

**Sacombank [STB]**
**09/02/2021**
**NĂM GIỮ - Kém khả quan**
**Giá mục tiêu tăng (giảm) -4%**

<b>Đóng cửa:</b>	<b>08/02/2021</b>
<b>Giá</b>	<b>17.400 đồng</b>
<b>Giá mục tiêu 12T</b>	<b>16.790 đồng</b>
Giá mục tiêu trước đó	12.950 đồng
Thay đổi	+30%

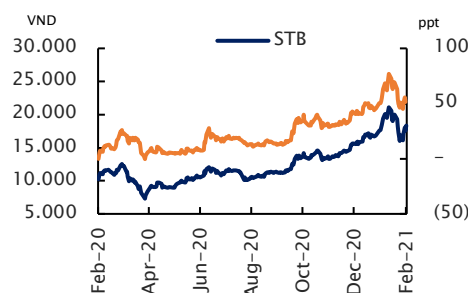
**Tiêu điểm**

- **Chúng tôi tăng giá mục tiêu** do giảm tỷ lệ chiết khấu và nâng lợi nhuận dự báo
- **Chúng tôi tăng lợi nhuận dự báo** lên 13% cho năm 2021 và 12% cho năm 2022.
- **Tăng trưởng cho vay điều chỉnh tăng 70 điểm cơ bản** lên 13,2% đối với năm 2021.

**Quan điểm của chúng tôi**

- **Định giá tương đối cao – hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ - Kém khả quan**
- **Xử lý tài sản không sinh lời** tiếp tục là nhân tố chính cho sự phục hồi của STB.
- **STB giao dịch tại mức P/B kỳ vọng năm 2021 là 1,0x so với trung vị ngành là 1,3x**, mặc dù ROE kỳ vọng năm 2021 tương đối thấp khi chỉ đạt 9,8% so với trung bình ngành là 17,0%

**Sơ lược về công ty:** STB là ngân hàng niêm yết lớn thứ 6 của Việt Nam về mặt tài sản với 5,4% thị phần tại thời điểm Q4/2020. Ngân hàng hoạt động chủ yếu tập trung vào mảng bán lẻ và SMEs. Việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015 đã dẫn đến những vấn đề lớn về chất lượng tài sản, một thách thức mà ban lãnh đạo ngân hàng hiện đang phải giải quyết với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính sách của chính phủ.

**Tương quan giá CP với VN-Index**


<b>Vốn hóa</b>	<b>1,4 tỷ USD</b>
<b>GTGD BQ6T</b>	<b>15,2 triệu USD</b>
<b>SLCP</b>	<b>1,804 triệu</b>
<b>Tỷ lệ chuyển nhượng tự do</b>	<b>95%</b>
<b>Sở hữu nước ngoài</b>	<b>9.9%</b>
<b>Cổ đông lớn</b>	<b>10.8%</b>
<b>2021E TS/VCSH (x)</b>	<b>16.7</b>
<b>2021E P/E (x)</b>	<b>11</b>
<b>2021E P/B (x)</b>	<b>1.0</b>
<b>Room ngoại còn lại</b>	<b>13.9%</b>
<b>Lợi suất cổ tức (%)</b>	<b>0.0%</b>

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Vietnam

**Chuyên viên phân tích:**
**Trần Tân**

+84 28 3622 6868 ext 3874

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)
**Bloomberg code: YUTA**
**Sacombank [STB]**
**Định giá tương đối cao**

**Chúng tôi tăng dự báo LNST** lên 13% cho năm 2021 và 12% cho năm 2022 với kì vọng doanh thu cao hơn, nhưng đổi lại chi phí cũng sẽ tăng. Hiện tại chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ tăng +34% YoY trong năm 2021 và +22% YoY vào năm 2022.

**Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng cho vay** thêm 70 điểm cơ bản lên 13,2% YoY.

**Dự báo NIM tăng** 61 điểm phần trăm so với dự báo trước đây của chúng tôi lên 3,16% cho năm 2021E (+40 điểm cơ bản YoY). Chính sách nới lỏng tiền tệ có thể sẽ được duy trì trong năm 2021, điều này sẽ giúp giảm chi phí vốn và cải thiện NIM.

**Chúng tôi tăng dự báo thu nhập phí** lên 3% cho năm 2021E để đạt 4,6 nghìn tỷ đồng.

**Dự báo chi phí hoạt động tăng** 15% so với dự báo trước đó của chúng tôi cho năm 2021E.

**Chúng tôi cũng tăng giá định trích lập dự phòng năm 2021** lên 19% so với dự báo trước đó, và đạt 3,6 nghìn tỷ đồng.

**Yuanta vs. các bên.** Dự báo LNST của chúng tôi hiện tại cao hơn 11% so với mức trung bình của các bên cho năm 2021 và cao hơn 2% cho năm 2022.

**Hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ - Kém khả quan dựa trên mức định giá.** Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao triển vọng phục hồi của STB trong dài hạn. Đại dịch được kiểm soát và việc phục hồi bất động sản trong năm 2021 sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ giải quyết tài sản không sinh lời tồn đọng. Tuy nhiên, thị trường có thể đã quá kì vọng bởi tin đồn M&A và chúng tôi khuyến nghị không nên mua đuổi ở mức giá hiện tại.

**STB đang giao dịch ở mức P/B kỳ vọng năm 2021 là 1,0x so với mức trung vị của ngành là 1,3x**, trong khi tỷ suất sinh lời ROE kỳ vọng của STB năm 2021E ở mức tương đối thấp là 9,8% so với mức trung bình của ngành là 17,0%. Do đó, chúng tôi hạ mức khuyến nghị cổ phiếu xuống **NĂM GIỮ-Kém khả quan** so với khuyến nghị MUA trước đó của chúng tôi.

**ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.**

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

## Định giá

Chỉ số định giá	2018A	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
PER điều chỉnh (x)	23.4	16.3	14.8	11.0	9.0	7.4
PEG	0.6	0.4	1.4	0.3	0.4	0.3
ROA điều chỉnh (%)	0.36%	0.47%	0.47%	0.58%	0.66%	0.73%
ROE điều chỉnh (%)	5.9%	7.9%	8.0%	9.8%	11.0%	12.1%
PBR (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	2.7%

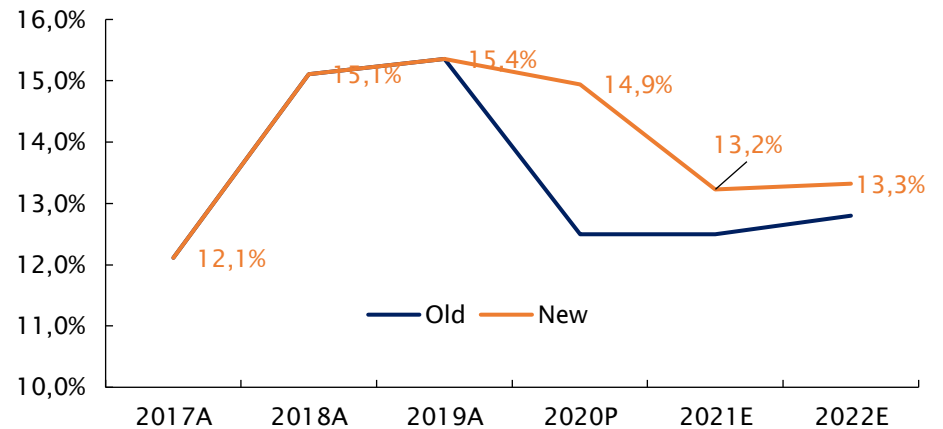
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

## Báo Cáo Cập Nhật

### Tăng dự báo tăng trưởng cho vay kỳ vọng năm 2021

Chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng cho vay lên 70 điểm cơ bản, đạt 13,2% trong năm 2021 vì chúng tôi tin rằng nền kinh tế sẽ phục hồi trong năm 2021 và nhu cầu vốn sẽ tăng lên, trong khi thanh khoản sẽ duy trì ở mức cao do NHNN tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ.

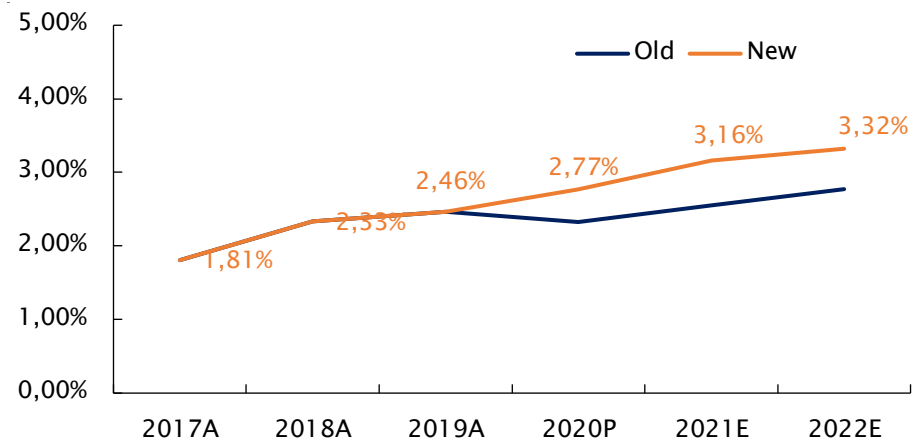
Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

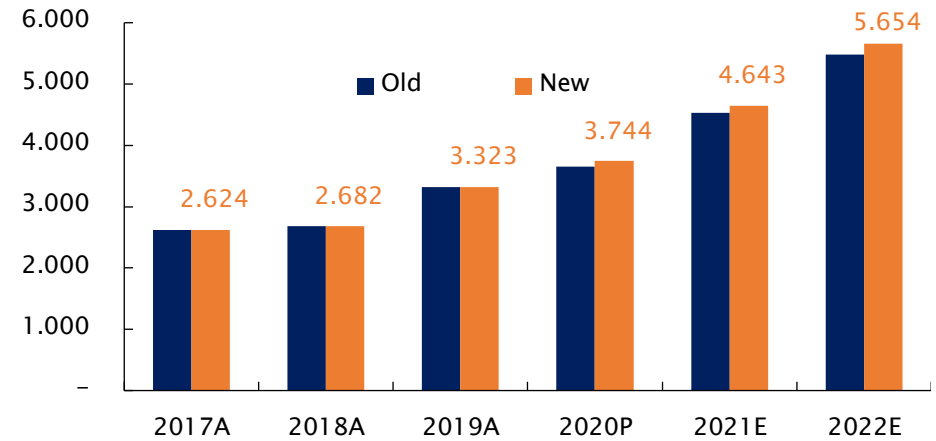
Chúng tôi tăng dự báo NIM lên 61 điểm cơ bản cho năm 2021 và 55 điểm cơ bản cho năm 2022. Điều này chủ yếu là do KQKD (chưa kiểm toán) năm 2020 cao hơn dự báo. NIM thực hiện năm 2020 đạt 2,77%, cao hơn 45 điểm cơ bản so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cũng cho rằng NHNN sẽ tiếp tục duy trì việc nới lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2021, giúp giảm chi phí huy động vốn cho các ngân hàng, trong đó có STB.

Biểu đồ 2: NIM (%)



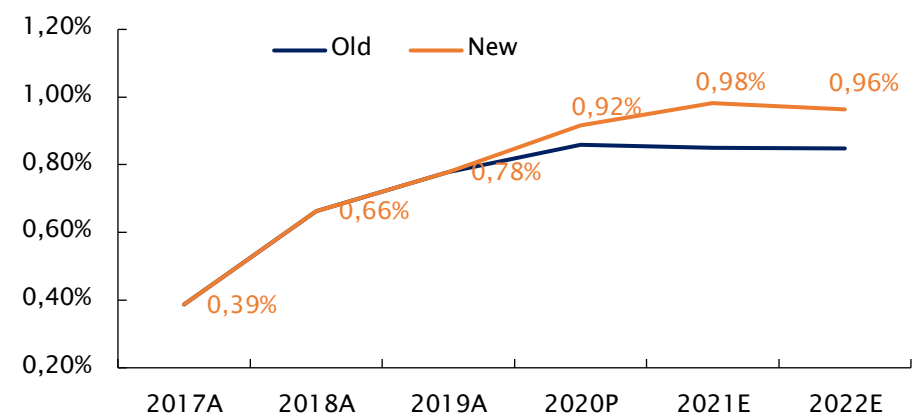
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Vietnam.

Nâng mức dự báo thu nhập từ hoạt động dịch vụ của chúng tôi. Chúng tôi đã điều chỉnh tăng nhẹ dự báo thu nhập từ hoạt động dịch vụ + 3% cho cả năm 2021 và 2022.

**Biểu đồ 3: Thu nhập từ hoạt động dịch vụ**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

**Chi phí tín dụng và tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng.** Chúng tôi kỳ vọng rằng STB sẽ tiếp tục dự phòng trong năm 2021 để ngăn ngừa khả năng suy giảm chất lượng tài sản. Dự thảo Thông tư mới sửa đổi Thông tư 01/2020/TT-NHNN sẽ yêu cầu các ngân hàng phải trích lập dự phòng cho các khoản vay bị ảnh hưởng bởi Covid-19 trong năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL của các ngân hàng sẽ tăng vọt vào năm 2021.

**Biểu đồ 4: Chi phí tín dụng(%) (Dự phòng/trung bình cho vay)**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

## Định giá tương đối cao

### Điều gì đã thúc đẩy giá cổ phiếu?

Phải thừa nhận rằng kết quả hoạt động kinh doanh (đặc biệt là KQKD trước trích lập dự phòng) và tiến độ xử lý tài sản không sinh lời là rất ấn tượng, và đây chắc chắn là động lực đã giúp tăng giá cổ phiếu gần đây.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lý do chính khiến cổ phiếu tăng gần đây phần lớn là do tin đồn M&A. Tóm tắt sơ lược về tin đồn thời gian vừa qua, tin đồn là Công ty Cổ phần Ô tô Trường Hải (THACO) sẽ mua gần 10% cổ phần của STB từ Ngân hàng Kiên Long với giá 18.000 đồng/cổ phiếu. Ban lãnh đạo THACO đã phủ nhận tin đồn này, và cho biết THACO không có ý định mua cổ phần nào tại STB ở thời điểm này. Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên hạn chế mua đuổi cổ phiếu STB dựa trên tin đồn.

Đây không phải là lần đầu tiên các tin đồn M&A xuất hiện liên quan đến STB. Các ví dụ trước đó gồm có câu chuyện năm 2018/19 - một tập đoàn lớn trong nước sẽ mua 20% cổ phần STB với giá gấp đôi giá cổ phiếu hiện tại ở thời điểm đó. Tuy nhiên, điều đó đã không xảy ra. Ngoài ra, trong năm 2018 có tin đồn rằng một nhóm nhà đầu tư nước ngoài sẽ đầu tư 1 tỷ USD vào STB. Hay thậm chí trước đó vào năm 2011, có tin đồn cho rằng một ngân hàng Thụy Sĩ có ý định mua 15% cổ phần của STB. Tuy nhiên, không có một tin đồn nào đã xảy ra.

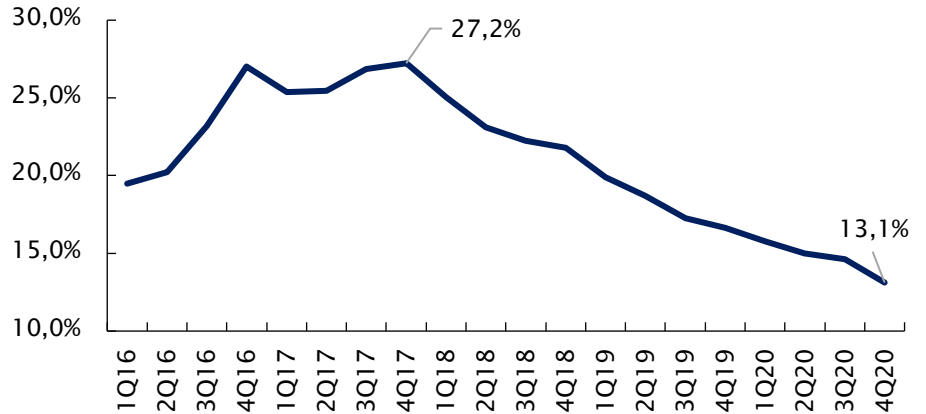
Tin đồn là tin đồn, và chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu tăng đột biến gần đây phần lớn là do đầu cơ chứ không phải do các yếu tố nội tại cơ bản của STB. Vì vậy, chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống mức NẮM GIỮ- Kém khả quan.

Việc xử lý tài sản không sinh lời (NPA) đã cho thấy tiến triển tích cực. Tỷ lệ tổng NPA (bao gồm nợ xấu rỗng, trái phiếu VAMC rỗng, lãi dự thu và các khoản phải thu "khác") trên tổng tài sản đã giảm đáng kể và liên tục từ mức cao nhất 27,2% trong Q4/2017

xuống 13,1% trong Q4/2020. Phải thừa nhận rằng tỷ lệ hiện tại vẫn còn cao, nhưng ban lãnh đạo đã làm tốt việc xử lý tài sản không sinh lời tính đến thời điểm này.

Tuy nhiên, giá trị tuyệt đối của tổng NPA vẫn ở mức cao khoảng 65 nghìn tỷ đồng tại thời điểm Q4/2020, bằng khoảng 2,2x tổng vốn chủ sở hữu của STB. Mặc dù chúng tôi vẫn đánh giá tích cực về khả năng xử lý NPA của STB, nhưng có thể mất vài năm nữa để vấn đề này có thể giải quyết triệt để và thậm chí triển vọng này sẽ phụ thuộc vào tình hình thị trường bất động sản.

**Biểu đồ 5: Tỷ lệ tổng NPA (%) (Tổng NPAs/Tài sản)**

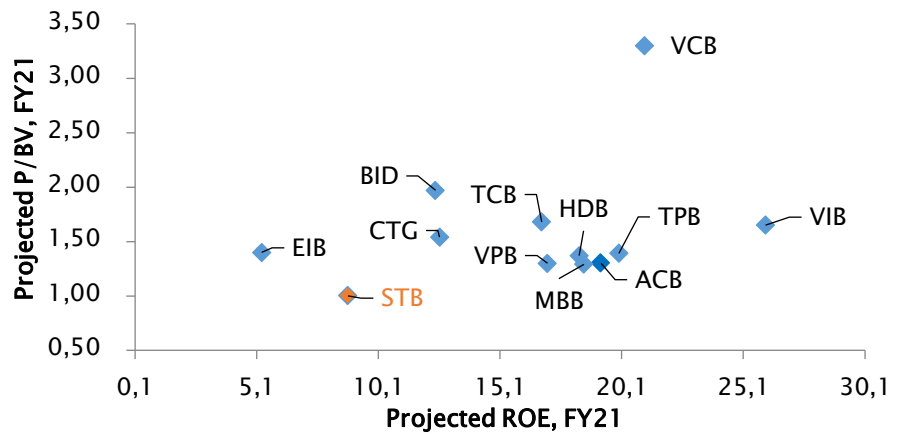


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

**Định giá hiện tại không còn rẻ**

Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá tương đối cao ở mức giá hiện tại do ROE tương đối thấp so với ngành. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nên thận trọng với mức giá hiện tại và chúng tôi kì vọng giá cổ phiếu STB sẽ điều chỉnh giảm. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống mức NĂM GIỮ- Kém khả quan từ khuyến nghị MUA.

**Biểu đồ 6: Đồ thị phân tán giữa ROE và P/B năm 2021 giữa các ngân hàng**

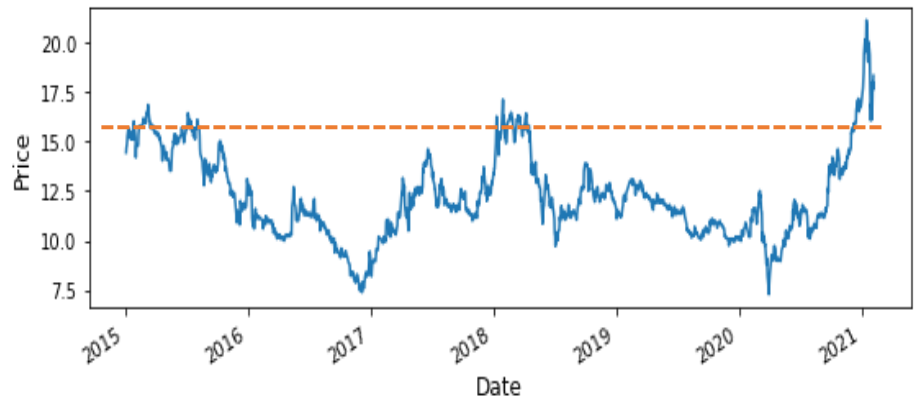


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam.

## Phân tích giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu của STB đã tìm thấy ngưỡng hỗ trợ vững chắc xung quanh mức giá 16.000 đồng (xem đồ thị dưới đây). Đà tăng của giá vẫn duy trì và có thể sẽ tiếp tục đi lên trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà tăng sẽ không bền vững vì phần lớn là do tin đồn về M&A

**Biểu đồ 7: Giá cổ phiếu STB được hỗ trợ quanh mức giá 16.000 đồng**



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

## Dự đoán giá cổ phiếu bằng mô hình Brownian Motion

Chúng tôi đã đưa ra dự đoán về giá cổ phiếu của STB trong 12 tháng tới bằng mô hình Brownian Motion.

$$\text{Giá (t)} = \text{giá (t-1)} * e^r$$

Trong đó r: log return hàng ngày của giá cổ phiếu

$$r = \text{drift} + \text{giá trị ngẫu nhiên}$$

trong đó:

$$\text{drift} = \text{log return trung bình} - 0,5 * \text{phương sai}$$

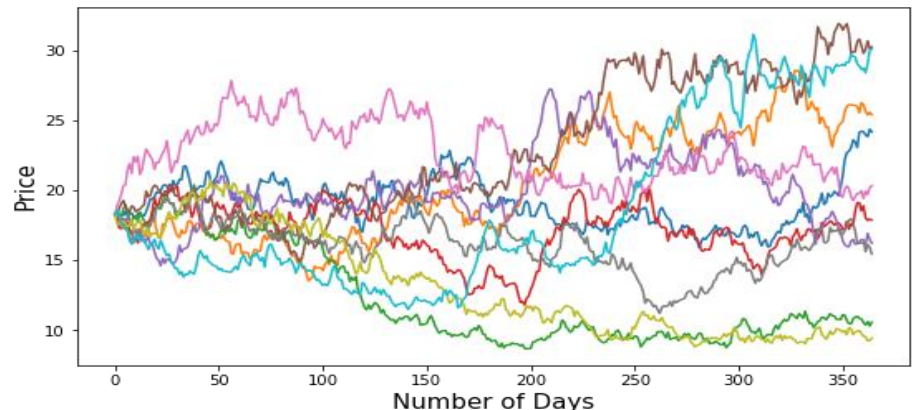
$$\text{giá trị ngẫu nhiên} = \text{std} * Z (\text{Rand} (0,1))$$

Dựa trên các công thức trên, chúng tôi sử dụng ngôn ngữ lập trình Python để chạy 10 vòng lặp (iteration) nhằm ước tính 10 kịch bản khác nhau cho giá cổ phiếu của STB trong 12 tháng tới, bắt đầu từ ngày 0, là ngày 05/02/2021.

Kết quả được hiển thị trong biểu đồ dưới đây. Như chúng ta có thể thấy, trong số mười kịch bản, sáu trong số đó chỉ ra rằng giá cổ phiếu của STB sẽ duy trì ở mức hiện tại hoặc thấp hơn trong 12 tháng tới, trong khi chỉ có ba kịch bản cho thấy xu hướng tăng giá rõ ràng.

Phân tích này hoàn toàn dựa trên dữ liệu giá trong quá khứ và kết quả trong quá khứ có thể không phản ánh được kết quả trong tương lai. Tuy nhiên, biểu đồ dưới đây cho thấy khả năng cao là giá cổ phiếu STB sẽ giữ ở mức giá hiện tại hoặc thấp hơn trong 12 tháng tới.

**Biểu đồ 8: Dự đoán giá cổ phiếu STB trong 12 tháng với Brownian Motion**



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Lưu ý rằng dự đoán trên chỉ mang tính chất tham khảo và vui lòng xem định giá của chúng tôi trong bảng bên dưới để biết giá trị nội tại của STB.

## Bảng định giá

Với kỳ vọng lợi nhuận tăng và tỷ lệ chiết khấu thấp hơn, chúng tôi tăng giá mục tiêu của STB thêm 30% lên 16.790 đồng dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư, tương ứng với P/B kỳ vọng năm 2021 là 0,9x. Xin lưu ý rằng chúng tôi đã giảm lãi suất chiết khấu từ 14,8% xuống 13,3% dựa trên lãi suất phi rủi ro thấp hơn, phù hợp với việc giảm lãi suất tiền gửi của 4 NH có vốn nhà nước.

### Mô hình thu nhập thặng dư

<b>Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập ròng dài hạn:</b>	<b>4.0%</b>
Thu nhập ròng dự kiến một năm sau giai đoạn dự báo:	6,681
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư:	4,798
(+) Vốn chủ sở hữu của Cổ đông hiện hữu:	28,956
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn Thu nhập thặng dư:	1,524
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư	(186)
Giá trị vốn chủ sở hữu tương ứng	30,294
<b>Giá cổ phiếu tương ứng</b>	<b>16,796</b>

Nguồn: Yuanta Việt Nam

### Bảng thể hiện độ nhạy giữa : ROE vs. Chí phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn	Chí phí vốn chủ sở hữu							
	11.0%	11.5%	12.0%	13.3%	14.0%	14.5%	15.0%	
13.0%	36,290	31,547	27,759	20,834	18,178	16,602	15,236	
12.5%	34,326	29,872	26,314	19,805	17,307	15,824	14,537	
12.0%	32,387	28,219	24,888	18,790	16,447	15,055	13,847	
11.5%	30,473	26,586	23,479	17,787	15,598	14,296	13,166	
<b>11.0%</b>	28,583	24,974	22,088	16,796	14,759	13,546	12,493	
10.5%	26,717	23,383	20,715	15,818	13,930	12,806	11,828	
10.0%	24,876	21,812	19,359	14,852	13,112	12,074	11,171	
9.5%	23,058	20,262	18,021	13,899	12,304	11,352	10,523	
9.0%	21,264	18,731	16,700	12,958	11,507	10,640	9,883	

Nguồn: Yuanta Vietnam

### Yuanta so với các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2021E	2022E
Trung vị các bên	2,692	3,603
<b>Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)</b>	<b>2,994</b>	<b>3,665</b>
% chênh lệch	11.2%	1.7%
Mức cao nhất của các bên	3,049	3,615
Mức thấp nhất của các bên	2,378	3,591
<b>EPS (đồng)</b>		
Trung vị các bên	1,173	1,649
<b>Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)</b>	<b>1,660</b>	<b>2,032</b>
% chênh lệch	41.5%	23.2%
Mức cao nhất của các bên	1,386	1,664
Mức thấp nhất của các bên	1,038	1,633

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

## Số liệu tài chính trọng yếu (Trước vs Sau)

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	Trước		Sau		% chênh lệch (Sau vs. Trước)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Cho vay gộp:	374,441	422,468	385,280	436,623	2.9%	3.4%
<b>Tổng tài sản:</b>	<b>517,017</b>	<b>560,352</b>	<b>533,821</b>	<b>580,853</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.7%</b>
Tiền gửi:	467,009	507,859	479,283	523,158	2.6%	3.0%
<b>Tổng nợ phải trả:</b>	<b>485,665</b>	<b>526,378</b>	<b>501,871</b>	<b>545,971</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.7%</b>
VCSH và thặng dư:	18,167	18,167	18,918	18,918	4.1%	4.1%
Tổng VCSH:	31,352	33,974	31,951	34,883	1.9%	2.7%
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu:</b>	<b>517,017</b>	<b>560,352</b>	<b>533,821</b>	<b>580,853</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.7%</b>

Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)	Trước		Sau		% chênh lệch (Sau vs. Trước)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Thu nhập lãi ròng:	11,499	13,651	14,432	16,686	26%	22%
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ:	4,526	5,481	4,643	5,654	3%	3%
Thu nhập ngoài lãi khác:	855	926	989	1,076	16%	16%
<b>Tổng thu nhập điều chỉnh:</b>	<b>16,880</b>	<b>20,058</b>	<b>20,064</b>	<b>23,416</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>
Tổng chi phí:	(11,587)	(13,642)	(13,281)	(15,396)	15%	13%
<b>LNHĐKD trước dự phòng (PPOP):</b>	<b>5,293</b>	<b>6,416</b>	<b>6,783</b>	<b>8,020</b>	<b>28%</b>	<b>25%</b>
Dự phòng ròng:	(1,327)	(1,489)	(2,282)	(2,511)	72%	69%
<b>Lợi nhuận trước thuế:</b>	<b>3,966</b>	<b>4,927</b>	<b>4,501</b>	<b>5,509</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>
(-) Thuế:	(793)	(985)	(900)	(1,102)	13%	12%
<b>Lợi nhuận sau thuế:</b>	<b>3,173</b>	<b>3,942</b>	<b>3,601</b>	<b>4,408</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>
(-) Lợi ích CDTS:	-	-	-	-	N/A	N/A
(-) Khác:	(534)	(664)	(607)	(742)	13%	12%
<b>Lợi nhuận sau thuế đã điều chỉnh:</b>	<b>2,638</b>	<b>3,278</b>	<b>2,994</b>	<b>3,665</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>

Nguồn: Yuanta Việt Nam

## Báo cáo tài chính (điều chỉnh)

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2019A	2020P	2021E	2022E
Tiền mặt và số dư tại SBV	8,269	17,731	19,857	21,675
Cho vay các ngân hàng	25,261	18,397	17,478	18,351
CK kinh doanh & đầu tư	76,945	75,277	74,716	71,093
Công ty liên kết khác	104	446	499	545
<b>Tổng cho vay gộp</b>	<b>296,030</b>	<b>340,268</b>	<b>385,280</b>	<b>436,623</b>
(-) Dự phòng cụ thể:	(1,744)	2,999	(3,757)	(4,359)
(-) Dự phòng chung:	(2,227)	2,415	(2,890)	(3,275)
<b>Tổng dự phòng:</b>	<b>(3,971)</b>	<b>(5,414)</b>	<b>(6,647)</b>	<b>(7,633)</b>
<b>Tổng cho vay ròng:</b>	<b>292,059</b>	<b>334,855</b>	<b>378,633</b>	<b>428,990</b>
TSCD hữu hình:	4,697	4,746	4,746	4,746
TSCD vô hình:	3,593	3,829	3,829	3,829
Đầu tư BDS	-	-	-	-
Tiền lãi dự thu:	19,539	17,500	16,625	15,794
Thuế hoãn lại:	160	450	450	450
Các tài sản khác:	22,954	19,405	16,987	15,380
<b>Tổng tài sản:</b>	<b>453,581</b>	<b>492,637</b>	<b>533,821</b>	<b>580,853</b>
Tiền gửi:	400,844	427,972	479,283	523,158
Nợ NHNN & NH khác:	3,767	8,024	8,024	8,024
Giấy tờ có giá	9,490	11,144	11,144	11,144
Khoản nợ khác:	12,738	16,541	3,420	3,644
<b>Tổng nợ phải trả:</b>	<b>426,839</b>	<b>463,680</b>	<b>501,871</b>	<b>545,971</b>
Vốn và thặng dư:	18,167	18,918	18,918	18,918
Quỹ dự trữ:	3,163	2,735	2,735	2,735
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại:	5,412	7,304	10,298	13,230
Lợi ích CDTS:	-	-	-	-
Đánh giá lại TS:	-	-	-	-
Chênh lệch FX:	-	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu:</b>	<b>26,742</b>	<b>28,956</b>	<b>31,951</b>	<b>34,883</b>
<b>Tổng nợ và vốn:</b>	<b>453,581</b>	<b>492,637</b>	<b>533,821</b>	<b>580,853</b>

### Báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2019A	2020P	2021E	2022E
Thu nhập lãi ròng	9,181	11,527	14,432	16,686
<i>Thu nhập từ phí</i>	<i>3,323</i>	<i>3,744</i>	<i>4,643</i>	<i>5,654</i>
<i>TN ngoài lãi khác</i>	<i>710</i>	<i>877</i>	<i>989</i>	<i>1,076</i>
Tổng TN ngoài lãi	4,033	4,621	5,632	6,730
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>13,214</b>	<b>16,147</b>	<b>20,064</b>	<b>23,416</b>
Tổng chi phí	(9,266)	(11,015)	(13,281)	(15,396)
<b>PPOP</b>	<b>3,948</b>	<b>5,132</b>	<b>6,783</b>	<b>8,020</b>
Dự phòng gộp:	(2,153)	(2,916)	(3,563)	(3,962)
Thu hồi nợ xấu:	1,421	1,124	1,281	1,452
Dự phòng ròng:	(732)	(1,793)	(2,282)	(2,511)
<b>Thu nhập trước thuế:</b>	<b>3,217</b>	<b>3,339</b>	<b>4,501</b>	<b>5,509</b>
(-) Thuế thu nhập:	(762)	(657)	(900)	(1,102)
<b>Thu nhập sau thuế</b>	<b>2,455</b>	<b>2,682</b>	<b>3,601</b>	<b>4,408</b>
(-) Lợi ích CDTS	-	-	-	-
(-) Khác	(436)	(452)	(607)	(742)
<b>TN ròng (điều chỉnh)</b>	<b>2,019</b>	<b>2,230</b>	<b>2,994</b>	<b>3,665</b>
EPS (điều chỉnh)	1,119	1,237	1,660	2,032

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tỷ số tài chính (Đã điều chỉnh)	FY18A	FY19A	FY20P	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Dự phòng tăng trưởng</b>						
Thu nhập lãi thuần	44.6%	20.3%	25.6%	25.2%	15.6%	16.9%
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	2.2%	23.9%	12.7%	24.0%	21.8%	20.9%
Thu nhập ngoài lãi khác	0.1%	65.8%	23.4%	12.8%	8.8%	8.8%
Chi phí hoạt động	23.7%	18.2%	18.9%	20.6%	15.9%	16.9%
Dự phòng gộp	94.9%	35.3%	35.5%	22.2%	11.2%	12.9%
Lợi nhuận trước dự phòng	45.9%	35.8%	30.0%	32.2%	18.2%	18.8%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	40.8%	43.3%	10.5%	34.3%	22.4%	21.5%
Tài sản	10.2%	11.7%	8.6%	8.4%	8.8%	8.8%
<b>PHÂN TÍCH TÀI SẢN</b>						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	86%	88%	88%	90%	91%	92%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	0.43%	0.54%	0.54%	0.66%	0.73%	0.81%
<b>PHÂN TÍCH TÍN DỤNG</b>						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	15.1%	15.4%	14.9%	13.2%	13.3%	12.9%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	73%	73%	77%	79%	81%	84%
<b>PHÂN TÍCH TIỀN GỬI</b>						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	9.2%	14.7%	6.8%	12.0%	9.2%	8.9%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	93%	94%	92%	96%	96%	96%
<b>THANH KHOẢN</b>						
Tỷ lệ LDR thuần	72%	73%	78%	79%	82%	85%
<b>CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b>						
Tỷ lệ NPL	2.20%	1.94%	1.70%	1.85%	1.79%	1.78%
Dự phòng trên cho vay gộp	0.72%	0.75%	-0.71%	0.75%	0.75%	0.75%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	62%	69%	94%	94%	99%	104%
<b>PHÂN TÍCH CHÊNH LỆCH</b>						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	8.03%	8.17%	8.07%	8.63%	8.89%	9.13%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	5.18%	5.31%	4.96%	5.17%	5.34%	5.43%
Chênh lệch lãi suất	2.86%	2.87%	3.11%	3.46%	3.55%	3.70%
NIM	2.33%	2.46%	2.77%	3.16%	3.32%	3.53%
<b>THU NHẬP KHÁC</b>						
Thu nhập từ phí trên tổng TN (điều chỉnh)	25%	25%	23%	23%	24%	25%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	4%	5%	5%	5%	5%	4%
<b>HIỆU QUẢ VẬN HÀNH</b>						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	77%	73%	71%	69%	69%	69%
<b>CHI PHÍ TÍN DỤNG</b>						
Dự phòng/ tổng tài sản BQ	0.66%	0.78%	0.92%	0.98%	0.96%	0.96%
<b>LỢI NHUẬN</b>						
ROAA điều chỉnh	0.75%	0.92%	1.08%	1.32%	1.44%	1.57%
ROAE điều chỉnh	12.1%	15.4%	18.4%	22.3%	24.0%	26.0%
ROAA	0.36%	0.47%	0.47%	0.58%	0.66%	0.73%
ROAE	5.9%	7.9%	8.0%	9.8%	11.0%	12.1%
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	2.7%
<b>ĐỊNH GIÁ</b>						
PER (x)	23.4x	16.3x	14.8x	11.0x	9.0x	7.4x
PBR (x)	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x	0.9x	0.9x

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam



# Appendix A: Important Disclosures

## Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

## Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD–Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD–Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

## Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225,  
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104  
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd  
23/F, Tower 1, Admiralty Centre  
18 Harcourt Road,  
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office

Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu  
Seoul, Korea 100-845  
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research  
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group)  
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH  
SCBD Lot 9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Tel: (6221) - 5153608 (General)

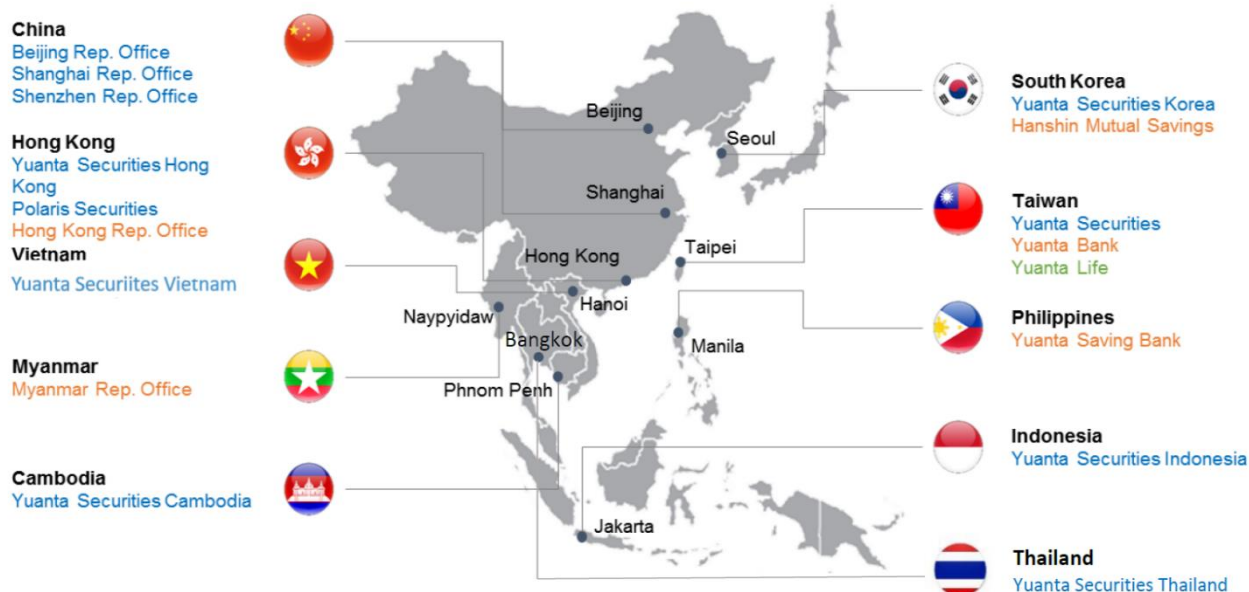
Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Thailand)  
127 Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department  
Yuanta Securities (Vietnam)  
4th Floor, Saigon Centre  
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,  
Ben Nghe Ward, District 1,  
HCMC, Vietnam

# YUANTA SECURITIES NETWORK



## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

**Head office:** 4<sup>th</sup> Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

### Institutional Research

#### Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

#### Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

#### Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

#### Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

#### Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

[Huy.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:Huy.nguyen@yuanta.com.vn)

#### Trung Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)

[trung.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:trung.nguyen2@yuanta.com.vn)