

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ41,000 (từ VNĐ37,200)

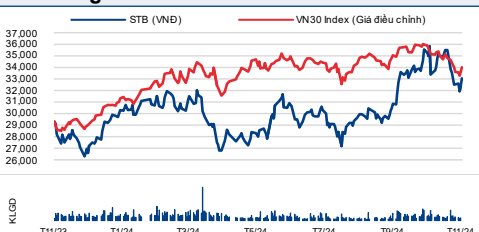
Tiềm năng tăng/giảm: 24.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2024) 33,050

Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,300-35,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	62,306
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,452
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,885
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	566
Slg CP NN được mua (tr.đv)	128
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.2%
Tỷ lệ freefloat	41.9%
Cổ đông lớn	g Dương Công Minh (3.32%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.24)	10.4	12.8
So với chỉ số	(1.04)	13.0	(2.81)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	4,219	4,381	(3.7)
2025F	5,738	6,451	(11.1)
2026F	7,278	7,740	(6.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

STB là một trong những ngân hàng tư nhân có tổng tài sản lớn nhất. Ngân hàng tập trung vào cho vay mua nhà, ô tô, kinh doanh hộ gia đình và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Quá trình tái cấu trúc gần hoàn tất; khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 10% giá mục tiêu lên 41.000đ (tiềm năng tăng giá 24%) do tác động tích cực từ việc điều chỉnh giá định định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 11% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 chủ yếu do hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí tín dụng. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 3 năm tới đạt 23,4% và hệ số ROE năm 2025-2026 đạt 20%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,93 lần, sát bình quân quá khứ nhưng thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,02 lần, so với mức chiết khấu 18% vào Q2/2024. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2024 là 1,19 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và triển vọng

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tăng 18% so với cùng kỳ. Mặc dù thấp hơn một chút so với dự báo, kết quả này vẫn tích cực với tỷ lệ NIM cao, tỷ lệ nợ xấu đi ngang và tài sản tồn đọng giảm. Lãi thuần HĐ dịch vụ thấp ảnh hưởng tới cơ cấu lợi nhuận của STB nhưng mức độ không đáng kể.

Sau 9 năm tái cấu trúc (2015-2024), STB đã có sự chuyển mình mạnh mẽ ở nhiều khía cạnh, bao gồm quy mô tài sản, tỷ lệ NIM, nợ xấu, hệ số ROE và tài sản tồn đọng. Cho năm 2025, quá trình tái cấu trúc dự kiến sẽ hoàn tất với thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần.

Tác động: Giảm bình quân 11%/năm dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 11%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 23,4% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2025-2026 đạt 20%. Dự báo của chúng tôi thấp hơn 7% so với thị trường cho thấy quan điểm thận trọng đối với chiến lược trích lập dự phòng của Ngân hàng.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu STB đã giảm 6% trong 1 tháng qua (sau khi tăng 17% trong 1 tháng trước đó), so với mức giảm 8% bình quân nhóm NHTM tư nhân. Từ đó, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,93 lần, sát với bình quân quá khứ nhưng thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,02 lần và thấp hơn 24% so với ngân hàng tương đồng nhất là ACB (1,57 lần, Mua vào, giá mục tiêu 34.700đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 24% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,19 lần, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,14 lần (thấp hơn 14% so với ACB, 1,39 lần). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với STB.

Mức chiết khấu định giá của STB đã thu hẹp kể từ Q2/2024, nhiều khả năng do tâm lý thị trường cải thiện dựa trên kỳ vọng STB sẽ hoàn tất quá trình tái cấu trúc vào năm 2025. Trên thực tế, nếu thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần tổ chức thành công trong năm tới, tâm lý thị trường sẽ được nâng cao đáng kể và định giá cổ phiếu sẽ tiếp tục được đánh giá lại ở mặt bằng cao hơn. Ngoài ra, lợi nhuận được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ sau giai đoạn tái cấu trúc.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	17,147	22,072	24,893	28,747	33,087
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	15,177	13,283	15,642 ▼	19,268 ▼	23,286 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	5,041	7,719	8,552 ▼	11,388 ▼	14,442 ▼
EPS (đồng)	2,674	4,094	4,537 ▼	6,040 ▼	7,661 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	20,489	24,259	28,611	34,350	41,627
P/E (lần)	12.4	8.07	7.29	5.47	4.31
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.61	1.36	1.16	0.96	0.79
Tăng trưởng EPS (%)	44.6	53.1	10.8	33.2	26.8
ROAE (%)	13.8	18.3	17.2	19.2	20.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bước vào năm thứ 10 của thập kỷ tái cấu trúc

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của STB mặc dù thấp hơn một chút so với dự báo nhưng vẫn rất tích cực với tỷ lệ NIM cao, tỷ lệ nợ xấu đi ngang và tài sản tồn đọng giảm. HSC giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt trung bình 3 năm đạt 23,4% và hệ số ROE năm 2025-2026 đạt 20%. Sau 9 năm tái cấu trúc (2015-2024), STB đã có sự chuyển mình mạnh mẽ ở nhiều khía cạnh, bao gồm quy mô tài sản, tỷ lệ NIM, nợ xấu, hệ số ROE và tài sản tồn đọng. Ngân hàng đã bước sang năm 2025, năm cuối cùng trong quá trình tái cấu trúc với thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần. Thương vụ này, tìm kiếm người đứng đầu mới cho STB, sẽ là động lực lớn thúc đẩy giá cổ phiếu.

Phân tích KQKD Q3/2024: Vững chắc nhưng thấp hơn dự báo

STB công bố LNTT Q3/2024 đạt 2.752 tỷ đồng, tăng 32% so với mức nền thấp cùng kỳ, chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần tăng 31%, bù đắp thu nhập ngoài lãi giảm 19% so với cùng kỳ và chi phí dự phòng tăng 45% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 8.094 tỷ đồng (tăng 18% so với cùng kỳ), bằng 70% dự báo cả năm và thấp hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q3/2024, STB

LNTT trong 9 tháng đầu năm 2024 của STB thấp hơn so với ước tính của chúng tôi do lãi thuần HĐ dịch vụ khiêm tốn

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Thu nhập lãi thuần	4,851	6,365	31%	16,439	18,433	12%	74%
Thu nhập ngoài lãi	1,076	873	-19%	3,025	2,835	-6%	56%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	720	756	5%	2,032	2,015	-1%	59%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	300	218	-27%	803	831	3%	66%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	16	6	-61%	43	45	5%	122%
Thu nhập thuần khác	30	(111)	-469%	125	(60)	-148%	-18%
Cổ tức	10	4	-64%	22	4	-83%	19%
Tổng thu nhập HĐ	5,927	7,238	22%	19,465	21,267	9%	71%
Chi phí HĐ	(3,015)	(3,287)	9%	(9,480)	(10,831)	14%	80%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	2,912	3,950	36%	9,984	10,436	5%	63%
Chi phí dự phòng	(827)	(1,199)	45%	(3,144)	(2,342)	-26%	48%
LNTT	2,085	2,752	32%	6,840	8,094	18%	70%
Lợi nhuận thuần	1,635	2,201	35%	5,460	6,489	19%	70%

Nguồn: STB

Tỷ lệ NIM vẫn ổn định

Tỷ lệ NIM Q3 vẫn ổn định, giảm 5 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 7 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 3,65%, do lãi suất cho vay giảm 7 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 219 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 7,55% và chi phí huy động giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 225 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 4,11%.

Thời gian tới, tỷ lệ NIM dự kiến sẽ tăng kể từ năm 2025 nhờ nhu cầu tín dụng khởi sắc và tài sản tồn đọng không còn ảnh hưởng tới KQKD. Mục tiêu dài hạn của STB là duy trì tỷ lệ NIM ở mức 4-4,2%.

Chất lượng tài sản và tài sản tồn đọng: Ổn định dù tiến độ chậm hơn dự báo

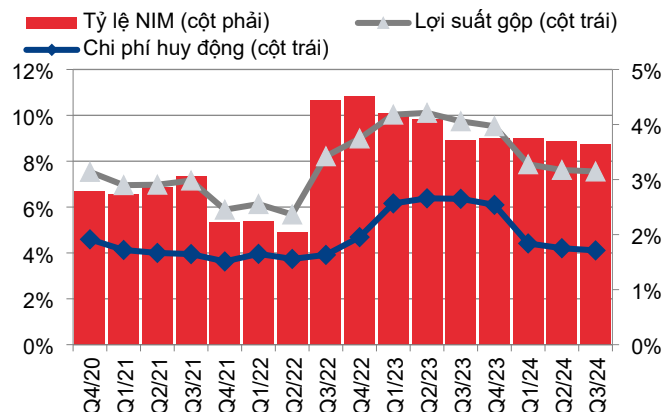
Tỷ lệ nợ xấu của STB tăng nhẹ lên 2,47% trong Q3/2024 (từ 2,43% trong Q2/2024) với tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng lên 0,72% từ 0,7%. Hệ số LLR tăng lên 75% vào cuối Q3/2024 từ 70% vào cuối Q2/2024, do chi phí dự phòng tăng lên.

Tài sản tồn đọng của STB cũng tăng lên 2,8 nghìn tỷ đồng từ 1,9 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2024, trong đó 1,5 nghìn tỷ đồng là trái phiếu VAMC và 1,3 nghìn tỷ đồng là các khoản phải thu chưa trích lập dự phòng. Tuy nhiên, tài sản tồn đọng hiện chỉ còn chiếm 0,39% tổng tài sản của STB cho thấy quá trình tái cấu trúc có vẻ sắp hoàn thành.

Việc xử lý một số gánh nặng từ tài sản tồn đọng – như “các khoản phải thu liên quan dịch vụ thanh toán hỗ trợ điện tử” giảm 10,5 nghìn tỷ đồng – là một bước tiến đáng kể trong quá trình tái cấu trúc.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM theo quý, STB

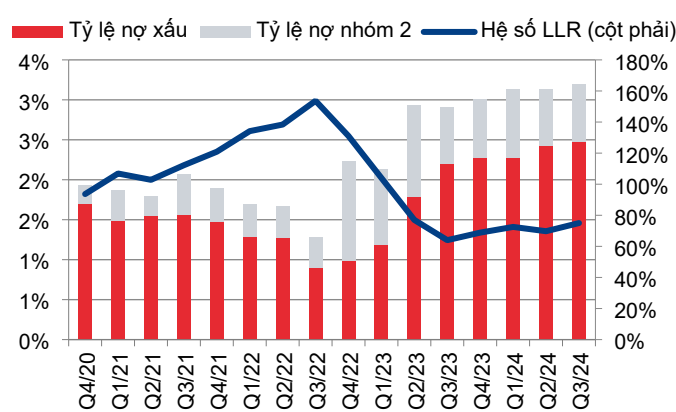
Tỷ lệ NIM duy trì trên mức 3,6% trong 2 năm qua...



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 3: Chỉ số chất lượng tài sản, STB

...& tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức gần 2,5% trong Q3/2024



Nguồn: STB, HSC

Bảng 4: Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng, STB

Tài sản tồn đọng vẫn duy trì ở mức không đáng kể với tỷ trọng thấp hơn 0,5% tổng tài sản trong nhiều quý liên tiếp

Tỷ đồng	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
Trái phiếu VAMC ròng	3,887	1,830	1,401	623	1,482
Lãi dự thu	0	0	0	0	0
Khoản phải thu tồn đọng	1,846	1,846	1,569	1,292	1,292
Quy mô tài sản tồn đọng	5,734	3,676	2,970	1,914	2,774
% tổng tài sản	0.88%	0.55%	0.43%	0.27%	0.39%

Các khoản phải thu liên quan đến dịch vụ thanh toán	19,748	32,149	23,033	9,566	-
---	--------	--------	--------	-------	---

Nguồn: STB, HSC

Triển vọng tổng thể

Trước khi phân tích triển vọng, chúng tôi nhắc lại về quá trình STB đã trải qua. Trong số những NHTM tái cấu trúc hoặc trong diện bị kiểm soát đặc biệt, STB đã đạt được một số thành tựu đáng kể như sau:

Về hoạt động ngân hàng cốt lõi:

- Tổng tài sản đạt 672 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, đứng thứ 9 trong ngành ngân hàng (giảm từ thứ 7 vào năm 2017 do hạn mức tín dụng thấp sau khi sát nhập vào năm 2015).
- Tổng dư nợ tín dụng đạt 483 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, đứng thứ 9.
- Tổng vốn huy động đạt 510 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, đứng thứ 6.
- Tỷ lệ NIM tăng từ 1,84% vào năm 2017 lên 3,77% trong năm 2023.
- Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 4,67% vào năm 2017 xuống 2,28% trong năm 2023.
- Hệ số ROE tăng mạnh từ 5,2% vào năm 2017 lên 18,3% trong năm 2023.

Về hoạt động xử lý tài sản tồn đọng:

- Vào năm 2017, tại thời điểm NHNN chính thức công bố kế hoạch tái cấu trúc STB (giai đoạn 2015-2025), tài sản tồn đọng của STB là 83 nghìn tỷ đồng, tương đương 22,6% tổng tài sản và bằng 350% vốn CSH. Tính đến cuối Q3/2024, tài sản tồn đọng chỉ còn 2,8 nghìn tỷ đồng, tương đương 0,4% tổng tài sản.

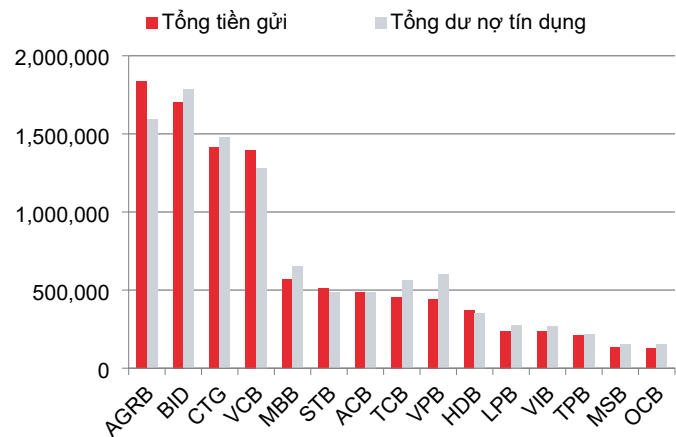
Trong 9 năm tái cấu trúc, STB đã đạt được một số thành tựu lớn như sau

- Những tài sản tồn đọng lớn đã được bán thành công, cụ thể là KCN Phong Phú (7,9 nghìn tỷ đồng, bán năm 2023), KCN Đức Hòa III (9,2 nghìn tỷ đồng, bán năm 2017), ...

Những thành tựu này sẽ xây dựng vị thế tốt để STB tiến về phía trước.

Biểu đồ 5: Tổng dư nợ tín dụng & tiền gửi theo ngân hàng, Q2/2024

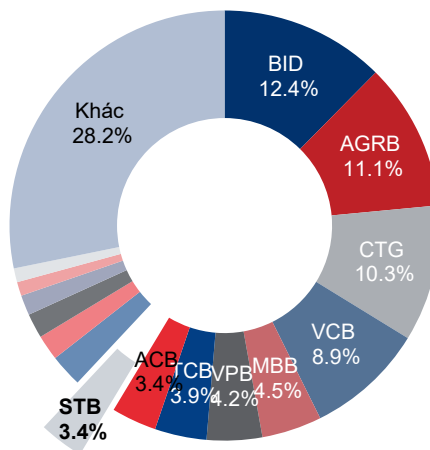
Lượng tiền gửi & tổng dư nợ tín dụng của STB lần lượt lớn thứ 6 & thứ 9...



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 6: Thị phần tín dụng, Q2/2024

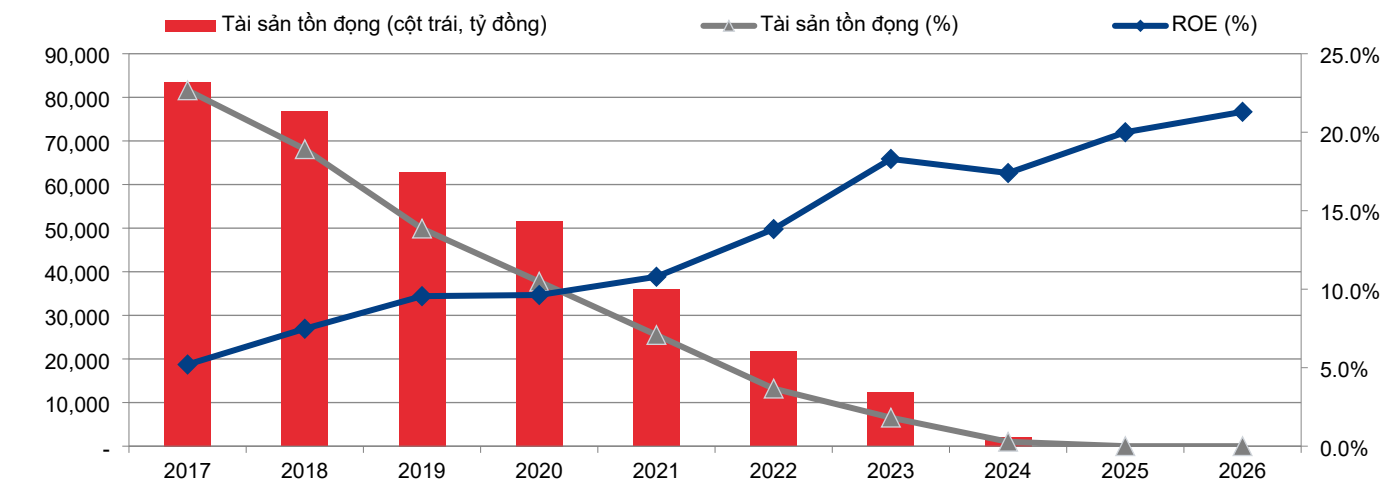
...trong khi thị phần cho vay trong toàn ngành ngân hàng là 3,4%



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 7: Tài sản tồn đọng & ROE của STB, theo năm

Tài sản tồn đọng của STB sẽ được xử lý trong năm 2025, trong khi hệ số ROE của ngân hàng này sẽ vượt mức 20% trong năm 2025-2026



Nguồn: STB, HSC dự báo

Năm 2025 dự kiến sẽ là năm bản lề đối với STB, với thương vụ đầu giá cổ phần lớn

Cuối năm 2025 sẽ là thời hạn cuối cùng trong kế hoạch tái cấu trúc STB. Yếu tố chính để STB hoàn thành kế hoạch này là thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần của ông Trần Bê.

Lưu ý rằng số cổ phần này ban đầu là cổ phần của ông Trần Bê tại ngân hàng Phương Nam (PNB) và được thế chấp cho khoản vay của ông tại PNB. Sau khi PNB sáp nhập với STB vào năm 2015, cổ phần của ông tại PNB đã được chuyển đổi thành cổ phần tại STB. Tuy nhiên, quyền và nghĩa vụ gắn liền với số cổ phần này đã được chuyển nhượng vĩnh viễn cho VAMC, do NHNN giám sát. Ông Trần Bê không còn bất kỳ quyền lợi và trách nhiệm nào liên quan đến 32,5% cổ phần này kể từ khi sáp nhập.

Theo chia sẻ tại ĐHCĐ năm 2021, để thu hồi toàn bộ nợ gốc và lãi của khoản nợ, giá bán cho số cổ phần này sẽ dao động trong khoảng 33.000-34.000đ/cp. Từ đó, tổng giá trị khoản nợ này ước tính là 20 nghìn tỷ đồng (Bảng 8), chưa bao gồm giá trị lãi vay trong giai đoạn 2022-2024.

Từ đó, HSC ước tính Ngân hàng sẽ thu hồi tối thiểu 20 nghìn tỷ đồng từ 32,5% cổ phần này. Do giá trị VAMC rất bé (1.482 tỷ đồng), HSC tin rằng STB đã trích lập trước phần lớn chi phí dự phòng cho tài sản này theo kế hoạch tái cấu trúc giai đoạn 2015-2025. Do đó, hầu hết giá trị thu hồi được sẽ được ghi nhận vào thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong thời gian tới sau khi STB bán thành công tài sản này. Mặt khác, chúng tôi có thể cộng thêm 15 nghìn tỷ đồng (trừ thuế TNDN) vào giá trị sổ sách dự báo (27% giá trị sổ sách năm 2024).

Tuy nhiên, do số lượng lớn cổ phần được đấu giá rất lớn, do đó sẽ khó có thể được hấp thụ hết bởi một tổ chức kinh tế đơn lẻ nào.

Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi chưa đưa tiềm năng tăng từ thương vụ này vào trong mô hình dự báo do thương vụ này có thể mất thời gian để hoàn thành. Dự báo hiện tại của chúng tôi chỉ phản ánh lợi nhuận HĐKD cốt lõi của STB.

Bảng 8: Đánh giá khoản tài sản tồn đọng lớn nhất của STB

Lợi nhuận có thể cao hơn dự báo của chúng tôi nếu STB ghi nhận khoản thu nhập từ thu hồi nợ xấu sau khi bán thành công 32,5% cổ phần của ông Trần Bê

Tỷ đồng	Nợ của ông Trần Bê	Nhận định về khoản nợ của ông Trần Bê
Tiền gốc	10,000	Ghi nhận bằng trái phiếu VAMC
Lãi vay	10,000	Lãi vay có thể được xóa bỏ hoàn toàn trong quá khứ
Tổng giá trị (ước tính)	20,000	
Giá đấu giá	20,000+	STB chưa thực hiện đấu giá do vấn đề lớn về quyền sở hữu
Giá trị VAMC	1,482	Chi phí còn lại nếu bán 32,5% cổ phần
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tiềm năng (trước thuế)	18,500	
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tiềm năng (sau thuế)	14,800	

Nguồn: STB, HSC

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Giảm bình quân 11%/năm

Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của STB thấp hơn dự báo, HSC điều chỉnh giảm dự báo như sau:

- Giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng cho giai đoạn 2024-2026 lần lượt ở mức 14%, 13%, 13%.
- Giảm nhẹ dự báo tỷ lệ NIM xuống lần lượt 3,76% (từ 3,78%) cho năm 2024, 3,84% (từ 3,91%) cho năm 2025 và 3,9% (từ 4,01%) cho năm 2026. Tỷ lệ NIM của Ngân hàng có thể trở lại mức bình thường 4% sau khi hoàn thành tái cấu trúc mặc dù thời gian này có thể lâu hơn dự báo do nền kinh tế phục hồi chậm.
- HSC giảm lần lượt 12%, 15% và 17% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ năm 2024 (tương đương tăng trưởng 15%), 2025 (tăng trưởng 29%) và 2026 (tăng trưởng 24%). Thu nhập dịch vụ thanh toán và hoa hồng bancassurance sẽ cần nhiều thời gian hơn để phục hồi do nhu cầu thấp và dịch vụ hạ tầng của STB là khiêm tốn hơn so với ngành.
- Chúng tôi nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu lên lần lượt 2,2% (từ 1,9%), 1,9% (từ 1,6%) và 1,8% (từ 1,3%) cho năm 2024, 2025 và 2026.

Tuy nhiên, HSC giữ nguyên giả định tài sản tồn đọng của STB sẽ được xử lý xong vào giữa năm 2025.

- Chúng tôi dự báo chi phí tín dụng lần lượt là 0,96%, 0,86% (tăng từ 0,75%) và 0,79% (tăng từ 0,62%) trong năm 2024, 2025 và 2026. Chúng tôi dự báo STB sẽ tiếp tục duy trì chi phí dự phòng ở mức cao để giảm tỷ lệ nợ xấu, xu hướng tương tự giai đoạn 2018-2021 (khi tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,47% từ 2,11% trong khi chi phí tín dụng bình quân ở mức 0,83%). Đối với xu hướng tổng thể, chi phí tín dụng sẽ giảm cùng với việc hoàn tất kế hoạch tái cấu trúc.

Từ đó, việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận không ảnh hưởng đáng kể đối với quan điểm của chúng tôi về triển vọng của STB. HSC kỳ vọng kế hoạch tái cấu trúc sẽ hoàn tất vào năm 2025. Lợi nhuận giai đoạn 2023-2026 được dự báo sẽ tăng trưởng với

tốc độ CAGR 23,4% và hệ số ROE bình quân đạt 20% trong năm 2025-2026, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Dự báo LNTT năm 2024 của chúng tôi sát với kế hoạch năm 2024 của STB (10,5 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2024). Theo đó, LNTT Q4 đạt 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng 25% so với cùng kỳ và giảm 6% so với quý trước). Chúng tôi giả định STB sẽ trích lập dự phòng mạnh mẽ trong Q4 (2,6 nghìn tỷ đồng, tăng 118% so với cùng kỳ và tăng 216% so với quý trước) để xử lý cả nợ xấu từ nhóm ngân hàng cốt lõi và số dư VAMC tăng lên (1,5 nghìn tỷ đồng). Từ đó, chi phí tín dụng năm 2025 – năm cuối cùng trong kế hoạch tái cấu trúc – sẽ giảm xuống và tăng trưởng lợi nhuận sẽ tích cực hơn. Tỷ lệ NIM trong quý sẽ hồi phục nhẹ nhờ tình hình kinh tế/tín dụng hồi phục.

Chúng tôi tóm tắt giả định và dự báo chính ở bên dưới.

Bảng 9: Các giả định chính, STB

Các giả định quan trọng phần lớn đều không đổi, hệ số ROE được dự báo sẽ giảm nhẹ do HSC giảm giả định lãi thuần HĐ dịch vụ & tăng giả định chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng cho vay	10.1%	14.0%	13.0%	13.0%	14.0%	13.0%	13.0%
Tăng trưởng tiền gửi	12.3%	12.5%	12.5%	13.0%	12.5%	12.5%	13.0%
Tỷ lệ NIM	3.77%	3.78%	3.91%	4.01%	3.76%	3.84%	3.90%
Tỷ lệ nợ xấu	2.28%	1.90%	1.60%	1.30%	2.20%	1.90%	1.80%
Chi phí tín dụng	0.80%	0.95%	0.75%	0.62%	0.96%	0.86%	0.79%
Nợ xấu mới hình thành	1.46%	0.15%	0.47%	0.43%	0.38%	0.50%	0.72%
Tài sản tồn đọng	1.48%	0.28%	0.00%	0.00%	0.28%	0.00%	0.00%
ROE	18.3%	18.6%	21.1%	22.3%	17.0%	19.2%	20.1%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, STB

HSC giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do chúng tôi hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ & tăng giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	22,072	25,003	29,271	33,949	24,893	28,747	33,087
Tăng trưởng	28.7%	13.3%	17.1%	16.0%	12.8%	15.5%	15.1%
Điều chỉnh					-0.4%	-1.8%	-2.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,618	3,431	4,543	5,808	3,008	3,871	4,808
Tăng trưởng	-49.6%	31.1%	32.4%	27.8%	14.9%	28.7%	24.2%
Điều chỉnh					-12.3%	-14.8%	-17.2%
Thu nhập ngoài lãi	4,101	5,084	6,382	7,860	4,560	6,079	7,431
Tăng trưởng	-54.4%	24.0%	25.5%	23.2%	11.2%	33.3%	22.2%
Điều chỉnh					-10.3%	-4.7%	-5.4%
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	26,173	30,087	35,654	41,809	29,452	34,826	40,518
Tăng trưởng	0.1%	15.0%	18.5%	17.3%	12.5%	18.2%	16.3%
Điều chỉnh					-2.1%	-2.3%	-3.1%
Chi phí HĐ	(12,890)	(13,542)	(15,255)	(16,897)	(13,811)	(15,558)	(17,233)
Tăng trưởng	17.6%	5.1%	12.7%	10.8%	7.1%	12.7%	10.8%
Điều chỉnh					2.0%	2.0%	2.0%
Chi phí dự phòng	(3,688)	(4,903)	(4,417)	(4,115)	(4,951)	(5,034)	(5,233)
Tăng trưởng	-58.3%	32.9%	-9.9%	-6.8%	34.3%	1.7%	4.0%
Điều chỉnh					1.0%	14.0%	27.2%
LNTT	9,595	11,643	15,982	20,797	10,690	14,234	18,053
Tăng trưởng	51.4%	21.3%	37.3%	30.1%	11.4%	33.2%	26.8%
Điều chỉnh					-8.2%	-10.9%	-13.2%
Lợi nhuận thuần	7,719	9,314	12,786	16,637	8,552	11,388	14,442
Tăng trưởng	53.1%	20.7%	37.3%	30.1%	10.8%	33.2%	26.8%
Điều chỉnh					-8.2%	-10.9%	-13.2%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 10% giá mục tiêu lên 41.000đ nhờ tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá và nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,93 lần, thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,09 lần – so với mức chiết khấu 18% vào Q2/2024. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu STB sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong năm 2025 sau khi hoàn tất thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,19 lần, cao hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,14 lần và thấp hơn so với ACB (1,57 lần).

Phương pháp định giá

HSC tăng 10% giá mục tiêu lên 41.000đ (tiềm năng tăng giá 24%) với những điều chỉnh như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 11%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Điều này không ảnh hưởng đáng kể tới định giá của STB.
- Chúng tôi hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh xuống 9% từ 9,5%. Mức điều chỉnh này thấp hơn mức giảm 1 điểm phần trăm đối với giá định phần bù rủi ro vốn CSH chúng tôi áp dụng cho toàn ngành do những rủi ro tiềm ẩn liên quan tới thương vụ đầu giá cổ phần sắp tới.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.
- Lưu ý rằng chúng tôi giả định STB lên kế hoạch tăng vốn qua 2 giai đoạn để nâng cao tốc độ tăng trưởng, cụ thể: 30% số lượng cổ phiếu đang lưu hành vào năm 2026 và 15% số lượng cổ phiếu đang lưu hành vào năm 2029. Sau 2 đợt tăng vốn này, STB sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định.

Bảng 11: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, STB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	8,552	11,388	14,442	20,404	21,893	23,775	28,497	31,743	32,489
- Chi phí vốn CSH	7,180	8,468	10,167	16,017	18,553	21,268	27,843	31,361	32,302
Lợi nhuận thặng dư	1,372	2,919	4,275	4,387	3,340	2,507	655	382	186
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									1,476
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.34	1.55	1.80	2.09	2.40	2.77	3.20	3.20
Giá trị hiện tại	1,184	2,177	2,756	2,444	1,609	1,044	236	118	460
Giá mục tiêu	41,006								

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 12: Phân tích độ nhạy định giá đối với giả định lãi suất phi rủi ro & ERP điều chỉnh, STB

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
Lãi suất phi rủi ro		7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
	3.0%	69,822	56,961	47,132	39,407	33,200
	3.5%	64,406	52,859	43,932	36,851	31,119
	4.0%	59,562	49,145	41,006	34,496	29,188
	4.5%	55,207	45,768	38,322	32,319	27,393
	5.0%	51,273	42,687	35,852	30,302	25,720

Nguồn: STB, HSC dự báo

Tâm lý tích cực từ việc hoàn thành kế hoạch tái cấu trúc sẽ giúp nâng mặt bằng định giá của STB trong năm 2025

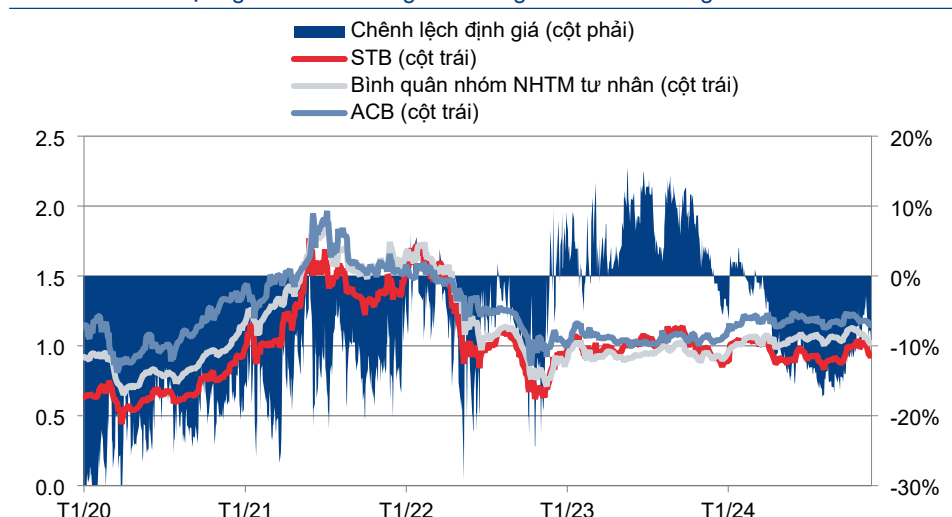
Giá cổ phiếu STB đã giảm 6% trong 1 tháng qua (sau khi tăng 17% trong 1 tháng trước đó), so với mức giảm 8% bình quân nhóm NHTM tư nhân. Từ đó, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,93 lần, thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,02 lần và thấp hơn 19% so với ngân hàng tương đồng nhất là ACB (1,15 lần).

Mức chiết khấu định giá của STB đã thu hẹp đáng kể từ mức 18% trong Q2/2024 nhờ tâm lý thị trường cải thiện với kỳ vọng kế hoạch tái cấu trúc STB sẽ hoàn tất vào năm 2025. Trên thực tế, nếu thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần diễn ra thành công vào năm sau và STB công bố hoàn tất quá trình tái cấu trúc, đây sẽ là động lực lớn và giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Ngoài ra, lợi nhuận được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh mẽ sau khi hoàn tất tái cấu trúc.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,19 lần, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,14 lần (thấp hơn 24% so với ACB là 1,57 lần). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với STB.

Biểu đồ 13: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Mức chiết khấu định giá của STB đã giảm xuống 9% từ 18% trong Q2/2024



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 14: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB

STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,93 lần...



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, STB

...sát với giá trị bình quân từ năm 2017 là 0,95 lần



Nguồn: STB, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	37,391	55,927	52,917	62,489	72,499
Chi phí lãi	(20,244)	(33,855)	(28,024)	(33,742)	(39,412)
Thu nhập lãi thuần	17,147	22,072	24,893	28,747	33,087
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5,194	2,618	3,008	3,871	4,808
Lãi thuần HĐ KDNH	1,062	1,100	1,264	1,454	1,672
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(20.0)	33.8	37.2	40.9	45.0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	12.5	22.8	20.0	20.0	20.0
Thu nhập khác	2,745	327	230	693	886
Tổng thu nhập HĐ	26,141	26,173	29,452	34,826	40,518
Chi phí HĐ	(10,964)	(12,890)	(13,811)	(15,558)	(17,233)
LN trước dự phòng	15,177	13,283	15,642	19,268	23,286
Chi phí dự phòng	(8,838)	(3,688)	(4,951)	(5,034)	(5,233)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	6,339	9,595	10,690	14,234	18,053
Chi phí thuế TNDN	(1,298)	(1,876)	(2,138)	(2,847)	(3,611)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	5,041	7,719	8,552	11,388	14,442
EPS (đồng)	2,674	4,094	4,537	6,040	7,661
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	7,850	7,545	8,044	9,696	10,226
Tiền gửi tại NHNN	12,286	12,848	12,450	10,820	11,422
Tiền gửi tại các TCTD khác	25,294	50,333	54,360	58,708	63,405
Chứng khoán kinh doanh	103	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	110	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	432,998	475,169	541,976	612,488	692,313
Tổng dư nợ cho vay	438,628	482,731	550,313	621,854	702,695
Dự phòng rủi ro	(5,630)	(7,562)	(8,337)	(9,366)	(10,383)
Chứng khoán đầu tư	68,844	74,636	82,877	99,472	119,386
CK đầu tư sẵn sàng để bán	27,896	22,563	28,433	34,118	40,941
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	55,552	66,689	69,150	80,060	93,151
Dự phòng rủi ro	(14,604)	(14,616)	(14,706)	(14,706)	(14,706)
Đầu tư dài hạn	88.8	82.6	82.6	82.6	82.6
Tài sản cố định	7,548	7,269	7,488	7,712	7,944
Tài sản khác	36,874	46,506	34,546	32,819	30,360
Tổng tài sản	591,994	674,390	741,823	831,799	935,137
Nợ phải trả	553,367	628,656	687,885	767,043	856,661
Tiền gửi của NHNN	9,901	19.3	20.3	21.3	22.4
Tiền gửi của các TCTD khác	28,430	37,950	37,950	45,540	54,648
Tổng tiền gửi KH	454,740	510,744	574,587	646,411	730,444
Trái phiếu và CCTG	25,820	28,992	30,442	31,964	33,562
Nợ khác	34,235	50,535	44,471	42,692	37,569
Vốn chủ sở hữu	38,627	45,734	53,938	64,756	78,476
Vốn điều lệ	18,852	18,852	18,852	18,852	18,852
Thặng dư vốn cổ phần	1,749	1,749	1,748	1,748	1,748
Lợi nhuận giữ lại	13,972	20,387	26,956	36,066	47,620
Quỹ & vốn khác của CSH	4,054	4,746	6,382	8,090	10,257
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	591,994	674,390	741,823	831,799	935,137
BVPS (đồng)	20,489	24,259	28,611	34,350	41,627

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.6	13.9	10.00	12.1	12.4
Tăng trưởng cho vay KH (%)	13.1	10.1	14.0	13.0	13.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	6.40	12.3	12.5	12.5	13.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	7.15	12.3	12.1	12.1	12.6
Tăng trưởng VCSH (%)	12.7	18.4	17.9	20.1	21.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	43.3	28.7	12.8	15.5	15.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	11.6	17.6	7.14	12.7	10.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	92.7	(12.5)	17.8	23.2	20.8
Tăng trưởng LNTT (%)	44.1	51.4	11.4	33.2	26.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	47.8	53.1	10.8	33.2	26.8
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.70	4.13	4.16	4.43	4.59
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.97)	(2.04)	(1.95)	(1.98)	(1.95)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	91.6	92.4	93.5	95.1	95.9
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.42	1.35	1.45	1.63	1.81
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	9.12	14.0	15.5	20.6	26.1
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	12.4	8.07	7.29	5.47	4.31
P/B (lần)	1.61	1.36	1.16	0.96	0.79
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	19.3	29.5	29.0	32.7	35.6
ROAA (%)	0.91	1.22	1.21	1.45	1.63
ROAE (%)	13.8	18.3	17.2	19.2	20.2
Chi phí huy động BQ (%)	4.12	6.17	4.59	4.94	5.11
Lợi suất góp BQ (%)	7.34	9.56	7.99	8.35	8.55
Lợi suất thuần (%)	3.22	3.39	3.40	3.41	3.45
Tỷ lệ NIM (%)	3.36	3.77	3.76	3.84	3.90
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	19.9	10.0	10.2	11.1	11.9
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	65.6	84.3	84.5	82.5	81.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	34.4	15.7	15.5	17.5	18.3
Tỷ lệ CIR (%)	41.9	49.2	46.9	44.7	42.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.49	9.27	9.15	9.24	9.71
VCSH/Tổng TS (%)	6.52	6.78	7.27	7.79	8.39
Đòn bẩy vốn (lần)	15.3	14.7	13.8	12.8	11.9
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.98	2.28	2.20	1.90	1.80
Hệ số LLR (%)	131	68.8	68.9	79.3	82.1
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	96.5	94.5	95.8	96.2	96.2
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	5.59	6.57	5.90	6.29	6.68
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	74.1	71.6	74.2	74.8	75.1
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	553	553	553	553	553
Số lượng nhân viên	18,436	19,358	20,326	21,342	22,409

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn