

KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 40.000 đồng/cp

Giá cổ phiếu (ngày 24/2/2022): 32.900 đồng/cp

Nguyễn Thu Hà, CFA

hant4@ssi.com.vn

+84 – 24 3936 6321 ext. 8708

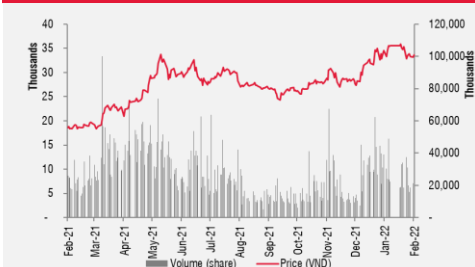
Ngày 24/2/2022

NGÀNH TÀI CHÍNH

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2.785
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	63.532
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.885
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	36,7/18,2
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	25.713.920
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	36,21
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	925,98
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18,87
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.

Xử lý tài sản có vấn đề trong 2021 vẫn theo đúng tiến độ

Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu STB, với giá mục tiêu 1 năm tăng từ 35.200 đồng/cp lên 40.000/cp – tiềm năng tăng giá 18,7%. Giá mục tiêu được điều chỉnh để phản ánh khả năng tài sản có vấn đề có thể sẽ giảm đáng kể nếu như việc bán cổ phần STB đang được cầm cố tại VAMC và đấu giá KCN Phong Phú có thể được thực hiện trong năm. Trong năm 2021, STB vẫn duy trì tiến độ xử lý tài sản có vấn đề theo kế hoạch bất chấp gián đoạn bởi dịch bệnh Covid-19. Chúng tôi ước tính tổng tài sản có vấn đề là khoảng 26,6 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2021 (-31% YoY). Trong khi đó, các mảng kinh doanh cốt lõi của ngân hàng vẫn đang duy trì tốt với số lượng khách hàng cá nhân tăng dần trong những năm gần đây, doanh thu bancassurance vươn lên Top 4 toàn hệ thống trong Q4/2021 và thu từ dịch vụ thanh toán nằm trong Top 3 các ngân hàng TMCP tư nhân (sau TCB và MBB). Các chỉ tiêu phản ánh chất lượng tài sản của danh mục tín dụng hiện tại vẫn tương đối ổn định với nợ xấu và nợ tái cơ cấu là 1,47% và 0,26%.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Quá trình xử lý hai tài sản thế chấp còn lại bị chậm so với kế hoạch là rủi ro lớn nhất của STB. Theo kịch bản cần trọng của chúng tôi, nếu việc thanh lý không thể thực hiện được trong 2022, giá mục tiêu 1 năm có thể giảm xuống còn 33.000 đồng/cp.

Bảng: Chỉ tiêu tài chính chính

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	11.677	14.635	17.271	17.704	22.044
Lợi nhuận trước thuế	2.247	3.217	3.339	4.400	5.664
Tăng trưởng LNTT (%)	50,6%	43,2%	3,8%	31,8%	28,7%
Tăng trưởng tín dụng (%)	14,1%	15,4%	14,9%	21,0%	0,0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9,2%	14,8%	6,8%	-0,1%	15,5%
ROE (%)	7,5%	9,6%	9,6%	10,8%	12,6%
NIM (%)	2,7%	2,8%	3,0%	2,6%	2,4%
CIR (%)	67,1%	63,3%	63,1%	55,5%	61,7%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,5%
LLCR (%)	64,9%	69,3%	93,7%	120,9%	137,0%
BVPS (VND)	13.657	14.826	16.054	18.174	20.077
P/B (x)	1,19	0,68	1,05	1,73	1,57

Nguồn: STB, SSI Research

Tin cập nhật

Trong Q4/2021, việc xử lý tài sản có vấn đề tiếp tục có ảnh hưởng lớn đến KQKD chung của STB. Theo ước tính của chúng tôi, ngân hàng đã thoái lãi dự thu khoảng 3 nghìn tỷ đồng (so với 1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2020) nhưng không trích lập dự phòng thêm cho các khoản phải thu có vấn đề (so với trích lập 1 nghìn tỷ đồng trong Q4/2020). Điều này khiến thu nhập hoạt động giảm -8% YoY, nhưng LNTT tăng 13,5% YoY. Nếu không tính đến những khoản liên quan đến tài sản có vấn đề này, tăng trưởng LNTT trong kỳ là 32% YoY. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy tiến độ xử lý tài sản có vấn đề vẫn đang đi đúng hướng và các mảng kinh doanh cốt lõi đang được duy trì tốt.

Bảng: Tóm tắt bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

	31/12/2021	31/12/2020	% YTD
Tổng tín dụng	387.947	340.268	14,0%
+ Cho vay khách hàng	387.930	340.268	14,0%
Tổng huy động	448.491	439.116	2,1%
+ Tiền gửi khách hàng	427.387	427.972	-0,1%
LDR thuần (%)	86,5%	77,5%	
Tỷ lệ nợ xấu báo cáo (%)	1,47%	1,70%	
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	120,91%	93,66%	

Nguồn: STB, SSI Research

Bảng: Tóm tắt báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

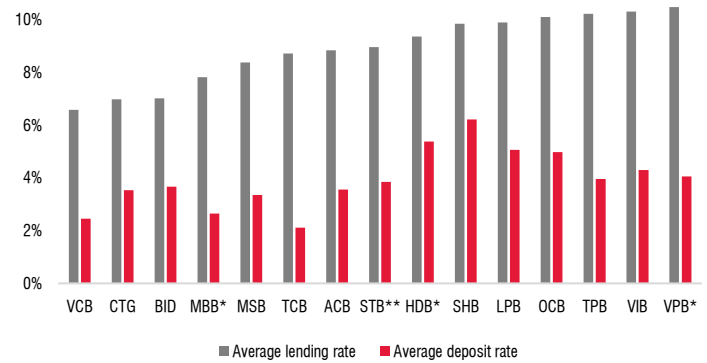
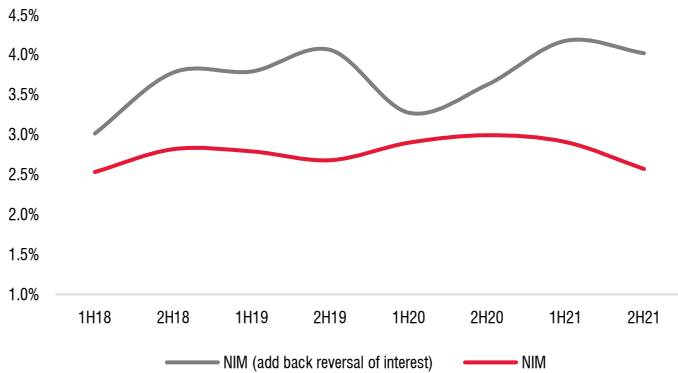
	4Q2021	4Q2020	% YoY	2021	2020	% YoY
Thu nhập lãi thuần	2.495	3.014	-17,2%	11.964	11.527	3,8%
Thu nhập ròng ngoài lãi	2.120	2.003	5,8%	5.740	5.744	-0,1%
Chi phí hoạt động	(2.400)	(3.819)	-37,2%	(9.829)	(10.895)	-9,8%
CIR (%)	52,0%	76,1%		55,5%	63,1%	
Chi phí dự phòng	(1.064)	(184)	477,5%	(3.475)	(3.037)	14,4%
Chi phí tín dụng (%)	1,1%	0,2%		1,0%	1,0%	
Lợi nhuận trước thuế	1.151	1.014	13,5%	4.400	3.339	31,8%

Nguồn: STB, SSI Research

NIM giảm trong Q4/2021 với khoản thoái lãi dự thu lớn. Trong hai năm qua, các chỉ số về thanh khoản của STB đã được nới lỏng hơn với tỷ lệ LDR thuần tăng dần từ 74% vào cuối 2019 lên 90% vào cuối 2021. Năm 2021, tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt tăng trưởng huy động (+14% YoY vs. +2% YoY), giúp STB có đủ thu nhập lãi thuần để thoái lãi dự thu đối với nợ xấu mà vẫn duy trì được NIM trong biên độ lịch sử là 2,5% – 3%. Theo ước tính của chúng tôi, STB đã thoái lãi dự thu khoảng 6 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2021, đây cũng là mức cao nhất từ trước đến nay. Mức thoái lãi dự thu trung bình giai đoạn 2018-2020 là 2,6 nghìn tỷ đồng. NIM 2021 giảm còn 2,7%. Nếu không bao gồm những khoản thoái lãi dự thu này, NIM có thể đạt gần 4% - đây là mức khá cạnh tranh so với các ngân hàng TMCP tư nhân lớn khác.

STB: NIM

Các chỉ tiêu của STB nằm trong khoảng trung bình



Nguồn: STB, SSI Research

*ngân hàng mẹ

**điều chỉnh cho lãi dự thu

Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Thu nhập từ hoạt động dịch vụ mạnh mẽ nhờ hoạt động bancassurance. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ (NFI) đạt 2 nghìn tỷ đồng trong Q4/2021, tăng +236% QoQ và +84% YoY. Do tổng doanh số thanh toán tăng ở mức tương đối ổn định +19% YoY trong cả năm 2021, chúng tôi cho rằng mức tăng đột biến về hoạt động dịch vụ đến từ mảng bancassurance, khi STB vươn lên từ Top 6 lên Top 4 trong Q4/2021 về phí bảo hiểm quy năm (APE). Chúng tôi cho rằng ngân hàng cũng có thể đã nhận một khoản thưởng hợp đồng bancassurance do vượt KPI, tương tự như Q4 của các năm trước. Hiện tại, chỉ có khoảng 370.000 trên 10 triệu khách hàng cá nhân của STB đã mua hợp đồng bảo hiểm Dai-ichi Life, do đó mảng kinh doanh này còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát, với tỷ lệ nợ xấu và nợ tái cơ cấu là 1,47% và 0,26%. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu dần cải thiện, phù hợp với xu hướng ngành, lên 121% tại thời điểm cuối năm 2021 (so với 94% tại cuối năm 2020). Tuy nhiên, nợ Nhóm 2 tăng gấp đôi so với năm ngoài và cần được theo dõi chặt chẽ vì rủi ro liên quan đến tỷ lệ nợ xấu mới hình thành có khả năng tăng trong những quý tới.

Quá trình xử lý tài sản có vấn đề vẫn đang đúng tiến độ và đây vẫn là điểm then chốt cho luận điểm đầu tư STB. Chi tiết tài sản có vấn đề chỉ được đề cập trong báo cáo tài chính đã kiểm toán sẽ công bố vào cuối tháng 3/2022. Mặc dù vậy, chúng tôi ước tính tài sản có vấn đề đã giảm -31% YoY (hoặc 12 nghìn tỷ đồng) còn 26,6 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2021, điều này là do:

- Bán đầu giá tài sản đảm bảo, khoản này dùng để tắt toán khoảng 3,6 nghìn tỷ đồng trái phiếu VAMC;
- Trích lập dự phòng rủi ro tín dụng cho trái phiếu VAMC thêm 1,6 nghìn tỷ đồng
- Thoái lãi dự thu, như đề cập ở trên (6 nghìn tỷ đồng)

Hiện tại, còn 2 tài sản thế chấp quan trọng dự kiến được sử dụng để xử lý tài sản có vấn đề tại STB là cổ phần STB đang được cầm cố tại VAMC và KCN Phong Phú. Giá trị các tài sản này nằm trong khoảng 26-27 nghìn tỷ đồng (căn cứ vào thị giá hiện tại của cổ phiếu STB và giá đầu giá của KCN Phong Phú năm 2018), nhiều hơn mức cần thiết để xử lý tài sản có vấn đề còn lại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quá trình thanh lý hai tài sản còn lại này khá phức tạp và tốn nhiều thời gian. Do đó, rất khó có thể ước tính được thời gian cụ thể để hoàn tất quá trình này.

Bảng: Tài sản có vấn đề tại STB (nghìn tỷ đồng)

	2017	2018	2019	2020	2021
Tài sản có vấn đề	82.781	68.048	56.123	46.015	35.578
<i>Nợ Nhóm 1</i>	7.613	-	-	-	-
VAMC	43.267	40.233	33.647	27.322	23.728
Lãi dự thu	20.990	18.908	14.878	12.891	6.106
<i>Các khoản phải thu (không bao gồm Đức Hòa Long An)</i>	10.403	8.673	7.598	5.802	5.745
Khác	508	234	-	-	-
Dự phòng tích lũy	2.463	3.040	4.802	7.452	9.020
VAMC	1.949	2.570	3.936	4.369	5.943
<i>Các khoản phải thu</i>	513	471	866	3.083	3.076
Tổng tài sản có vấn đề ròng (sau dự phòng)	80.318	65.008	51.321	38.563	26.559
VAMC	41.317	37.664	29.711	22.953	17.785
Lãi dự thu	20.990	18.908	14.878	12.891	6.106
<i>Các khoản phải thu (không bao gồm Đức Hòa Long An)</i>	9.890	8.202	6.733	2.719	2.668
Tài sản ký quỹ					27.071
<i>Phần vốn do VAMC quản lý (theo giá thị trường)</i>					20.421
<i>KCN Phong Phú (theo giá đầu giá năm 2018)</i>					6.651

*giá định tương tự tại thời điểm cuối Q2/2021

Nguồn: STB, SSI Research

Ước tính lợi nhuận

Kế hoạch của Ban lãnh đạo

Kế hoạch chính của ban lãnh đạo STB như sau:

- Tăng trưởng huy động và tín dụng nằm trong khoảng 12%-14%. CASA đạt 25% (từ mức hiện tại 22%)
- Tỷ lệ nợ xấu dưới 2%
- Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế +20% YoY
- Ngân hàng đặt kế hoạch xử lý 14 nghìn tỷ đồng tài sản có vấn đề trong năm và đầu giá KCN Phong Phú có thể được thực hiện trong năm 2022.

Ước tính của chúng tôi

Chúng tôi ước tính STB có thể đạt 5,5 nghìn tỷ đồng LNTT trong 2022 (+26% YoY). Do 2022 là năm quan trọng trong quá trình tái cơ cấu của ngân hàng, việc xử lý tài sản có vấn đề sẽ được ưu tiên hơn nhiều so với mức tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn. Nguồn tiền thu được (nếu có) từ việc bán KCN Sóng Thần và Tân Kim và đàm phán lại hợp đồng bancassurance với Dai-ichi Life có thể được sử dụng để đẩy nhanh tiến độ trích lập dự phòng hoặc thoái lãi dự thu. Chi tiết các giả định của chúng tôi bao gồm:

- *Thu nhập lãi thuần tăng +9% YoY, nhờ tăng trưởng tín dụng +14% YoY và NIM giảm -20 bps.* NIM giảm là do chúng tôi giả định STB tiếp tục thoái lãi dự thu hơn 6 nghìn tỷ đồng trong 2022.
- *Thu từ hoạt động dịch vụ tăng trưởng mạnh +42% YoY.* Ngân hàng không tiết lộ chi tiết về những thay đổi trong hợp đồng nâng tầm hợp tác gần đây với Dai-ichi Life, do đó thông tin chính thức về việc hợp đồng mới này sẽ đi kèm với một khoản phí trả trước và/hoặc hoa hồng/thưởng hợp đồng cao hơn cho KPI cao hơn hàng

năm là chưa rõ ràng. Theo như quan sát của chúng tôi với thương vụ thương thảo lại gần đây, chúng tôi giả định STB có thể nhận được khoản thưởng hợp đồng cao hơn cùng với KPI bán hàng cao hơn trong 2022. Do đó, các hoạt động bảo hiểm có thể được đẩy mạnh trong 2022.

- *Chi phí dự phòng được giả định ở mức 3,2 nghìn tỷ đồng, trong đó 1,7 nghìn tỷ đồng dùng cho tổng dư nợ cho vay hiện tại do tỷ lệ nợ xấu ước tính tăng lên 1,6% (từ mức hiện tại là 1,47%). Chúng tôi cũng giả định rằng STB sẽ trích lập dự phòng toàn bộ 2,6 nghìn tỷ đồng tài sản có vẫn đề còn lại trong 2022. Tuy nhiên, chúng tôi giả định rằng việc thanh lý trái phiếu VAMC sẽ phụ thuộc vào việc bán cổ phần STB đang được cầm cố tại VAMC. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng dự phòng trích lập cho trái phiếu VAMC sẽ không đang kể trong 2022.*

Bảng: Chi phí dự phòng (triệu đồng)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022F
Dự phòng cho vay	401	1.073	610	1.731	1.671	1.657
Dự phòng VAMC	315	620	1.368	471	1.574	-
Dự phòng tài sản có vấn đề khác	95	(85)	177	828	230	1.725
Điều chỉnh khác	7	(16)	(1)	7	-	-
Tổng chi phí dự phòng	817	1.592	2.153	3.037	3.475	3.382
Dự phòng tài sản có vấn đề (ghi nhận trong chi phí hoạt động)	(420)	73	386	2.313	(110)	862

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

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

Phó Giám đốc

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhhtk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715