

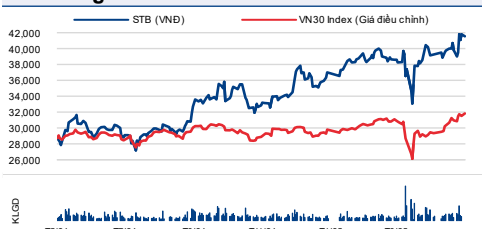
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ50,100 (từ VNĐ43,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/5/2025)	41,550
Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	27,200-41,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,483
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	78,331
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,023
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	6.13	7.78	44.8
So với chỉ số	(1.82)	2.99	30.5
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	7,161	7,165	(0.1)
2027F	8,775	9,037	(2.9)

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

HĐKD cốt lõi ổn định, kỳ vọng định giá cao hơn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC tăng 16% giá mục tiêu cho STB lên 50.100đ sau khi chuyển thời điểm định giá và nâng giả định hệ số ROE dài hạn. Từ đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2025 nhưng giảm 3% dự báo cho năm 2026-2027. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh và chi phí tín dụng giảm xuống. Hệ số ROE bình quân trong kỳ dự báo đạt 20%.
- STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20% và P/B dự phóng mục tiêu năm 2025 là 1,44 lần. Kết quả xử lý nợ tồn đọng của ông Trần Bê sẽ là động lực tăng trưởng chính.

Sự kiện: Phân tích triển vọng sau KQKD Q1/2025

Lợi nhuận Q1/2025 của STB tăng 38% so với cùng kỳ đạt 3.674 tỷ đồng, hoàn thành 25% dự báo cả năm và sát với dự báo Q1 của chúng tôi. Tỷ trọng tín dụng liên quan trực tiếp tới các doanh nghiệp liên quan đến xuất khẩu tương đương 3,5-3,7%. Chúng tôi tin rằng tỷ trọng này khó có thể tác động đáng kể đến lợi nhuận và chất lượng tài sản của STB trong bối cảnh thuế quan bất ổn sắp tới.

Tác động: Giảm 3% dự báo cho năm 2026-2027, tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 và giảm nhẹ 3% dự báo năm 2026-2027. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng vững chắc và chi phí tín dụng được kiểm soát tốt. Hệ số ROE dự báo đạt 20%, cao hơn một chút so với bình quân ngành.

Dự báo của chúng tôi nhìn chung sát với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 16% giá mục tiêu cho STB lên 50.100đ sau khi chuyển thời điểm định giá và nâng giả định hệ số ROE dài hạn. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần - cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,05 lần. Chúng tôi vẫn lạc quan vào triển vọng vững chắc của STB bất chấp những khó khăn liên quan đến chính sách thuế quan. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng cổ phiếu STB sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng mới trong năm 2025 nhờ thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,44 lần - cao hơn bình quân ngành và thấp hơn 9% so với ACB (1,56 lần).

Ngoài nguồn lợi nhuận ổn định từ HĐKD ngân hàng cốt lõi, tài sản tồn đọng từ khoản nợ của ông Trần Bê cũng là một động lực đáng kể với tiềm năng tăng 128% cho lợi nhuận thuần năm 2025 nếu được ghi nhận toàn bộ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/5.

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	33.2	38.5
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	26.2	28.7	34.3	40.3	47.1
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	7.72	10.1	11.7	14.5	17.6
EPS (đồng)	4,094	5,351	6,184	7,700	9,335
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	24,259	29,160	34,873	41,650	49,678
P/E (lần)	10.1	7.77	6.72	5.40	4.45
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.71	1.42	1.19	1.00	0.84
Tăng trưởng EPS (%)	53.1	30.7	15.6	24.5	21.2
ROAE (%)	18.3	20.0	19.3	20.1	20.4

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

Mảng ngân hàng cốt lõi vững chắc trước rủi ro thuế quan

KQKD Q1/2025 của STB sát với dự báo của chúng tôi và ảnh hưởng của rủi ro thuế quan tới dư nợ tín dụng của Ngân hàng có vẻ không đáng kể. Do đó, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 và giảm nhẹ 3% dự báo cho năm 2026-2027. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới nhờ thu nhập lãi thuần vững chắc và chi phí tín dụng kiểm soát tốt. Ngoài lợi nhuận ổn định từ HĐKD ngân hàng cốt lõi, tiềm năng từ khoản nợ cũ của ông Trầm Bê cũng là một động lực tăng trưởng tốt với tiềm năng tăng 128% cho lợi nhuận thuần năm 2025 nếu được ghi nhận đầy đủ, mặc dù chúng tôi vẫn chưa phản ánh thương vụ này vào kịch bản cơ sở trong mô hình dự báo do không chắc chắn về thời điểm và lợi nhuận được ghi nhận.

KQKD Q1 sát với dự báo

Lợi nhuận Q1/2025 của STB tăng 38% so với cùng kỳ đạt 3.674 tỷ đồng, hoàn thành 25% dự báo cả năm và sát với dự báo Q1 của chúng tôi. Những thông tin chính bao gồm:

- **Tín dụng tăng trưởng vững chắc** 4,7% kể từ đầu năm nhờ ở phân khúc bán lẻ, DNNVV và đáng chú ý là sự mở rộng ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn. Tiền gửi tăng trưởng ổn định 3,3%.
- **Tỷ lệ NIM** cải thiện lên 3,81% (tăng 17 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 6 điểm cơ bản so với cùng kỳ) nhờ lợi suất tài sản tăng lên 7,58% (tăng 16 điểm cơ bản so với quý trước) trong khi chi phí huy động vẫn tương đối ổn định ở mức 4,01% (chỉ tăng 3 điểm cơ bản so với quý trước).

STB có dư địa để mở rộng tỷ lệ NIM vì hệ số LDR điều chỉnh của Ngân hàng nằm trong nhóm thấp nhất trong ngành, 89% so với 97% bình quân ngành. Tỷ lệ đòn bẩy sẽ tăng lên khi nhu cầu tín dụng phục hồi và có thể được tài trợ thông qua nguồn vốn vay liên ngân hàng (STB có kế hoạch nâng tỷ trọng nguồn vốn vay liên ngân hàng lên 20-25% tổng dư nợ chịu lãi từ 8% hiện tại).

- **Thu nhập ngoài lãi** thấp hơn một chút so với dự báo nhưng thu nhập phí dịch vụ tăng mạnh 26% so với cùng kỳ và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối ổn định mặc dù xu hướng tỷ giá không thuận lợi.
- **Chất lượng tài sản** vẫn chưa phục hồi rõ ràng với tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 2,51%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR cải thiện nhẹ lên 75%. Chi phí dự phòng giảm mạnh 71% so với cùng kỳ, cho thấy sức ép tài sản tồn đọng giảm xuống. Dư nợ VAMC ổn định ở mức 1.690 tỷ đồng với kỳ vọng được xử lý sau khi hoàn tất thương vụ đấu giá cổ phần.

Tại ĐHCĐ năm 2024, STB tiết lộ tỷ trọng danh mục cho vay liên quan trực tiếp của các doanh nghiệp liên quan đến xuất khẩu chiếm 3,5-3,7% tổng dư nợ cho vay. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ này khó có thể tác động đáng kể đến lợi nhuận hoặc chất lượng tài sản của STB trong thời gian tới.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2025, STB

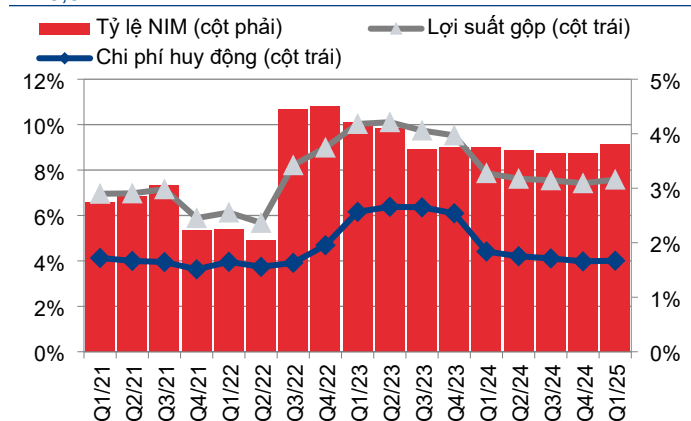
Lợi nhuận Q1 của STB bằng 25% dự báo cả năm của HSC và đúng như kỳ vọng

(Tỷ đồng)	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC	2025F
Thu nhập lãi thuần	5,951	6,863	15%	28,788	24%
Thu nhập ngoài lãi	924	933	1%	5,518	17%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	578	728	26%	3,663	20%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	308	308	0%	1,272	24%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	22	1	-94%	61	2%
Thu nhập khác	16	(104)	-736%	502	-21%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	-	-		20	0%
Tổng thu nhập HĐ	6,875	7,796	13%	34,306	23%
Chi phí HĐ	(3,543)	(3,927)	11%	(15,608)	25%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,332	3,869	16%	18,698	21%
Chi phí dự phòng	(678)	(195)	-71%	(4,126)	5%
LNTT	2,654	3,674	38%	14,572	25%
Lợi nhuận thuần	2,111	2,897	37%	11,657	25%

Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM theo quý, STB

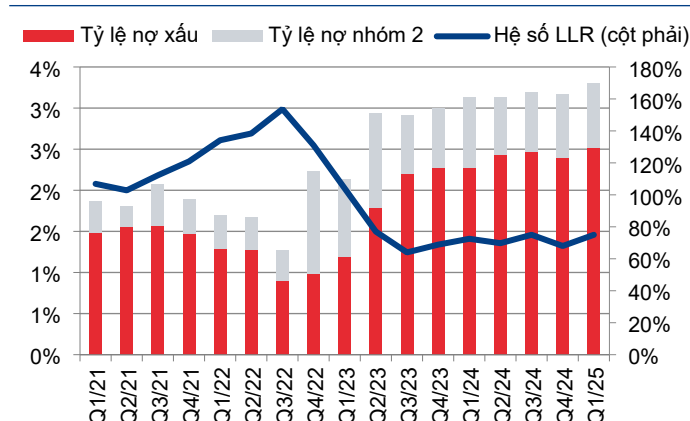
Trong Q1/2025, tỷ lệ NIM tăng 17 điểm cơ bản so với quý trước lên 3,81%...



Nguồn: STB; HSC

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

... trong khi tỷ lệ nợ xấu duy trì ổn định ở mức 2,5%



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 trong nhiều quý, chỉ chiếm 0,22% tổng tài sản

Giá đầu giá (đồng/cổ phiếu)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Q1/25
Trái phiếu VAMC thuần	41,317	37,663	29,710	23,073	17,784	6,875	1,830	1,690	1,690
Lãi dự thu	21,398	19,305	15,098	12,395	4,132	0	0	0	0
Các khoản phải thu tồn đọng	20,548	18,470	15,348	11,153	9,517	5,287	1,846	0	0
Quy mô tài sản tồn đọng	83,529	75,405	60,398	46,622	31,434	12,163	3,676	1,690	1,690
% tổng tài sản	22.67%	18.57%	13.32%	9.46%	6.89%	2.05%	0.55%	0.23%	0.22%

Nguồn: STB; HSC dự báo

Giữ nguyên dự báo cho năm 2025; giảm nhẹ dự báo cho năm 2026-2027

KQKD Q1/2025 của STB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi và chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của chính sách thuế quan tới Ngân hàng là không đáng kể. Theo đó, HSC giữ nguyên dự báo cho năm 2025 nhưng giảm nhẹ 3% dự báo năm 2026-2027. Các giả định dự báo chính bao gồm:

- Tăng trưởng tín dụng:** Dự báo đạt 15%/năm trong giai đoạn 2025-2027, sát với bình quân ngành.

- **Dự báo tỷ lệ NIM:** Đạt lần lượt 3,73%, 3,76% và 3,82% cho giai đoạn 2025-2027. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và toàn ngành ngân hàng cam kết hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua các chương trình cho vay ưu đãi, tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ ở dưới mức tiêu chuẩn dài hạn của Ngân hàng (4-4,2%) trong 1-2 năm tới.
- **Dự báo tỷ lệ nợ xấu** lần lượt ở mức 2,1%, 1,9% và 1,7% cho giai đoạn 2025-2027.
- **Chi phí tín dụng** dự báo ở mức 0,7-0,8% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ tài sản tồn đọng còn lại không đáng kể từ mức 1-2,1% trong năm 2021-2022 thời điểm Ngân hàng tập trung xử lý tài sản tồn đọng.

Nhìn chung, điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 của chúng tôi tác động không đáng kể đến định giá của STB. HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng trung bình 20% với hệ số bình quân ROE điều chỉnh đạt 20%, cao hơn một chút so với bình quân ngành.

Bảng 5: Các giả định chính, STB

HSC điều chỉnh giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM trong khi gần như giữ nguyên các giả định khác

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng cho vay	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	11.0%	13.0%	14.5%	15.0%	13.0%	14.5%	15.0%
Tỷ lệ NIM	3.65%	3.73%	3.84%	3.97%	3.73%	3.76%	3.82%
Tỷ lệ nợ xấu	2.40%	2.10%	1.90%	1.70%	2.10%	1.90%	1.70%
Chi phí tín dụng	0.39%	0.74%	0.78%	0.82%	0.71%	0.75%	0.82%
Nợ xấu mới hình thành	0.51%	0.59%	0.67%	0.70%	0.56%	0.65%	0.70%
Tài sản tồn đọng	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Nguồn: STB; HSC dự báo

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, STB

Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho năm 2026-2027, chủ yếu do giảm giả định thu nhập lãi thuần

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	24,532	28,788	33,917	40,082	28,788	33,247	38,541
Tăng trưởng	11.1%	17.3%	17.8%	18.2%	17.3%	15.5%	15.9%
Điều chỉnh					0.0%	-2.0%	-3.8%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,978	3,663	4,498	5,585	3,663	4,498	5,585
Tăng trưởng	13.8%	23.0%	22.8%	24.2%	23.0%	22.8%	24.2%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoài lãi	4,145	5,709	6,934	8,061	5,518	7,029	8,539
Tăng trưởng	1.1%	37.7%	21.5%	16.3%	33.1%	27.4%	21.5%
Điều chỉnh					-3.3%	1.4%	5.9%
Tổng thu nhập HĐ	28,677	34,497	40,851	48,143	34,306	40,277	47,080
Tăng trưởng	9.6%	20.3%	18.4%	17.8%	19.6%	17.4%	16.9%
Điều chỉnh					-0.6%	-1.4%	-2.2%
Chi phí HĐ	(13,982)	(15,608)	(17,143)	(18,830)	(15,608)	(17,143)	(18,830)
Tăng trưởng	8.5%	11.6%	9.8%	9.8%	11.6%	9.8%	9.8%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Chi phí dự phòng	(1,974)	(4,318)	(5,180)	(6,252)	(4,126)	(4,987)	(6,252)
Tăng trưởng	-46.5%	118.7%	19.9%	20.7%	109.0%	20.9%	25.4%
Điều chỉnh					-4.5%	-3.7%	0.0%
LNTT	12,720	14,570	18,528	23,061	14,572	18,146	21,998
Tăng trưởng	32.6%	14.5%	27.2%	24.5%	14.6%	24.5%	21.2%
Điều chỉnh					0.0%	-2.1%	-4.6%
Lợi nhuận thuần	10,087	11,656	14,822	18,449	11,657	14,517	17,598
Tăng trưởng	30.7%	15.6%	27.2%	24.5%	15.6%	24.5%	21.2%
Điều chỉnh					0.0%	-2.1%	-4.6%

Nguồn: STB; HSC dự báo

Cập nhật tiến độ xử lý nợ tồn đọng của ông Trầm Bê

STB đã hoàn tất 13 trong số 14 tiêu chí tái cấu trúc; bước cuối cùng là thương vụ đấu giá các khoản nợ được bảo đảm bằng 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê. STB đã trình đề xuất lên NHNN nhưng thời điểm tổ chức đấu giá vẫn chưa chắc chắn. Khoản nợ

bao gồm nợ gốc 6.611 tỷ đồng và lãi dự thu 13.450 tỷ đồng, tương đương giá đầu giá khoảng 33.200đ/cp để thu hồi toàn bộ khoản vay.

STB lưu ý rằng ngay cả khi thương vụ đầu giá diễn ra thành công, ông Trần Bê cũng sẽ không được hoàn lại tiền do lãi dự thu lớn (không chỉ từ các khoản vay được bảo đảm bằng 32% cổ phần của STB mà còn từ các khoản vay khác) như được nêu chi tiết bên dưới.

Giá trị tiềm năng mà STB có thể thu hồi sau thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần vào khoảng 15 nghìn tỷ đồng (tương đương LNST 20 nghìn tỷ đồng), như đã đề cập trong báo cáo trước đó: [Vững vàng trước sóng gió; Tăng tỷ trọng](#), tương đương tiềm năng tăng 128% đối với dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 hay tiềm năng tăng 23% cho BVPS năm 2025 (tăng lên 43.700đ/cp).

Chúng tôi vẫn chưa phản ánh tiềm năng tăng này vào mô hình dự báo do 2 nguyên nhân chính: (1) BLĐ chưa tiết lộ thu nhập hoàn nhập tiềm năng từ phiên đầu giá cổ phần - thông tin quan trọng đối với NĐT và (2) thủ tục đầu giá có thể mất khá nhiều thời gian để nhận được NHNN thông qua, điều này làm gia tăng sự không chắc chắn về giao dịch này cũng như thời điểm hoàn tất.

Bảng 7: Dự nợ tài sản tồn đọng liên quan đến ông Trần Bê, STB

Các khoản nợ liên quan đến BĐS KCN Phong Phú và các khoản nợ khác đã được xử lý, chỉ còn lại các khoản nợ liên quan đến cổ phần của ông Trần Bê

Tỷ đồng	Nợ gốc	Tiền lãi	Tổng	Nhận định
Cuối năm 2016	35,400	12,919	48,319	Thời điểm chốt để xác định tổng tài sản tồn đọng cần xử lý trong kế hoạch tổng thể
Lãi dự thu trong giai đoạn 2017-24		44,686		Nghĩa vụ bổ sung nếu giá trị tài sản thế chấp tăng nhằm bù đắp số nợ gốc theo kế hoạch tổng thể
Cuối năm 2024	35,400	57,605	93,005	
Bao gồm:				
Các khoản vay được bảo đảm bằng 32,5% cổ phần STB	6,611	13,450	20,061	Giá trị tiềm năng STB có thể thu hồi sau khi đầu giá 32,5% cổ phần
Các khoản vay được bảo đảm bằng KCN Phong Phú	5,134	11,062	16,196	Đã bán (qua đầu giá công khai) với giá 7,9 nghìn tỷ đồng, đã thu 1,6 nghìn tỷ đồng, 6,3 nghìn tỷ đồng còn lại dự kiến thu hồi trong năm 2025-2026
Các khoản vay khác	23,655	33,093	56,748	Số nợ gốc chủ yếu đã được thu hồi trong giai đoạn 2017-2024 thông qua xử lý tài sản đảm bảo, trong khi phần lãi được ghi nhận ngoài bảng cân đối kế toán

Nguồn: STB, HSC

Các cập nhật khác

Thay đổi lãnh đạo: Ngày 22/5, HĐQT đã chấp thuận miễn chức vụ Tổng giám đốc đối với bà Nguyễn Đức Thạch Diễm, có hiệu lực từ ngày 27/5/2025. Bà Diễm sẽ tiếp tục giữ chức Phó chủ tịch của Ngân hàng trong giai đoạn 2022-2026. Bà Diễm đã giữ chức Tổng giám đốc của STB trong 8 năm, kể từ khi bắt đầu quá trình tái cấu trúc vào năm 2017.

STB đã bổ nhiệm ông Nguyễn Thanh Nhung làm Quyền Tổng giám đốc của STB, có hiệu lực từ ngày 27/5/2025. Ông Nhung là một chuyên gia ngân hàng nhiều kinh nghiệm, trước đây từng giữ chức Tổng giám đốc của Vietbank (VBB, Chưa khuyến nghị) trong giai đoạn 2014-2020 và đảm nhiệm nhiều chức vụ khác nhau tại Eximbank (EIB, Chưa khuyến nghị) trong giai đoạn 1995-2014.

Mở rộng hoạt động kinh doanh: STB lên kế hoạch mua cổ phần chi phối (trên 50%) một CTCK với giá trị đầu tư tối đa 1,5 nghìn tỷ đồng. Thương vụ này không bao gồm công ty con đã thoái vốn trước đó SBS (Chưa khuyến nghị). Động thái này đánh dấu sự chuyển đổi chiến lược của STB từ một NHTM truyền thống sang mô hình ngân hàng đa năng, kết hợp các dịch vụ chứng khoán và ngân hàng đầu tư.

Vốn điều lệ: Tăng vốn điều lệ thông qua phát hành ESOP và cổ phiếu thưởng. Những kế hoạch này cho thấy cách tiếp cận chủ động hơn trong việc sử dụng vốn so với những năm trước khi STB giữ lại toàn bộ lợi nhuận.

STB đã có những bước tiến đáng kể trong năm 2025 - năm chuyển đổi mạnh mẽ nhất kể từ khi bắt đầu tái cấu trúc. Những thay đổi này cho thấy STB đang bước vào giai đoạn cuối cùng của quá trình tái cấu trúc, mở đường cho một chiến lược tích cực hơn và định hướng tăng trưởng.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 16% giá mục tiêu cho STB lên 50.100đ sau khi chuyển thời điểm định giá và nâng giả định hệ số ROE dài hạn. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần - cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng phục hồi của STB bất chấp những thách thức về thuế quan. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng cổ phiếu STB sẽ tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng mới trong năm 2025 sau thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,44 lần - cao hơn so với bình quân ngành và thấp hơn 9% so với ACB (1,56 lần).

Phương pháp định giá

HSC tăng 16% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 50.100đ (tiềm năng tăng giá 20%), những điều chỉnh chính như sau:

- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025), và
- Nâng giả định hệ số ROE dài hạn lên 17% (từ 16%) nhờ triển vọng mạnh mẽ hơn sau khi tái cấu trúc. Sau khi hoàn tất tái cấu trúc, STB được kỳ vọng sẽ theo đuổi chiến lược tăng trưởng mạnh mẽ hơn, tận dụng các lợi thế cốt lõi như cơ sở khách hàng cá nhân & DNNVV chất lượng và nhượng quyền tiền gửi mạnh mẽ - các động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong dài hạn.
- Trong mô hình dự báo trước đó, chúng tôi đã nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 9,5% (từ 9%) để phản ánh tình hình bất ổn kinh tế vĩ mô gia tăng do chính sách thuế quan của ông Trump.

Bảng 8: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, STB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	11,657	14,517	17,598	21,302	23,925	26,963	30,517	34,312	35,342
- Chi phí vốn CSH	8,466	10,125	15,719	18,430	21,054	24,001	27,323	31,083	32,015
Lợi nhuận thặng dư	3,192	4,392	1,879	2,872	2,871	2,961	3,194	3,229	3,326
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									12,902
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.34	1.54	1.78	2.06	2.37	2.74	3.16	3.16
Giá trị hiện tại	2,754	3,285	1,218	1,613	1,397	1,249	1,167	1,023	8,493
Giá trị mỗi cổ phiếu	46,648	53,552							
Giá mục tiêu	50,100								

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	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		7.5%	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%
	3.0%	81,185	67,717	57,216	48,821	41,971
	3.5%	75,140	63,040	53,500	45,804	39,478
	4.0%	69,727	58,802	50,100	43,023	37,165
	4.5%	64,854	54,946	46,981	40,452	35,013
	5.0%	60,448	51,425	44,109	38,070	33,008

Nguồn: STB; HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, vượt trội so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (tăng bình quân 4%), STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần - cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần và tương đương với ngân hàng tương đồng nhất ACB (1,09 lần).

Bất chấp những rủi ro về thuế quan, chúng tôi vẫn lạc quan đối với triển vọng của STB nhờ HĐKD ngân hàng cốt lõi vững chắc và tài sản tồn đọng giảm.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 20% và P/B dự phóng mục tiêu năm 2025 là 1,44 lần - cao hơn so với bình quân ngành ở mức 1,23 lần nhưng vẫn thấp hơn 9% so với ACB (1,56 lần).

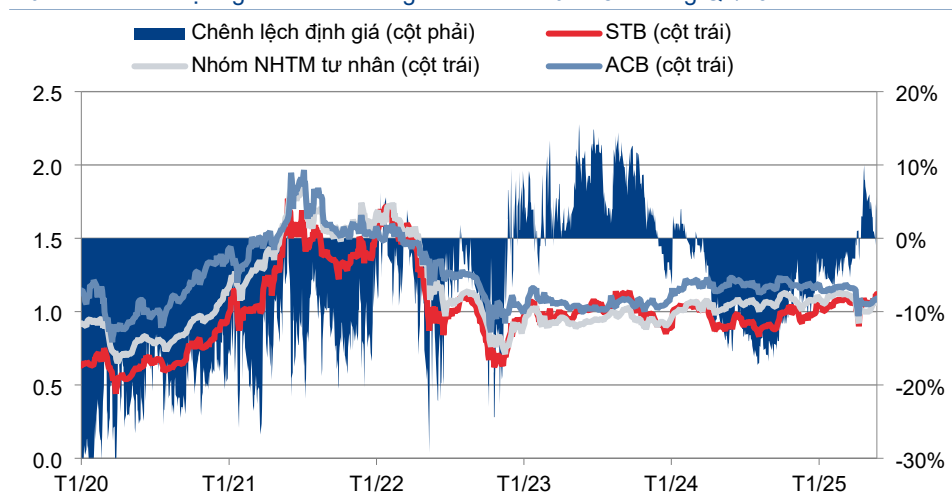
Tiềm năng tăng đối với dự báo và định giá của chúng tôi

Giá trị tiềm năng mà STB có thể thu hồi sau phiên đấu giá cổ phần 32,5% ước tính khoảng 15 nghìn tỷ đồng (sau thuế), tương đương tiềm năng tăng trưởng 128% cho lợi nhuận thuần năm 2025 hay tương đương 23% BVPS năm 2025 của Ngân hàng.

P/B dự phóng năm 2025 hiện tại của STB là 1,11 lần (không bao gồm thu nhập từ thu hồi nợ xấu ước tính 15 nghìn tỷ đồng), tương đương với các công ty cùng ngành, nhưng sẽ giảm xuống 0,97 lần nếu bao gồm khoản thu nhập không thường xuyên này.

Biểu đồ 10: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

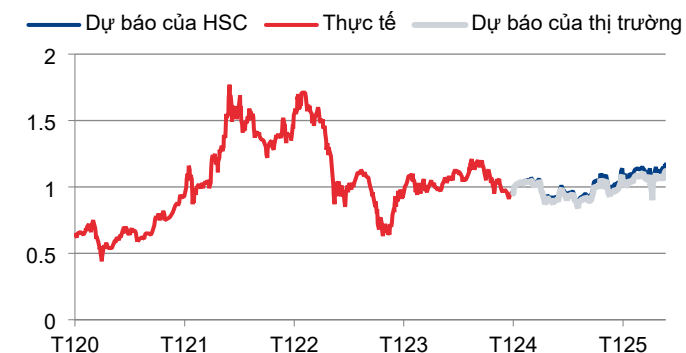
Mức chiết khấu định giá của STB đã giảm so với mức 18% trong Q2/2024



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 11: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB

STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,11 lần...



Nguồn: STB; HSC dự báo

Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn với giá trị bình quân, STB

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,03 lần



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	72.1	83.0
Chi phí lãi	(33.9)	(25.5)	(32.5)	(38.9)	(44.5)
Thu nhập lãi thuần	22.1	24.5	28.8	33.2	38.5
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	0.50	0.98	1.18
Tổng thu nhập HĐ	26.2	28.7	34.3	40.3	47.1
Chi phí HĐ	(12.9)	(14.0)	(15.6)	(17.1)	(18.8)
LN trước dự phòng	13.3	14.7	18.7	23.1	28.3
Chi phí dự phòng	(3.69)	(1.97)	(4.13)	(4.99)	(6.25)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	9.60	12.7	14.6	18.1	22.0
Chi phí thuế TNDN	(1.88)	(2.63)	(2.91)	(3.63)	(4.40)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	7.72	10.1	11.7	14.5	17.6
EPS (đồng)	4,094	5,351	6,184	7,700	9,335
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885
Sig 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	10.0	8.83
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	956	1,087
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	78.5	93.7
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	47.8	60.3
Quỹ & vốn khác của CSH	4.75	5.94	7.96	10.1	12.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	674	748	840	956	1,087
BVPS (đồng)	24,259	29,160	34,873	41,650	49,678

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	13.9	13.7
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	19.4	19.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.7	11.1	17.3	15.5	15.9
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	27.2	23.7	22.1
Tăng trưởng LNTT (%)	51.4	32.6	14.6	24.5	21.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	53.1	30.7	15.6	24.5	21.2
Chỉ số hiệu quả					
TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.13	4.03	4.32	4.48	4.61
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	98.8
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.35	1.41	1.61	1.80	2.00
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	14.0	18.2	21.1	26.3	31.8
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	10.1	7.77	6.72	5.40	4.45
P/B (lần)	1.71	1.42	1.19	1.00	0.84
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	29.5	35.2	34.0	36.0	37.4
ROAA (%)	1.22	1.42	1.47	1.62	1.72
ROAE (%)	18.3	20.0	19.3	20.1	20.4
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	8.16	8.22
Lợi suất thuần (%)	3.39	3.38	3.39	3.36	3.39
Tỷ lệ NIM (%)	3.77	3.65	3.73	3.76	3.82
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.0	10.4	10.7	11.2	11.9
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.3	85.5	83.9	82.5	81.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	5.67	4.07	5.41	6.29	6.27
Tỷ lệ CIR (%)	49.2	48.8	45.5	42.6	40.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.11	10.1	10.3	10.6	11.0
VCSH/Tổng TS (%)	6.78	7.35	7.83	8.21	8.62
Đòn bẩy vốn (lần)	14.7	13.6	12.8	12.2	11.6
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	74.6	75.5
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