

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ45,000 (từ VNĐ41,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/2/2025)	39,250
Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,800-39,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	73,995
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,898
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	6.08	19.5	28.1
So với chỉ số	4.29	13.5	15.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,627	5,962	(5.6)
2026F	7,312	7,055	3.6
2027F	9,199	-	N/a

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

Thương vụ đấu giá cổ phần vẫn là động lực chính; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị cho STB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 10% giá mục tiêu lên 45.000đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá.
- Chúng tôi tăng bình quân 2,5%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo chi phí tín dụng nhờ hoàn tất xử lý tài sản tồn đọng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm và hệ số ROE đạt 20% trong giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,05 lần, thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,13 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,29 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD năm 2024 & triển vọng năm 2025-2026

STB đã công bố LNTT cả năm 2024 đạt 12,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%), vượt 19% dự báo của chúng tôi do chi phí dự phòng giảm 46%. Trong khi đó, thu nhập từ HĐKD cốt lõi, thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ sát với dự báo của chúng tôi. Mặc dù tỷ lệ nợ xấu mảng ngân hàng cốt lõi vẫn tương đương 2,4% tổng dư nợ cho vay, sức ép về tài sản tồn đọng đã gần như không còn trong năm 2024, từ đó cho thấy quá trình tái cấu trúc sắp đi đến hồi kết. HSC dự báo thương vụ bán 32,5% cổ phần của STB, yếu tố quan trọng để hoàn tất kế hoạch tái cấu trúc, sẽ được thực hiện vào cuối năm 2025.

Tác động: Tăng bình quân 2,5%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC tăng bình quân 2%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo chi phí tín dụng do tài sản tồn đọng đã được xử lý gần như hoàn toàn. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới và hệ số ROE bình quân đạt 20% trong giai đoạn 2025-2027. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi thấp hơn 5% so với thị trường cho năm 2025 nhưng cao hơn 3% cho năm 2026, có thể do chênh lệch về dự báo chi phí dự phòng.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu STB tăng lần lượt 6% và 20% trong 1 tháng và 3 tháng qua, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân lần lượt ở mức 7% và 9%. STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,05 lần, thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,13 lần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi là 45.000đ, P/B dự phóng năm 2025 là 1,29 lần, cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,23 lần và tương đương tiềm năng tăng giá 15%. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng.

Trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi của STB được dự báo sẽ có xu hướng tăng trưởng chậm lại do tỷ lệ NIM và chi phí tín dụng đã tiến gần tới ngưỡng tối ưu, thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần được kỳ vọng vẫn là động lực mạnh mẽ cho việc tăng giá cổ phiếu. Thương vụ đấu giá này nếu thành công không chỉ giúp hoàn tất quá trình tái cấu trúc kéo dài nhiều năm mà còn đem lại một số tiền đáng kể cho Ngân hàng để củng cố nền vốn, đồng thời có thể giúp cổ phiếu được đánh giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng dự báo và giá mục tiêu của chúng tôi hiện tại vẫn chưa bao gồm lợi nhuận và nguồn vốn thu được tiềm năng từ thương vụ này do không chắc chắn về thời gian và giá bán. Nếu diễn ra thành công, thương vụ này có thể giúp tăng 19-25% giá mục tiêu của chúng tôi nhưng tâm lý nhà đầu tư sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực nếu thương vụ bị trì hoãn, từ đó dẫn đến rủi ro giảm cho giá mục tiêu của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	22.1	24.5	28.8	33.9	40.1
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	13.3	14.7	18.9	23.7	29.3
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	7.72	10.1	11.7	14.8	18.4
EPS (đồng)	4,094	5,351	6,183	7,862	9,786
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	24,259	29,160	34,873	42,185	51,384
P/E (lần)	9.59	7.34	6.35	4.99	4.01
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.62	1.35	1.13	0.93	0.76
Tăng trưởng EPS (%)	53.1	30.7	15.6	27.2	24.5
ROAE (%)	18.3	20.0	19.3	20.4	20.9

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

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi trở lại bình thường, thương vụ đầu giá cổ phần vẫn là động lực chính

Lợi nhuận năm 2024 vượt 19% dự báo của chúng tôi do chi phí dự phòng thấp hơn dự báo trong khi thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ sát với dự báo. HSC tăng bình quân 2%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo chi phí tín dụng do tài sản tồn đọng đã được xử lý xong. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 21% trong 3 năm tới và hệ số ROE bình quân đạt 20% trong giai đoạn 2025-2027. Trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi của STB được dự báo sẽ có xu hướng chậm lại với những chỉ số chính như tỷ lệ NIM và chi phí tín dụng đã tiến gần ngưỡng tối ưu, thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần được kỳ vọng vẫn là động lực mạnh mẽ cho giá cổ phiếu. Thương vụ đầu giá này nếu thành công không chỉ giúp hoàn tất quá trình tái cấu trúc kéo dài nhiều năm mà còn đem lại một số tiền đáng kể cho Ngân hàng để củng cố nền vốn, đồng thời có thể giúp cổ phiếu được đánh giá lại ở mặt bằng cao hơn.

KQKD năm 2024: Vượt dự báo nhờ chi phí dự phòng giảm

STB đã công bố LNTT Q4/2024 đạt 4.626 tỷ đồng, tăng 68% so với mức nền thấp năm ngoái. Kết quả này chủ yếu nhờ:

- Hoàn nhập dự phòng 367 tỷ đồng, so với trích lập 544 tỷ đồng trong Q4/2023 và dự báo của chúng tôi là trích lập 2.609 tỷ đồng.
- Chi phí hoạt động giảm 8% so với cùng kỳ xuống 3.151 tỷ đồng.

Xét chung cả năm 2024, LNTT đạt 12,7 nghìn tỷ đồng – tăng trưởng 33% và vượt 19% dự báo của chúng tôi – nhờ chi phí dự phòng giảm 46%. Trong khi đó, các khoản mục cốt lõi như thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ sát với dự báo của chúng tôi.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q4/2024, STB

LNTT năm 2024 của STB vượt đáng kể ước tính của chúng tôi nhờ chi phí dự phòng thấp hơn nhiều so với dự báo

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Thu nhập lãi thuần	5,633	6,099	8%	22,072	24,532	11%	99%
Thu nhập ngoài lãi	1,075	1,311	22%	4,101	4,145	1%	91%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	586	964	64%	2,618	2,978	14%	99%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	297	275	-7%	1,100	1,106	1%	87%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	(10)	10	N/a	34	56	64%	149%
Thu nhập thuần khác	201	61	-70%	327	1	-100%	0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	1	1	11%	23	5	-80%	23%
Tổng thu nhập hoạt động	6,708	7,410	10%	26,173	28,677	10%	97%
Chi phí hoạt động	(3,410)	(3,151)	-8%	(12,890)	(13,982)	8%	101%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,299	4,259	29%	13,283	14,695	11%	94%
Chi phí dự phòng	(544)	367	-	(3,688)	(1,974)	-46%	40%
LNTT	2,755	4,626	68%	9,595	12,720	33%	119%
Lợi nhuận thuần	2,259	3,598	59%	7,719	10,088	31%	118%

Nguồn: STB; HSC

Bảng 2: Tăng trưởng LNTT, các ngân hàng trong phạm vi phân tích của HSC

Tốc độ tăng trưởng và chất lượng lợi nhuận ngày càng phân hóa giữa các ngân hàng trong năm 2024

LNTT (tỷ đồng)	Q4/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2024 Tăng trưởng	% dự báo của HSC	Nhận định
VPB	6.151	143,7%	18,6%	20.004	85,2%	LNTT của ngân hàng mẹ & các công ty con tăng mạnh
LPB	3.350	-0,1%	15,5%	12.168	72,9%	Vượt đáng kể dự báo nhờ chi phí dự phòng & chi phí HD thấp hơn dự kiến
TPB	2.136	239,3%	23,5%	7.600	36,0%	Vượt nhẹ dự báo nhờ lãi thuần HD dịch vụ cao hơn kỳ vọng
STB	4.626	67,9%	68,1%	12.720	32,6%	Vượt đáng kể dự báo nhờ khoản hoàn nhập dự phòng
HDB	4.076	-7,1%	-9,2%	16.731	28,5%	Thấp hơn một chút so với dự báo do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến
CTG	12.245	61,4%	86,9%	31.758	27,1%	Vượt đáng kể dự báo nhờ chất lượng tài sản cải thiện & chi phí dự phòng giảm
TCB	4.696	-18,7%	-34,9%	27.538	20,3%	Thấp hơn dự báo do tổng thu nhập HD thấp hơn kỳ vọng
MSB	2.002	229,9%	65,2%	6.904	18,4%	Vượt đáng kể dự báo nhờ khoản thu nhập không thường xuyên (ghi nhận ở thu nhập lãi và thu nhập từ thu hồi nợ xấu) & chi phí dự phòng thấp hơn dự kiến
Tổng	76.941	25,9%	20,5%	271.889	18,3%	Nhìn chung cao hơn một chút so với dự báo
BID	9.336	18,4%	43,7%	31.384	13,5%	Vượt nhẹ dự báo nhờ lãi thuần mua bán trái phiếu
MBB	8.093	28,7%	10,7%	28.829	9,6%	Vượt nhẹ dự báo nhờ lãi thuần mua bán trái phiếu
ACB	5.671	12,4%	17,1%	21.006	4,7%	Sát với dự báo
VCB	10.703	-8,5%	0,0%	42.236	2,4%	Thấp hơn dự báo do tổng thu nhập HD thấp hơn kỳ vọng
OCB	1.453	547,4%	230,1%	4.006	-3,2%	Vượt dự báo nhờ tác động của việc thu nhập lãi thuần & lãi thuần HD dịch vụ cao hơn kỳ vọng lớn hơn tác động của việc chi phí dự phòng cao hơn dự kiến
VIB	2.401	0,9%	20,2%	9.004	-15,9%	Sát với dự báo

Nguồn: STB; HSC

Tăng trưởng tín dụng: Ổn định nhưng thấp hơn đáng kể so với bình quân

Tín dụng tăng trưởng ổn định: Trong Q4/2024, tổng dư nợ cho vay của STB tăng 2,9% so với quý trước và tăng 11,7% so với đầu năm đạt 539 nghìn tỷ đồng. Trong khi những số liệu này cho thấy tất cả các phân khúc đều tăng trưởng đồng đều, nhưng mức tăng trưởng vẫn thấp hơn bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC (17,8%), điều này cho thấy một xu hướng tăng trưởng thận trọng hơn.

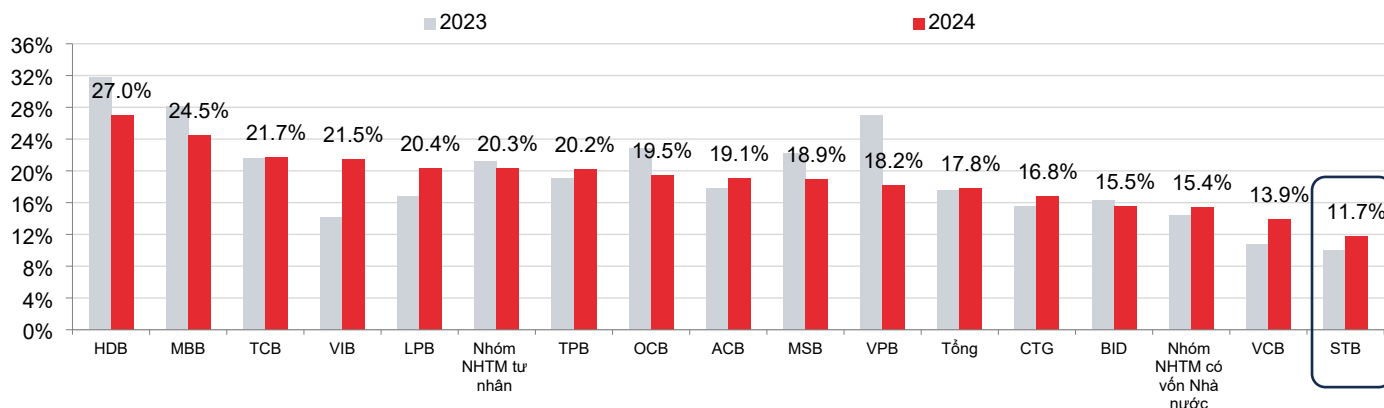
Chiến lược đa dạng hóa: STB tiếp tục thực hiện chiến lược đa dạng hóa với việc tập trung cho vay phân khúc khách hàng cá nhân và DNNVV, đồng thời cũng mở rộng sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp. Chiến lược cân bằng này nhằm kiểm soát rủi ro đồng thời nắm bắt được cơ hội ở nhiều phân khúc khác nhau. Tuy nhiên, so với ngành, thành quả của chiến lược này của STB vẫn có độ trễ đáng kể.

KQKD quá khứ: Trong 5 năm qua, tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng ở mức thấp nhất trong số các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC, với tốc độ tăng trưởng trung bình 12,8% trong 5 năm, so với bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích ở mức 16,5% và bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 19,9%. Tín dụng của STB tăng trưởng chậm hơn chủ yếu do hoạt động tái cấu trúc lâu dài bắt đầu từ năm 2015 đã ảnh hưởng đến sự chủ động của Ngân hàng trong việc thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Tỷ trọng cho vay BĐS hạn chế: Quá trình tái cấu trúc đã hạn chế tỷ trọng cho vay ngành BĐS. Trong năm 2024, tỷ trọng cho vay liên quan đến ngành BĐS chỉ là 11,4%, mức thấp nhất trong ngành. Mặc dù lập trường thận trọng đã giúp giảm thiểu một số rủi ro nhất định nhưng lập trường này cũng tác động tới tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng.

Biểu đồ 3: So sánh tăng trưởng tín dụng, các ngân hàng trong phạm vi phân tích của HSC

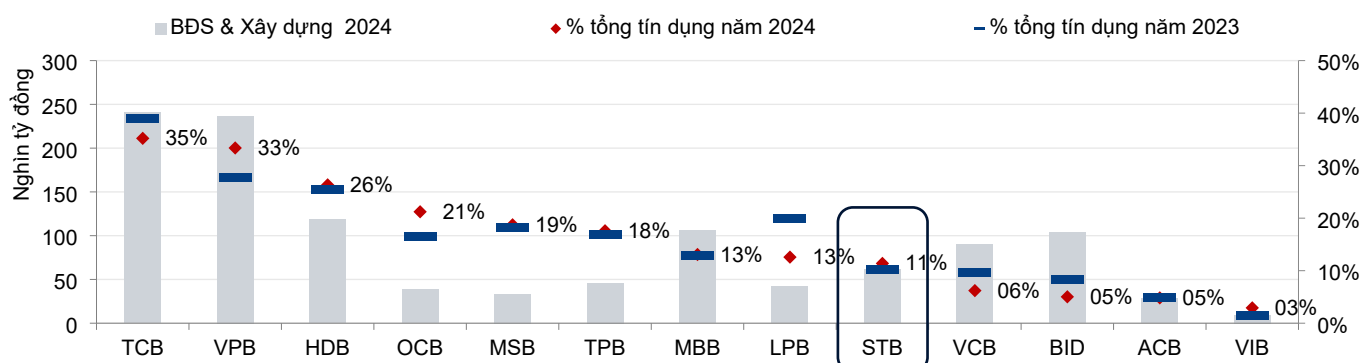
Tăng trưởng tín dụng của STB đạt 11,7%, thấp hơn so với mức tổng tăng trưởng tín dụng là 17,8% của các NH HSC khuyến nghị



Nguồn: STB; HSC

Biểu đồ 4: Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS, các ngân hàng trong phạm vi phân tích của HSC

STB có tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS thấp so với mặt bằng chung ngành ngân hàng



Nguồn: STB; HSC

Tiềm năng tăng trưởng: Chúng tôi sẽ đưa ra một số nguyên nhân cho quan điểm lạc quan một cách thận trọng trong thời gian tới. Sau khi tái cấu trúc, STB sẽ có vị thế tốt để hưởng lợi từ một số yếu tố thuận lợi giúp nâng cao tăng trưởng tín dụng. Những yếu tố quan trọng bao gồm:

- Cam kết của Chính phủ và NHNN hoàn thành mục tiêu tăng trưởng GDP tối thiểu 8% trong năm 2025
- Kỳ vọng về chính sách quản lý ôn hòa hơn sau khi hoàn tất quá trình tái cấu trúc.
- **Thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần sắp tới**, dự kiến sẽ giúp thu hút thêm cơ sở khách hàng mới từ các NGT lớn.

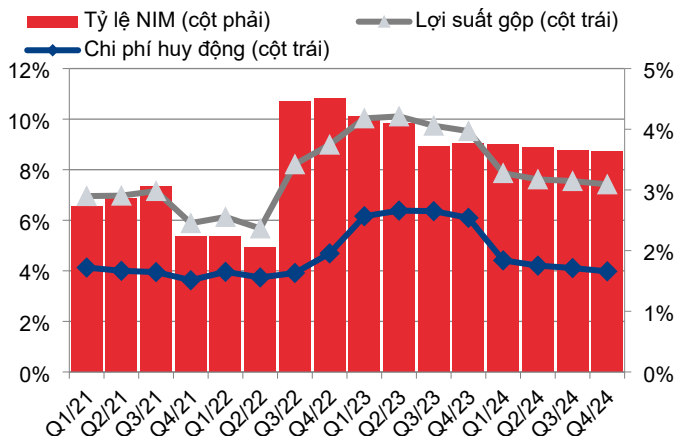
Tỷ lệ NIM sát với xu hướng giảm của ngành

Trong Q4/2024, tỷ lệ NIM của STB giảm xuống 3,46%, giảm 25 điểm cơ bản so với quý trước, do lãi suất cho vay giảm 15 điểm cơ bản xuống 7,16%, trong khi lãi suất huy động tăng 11 điểm cơ bản lên 3,97%. So với cùng kỳ, tỷ lệ NIM giảm 18 điểm cơ bản, trong đó lãi suất cho vay giảm đáng kể 166 điểm cơ bản trong khi chi phí huy động cũng giảm 167 điểm cơ bản.

Trong năm 2024, tỷ lệ NIM đạt 3,64%, giảm 12 điểm cơ bản so với năm 2023, tương tự xu hướng chung của ngành - cũng giảm 12 điểm cơ bản - trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và tín dụng tăng trưởng mạnh để hỗ trợ nền kinh tế.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ NIM theo quý, STB

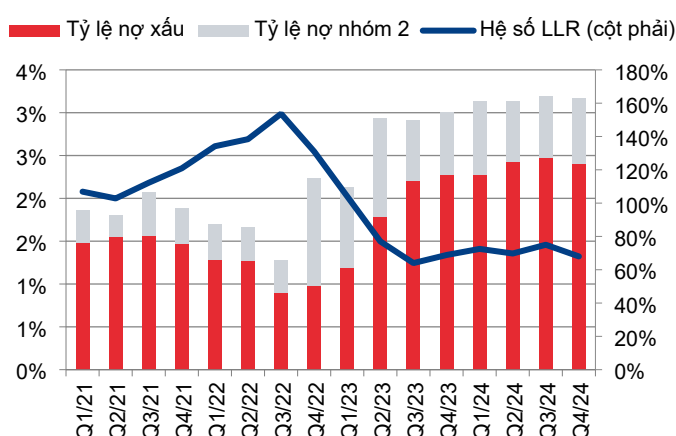
Tỷ lệ NIM duy trì ở mức trên 3,6% trong 2 năm qua...



Nguồn: STB; HSC

Biểu đồ 6: Chỉ số chất lượng tài sản, STB

... tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức gần 2,4% trong Q4/2024



Nguồn: STB; HSC

Bảng 7: Cơ cấu và so sánh tỷ lệ NIM năm 2024, các ngân hàng trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ NIM năm 2024 giảm 12 điểm cơ bản so với năm 2023, do lợi suất gộp (giảm 155 điểm cơ bản) giảm mạnh hơn chi phí huy động (giảm 149 điểm cơ bản)

	Tỷ lệ NIM 2024	Tăng trưởng	Lợi suất gộp	Tăng trưởng	Chi phí huy động	Tăng trưởng
HDB	5,7%	42bps	10,7%	-180bps	4,8%	-212bps
VPB	6,1%	40bps	9,9%	-146bps	4,5%	-197bps
LPB	3,6%	29bps	7,9%	-157bps	4,8%	-195bps
TCB	4,4%	21bps	7,5%	-114bps	3,3%	-145bps
OCB	3,6%	17bps	7,4%	-165bps	4,4%	-204bps
CTG	3,0%	1bps	5,9%	-148bps	3,1%	-153bps
TPB	3,8%	-10bps	7,6%	-154bps	3,9%	-141bps
STB	3,6%	-12bps	7,4%	-210bps	4,1%	-212bps
Tổng	3,5%	-12bps	6,8%	-155bps	3,5%	-149bps
VCB	3,0%	-19bps	5,1%	-137bps	2,3%	-120bps
BID	2,4%	-30bps	5,8%	-162bps	3,5%	-137bps
ACB	3,7%	-30bps	6,7%	-162bps	3,4%	-149bps
MSB	3,7%	-45bps	6,7%	-180bps	3,3%	-142bps
MBB	4,2%	-71bps	7,1%	-174bps	3,3%	-118bps
VIB	3,7%	-109bps	7,4%	-247bps	4,0%	-147bps

Nguồn: STB; HSC

Triển vọng năm 2025: Thời gian tới, tỷ lệ NIM được dự báo sẽ dần cải thiện khi nhu cầu tín dụng khởi sắc và sức ép từ tài sản tồn đọng lên chi phí lãi vay đã được giải tỏa. Ngoài ra, STB vẫn còn dư địa để nâng cao tỷ lệ LDR (89% tại thời điểm cuối Q4/2024 so với bình quân ngành ở mức 97%). Tuy nhiên, tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ chỉ phục hồi khiêm tốn do định hướng tăng trưởng tín dụng đầy tham vọng của NHNN sẽ hạn chế tiềm năng tăng của lãi suất cho vay trong khi sức ép lên chi phí huy động vẫn tiếp tục gia tăng. Từ đó, Ngân hàng có thể sẽ gặp khó khăn để đạt được tỷ lệ NIM mục tiêu ngắn hạn (4-4,2%).

Chất lượng tài sản và tài sản tồn đọng: Cải thiện nhẹ

Trong Q4/2024, tỷ lệ nợ xấu của STB đã giảm nhẹ xuống 2,4% từ 2,47% trong Q3/2024 nhưng vẫn cao hơn bình quân ngành ở mức 1,75%. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhẹ từ 0,72% lên 0,77% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm từ 75% tại thời điểm cuối Q3/2024 xuống 68% trong Q4/2024.

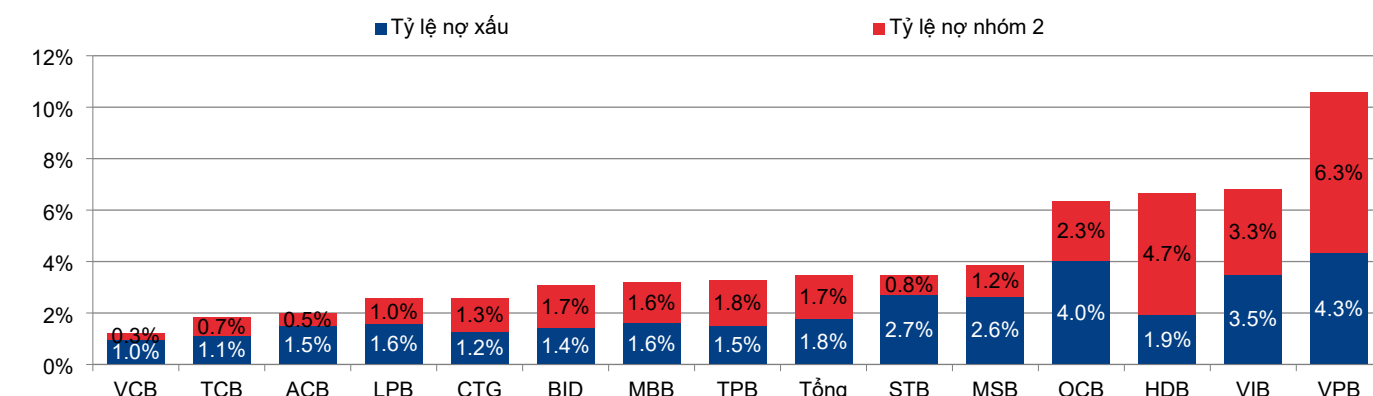
Về hoạt động xử lý tài sản tồn đọng, hầu hết tài sản tồn đọng tại thời điểm cuối Q4/2024 đã được xử lý và chỉ còn lại trái phiếu VAMC (ở mức 1.690 tỷ đồng, tương đương 0,23% tổng tài sản), từ đó cho thấy quá trình tái cấu trúc đã hoàn tất. Yếu tố quan trọng để xử lý xong trái phiếu VAMC sẽ là thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê, dự kiến tiến hành vào cuối năm 2025.

Dự phòng: Giảm mạnh

STB đã hoàn nhập đáng kể 367 tỷ đồng dự phòng trong Q4/2024, so với trích lập 544 tỷ đồng trong Q4/2023. Cụ thể, Ngân hàng đã hoàn nhập 682 tỷ đồng dự phòng chung sau khi trích lập 848 tỷ đồng dự phòng chung trong Q3/2024. Ngân hàng giải thích khoản hoàn nhập này là nhờ thu hồi được một số khoản nợ xấu trong quý. Tuy nhiên, dựa trên quan điểm thận trọng, cách xử lý có phần bất thường này có thể liên quan đến việc điều chỉnh lợi nhuận.

Biểu đồ 8: Tỷ lệ nợ xấu & nợ nhóm 2 trong Q4/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

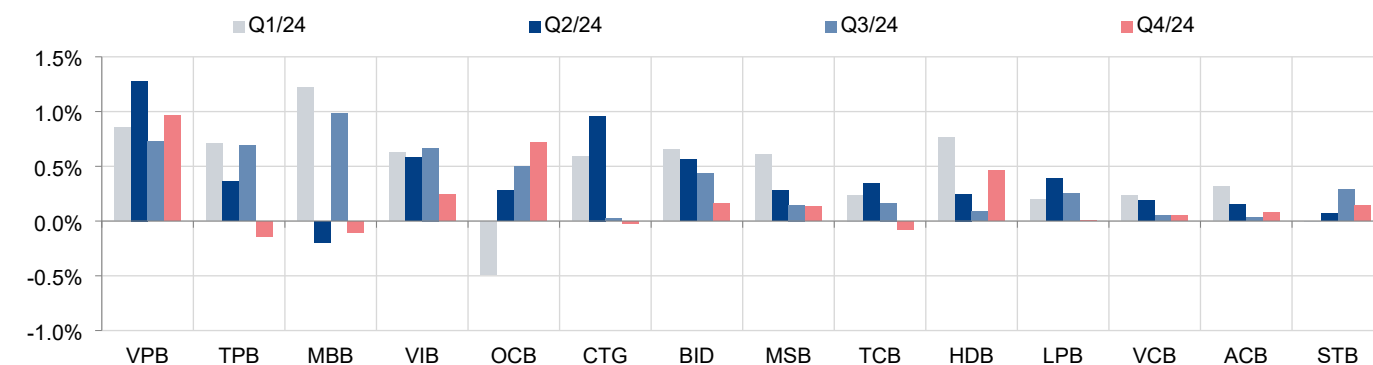
Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC thuần) của STB tương đối cao hơn so với bình quân các NHTM khác



Ghi chú: Chúng tôi đưa phần trái phiếu VAMC thuần vào phần nợ xấu
Nguồn: STB; HSC

Biểu đồ 9: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) (%) trong 4 quý gần nhất, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các ngân hàng có xu hướng nợ xấu mới hình thành khác nhau, trong đó VCB, ACB và STB có nợ xấu mới hình thành thấp nhất trong năm 2024



Nguồn: STB; HSC

Bảng 10: Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng, STB

Tài sản tồn đọng vẫn duy trì ở mức không đáng kể trong nhiều quý, chỉ chiếm 0,23% tổng tài sản

Giá đầu giá (đồng/cp)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Trái phiếu VAMC thuần	41,317	37,663	29,710	23,073	17,784	6,875	1,830	1,690
Lãi dự thu	21,398	19,305	15,098	12,395	4,132	0	0	0
Khoản phải thu tồn đọng	20,548	18,470	15,348	11,153	9,517	5,287	1,846	0
Quy mô tài sản tồn đọng	83,529	75,405	60,398	46,622	31,434	12,163	3,676	1,690
% tổng tài sản	22.67%	18.57%	13.32%	9.46%	6.89%	2.05%	0.55%	0.23%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Xét chung cả năm 2024, tổng chi phí dự phòng ở mức 1,9 nghìn tỷ đồng - giảm 46% so với cùng kỳ và chỉ bằng 40% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi. Ngoài ra, chi phí tín dụng đã giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều năm là 0,39% (so với bình quân 5 năm là 1,04% và mức đỉnh là 2,14% trong năm 2022), từ đó cho thấy sức ép từ tài sản tồn đọng hạ nhiệt và nợ xấu mới hình thành thấp. Tuy nhiên, HSC dự báo chi phí tín dụng sẽ phục hồi lên khoảng 0,7-0,8% trong tương lai, sát với mức dự phòng cốt

lãi của ngành - mặc dù cao hơn một chút so với NHTM tương đồng nhất ACB ở mức 0,5%.

Đánh giá thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần

Thời hạn của kế hoạch tái cấu trúc và những tiêu chí chính: Cuối năm 2025 sẽ là hạn chót cho kế hoạch tái cấu trúc toàn diện của STB. Ngoài việc xử lý các tài sản tồn đọng, thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê là rất quan trọng để hoàn tất quá trình tái cấu trúc.

Bối cảnh về 32,5% cổ phần: Quyền cổ đông của ông Trầm Bê đối với cổ phần này đã được chuyển nhượng vĩnh viễn cho VAMC vào năm 2015 sau khi STB sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam (PNB) và bắt đầu tái cấu trúc. Kể từ thời điểm đó, ông Trầm Bê không nắm giữ bất kỳ quyền hoặc trách nhiệm nào đối với cổ phần này.

Giá đầu giá & thu hồi nợ xấu: Để thu hồi toàn bộ nợ gốc và lãi của khoản vay liên quan, giá đầu giá cần dao động trong khoảng 33.000–34.000đ/cp, như đã được công bố tại ĐHCĐ năm 2021. Theo đó, tổng dư nợ là hơn 20 nghìn tỷ đồng - có tiềm năng đem lại thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Tuy nhiên, chúng tôi hiện chỉ tập trung vào thu nhập HĐKD cốt lõi của STB và không bao gồm tiềm năng này.

Phân tích độ nhạy: Ước tính lãi dự thu tăng lên từ khoản vay này trong giai đoạn 2022–2024, chúng tôi đã thực hiện phân tích độ nhạy với giá đầu giá dao động từ 34.000–42.000đ. Theo kịch bản này, P/B tạm thời cho năm 2024 sẽ dao động trong khoảng 1,17 lần đến 1,58 lần (so với P/B năm 2024 hiện ở mức 1,28 lần), đây là mức định giá hợp lý do thương vụ đầu giá này nhìn chung sẽ hướng đến các nhà đầu tư chiến lược.

Tác động đến giá trị sổ sách và định giá: Giá định số tiền thu được từ phiên đầu giá được cộng vào giá trị sổ sách của STB, giá trị sổ sách/cp sau phiên đầu giá năm 2025 ước tính dao động trong khoảng 43.700–45.800đ (tương đương tăng 50%-57%% so với năm 2024 và cao hơn 25%-31% so với thời điểm trước phiên đầu giá). Theo đó, P/B sau phiên đầu giá năm 2025 sẽ dao động trong khoảng 0,86–0,90 lần và P/B mục tiêu dao động trong khoảng 0,98–1,03 lần - thấp hơn nhiều so với bình quân P/B dự phóng năm 2025 hiện tại & mục tiêu của nhóm NHTM tư nhân lần lượt ở mức 1,05 lần và 1,23 lần.

Tiềm năng tăng và rủi ro giảm: Nếu sử dụng bình quân P/B dự phóng năm 2025 của nhóm NHTM tư nhân (ở mức 1,23 lần) cho định giá của STB sau phiên đầu giá, giá mục tiêu của Ngân hàng sẽ tăng lên khoảng 53.772–56.330đ. Theo đó, định giá hiện tại của STB có vẻ hấp dẫn với giá định phiên đầu giá cổ phần diễn ra theo đúng kế hoạch. Thương vụ đầu giá này nếu thành công sẽ là tiềm năng tăng chính đối với dự báo & định giá của chúng tôi. Ngược lại, nếu thương vụ đầu giá này có sự chậm trễ, tâm lý nhà đầu tư sẽ chịu ảnh hưởng và gây ra rủi ro giảm cho giá mục tiêu của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ cung cấp thêm thông tin về phiên đầu giá cổ phần này tại ĐHCĐ sắp tới, dự kiến diễn ra vào tháng 4/2025.

Bảng 11: 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 lợi nhuận từ khoản thu hồi nợ xấu sau khi bán thành công 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê

Tỷ đồng	Nợ của ông Trầm Bê	Nhận định về nợ của ông Trầm Bê
Dư nợ gốc	10,000	Vì VAMC đang quản lý 32,5% cổ phần, các khoản nợ được thế chấp bằng sổ cổ phần này có thể đã được bán cho VAMC trong giai đoạn 2015–2017. Do đó, chúng tôi giả định rằng phần nợ gốc đã được ghi nhận vào phần 'trái phiếu VAMC'
Lãi dự thu đến năm 2021	10,000	Lãi dự thu đã giảm về mức bình thường, tương tự lãi dự thu của các ngân hàng an toàn khác (như ACB, VCB, khoảng 0,5 – 0,6 tổng tài sản) kể từ năm 2022. Tỷ lệ NIM cũng tăng trở lại, đạt 3,6% - 4% (từ mức dưới 3% trong năm 2022). Do đó, HSC cho rằng lãi dự thu đã được xử lý hoàn toàn
Tổng giá trị (ước tính)	20,000+	Là giá trị tối thiểu dự kiến do chưa tính tới lãi dự thu trong giai đoạn 2022–2024
Giá trị VAMC	1,690	Chi phí còn lại để tái toán trái phiếu VAMC
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tiềm năng (trước thuế)	18,300	
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tiềm năng (sau thuế)	14,800	

Nguồn: STB; HSC

Bảng 12: Phân tích kịch bản về giá đầu giá 32,5% cổ phần, STB

Giá đầu giá (đồng/cổ phiếu)	Trường hợp không đầu giá	Đầu giá 32,5% cổ phần trong năm 2025				
		34,000	36,000	38,000	40,000	42,000
Giá trị sổ sách mỗi cp năm 2024		29,160				
P/B trước dự kiến	-	1.17x	1.23x	1.30x	1.37x	1.44x
Số tiền thuần thu được (tỷ đồng)	-	20,000	21,176	22,352	23,529	24,706
Giá trị sổ sách mỗi cp năm 2025 sau đầu giá	34,877	43,717	44,237	44,757	45,277	45,797
P/B 2025 hiện tại sau đầu giá	1.13	0.90	0.89	0.88	0.87	0.86
P/E 2025 mục tiêu sau đầu giá	1.29	1.03	1.02	1.01	0.99	0.98

Nguồn: STB, HSC dự báo

Hệ số CAR cải thiện nhờ lợi nhuận tăng trưởng tốt

Tại thời điểm cuối năm 2024, hệ số CAR tăng lên 10,14% từ 9,11% tại thời điểm cuối năm 2023, nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh & vẫn được giữ lại, khi Ngân hàng vẫn chưa chi trả cổ tức bằng tiền mặt (chờ đợi hoàn tất kế hoạch tái cấu trúc). Tuy nhiên, đây vẫn là mức vừa phải so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 13% tại thời điểm cuối năm 2024.

Thời gian tới, chúng tôi ước tính thương vụ đầu giá cổ phần, dự kiến sẽ thu được nguồn vốn mới quy mô lớn, sẽ giúp nâng cao đáng kể 3 điểm phần trăm hệ số CAR của STB, từ đó giúp nâng hệ số CAR của STB lên mặt bằng tương đương với nhóm NHTM tư nhân.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Tăng bình quân 2,5%/năm dự báo

Sau KQKD cả năm 2024 vượt dự báo cùng sự sụt giảm của chi phí dự phòng có vẻ mang tính bền vững, HSC tăng bình quân 2,5%/năm dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Những giả định cụ thể như sau:

- **Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng** lên 15% cho giai đoạn 2025-2027 từ lần lượt 13% và 14% cho năm 2025-2026. Tương tự các NHTM khác, STB được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ nền kinh tế đạt tăng trưởng tối thiểu 8% theo chỉ đạo của NHNN. Chúng tôi tin rằng những nút thắt trong tăng trưởng tín dụng hiện tại của STB sẽ dần được tháo gỡ sau khi Ngân hàng hoàn tất quá trình tái cấu trúc.
- **Giảm nhẹ dự báo tỷ lệ NIM** xuống lần lượt 3,73% và 3,82% (từ lần lượt 3,84% và 3,9%) trong năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 ở mức 3,94%. Ngân hàng được kỳ vọng sẽ đạt được mức tỷ lệ NIM bền vững khoảng 4% sau khi hoàn tất quá trình tái cấu trúc. Tuy nhiên, việc đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng – từ đó làm tăng nền tài sản – cùng sức ép lên chi phí huy động trong ngắn hạn có thể sẽ làm chậm trễ quá trình hồi phục.
- **Lãi thuần HĐ dịch vụ** điều chỉnh giảm 6%/năm cho năm 2025-2026, tương đương tăng trưởng với tốc độ trung bình 3 năm đạt 23%.
- **Tăng nhẹ dự báo tỷ lệ nợ xấu** lên lần lượt 2,1% và 1,9% cho năm 2025-2026 (từ lần lượt 1,9% và 1,8%) và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 ở mức 1,7%. Chúng tôi giữ nguyên giả định tài sản tồn đọng sẽ được xử lý xong vào giữa năm 2025.
- Chúng tôi hạ dự báo **chi phí tín dụng** xuống lần lượt 0,74% và 0,7% trong năm 2025-2026 (từ lần lượt 0,86% và 0,79%) và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 ở mức 0,8%. Dự báo này phù hợp với việc tài sản tồn đọng chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ vào bảng CĐKT của STB, từ đó giúp sức ép lên chi phí dự phòng giảm xuống so với giai đoạn 2020-2022 (chi phí tín dụng dao động 0,9-2,1%). Mặc dù chi phí tín dụng có khả năng tiếp tục giảm xuống nhưng điều này có thể đánh đổi với chất lượng tài sản.

Nhìn chung, dựa trên giả định Ngân hàng hoàn tất tái cấu trúc vào năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng trung bình 21%, trong khi hệ số ROE bình quân dự báo đạt khoảng 20% - tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Giả định và dự báo lợi nhuận của chúng tôi được tóm tắt ở bên dưới.

Bảng 13: Các giả định chủ chốt, STB

HSC nâng dự báo tăng trưởng tín dụng nhưng hạ giả định tỷ lệ NIM và giảm nhẹ giả định chi phí tín dụng

	2024A	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng cho vay	11.7%	14.0%	13.0%	13.0%		15.0%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	11.0%	12.5%	12.5%	13.0%		13.0%	14.5%	15.0%
Tỷ lệ NIM	3.65%	3.76%	3.84%	3.90%		3.73%	3.84%	3.97%
Tỷ lệ nợ xấu	2.40%	2.20%	1.90%	1.80%		2.10%	1.90%	1.70%
Chi phí tín dụng	0.39%	0.96%	0.86%	0.79%		0.74%	0.78%	0.82%
Nợ xấu mới hình thành	0.51%	0.38%	0.50%	0.72%		0.59%	0.67%	0.70%
Tài sản tồn đọng (%)	0.23%	0.28%	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	0.00%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 14: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, STB

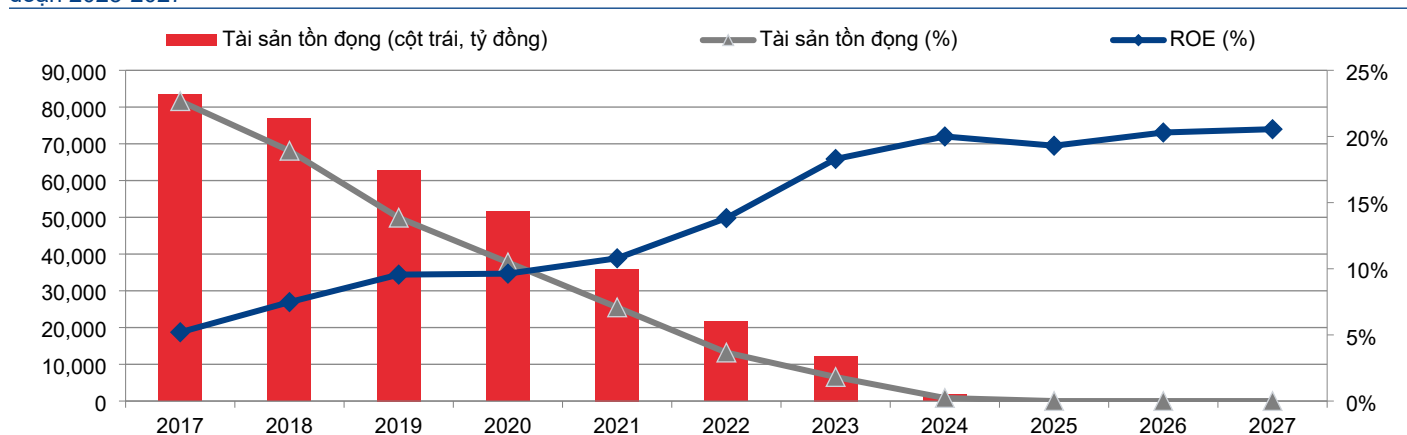
HSC điều chỉnh tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho năm 2025-2026 chủ yếu nhờ việc hạ giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	24,532	24,893	28,747	33,087		28,788	33,917	40,082
Tăng trưởng	11.1%	12.8%	15.5%	15.1%		17.3%	17.8%	18.2%
Điều chỉnh						0.1%	2.5%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,978	3,008	3,871	4,808		3,663	4,498	5,585
Tăng trưởng	13.8%	14.9%	28.7%	24.2%		23.0%	22.8%	24.2%
Điều chỉnh						-5.4%	-6.4%	
Thu nhập ngoài lãi	4,145	4,560	6,079	7,431		5,709	6,934	8,061
Tăng trưởng	1.1%	11.2%	33.3%	22.2%		37.7%	21.5%	16.3%
Điều chỉnh						-6.1%	-6.7%	
Tổng thu nhập HĐ	28,677	29,452	34,826	40,518		34,497	40,851	48,143
Tăng trưởng	9.6%	12.5%	18.2%	16.3%		20.3%	18.4%	17.8%
Điều chỉnh						-0.9%	0.8%	
Chi phí HĐ	(13,982)	(13,811)	(15,558)	(17,233)		(15,608)	(17,143)	(18,830)
Tăng trưởng	8.5%	7.1%	12.7%	10.8%		11.6%	9.8%	9.8%
Điều chỉnh						0.3%	-0.5%	
Chi phí dự phòng	(1,974)	(4,951)	(5,034)	(5,233)		(4,318)	(5,180)	(6,252)
Tăng trưởng	-46.5%	34.3%	1.7%	4.0%		118.7%	19.9%	20.7%
Điều chỉnh						-14.2%	-1.0%	
LNTT	12,720	10,690	14,234	18,053		14,570	18,528	23,061
Tăng trưởng	32.6%	11.4%	33.2%	26.8%		14.5%	27.2%	24.5%
Điều chỉnh						2.4%	2.6%	
Lợi nhuận thuần	10,087	8,552	11,388	14,442		11,656	14,822	18,449
Tăng trưởng	30.7%	10.8%	33.2%	26.8%		15.6%	27.2%	24.5%
Điều chỉnh						2.4%	2.6%	

Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 15: Dự báo về tài sản tồn đọng và hệ số ROE, STB

Tài sản tồn đọng của STB sẽ được xử lý trong năm 2025, trong khi hệ số ROE của Ngân hàng này sẽ đạt khoảng 20% trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: STB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 9,8% giá mục tiêu của STB lên 45.000đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do tiềm năng tăng giá thu hẹp. Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,05 lần, thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,13 lần - thu hẹp từ mức chiết khấu 18% trong Q2/2024. Chúng tôi dự đoán cổ phiếu STB sẽ tiếp tục được định giá lại ở mức bằng cao hơn trong năm 2025 khi Ngân hàng tiến hành đấu giá 32,5% cổ phần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 15% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,29 lần, cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,23 lần nhưng thấp hơn 23% so với ACB (1,6 lần).

Phương pháp định giá

HSC tăng 9% giá mục tiêu lên 45.000đ (tiềm năng tăng giá 15%) sau khi điều chỉnh:

- Dự báo lợi nhuận:** Chúng tôi tăng bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhờ triển vọng cải thiện, nhưng tác động tới định giá chung của STB là không đáng kể.
- Điều chỉnh giả định beta:** Dựa trên quá trình tái cấu trúc và sự cải thiện về tình hình tài chính của Ngân hàng – và theo cập nhật của Bloomberg – chúng tôi giảm giả định beta của STB xuống 1,2 (từ 1,3). Chúng tôi đánh giá việc hạ tỷ lệ beta là hợp lý với sự ổn định của cổ phiếu ngày càng được cải thiện.

Bảng 16: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, STB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	11,656	14,822	18,449	21,321	23,612	29,939	32,864	33,718
- Chi phí vốn CSH	8,136	9,730	15,301	18,061	20,658	27,076	30,750	32,138
Lợi nhuận thặng dư	3,521	5,093	3,148	3,260	2,954	2,863	2,114	1,581
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư								12,902
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.33	1.54	1.77	2.04	2.36	2.71	2.71
Giá trị hiện tại	3,038	3,828	2,061	1,859	1,466	1,237	565	4,751
Giá mục tiêu	45,017							

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, STB

Đồng		Phân bù rủi ro vốn CSH				
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
	3.5%	76,838	62,823	52,100	43,666	36,883
	4.0%	70,584	58,078	48,392	40,699	34,464
	4.5%	65,024	53,804	45,017	37,977	32,230
	5.0%	60,052	49,936	41,936	35,473	30,160
	5.0%	55,583	46,423	39,112	33,162	28,239

Nguồn: STB, HSC dự báo

Lợi nhuận khả quan cùng tâm lý tích cực sau khi tái cấu trúc đã phản ánh một phần vào giá cổ phiếu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 15% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,29 lần, cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,23 lần và thấp hơn 23% so với ACB (1,6 lần). HSC hạ khuyến nghị cho STB xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Diễn biến thị trường và mức độ định giá: Giá cổ phiếu STB đã tăng lần lượt 6% và 20% trong 1 tháng và 3 tháng qua, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân với mức tăng lần lượt 7% và 9%. Từ đó, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,05 lần – thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,13 lần và thấp hơn 10% so với NHTM tương đồng nhất ACB (1,17 lần).

Động lực để tiếp tục định giá lại: Mặt bằng định giá cổ phiếu STB tăng lên nhờ lợi nhuận năm 2024 tăng trưởng mạnh mẽ cùng tâm lý thị trường được cải thiện với kỳ

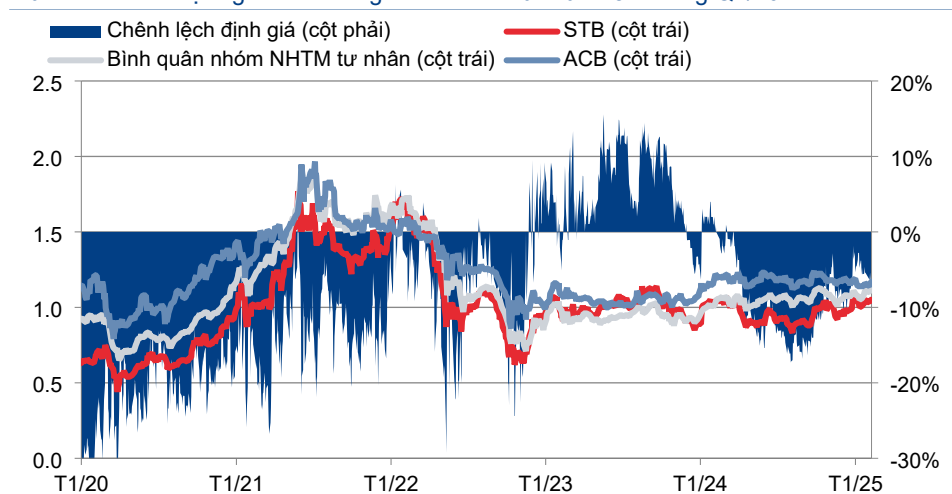
vọng quá trình tái cấu trúc sẽ hoàn tất vào năm 2025. Một thương vụ đầu giá thành công không chỉ giúp hoàn tất quá trình tái cấu trúc kéo dài nhiều năm mà còn đem lại một số tiền đáng kể cho Ngân hàng để củng cố nền vốn, đồng thời có thể giúp cổ phiếu được đánh giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Tăng trưởng lợi nhuận trở lại bình thường và triển vọng dài hạn: Mặc dù LNTT của STB đã tăng trưởng 3 lần trong 3 năm qua – đạt mức nền cao 12,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 – chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ dần chậm lại trong thời gian tới. Những nguyên nhân chính bao gồm:

- Tỷ lệ NIM năm 2024 ở mức 3,64%, đang tiến về biên độ mục tiêu 4-4,2%, cho thấy tiềm năng tăng trưởng chậm lại.
- Chi phí tín dụng đã giảm mạnh xuống 0,39% trong năm 2024 nhưng dự kiến sẽ tăng dần về mặt bằng chung của ngành ở mức 1,29 %.

Biểu đồ 18: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Mức chiết khấu định giá của STB giảm còn 7% từ mức 18% trong Q2/2024



Nguồn: STB; HSC

Biểu đồ 19: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB

STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,05 lần...



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, STB

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2017 là 0,95 lần



Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 21: So sánh các ngân hàng Việt Nam

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu (lần)
				2024F	2025F	2024	2025F	2026F	2024F	2025F	
ACB	25,400	Mua vào	34,700	1.40	1.20	21.1%	20.0%	20.4%	4.1%	10.8%	1.60
BID	39,600	Tăng tỷ trọng	45,700	2.04	1.74	16.5%	16.1%	15.5%	17.3%	14.9%	1.93
CTG	39,350	Mua vào	45,300	1.56	1.32	14.7%	16.3%	17.2%	13.2%	29.4%	1.43
HDB	22,600	Mua vào	27,083	1.44	1.18	22.6%	22.1%	21.0%	30.7%	19.6%	1.37
LPB	35,900	Bán ra	17,637	2.62	2.25	20.3%	15.4%	16.2%	52.2%	-9.4%	1.08
MBB	22,500	Mua vào	28,348	1.29	1.10	20.0%	17.9%	17.3%	5.5%	4.8%	1.34
MSB	11,350	Mua vào	14,900	0.83	0.73	14.8%	12.9%	12.5%	7.6%	0.0%	0.94
OCB	11,400	Mua vào	13,000	0.90	0.80	10.1%	10.7%	11.6%	-8.4%	18.2%	0.91
STB	37,250	Tăng tỷ trọng	45,000	1.35	1.13	18.3%	17.6%	18.9%	28.4%	15.3%	1.29
TCB	24,700	Mua vào	31,100	1.26	1.10	16.4%	17.0%	17.6%	26.5%	17.9%	1.30
TPB	16,600	Tăng tỷ trọng	19,000	1.19	1.05	15.4%	17.5%	18.7%	32.2%	19.4%	1.17
VCB	92,600	Mua vào	112,900	2.62	2.03	17.9%	16.1%	15.0%	6.6%	12.3%	2.48
VIB	20,400	Tăng tỷ trọng	22,100	1.45	1.26	17.5%	19.2%	20.6%	-16.6%	24.2%	1.34
VPB	19,050	Mua vào	23,000	1.07	0.99	11.5%	12.9%	15.2%	40.2%	20.7%	1.18
Bình quân ngành				1.50	1.28	16.9%	16.6%	17.0%	17.1%	14.2%	1.38
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước				2.07	1.70	16.4%	16.2%	15.9%	12.3%	18.9%	1.95
Bình quân nhóm NHTM tư nhân				1.34	1.16	17.1%	16.7%	17.3%	18.4%	12.9%	1.23

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 25/2/2025.
Nguồn: STB, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	55.9	50.0	61.3	72.8	84.6
Chi phí lãi	(33.9)	(25.5)	(32.5)	(38.9)	(44.5)
Thu nhập lãi thuần	22.1	24.5	28.8	33.9	40.1
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.62	2.98	3.66	4.50	5.58
Lãi thuần HĐ KDNH	1.10	1.11	1.27	1.46	1.68
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.03	0.06	0.06	0.07	0.07
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02
Thu nhập khác	0.33	0.00	0.69	0.89	0.70
Tổng thu nhập HĐ	26.2	28.7	34.5	40.9	48.1
Chi phí HĐ	(12.9)	(14.0)	(15.6)	(17.1)	(18.8)
LN trước dự phòng	13.3	14.7	18.9	23.7	29.3
Chi phí dự phòng	(3.69)	(1.97)	(4.32)	(5.18)	(6.25)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	9.60	12.7	14.6	18.5	23.1
Chi phí thuế TNDN	(1.88)	(2.63)	(2.91)	(3.71)	(4.61)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	7.72	10.1	11.7	14.8	18.4
EPS (đồng)	4,094	5,351	6,183	7,862	9,786
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 (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	7.55	8.21	8.97	8.80	8.43
Tiền gửi tại NHNN	12.8	17.6	12.5	11.0	12.0
Tiền gửi tại các TCTD khác	50.3	88.2	95.3	103	111
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	475	530	610	702	808
Tổng dư nợ cho vay	483	539	620	713	820
Dự phòng rủi ro	(7.56)	(8.87)	(10.0)	(10.9)	(11.9)
Chứng khoán đầu tư	74.6	85.6	93.6	112	129
CK đầu tư sẵn sàng để bán	22.6	23.6	28.3	33.9	39.0
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	66.7	75.4	80.4	93.5	105
Dự phòng rủi ro	(14.6)	(13.3)	(15.1)	(15.1)	(15.1)
Đầu tư dài hạn	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Tài sản cố định	7.27	7.36	7.58	7.80	8.04
Tài sản khác	46.5	10.5	11.4	12.2	13.0
Tổng tài sản	674	748	840	957	1,090
Nợ phải trả	629	693	774	878	993
Tiền gửi của NHNN	0.02	0.05	0.06	0.06	0.06
Tiền gửi của các TCTD khác	38.0	70.7	77.7	88.6	94.8
Tổng tiền gửi KH	511	567	641	733	843
Trái phiếu và CCTG	29.0	36.8	38.6	40.5	40.5
Nợ khác	50.5	18.3	16.4	14.8	14.1
Vốn chủ sở hữu	45.7	55.0	65.7	79.5	96.9
Vốn điều lệ	18.9	18.9	18.9	18.9	18.9
Thặng dư vốn cổ phần	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Lợi nhuận giữ lại	20.4	28.4	37.2	48.7	63.3
Quỹ & vốn khác của CSH	4.75	5.94	7.96	10.2	12.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	674	748	840	957	1,090
BVPS (đồng)	24,259	29,160	34,873	42,185	51,384

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.9	10.9	12.2	14.0	13.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	10.1	11.7	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.3	11.0	13.0	14.5	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	12.3	11.8	12.5	14.0	14.2
Tăng trưởng VCSH (%)	18.4	20.2	19.6	21.0	21.8
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.7	11.1	17.3	17.8	18.2
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	17.6	8.48	11.6	9.84	9.84
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(12.5)	10.6	28.5	25.5	23.6
Tăng trưởng LNTT (%)	51.4	32.6	14.5	27.2	24.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	53.1	30.7	15.6	27.2	24.5
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.13	4.03	4.35	4.55	4.70
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.04)	(1.97)	(1.97)	(1.91)	(1.84)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	92.4	94.4	97.3	98.4	98.6
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.35	1.41	1.62	1.82	2.05
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	14.0	18.2	21.1	26.8	33.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.59	7.34	6.35	4.99	4.01
P/B (lần)	1.62	1.35	1.13	0.93	0.76
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	29.5	35.2	33.8	36.3	38.3
ROAA (%)	1.22	1.42	1.47	1.65	1.80
ROAE (%)	18.3	20.0	19.3	20.4	20.9
Chi phí huy động BQ (%)	6.17	4.07	4.54	4.80	4.83
Lợi suất góp BQ (%)	9.56	7.44	7.94	8.23	8.38
Lợi suất thuần (%)	3.39	3.38	3.39	3.44	3.54
Tỷ lệ NIM (%)	3.77	3.65	3.73	3.84	3.97
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.0	10.4	10.6	11.0	11.6
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.3	85.5	83.5	83.0	83.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	15.7	14.5	16.5	17.0	16.7
Tỷ lệ CIR (%)	49.2	48.8	45.2	42.0	39.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.27	9.22	9.27	9.60	10.1
VCSH/Tổng TS (%)	6.78	7.35	7.83	8.31	8.88
Đòn bẩy vốn (lần)	14.7	13.6	12.8	12.0	11.3
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.28	2.40	2.10	1.90	1.70
Hệ số LLR (%)	68.8	68.4	77.1	80.7	85.1
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	94.5	95.1	96.8	97.2	97.2
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	6.57	10.5	10.3	10.3	9.69
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	71.6	72.1	73.9	74.5	75.2
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	553	553	553	553	553
Số lượng nhân viên	19,358	20,326	21,342	22,409	23,530

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