

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ43,000 (từ VNĐ45,000)

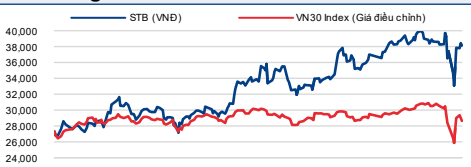
Tiềm năng tăng/giảm: 12.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/4/2025) 38,150

Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,800-40,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	38,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	71,921
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,783
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	(1.80)	7.62	39.7
So với chỉ số	5.32	8.45	33.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,627	5,929	(5.1)
2026F	7,312	7,165	2.1
2027F	9,199	9,037	1.8

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

Vững vàng trước sóng gió; Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 5% giá mục tiêu cho STB xuống 43.000đ chủ yếu sau khi nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027, tương đương lợi nhuận tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới và hệ số ROE bình quân ở mức 18,7%. Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy trước những rủi ro giảm liên quan đến chính sách thuế quan của Chính phủ Hoa Kỳ, trong đó tăng trưởng LNTT năm 2025 có thể giảm 4-9 điểm phần trăm.
- STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân - mức định giá hấp dẫn. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 13% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,23 lần.

Sự kiện: Phân tích kế hoạch ĐHCĐ năm 2025 và tác động thuế quan

Trong tài liệu ĐHCĐ mới công bố, STB đặt kế hoạch LNTT năm 2025 đạt 14.650 tỷ đồng (tăng trưởng 15%), sát với dự báo của chúng tôi. Ngoài ra, những số liệu quan trọng khác như kế hoạch tăng trưởng tín dụng & tỷ lệ nợ xấu cũng sát với dự báo của HSC.

Do STB chủ yếu tập trung vào phân khúc bán lẻ và DNNVV thay vì phân khúc doanh nghiệp định hướng xuất khẩu, chúng tôi cho rằng tác động tiềm ẩn từ chính sách thuế quan của ông Trump lên triển vọng năm 2025 của Ngân hàng chỉ ở mức vừa phải.

Tác động: Giữ nguyên dự báo, lợi nhuận tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22%, nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng vững chắc và chi phí tín dụng được kiểm soát, và hệ số ROE điều chỉnh bình quân 3 năm ở mức 18,7%. Dự báo của chúng tôi nhìn chung sát với dự báo của thị trường.

Chúng tôi đã thực hiện phân tích độ nhạy để phản ánh những sự không chắc chắn liên quan đến chính sách thuế quan của Hoa Kỳ, trong đó rủi ro giảm đối với tăng trưởng LNTT năm 2025 của STB dao động từ 4-9 điểm phần trăm, dựa trên mức thuế suất tiềm năng.

Định giá và khuyến nghị

Sau diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và toàn ngành trong 1 tháng, 3 tháng và 12 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, sát so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 6% so với ngân hàng tương đồng nhất ACB (1,09 lần, Mua vào, giá mục tiêu 35.400đ). Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi là 43.000đ, tiềm năng tăng giá là 13% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,23 lần, sát với bình quân quá khứ và thấp hơn đáng kể 24% so với ACB (1,62 lần). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với STB.

Chúng tôi tiếp tục lạc quan đối với STB trước những thách thức về thuế quan nhờ danh mục cho vay ngân hàng cốt lõi đa dạng tốt cùng việc hoàn tất quá trình tái cấu trúc tài sản tồn đọng. Ngoài ra, thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần đã được lên kế hoạch từ lâu (dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025) vẫn động lực quan trọng có thể giúp nâng cao đáng kể vị thế tài chính đồng thời xây dựng lại mặt bằng định giá mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/4.

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)	26.2	28.7	34.5	40.9	48.1
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)	9.32	7.13	6.17	4.85	3.90
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.57	1.31	1.09	0.90	0.74
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

Triển vọng lợi nhuận vững chắc trước những thách thức về thuế quan

Do kế hoạch năm 2025 của STB sát với kỳ vọng, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 22%, nhờ thu nhập lãi thuần vững chắc và chi phí tín dụng được kiểm soát. Trong đó, tăng trưởng lợi nhuận từ danh mục ngân hàng cốt lõi vẫn tích cực trong khi quá trình xử lý phân tài sản tồn đọng còn lại - các khoản nợ được thế chấp bằng 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê - sẽ cần thêm thời gian. Chúng tôi giữ nguyên giả định thương vụ đấu giá cổ phần này sẽ hoàn tất vào cuối năm nay. HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 13%.

Phân tích kế hoạch năm 2025 và diễn biến quá trình xử lý tài sản tồn đọng

STB công bố tài liệu ĐHCĐ với những kế hoạch cho năm 2025 bao gồm:

- LNTT tăng trưởng 15% đạt 14,65 nghìn tỷ đồng.
- Tín dụng tăng trưởng 14% đạt 614,4 nghìn tỷ đồng.
- Tổng nguồn vốn tăng trưởng 9% đạt 736,6 nghìn tỷ đồng.
- Tỷ lệ nợ xấu dưới 2%.
- Kế hoạch cổ tức: Tiếp tục bỏ qua.

Những kế hoạch này sát với dự báo của chúng tôi.

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2025 của STB, tỷ đồng

Các chỉ tiêu trong kế hoạch của STB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi

	2024	Kế hoạch 2025	Tăng trưởng	2025F của HSC	Tăng trưởng	Kế hoạch so với dự báo của HSC
Tổng tài sản	748,095	819,800	9.6%	839,638	12.2%	-2.4%
Tổng tín dụng	539,315	614,400	13.9%	620,212	15.0%	-0.9%
Tổng nguồn vốn huy động	674,291	736,300	9.2%	756,888	12.2%	-2.7%
LNTT	12,720	14,650	15.2%	14,570	14.5%	Sát với dự báo
Tỷ lệ nợ xấu	2.4%	< 2%		2.1%		Sát với dự báo

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 2: 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

Đồng/cổ phiếu	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
Các 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

Cập nhật về tài sản tồn đọng

Tình hình xử lý tài sản tồn đọng:

- Tổng tài sản tồn đọng giảm xuống 2,4% tổng tài sản (tương đương 17.900 tỷ đồng) tại thời điểm cuối năm 2024. Tuy nhiên, giá trị ròng của những tài sản này vẫn tương đương 0,23% tổng tài sản (1.690 tỷ đồng), tương đối thấp so với tổng tài sản hiện tại của STB.
- KCN Phong Phú đã đấu giá thành công vào năm 2023 với giá bán 7.934 tỷ đồng. STB đã nhận được 20% (1.587 tỷ đồng) số tiền và dự kiến nhận được phần còn lại trong năm 2025.
- Các khoản vay thế chấp bằng 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê: STB đã trình đề xuất xử lý lên NHNN trong khi đã trích lập dự phòng & ghi nhận lãi dự thu phát sinh đầy đủ.

Nhìn chung, trong khi phần lớn tài sản tồn đọng hiện đã được xử lý (Bảng 2), những bước cuối cùng trong quá trình tái cấu trúc, bao gồm thương vụ đấu giá cổ phần của ông Trầm Bê, vẫn phải dựa trên phê duyệt của các cơ quan có thẩm quyền. HSC kỳ vọng thương vụ đấu giá sẽ diễn ra vào cuối năm nay, đúng theo thời hạn được nêu trong lộ trình tái cấu trúc của STB.

Bảng 3: Khoản tài sản tồn đọng lớn nhất, 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 khoản 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 số 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 cấu trúc 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

Giá trị thu hồi tiềm năng từ thương vụ đấu giá cổ phần của ông Trầm Bê

HSC đã phân tích toàn diện về thương vụ đấu giá cổ phần của ông Trầm Bê trong báo cáo: [Thương vụ đấu giá cổ phần vẫn là động lực chính; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng](#) (ngày 5/3/2025, HSC). Nếu bán thành công 32,5% cổ phần với giá 34.000đ/cp, Ngân hàng có thể thu về khoảng 15 nghìn tỷ đồng, từ đó giúp nâng cao đáng kể giá trị sổ sách của STB. Từ đó, giá trị sổ sách ước tính sau thương vụ này sẽ tăng lên 43.700đ/cp, tương đương P/B hấp dẫn ở mức 0,80 lần, so với mức 1,07 lần trước phiên đấu giá và hấp dẫn hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong năm 2025 ở mức 1,01 lần. Do đó, thương vụ đấu giá cổ phần của ông Trầm Bê là động lực quan trọng cho giá cổ phiếu STB.

HSC kỳ vọng STB sẽ cung cấp thêm thông tin chi tiết về thương vụ đấu giá này tại ĐHCĐ sắp tới vào tháng 4/2025.

Duy trì dự báo lợi nhuận

Nhìn chung, kế hoạch của STB sát với dự báo của chúng tôi. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo hiện tại cho STB. Những giả định chính bao gồm:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 15%/năm trong giai đoạn 2025-2027, tương đương bình quân ngành.
- Tỷ lệ NIM dự báo đạt lần lượt 3,73%, 3,84% và 3,97% trong giai đoạn 2025-2027. Tỷ lệ NIM của STB được dự báo sẽ tiến sát với mục tiêu dài hạn (4-4,2%) sau khi hoàn thành tái cấu trúc.
- Tỷ lệ nợ xấu dự báo lần lượt ở mức 2,1%, 1,9% và 1,7% trong giai đoạn 2025-2027.
- Chi phí tín dụng dự báo ở mức 0,7-0,8% trong giai đoạn 2025-2027, trở lại bình thường sau khi xử lý xong tài sản tồn đọng, giảm mạnh so với thời điểm Ngân hàng đẩy mạnh xử lý tài sản tồn đọng trong giai đoạn 2021-2022 (1-2,1%).

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 22% trong giai đoạn 2024-2026. Hệ số ROE 3 năm điều chỉnh dự báo đạt bình quân 18,7%, cao hơn một chút so với bình quân ngành.

Bảng 4: Các giả định quan trọng, STB

HSC dự báo tín dụng sẽ tăng trưởng vững chắc, tỷ lệ NIM sẽ cải thiện nhẹ trong khi chi phí tín dụng duy trì ổn định

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng cho vay	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	11.0%	13.0%	14.5%	15.0%
Tỷ lệ NIM	3.65%	3.73%	3.84%	3.97%
Tỷ lệ nợ xấu	2.40%	2.10%	1.90%	1.70%
Chi phí tín dụng	0.39%	0.74%	0.78%	0.82%
Nợ xấu mới hình thành	0.51%	0.59%	0.67%	0.70%
Tài sản tồn đọng	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận, STB

Tăng trưởng lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sẽ được hỗ trợ bởi doanh thu tăng trưởng vững chắc và chi phí tín dụng ở mức vừa phải

	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	24,532	28,788	33,917	40,082
Tăng trưởng	11.1%	17.3%	17.8%	18.2%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,978	3,663	4,498	5,585
Tăng trưởng	13.8%	23.0%	22.8%	24.2%
Thu nhập ngoài lãi	4,145	5,709	6,934	8,061
Tăng trưởng	1.1%	37.7%	21.5%	16.3%
Tổng thu nhập HĐ	28,677	34,497	40,851	48,143
Tăng trưởng	9.6%	20.3%	18.4%	17.8%
Chi phí HĐ	(13,982)	(15,608)	(17,143)	(18,830)
Tăng trưởng	8.5%	11.6%	9.8%	9.8%
Chi phí tín dụng	(1,974)	(4,318)	(5,180)	(6,252)
Tăng trưởng	-46.5%	118.7%	19.9%	20.7%
LNTT	12,720	14,570	18,528	23,061
Tăng trưởng	32.6%	14.5%	27.2%	24.5%
Lợi nhuận thuần	10,087	11,656	14,822	18,449
Tăng trưởng	30.7%	15.6%	27.2%	24.5%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Phân tích độ nhạy: Tác động tiềm ẩn từ chính sách thuế quan lên lợi nhuận của Ngân hàng

HSC thực hiện phân tích kịch bản để đánh giá tác động tiềm ẩn của chính sách thuế quan lên các chỉ số tài chính quan trọng của STB – bao gồm tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ NIM, thu nhập HĐ tài trợ thương mại và thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối. Do STB chủ yếu tập trung vào phân khúc bán lẻ và DNNVV thay vì phân khúc doanh nghiệp định hướng xuất khẩu và tỷ trọng đóng góp của hoạt động tài trợ thương mại thấp, chúng tôi cho rằng tác động của chính sách thuế quan đối với Ngân hàng sẽ ở mức vừa phải.

Cụ thể, dựa trên 3 kịch bản của chúng tôi, tăng trưởng LNTT năm 2025 có thể thấp hơn lần lượt 0,4, 4 và 9 điểm phần trăm so với dự báo hiện tại. Chúng tôi đánh giá tác động tổng thể & rủi ro giảm đối với STB nhẹ hơn tương đối so với bình quân ngành (Mời xem Báo cáo ngành: [Tác động của chính sách thuế quan: Gián tiếp, tiêu cực ở mức độ vừa phải](#), tháng 4/2025, HSC).

Bảng 6: Phân tích các kịch bản về tác động của chính sách thuế quan đối với các chỉ tiêu chính năm 2025, STB

Tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ NIM, thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐKD ngoại hối có thể sẽ chịu ảnh hưởng nhiều nhất của thuế quan

	2024	2025F			
		Dự báo hiện tại	Thuế suất 10%	Thuế suất 20-25%	Thuế suất 46%
Tăng trưởng tín dụng	11.7%	15.0%	15.0%	13.0%	11.0%
Tỷ lệ NIM	3.65%	3.73%	3.73%	3.68%	3.60%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	11.1%	17.3%	17.3%	15.0%	13.0%
Tăng trưởng tài trợ thương mại	-13.00%	11.00%	5.00%	-10.0%	-10.0%
Tăng trưởng lãi thuần hdkd ngoại hối	0.6%	15.0%	10.0%	0.0%	-10.0%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 7: Phân tích các kịch bản về tác động của chính sách thuế quan lên lợi nhuận và giá mục tiêu năm 2025, STP

Trong các kịch bản áp thuế 25% và 46%, chúng tôi giảm tương ứng 4 và 9 điểm phần trăm dự báo tăng trưởng LNTT, đồng thời giảm 2,7%/5,6% giả định tăng trưởng thu nhập hoạt động

	2024	Tăng trưởng năm 2025				Rủi ro giảm so với dự báo hiện tại		
		Dự báo hiện tại	Thuế suất 10%	Thuế suất 20-25%	Thuế suất 46%	Thuế suất 10%	Thuế suất 20-25%	Thuế suất 46%
Tăng trưởng tổng thu nhập HD	9.6%	20.3%	20.1%	17.7%	14.6%	-0.2%	-2.6%	-5.7%
Tăng trưởng LNTT	32.6%	14.5%	14.1%	10.5%	5.5%	-0.4%	-4.0%	-9.0%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 5% giá mục tiêu đối với STB xuống 43.000đ sau khi nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Diễn biến tích cực hơn so với ngành trong 12 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân từ mức chiết khấu 18% trước đó. Chúng tôi tin rằng triển vọng của STB vẫn sẽ ổn định trước những thách thức liên quan đến thuế quan. Ngoài ra, HSC kỳ vọng cổ phiếu STB sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn vào năm 2025 sau khi thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần hoàn tất. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 13% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,23 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 24% so với ACB (1,62 lần).

Phương pháp định giá

HSC giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 43.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) sau khi điều chỉnh các giả định định giá (giữ nguyên dự báo lợi nhuận).

Do thị trường ngày càng bất ổn và biến động, HSC gần đây đã nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH chung lên 8,75% (từ 7,5% trước đó). Đối với cổ phiếu ngân hàng, HSC tiếp tục cộng thêm phần bù rủi ro vốn phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH dựa trên đánh giá về mức độ rủi ro cụ thể hoặc quy mô tương đối của từng ngân hàng.

Đối với STB, chúng tôi giảm phần bù rủi ro vốn phụ trội xuống 75 điểm cơ bản từ 150 điểm cơ bản trước đó. Theo đó, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh tăng lên 9,5% từ 9% trước đó sau khi đánh giá lại tài sản tồn đọng và ảnh hưởng từ thuế quan của ông Trump nhẹ hơn tương đối. Trong quá trình tái cấu trúc lâu dài của STB, HSC áp dụng giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh của STB cao hơn so với ngành. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định này do thương vụ đã gần hoàn tất.

HSC tóm tắt phương pháp định giá thu nhập thặng dư và phân tích độ nhạy trong Bảng 8-9.

Bảng 8: 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	33,850
- Chi phí vốn CSH	8,466	10,124	15,921	18,763	21,389	27,943	31,631	32,580
Lợi nhuận thặng dư	3,191	4,698	2,527	2,559	2,222	1,996	1,232	1,269
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	2,754	3,513	1,638	1,437	1,081	842	450	3,741
Giá mục tiêu	43,071							

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, STB

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	72,265	59,572	49,719	41,879	35,515
	3.5%	66,561	55,177	46,243	39,072	33,209
	4.0%	61,462	51,203	43,071	36,490	31,073
	4.5%	56,881	47,595	40,166	34,110	29,093
	5.0%	52,746	44,306	37,498	31,908	27,251

Nguồn: STB, HSC dự báo

Kết luận và bối cảnh định giá

Tại giá mục tiêu mới là 43.000đ, tiềm năng tăng giá là 13% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,23 lần, sát bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức và thấp hơn 24% so với ACB (1,62 lần) – chúng tôi cho rằng đây vẫn là một định giá hấp dẫn và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với STB.

Trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu STB đã giảm 2%, tích cực hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Do đó, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là

1,03 lần, sát so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 6% so với ngân hàng tương đồng nhất ACB (1,09 lần).

Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng phục hồi của STB trước những thách thức liên quan đến thuế quan, nhờ danh mục cho vay ngân hàng cốt lõi đa dạng tốt cùng việc hoàn tất quá trình tái cấu trúc tài sản tồn đọng. Ngoài ra, thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần đã được lên kế hoạch từ lâu (dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025) vẫn động lực quan trọng có thể giúp nâng cao đáng kể giá trị đồng thời xây dựng lại mặt bằng định giá mới cho Ngân hàng.

Biểu đồ 10: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB

STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,03 lần...



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, STB

...tương đương với giá trị bình quân từ năm 2017 là 1,03 lần



Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 12: So sánh các ngân hàng

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)
				2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	
ACB	24,850	Mua vào	35,400	1.15	0.98	21.6%	20.3%	20.6%	10.0%	18.3%	1.60
BID	36,750	Mua vào	45,700	1.55	1.30	16.5%	16.1%	15.5%	15.0%	13.9%	1.93
CTG	38,400	Mua vào	53,800	1.16	0.96	16.5%	18.6%	18.9%	34.7%	22.6%	1.63
HDB	20,700	Mua vào	27,083	1.05	0.86	25.7%	22.1%	21.0%	19.6%	15.8%	1.37
LPB	34,200	Bán ra	17,637	2.09	1.77	22.8%	15.4%	16.2%	-9.4%	23.2%	1.08
MBB	23,450	Mua vào	29,500	1.11	0.95	20.4%	17.9%	17.3%	4.8%	12.4%	1.34
MSB	11,050	Mua vào	15,300	0.67	0.59	16.2%	15.3%	12.9%	10.4%	-3.1%	0.93
OCB	10,750	Mua vào	13,500	0.75	0.66	10.5%	11.4%	11.7%	20.8%	15.2%	0.94
STB	37,850	Tăng tỷ trọng	43,000	1.09	0.90	18.3%	19.0%	19.7%	15.3%	30.0%	1.23
TCB	26,600	Mua vào	31,100	1.11	0.96	16.3%	17.0%	17.6%	17.9%	19.4%	1.30
TPB	13,200	Tăng tỷ trọng	19,000	0.81	0.70	16.8%	17.5%	18.7%	19.4%	22.5%	1.17
VCB	59,800	Tăng tỷ trọng	73,200	1.96	1.72	17.1%	15.4%	14.0%	12.8%	10.8%	2.48
VIB	18,650	Tăng tỷ trọng	22,100	1.13	0.95	17.7%	19.2%	20.6%	24.2%	25.5%	1.34
VPB	17,450	Mua vào	23,000	0.90	0.81	10.9%	12.7%	14.6%	20.6%	25.1%	1.18
Bình quân ngành				1.18	1.01	17.2%	16.9%	17.0%	15.4%	18.0%	1.40
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước				1.56	1.33	17.0%	17.0%	16.5%	20.8%	15.8%	2.01
Bình quân nhóm NHTM tư nhân				1.08	0.92	17.2%	16.9%	17.3%	14.0%	18.6%	1.23

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 16/4/2025

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)	9.32	7.13	6.17	4.85	3.90
P/B (lần)	1.57	1.31	1.09	0.90	0.74
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 (%)	5.67	4.07	5.93	5.96	5.14
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 (%)	9.11	10.1	10.3	10.7	11.3
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