có dự định trở thành cổ đông của BAV cũng làm dấy lên một số lo ngại về mặt quản trị doanh nghiệp khi mà ngân hàng vẫn chưa hoàn thành xong quá trình cơ cấu của mình. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng STB vẫn có khả năng hoàn thành để án tái cơ cấu trước hạn và tạo điều kiện giúp cho ngân hàng này xử lý 590 triệu cổ phiếu STB tại VAMC. Mặc dù chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STB, nhưng điều chỉnh giảm 9,3% giá mục tiêu 1 năm xuống còn **34.000 đồng/cổ phiếu** – khi chúng tôi áp dụng mức P/B chiết khấu là 1,14x để phản ánh rủi ro quản trị doanh nghiệp và việc giảm dự báo lợi nhuận cho 2024.

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	8.053.457	11.109.708
+ Tiền gửi tại NHNN	10.052.590	12.169.867	12.286.117	13.821.882	18.416.990
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	18.397.370	8.353.579	25.293.585	40.939.845	49.127.814
+ Chứng khoán kinh doanh	-	-	-	3.000.000	1.500.000
+ 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	480.071.341	538.654.391
+ Chứng khoán đầu tư	75.156.127	69.746.137	68.800.687	75.730.801	88.337.258
+ 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	7.170.293	6.811.778
+ Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
+ Tài sản khác	37.355.604	33.219.052	36.830.826	38.672.367	43.313.051
Tổng tài sản	492.516.029	521.196.331	591.907.695	667.651.440	757.462.446
+ Các khoản nợ NHNN	143.528	522.745	9.901.209	161.469	181.653
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	7.880.006	15.229.099	28.430.448	34.116.538	40.939.845
+ Tiền gửi của khách hàng	427.971.850	427.386.772	454.740.496	511.583.058	575.530.940
+ 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	44.392.923	48.832.215
Tổng nợ phải trả	463.559.787	486.934.994	553.280.699	622.769.208	704.454.950
+ 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	5.326.265	6.798.969
+ 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	18.954.385	25.606.944
Tổng vốn chủ sở hữu	28.956.242	34.261.337	38.626.996	44.882.232	53.007.495
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	667.651.440	757.462.446
Tăng trưởng					
Huy động	6,8%	-0,1%	6,4%	12,5%	12,5%
Tín dụng	14,9%	14,0%	13,1%	11,0%	12,5%
Tổng tài sản	8,6%	5,8%	13,6%	12,8%	13,5%
Vốn chủ sở hữu	8,3%	18,3%	12,7%	16,2%	18,1%
Thu nhập lãi thuần	25,6%	3,8%	43,3%	31,7%	17,1%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	18,0%	2,5%	47,7%	3,4%	15,5%
Chi phí hoạt động	17,6%	-10,5%	12,0%	17,5%	14,7%
Lợi nhuận trước thuế	3,8%	31,8%	44,1%	50,0%	33,5%
Lợi nhuận sau thuế	9,3%	27,2%	47,8%	50,9%	33,5%
Định giá					
P/E	14,2	21,8	11	9,3	7
P/B	1,05	1,73	1,15	1,26	1,07
BVPS (VND)	16.054	18.174	20.489	23.807	28.117

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	56.840.887	59.346.249
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-22.061.113	-17.726.249	-20.243.714	-34.263.589	-32.900.382
Thu nhập lãi thuần	11.526.554	11.964.487	17.147.134	22.577.298	26.445.867
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	5.476.812	6.430.648	8.329.935	6.010.343	6.310.860
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1.732.797	-2.088.129	-3.135.855	-3.065.275	-3.155.430
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	3.744.015	4.342.519	5.194.080	2.945.068	3.155.430
Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng	809.739	737.093	1.062.244	1.115.356	1.003.821
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	246.265	456.299
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	27.032.768	31.218.322
Tổng chi phí hoạt động	-10.894.615	-9.749.916	-10.920.717	-12.832.009	-14.724.250
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	6.376.254	7.954.401	15.220.573	14.200.759	16.494.072
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3.036.974	-3.554.375	-8.881.501	-4.691.784	-3.798.348
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	3.339.280	4.400.026	6.339.072	9.508.975	12.695.724
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-657.299	-988.530	-1.298.377	-1.901.795	-2.539.145
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	2.681.981	3.411.496	5.040.695	7.607.180	10.156.579
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LỢI NHUẬN RÒNG	2.681.981	3.411.496	5.040.695	7.607.180	10.156.579
EPS (đồng)	1.190	1.448	2.139	3.228	4.310
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%	6,7%	7,0%
Vốn CSH/Cho vay khách hàng	8,5%	8,8%	8,8%	9,2%	9,7%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	1,7%	1,5%	1,0%	2,2%	2,0%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	93,7%	118,6%	131,0%	63,5%	82,9%
Hệ số về quản lý					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	63,1%	55,1%	41,8%	47,5%	47,2%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	926	949	1.418	1.466	1.693
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	179	236	344	516	689
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	31.231	32.015	47.272	48.884	56.453
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	6.038	7.957	11.463	17.195	22.958
Lợi nhuận					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	3,0%	2,7%	3,4%	4,0%	4,1%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	33,3%	32,4%	34,4%	16,5%	15,3%
ROA - trung bình	0,6%	0,7%	0,9%	1,2%	1,4%
ROE - trung bình	9,6%	10,8%	13,8%	18,2%	20,8%
Thanh khoản					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	77,5%	86,5%	91,3%	89,5%	89,2%

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