

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ58,200 (từ VNĐ50,100)

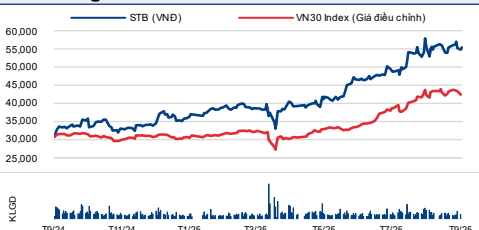
Tiềm năng tăng/giảm: 5.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/9/2025) 55,400

Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,850-57,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	55,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	104,441
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,954
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	(0.18)	19.3	79.9
So với chỉ số	(0.59)	(5.16)	30.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,147	6,324	(2.8)
2026F	7,937	8,716	(8.9)
2027F	9,998	11,246	(11.1)

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

Nâng dự báo LNTT và giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 16% giá mục tiêu lên 58.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định phân bổ rủi ro vốn CSH điều chỉnh, nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.
- Chúng tôi tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi hạ giả định chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 20%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 3 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 5% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,64 lần, nhưng thương vụ đầu giá 32% cổ phần có thể thúc đẩy định giá vượt giá mục tiêu của chúng tôi.

Sự kiện: Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

STB đã công bố LNTT 6 tháng đầu năm 2025 đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (tăng 37% so với cùng kỳ), đạt 50% dự báo LNTT cả năm 2025 và sát với dự báo 6 tháng của chúng tôi. Thời gian tới, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ khoản hoàn nhập từ dự án KCN Phong Phú và thương vụ đầu giá 32% cổ phần đã được lên kế hoạch từ lâu, dựa trên thông báo của BLĐ trong cuộc họp cập nhật KQKD gần đây.

Tác động: Tăng bình quân 13% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 13% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi hạ giả định chi phí dự phòng cùng khoản hoàn nhập dự phòng từ các tài sản tồn đọng. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm (từ 20% trước đó) với hệ số ROE bình quân đạt 20% (từ 18,5% trước đó).

Dự báo của chúng tôi vẫn thấp hơn một chút so với thị trường do chúng tôi bao gồm tác động của quỹ "khen thưởng & phúc lợi" vào tính toán EPS. Nếu loại bỏ yếu tố này, EPS dự phóng của chúng tôi nhìn chung sát với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 3 tháng qua, kém tích cực hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (tăng bình quân 33%) và chỉ số VNIndex, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần – tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần và cao hơn một chút so với ACB (1,21 lần).

HSC tăng 16% giá mục tiêu cho STB lên 58.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định phân bổ rủi ro vốn CSH. Tại giá mục tiêu mới, bao gồm thu nhập từ thu hồi nợ xấu từ các tài sản tồn đọng lớn, tiềm năng tăng giá chỉ còn 5% và P/B dự phóng năm 2025 & 2026 lần lượt ở mức 1,64 lần & 1,36 lần, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân lần lượt ở mức 1,42 lần & 1,23 lần, và nhìn chung sát với ngân hàng tương đồng nhất ACB (Mua vào, giá mục tiêu 31.500đ) lần lượt ở mức 1,68 lần & 1,44 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/9.

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	28.0	32.4	37.9
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	26.2	28.7	33.2	38.9	45.8
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	7.72	10.1	12.9 ▲	16.3 ▲	20.3 ▲
EPS (đồng)	4,094	5,351	6,830 ▲	8,627 ▲	10,751 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	24,259	29,160	35,394	42,640	51,779
P/E (lần)	13.5	10.4	8.11	6.42	5.15
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	2.28	1.90	1.57	1.30	1.07
Tăng trưởng EPS (%)	53.1	30.7	27.7	26.3	24.6
ROAE (%)	18.3	20.0	21.2	22.1	22.8

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

Triển vọng cải thiện đã phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

KQKD 6 tháng đầu năm 2025 của STB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi nhưng triển vọng thời gian tới có vẻ khả quan hơn nhờ khoản thu nhập tiềm năng từ dự án KCN Phong Phú và thương vụ đầu giá 32% cổ phần. HSC tăng bình quân 13% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi hạ giả định chi phí dự phòng, bao gồm thu nhập hoàn nhập từ các tài sản tồn đọng. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 20%. Ngoài ra, tâm lý thị trường sẽ được nâng cao nhờ thương vụ đầu giá 32% cổ phần của ông Trầm Bê, dự kiến diễn ra vào Q4/2025 theo kịch bản cơ sở của chúng tôi.

HĐKD cốt lõi 6 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo

LNTT Q2/2025 của STB đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 36% so với cùng kỳ, đi ngang so với quý trước), sát với dự báo của chúng tôi, nhờ doanh thu vững chắc (tăng 8% so với cùng kỳ) và chi phí hoạt động giảm 20% so với cùng kỳ, nhưng bị bù trừ một phần do chi phí dự phòng tăng 96% so với cùng kỳ.

LNTT 6 tháng đầu năm 2025 đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (tăng 37% so với cùng kỳ), đạt 50% dự báo cả năm 2025 trước đó và nhìn chung sát với dự báo 6 tháng của chúng tôi.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q2/2025, STB

LNTT của STB đạt 50% dự báo cả năm 2025 và sát với dự báo 6 tháng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ	% 2025F của HSC
Thu nhập lãi thuần	6,117	6,585	8%	12,067	13,448	11%	47%
Thu nhập ngoài lãi	1,038	1,184	14%	1,962	2,118	8%	38%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	681	919	35%	1,259	1,647	31%	45%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	306	227	-26%	613	534	-13%	42%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	17	2	-90%	39	3	-92%	5%
Thu nhập khác	34	27	-21%	51	(76)	-251%	-15%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	-	9	-	-	9	-	47%
Tổng thu nhập HĐ	7,154	7,769	9%	14,029	15,566	11%	45%
Chi phí hoạt động	(4,001)	(3,200)	-20%	(7,544)	(7,127)	-6%	46%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,153	4,570	45%	6,485	8,439	30%	45%
Chi phí dự phòng	(465)	(912)	96%	(1,143)	(1,108)	-3%	27%
LNTT	2,688	3,657	36%	5,342	7,331	37%	50%
Lợi nhuận thuần	2,177	2,894	33%	4,288	5,790	35%	50%

Nguồn: STB, HSC

Những số liệu tài chính quan trọng bao gồm:

- Dư nợ cho vay tăng 9% so với cùng kỳ (tăng 4,4% so với quý trước) đạt 588 nghìn tỷ đồng nhờ tất cả các phân khúc bán lẻ, DNNVV và doanh nghiệp lớn. Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm có thể đảm bảo hạn mức tăng trưởng tín dụng cả năm của STB (16%). Về mặt huy động, tiền gửi cũng tăng mạnh 10,1% so với cùng kỳ (tăng 6,8% so với quý trước) đạt 624 nghìn tỷ đồng.
- Tỷ lệ NIM giảm 18 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 7 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 3,63% trong Q2/2025, chủ yếu do lãi suất cho vay giảm 16 điểm cơ bản (xuống 7,42%) và chi phí huy động tăng 4 điểm cơ bản (lên 4,05%).

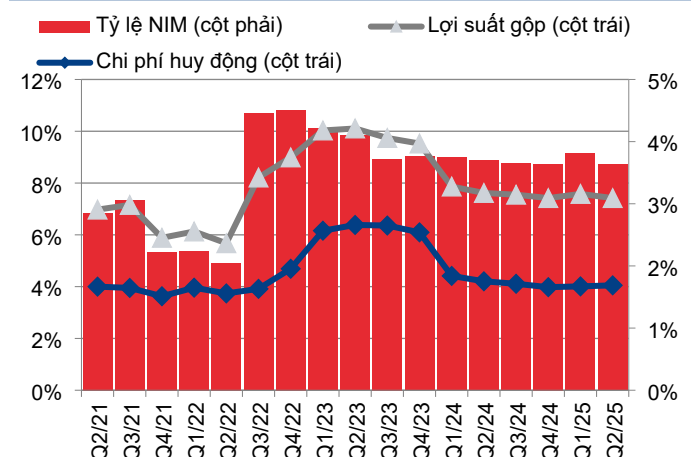
Tỷ suất lợi nhuận sụt giảm chủ yếu do áp lực cạnh tranh và động thái đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm 2025 của STB. Tỷ lệ NIM của Ngân hàng, cùng với toàn ngành, được kỳ vọng sẽ đi ngang, từ đó hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế.

- Tổng chi phí hoạt động giảm 20% so với cùng kỳ (giảm 19% so với quý trước) xuống 3.200 tỷ đồng trong Q2/2025. Nhờ đó, hệ số CIR Q2 đã cải thiện lên 41,1% từ 50,4% trong Q1/2025.

- Tỷ lệ nợ xấu của STB giảm nhẹ xuống 2,46% trong Q2/2025 (từ 2,51% trong Q1/2025), vẫn ở mức cao, trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm từ 0,79% xuống 0,73%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR đi ngang ở mức 75% vào cuối Q2/2025. Nợ xấu giảm nhẹ có thể nhờ nợ xấu mới hình thành thấp trong Q2/2025 (250 tỷ đồng, so với 1.193 tỷ đồng trong Q1/2025) trong khi STB đã xử lý 583 tỷ đồng nợ xấu trong Q2/2025.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM hàng quý, STB

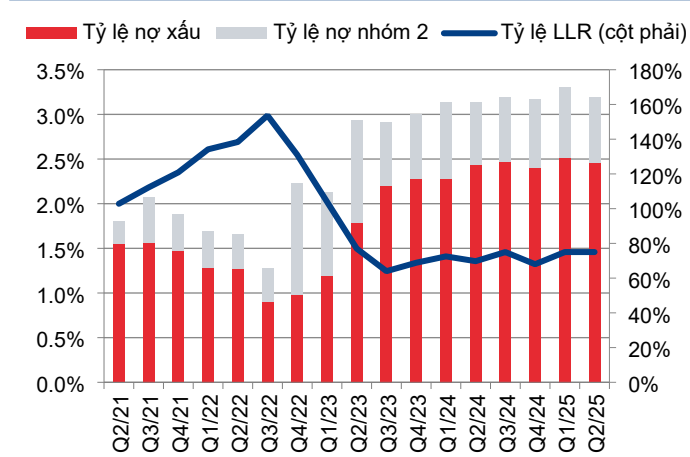
Trong Q2/2025, tỷ lệ NIM giảm nhẹ 18 điểm cơ bản so với quý trước xuống còn 3,63%...



Nguồn: STB, HSC

Biểu đồ 3: Các chỉ số chất lượng tài sản, STB

... trong khi tỷ lệ nợ xấu ổn định quanh mức 2,5%



Nguồn: STB, HSC

Đáng chú ý, chi phí dự phòng đã tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ lên 912 tỷ đồng, từ mức rất thấp trong Q2/2024. Chi phí dự phòng 6 tháng đầu năm 2025 chỉ bằng 27% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi. Ngoài ra, chi phí dự phòng có thể giảm xuống nếu Ngân hàng ghi nhận hoàn nhập không thường xuyên cho dự án KCN Phong Phú và thương vụ đấu giá 32% cổ phần (Mời xem phân tích ở bên dưới).

Tài sản tồn đọng: Đánh giá về số tiền thu được từ KCN Phong Phú và thương vụ đấu giá cổ phần

Dư nợ VAMC thuần của STB ở mức 1.618 tỷ đồng tính đến Q2/2025, tương đương 0,21% tổng tài sản. Động lực chính để xử lý khoản nợ VAMC vẫn là thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần của ông Trần Bê, dự kiến diễn ra vào cuối năm 2025.

Trong cuộc họp cập nhật KQKD vào ngày 1/8/2025 (được HSC tổ chức), BLĐ đã cập nhật nhiều thông tin quan trọng về số tiền thu được từ KCN Phong Phú và thương vụ đấu giá 32% cổ phần:

- KCN Phong Phú:** Số tiền thu được còn lại khoảng 6,3 nghìn tỷ đồng sẽ được thu hồi toàn bộ trong tháng 7-8/2025, sớm hơn so với kế hoạch trước đó là trong năm 2025-2026. BLĐ cho biết điều này là nhờ các nhà thầu khẩn trương đẩy nhanh tiến độ thanh toán để sớm đưa dự án vào hoạt động. Dư nợ liên quan bao gồm 5.134 tỷ đồng nợ gốc và 11.062 tỷ đồng lãi dự thu.
- Thương vụ đấu giá 32% cổ phần:** BLĐ đã xác nhận việc nộp đề xuất đấu giá lên NHNN và dự kiến sẽ được phê duyệt theo quy định trong tháng 8/2025, điều này giúp lịch trình trở nên rõ ràng hơn so với các cuộc họp trước đó. Chúng tôi giữ nguyên giả định cơ sở thương vụ đấu giá sẽ diễn ra trong Q4/2025. Khoản nợ liên quan bao gồm 6.611 tỷ đồng nợ gốc và 13.450 tỷ đồng lãi dự thu, tương đương khoảng 33.200đ/cp để thu hồi hoàn toàn.

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 gần đây, chỉ chiếm 0,21% tổng tài sản

Giá đầu giá (đồng/cổ phiếu)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Q2/25
Trái phiếu VAMC ròng	41,317	37,663	29,710	23,073	17,784	6,875	1,830	1,690	1,618
+ Tổng giá trị trái phiếu VAMC	43,266	40,233	33,647	27,322	23,727	21,514	16,432	14,948	13,320
+ Dự phòng	(1,949)	(2,569)	(3,936)	(4,369)	(5,943)	(14,595)	(14,603)	(13,257)	(11,702)
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	1,618
% tổng tài sản	22.67%	18.57%	13.32%	9.46%	6.89%	2.05%	0.55%	0.23%	0.21%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 5: Dư 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	Lãi vay	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, dự kiến thực hiện trong Q4/2025
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 trong năm 2024; 6,3 nghìn tỷ đồng còn lại dự kiến đã thu hồi trong tháng 8/2025
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
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong kịch bản cơ sở	11,745			Chúng tôi đưa phần lợi nhuận này vào mô hình dự báo mới
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong kịch bản tích cực			36,257	

Nguồn: STB, HSC

BLĐ lạc quan về khoản lãi không thường xuyên từ những thương vụ này, mặc dù chưa công bố cụ thể về thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Do đó, chúng tôi đã phản ánh những thông tích cực này vào mô hình dự báo theo 2 kịch bản như sau:

- **Kịch bản cơ sở (dự báo điều chỉnh):** Chúng tôi giả định dự phòng sẽ được hoàn nhập vào dư nợ VAMC (11,7 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q2/2025), bao gồm các khoản nợ gốc liên quan đến KCN Phong Phú và 32% nợ liên quan đến cổ phần (Biểu đồ 4-5).
- **Kịch bản tích cực:** Ghi nhận đầy đủ cả nợ gốc và lãi của các khoản vay này, tổng cộng khoảng 36 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, do hạn chế về thông tin, chúng tôi cho rằng kịch bản này là quá lạc quan và chưa đưa vào mô hình dự báo cơ sở.

Tăng bình quân 13% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

KQKD Q2/2025 của STB nhìn chung sát với dự báo nhưng chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng từ khoản lãi tiềm năng liên quan đến những tài sản tồn đọng cuối cùng của Ngân hàng. Theo đó, chúng tôi tăng bình quân 13% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027. Những giả định chính bao gồm:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Dự báo đạt lần lượt 16%, 16% và 15% cho giai đoạn 2025-2027 (so với 15% trước đó), phản ánh quan điểm STB sẽ đẩy mạnh cho vay để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- **Tỷ lệ NIM:** Hạ dự báo xuống lần lượt 3,61%, 3,63% và 3,71% trong giai đoạn 2025-2027 từ lần lượt 3,73%, 3,76% và 3,82% trước đó. Tốc độ phục hồi bị hạn chế do các chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất trên toàn ngành và tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt, khiến mục tiêu tỷ lệ NIM dài hạn đạt 4-4,2% của STB trở nên

khó khăn hơn trong 1-2 năm tới. Tuy nhiên, tác động lên thu nhập lãi thuần là không lớn và được bù đắp một phần nhờ tăng trưởng tín dụng tăng tốc.

- **Chi phí tín dụng:** Hạ dự báo xuống 0,3%/năm cho giai đoạn 2025-2027 (từ 0,7-0,8% trước đó). Những điều chỉnh cụ thể như sau:
 - Hoàn nhập dự phòng dự báo lần lượt ở mức 2,8 nghìn tỷ đồng, 3,8 nghìn tỷ đồng và 5 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027, từ khoản thu hồi nợ VAMC liên quan đến KCN Phong Phú và thương vụ đấu giá 32% cổ phần.
 - Tỷ lệ nợ được xử lý được điều chỉnh tăng lên lần lượt 0,7%, 0,68% và 0,78% (từ lần lượt 0,55%, 0,57% và 0,65% trước đó), giúp STB củng cố đệm dự phòng.
- **Tỷ lệ nợ xấu** được điều chỉnh giảm xuống lần lượt 1,9%, 1,7% và 1,5% trong giai đoạn 2025-2027 từ lần lượt 2,1%, 1,9% và 1,7% trước đó.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong giai đoạn 2024-2027 (từ 20% trước đó) với hệ số ROE bình quân 3 năm đạt 20,2% (từ 18,5% trước đó), cả hai đều cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân lần lượt ở mức 18,1% và 18,2%.

HSC dự báo LNTT trong 6 tháng cuối năm 2025 đạt 8.800 tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ), trong đó LNTT Q3 và Q4 đạt lần lượt 4.200 tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước) và 4.600 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ và tăng 9% so với quý trước) nhờ mảng ngân hàng cốt lõi tăng trưởng mạnh mẽ cùng tiềm năng lợi nhuận không thường xuyên từ thương vụ đấu giá KCN Phong Phú mà chúng tôi giả định sẽ được phân bổ trong cả hai quý.

Bảng 6: Các giả định chính, STB

Chúng tôi nâng giả định tăng trưởng tín dụng nhưng giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM, đồng thời giảm mạnh giả định chi phí tín dụng

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%	16.0%	16.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	11.0%	13.0%	14.5%	15.0%	14.5%	15.0%	15.0%
Tỷ lệ NIM	3.65%	3.73%	3.76%	3.82%	3.61%	3.63%	3.71%
Tỷ lệ nợ xấu	2.40%	2.10%	1.90%	1.70%	1.90%	1.70%	1.50%
Chi phí tín dụng	0.39%	0.71%	0.75%	0.82%	0.32%	0.27%	0.27%
Nợ xấu mới hình thành	0.51%	0.56%	0.65%	0.70%	0.53%	0.74%	0.80%
Tài sản tồn đọng	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, STB

Chúng tôi tăng 13% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho giai đoạn 2025-2027, chủ yếu nhờ điều chỉnh giảm giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	24,532	28,788	33,247	38,541	27,985	32,377	37,913
Tăng trưởng	11.1%	17.3%	15.5%	15.9%	14.1%	15.7%	17.1%
Điều chỉnh					-2.8%	-2.6%	-1.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,978	3,663	4,498	5,585	3,516	4,255	5,284
Tăng trưởng	13.8%	23.0%	22.8%	24.2%	18.0%	21.0%	24.2%
Điều chỉnh					-4.0%	-5.4%	-5.4%
Thu nhập ngoài lãi	4,145	5,518	7,029	8,539	5,204	6,540	7,894
Tăng trưởng	1.1%	33.1%	27.4%	21.5%	25.5%	25.7%	20.7%
Điều chỉnh					-5.7%	-7.0%	-7.5%
Tổng thu nhập hoạt động	28,677	34,306	40,277	47,080	33,190	38,917	45,807
Tăng trưởng	9.6%	19.6%	17.4%	16.9%	15.7%	17.3%	17.7%
Điều chỉnh					-3.3%	-3.4%	-2.7%
Chi phí hoạt động	(13,982)	(15,608)	(17,143)	(18,830)	(15,237)	(16,735)	(18,381)
Tăng trưởng	8.5%	11.6%	9.8%	9.8%	9.0%	9.8%	9.8%
Điều chỉnh					-2.4%	-2.4%	-2.4%
Chi phí dự phòng	(1,974)	(4,126)	(4,987)	(6,252)	(1,856)	(1,852)	(2,091)
Tăng trưởng	-46.5%	109.0%	20.9%	25.4%	-6.0%	-0.2%	12.9%
Điều chỉnh					-55.0%	-62.9%	-66.5%
LNTT	12,720	14,572	18,146	21,998	16,096	20,330	25,335
Tăng trưởng	32.6%	14.6%	24.5%	21.2%	26.5%	26.3%	24.6%
Điều chỉnh					10.5%	12.0%	15.2%
Lợi nhuận thuần	10,087	11,657	14,517	17,598	12,877	16,264	20,268
Tăng trưởng	30.7%	15.6%	24.5%	21.2%	27.7%	26.3%	24.6%
Điều chỉnh					10.5%	12.0%	15.2%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 16% giá mục tiêu cho STB lên 58.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định phần bù rủi ro vốn CSH và beta, nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây. STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 5% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,64 lần – cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần, tương đương với ngân hàng tương đồng nhất ACB (1,68 lần). Tuy nhiên, lưu ý rằng tiềm năng tăng vẫn lớn với khả năng hoàn tất thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần có thể nâng cao tâm lý NĐT và nâng định giá sát hơn đến mức đỉnh năm 2021 với P/B khoảng 1,6 lần.

Tăng 16% giá mục tiêu

HSC tăng 16% giá mục tiêu lên 58.200đ nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 5% sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.

Những điều chỉnh chính bao gồm:

- Chúng tôi tăng bình quân 13% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027.
- Chúng tôi hạ giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh xuống 9,25% (từ 9,5%) do rủi ro thuế quan và triển vọng vĩ mô trở nên rõ ràng hơn. Hoạt động tái cấu trúc sắp hoàn tất và thương vụ đầu giá cổ phần sắp tới tiếp tục làm giảm rủi ro liên quan đến hoạt động tái cấu trúc của STB.
- Chúng tôi hạ giả định beta ngắn hạn xuống 1,05 (từ 1,2 trước đó) theo số liệu mới từ Bloomberg. Ngoài ra, chúng tôi giữ nguyên giả định beta dài hạn ở mức 1,2, tương đương các NHTM tư nhân khác.

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	12,877	16,264	20,268	22,209	24,944	28,111	31,817	35,774	36,847
- Chi phí vốn CSH	7,538	9,150	14,330	17,109	20,040	23,409	27,291	31,776	32,729
Lợi nhuận thặng dư	5,339	7,114	5,938	5,100	4,904	4,702	4,526	3,998	4,118
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									36,546
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.33	1.53	1.75	2.01	2.31	2.66	3.06	3.06
Giá trị hiện tại	4,607	5,399	3,963	2,993	2,524	2,115	1,774	1,390	12,952
Giá trị của cổ phiếu	54,663	61,773							
Giá mục tiêu	58,218								

Nguồn: STB, HSC dự báo

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

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
Lãi suất phi rủi ro		8.25%	8.75%	9.25%	9.75%	10.25%
	3.0%	78,207	71,974	66,445	61,510	57,081
	3.5%	72,784	67,159	62,143	57,645	53,590
	4.0%	67,886	62,787	58,218	54,104	50,380
	4.5%	63,442	58,802	54,625	50,849	47,419
	5.0%	59,395	55,155	51,325	47,849	44,681

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 3 tháng qua, thấp hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân (tăng bình quân 33%), STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần – sát bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần và cao hơn một chút so với ACB (1,21 lần).

Nhìn lại năm 2021, P/B trượt dự phóng 1 năm của STB đạt mức cao kỷ lục 1,6 lần, chủ yếu nhờ thanh khoản dồi dào sau đại dịch. Tuy nhiên, nền tảng cơ bản lại khá

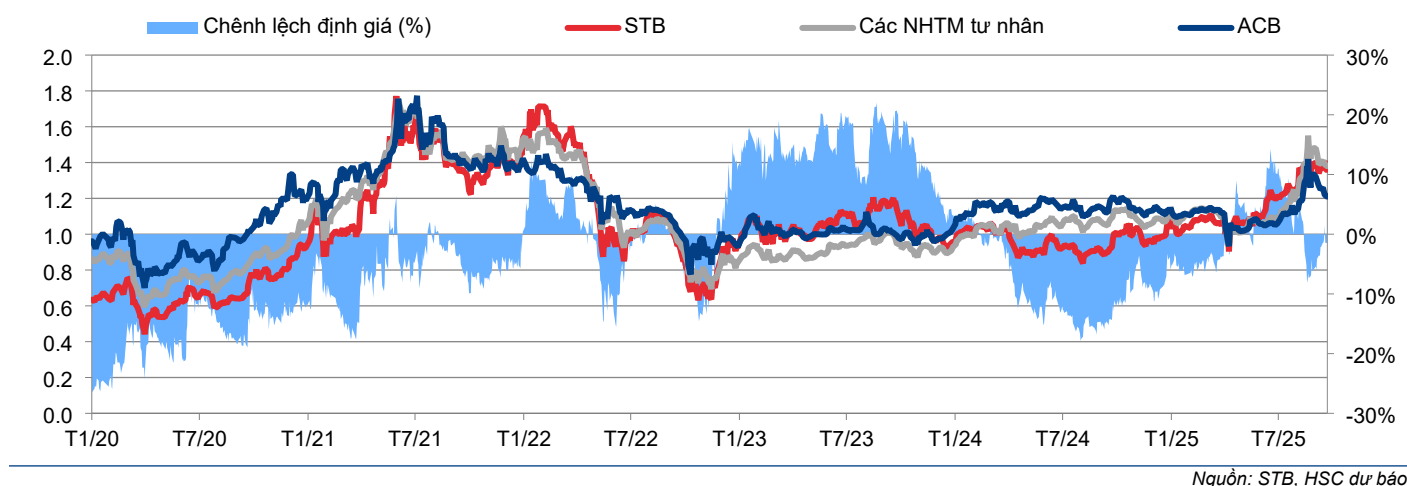
khiêm tốn so với tâm lý thị trường với hệ số ROE chỉ ở mức 11% (so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 21%) và tài sản tồn đọng vẫn chiếm gần 7% tổng tài sản.

Ngược lại, năm 2025 sẽ đánh dấu một năm khởi sắc về nền tảng cơ bản với hệ số ROE dự báo đạt 19% và tài sản tồn đọng gần như đã được xử lý hoàn toàn. Tâm lý thị trường cũng có thể được cải thiện nhờ thương vụ đầu giá 32% cổ phần; Nếu hoàn tất, chúng tôi tin rằng cổ phiếu sẽ được định giá lại sát mức đỉnh năm 2021.

Dựa trên nền tảng cơ bản, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu - bao gồm thu nhập từ thu hồi từ tài sản tồn đọng – tương đương tiềm năng tăng giá chỉ còn 5% và P/B dự phóng mục tiêu năm 2025 & 2026 lần lượt ở mức 1,64 lần & 1,36 lần, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân lần lượt ở mức 1,42 & 1,23 và thấp hơn một chút so với ACB (lần lượt ở mức 1,68 lần & 1,44 lần).

Biểu đồ 10: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB và các NHTM khác

Chiết khấu định giá của STB so với nhóm NHTM tư nhân đã thu hẹp từ mức 6-7% hồi tháng 7/2025



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	59.1	70.3	82.0
Chi phí lãi	(33.9)	(25.5)	(31.1)	(37.9)	(44.1)
Thu nhập lãi thuần	22.1	24.5	28.0	32.4	37.9
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.62	2.98	3.52	4.26	5.28
Lãi thuần HĐ KDNH	1.10	1.11	1.11	1.22	1.34
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	33.2	38.9	45.8
Chi phí HĐ	(12.9)	(14.0)	(15.2)	(16.7)	(18.4)
LN trước dự phòng	13.3	14.7	18.0	22.2	27.4
Chi phí dự phòng	(3.69)	(1.97)	(1.86)	(1.85)	(2.09)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	9.60	12.7	16.1	20.3	25.3
Chi phí thuế TNDN	(1.88)	(2.63)	(3.22)	(4.07)	(5.07)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	7.72	10.1	12.9	16.3	20.3
EPS (đồng)	4,094	5,351	6,830	8,627	10,751
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	9.74	9.70	8.58
Tiền gửi tại NHNN	12.8	17.6	15.4	10.9	12.3
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	616	715	824
Tổng dư nợ cho vay	483	539	626	726	835
Dự phòng rủi ro	(7.56)	(8.87)	(9.60)	(10.3)	(10.9)
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	849	971	1,106
Nợ phải trả	629	693	782	891	1,008
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	649	746	858
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	66.7	80.4	97.6
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	38.0	49.2	63.4
Quỹ & vốn khác của CSH	4.75	5.94	8.14	10.6	13.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	674	748	849	971	1,106
BVPS (đồng)	24,259	29,160	35,394	42,640	51,779

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	13.5	14.4	13.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	10.1	11.7	16.0	16.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.3	11.0	14.5	15.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	12.3	11.8	13.9	14.4	14.2
Tăng trưởng VCSH (%)	18.4	20.2	21.4	20.5	21.4
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.7	11.1	14.1	15.7	17.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	17.6	8.48	8.97	9.83	9.83
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(12.5)	10.6	22.2	23.6	23.6
Tăng trưởng LNTT (%)	51.4	32.6	26.5	26.3	24.6
Tăng trưởng LN thuần (%)	53.1	30.7	27.7	26.3	24.6
Chỉ số hiệu quả					
TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.13	4.03	4.16	4.28	4.41
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.04)	(1.97)	(1.91)	(1.84)	(1.77)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	92.4	94.4	97.1	98.1	98.5
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.35	1.41	1.56	1.74	1.95
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	14.0	18.2	23.3	29.4	36.7
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	13.5	10.4	8.11	6.42	5.15
P/B (lần)	2.28	1.90	1.57	1.30	1.07
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	29.5	35.2	38.8	41.8	44.2
ROAA (%)	1.22	1.42	1.61	1.79	1.95
ROAE (%)	18.3	20.0	21.2	22.1	22.8
Chi phí huy động BQ (%)	6.17	4.07	4.32	4.62	4.72
Lợi suất góp BQ (%)	9.56	7.44	7.62	7.87	8.02
Lợi suất thuần (%)	3.39	3.38	3.30	3.25	3.30
Tỷ lệ NIM (%)	3.77	3.65	3.61	3.63	3.71
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.0	10.4	10.6	10.9	11.5
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.3	85.5	84.3	83.2	82.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	5.67	4.07	5.09	5.87	5.70
Tỷ lệ CIR (%)	49.2	48.8	45.9	43.0	40.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.11	10.1	10.3	10.7	11.2
VCSH/Tổng TS (%)	6.78	7.35	7.86	8.28	8.83
Đòn bẩy vốn (lần)	14.7	13.6	12.7	12.1	11.3
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.28	2.40	1.90	1.70	1.50
Hệ số LLR (%)	68.8	68.4	80.7	83.6	87.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	94.5	95.1	96.4	97.2	97.2
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	6.57	10.5	10.2	10.1	9.54
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	71.6	72.1	73.7	74.7	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