MUA

Giá mục tiêu 2024:	**35.000 VND**
Upside:	**15%**
Cập nhật:	20/09/2024

STB

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: (1) Tốc độ tăng trưởng tín dụng khả quan, (2) Dự kiến ghi nhận thu nhập từ bán đấu giá thành công KCN Phong Phú.

Tiêu cực: (1) Chi phí hoạt động vẫn ở mức cao, (2) Thu nhập ngoài lãi hồi phục yếu.

		Q2/2023	Q2/2024	2024F
TOI		6.737	7.154	34.336
	% YoY	*10%*	*6%*	*31%*
LNST		1.925	2.177	9.222
	% YoY	*80%*	*13%*	*19%*

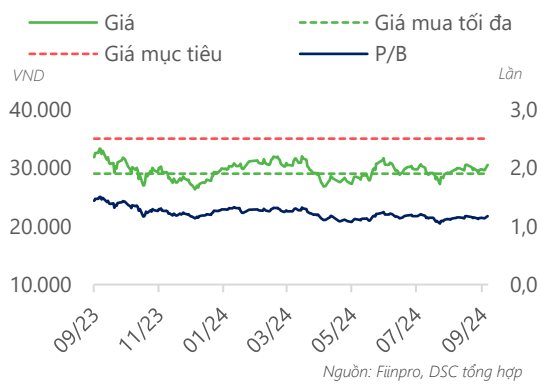
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

STB là NHTM tư nhân bán lẻ có quy mô tổng tài sản hơn 693 nghìn tỷ, sở hữu mạng lưới hoạt động rộng khắp cả nước với số lượng chi nhánh & PGD nhiều nhất trong nhóm các NHTM tư nhân. STB bắt đầu quá trình tái cấu trúc kể từ năm 2015 theo Đề án của NHNN sau khi sáp nhập ngân hàng Phương Nam. Trong suốt 9 năm qua ngân hàng đã tích cực giải quyết các khoản lãi dự thu, xử lý tài sản tồn đọng, trích lập dự phòng trái phiếu VAMC.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Ngân hàng
Giá hiện tại:	30.500 VND
Vốn hóa:	57.499 tỷ VND
Số lượng CPLH:	1885,2 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	4.340 VND
P/E:	7,0 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của STB sẽ đạt 34.336 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+31% YoY) và 11.528 tỷ LNTT (+20% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng áp lực trích lập trái phiếu VAMC sẽ kết thúc hoàn toàn trong năm nay và ngân hàng bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với nhiều dư địa hơn. Từ đó, mức giá mục tiêu xác định cho năm 2024 là 35.000 VND và DSC khuyến nghị MUA tại vùng giá 29.000 VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bảng cân đối kế toán khỏe mạnh hơn

Suốt 9 năm kể từ khi STB bắt đầu quá trình tái cơ cấu theo Đề án của NHNN, ngân hàng đã liên tục xử lý các tài sản tồn đọng, các khoản lãi dự thu và trích lập trái phiếu VAMC. Chúng tôi kỳ vọng quá trình trích lập cho trái phiếu VAMC sẽ kết thúc hoàn toàn trong năm 2024 giúp quy mô tài sản tài sản sinh lãi tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ. Tính đến Q2/2024, tỷ trọng tài sản sinh lãi của ngân hàng cũng đã tăng lên 95%, mức cao nhất trong giai đoạn tái cơ cấu cùng với tỷ trọng tài sản khác (bao gồm các tài sản cấn trừ nợ thuộc đề án) giảm xuống chỉ còn 3%.

Chi phí trích lập dự báo giảm mạnh từ năm 2025

Chi phí trích lập của STB vốn ở mức thấp so với trung bình ngành (nếu không bao gồm trích lập cho trái phiếu VAMC). Vì vậy việc sớm hoàn thành việc trích lập cho trái phiếu VAMC sẽ giảm áp lực cho chi phí trích lập, từ đó hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận cũng như tạo thêm dư địa để ngân hàng cải thiện chất lượng tài sản.

Tiềm năng dài hạn đến từ xử lý tài sản tồn đọng

Hiện STB đang trong quá trình xử lý 32,5% vốn cổ phần, là tài sản đảm bảo cho nợ xấu của cựu ban lãnh đạo hiện đang do VAMC nắm giữ. Việc xử lý thành công số vốn này sẽ có tác động tích cực đến bộ đệm vốn của ngân hàng, từ đó mở ra cơ hội được NHNN cấp room tín dụng cao hơn và tăng trưởng tốt hơn.

STB

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

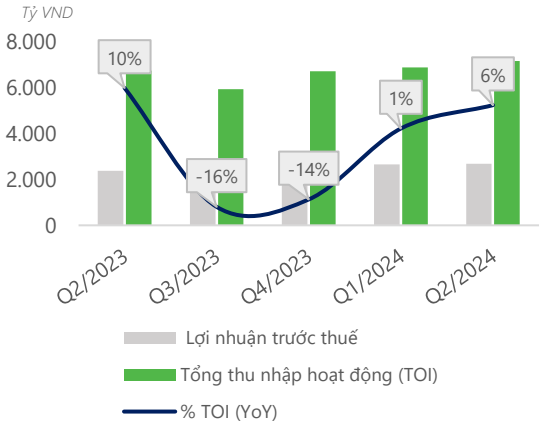
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Hoàn thành 50% kế hoạch lợi nhuận

Q2/2024, STB ghi nhận 7.154 tỷ (+6% YoY, +4% QoQ) tổng thu nhập hoạt động và 2.688 tỷ (+13% YoY, +1% QoQ) LNTT. Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 6.117 tỷ (+6% YoY, +3% QoQ) với tăng trưởng tín dụng đạt 7% YTD nhưng NIM giảm nhẹ so với quý trước do thời điểm cuối tháng 3, STB ra mắt gói cho vay 10 nghìn tỷ với lãi suất thấp chỉ từ 3%/năm (thấp nhất thị trường) áp dụng cho các khoản vay 3 tháng khiến NIM chịu sức ép trở lại. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây chỉ là ảnh hưởng ngắn hạn và NIM các quý sau sẽ hồi phục nhẹ. Ngoài ra, thu nhập ngoài lãi ghi nhận 1.038 tỷ (+5% YoY, +12% QoQ), trong đó chủ yếu do hoạt động dịch vụ (ủy thác & bảo hiểm) chưa hồi phục và thu từ thu hồi nợ xấu kém.

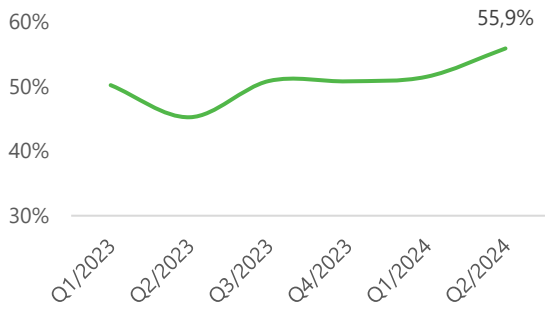
Về chi phí, chi phí hoạt động ghi nhận 4.001 tỷ (+31% YoY, +13% QoQ) chủ yếu là chi phí lương, chi phí dự phòng tài sản có khác (thuộc Đề án tái cơ cấu). Trong khi đó, tổng thu nhập tăng trưởng chậm hơn đã khiến tỷ lệ CIR tiếp tục tăng cao lên 55,9% (cao hơn nhiều so với trung bình ngành do STB vẫn đang trong giai đoạn tái cơ cấu). Ngược lại, chi phí trích lập ghi nhận 465 tỷ (-65% YoY, -31% QoQ) nhờ áp lực trích lập đối với trái phiếu VAMC không còn quá lớn.

KẾT QUẢ KINH DOANH



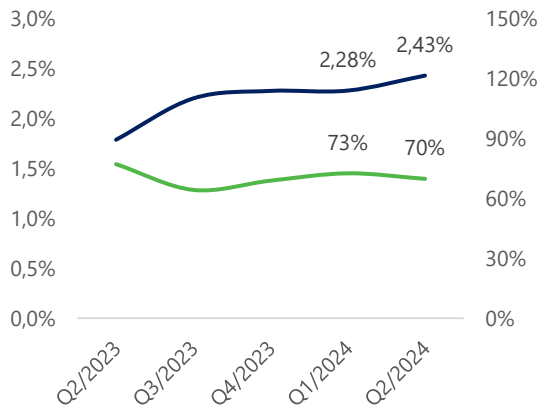
Nguồn: STB, DSC tổng hợp

CIR



Nguồn: STB, DSC tổng hợp

TỶ LỆ NỢ XẤU



Nguồn: STB, DSC tổng hợp

Kỳ vọng chất lượng tài sản cải thiện trong nửa cuối năm

Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,43% so với mức 2,28% theo xu hướng chung và một phần đến từ việc ngân hàng không sử dụng dự phòng như nhiều ngân hàng khác. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của STB sẽ ổn định trong nửa cuối năm nhờ: (1) Sức khỏe nền kinh tế hồi phục tốt hơn, (2) Việc ghi nhận lợi nhuận từ việc bán thành công KCN Phong Phú trong nửa cuối năm sẽ tạo dư địa để ngân hàng xử lý nợ xấu.

LUẬN ĐIỂM 1:

Bảng kế toán khỏe mạnh hơn

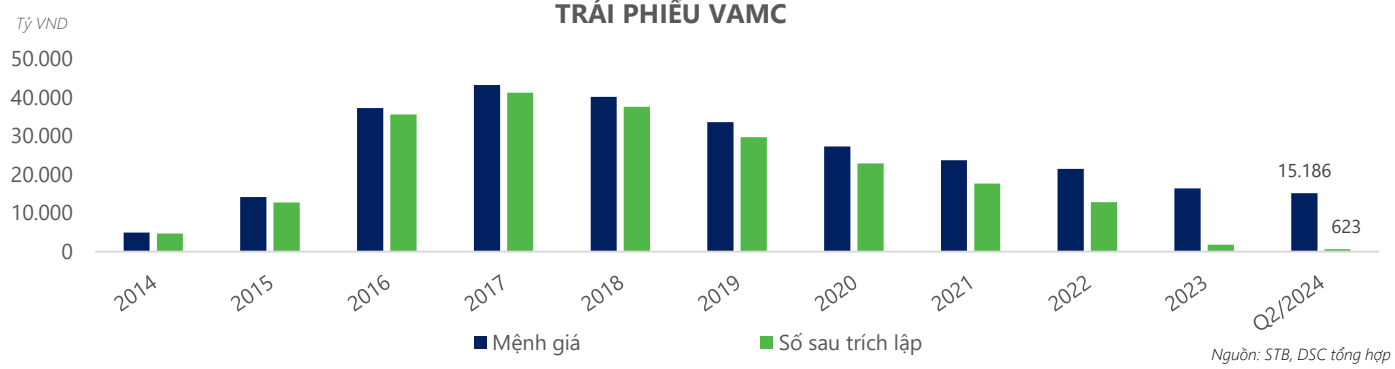
STB

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

Thời điểm "sạch trái phiếu VAMC" cận kề

Tính đến hết quý 2/2024, ước tính còn khoảng 623 tỷ trái phiếu VAMC còn lại chưa được trích lập và ngân hàng vẫn đang tập trung trích lập cho các khoản nợ xấu nội bảng trong nửa đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng tình hình nợ xấu bớt căng thẳng và STB sẽ ghi nhận thu nhập khác từ việc bán KCN Phong Phú* thành công trong nửa cuối năm sẽ tạo dư địa để ngân hàng trích lập hoàn toàn các khoản trái phiếu này.

**Trong năm 2023, STB đã đấu giá thành công KCN Phong Phú, tài sản thế chấp cho khoản nợ xấu sáp nhập từ ngân hàng Phương Nam đã được ngân hàng trích lập đầy đủ. Sau khi thu được tiền từ việc bán KCN này ngân hàng sẽ được hoàn nhập dự phòng hoặc ghi nhận lợi nhuận khác từ đó làm tăng trực tiếp lợi nhuận. Hiện ngân hàng đã nhận được 20% giá trị đấu thầu, dự kiến nhận tiếp 40% trong năm 2024 và 40% còn lại trong năm 2025. Từ đó chúng tôi ước tính STB sẽ thu về khoảng 4.760 tỷ (*giá trị ước tính theo giá đấu thầu khởi điểm gần nhất).*

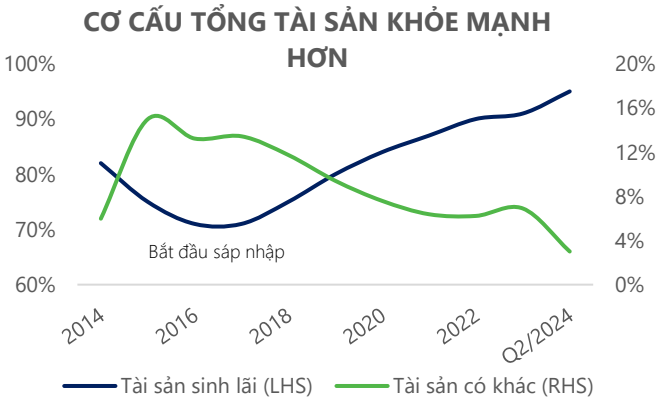


Nguồn: STB, DSC tổng hợp

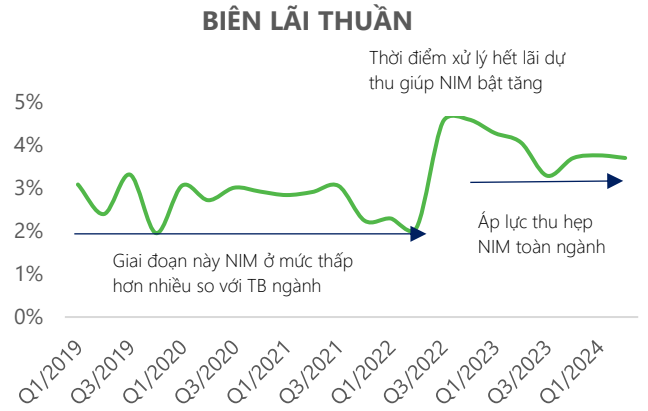
Quy mô tài sản sinh lãi tăng nhanh

Ngân hàng đã tích cực làm sạch bảng cân đối kế toán trong suốt 9 năm qua. Hoàn thành việc thoái hết lãi dự thu từ Q2/2022, thu nhập lãi đã trở về mức bình thường, từ đó NIM của ngân hàng cũng bật tăng (*Khoản lãi, phí phải thu 20.387 tỷ tại thời điểm cuối năm 2015 sáp nhập từ ngân hàng Phương Nam được ngân hàng khấu trừ trực tiếp vào thu nhập lãi của ngân hàng hàng năm để xử lý theo hướng dẫn của NHNN*).

Q2/2024, tổng tài sản của STB đạt 717 nghìn tỷ (+6% YTD, +3% QoQ) trong đó tài sản sinh lãi có tốc độ tăng cao hơn, lần lượt đạt 11% YTD và 6% QoQ. Từ đó đưa tỷ trọng Tài sản sinh lãi/Tổng tài sản lên mức 95%, cao nhất kể từ giai đoạn STB bắt đầu quá trình tái cơ cấu, nhờ vào: (1) Với lợi thế cho vay ròng liên ngân hàng, STB đã gia tăng cho vay TCTD khác trong điều kiện lãi suất liên ngân hàng tăng cao, (2) Gia tăng đầu tư chứng chỉ tiền gửi TCTD và (3) Tài sản có khác giảm mạnh chủ yếu nhờ giảm các khoản phải thu. Quy mô tài sản tăng lãi tăng mạnh phản ánh quá trình tái cơ cấu của STB đang trên những chặng đường cuối cùng với bảng cân đối kế toán "lành mạnh" hơn.



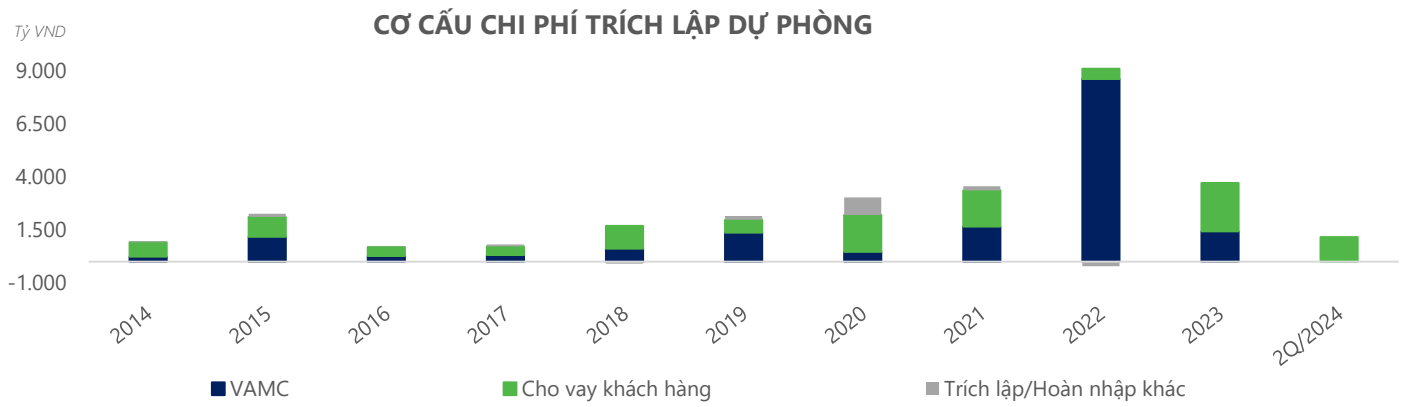
Nguồn: STB, DSC tổng hợp



Nguồn: STB, DSC tổng hợp

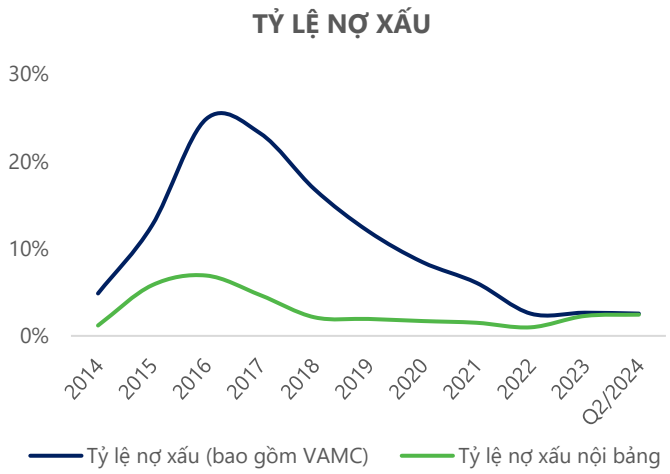
Động lực dài hạn đến thương vụ đấu giá 32,5% vốn cổ phần

Chi phí trích lập cho trái phiếu VAMC chiếm phần lớn chi phí trích lập hàng năm của STB. Mặc dù áp lực trích lập cho trái phiếu đặc biệt này đã hạ nhiệt rất nhiều kể từ sau năm 2022, ngân hàng vẫn chưa thể trích lập dứt điểm hết các khoản trái phiếu này do diễn biến nợ xấu trở nên căng thẳng và hoạt động kinh doanh gặp nhiều khó khăn trong năm 2023.

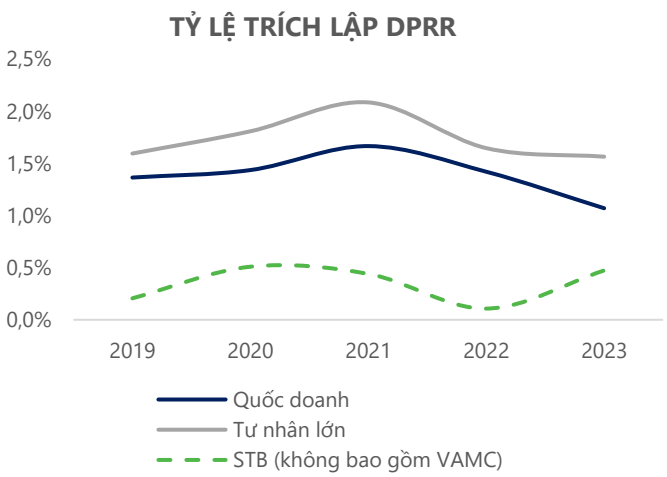


Nguồn: STB, DSC tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng STB có thể hoàn thành việc trích lập 100% trái phiếu VAMC muộn nhất trong Q3/2024, từ đó giúp triển vọng lợi nhuận của STB tích cực hơn. Bản chất khẩu vị rủi ro của ngân hàng tương đối thấp (một phần vì đang trong quá trình tái cấu trúc) với tỷ trọng cho vay các lĩnh vực rủi ro như kinh doanh bất động sản hạn chế (chỉ hơn 1%) và không phân bổ tài sản vào đầu tư chứng khoán kinh doanh. Tệp khách hàng của ngân hàng tập trung vào nhóm cá nhân và doanh nghiệp SME, lần lượt chiếm khoảng 55% và 22% dư nợ tín dụng cũng giúp STB phân tán rủi ro tốt hơn. Nhờ đó mà tỷ lệ trích lập dự phòng của ngân hàng nếu không tính các khoản trái phiếu VAMC thuộc nhóm thấp nhất trong ngành. Vậy nên việc cắt giảm được chi phí trích lập này sẽ trực tiếp hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận cũng như dư địa để STB xử lý các khoản nợ nội bảng, làm



Nguồn: STB, DSC tổng hợp



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

LUẬN ĐIỂM 3:

Tiềm năng dài hạn từ xử lý tài sản tồn đọng

STB

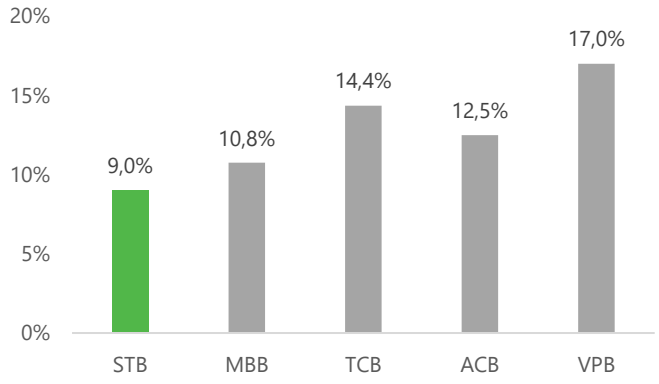
Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

Động lực dài hạn đến thương vụ đấu giá 32,5% vốn cổ phần

Ngoài KCN Phong Phú, 32,5% vốn cổ phần là tài sản đảm bảo đáng chú ý nhất còn lại cần được xử lý của STB. 32,5% vốn cổ phần này được ông Trầm Bê (phó chủ tịch cũ của ngân hàng) cầm cố cho khoản nợ 10.000 tỷ, hiện tại đang được VAMC nắm giữ. Ngân hàng cho biết đã trình phương án lên NHNN để được chủ động xử lý theo hình thức đấu giá từ năm 2023. Các khoản nợ này đã được trích lập đầy đủ, vì vậy việc đấu giá thành công sẽ giúp STB ghi nhận một khoản lợi nhuận đột biến từ hoàn nhập dự phòng. Từ đó sẽ trực tiếp tác động tích cực đến hệ số an toàn vốn của ngân hàng.

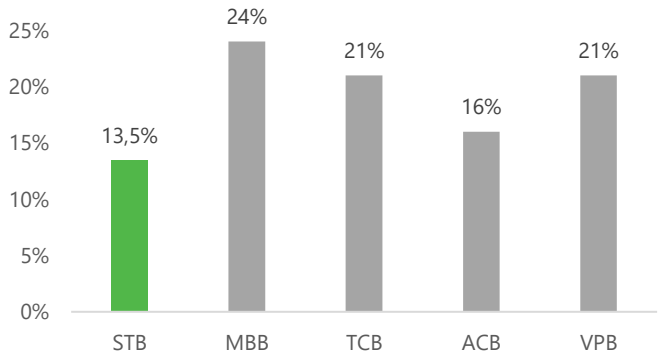
Hiện tỷ lệ an toàn vốn của STB tương đối khiêm tốn so với xu hướng chung và các ngân hàng cùng quy mô. Tính đến hết tháng 6, tỷ lệ CAR của STB là 8,42%, đạt yêu cầu tối thiểu của NHNN (8%) nhưng thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác. Vì vậy việc hệ số vốn dày hơn cùng với bảng cân đối kế toán "khỏe mạnh" hơn sau giai đoạn tái cấu trúc sẽ là động lực giúp STB được cấp room tín dụng cao, tạo dư địa cho tăng trưởng thu nhập lãi thuần. Bên cạnh đó, vốn hóa của STB mới chỉ bằng một nửa, thậm chí là một phần ba so với các ngân hàng cùng quy mô (MBB, TCB, ACB, VPB), vì vậy việc bán vốn thành công cũng sẽ trực tiếp giúp giá cổ phiếu được "tái định giá".

TỶ LỆ AN TOÀN VỐN



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG TRUNG BÌNH 5 NĂM



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

Tuy nhiên theo quan sát từ những thương vụ bán vốn ngân hàng trong quá khứ, chúng tôi đánh giá sẽ mất tương đối nhiều thời gian để có thể hoàn thành bởi hiện tại STB vẫn đang đợi NHNN chấp thuận. Sau đó vẫn còn quá trình định giá, tìm đối tác và đấu giá. Những thương vụ gần nhất trên thị trường có thể kể đến VPB bán 15% vốn cổ phần cho ngân hàng Sumitomo Mitsui Banking Corporation trong năm 2023. Thương vụ này của VPB chỉ mất khoảng 2 năm kể từ khi ngân hàng có kế hoạch đến khi hoàn thành bởi ngân hàng SMBC vốn đã là đối tác chuyển nhượng 49% vốn cổ phần của FeCredit từ trước đó (công ty tài chính tiêu dùng của VPB). Ngược lại một số thương vụ khác thậm chí kéo dài đến 7 - 8 năm như trường hợp thoái 40% vốn của Petrolimex đối với PGB vừa hoàn thành trong năm 2023 vừa qua.

Mặc dù cho rằng khả năng hoàn thành thương vụ này sẽ kéo dài trong nhiều năm nhưng bất kể thông tin thuận lợi nào liên quan đến việc đấu giá số cổ phần này hay quá trình diễn ra nhanh hơn dự kiến đều có khả năng tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

STB

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

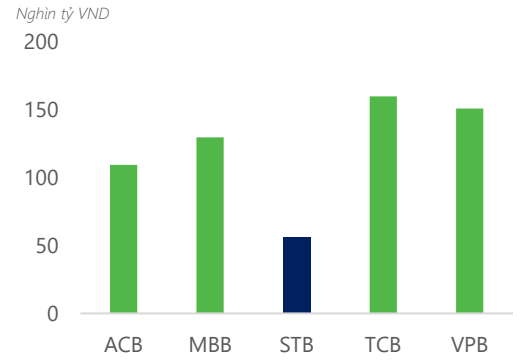
Với giả định tăng trưởng tín dụng cả năm đạt 12%, NIM hồi phục, ngân hàng ghi nhận 60% lợi nhuận từ việc đấu thầu KCN Phong Phú, trích lập hết phần còn lại trái phiếu VAMC và lưu ý rằng kết quả dự phóng không bao gồm việc bán thành công 32,5% vốn cổ phần trong năm nay. DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của STB sẽ đạt 34.336 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+31% YoY) và 11.528 tỷ LNTT (+20% YoY).

Định giá

STB đang giao dịch quanh vùng P/B 1,13 lần, thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu là 1,2 lần. Lợi nhuận sau thuế năm 2024 của STB ước đạt 9.222 tỷ, tương ứng BVPS dự phóng 2024 là 29.200 VND/cp, tương đương P/B dự phóng là 1 lần. Chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu 1,2 lần cho năm 2024, tương đương trung bình 5 năm của cổ phiếu với kỳ vọng áp lực trích lập trái phiếu VAMC sẽ kết thúc hoàn toàn trong năm nay và ngân hàng bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với nhiều dư địa hơn. Từ đó, mức giá dựa trên phương pháp P/B đạt 35.000 VND/cp.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
TOI	26.141	26.173	34.336
% TOI (YoY)	*48%*	*0%*	*31%*
LNTT	6.339	9.595	11.528
% LNTT (YoY)	*44%*	*53%*	*20%*

VỐN HÓA CÁC NGÂN HÀNG CÙNG QUY MÔ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

BIỂU ĐỒ GIÁ

Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Đặng Thu Hiền
Chuyên viên Phân tích
hien.dt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn