

Vài nét về doanh nghiệp

STB là ngân hàng niêm yết lớn thứ 7 của Việt Nam về mặt tài sản, hoạt động tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ và SME. STB đang trong giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới.

Khuyến nghị

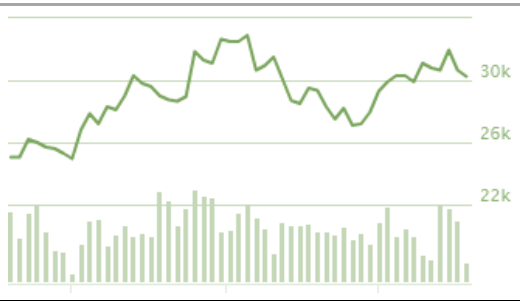
MUA

Giá mục tiêu	35.399
Tiềm năng tăng giá	25%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (14/05/2024)	27.250
Biến động 1 năm	26.300 – 33.300
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	19.602.045
Vốn hóa (Tỷ đồng)	51.372
P/E	6,56x
P/B	1,09x
%NN sở hữu	23,5%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
STB	-6%	-12%	2%
VNindex	-3%	3%	16%

Tỷ lệ sở hữu

VAMC	32,5%
Quý ngoại	23,5%
Khác	44%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hạnh Linh

nhlinh1@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TÍCH CỰC HOÀN THÀNH TRÍCH LẬP TÀI SẢN TỒN ĐỘNG

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu STB là **35.399 đồng/cổ phiếu** dựa trên 2 phương pháp định giá So sánh P/B và Residual Income với mức định giá 1,2x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu STB.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Thu nhập lãi kỳ vọng cải thiện:** Trong 2024, lãi suất tiền gửi giảm về mức thấp kỷ lục và tỷ lệ CASA cải thiện sẽ giúp biên lãi ròng NIM biên lãi ròng NIM duy trì mức 4%. Quy mô tài sản sinh lời tăng nhanh, tín dụng kỳ vọng hồi phục tốt trong 2024 với tăng trưởng tín dụng năm 2024 dự kiến đạt 13% cũng sẽ có tác động tích cực đến thu nhập lãi thuần và lợi nhuận của STB.
- Áp lực trích lập dự phòng giảm đáng kể từ 2024:** Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong năm 2024-đầu 2025. Nhờ đó, áp lực trích lập dự phòng từ năm 2024 trở đi sẽ giảm bớt đáng kể giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.
- Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh và hoàn thành trong 2024-2025:** Thu nhập từ việc đấu giá thành công khoản nợ liên quan KCN Phong Phú đang được thực hiện theo tiến độ tại hợp đồng và thời điểm hạch toán phụ thuộc vào quyết định của Ban lãnh đạo Ngân hàng. Đồng thời, STB vẫn đang tích cực làm việc với các bên liên quan để xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý. 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 2024.

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F
Thu nhập lãi thuần	11,527	11,964	17,147	22,072	25,467
Thu ngoài lãi	5,744	5,740	8,994	4,101	6,678
Tổng thu nhập hoạt động	17,271	17,704	26,141	26,173	32,145
Chi phí hoạt động	10,895	9,829	10,921	12,890	14,867
Dự phòng rủi ro	3,037	3,475	8,882	3,688	4,115
Lợi nhuận trước thuế	3,339	4,400	6,339	9,595	13,164
NIM	2.7%	2.6%	3.4%	3.8%	3.8%
Số dư VAMC (sau trích lập)	22,953	17,706	6,875	1,830	0
ROE	9.6%	10.8%	13.8%	18.3%	20.6%
CIR	63.1%	55.5%	41.8%	49.2%	46.2%
CAR	9.5%	9.9%	9.5%	9.1%	na
Tỷ lệ nợ xấu	1.7%	1.5%	1.0%	2.3%	1.8%
LLCR	93.7%	118.6%	131.0%	68.8%	78.8%
CASA	18.7%	22.5%	18.9%	18.3%	19.1%

Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

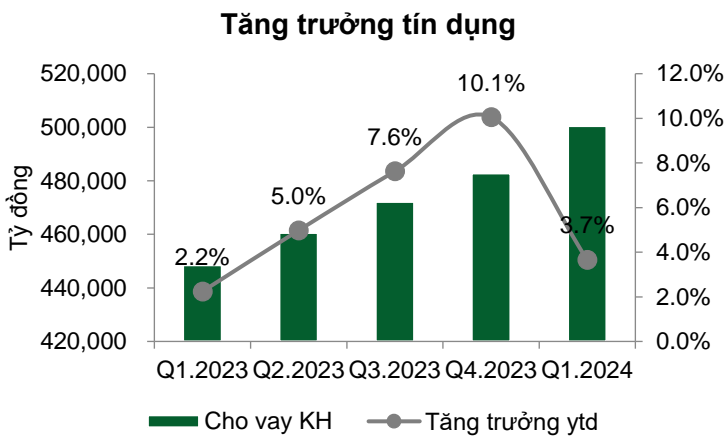
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2024

Lợi nhuận tăng trưởng nhờ tiết giảm chi phí trích lập dự phòng

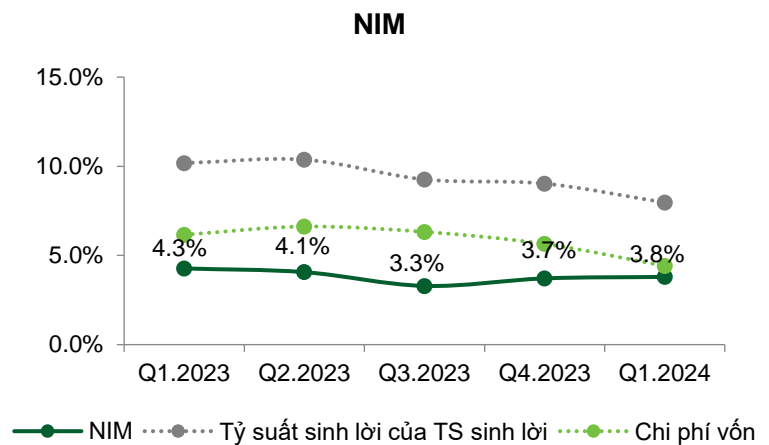
Dư nợ cho vay khách hàng của STB đạt trên 500 nghìn tỷ đồng (+3,7% ytd). Trong đó, cho vay khách hàng cá nhân chiếm khoảng 55% dư nợ; cho vay doanh nghiệp tư nhân chiếm 44% và cho vay doanh nghiệp nhà nước chiếm 1%. Dư nợ cho vay đối với doanh nghiệp thuộc nhóm ngành bất động sản, xây dựng chiếm khoảng 10%. STB không nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp.

Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá đạt 565 nghìn tỷ đồng (+4,7% ytd), cao hơn tăng trưởng tín dụng. Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt khoảng 97 nghìn tỷ đồng (+3,7% ytd), tỷ lệ CASA ở mức 18,2%.

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng



Hình 2: NIM



Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

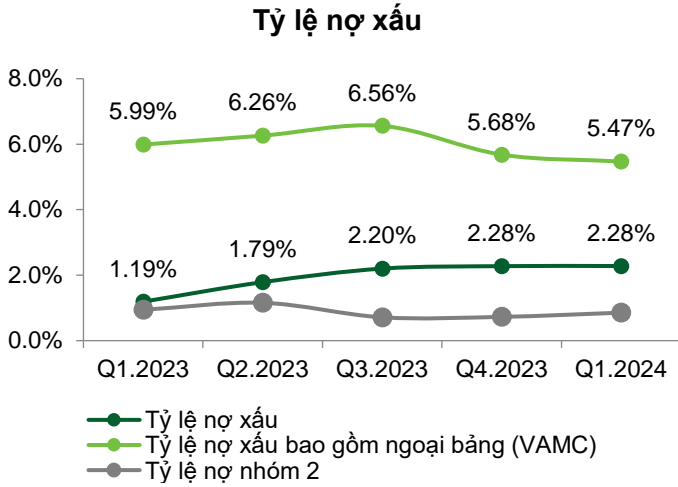
Cuối Q1.2024, STB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động và LNTT đạt lần lượt 6.875 tỷ đồng (+1,1% yoy) và 2.654 tỷ đồng (+11,4% yoy):

- (1) Thu nhập lãi thuần ghi nhận 5.951 tỷ đồng (+2% yoy). Biên lãi ròng NIM đạt 3,8%, tiếp tục cải thiện từ mức đáy tại Q3.2023.
- (2) Thu nhập ngoài lãi đạt 924 tỷ đồng (-4,1% yoy). Thu nhập từ phí dịch vụ giảm 12,2% yoy, khi hoạt động bán chéo bảo hiểm không thuận lợi cùng với việc các chi phí bán hàng tăng cao do phải đưa ra các chương trình ưu đãi về phí để thu hút khách hàng. Thu nhập khác với cấu phần chính từ thu hồi xử lý nợ xấu đã xóa chỉ đạt 16 tỷ đồng (-44,3% yoy) trong điều kiện thị trường bất động sản chậm phục hồi khiến việc thanh lý các tài sản bảo đảm gặp khó khăn.

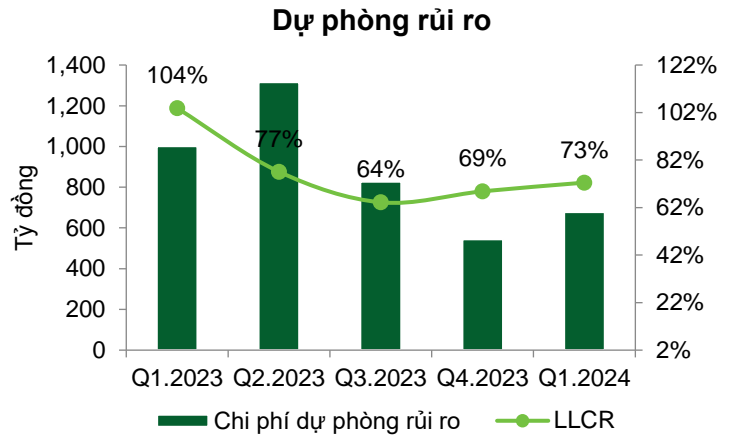
Chi phí hoạt động đạt 3.543 tỷ đồng (+3,7% yoy), tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) đạt 51,5%, tăng nhẹ so với mức 49,2% của năm 2023.

Tỷ lệ nợ xấu nội bảng duy trì mức 2,28%, trong đó nợ xấu phân bổ đều ở cả nhóm khách hàng bán buôn và bán lẻ, một phần nợ xấu CIC kéo theo đến từ khách hàng lớn và khách hàng vay qua thẻ tín dụng. Tỷ lệ nợ nhóm 2 tương đối thấp ở mức 0,85%, là dấu hiệu tích cực cho thấy chất lượng tài sản đang được kiểm soát tốt. Nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 khoảng 1.000 tỷ đồng, chiếm 0,2% tổng dư nợ tín dụng. Chi phí dự phòng ghi nhận 678 tỷ đồng (-32,3% yoy), tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng lên 73%.

Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu



Hình 5: Dự phòng rủi ro



Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng

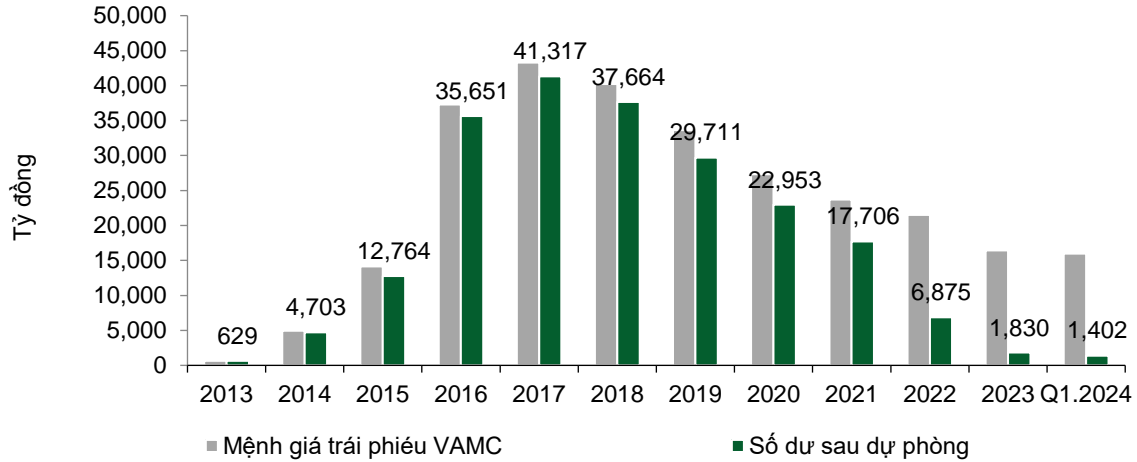
Nhờ đẩy mạnh trích lập, thoái lui dự thu và thanh lý các tài sản tồn đọng, tỷ trọng tài sản không sinh lời của STB đã giảm xuống còn 6,6% tổng tài sản (so với mức trên 20% trong các năm đầu của Đề án tái cơ cấu). Tính tới cuối Q1.2024, dư nợ xấu VAMC sau dự phòng chỉ còn 1.402 tỷ đồng. Trong đó có một số tài sản bảo đảm đáng chú ý bao gồm:

- 18 khoản nợ với dư nợ gốc 5.134 tỷ được đảm bảo bằng tài sản tại KCN Phong Phú đã được đấu giá thành công với giá trị trên 7.900 tỷ đồng. Hiện STB đã thu được 20% trên tổng số tiền đấu giá và bên mua sẽ thanh toán theo tiến độ hoàn thành hồ sơ pháp lý dự án, dự kiến phần còn lại được hoàn trả trong 2 năm 2024-2025.
- 32,5% cổ phần STB của Trầm Bê được dùng để bảo đảm cho khoản nợ gốc khoảng 10.000 tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi. Số cổ phần này có giá trị thị trường khoảng hơn 17.000 tỷ đồng ở thời điểm hiện tại.

Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh thị trường bất động sản dần hồi phục và nguồn vốn cấp cho các nhà đầu tư dự án được nới lỏng, STB có thể đẩy nhanh quá trình thu hồi tiền đấu giá và hoàn thiện hồ sơ hạch toán cho khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú trước kế hoạch. Bên cạnh đó, Sacombank vẫn đang tiếp tục làm việc với các bên liên quan để được thông qua kế hoạch xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý, đồng thời cần thêm khoảng thời gian chọn lựa nhà đầu tư do số lượng sở hữu lớn.

Hình 6: Số dư trái phiếu VAMC

Trái phiếu VAMC STB



Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG

Thu nhập lãi kỳ vọng cải thiện

STB đã hoàn tất xử lý lãi dự thu và đưa phần lớn các tài sản tồn đọng ra khỏi bảng cân đối. Trong 2024, lãi suất tiền gửi giảm về mức thấp kỷ lục và tỷ lệ CASA cải thiện sẽ giúp biên lãi ròng NIM duy trì mức 4%. Quy mô tài sản sinh lời tăng nhanh, tín dụng kỳ vọng hồi phục tốt trong 2024 với tăng trưởng tín dụng năm 2024 dự kiến đạt 13% cũng sẽ có tác động tích cực đến thu nhập lãi thuần và lợi nhuận của STB.

Áp lực trích lập dự phòng giảm đáng kể từ 2024

Nhờ tích cực thu hồi nợ và sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại dồi dào, STB đã trích lập và xử lý, thu hồi 100% trái phiếu VAMC (trích lập 100% cho trái phiếu chưa xử lý, phần còn lại đã xử lý và thực thu tiền mặt, chờ hoàn tất thủ tục tất toán). Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong năm 2024-đầu 2025. Nhờ đó, áp lực trích lập dự phòng từ năm 2024 trở đi sẽ giảm bớt đáng kể giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.

Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh và hoàn thành trong 2024-2025

Thu nhập từ việc đấu giá thành công khoản nợ liên quan KCN Phong Phú đang được thực hiện theo tiến độ tại hợp đồng và thời điểm hạch toán phụ thuộc vào quyết định của Ban lãnh đạo Ngân hàng. Trong bối cảnh thị trường bất động sản dần hồi phục và nguồn vốn cấp cho các nhà đầu tư dự án được nới lỏng, chúng tôi cho rằng STB có thể đẩy nhanh quá trình thu hồi tiền đấu giá và khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú sẽ đủ điều kiện hoàn nhập trích lập vào đầu 2025.

Đồng thời, STB vẫn đang tích cực làm việc với các bên liên quan để xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý. 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 2024. Việc chuyển nhượng thành công 32,5% cổ phần STB với mức giá dự kiến trên 30.000 đồng/cổ phiếu sẽ là tiền đề quan trọng giúp STB trở lại cuộc đua một cách mạnh mẽ do có thể cùng lúc giải quyết 2 vấn đề về nợ xấu tồn đọng và chủ sở hữu.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro trì hoãn trong quá trình xử lý tài sản tồn đọng

Những chậm trễ trong việc thu hồi và thanh lý tài sản đảm bảo trước diễn biến không thuận lợi của thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán có thể khiến quá trình xử lý nợ xấu chậm hơn so với kế hoạch.

Rủi ro nợ xấu

Nợ xấu có thể gia tăng kéo chi phí dự phòng tăng nhanh khi nền kinh tế và thị trường bất động sản chậm phục hồi ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khách hàng trong năm 2024-2025. Riêng khoản nợ cho vay Bamboo Airways có dư nợ tại thời điểm cuối Q1.2024 là 3.583 tỷ đồng, chiếm 0,7% tổng tín dụng. Theo Ngân hàng, các khoản vay của Bamboo đang được phân loại vào nhóm 1 và không trích lập dự phòng cụ thể, đồng thời đã được bổ sung thêm tài sản đảm bảo bằng bất động sản. Chúng tôi cho rằng các khoản vay này vẫn tiềm ẩn rủi ro tín dụng cho STB trong ngắn hạn trong trường hợp điều kiện vĩ mô không thuận lợi khiến quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp kéo dài hơn dự kiến.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng 2024

Chúng tôi ước tính STB đạt **13.164 tỷ đồng LNTT năm 2024 (+37,2% yoy)**, tương đương EPS đạt 5.586 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 29.965 đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2022	2023	Tăng trưởng	2024F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	17,147	22,072	28.7%	25,467	15.4%
Tổng thu nhập hoạt động	26,141	26,173	0.1%	32,145	22.8%
Dự phòng rủi ro	-8,882	-3,688	-58.5%	-4,115	11.6%
Lợi nhuận trước thuế	6,339	9,595	51.4%	13,164	37.2%
ROE	13.8%	18.3%		20.6%	

Nguồn: VCBS ước tính

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 35.399 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng, ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu STB là 35.399 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	34,460	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	36,339	50%
Giá hợp lý	35,399	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: MUA

STB là một trong những ngân hàng cổ phần tư nhân quy mô lớn, có hoạt động kinh doanh cốt lõi hiệu quả trong ngành ngân hàng. Sau những vấn đề lớn về chất lượng tài sản đến từ việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam, STB đã bước vào giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng quá trình xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh và hoàn thành trong năm 2024-2025 khi các thị trường tài sản có dấu hiệu hồi phục.

Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu STB với giá trị hợp lý là **35.399 đồng/cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Hạnh Linh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

nhlinh1@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>