

**MUA - Giá mục tiêu 1 năm: 29.500 Đồng/cp**

**Giá cổ phiếu (Ngày 04/01/2023): 23.300 Đồng/cp**

**Vũ Ngọc Quang**

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

+84 – 24 3936 6321 ext. 8706

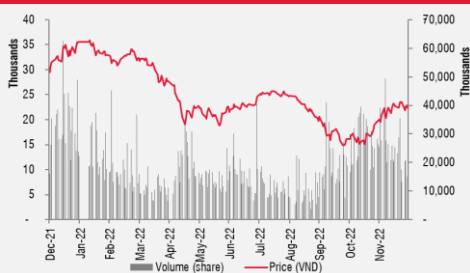
**Ngày 04/01/2023**

**NGÀNH NGÂN HÀNG**

**Các chỉ số chính**

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	1.795
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	42.417
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.885
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	36,7/14,1
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	23.916.380
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	18,89
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	446,31
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	26,75
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.

## Tích cực xử lý tồn đọng giúp NIM bật tăng

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu STB lên **MUA**, với giá mục tiêu 1 năm mới là **29.500 đồng/cổ phiếu** (tương ứng với tiềm năng tăng giá là 25%). Điều này nhằm phản ánh sự cải thiện về chất lượng tài sản nhờ việc trích lập dự phòng đầy đủ đối với các khoản nợ xấu (đưa NIM tăng gấp đôi trong quý 3 năm 2022 lên 4,43%), cũng như việc giải quyết nợ xấu và tài sản có vẫn đề một cách tích cực. Theo đó, tỷ lệ nợ xấu giảm đáng kể 37 điểm cơ bản xuống 0,9% trong quý 3 năm 2022, đây là mức thấp nhất trong những năm gần đây. Chưa kể, một trong những điểm khác biệt chính giữa STB và các ngân hàng thương mại khác là STB không có dư nợ trái phiếu doanh nghiệp kể tại thời điểm quý 3 năm 2022 và dư nợ cho vay chủ đầu tư bất động sản ở mức khá thấp (chỉ 2,1% tổng dư nợ cho vay).

Trong khi đó, hoạt động kinh doanh cốt lõi trong quý 3 tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực với tỷ lệ NIM tăng cao nhất trong các quý gần đây (khoảng 4,43%). Cả hoạt động cho vay và các hoạt động khác đều ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội, với 7 nghìn tỷ đồng (hay 293 triệu USD) tổng thu nhập hoạt động trong quý 3 năm 2022 (tăng 68% so với cùng kỳ). Các chỉ số khác của hoạt động cho vay cũng được duy trì ổn định, với tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ LLR cao, lần lượt là 0,9% và 154%. Trong quý 4/2022, chúng tôi dự báo STB sẽ đạt LNTT là 1,9 nghìn tỷ đồng (hay 80 triệu USD, tăng 63,5% so với cùng kỳ), giúp LNTT năm 2022 đạt 6,3 nghìn tỷ đồng (hay 264 triệu USD, tăng 43,7% so với cùng kỳ). Với đà tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng như vậy, chúng tôi kỳ vọng LNTT năm 2023 sẽ tăng trưởng mạnh hơn, đạt 11,5 nghìn tỷ đồng (hay 481 triệu USD, tăng 83% so với cùng kỳ) do chúng tôi kỳ vọng phần lớn trái phiếu VAMC sẽ được trích lập dự phòng vào năm 2023.

Chúng tôi nhận thấy STB là một trường hợp đặc biệt trong ngành ngân hàng trong những năm sắp tới khi đây là một trong những ngân hàng cuối cùng đang phải xử lý nợ xấu còn lại của chu kỳ tín dụng trước. Trong những năm qua, STB đã nâng cao chất lượng tài sản một cách ấn tượng và không cho vay trái phiếu doanh nghiệp cũng như chỉ duy trì dư nợ cho vay bất động sản ở mức thấp. Nếu ngân hàng có thể duy trì hiệu quả hoạt động tốt từ quý 3 năm 2022 trở đi, STB có thể sớm gia nhập câu lạc bộ các ngân hàng thương mại top 1, với NIM ấn tượng và bảng cân đối kế toán vững chắc.

**Các yếu tố hỗ trợ tăng giá**

- Tốc độ tăng lãi suất chậm lại.
- Bán thành công cổ phiếu STB cầm cố tại VAMC và Khu công nghiệp Phong Phú

**Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi**

- Chậm bán tài sản đảm bảo còn lại tại STB do điều kiện thị trường không thuận lợi
- Nợ xấu trong tương lai gia tăng do bất ổn kinh tế vĩ mô

**Bảng: Các chỉ tiêu tài chính**

(tỷ đồng, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tổng thu nhập hoạt động	11.677	14.635	17.271	17.704	28.788	31.781
LNTT	2.247	3.217	3.339	4.400	6.322	11.544
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	50,6%	43,2%	3,8%	31,8%	43,7%	82,6%
Tăng trưởng tín dụng (%)	14,1%	15,4%	14,9%	14,0%	13,0%	12,0%
Tăng trưởng huy động (%)	9,2%	14,8%	6,8%	-0,1%	10,0%	12,0%
ROE (%)	7,5%	9,6%	9,6%	10,8%	13,9%	22,0%
NIM (%)	2,7%	2,8%	3,0%	2,7%	3,5%	4,5%
CIR (%)	67,1%	63,3%	63,1%	55,5%	41,7%	41,2%
NPL (%)	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,6%
LLCR (%)	64,9%	69,3%	93,7%	120,9%	118,9%	107,1%
BVPS (VND)	13.657	14.826	16.054	18.174	20.300	24.219
P/B (x)	1,19	0,68	1,05	1,73	1,16	0,97

Nguồn: STB, SSI Research

**Cập nhật KQKD quý 3: Động lực mạnh mẽ từ việc tăng trưởng NIM****Bảng: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)**

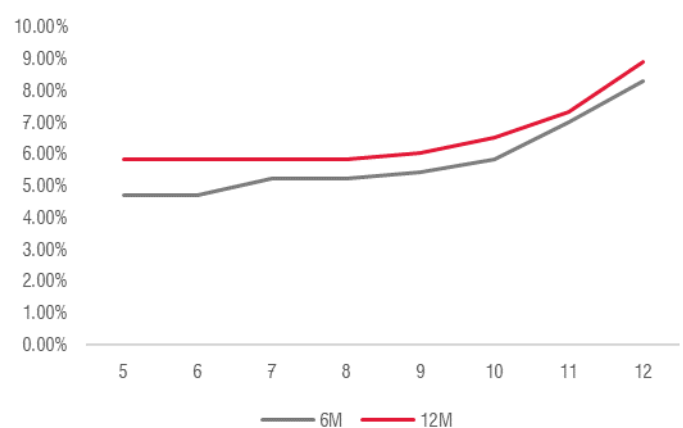
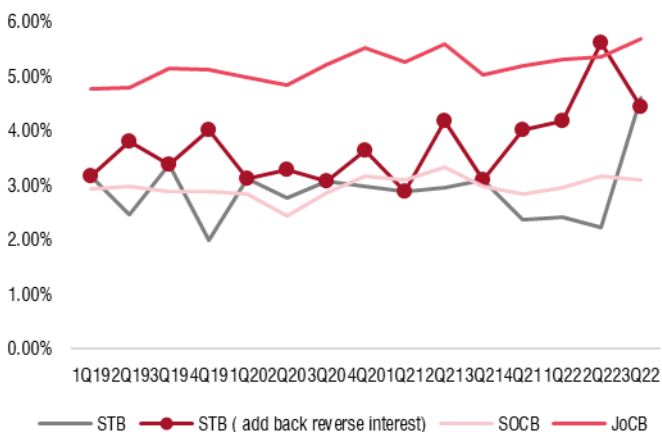
	30/09/2022	31/12/2021	So với đầu năm (%)	30/09/2021	So với cùng kỳ (%)
Tổng tín dụng	420.748	387.947	8,5%	356.459	18,0%
+ Cho vay khách hàng	420.748	387.930	8,5%	356.440	18,0%
Tổng huy động	484.565	448.491	8,0%	435.582	11,2%
+ Tiền gửi khách hàng	457.890	427.387	7,1%	418.839	9,3%
LDR thuần (%)	86,8%	86,5%		81,8%	
NPL (%)	0,90%	1,47%		1,56%	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	153,7%	120,9%		112,2%	

	Quý 3/2022	Quý 3/2021	So với cùng kỳ (%)	9 tháng đầu năm 2022	9 tháng đầu năm 2021	So với cùng kỳ (%)
Thu nhập lãi thuần	5.762	3.313	73,9%	11.104	9.470	17,3%
Thu nhập thuần ngoài lãi	1.292	885	45,9%	7.205	3.620	99,0%
Chi phí hoạt động	(3.097)	(2.424)	27,8%	(8.535)	(7.429)	14,9%
CIR (%)	43,9%	57,7%		46,6%	56,8%	
Chi phí dự phòng	(2.425)	(950)	155,3%	(5.333)	(2.411)	121,2%
Chi phí tín dụng (%)	3,5%	1,1%		2,6%	1,4%	
LNTT	1.532	825	85,8%	4.440	3.249	36,6%

Nguồn: STB, SSI Research

**KQKD quý 3/2022**

Việc xử lý thành công các khoản nợ xấu và tài sản tồn đọng còn lại chính là động lực chính giúp thu nhập lãi thuần và NIM tăng lần lượt 74% và 176 bps so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022. Thành tích này cũng giúp tổng thu nhập hoạt động của công ty tăng 68% so với cùng kỳ, đạt con số xấp xỉ 7 nghìn tỷ đồng trong quý 3 năm 2022. Mặc dù STB tích cực trích lập dự phòng gần gấp ba lần so với quý 3 năm 2021 (khoảng 2,4 nghìn tỷ đồng), nhưng Ngân hàng vẫn duy trì được tăng trưởng, với lợi nhuận cốt lõi tăng 85,8% so với cùng kỳ (đạt 1,5 nghìn tỷ đồng). Thanh khoản cũng được duy trì tốt với hệ số LDR thuần là 86,8% . Chất lượng tài sản cải thiện mạnh nhất kể từ khi nhận sáp nhập Ngân hàng Phương Nam, trong đó tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh xuống 0,9%.

**NIM bật tăng là điểm nhấn trong quý 3/2022****Lãi suất tiền gửi kì hạn 6 tháng và 12 tháng tại STB (%)**

Nguồn: SSI research

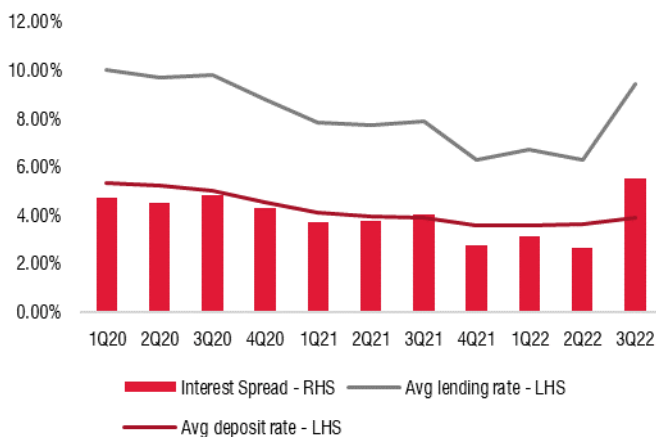
NIM trong quý 3 đạt 4,43% - mức cao nhất kể từ năm 2015. Nguyên nhân dẫn đến sự tăng vọt này là do STB không còn phải ghi nhận lãi dự thu. Điều này cho thấy kế hoạch tái cấu trúc STB đang đi đến giai đoạn hoàn thành. Khi đó, NIM của STB sẽ ngang bằng với 1 ngân hàng top 1 như ACB. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy lãi suất huy động của STB kỳ hạn 6 tháng và 12 tháng đã tăng 2,5~3% để bắt nhịp với thị trường. Mặt khác, lãi suất cho vay cũng được điều chỉnh với con số tương tự để đảm bảo NIM cho ngân hàng. Nếu STB vẫn có thể duy trì kết quả khả quan như quý 3/2022, tăng trưởng thu nhập lãi thuần sẽ được phản ánh đầy đủ vào KQKD năm sau.

**Về CASA:** Trong bối cảnh lãi suất tăng, chúng tôi cho rằng tỷ lệ CASA của nhiều ngân hàng có thể sẽ chịu áp lực trong thời gian tới. Đối với STB, tỷ lệ CASA tại quý 3/2022 là 21% (giảm nhẹ 2% so với quý 1/2022). Tuy nhiên, việc mở rộng dịch vụ thanh toán và tăng trưởng kiều hối của STB cũng sẽ hỗ trợ cho nhu cầu tiền gửi. Ví dụ: Số lượng khách hàng đăng ký sử dụng dịch vụ thanh toán trực tuyến của STB đã đạt 3,6 triệu người dùng (tăng 71% so với cùng kỳ) và số lượng giao dịch chuyển tiền cũng tăng 10~15% so với cùng kỳ. Với một vài yếu tố hỗ trợ trên, chúng tôi cho rằng áp lực đối với chi phí vốn của STB có thể được kiểm soát và CASA có thể duy trì ở mức 18-20% (tương đương với giai đoạn 2019-2020) trong khi LDR vẫn còn dư địa trong quý 4 và năm sau.

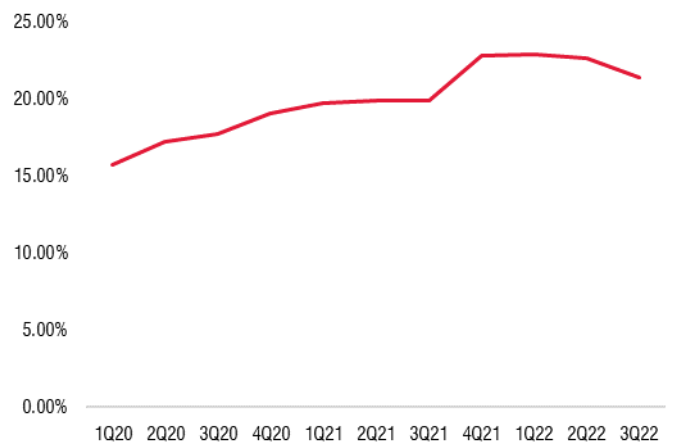
### Thu nhập từ hoạt động dịch vụ cũng hỗ trợ cho sự tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ

Trong quý 3/2022, thu nhập từ hoạt động dịch vụ đạt 1,2 tỷ đồng (tăng 42% so với cùng kỳ). Trong đó, động lực chính nhờ nhu cầu từ dịch vụ thanh toán và bancassurance. Việc ghi nhận phí bảo hiểm trả trước có thể là động lực thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh mẽ như vậy. Thu nhập thuần ngoài lãi trong 3 quý đầu năm 2022 đã tăng gấp đôi lên 7,2 nghìn tỷ đồng, phù hợp với ước tính của chúng tôi. Chúng tôi nhận thấy các mảng dịch vụ thu phí sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng của STB vì một số lý do như: (1) Hiện tại, chỉ có 460.000 trong số hơn 10 triệu khách hàng cá nhân của STB mua hợp đồng bảo hiểm Dai-ichi Life, nên hoạt động kinh doanh bảo hiểm còn dư địa rất lớn để tăng trưởng, (2) Hoạt động bancassurance của STB giữ vị trí đáng kể với thị phần nằm trong top 4, (3) tỷ lệ duy trì hợp đồng (K2) ở mức 90% cho thấy hiệu quả của các kênh bán hàng của STB.

Chênh lệch lãi suất (%)

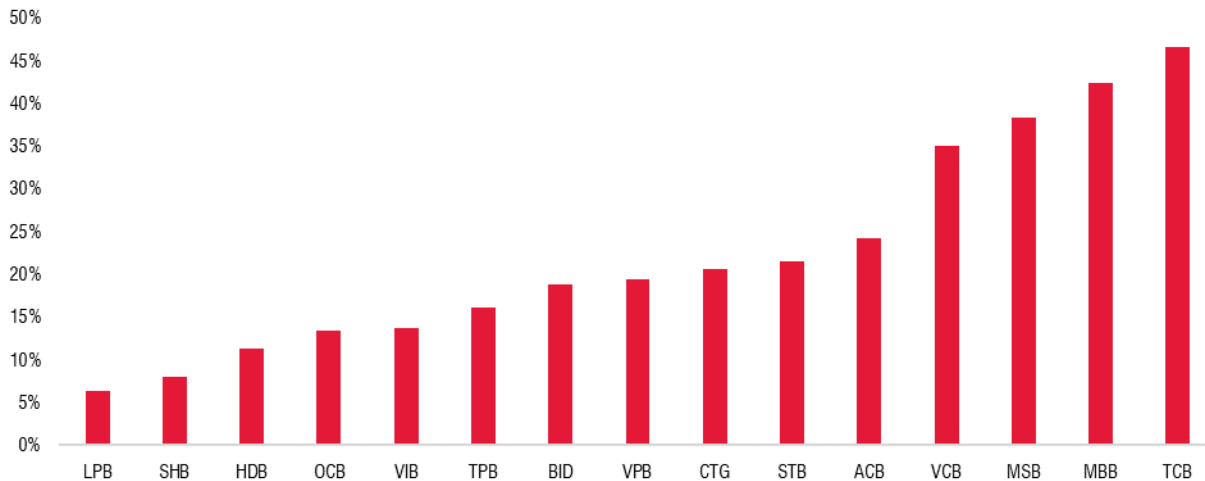


Tỷ lệ CASA (%)



Nguồn: STB, SSI research

## Tỷ lệ CASA của các ngân hàng tại thời điểm 30/9/2022 (%)



Nguồn: Các ngân hàng, SSI research

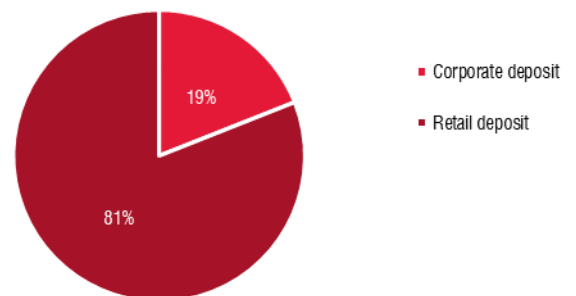
## Bảng cân đối kế toán ổn định

Hoạt động của các ngân hàng tại Việt Nam trong năm 2022 chịu nhiều tác động trong bối cảnh hạn mức tăng trưởng tín dụng được quản lý chặt chẽ của NHNN. Tính đến hết quý 3, STB đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 8,44%, thấp hơn hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp bởi NHNN. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo STB sẽ tiếp tục mở rộng hoạt động cho vay vào cuối năm nay để tận dụng tối đa hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp thêm. Phần lớn dư nợ của STB tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh, điều này cũng phù hợp với mục tiêu hỗ trợ nền kinh tế của NHNN.

## Cơ cấu dư nợ tại thời điểm quý 2/2022 (%)



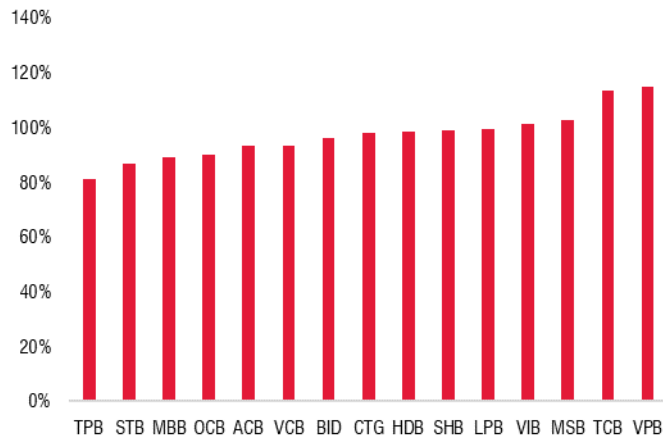
## Cơ cấu tiền gửi tại thời điểm quý 2/2022 (%)



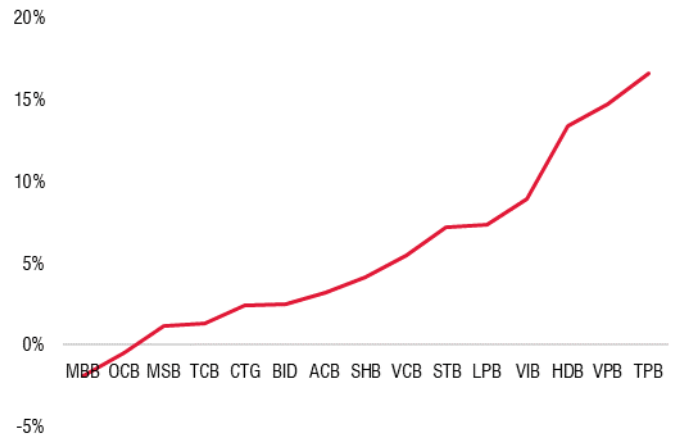
Nguồn: STB, SSI research

Trong khi đó, số dư huy động khách hàng cuối quý 3/2022 tăng 7% so với năm 2021, thấp hơn một chút so với tốc độ tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, do ngân hàng đã tích cực thu hút thêm tiền gửi của khách hàng kể từ đầu năm, STB sẽ có nhiều dư địa để mở rộng hơn do tỷ lệ LDR của ngân hàng được giữ ở mức rất tốt so với các ngân hàng thương mại khác. Điều này cũng giúp STB chủ động hơn khi đối phó với cuộc chạy đua tăng lãi suất giữa các ngân hàng tại Việt Nam. Ngoài ra, điều này cũng tạo tiền đề để STB có được vị thế thuận lợi cho đà tăng trưởng lành mạnh vào năm 2023.

## Hệ số LDR thuần của ngân hàng, tính đến ngày 30.9.2022 (%)



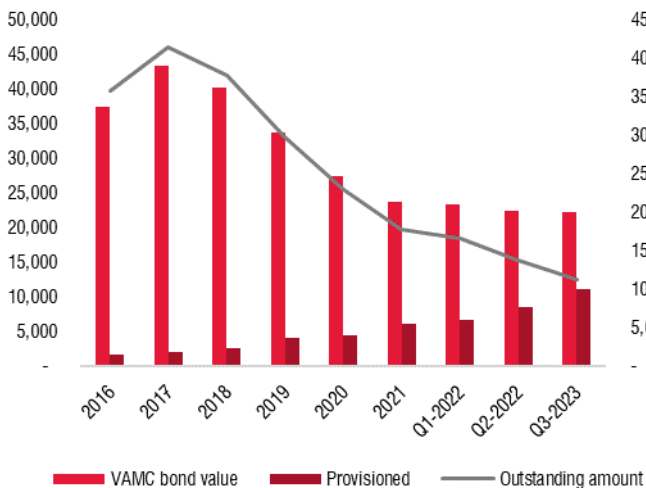
## Tăng trưởng số dư tiền gửi (%)



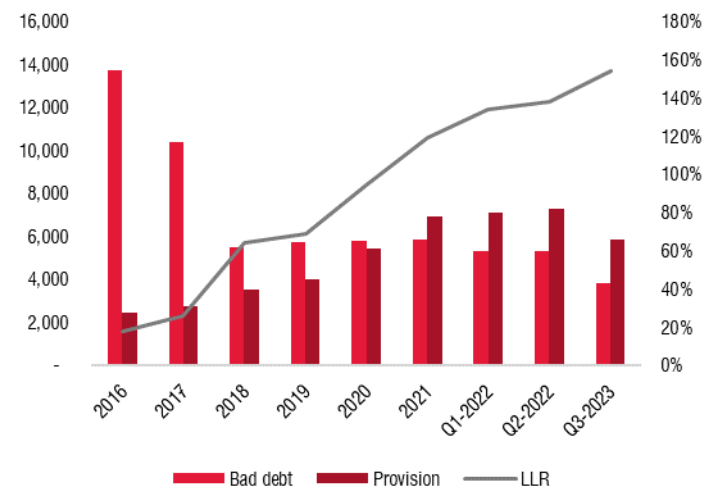
Nguồn: Các ngân hàng, SSI research

## Nâng cao chất lượng tài sản, quyết liệt xử lý nợ xấu còn tồn đọng

## Số dư trái phiếu VAMC (tỷ đồng)



## STB: Nợ xấu và LLR (tỷ đồng)



Nguồn: STB, SSI research

Nhờ số dư tiền gửi cao và áp lực phải kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng thấp, tỷ lệ nợ xấu tại STB tiếp tục được giảm xuống chỉ còn 0,9% vào quý 3/2022, thấp hơn so với mức trung bình của ngành. Trong khi đó, trong 3 quý đầu năm, STB đã tích cực tăng dự phòng xử lý trái phiếu VAMC và nợ xấu (tăng 121% so với cùng kỳ). Rõ ràng, đây là tín hiệu cho thấy STB đã rất tích cực trong việc hoàn thiện đề án tái cơ cấu. Tỷ lệ dự phòng tổn thất cho vay (LLR) tăng lên mức cao kỷ lục 154%, từ mức 138% vào cuối quý 2 năm 2022. Trong khi đó, tỷ trọng nợ nhóm 2, nhóm nợ cần chú ý, không thay đổi trong năm ở mức 0,38%. Như vậy, chúng tôi nhận thấy STB là một trường hợp đặc biệt do ngân hàng đã trải qua quá trình tái cơ cấu kéo dài nên khẩu vị rủi ro sẽ thận trọng hơn so với các ngân hàng khác.

Tính đến nay, STB đã trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC lên tới 11 nghìn tỷ đồng, và hiện chỉ còn 11,7 nghìn tỷ đồng phải xử lý và trích lập để xóa nợ xấu dài hạn. Từ đầu năm 2022, chỉ sau 3 quý, STB đã trích lập tổng cộng 6,5 nghìn tỷ đồng dự phòng cho trái phiếu VAMC, cao hơn mức trích lập cả năm 2021. Trong 3 năm gần đây, ngân hàng đã trích lập 6~7 nghìn tỷ đồng cho trái phiếu VAMC mỗi năm và bắt đầu tăng tốc từ năm 2022. Với

tốc độ này, có thể dự báo con số trích lập dự phòng cho VAMC năm 2022 sẽ lên tới 8 nghìn tỷ đồng, và số còn lại sẽ được xử lý trong năm 2023-2024.

### Ước tính lợi nhuận

Đối với năm 2022, với việc mở rộng NIM bắt đầu từ quý 3/2022, cùng với việc hạn mức tăng trưởng tín dụng tiếp tục được NHNN nới rộng trong quý 4, lợi nhuận sau thuế trong quý 4/2022 cho thấy triển vọng tích cực. Do đó, chúng tôi ước tính STB sẽ đạt LNTT là 6,3 nghìn tỷ đồng (tăng 43% so với cùng kỳ) cho năm 2022, nhờ tăng trưởng tín dụng khá cao là 13% so với đầu năm. NIM đạt 3,53% (tăng 83 bps so với cùng kỳ) và tốc độ tăng trưởng vượt bậc của thu nhập phí thuần do ghi nhận 1,5 nghìn tỷ đồng phí bancassurance trả trước. Trong khi đó, thu nhập khác (đặc biệt là từ việc bán Khu công nghiệp Sóng Thần & Tân Kim) cũng sẽ đóng góp nhiều cho STB và dòng thu nhập của công ty. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng trả nợ của khách hàng có thể bị ảnh hưởng trong bối cảnh lãi suất tăng, cũng như việc Thông tư 14 hết hiệu lực. Tỷ lệ nợ xấu dự báo ở mức 1,3~1,4% vào cuối năm 2022.

**Đối với năm 2023, dự báo của chúng tôi dựa theo các giả định chính dưới đây:**

- Tăng trưởng tín dụng và huy động đạt 12%.
- Tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức hợp lý 1,5~1,6% do chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng về triển vọng vĩ mô năm 2023.
- NIM ở mức 4,2~4,3% do STB không còn phải trích lập dự phòng lãi dự thu. Theo quan sát của chúng tôi, lãi suất huy động đã trở lại mức trước Covid. Điều này sẽ gây ra gánh nặng cho một số ngân hàng với chi phí huy động cao hơn vào năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các khoản cho vay bán lẻ (đặc biệt là cho vay hộ gia đình và doanh nghiệp vừa và nhỏ) sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cho STB trong năm tới. Cùng với bảng cân đối kế toán hài hòa và hệ số LDR duy trì ở mức hợp lý, áp lực về chênh lệch lãi suất sẽ không lớn như tại các ngân hàng tập trung vào phân khúc bán buôn.
- STB sẽ tiếp tục xử lý dứt điểm dư nợ trái phiếu VAMC còn lại trong thời gian tới từ năm 2023. Có 2 tài sản bảo đảm có tính chất quyết định trong việc xử lý tài sản có vấn đề của STB (là cổ phiếu STB cầm cố tại VAMC và Khu công nghiệp Phong Phú). Giá trị của các tài sản này dao động trong khoảng 26 – 27 nghìn tỷ đồng, đủ để xử lý khoản tài sản có vấn đề còn lại. Trong khi đó, STB đang tiếp tục rao bán khoản nợ liên quan đến Khu công nghiệp Phong Phú. Tổng giá trị khoản nợ gộp đã bán cho VAMC và được VAMC ủy quyền bán là 16.196 nghìn tỷ đồng, trong đó nợ gốc là 5,1 nghìn tỷ đồng và lãi dự thu là 11 nghìn tỷ đồng. Sau nhiều vòng đấu giá, giá khởi điểm tính đến tháng 12/2022 giảm xuống còn gần 7,9 nghìn tỷ đồng, rất gần với số nợ gốc.



**Vị trí khu công nghiệp Phong Phú:**

Nguồn: SSI research

**Thông tin chi tiết về tài sản này:**

Khu công nghiệp Phong Phú - huyện Bình Chánh được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt năm 2002, có thời hạn khai thác 50 năm. Sau nhiều lần điều chỉnh quy hoạch tổng thể, diện tích khu đất đạt 134 ha, trong đó 50% dành cho phát triển Khu công nghiệp. Theo chúng tôi, việc bán KCN Phong Phú đang gặp một số khó khăn như (1) Tính pháp lý chưa hoàn thiện: Chưa có quy hoạch, (2) Thời gian hoạt động của KCN chỉ còn 29 năm, ngắn hơn thời hạn của các dự án công nghiệp mới, điều này làm hạn chế thời gian thuê còn lại của nhà đầu tư thứ cấp; (3) Chi phí đầu tư cho dự án cao (nếu tính trên khoản nợ 5.134 tỷ đồng thì có thể lên tới 46,6 triệu đồng/m<sup>2</sup> hay 1.950 USD/m<sup>2</sup>). Vì vậy, việc bán khu công nghiệp này có thể cần thêm thời gian để tìm được nhà đầu tư phù hợp hoặc điều chỉnh xuống mức giá hấp dẫn hơn, nhất là khi nguồn vốn cho thị trường bất động sản đang gặp nhiều khó khăn. Do đó, chúng tôi chưa đưa khoản thu nhập khác có thể ghi nhận từ việc bán các tài sản này vào dự báo của STB trong năm 2023.

Ngoài ra, chúng tôi cũng nhấn mạnh rằng 32,5% cổ phần của STB liên quan đến Trầm Bê (sử dụng như tài sản đảm bảo cho khoản nợ xấu tồn đọng tại STB liên quan đến cựu Thành viên HĐQT - ông Trầm Bê, hiện do VAMC quản lý) dường như là tài sản khó xử lý nhất. Chúng tôi dự kiến dự kiến để bán được số cổ phần này sẽ cần khoảng thời gian nhất định, do số lượng khá lớn cũng như việc này cần quy trình hướng dẫn cụ thể hơn của NHNN để phê duyệt việc bán. Do đó, chúng tôi đã quyết định không cộng thu nhập một lần từ giao dịch này vào năm 2023 mà thay vào đó là một thời điểm khác

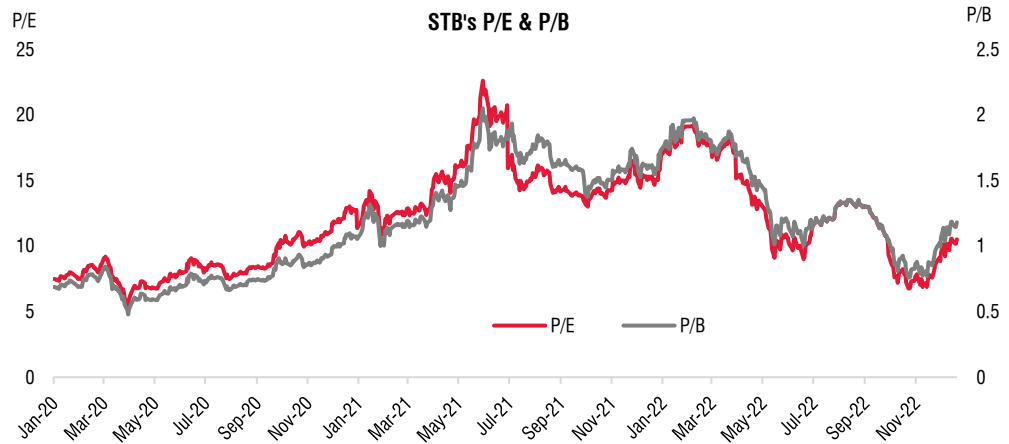
- Chi phí dự phòng sẽ giảm đáng kể so với năm 2022 do chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tiết kiệm phần lớn nguồn lực cho việc trích lập VAMC trong năm nay, và mức trích lập VAMC năm sau chỉ khoảng 5-5,5 nghìn tỷ đồng.

VND Million	2022F	2023F	(+/- %)	Note
Thu nhập lãi và các khoản tương tự	38.013.104	55.054.470		Chúng tôi dự báo thu nhập thuần từ lãi năm 2023 sẽ tăng 41% so với cùng kỳ với 2 giả định chính: (1) tăng trưởng tín dụng cho STB ở mức 12% và (2) NIM tiếp tục tăng nhanh với mức tăng dự kiến 100 điểm cơ bản, lên 4,3% trong năm tới, do STB không còn hạch toán lãi dự thu vào chi phí lãi vay như trước đây. Sự phục hồi mạnh mẽ này củng cố niềm tin của chúng tôi rằng NIM của STB trong vài quý tới sẽ bắt kịp các ngân hàng cấp 1 khác như ACB (NIM của ACB ở mức 4,3~4,5%)
Chi phí lãi và các khoản tương tự	(20.427.087)	(30.324.694)		
<b>Thu nhập thuần từ lãi</b>	<b>17.586.017</b>	<b>24.729.776</b>	<b>41%</b>	
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	9.094.350	7.707.007		Doanh thu phí thuần (thu nhập từ hoạt động dịch vụ) dự kiến sẽ trở lại con số bình thường sau khi ghi nhận phí bancassurance vào năm 2022
Chi phí hoạt động dịch vụ	(2.246.829)	(2.535.742)		
<b>Lãi lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>6.847.522</b>	<b>5.171.265</b>	<b>-24%</b>	
<b>Lãi lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối</b>	<b>670.964</b>	<b>771.609</b>		
<b>Lãi lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh</b>				
<b>Lãi lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư</b>	<b>217.701</b>	<b>198.170</b>		
Thu nhập từ hoạt động khác				Chúng tôi kỳ vọng thu nhập khác của STB trong năm 2023 sẽ giảm xuống mức bình thường so với mức cơ sở cao của năm 2022, do STB đã ghi nhận hơn 2,2 nghìn tỷ đồng thu nhập khác liên quan đến việc bán bất động sản tại Khu công nghiệp Sóng Thần cho TTC land và 1,2 nghìn tỷ đồng Tân khu công nghiệp Kim
Chi phí hoạt động khác				
<b>Lãi lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>3.422.014</b>	<b>538.216</b>	<b>-84%</b>	
<b>Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần</b>	<b>43.393</b>	<b>47.732</b>		
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước chi phí hoạt động và dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>28.787.611</b>	<b>31.780.558</b>	<b>10%</b>	
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(11.991.148)</b>	<b>(13.090.277)</b>	<b>9%</b>	
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>16.796.464</b>	<b>18.690.281</b>	<b>11%</b>	
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>(10.474.361)</b>	<b>(7.145.885)</b>	<b>-31%</b>	Theo giả định của chúng tôi, chúng tôi dự báo STB sẽ nỗ lực trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC trong năm 2022 và gánh nặng trích lập từ năm 2023 sẽ giảm đi. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giảm 31% dự báo chi phí dự phòng năm 2023, xuống 7,1 nghìn tỷ đồng. Trong đó, hơn 5 nghìn tỷ đồng sẽ được sử dụng để trích lập dự phòng trái phiếu VAMC còn lại, do ngân hàng muốn sử dụng một phần lớn thu nhập để tiếp tục làm sạch bảng cân đối kế toán. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng STB có thể tiên gần hơn đến việc bán khoản nợ liên quan đến khu đất Phong Phú và các tài sản cầm cố nợ khác.
<b>LNTT</b>	<b>6.322.102</b>	<b>11.544.396</b>	<b>83%</b>	
Chi phí thuế TNDN	(1.264.420)	(2.308.879)		
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>5.057.682</b>	<b>9.235.517</b>	<b>83%</b>	
Lợi ích của cổ đông thiểu số				
<b>Lợi nhuận thuần cho các cổ đông của ngân hàng</b>	<b>5.057.682</b>	<b>9.235.517</b>		



## Định giá

Trong bối cảnh thị trường chung đầy thách thức, cổ phiếu STB đã đi ngược xu hướng và ghi nhận mức tăng 31% trong tháng trước, vượt trội so với mức trung bình của các cổ phiếu ngân hàng khác. Ở mức giá hiện tại là 23.500 đồng/cổ phiếu, STB đang giao dịch ở mức P/B năm 2023 là 0,95 lần. Trên cơ sở dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2022-2023, chúng tôi kỳ vọng BVPS năm 2023 của STB sẽ đạt 24.500 đồng/cổ phiếu. Ngoài ra, chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu cho ngân hàng là 1,2 lần (tương đương với các ngân hàng thương mại khác như ACB). Điều đó có nghĩa là, bất chấp những trở ngại lớn, chúng tôi nâng khuyến nghị của cổ phiếu STB lên MUA, với giá mục tiêu 1 năm là 29.500 đồng/cổ phiếu, và bất kỳ sự điều chỉnh lớn nào về giá cổ phiếu sẽ là cơ hội để nhà đầu tư gia tăng tỉ trọng.



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## 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

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhthv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

tungdn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Vũ Ngọc Quang

Chuyên viên Phân tích cao cấp

quangvn@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 24 3936 6321 ext. 8706

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715