

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

02/12/2022

Chuyên viên phân tích – Nguyễn Đức Huy

huynd1@kbsec.com.vn

Ngân hàng đang rất gần mục tiêu xử lý toàn bộ VAMC

Quy mô nợ xấu và VACM theo Đề án đã giảm từ 45 nghìn trong năm 2015 xuống chỉ còn khoảng 17 nghìn tỷ vào cuối quý 3 2022, nợ xấu theo đề án đã được ngân hàng xử lý toàn bộ. Sacombank đặt mục tiêu có thể xử lý dứt điểm VAMC thông qua bán đấu giá 18 khoản nợ được đảm bảo bằng KCN Phong Phú và 32.5% cổ phần STB đang được thế chấp tại VAMC ngày trong năm 2023.

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ giai đoạn 2003 - 2025

Chúng tôi đánh giá Sacombank có thể đạt được tăng trưởng lợi nhuận cao hơn cho giai đoạn 2023 – 2025 do các lý do sau (1) Hoàn thành xử lý lãi phải thu giúp biên lãi thuần quay trở về mức hấp dẫn hơn; (2) Ngân hàng đã hoàn thành xử lý nợ xấu theo Đề án cùng kỳ vọng có thể tất toán trái phiếu VAMC trong năm 2023 góp phần giảm mạnh cho phí dự phòng; (3) Nhờ đẩy mạnh trích lập dự phòng trong quá khứ mà STB sẽ có các khoản hoàn nhập dự phòng nếu đấu giá thành công tài sản.

Định giá thay đổi sau khi xử lý xong nợ xấu

STB và ACB có nhiều điểm tương đồng trong quy mô tài sản, vốn chủ, dư nợ cho vay và cơ cấu tập khách hàng tuy nhiên lợi nhuận đang có sự chênh lệch lớn do STB vẫn đang trong quá trình xử lý VAMC. Định giá của ACB đã cải thiện rõ rệt sau khi xử lý xong nợ xấu do đó chúng tôi kỳ vọng định giá của STB sẽ tốt hơn sau khi hoàn thành Đề án.

STB còn nhiều lợi thế để mở rộng tiền gửi không kỳ hạn

Ngân hàng có đầy đủ lợi thế để có thể tiếp tục mở rộng CASA trong thời gian tới nhờ (1) Sacombank đã xây dựng hệ thống thanh toán quốc tế rất toàn diện từ đó trở thành sự lựa chọn hàng đầu của doanh nghiệp xuất nhập khẩu; (2) Tiếp tục đẩy mạnh phát triển các sản phẩm thẻ tín dụng liên kết cùng các chương trình khuyến mãi nhằm kích thích các hoạt động thanh toán, tiêu dùng.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 28,650 đồng/cổ phiếu

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của cổ phiếu STB là 28,650 VND/cp, cao hơn 46.9% so với giá đóng cửa của tại ngày 01/12/2022. Khuyến nghị MUA.

Mua

Giá mục tiêu	VND 28,650
Tăng/Giảm	46.9%
Giá hiện tại (01/12/2022)	19,500
Giá mục tiêu bình quân	35,700
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	41,003

Dữ liệu giao dịch

SLCP đang lưu hành (%)	94.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	276.65
Sở hữu nước ngoài (%)	9.2%
Cơ cấu cổ đông	Dragon Capital (6.09%) Eximbank (4.73%)

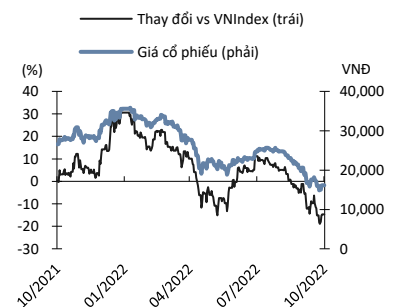
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-21.6	-34.6	-41.7	-39.3
Tương đối	-13.7	-23.3	-22.5	-15.0

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	11,527	11,964	16,713	23,242
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	6,376	7,954	13,539	16,143
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	2,682	3,411	4,841	10,581
EPS	1,248	1,630	2,568	5,613
Tăng trưởng EPS (%)	11.5%	30.6%	57.5%	118.6%
PER (x)	8.95	9.71	11.16	5.11
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	13,329	16,223	18,994	24,028
PBR (x)	0.84	0.98	1.51	1.19
ROE (%)	9.6%	10.8%	13.2%	23.7%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

THÔNG TIN TỔNG QUAN

Dưới sự lãnh đạo của ông Đặng Văn Thành, Sacombank đã trở thành một ngân hàng hàng đầu trong ngành và tiên phong trong hoạt động thanh toán, ngoại hối.

Việc được các tổ chức nước ngoài như Tập đoàn Tài chính Dragon Financial Holdings (Anh Quốc), Công ty Tài chính Quốc tế (IFC) và Ngân hàng ANZ tham gia góp vốn đã cho thấy sự hấp dẫn của Sacombank thời điểm đó.

Ban lãnh đạo của STB liên tục thay đổi và cho tới thời điểm hiện tại ông Dương Công Minh – cựu chủ tịch Tập đoàn Him Lam và Ngân hàng TMCP Liên Việt, được bầu làm Chủ tịch HĐQT.

Dưới thời ông Dương Công Minh, STB đã và đang lấy lại vị thế của mình. Quá trình xử lý nợ xấu theo Đề án tái cơ cấu của ngân hàng cũng có những bước tiến vượt bậc.

Tính đến thời điểm hiện tại ngân hàng có 566 điểm giao dịch, bao phủ 53/64 tỉnh thành và chỉ đứng sau nhóm NHTMCP có vốn nhà nước.

Quá trình hình thành và phát triển

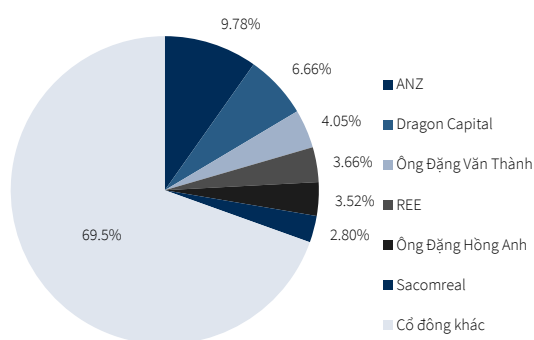


Cơ cấu sở hữu

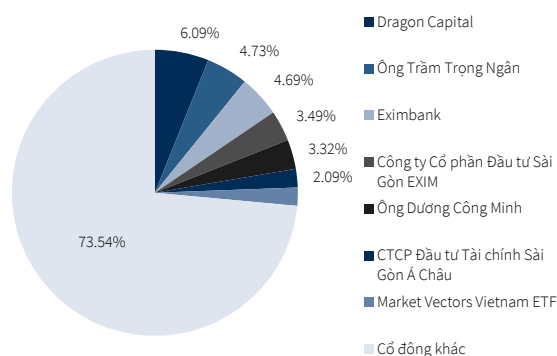
Cơ cấu sở hữu của Sacombank tương đối biến động trong suốt quá trình hình thành và phát triển của ngân hàng. Tính đến thời điểm hiện tại Dragon Capital đang là cổ đông lớn nhất, sở hữu tới 6.09% cổ phần thông qua hai quỹ thành viên là CTBC Vietnam Equity Fund (2 triệu cổ phiếu) và Norges Bank (300.000 cổ phiếu). Kể đến là ông Trầm Trọng Ngân dù đang thụ án nhưng vẫn sở hữu 4.73% cổ phần. Ngân hàng Eximbank từng là cổ đông lớn nắm giữ tới 9.5% cổ phần vào thời điểm trước năm 2018 cũng đã giảm tỷ lệ sở hữu xuống chỉ còn 4.69% do các quy định về sở hữu chéo của Ngân hàng Nhà nước. Ông Dương Công Minh – chủ tịch HĐQT ngân hàng nắm giữ khoảng 2.09% cổ phần tại Sacombank.

Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu tại STB năm 2011

Biểu đồ 2. Cơ cấu sở hữu tại STB năm 2022



Nguồn: STB, KBSV

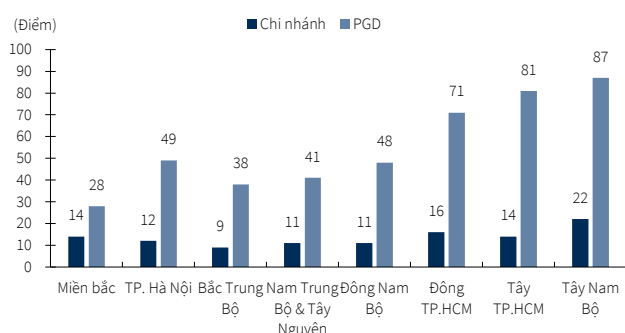


Nguồn: STB, KBSV

Quy mô hoạt động

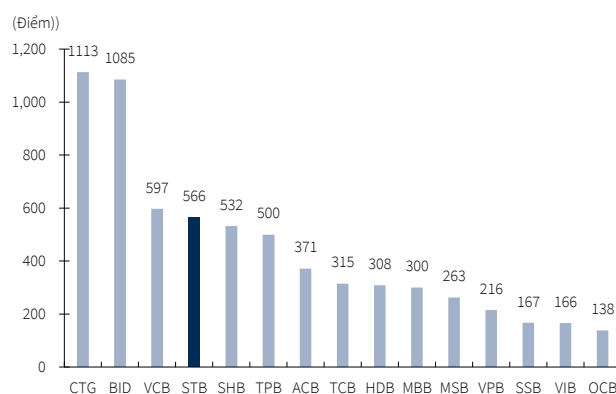
Quy mô mạng lưới của Sacombank chỉ đứng sau nhóm ngân hàng nhà nước gồm Viettinbank, BIDV và Vietcombank. Tính đến cuối năm 2021, Sacombank có 566 điểm giao dịch tại 51/64 tỉnh thành. Địa bàn hoạt động của ngân hàng tập trung chủ yếu tại khu vực miền Nam với khoảng 350 điểm giao dịch (chiếm 62%), khu vực miền Trung có khoảng 99 điểm và tại miền Bắc là 102 điểm giao dịch. STB cũng là ngân hàng tư nhân có tỷ lệ bao phủ rộng nhất tại khu vực miền Nam. Đáng chú ý, Sacombank đang sở hữu mạng lưới chấp nhận thanh toán lớn nhất Việt Nam với gần 122.000 điểm giao dịch POS/mPOS/QR và hơn 150 đối tác kết nối dịch vụ thanh toán online.

Biểu đồ 3. Chi nhánh và phòng giao dịch



Nguồn: Báo cáo thường niên

Biểu đồ 4. Quy mô so với các ngân hàng khác

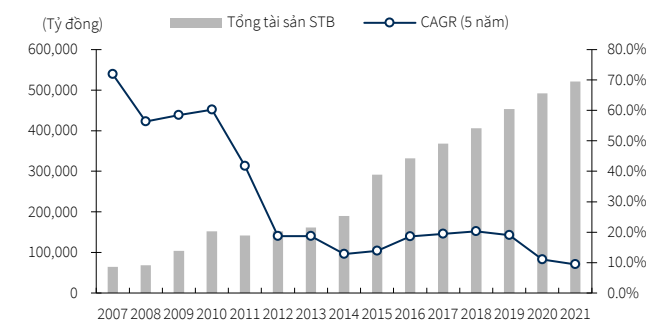


Nguồn: BCTN các ngân hàng, KBSV

Ngân hàng ghi nhận tăng trưởng bình quân 5 năm của tổng tài sản ấn tượng từ năm 2010 trở về trước, duy trì trong khoảng 60-70%/năm. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có dấu hiệu chững lại trong giai đoạn 2011 – 2015, nguyên nhân chính đến từ khủng hoảng kinh tế nhưng đây cũng là giai đoạn mà cơ cấu sở hữu của ngân hàng có những biến động lớn. Tổng tài sản tăng mạnh 53.8%YoY trong năm 2015 khi sát nhập với Ngân hàng Phương Nam. Từ năm 2015 trở đi ngân hàng duy trì tăng trưởng tài sản bình quân ở mức 20% mỗi năm – thuộc top cao trong ngành. Tăng trưởng tài sản chậm lại trong 2020 và 2021 dưới tác động của dịch Covid-19, tuy nhiên nếu so với các NH TMCP tư nhân khác thì tốc độ tăng trưởng của STB đang chậm hơn đáng kể. Sau khi hợp nhất với Ngân hàng TMCP Phương Nam (PNB), tổng tài sản của STB đạt 292 nghìn tỷ đồng, gia

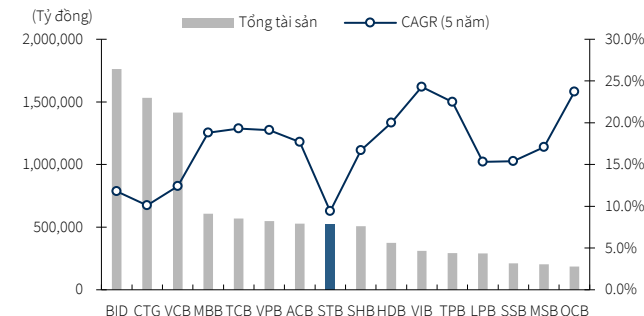
nhập top 5 ngân hàng lớn nhất. Ngân hàng duy trì vị trí top 5 từ 2015 – 2019 nhờ tốc độ tăng trưởng khả quan tuy nhiên, đến cuối năm 2021, ngân hàng tụt xuống vị trí thứ 9 do hoạt động bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.

Biểu đồ 5. Tăng trưởng tổng tài sản của STB từ 2007 - 2021



Nguồn: STB, KBSV

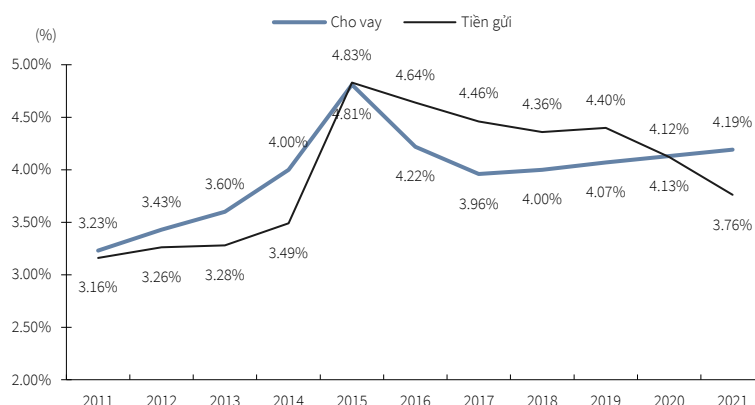
Biểu đồ 6. Tổng tài sản của các ngân hàng 2021



Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Thị phần cho vay và huy động của Sacombank lần lượt tăng mạnh lên mức 4.81% và 4.83% trong năm 2015 nhờ sát nhập Ngân hàng Phương Nam. Dù tốc độ tăng trưởng có chậm lại trong những năm tiếp theo nhưng STB vẫn duy trì được thị phần của mình trong ngành nhờ mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch rộng khắp trên cả nước cùng sự uy tín đã được gây dựng trong nhiều năm trước đó. Tính đến cuối năm 2021, quy mô dư nợ cho vay của STB vẫn đứng đầu nhóm Ngân hàng TMCP tư nhân và thị phần tín dụng đạt 4.19%. Trong khi đó, Sacombank đang mất dần thị phần vốn huy động vào tay các đối thủ cạnh tranh khác như MBB, ACB, TCB trong 2020 và 2021.

Biểu đồ 7. Thị phần cho vay và huy động của STB từ 2011 - 2021



Nguồn: STB, KBSV

Quản trị và chiến lược kinh doanh

Mục tiêu ngân hàng bán lẻ hàng đầu cùng chuyển đổi số hóa toàn diện.

Với mục tiêu trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu cùng với chuyển đổi số hoá toàn diện Sacombank đã lên kế hoạch làm việc cùng các Công ty tư vấn và công nghệ hàng đầu thế giới như E&Y, IBM, Temenos... để hoạch định nhiều Chiến lược kinh doanh số trong toàn hệ thống. Ngân hàng tiếp tục rà soát, tinh gọn hệ thống văn bản lập quy và quy trình nội bộ, kết hợp tự động hóa/số hóa để rút ngắn thời gian tác nghiệp, giao dịch từ 15 - 25% và kiểm soát số lượng sai sót dưới mục tiêu. Đi kèm với đó là đẩy mạnh ứng dụng công nghệ, golve các tính năng hiện đại, đa dạng hóa tiện ích và thu hút sự quan tâm của khách

hàng về các sản phẩm số như: Kết nối API chuyển khoản tự động 24/7; Chuyển khoản ngoại tệ trên eBanking, bán ngoại tệ theo tỷ giá thỏa thuận trên Sacombank Pay; Mở tính năng thẻ doanh nghiệp...

Đến cuối năm 2021, ngân hàng đã đạt được một số thành tựu đáng chú ý như: đạt hơn 2,5 triệu users trên kênh Sacombank Pay, tăng 91% so với năm 2020, và đạt hơn 3 triệu users Internet Banking/Mobile Banking, tăng gần 20% so với năm 2020; doanh số giao dịch qua kênh điện tử tăng 43%YoY và tỷ lệ giao dịch thanh toán qua kênh số chiếm tới 80% tổng giao dịch tại Sacombank. Dù vậy tốc độ chuyển đổi số của Sacombank vẫn còn tương đối chậm nếu so với các đối thủ trong ngành như TCB, MBB, TPB hay VPB. Nguyên nhân chính đến từ việc ngân hàng phải tập trung nguồn lực để xử lý nợ xấu và tài sản tồn đọng hậu sát nhập. Quá trình xử lý nợ xấu và tài sản tồn đọng theo đề án đang dần đi đến hồi kết tạo dư địa tăng trưởng cho mảng ngân hàng số của STB.

Sacombank đặt kế hoạch đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu, tài sản tồn đọng còn lại và sớm hoàn thành Đề án tái cơ cấu trước thời hạn là năm 2025

Tính đến cuối 2021, mức thu hồi lũy kế từ khi triển khai đề án (2017) là 58,306 tỷ đồng, đạt 67.9% kế hoạch tổng thể Đề án đến 2025, vượt 7.9% tiến độ đã đề ra. Quy mô dư nợ trái phiếu VAMC thuộc đề án tái cơ cấu giảm về còn 17 nghìn tỷ vào cuối 2021. Từ đó giá trị tài sản tồn đọng thuộc Đề án chỉ còn khoảng 41,689 tỷ đồng, giảm 57% so với cuối năm 2016 và chỉ còn chiếm 8% tổng tài sản. Sacombank đặt mục tiêu có thể tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC ngay trong 2023 thông qua 2 phương án là (1) Bán đấu giá 32.5% cổ phần đang được VAMC quản lý, BLĐ cho biết giá bán phải từ 32-34,000 đồng/cp mới có thể xử lý toàn bộ VAMC; (2) Bán đấu giá 18 khoảng nợ được đảm bảo bằng KCN Phong Phú, dư nợ gốc và lãi là khoảng 16 nghìn tỷ VND.

Mục tiêu trở thành hình mẫu của Bancassurance Việt Nam

Sớm nhận thấy được thị trường bảo hiểm tại Việt Nam còn rất tiềm năng, Sacombank là một trong những ngân hàng tiên phong trong hoạt động liên kết kinh doanh bảo hiểm thông qua thỏa thuận hợp tác cùng Dai-ichi Life, sau 5 năm, ngân hàng ghi nhận tốc độ tăng trưởng phí mới bình quân hằng năm đạt gần 60%/năm trong khi tỷ lệ tăng trưởng của toàn ngành luôn ổn định ở mức trên 20%/ năm. Nhờ đó, Sacombank đứng thứ 5 trong ngành về doanh thu phí ký mới trong năm 2021 và đứng thứ 2 toàn ngành sau 8 tháng đầu năm nay. Nhờ những kết quả vượt bậc trong hoạt động phân phối bảo hiểm, vào cuối năm 2021, Sacombank và Dai-ichi Life đã ký kết nâng tầm hợp đồng đại lý bảo hiểm độc quyền trên cơ sở hợp tác đã được hai bên thiết lập từ ngày 06/09/2017. Tiếp tục khẳng định sẽ mang lại quyền lợi tối ưu nhất cho khách hàng khi lựa chọn tham gia bảo hiểm của Dai-ichi Life Việt Nam được phân phối thông qua Sacombank.

Trong năm 2022, Sacombank sẽ tận dụng mạng lưới phân phối rộng lớn kết hợp công nghệ thông tin để có thể nhanh chóng đưa sản phẩm bảo hiểm đến từng gia đình khách hàng. Ngoài ra, thông qua việc triển khai bán hàng ngay trên ứng dụng Sacombank Pay, Sacombank hướng đến mở rộng khả năng tiếp cận và thay đổi nhận thức khách hàng trẻ (Gen Y, Z) năng động, quan tâm và tham gia bảo hiểm sớm.

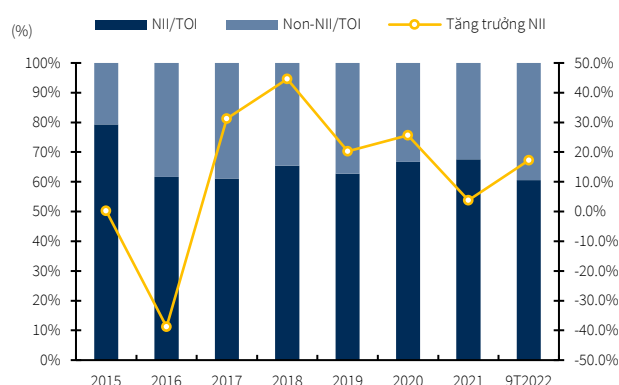
MÔ HÌNH KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu

Hoạt động tín dụng vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhưng ngân hàng đã và đang đẩy mạnh thu ngoài lãi

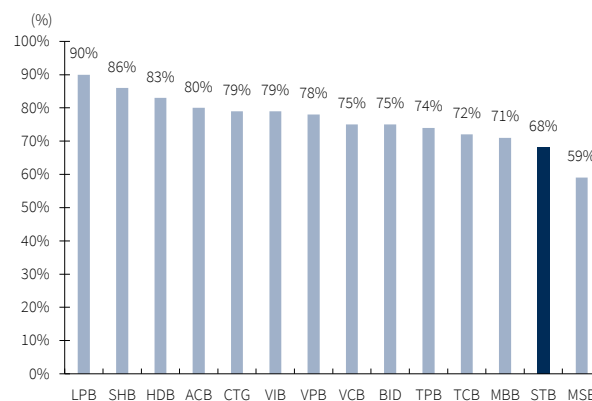
Thu từ hoạt động tín dụng vẫn đóng vai trò chủ đạo trong ngành ngân hàng ở Việt Nam với tỷ lệ thu lãi thuần luôn chiếm từ 70-80% tổng thu hoạt động. Câu chuyện tương tự tại Sacombank khi thu nhập lãi thuần (NII) cũng chiếm tỷ trọng tương đối lớn tuy nhiên, cơ cấu nguồn thu tại đây đang ở mức lý tưởng hơn khi NII thường chỉ chiếm từ 60%-68% TOI trong giai đoạn 2016 - 2021. Thu nhập lãi thuần quý 3 ghi nhận kết quả khả quan hơn giúp NII 9T đạt 11 nghìn tỷ VND, tăng 17.3%YoY và chiếm 60.6% tổng thu hoạt động. Tỷ lệ NII/TOI thấp cho thấy ngân hàng đang đa dạng hóa nguồn thu tương đối tốt.

Biểu đồ 8. Cơ cấu thu hoạt động của STB từ 2015 - 2021



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 9. Tỷ trọng thu lãi thuần của các ngân hàng



Nguồn: BCTC các ngân hàng

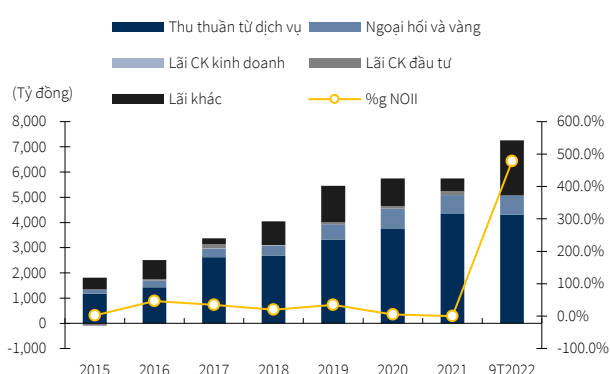
Hoạt động tín dụng vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhưng ngân hàng đã và đang đẩy mạnh thu ngoài lãi

Thu nhập ngoài lãi

Sacombank vẫn đang đi đúng xu thế khi đảm bảo các nguồn thu của mình được đa dạng hóa khi thu ngoài lãi (NOII) thường đóng góp tới 32-40% tổng thu hoạt động của ngân hàng.

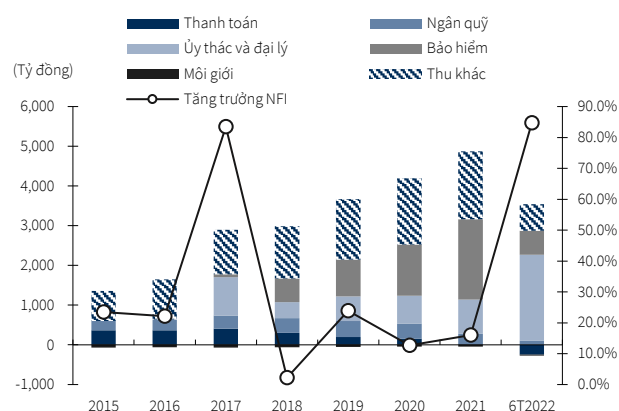
Về cơ cấu Non-NII, thu nhập thuần từ phí vẫn là nguồn thu ngoài lãi chính, kể đến là hoạt động kinh doanh ngoại hối/vàng và cuối cùng là thu thuần từ hoạt động khác. Thu thuần từ hoạt động khác tăng đột biến trong giai đoạn 2018 – 2020 đến chủ yếu từ phí trả chậm hợp đồng chuyển nhượng tài sản liên quan đến KCN Đức Hòa. Nợ gốc của thương vụ này chỉ còn khoảng 1,160 tỷ đồng vào cuối 2Q2022 và được kỳ vọng với tiến độ như trên thì đối tác sẽ trả đủ trong năm nay, do đó nguồn thu từ hoạt động khác sẽ ít có tăng trưởng đột biến hơn giai đoạn trước. Hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng đã dần ổn định và đóng góp đáng kể cho nguồn thu ngoài lãi của ngân hàng với mức tăng trưởng bình quân là khoảng 22.7%/năm. Thu ngoài lãi 9 tháng đầu năm đạt 7,259 tỷ VND, tăng 477.6%YoY nhờ khoản thu đột biến ngoài lãi từ việc xử lý khoản nợ liên quan KCN Sóng Thần và thu thuần từ dịch vụ tăng 87.8YoY.

Biểu đồ 10. Cơ cấu thu ngoài lãi của STB từ 2015 – 6T2022



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 11. Cơ cấu thu dịch vụ của STB từ 2015 – 6T2022



Nguồn: STB, KBSV

Cơ cấu thu dịch vụ: (1) Thu từ hoạt động bảo hiểm ghi nhận tăng trưởng bình quân ấn tượng, ở mức 128%/năm sau thỏa thuận hợp tác độc quyền cùng Dai-ichi Life vào năm 2017. Tỷ trọng mảng này tăng lên mức 41.9% vào cuối 2021 từ mức chỉ khoảng 20.4% vào năm 2018; (2) Hoạt động ủy thác và đại lý đóng góp khoảng 10-12% vào cơ cấu thu dịch vụ; (3) Thu dịch vụ khác cũng chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong cơ cấu thu dịch vụ; (4) đáng chú ý, thu từ hoạt động thanh toán chỉ đóng góp 1 phần rất nhỏ cho ngân hàng trong những năm gần đây với nguyên nhân chính đến từ việc Sacombank đẩy mạnh các chương trình khuyến mại cho khách hàng sử dụng thẻ tín dụng. Trong những năm tới thu từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm sẽ đóng vai trò là nguồn thu ngoài lãi chính cho ngân hàng. Ngân hàng ghi nhận 3,276 tỷ VND (+84%YoY) thu thuần từ hoạt động dịch vụ trong nửa đầu năm nay với động lực chính đến từ khoản phí bất thường Sacombank nhận được sau khi ký thỏa thuận nâng tầm hợp đồng đại lý bảo hiểm độc quyền cùng Dai-ichi Life (khoản phí này được ghi nhận vào thu từ ủy thác và đại lý).

Cơ cấu phân bổ tín dụng

Ngân hàng có quy mô cho vay cá nhân đứng thứ 2 toàn ngành

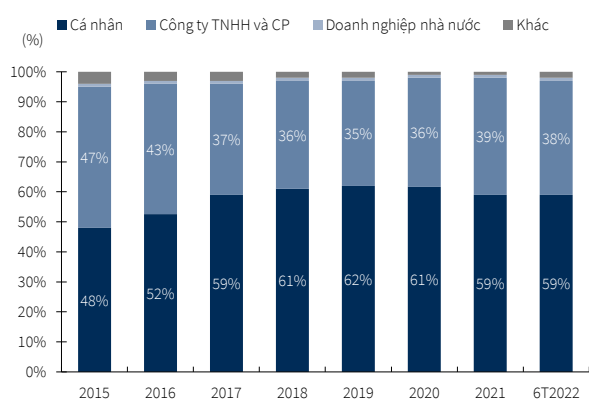
Theo đối tượng cho vay: Sacombank là một trong những ngân hàng đi đầu trong lĩnh vực bán lẻ với tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay cá nhân bình quân đạt ~30%/năm trong giai đoạn 2011 – 2017. Tỷ trọng cho vay cá nhân cũng tăng mạnh từ 33.8% lên mức 59% trong giai đoạn trên. Từ sau năm 2017 tốc độ tăng trưởng dư nợ bình quân chậm hơn do chất lượng tài sản sụt giảm sau khi tiếp nhận tổ chức tín dụng (TCTD) yếu kém khiến room tín dụng được giao thấp hơn. Từ đó, tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay cá nhân chỉ khoảng 14.8%/năm trong giai đoạn 2017 – nay. Tỷ trọng cho vay bán lẻ trong giai đoạn này cũng không tiếp tục mở rộng mà chỉ duy trì ổn định quanh mức 59-62%. Cho vay kinh doanh hộ gia đình chiếm gần 50% cho vay cá nhân, kể đến là cho vay phát triển nông nghiệp nông thôn và cho vay mua nhà.

Cho vay khách hàng doanh nghiệp ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh hơn, ở mức 16.2%/năm và thường chiếm tỷ trọng khoảng 35-40%. Sacombank đang

phục vụ khoảng 200 nghìn khách hàng doanh nghiệp với dư nợ cho vay tính đến cuối năm 2021 là khoảng 160 nghìn tỷ đồng và đóng góp khoảng 26% thu nhập toàn hàng. Được biết Sacombank định hướng sẽ đẩy mạnh khai thác tập khách hàng doanh nghiệp trong 5 năm tới.

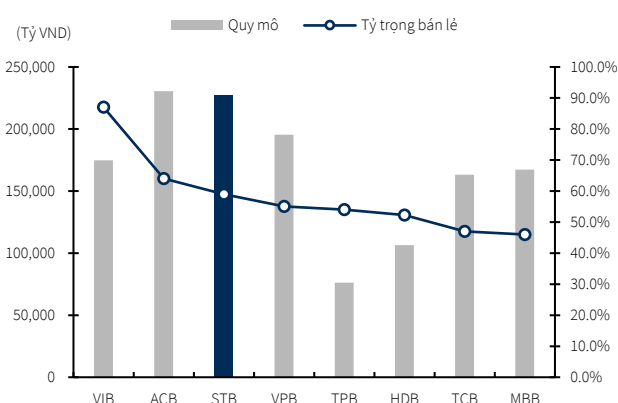
STB hiện đứng thứ 3 về tỷ lệ cho vay bán lẻ trong ngành ngân hàng, chỉ đứng sau VIB và ACB (**Biểu đồ 13**). Còn về quy mô dư nợ, STB đứng vị trí thứ 2 sau ACB. Tính đến cuối năm số lượng khách hàng cá nhân tại Sacombank đã đạt mốc 9.8 triệu khách – gấp 3 lần so với cuối năm 2015. Khối khách hàng cá nhân thường đóng góp tới 74% tổng thu nhập toàn hàng. Xu thế chung của ngành ngân hàng trong thời gian tới là đẩy mạnh khai thác tập khách hàng bán lẻ, do đó có thể thấy Sacombank đang có lợi thế rất lớn nhờ đã có kinh nghiệm và tập khách hàng được xây dựng qua nhiều năm. Đẩy mạnh số hóa ngân hàng cùng xử lý toàn bộ tài sản tồn đọng sẽ là động lực chính giúp ngân hàng đạt được tốc độ tăng trưởng dư nợ bán lẻ cao hơn trong thời gian tới.

Biểu đồ 12. Cơ cấu cho vay theo tập khách hàng



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 13. Quy mô và tỷ trọng cho vay bán lẻ



Nguồn: BCTC các ngân hàng, KBSV

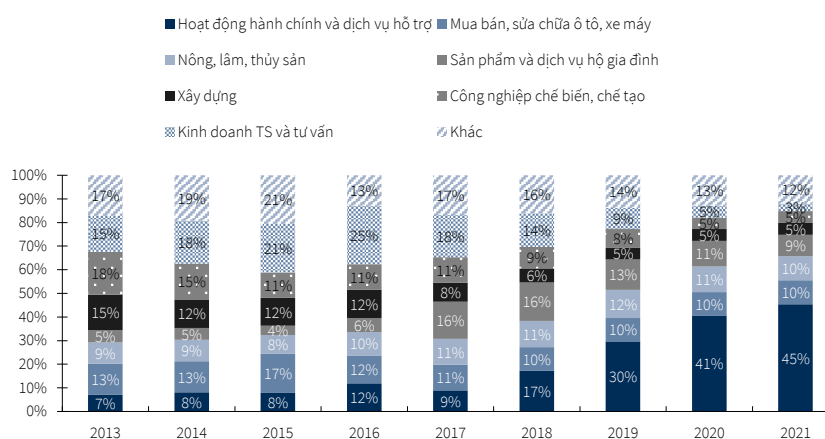
Sacombank hướng tới các ngành nghề dịch vụ hỗ trợ, sản xuất ít rủi ro hơn và được hỗ trợ khi nền kinh tế hồi phục

Theo ngành nghề cho vay: Giai đoạn 2016 trở về trước Sacombank liên tục đẩy mạnh cho vay kinh doanh tài sản và tư vấn với tỷ trọng thường chiếm trên 20% trên tổng dư nợ cho vay.

Giai đoạn trước năm 2016, hoạt động cho vay của Sacombank tập trung vào mảng kinh doanh tài sản và tư vấn (hoạt động này còn được coi như kinh doanh bất động sản) và xây dựng. Động thái này là theo xu thế của ngành, kể từ khi Thông tư 36/2014TT-NHNN được ban hành thay đổi tỷ lệ rủi ro cho vay bất động sản được cắt giảm từ 250% xuống 150% và tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn tăng từ 30% lên 60%, luật Nhà ở và luật Kinh doanh Bất động sản được ban hành, từ đó tạo điều kiện cho các ngân hàng bắt đầu rót tín dụng vào ngành này. Tính đến cuối 2016 tỷ trọng 2 mảng này chiếm tới 37% cơ cấu cho vay. Nhận thấy thị trường bất động sản đang tăng quá nóng, NHNN ban hành Thông tư 19/2017TT-NHNN, theo đó nâng tỷ lệ rủi ro cho vay kinh doanh bất động sản lên 200% và giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn xuống 45%. Do đó, Sacombank cũng chủ động cắt giảm tỷ trọng cho vay của 2 ngành nghề trên nhằm giảm thiểu rủi ro cho danh mục và chuyển dịch dần sang cho vay cá nhân mua, sửa chữa nhà. Tỷ trọng

kinh doanh bất động sản và xây dựng tính đến cuối 2021 chỉ còn khoảng 8% trên tổng dư nợ. Ngay từ đầu năm nay Sacombank đã chủ động ngừng giải ngân các khoản vay bất động sản để tập trung nguồn lực cho hoạt động sản xuất kinh doanh, hỗ trợ cho sự hồi phục của nền kinh tế. Điều này hoàn toàn phù hợp với định hướng của Ngân hàng Nhà nước.

Biểu đồ 14. Cơ cấu cho vay theo ngành nghề



Nguồn: STB, KBSV

Tỷ trọng cho vay mua, bán ô tô, xe máy tương đối ổn định ở mức 13% và tăng lên mức 17% sau sát nhập vì mảng này chiếm chủ yếu trong danh mục cho vay của Ngân hàng Phương Nam. Từ 2015 đến nay, tỷ trọng mảng này ổn định ở mức 10% và đóng vai trò quan trọng trong hoạt động cho vay bán lẻ của ngân hàng. Mảng cho vay lĩnh vực nông, lâm, thủy sản duy trì tỷ trọng ổn định ở mức 9-10% từ năm 2013 tới nay với quy mô dư nợ tăng trưởng bình quân 5 năm ở mức 21.9%/năm. Sacombank hiện đang đứng đầu nhóm NH TMCP tư nhân về quy mô cho vay lĩnh vực nông, lâm, thủy sản.

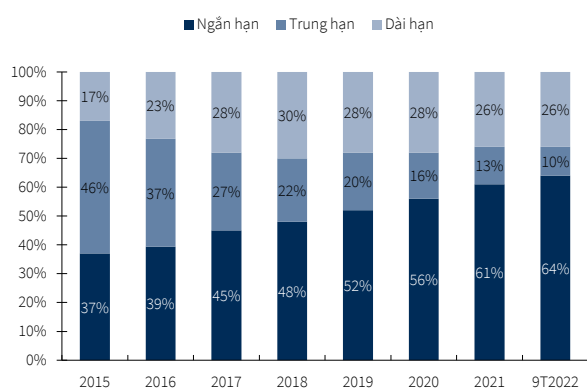
Đáng chú ý, mảng cho vay hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ (chủ yếu là cho vay cá nhân và hộ kinh doanh) tăng mạnh từ năm 2017 và dần trở thành mảng kinh doanh chủ đạo của STB, tính đến cuối năm 2021 tỷ trọng mảng này chiếm tới 45% tổng dư nợ. Tốc độ tăng trưởng dư nợ bình quân 5 năm lên tới 48.4%/năm.

Theo kỳ hạn cho vay: Tỷ trọng cho vay dài hạn tương đối ổn định trong những năm gần đây khi thường chiếm từ 25-30% tổng dư nợ cho vay. Từ năm 2015 đến nay có sự dịch chuyển đáng kể từ cho vay trung hạn sang cho vay ngắn hạn, từ mức 46% xuống chỉ còn khoảng 10% vào cuối quý 2 năm 2022. Sự chuyển dịch này phù hợp với xu hướng mở rộng cho vay bán lẻ và đẩy mạnh tài trợ vốn lưu động cho các doanh nghiệp. Ngoài ra tỷ lệ cho vay dài hạn thấp cũng giúp ngân hàng đảm bảo quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn, trong bối cảnh Ngân hàng Nhà nước đang có lộ trình giảm tỷ lệ này xuống chỉ còn 30% từ sau tháng 10/2023 (**Biểu đồ 15**).

Biến động cơ cấu tài sản sinh lãi: Cơ cấu tài sản sinh lãi của ngân hàng duy trì ổn định qua các năm với cho vay khách hàng luôn chiếm khoảng 87%. Tăng trưởng hoạt động cho vay duy trì ở mức 15% trong những năm gần đây, tương

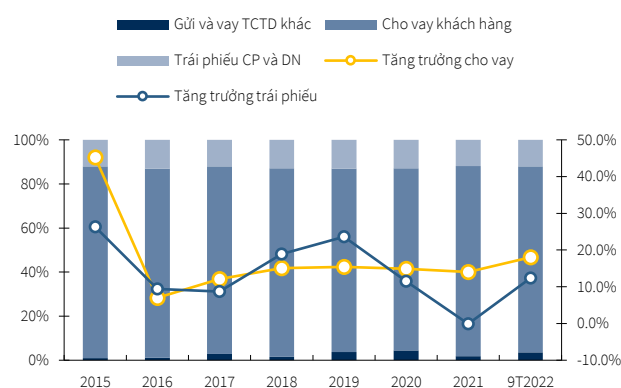
đương với mức trung bình toàn ngành. Tỷ trọng danh mục trái phiếu đầu tư thường chỉ chiếm khoảng 13% tổng tài sản sinh lãi. Sacombank rất thận trọng trong việc đầu tư công cụ nợ khi danh mục chứng khoán đầu tư của ngân hàng chỉ bao gồm trái phiếu chính phủ và hầu như không có trái phiếu doanh nghiệp. Nhờ đó nguồn thu từ lãi của STB sẽ ít chịu ảnh hưởng của việc Ngân hàng Nhà nước siết chặt hoạt động đầu tư trái phiếu tại các tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất trái phiếu chính phủ liên tục tăng như hiện nay thì ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt với việc suy giảm danh mục trái phiếu đang nắm giữ. Đây là rủi ro tiềm ẩn vì con số thực tế sẽ chỉ xuất hiện trên báo cáo nội bộ, trong trường hợp ngân hàng xử lý danh mục trái phiếu bị giảm giá thì sẽ gây nên lỗ từ mua bán chứng khoán đầu tư. Huy động vốn không quá dư thừa và được sử dụng hết cho hoạt động tín dụng nên cho vay liên ngân hàng của Sacombank chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu tài sản sinh lãi, chỉ khoảng 2-4%. **(Biểu đồ 16).**

Biểu đồ 15. Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 16. Cơ cấu tài sản sinh lãi



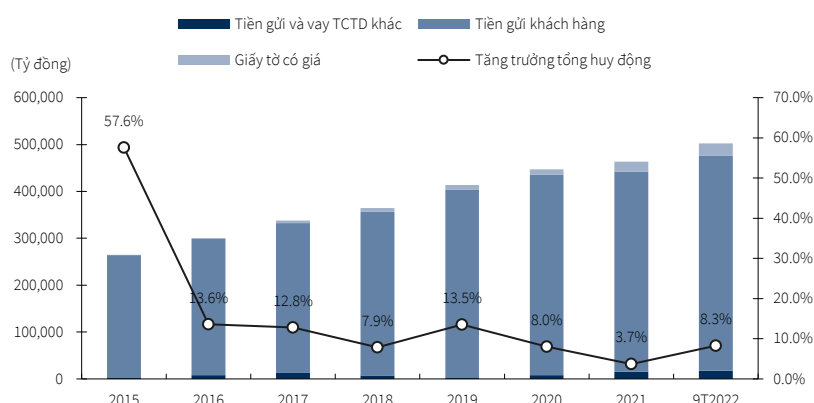
Nguồn: STB, KBSV

Huy động vốn từ thị trường 1 vẫn là chủ yếu. Ngân hàng cần đẩy mạnh huy động từ thị trường 2 và giấy tờ có giá.

Cơ cấu nguồn vốn huy động

Từ **(Biểu đồ 18)** ta có thể thấy nguồn vốn huy động của Sacombank đến chủ yếu từ tiền gửi khách hàng, thường chiếm tới 96%. Huy động từ thị trường 2 và giấy tờ có giá dù đã được cải thiện nhưng vẫn rất khiêm tốn, chiếm 7.8% tổng nguồn vốn vào cuối 2021. Giai đoạn trước năm 2019, tăng trưởng huy động được duy trì đều đặn hàng năm với CAGR 5 năm là 19.8%/năm hỗ trợ tích cực cho cho tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, việc quá phụ thuộc vào tiền gửi khách hàng khiến nguồn vốn huy động của Sacombank bị thiếu hụt trong 2 năm diễn ra đại dịch.

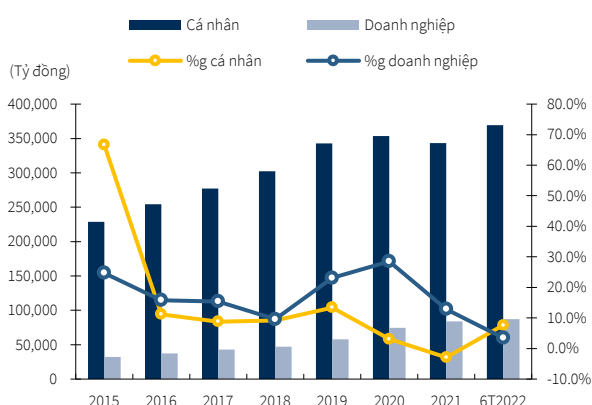
Tiền gửi khách hàng tăng trưởng chậm lại khiến ngân hàng bắt buộc phải mở rộng huy động vốn từ thị trường 2 (liên ngân hàng) và từ giấy tờ có giá, tăng trưởng lần lượt ở mức 93.3%YoY và 89.4%YoY trong 2021. Nhờ đó, tổng nguồn vốn huy động vẫn tăng nhẹ 3.7%YoY. Tổng nguồn vốn 9T2022 tăng trưởng khả quan hơn ở mức 8.3%YTD, đạt 502 nghìn tỷ VND. Dù ghi nhận tăng trưởng dương nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng tín dụng khoảng 15% hằng năm do đó trong thời gian tới Sacombank cần tận dụng những lợi thế sẵn có về độ phủ chi nhánh cùng những chiến lược marketing hiệu quả nhằm tăng nguồn vốn huy động.

Biểu đồ 17. Cơ cấu nguồn vốn huy động từ 2015 - 2021

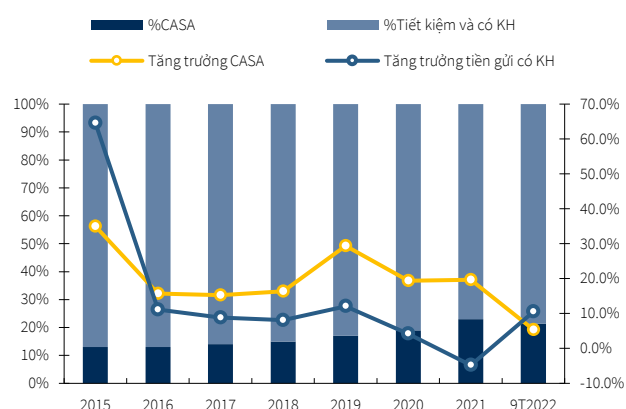
Nguồn: STB, KBSV

Là một ngân hàng bán lẻ nên tiền gửi khách hàng cá nhân của Sacombank thường chiếm tới 85% tổng tiền gửi khách hàng (**Biểu đồ 18**). Quy mô tiền gửi khách hàng cá nhân đạt 343 nghìn tỷ VND, CAGR 5 năm đạt 6.2%/năm. Tiền gửi khối khách hàng doanh nghiệp ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao hơn, đạt 17.7%/năm trong cùng giai đoạn trên. Chúng tôi nhận thấy tiền gửi khách hàng của Sacombank vẫn chịu một mức độ rủi ro tập trung nhất định do thị trường miền Nam là tâm dịch trong năm 2021. Đi kèm với môi trường lãi suất thấp khiến người dân không còn mặn mà với việc gửi tiền khiến tiền gửi có kỳ hạn giảm 4.2%YoY. Trong khi đó, hoạt động thanh toán được hưởng lợi trực tiếp từ giãn cách xã hội đi kèm với việc người dân chuyển hướng sang các kênh đầu tư khác như chứng khoán, bất động sản, vàng. Các doanh nghiệp cũng trong xu hướng sử dụng tiền nhàn rỗi của mình đi đầu tư do sản xuất bị đình trệ và khi nền kinh tế hồi phục thì nhu cầu thanh toán tiền hàng hóa quay trở lại. Ngoài ra, các khuyến mại khi mở tài khoản thanh toán, mở thẻ tín dụng cũng giúp tăng tiền gửi không kỳ hạn (CASA). Nhờ đó, CASA của Sacombank vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan như các năm trước ở mức 19% trong 2020 và 2021 (**Biểu đồ 19**). Tỷ lệ CASA đạt 22.6% vào cuối 2021 – đứng thứ 5 toàn ngành.

9 tháng đầu năm, tiền gửi CASA ghi nhận tăng trưởng chậm hơn do môi trường lãi suất cao khiến tiền gửi có kỳ hạn hấp dẫn hơn cùng với việc doanh nghiệp sử dụng tiền gửi sẵn có khi nguồn vốn tín dụng bị hạn chế. CASA 9T đạt 21.4%.

Biểu đồ 18. Cơ cấu tiền gửi theo tập khách hàng

Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 19. Tăng trưởng CASA và tiền gửi có kỳ hạn

Nguồn: STB, KBSV

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

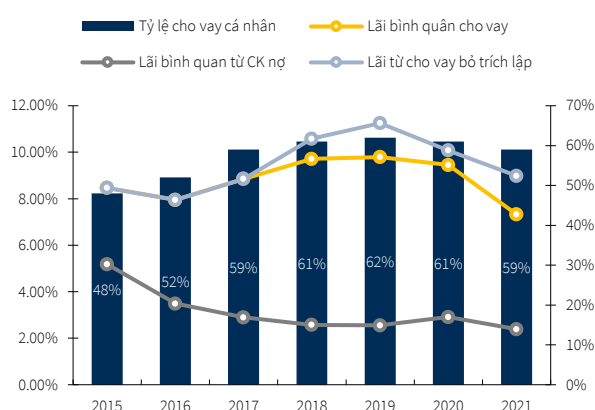
Khả năng sinh lời

Tỷ suất sinh lời của tài sản giảm sâu dưới áp lực hỗ trợ doanh nghiệp và đẩy mạnh phân bổ lãi dự thu

Như đã phân tích ở trên cơ cấu tài sản sinh lãi của Sacombank chủ yếu là cho vay khách hàng và trái phiếu chính phủ. Lợi suất cho vay luôn ở mức cao trong ngành nhờ tỷ trọng cho vay bán lẻ liên tục được cải thiện qua các năm. Lợi suất từ cho vay ghi nhận xu hướng giảm mạnh trong năm 2021, giảm tới 2.12 điểm % xuống còn 7.33%. Chúng tôi cho rằng một vài nguyên nhân chính khiến lợi suất đầu ra của ngân hàng giảm sâu là do (1) Khách hàng của Sacombank chủ yếu là hộ kinh doanh, tiểu thương, cho vay nông, lâm, thủy sản tương đối nhạy cảm với các biện pháp giãn cách xã hội trong thời gian dài; (2) Ngân hàng liên tục đưa ra các gói hỗ trợ cho khách hàng. Sacombank cũng đang xúc tiến xin room Gói lãi suất 2% để hỗ trợ khách hàng của mình; (3) Đẩy mạnh phân bổ lãi dự thu vào thu từ lãi (khoảng 6 nghìn tỷ VND) trong năm 2021. Câu chuyện tương tự cho nửa đầu năm 2022 khi ngân hàng phân bổ tới 5 nghìn tỷ lãi dự thu khiến thu từ lãi bị thu hẹp. Nếu loại bỏ khoản mục này ra thì lợi suất cho vay bình quân 2021 của STB có thể lên tới 8.98%.

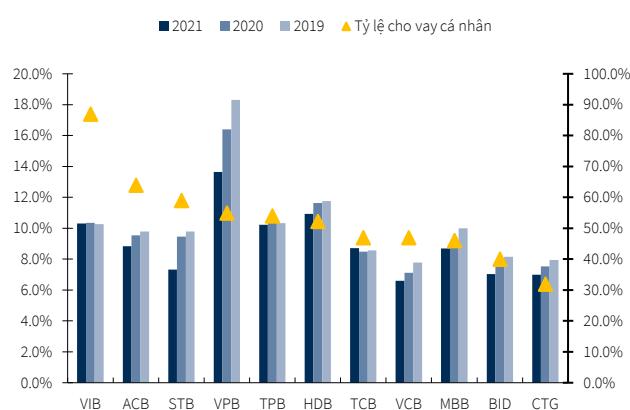
Việc tăng cường trích lập lãi phải thu khiến lợi suất từ hoạt động cho vay của Sacombank vẫn tương đối thấp trong nhóm NHTMCP tư nhân. Nếu bỏ đi khoản mục này thì lợi suất cho vay bình quân của STB có thể lên tới 9-11% - phù hợp hơn với lợi thế quy mô cho vay bán lẻ đứng thứ 3 toàn ngành.

Biểu đồ 20. Lợi suất tài sản sinh lãi từ 2015 – 2021 (%)



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 21. Lợi suất cho vay của các ngân hàng từ 2019 - 2021



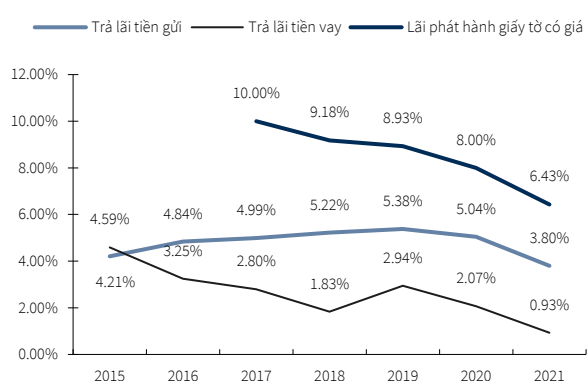
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Ngân hàng đẩy mạnh tiền gửi CASA nhằm giảm chi phí vốn hiện đang ở mức cao trong ngành

Chi phí lãi tiền gửi giảm sâu 1.6 điểm % trong giai đoạn 2020 – 2021 do Ngân hàng Nhà nước cắt giảm lãi suất điều hành khoảng 1.5 điểm % nhằm giảm áp lực chi phí vốn cho các ngân hàng. Tương tự chi phí lãi tiền vay (thị trường 2) và lãi từ phát hành giấy tờ có giá của STB cũng liên tục được tiết giảm trong giai đoạn trên (**Biểu đồ 22**). Tuy nhiên, nếu so sánh chi phí vốn của STB với ngành hay các ngân hàng khác thì ta thấy STB luôn thuộc nhóm cao và cao hơn trung bình ngành khoảng 0.5 điểm %. STB cũng thuộc nhóm ngân hàng có lãi suất tiền gửi cao ở trong ngành đi kèm với việc tỷ trọng tiền gửi có kỳ hạn vẫn chiếm chủ yếu là nguyên nhân chính khiến chi phí vốn cao như vậy.

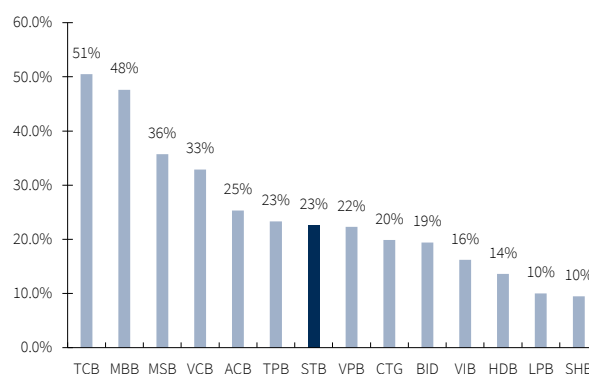
Tỷ lệ CASA của Sacombank liên tục được cải thiện trong giai đoạn 2015 – 2021, từ 13% lên mức 22.8%. Tốc độ tăng trưởng tiền gửi CASA bình quân đạt 19.2%/năm – tương đương tốc độ tăng trưởng của toàn ngành. Chúng tôi cho rằng Sacombank hoàn toàn có đủ khả năng cạnh tranh với các ngân hàng khác trong việc khai thác tiền gửi CASA nhờ độ phủ đứng thứ 4 toàn ngành, hệ thống thanh toán cùng các dịch vụ ngoại hối được xây dựng một cách hoàn thiện và đẩy mạnh khai thác mảng thẻ tín dụng, thẻ thanh toán. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất huy động tăng nhanh thì tốc độ tăng của CASA sẽ chậm lại.

Biểu đồ 22. Chi phí các nguồn vốn huy động của STB



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 23. Tỷ lệ CASA của các ngân hàng 2021



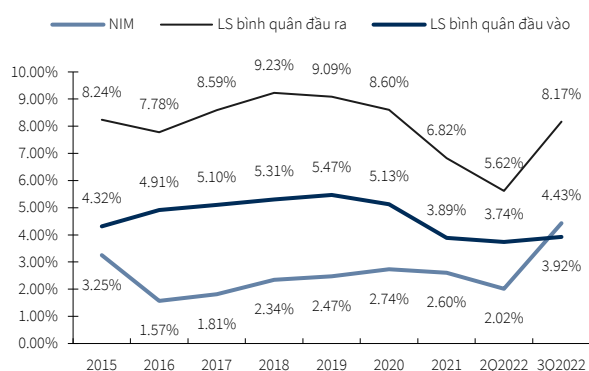
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Dù chịu áp lực từ chi phí vốn nhưng biên lãi thuần vẫn có thể mở rộng

Dù chịu áp lực từ việc trích lập chi phí lãi phải thu nhưng biên lãi thuần (NIM) của ngân hàng vẫn ghi nhận xu hướng tăng tích cực từ mức 1.57% trong năm 2016 lên mức 2.47% vào 2019. NIM liên tục giảm sâu từ 2020 – 6T2022 do khả năng sinh lời của danh mục tín dụng suy giảm đi kèm với đó là ngân hàng đẩy mạnh trích lập tới 5-6 nghìn tỷ lãi dự thu. Do đó, NIM cuối quý 2 năm 2022 giảm 0.58 điểm % so với đầu năm, đạt 2.02%. Nếu so với các ngân hàng khác thì NIM của STB đang thuộc top dưới và cách rất xa so với mức 3.8% của ngành (**Biểu đồ 24**).

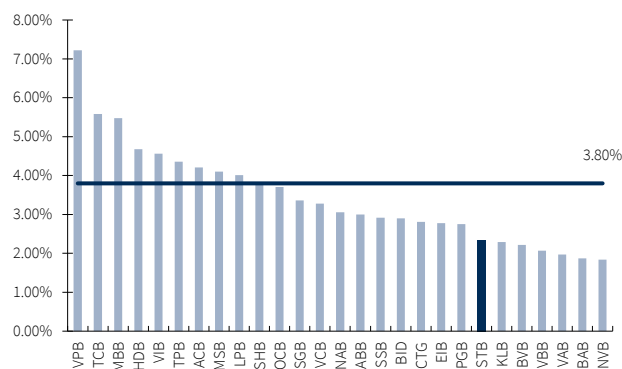
Như đã phân tích ở trên lợi suất đầu ra của STB trong thời gian tới sẽ có sự cải thiện rõ rệt nhờ (1) không phải trích lập lãi dự thu theo Đề án; (2) lãi suất cho vay chuẩn bị vào thời kỳ tái định lại, bù đắp lãi suất huy động tăng cao. Việc triển khai Gói lãi suất 2% vẫn sẽ có những tác động trái chiều nhưng không đáng kể. Trong khi đó, lãi suất đầu vào vẫn sẽ tiếp tục xu hướng tăng do (1) FED vẫn sẽ tăng lãi suất và NHNN sẽ tăng theo để níu giữ tỷ giá; (2) Huy động từ thị trường 2 cũng đang trở nên đắt đỏ khi lãi suất liên ngân hàng còn tăng cao hơn thời điểm trước đại dịch. Nhân tố tác động có lợi nhất vẫn là việc không phải trích lập dự thu trong khi đó lãi suất cho vay sẽ dần bắt kịp với lãi huy động do chủ yếu cho vay các kỳ hạn ngắn, từ đó chúng tôi cho rằng biên lãi thuần của STB sẽ cải thiện trong thời gian tới. Thật vậy ta thấy ngay NIM đã có sự cải thiện rõ rệt trong quý 3, đạt 4.43% gấp 2.2 lần so với quý 2 (**Biểu đồ 25**).

Biểu đồ 24. Biên lãi thuần của STB từ 2015 – 1H2022



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 25. Biên lãi thuần của các ngân hàng 2Q2022

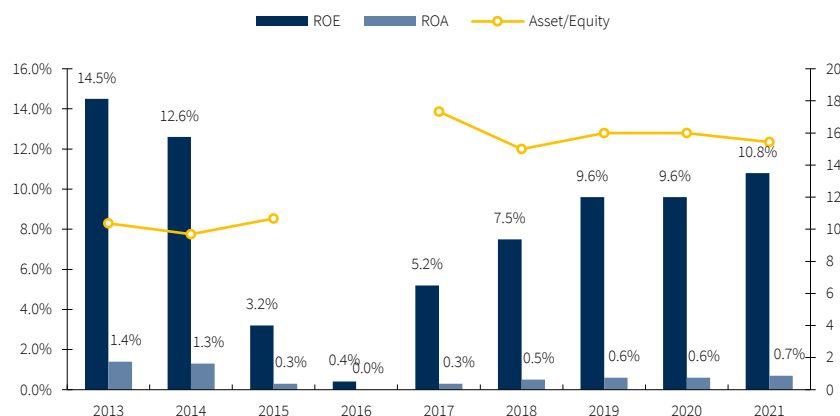


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

ROA và ROE dù đang cải thiện nhưng vẫn thuộc nhóm thấp nhất trong ngành

Trong giai đoạn trước sát nhập (trước 2015), hoạt động của STB rất hiệu quả khi ROA và ROE luôn thuộc top đầu ngành. Giai đoạn sau sát nhập (2015 – nay), 2 tỷ lệ này của STB sụt giảm nghiêm trọng đến mức tỷ lệ ROA trong năm 2016 là 0% và ROE là 0.4%. Có thể thấy thương vụ sát nhập với Ngân hàng Phương Nam đem lại nhiều hệ lụy cho Sacombank hơn do lợi nhuận chưa cân xứng với quy mô tăng thêm của tài sản và vốn chủ sở hữu do bị bào mòn bởi nợ xấu. ROE liên tục có sự cải thiện từ năm 2017 trở đi tuy nhiên vẫn thuộc nhóm thấp trong ngành, tương tự với ROA cuối năm 2021 chỉ khoảng 0.7% trong khi trung bình ngành là 1.3%. Tỷ lệ đòn bẩy hoạt động (TS/Vốn chủ sở hữu) luôn duy trì ở mức cao, trên 15 lần trong những năm gần đây. ROE và ROA trong những năm tới được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn khi Sacombank xử lý xong nợ xấu và VAMC thuộc đề án.

Bảng 26. ROA và ROE của STB



Nguồn: STB, KBSV

Ngân hàng cần có các biện pháp kiểm soát chi phí hoạt động tốt hơn do CIR đang cao nhất ngành.

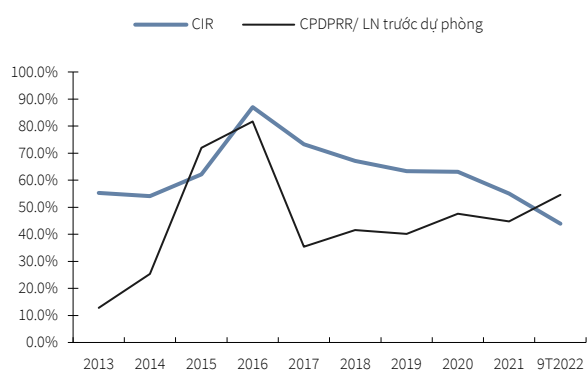
Hiệu quả hoạt động

Tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro trên Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro đạt đỉnh vào 2 năm 2015 và 2016 tương ứng với thời điểm hậu sát nhập khi Sacombank phải đẩy mạnh trích lập dự phòng nợ xấu và trái phiếu VAMC đi kèm với đó là các khoản lãi phải trả cho khách hàng gửi tiền tại Phương Nam tăng cao khiến tổng thu hoạt động bị thu hẹp. Từ năm 2017, trở đi STB mới bước vào quá trình tái cơ cấu, việc bán bớt nợ cho VAMC giảm bớt áp lực dự phòng nên tỷ lệ CPDRR/LN trước dự phòng giảm xuống còn 35.4%. Tỷ lệ này vẫn ghi nhận xu

hướng tăng trong những năm và quý gần đây cho thấy những quyết tâm của Sacombank trong việc xử lý nợ xấu và trái phiếu VAMC (**Biểu đồ 27**).

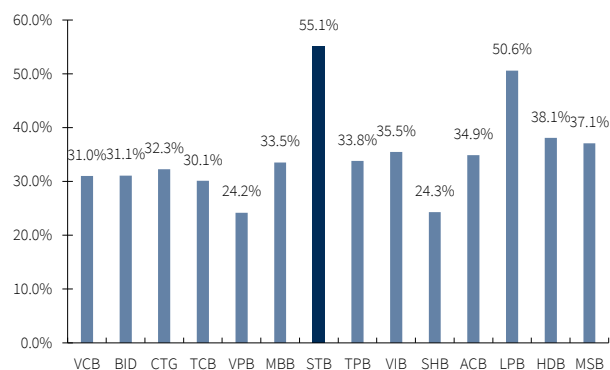
Tỷ lệ CIR tăng mạnh và tạo đỉnh tại 87% vào năm 2016 do quy mô nhân sự tăng nhanh cũng như hiệu quả hoạt động của các chi nhánh được sát nhập thấp. Tỷ lệ CIR đang có xu hướng giảm dần về mức trước sát nhập, cuối năm 2021 là 55.1%. Dù vậy, nếu so sánh với các ngân hàng khác thì CIR của STB đang thuộc nhóm cao nhất ngành (**Biểu đồ 28**). Sacombank đang có những nỗ lực trong việc kiểm soát chi phí hoạt động thông qua việc tiếp tục rà soát, tinh gọn hệ thống văn bản lập quy và quy trình nội bộ, kết hợp tự động hóa/số hóa để rút ngắn thời gian tác nghiệp, giao dịch từ 15 - 25% và kiểm soát số lượng sai sót dưới mục tiêu. Đồng thời, tăng cường khai thác có hiệu quả các hệ thống công nghệ về quản lý khách hàng (CRM), phê duyệt tín dụng online (LOS), Quản lý thu hồi xử lý nợ (DMC)... Tỷ lệ CIR 3Q2022 đã cải thiện rõ rệt xuống còn 43.9%.

Biểu đồ 27. CIR và tỷ lệ CPDPRR/LN trước DPRR



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 28. Tỷ lệ CIR Của các ngân hàng



Nguồn: Báo cáo Ngân hàng, KBSV

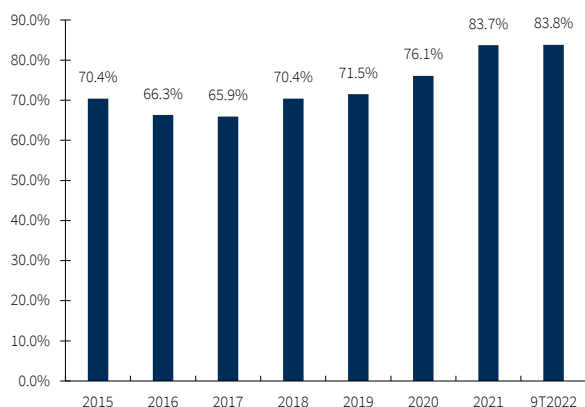
Chỉ số an toàn vốn và thanh khoản

LDR cao làm giảm dư địa tăng trưởng tín dụng

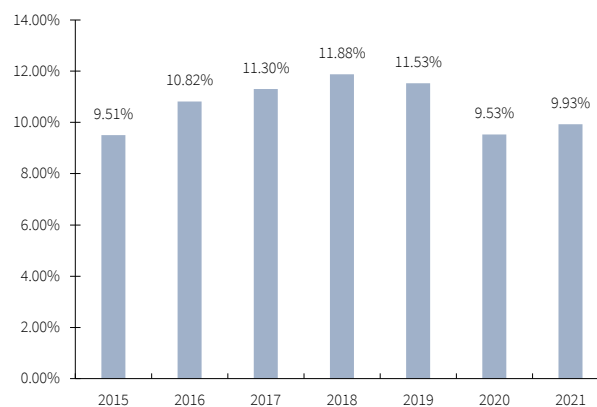
Huy động tiền gửi chậm lại trong 2 năm dịch bệnh khiến tỷ lệ LDR (theo TT36) của Sacombank lên tục tăng lên mức 83.8% vào cuối quý 3 2022, rất sát với ngưỡng quy định 85% của Ngân hàng Nhà nước. Nhờ các khoản cho vay của Sacombank hướng tới khách hàng cá nhân với khả năng xoay vốn nhanh nên cũng phần nào giảm bớt áp lực thanh khoản cho ngân hàng. Dù vậy, việc tỷ lệ LDR quá cao như hiện nay sẽ làm giảm dư địa tăng trưởng quy mô dư nợ tín dụng từ đó ngân hàng sẽ mất đi lợi thế khi nền kinh tế tăng trưởng. Sacombank vẫn còn dư địa để huy động từ thị trường 2 và giấy tờ có giá, hiện đang mới chỉ chiếm khoảng 7.8% trên tổng nguồn vốn.

Hệ số an toàn vốn vẫn ở mức an toàn và đang dần cải thiện

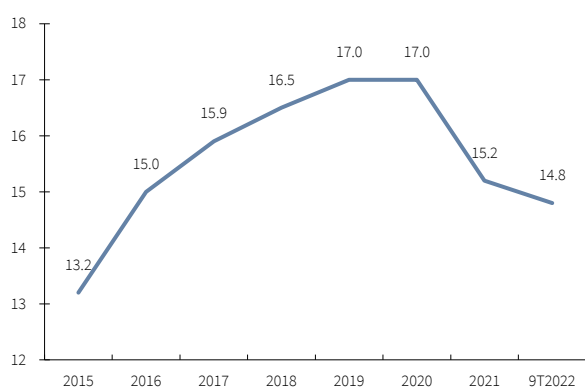
Sacombank chính thức ứng dụng Basel II vào hoạt động Ngân hàng theo đúng lộ trình NHNN đã định hướng tại Thông tư 41 vào năm 2020. Việc tăng trọng số các tài sản có rủi ro đi kèm với việc tập khách hàng nhạy cảm cao với tình hình dịch bệnh khiến tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của Sacombank giảm từ 11.53% xuống 9.53% vào cuối năm 2020. CAR cuối năm 2021 cải thiện lên mức 9.93% dần tiến gần tới mục tiêu của NHNN là đến năm 2023, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng thương mại đạt tối thiểu 10 - 11%.

Biểu đồ 29. Tỷ lệ LDR của STB từ 2015 - 2022

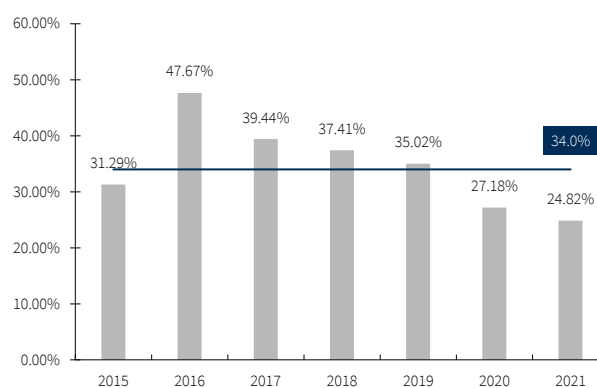
Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 30. Tỷ lệ CAR của STB từ 2015 - 2021

Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 31. Hệ số đòn bẩy của STB từ 2015 - 2022

Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 32. Tỷ lệ Vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn

Nguồn: BCTN STB, KBSV

Tỷ lệ đòn bẩy dù đang có dấu hiệu thu hẹp nhưng vẫn ở mức cao

Hệ số Tổng TS/Vốn chủ sở hữu của Sacombank liên tục mở rộng từ năm 2015 lên mức 17 lần và đang có dấu hiệu hạ nhiệt khi giảm về còn 15.2 lần vào cuối năm 2021 (**Biểu đồ 34**). Tỷ lệ an toàn tham khảo từ Moody's là 10x, ngoài ra trung bình ngành ngân hàng hiện nay đang chỉ khoảng 12.6 lần. Tỷ lệ này càng cao thì dư địa tăng trưởng tín dụng ngày càng bị thu hẹp, do đó Sacombank cần có chiến lược mở rộng nguồn vốn huy động hiệu quả hơn.

Cơ cấu cho vay bán lẻ kỳ hạn ngắn giúp tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn vẫn theo lộ trình

Việc chuyển dịch dần sang cho vay cá nhân và tiểu thương có thời hạn cho vay ngắn hơn đã giúp tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của Sacombank liên tục được cải thiện. Tỷ lệ này vào cuối năm 2021 chỉ khoảng 24.82% thấp hơn rất nhiều so với mức quy định 37% cho giai đoạn này. Theo TT08/2020 tỷ lệ này sẽ tiếp tục giảm xuống còn 34% cho giai đoạn từ 1/10/2022 đến hết ngày 30/9/2023 và từ ngày 1/10/2023 là 30%. Với tình hình hiện tại thì Sacombank hoàn toàn đáp ứng đầy đủ tỷ lệ này theo quy định.

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) nội bảng vẫn đang ở mức an toàn. Sacombank đã hoàn thành các chỉ tiêu quan trọng trong đề án tài cơ cấu và lên kế

Chất lượng tài sản

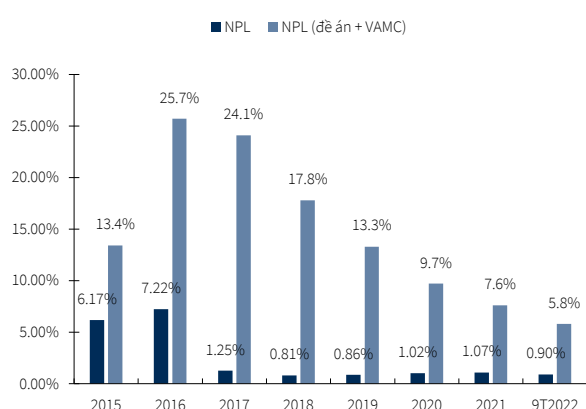
Chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực của Sacombank trong việc xử lý nợ xấu từ sát nhập và trái phiếu VAMC. Tỷ lệ nợ xấu (không tính nợ theo Đề án) của Sacombank chỉ khoảng 1.07% cuối 2021, nếu tính cả nợ theo Đề án thì là 1.5% - vẫn ở mức an toàn. Dự nợ tái cơ cấu cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch

hoạch xử lý dứt điểm VAMC.

Covid-19 chỉ còn khoảng 2,978 tỷ VND sau 6 tháng, giảm 45.4% so với đầu năm. Tính đến thời điểm cuối năm 2021 nợ theo Đề án tái cơ cấu chỉ còn khoảng 1,689 tỷ VND, giảm rất mạnh từ mức 11,252 tỷ vào cuối năm 2015. Nghị quyết 42/2017/QH14 của Quốc hội tạo điều kiện cho Sacombank có thể xử lý nợ theo Đề án tái cơ cấu một cách hiệu quả hơn. Mục đích chính của việc bán nợ cho VAMC là nhằm giảm bớt chi phí dự phòng rủi ro phải trích lập (dự phòng cần trích lập cho VAMC thấp hơn nợ nhóm 5), từ đó các ngân hàng vẫn còn lợi nhuận để tiếp tục mở rộng hoạt động. Trong giai đoạn từ 2015-2021, Sacombank đã bán gần 51 nghìn tỷ nợ xấu cho VAMC, tổng số dư trái phiếu đã tất toán đạt gần 30 nghìn tỷ VND. Quy mô trái phiếu VAMC chỉ còn khoảng 23.7 nghìn tỷ VND vào cuối năm 2021 trong đó có khoảng 17 nghìn tỷ VND các khoản nợ thuộc Đề án, tỷ lệ dự phòng bao phủ trái phiếu đặc biệt là khoảng 25.4%. Sacombank tiếp tục có những bước tiến mới khi trong 9T2022 ngân hàng đã xử lý toàn bộ nợ xấu nhóm 5 theo Đề án, tỷ lệ NPL giảm còn 0.9%. Nợ xấu + VAMC chỉ còn chiếm 5.8% tổng dư nợ tín dụng.

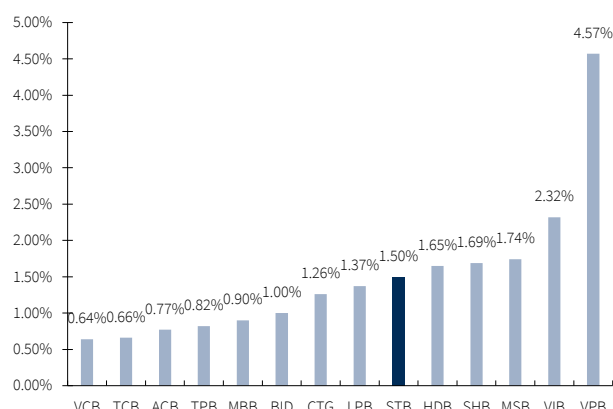
Sacombank đang có kế hoạch đấu giá 32.5% cổ phần hiện đang được sử dụng làm tài sản đảm bảo cho trái phiếu VAMC. Ngoài phương án bán đấu giá cổ phần, Sacombank đang tích cực bán đấu giá 18 khoản nợ được bảo đảm bằng tài sản tại dự án Khu công nghiệp Phong Phú với giá trị cả gốc và lãi lên tới 16,196 tỷ VND. Khoản nợ phát sinh đã được Sacombank bán lại cho VAMC, sau đó VAMC uỷ quyền bán các khoản nợ này. Dù đã giảm giá trị khoản nợ 10% xuống chỉ còn 14,577 tỷ VND nhưng ngân hàng vẫn chưa tìm được đối tác sẵn sàng mua lại khoản nợ này. Trong buổi họp Đại hội Cổ đông thường niên vào đầu năm nay, Ông Dương Công Minh – chủ tịch HĐQT Ngân hàng Sacombank đã nêu ra quyết tâm sẽ xử lý dứt điểm khoản nợ liên quan KCN Phong Phú ngay trong năm 2022.

Biểu đồ 33. Tỷ lệ nợ xấu của STB từ 2015 - 2021



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 34. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng 2021



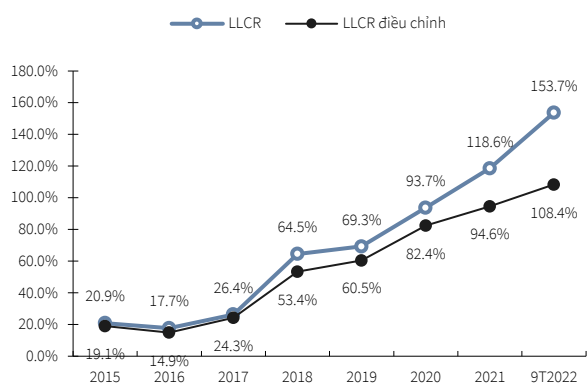
Nguồn: Báo cáo Ngân hàng, KBSV

Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu thuộc top cao trong ngành càng cho thấy sự tự tin vào chất lượng tín dụng của STB

Tỷ lệ bao nợ xấu (LLCR) cơ bản vào cuối năm 2021 đạt 118.6% - đứng thứ 8 toàn ngành. Tuy nhiên, nhằm phản ánh trung thực hơn mức độ rủi ro dư nợ của ngân hàng, chúng tôi sử dụng tỷ lệ LLCR điều chỉnh, tính riêng tỷ lệ bao phủ nợ đối với nợ quá hạn, gồm cả nợ nhóm 2, một khoản mục đặc biệt rủi ro đối với các ngân hàng theo định hướng bán lẻ. Tỷ lệ này ở Sacombank lên tới 94.8% vào cuối năm 2021, có thể thấy bộ đệm của ngân hàng là đủ vững chắc trước

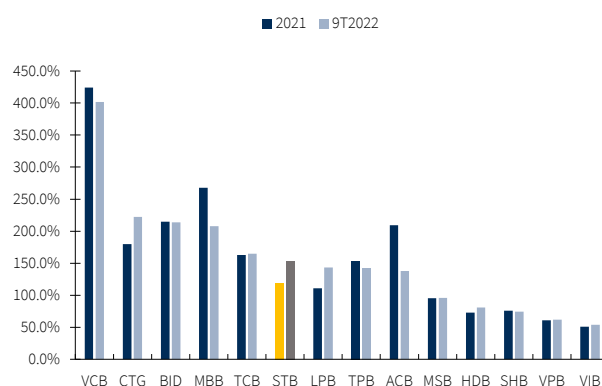
rủi ro nợ xấu, nợ quá hạn.

Biểu đồ 35. Tỷ lệ bao nợ xấu và bao nợ xấu điều chỉnh



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 36. Tỷ lệ bao nợ xấu của các ngân hàng 2021



Nguồn: Báo cáo Ngân hàng, KBSV

Hầu hết các khoản mục phải thu đã được trích lập dự phòng.

Sau 5 năm bắt đầu thực hiện Đề án tái cơ cấu, tiến độ xử lý các khoản phải thu vẫn đang đi đúng kế hoạch. Một số khoản mục chính như phải thu 217 tỷ Tạm ứng xây dựng tòa nhà Fico vẫn đang tiến hành thủ tục pháp lý để chuyển nhượng tòa nhà và thu về; Những động thái tích cực trong việc bán đấu giá và xử lý tài sản nhận cầm trả nợ khiến giá trị khoản mục này đã giảm 60.5% từ 2017 xuống chỉ còn 2,238 tỷ VND vào cuối quý 2 2022; Đối tác mua KCN Đức Hòa III chỉ còn nợ khoảng 1,160 tỷ đồng tiền chuyển nhượng, với tiến độ như những năm trước kỳ vọng thương vụ này sẽ hoàn thành vào đầu năm 2023, từ đó ngân hàng thu được 1 khoản ngoài lãi lớn. Các khoản phải thu từ hợp đồng mua bán chứng khoán, phải thu Công ty Vàng bạc Phương Nam, nhờ đó Sacombank có cơ hội ghi nhận hoàn nhập trong tương lai nếu thu hồi được.

Bảng 2. Các khoản phải thu theo Đề án

Các khoản phải thu	2017	2018	2019	2020	2021	6T2022	Tiến độ
Tạm ứng xây dựng tòa nhà Fico	217	217	217	217	217	217	Đang tiến hành thủ tục pháp lý để chuyển nhượng
TS nhận cầm trả nợ	5,679	5,448	4,813	3,754	3,754	2,238	Đang hoàn tất chuyển quyền sở hữu hoặc đang trong kế hoạch xử lý
Phải thu từ tài sản nhận cầm trả nợ (đề án)	8,280	8,280	7,091	3,766	2,126	1,160	Chuyển nhượng TSĐB tại KCN Đức Hòa III (90% trả chậm trong 7 năm tính từ 2017), lãi trả chậm là 7.5%/năm
Phải thu từ HĐ mua bán chứng khoán (đề án)	1,106	1,106	1,645	1,106	1,106	968	Đã trích dự phòng
Phải thu Cty vàng bạc Phương Nam (đề án)	504	504	504	504	504	504	Đã trích dự phòng
Phải thu từ bán CK trả chậm	467	451	381	381	0	0	Đã được thanh toán toàn bộ
Phải thu từ bán 1 phần tòa nhà Fico	158	158	158	158	158	158	Đang hoàn thiện thủ tục chuyển quyền sở hữu

Nguồn: STB

Ngân hàng đã hoàn thành một chỉ tiêu quan trọng trong Đề án

6 tháng đầu năm 2022, mặc dù đối mặt với bối cảnh thị trường còn nhiều khó khăn, Sacombank vẫn duy trì kết quả hoạt động tốt và giữ được đà tăng trưởng ổn định. Đặc biệt, Sacombank đã hoàn thành chỉ tiêu xử lý 21.576 tỷ đồng lãi dự thu còn tồn đọng thuộc Đề án tái cơ cấu. Từ đó, Sacombank đã hoàn thành việc xử lý các khoản lãi phải thu theo Đề án tái cơ cấu, nhờ đó ngân hàng bắt đầu có thêm nguồn lực để tăng tốc hoạt động kinh doanh.

Bảng 3. Các khoản lãi và phí phải thu theo Đề án

Khoản mục	2017	2018	2019	2020	2021	6T2022	Tiến độ
Lãi từ cho vay KH (đề án tái cơ cấu)	19,801	17,720	13,689	11,702	5,678	0	Đã hạch toán vào chi phí
Lãi từ hoạt động đầu tư (đề án tái cơ cấu)	225	225	225	225	0	0	Đã hạch toán vào chi phí
Lãi từ HĐ mua bán chứng khoán	913	913	913	913	0	0	Đã hạch toán vào chi phí
Lãi từ hoạt động ủy thác đầu tư	52	52	52	52	0	0	Đã hạch toán vào chi phí

Nguồn: STB

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

STB còn nhiều lợi thế để mở rộng tiền gửi không kỳ hạn (CASA)

Một số cách mà các ngân hàng sử dụng để mở rộng tiền gửi không kỳ hạn có thể kể đến như: (1) Đẩy mạnh phát triển ngân hàng số từ đó tạo điều kiện cho các khách hàng có thể dễ dàng tiếp cận các dịch vụ, đồng thời nâng cao trải nghiệm của khách hàng; (2) Các chương trình miễn phí giao dịch trực tuyến 0 đồng; (3) Gia tăng tiền gửi thanh toán thông qua cung cấp các dịch vụ ngân hàng điện tử, đặc biệt là dịch vụ thanh toán hóa không dùng tiền mặt, ngoài ra đẩy mạnh khai thác các sản phẩm thẻ tín dụng cũng làm tăng nhu cầu mở tài khoản thanh toán tại ngân hàng.

Tỷ lệ CASA của Sacombank đã cải thiện rõ rệt lên mức 22.8% vào cuối năm 2021 – đứng thứ 5 toàn ngành. Ngân hàng có đầy đủ lợi thế để có thể tiếp tục mở rộng CASA trong thời gian tới nhờ:

- 1) Sacombank đã xây dựng hệ thống thanh toán quốc tế rất toàn diện, cụ thể như việc là ngân hàng đầu tiên thực hiện việc nhận kiều hối qua ATM, người thân tại Việt Nam nhận được tiền sau 1 phút chuyển từ nước ngoài; STB là ngân hàng đầu tiên tại Việt Nam triển khai dịch vụ chuyển tiền nhanh đến thẻ Visa tại nước ngoài; hay việc cho phép tra cứu giao dịch thanh toán quốc tế qua SWIFT GPI,... giúp Sacombank khẳng định vị thế sự lựa chọn hàng đầu của doanh nghiệp xuất nhập khẩu.
- 2) Ngân hàng cũng đã đạt được những thành tựu đáng chú ý trong mảng thẻ thanh toán như dẫn đầu thị trường Việt Nam về doanh số thanh toán thẻ quốc tế với 22% thị phần, dẫn đầu thị trường về doanh số sử dụng thẻ ghi nợ quốc tế với 32% thị phần, dẫn đầu thị trường về thẻ tín dụng nội địa với 34% thị phần. Sacombank liên tục đưa ra các chương trình ưu đãi chủ thẻ tín dụng liên kết như Sacombank FLC Infinite và Sacombank FLC Platinum, Sacombank Vietnam Airlines, Sacombank

Bamboo Airways Platinum. Ngoài ra, các ưu đãi cho chủ thẻ vào dịp lễ như Black Friday, mua sắm Tết, mừng 8/3, 20/10,... hay tăng cường tiện ích thẻ liên kết với sàn thương mại điện tử Tiki nhằm kích thích tiêu dùng.

Ngân hàng đang rất gần mục tiêu xử lý toàn bộ VAMC

Năm 2015, bảng cân đối của STB xuất hiện một khoản nợ xấu tương đối lớn từ việc sát nhập Ngân hàng Phương Nam. Số dư nợ xấu tăng gấp 7 lần cùng kỳ, đạt 10,778 tỷ VND, bên cạnh đó còn khoảng 34 nghìn tỷ đồng nợ cần xử lý (được để trong nhóm 1). Ngân hàng đã bán khoảng 43 nghìn tỷ cho VAMC và giữ lại một phần nợ xấu để xử lý. Ngân hàng đã có những nỗ lực đáng khích lệ trong việc xử lý nợ xấu theo đề án mà nhờ đó tính đến cuối năm 2021 nợ xấu theo Đề án giảm mạnh xuống chỉ còn khoảng 1,689 tỷ VND (được ghi nhận trên nhóm 5) và dư nợ trái phiếu VAMC theo đề án còn khoảng 17 nghìn tỷ VND (**Biểu đồ 40**). Chưa dừng lại ở đó, trong 9 tháng 2022 Sacombank đã hoàn thành việc trích lập dự phòng và được loại bỏ toàn bộ nợ xấu theo Đề án ra khỏi bảng cân đối. Các khoản nợ này sẽ tiếp tục được xử lý ngoại bảng và được kỳ vọng có những khoản hoàn nhập dự phòng. Bên cạnh đó, khoảng 5 nghìn tỷ dự phòng trái phiếu VAMC cũng đã được trích lập nâng tỷ lệ bao phủ dự phòng VAMC từ 26% cuối 2021 lên mức 50% vào cuối 3Q2022. Sacombank đặt mục tiêu có thể xử lý dứt điểm VAMC thông qua bán đấu giá 18 khoản nợ được đảm bảo bằng KCN Phong Phú và 32.5% cổ phần STB đang được thế chấp tại VAMC ngay trong năm 2023.

Cơ hội tăng trưởng lợi nhuận vượt trội sau khi hoàn thành Đề án

Chúng tôi cho rằng Sacombank có thể ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận vượt trội cho giai đoạn 2023 – 2025 nhờ những lý do sau:

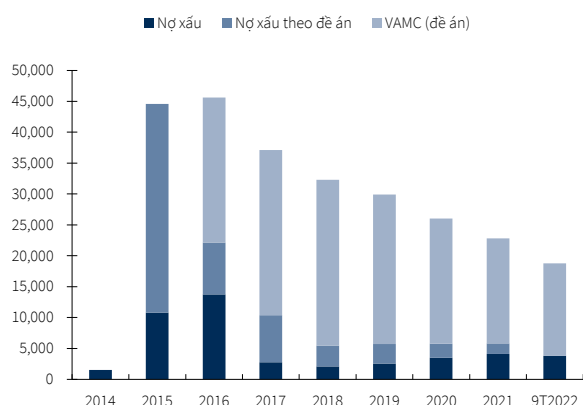
Nguồn thu từ lãi được cải thiện: Sacombank đã hoàn thành việc phân bổ lãi dự thu trong nửa đầu năm 2022 mà nhờ đó biên lãi thuần của ngân hàng sẽ bắt đầu có những cải thiện rõ rệt ngay từ quý 3. Thật vậy biên lãi thuần 3Q2022 tăng mạnh lên mức 4.43% - gấp đôi so với quý 2. Chúng tôi kỳ vọng NIM của Sacombank có thể tiếp tục duy trì ở mức trên 4% trong những năm tới (gấp gần 2 lần so với giai đoạn trước).

Kỳ vọng xử lý thành công VAMC giúp giảm chi phí dự phòng. Sau nhiều lần đấu giá 18 khoản nợ được đảm bảo bằng KCN Phong Phú không thành công STB đã phải giảm giá khởi điểm của khoản nợ đấu giá xuống còn khoảng 8,640 tỷ VND, tương đương 53% tổng dư nợ. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng có thể thu hồi được ít nhất 5,134 tỷ VND dư nợ gốc vào cuối năm nay. Bên cạnh đó, STB cũng có kế hoạch bán đấu giá 32.5% cổ phần STB (hiện đang được sử dụng làm tài sản đảm bảo cho khoản nợ tại VAMC) cho các đối tác trong nước và nước ngoài quan tâm tới ngân hàng. Giá trị khoản nợ này là khoảng 10.000 tỷ VND tương ứng mức giá chào bán là khoảng 18-19,000 đồng/cp tương đương P/B forward khoảng 0.7 mà chúng tôi đánh giá là tương đối hấp dẫn cho 1 ngân hàng đang dần lấy lại vị thế của mình. Tất toán toàn bộ trái phiếu đặc biệt sẽ góp phần làm giảm đáng kể chi phí dự phòng. Chi phí dự phòng rủi ro thường chiếm từ 35-47% lợi nhuận trước dự phòng trong đó dự phòng cho trái phiếu VAMC thường chiếm trên 50% tổng chi phí dự phòng rủi ro (**Biểu đồ 42**). Chúng tôi ước tính Sacombank sẽ có thể tiết kiệm được từ 1-2 nghìn tỷ VND chi phí dự

phòng trong giai đoạn tới.

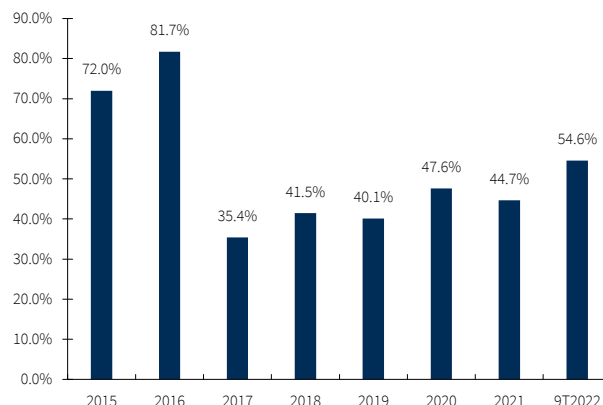
Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng bán đấu giá tài sản không khả quan dẫn đến việc STB tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng VAMC trong năm 2023 từ nguồn thu từ lãi đã được cải thiện. Khi đó tăng trưởng lợi nhuận sẽ vượt trội hơn cho năm 2024 (**Biểu đồ 43**).

Biểu đồ 37. Dự nợ xấu, nợ theo đề án và VAMC của STB



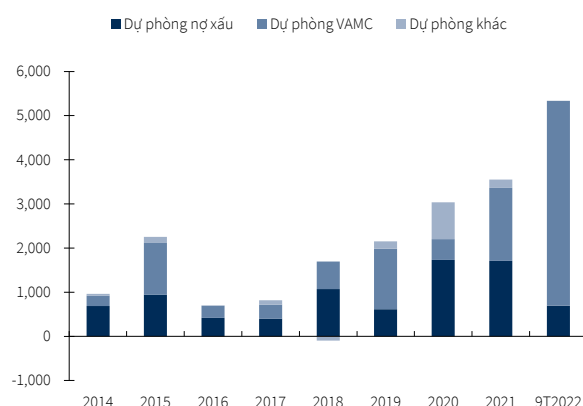
Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 38. Tỷ lệ CP DPRR/Lợi nhuận trước DPRR (%)



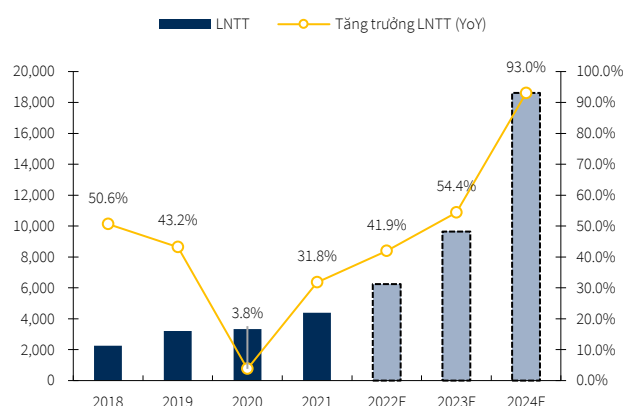
Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 39. Cơ cấu chi phí dự phòng rủi ro (tỷ VND)



Nguồn: STB, KBSV

Biểu đồ 40. Dự phóng LNTT và tăng trưởng LNTT



Nguồn: STB, KBSV

Định giá thay đổi sau khi xử lý xong nợ xấu

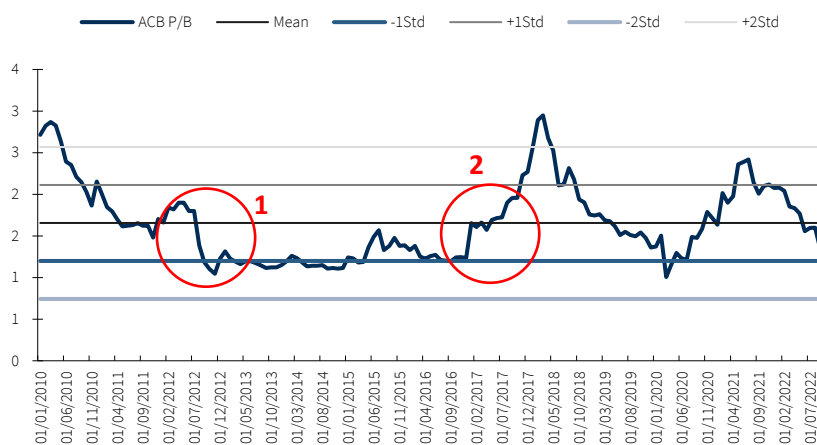
Để có thể thấy được tác động của việc hoàn thành xử lý nợ xấu lên định giá của STB, chúng tôi so sánh với một trường hợp tiêu biểu đó là Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB). STB và ACB có quy mô tài sản tương tự nhau, khoảng 520 nghìn tỷ vào cuối năm 2021. Quy mô dư nợ cho vay lần lượt là 388 nghìn tỷ và 362 nghìn tỷ, thêm vào đó cơ cấu cho vay cũng tương tự nhau khi tập trung chủ yếu vào khách hàng bán lẻ (cá nhân và SME). Quy mô vốn chủ của ACB là 48 nghìn tỷ VND trong khi STB là khoảng 35 nghìn tỷ VND. Có thể thấy quy mô tài sản và danh mục cho vay tương tự nhau nhưng kết quả kinh doanh lại có chênh lệch rõ rệt, cụ thể lợi nhuận trước thuế 2021 của ACB là khoảng 12 nghìn tỷ trong khi STB chỉ ghi nhận có 4.4 nghìn tỷ VND. ACB đã hoàn thành xử lý các khoản nợ xấu (8.7 nghìn tỷ VND) liên quan tới Bầu Kiên từ 2017 cùng với sự bùng nổ của thị trường mà định giá được cải thiện rõ rệt (**Biểu đồ 44**). Do đó, chúng tôi cho rằng STB có thể sớm đạt được quy mô lợi nhuận như ACB khi xử lý xong nợ xấu

từ đó ngân hàng sẽ trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư. Tiềm năng của STB là rất lớn khi đã có nền tảng về độ phủ chi nhánh, quy mô tiền gửi và chiến lược khai thác khách hàng bán lẻ đúng đắn.

(1) Định giá P/B của ACB sụt giảm mạnh vào giữa năm 2012 tương ứng thời điểm Bầu Kiên bị bắt. ACB từ đó phải gánh khoản nợ xấu khoảng 8.7 nghìn tỷ từ nhóm 6 công ty có liên quan tới Bầu Kiên.

(2) Cuối 2017-2018, định giá cao hơn nhờ xử lý thành công nợ xấu và trái phiếu VAMC. Xu hướng chung của thị trường cũng ủng hộ giai đoạn này.

Biểu đồ 41. P/B lịch sử của ACB



Nguồn: Bloomberg, KBSV

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là chiết khấu lợi nhuận thặng dư và so sánh P/B với tỷ trọng 50 – 50 để định giá cổ phiếu STB.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2022 - 2023

Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong 2022 và kỳ vọng hồi phục vào 2023

Room tín dụng sau khi được tăng của STB là khoảng 11%, 9 tháng đầu năm ngân hàng đã sử dụng khoảng 8.5%. Ngân hàng Nhà nước vẫn đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát lên hàng đầu nên chúng tôi đưa ra giả định thận trọng về mức tăng trưởng tín dụng trong năm 2022 của STB là 11.8%, sang năm 2023 tín dụng sẽ tăng khoảng 14.5%.

Tăng trưởng huy động cần cân xứng với tăng trưởng tín dụng

Như đã phân tích ở trên, tỷ lệ LDR của ngân hàng đang rất sát ngưỡng quy định 85% của Ngân hàng Nhà nước do đó chúng tôi dự báo tăng trưởng huy động năm 2022 là khoảng 9.8% do tiền gửi của ngân hàng sau 9T vẫn ghi nhận tăng trưởng tốt. Đến năm 2023 ngân hàng đẩy mạnh khai thác vốn từ thị trường 2 và giấy tờ có giá, nhờ đó huy động vốn cả năm đạt 14%.

Lãi suất cho vay bình quân được kỳ vọng hồi phục tốt hơn vào năm sau

Chúng tôi đánh giá lãi suất cho vay bình quân của STB sẽ có sự cải thiện vượt bậc so với các quý trước khi ngân hàng không phải trích lập lãi dự thu và cơ cấu cho vay kỳ hạn ngắn hấp thụ mức tăng trong lãi suất huy động nhanh hơn. Chúng tôi dự phóng lãi suất cho vay bình quân năm 2022 tăng 37bps so với cùng kỳ, đạt 7.19%. Lãi suất cho vay bình quân được kỳ vọng sẽ hồi phục tốt hơn trong năm 2023, lên mức 8.85%.

Lãi suất huy động bình quân sẽ có xu hướng tăng trong những năm tiếp theo

Sau 2 đợt tăng lãi suất điều hành của Ngân hàng Nhà nước, STB cũng đã ghi nhận tăng khoảng từ 1.3-1.6% tùy từng kỳ hạn. Chúng tôi dự báo lãi suất tiền gửi bình quân cả năm 2022 tăng khoảng 16bps, đạt 4.05% do áp lực tăng lãi suất hiện hữu chủ yếu trong nửa cuối năm trong khi nửa đầu năm ngân hàng vẫn duy trì chi phí lãi tiền gửi ở mức thấp. Câu chuyện sẽ khác hơn trong năm 2023 khi lãi tiền gửi bình quân tăng 75bps lên 4.8%.

NIM sẽ tiếp tục được mở rộng

Nhờ đã hoàn tất trích lập lãi dự thu trong nửa đầu năm mà NIM của STB sẽ được cải thiện đáng kể, cụ thể NIM quý 3 tăng gấp đôi so với quý 2 lên mức 4.4%. Dự báo NIM cả năm 2022 đạt 3.3% (+0.7 điểm %YoY). NIM 2023 sẽ tiếp tục tăng khoảng 0.74 điểm % lên 4.04%.

Thu nhập lãi thuần 2022 tăng mạnh so với cùng kỳ

Thu nhập lãi thuần 2022 từ đó tăng 39.8%YoY, đạt 16,713 tỷ VND. Dự báo thu lãi thuần năm 2023 đạt 23,242 tỷ VND, tăng 39.1%YoY.

Thu từ dịch vụ tăng đột biến trong năm 2022

Thu từ hoạt động dịch vụ tăng mạnh 42.6%YoY đạt 9,172 tỷ VND do trong 6T đầu năm ngân hàng có ghi nhận 1 khoản phí khoảng 1,500 tỷ đến từ thỏa thuận nâng tầm hợp tác cùng Dai-ichi Life. Khoản phí này là 1 lần do đó dự báo thu dịch vụ cho 2023 đạt 8,635 tỷ VND (-5.9%YoY).

Thu ngoài lãi 2022 được hỗ trợ bởi khoản thu nhập bất thường từ KCN Đức Hòa

Thu ngoài lãi khác đạt 3,457 tỷ VND (gấp 2.5 lần cùng kỳ) do trong nửa đầu năm ngân hàng đã ghi nhận 1 khoản thu đột biến từ việc thanh lý tài sản cố định tại KCN Phong Phú. Chúng tôi cũng kỳ vọng khách hàng có thể hoàn thành nghĩa

vụ trả nợ tại KCN Đức Hòa (1,160 tỷ) từ đó hỗ trợ thu ngoài lãi năm 2023.

CIR giảm còn 49.6% trong năm 2022.

Hiện STB đang là một trong những ngân hàng có tỷ lệ CIR cao nhất ngành. Với những nỗ lực của trong hoạt động số hóa ngân hàng chúng tôi kỳ vọng chi phí hoạt động sẽ tiếp tục được tiết giảm trong những năm tới. Giả định CIR cho 2023 giảm xuống còn 49%.

Chi phí dự phòng tăng mạnh trong năm 2022 giảm dần trong những năm tiếp theo

Dự báo chi phí dự phòng cho cả năm 2022 đạt 7,295 tỷ VND (+105.2%YoY) do ngân hàng đẩy mạnh trích lập VAMC. Chi phí dự phòng dự kiến giảm một nửa trong năm 2023 xuống còn 2,495 tỷ VND. Trong trường hợp STB có thể xử lý toàn bộ nợ VAMC trong năm 2023 thì chi phí dự phòng sẽ chỉ còn khoảng 1,5-2 nghìn tỷ VND (-140%YoY).

Bảng 4. Bảng dự phóng kết quả kinh doanh STB

TỶ VND	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	11,964	16,713	23,242	28,454	34,113
Tổng thu ngoài lãi	5,740	10,171	8,599	9,446	10,380
Tổng thu nhập hoạt động	17,704	26,884	31,841	37,900	44,493
Chi phí hoạt động	-9,750	-13,345	-15,698	-17,434	-19,132
LN trước dự phòng	7,954	13,539	16,143	20,466	25,361
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3,554	-7,295	-2,495	-1,851	-1,885
Tổng lợi nhuận trước thuế	4,400	6,244	13,648	18,615	23,476
Lợi nhuận sau thuế	3,411	4,841	10,581	14,432	18,201

Nguồn: STB, KBSV

Book value dự phóng cho năm 2022/2023 là 18,994/24,028 đồng/cp, tương ứng với mức P/B forward cho năm 2023/2023 là 1.04/0.82x. Đối với phương pháp P/B, chúng tôi lựa chọn các ngân hàng trong nước 10 ngân hàng trong nước để so sánh. Theo đó mức P/B trung bình ngành gần nhất lần lượt là 1.34. Kết hợp cùng dữ liệu P/B lịch sử tại **(Biểu đồ 40)** chúng tôi đưa ra mức định giá P/B kỳ vọng cho STB là 1.32 lần, tương ứng mức giá mục tiêu 31,717 đồng/cp.

Bảng 5. So sánh chỉ số của ngành Ngân hàng

	NIM	ROE	ROA	P/E	P/B
VCB	3.3%	21.7%	1.7%	17.52	2.71
BID	2.9%	14.6%	0.7%	19.98	1.73
CTG	2.8%	15.1%	0.9%	7.35	1.11
HDB	4.7%	21.6%	1.9%	5.4	1.11
MBB	5.5%	24.2%	2.5%	5.26	1.06
TCB	5.6%	21.1%	3.4%	4.79	0.79
VPB	7.2%	19.6%	3.1%	6.18	1.07
TPB	4.4%	20.4%	1.9%	6.4	1.07
VIB	4.6%	28.9%	2.3%	4.82	1.36
ACB	4.2%	25.1%	2.3%	6.4	1.36
Average	4.5%	21.2%	2.1%	8.41	1.34

Nguồn: KBSV

STB đang giao dịch dưới đường trung bình PB 5 năm là khoảng 0.82 lần. Chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu một năm của STB là 1.3x, tiệm cận độ lệch chuẩn +1 của trung bình P/B 5 năm.

Biểu đồ 42. P/B lịch sử của STB



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giả định phương pháp chiết khấu

Đối với phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (RIM), các giả định của chúng tôi được chọn lọc theo bảng dưới đây.

Bảng 6. Giả định phương pháp chiết khấu

Lợi suất phi rủi ro	5.0%
Phần bù rủi ro	7.8%
Beta	1.6
Chi phí vốn cổ phần	17.5%
Thời gian dự phóng	5 năm

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Bảng 7. Định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	4,841	10,581	14,432	18,201	21,611
Lợi nhuận thặng dư	-2,038	1,838	3,163	3,747	3,375
Chi phí vốn (re)	17.5%				
Tăng trưởng (g)	5%				
Giá trị cuối cùng	12,659				
Tổng giá trị hiện tại (PV)	17,678				
Giá trị cổ phiếu TCB	25,600				

Nguồn: STB, KBSV ước tính

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 28,650 VND/cp

Theo đó mức định giá hợp lý theo phương pháp Chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) là khoảng 25,600 đồng/cp.

Tổng hợp các phương pháp định giá với tỷ trọng 50-50, chúng tôi đưa ra mức giá trị hợp lý của cổ phiếu STB là 28,650 VND/cp, tiềm năng tăng giá 46.9% so với thời điểm định giá (**Bảng 8**). Dựa trên những luận điểm đã phân tích và mức giá tính toán, chúng tôi ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu STB trong mục

tiêu ngắn đến trung hạn với kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ khả quan hơn khi xử lý hết nợ VAMC. Trong dài hạn, chúng tôi sẽ cần theo dõi thêm những chiến lược để gia tăng cạnh tranh trong mảng bán lẻ, phân phối bảo hiểm để đánh giá chính xác mức tăng trưởng của ngân hàng.

Bảng 8. Tổng hợp các phương pháp định giá

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
Residual Income	25,600	50%	12,800
P/B	31,717	50%	15,859
Giá (VND/cp)		28,650	

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F	(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	33,588	29,691	36,423	49,449	TỔNG TÀI SẢN	492,516	521,117	574,280	656,766
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-22,061	-17,726	-19,710	-26,207	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	7,679	8,222	11,042	12,279
Thu nhập lãi thuần	11,527	11,964	16,713	23,242	Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	10,053	12,170	12,961	16,875
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	5,477	6,431	9,172	8,635	Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	18,397	8,354	19,557	26,793
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,733	-2,088	-2,458	-2,707	Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	3,744	4,343	6,714	5,928	Các công cụ TPCS và các tài sản tài chính khác	20	0	0	33
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động ngoại hối và vàng	810	737	1,036	974	Cho vay khách hàng	334,855	381,012	427,477	489,482
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	Hoạt động mua nợ	302	189	170	175
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	94	164	28	24	Chứng khoán đầu tư	75,156	69,667	69,089	75,412
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,124	457	2,393	1,675	Góp vốn, đầu tư dài hạn	125	89	89	0
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	-27	39	0	-2	Tài sản cố định	8,575	8,195	8,212	9,589
Tổng thu nhập hoạt động	17,271	17,704	26,884	31,841	Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Chi phí hoạt động	-10,895	-9,750	-13,345	-15,698	Tài sản Có khác	37,356	33,219	25,843	26,271
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CPDPRR	6,376	7,954	13,539	16,143	NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	492,516	521,117	574,280	656,766
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3,037	-3,554	-7,295	-2,495	Tổng nợ phải trả	463,560	486,856	534,971	606,805
Tổng lợi nhuận trước thuế	3,339	4,400	6,244	13,648	Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	144	523	52	0
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-657	-989	-1,403	-3,067	Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	7,880	15,229	16,173	26,378
Lợi nhuận sau thuế	2,682	3,411	4,841	10,581	Tiền gửi của khách hàng	427,972	427,387	466,279	516,171
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Phát hành giấy tờ có giá	11,144	21,104	27,773	39,299
Cổ đông của Công ty mẹ	2,682	3,411	4,841	10,581	Các khoản nợ khác	16,191	22,226	24,694	24,957
					Vốn chủ sở hữu	28,956	34,261	39,310	49,960
Chỉ số tài chính					Vốn điều lệ	18,852	18,852	18,852	18,852
%	2020	2021	2022F	2023F	Thặng dư vốn cổ phần	64	1,748	1,748	1,748
Khả năng sinh lời					Quỹ của tổ chức tín dụng	3,337	3,715	4,234	5,398
ROAA	0.6%	0.7%	0.9%	1.7%	Lợi nhuận chưa phân phối	7,304	9,907	14,476	23,962
ROAE	9.6%	10.8%	13.2%	23.7%					
NIM	2.74%	2.60%	3.30%	4.04%	Định giá				
LS đầu ra bình quân	8.60%	6.82%	7.19%	8.84%	(đồng, x, %)	2020	2021	2022F	2023F
LS đầu vào bình quân	5.13%	3.89%	4.05%	4.80%	Chỉ số về giá				
Hiệu quả hoạt động					EPS cơ bản	1,248	1,630	2,568	5,613
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.70%	1.50%	0.80%	0.74%	Giá trị số sách/CP (BVPS)	13,329	16,223	18,994	24,028
Bao phủ nợ xấu (LLRC)	93.7%	118.6%	219.7%	233.8%	Chỉ số định giá				
LDR	76.1%	83.7%	85.0%	85.3%	PER	6.91	7.39	7.67	3.51
CIR	63.1%	55.1%	49.6%	49.3%	PBR	0.65	0.74	1.04	0.82
CASA	18.8%	22.6%	45.3%	44.5%	Tỷ lệ cổ tức	0.0%	0.0%	0%	0%

Nguồn: STB, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannnd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích
quangtpt@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

