

# Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín (STB: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 18/05/2025  
**NGÀNH:** NGÂN HÀNG  
**CVPTCC:** Trương Minh Phương Duy  
**Email:** [duytmp@ssi.com.vn](mailto:duytmp@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-28 3824 2897 ext. 6733

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **47.600 Đồng**  
**Giá CP ngày 16/05/2025:** 39.800 Đồng  
**% Tăng giá:** **+19,6%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 3.009  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 76.728  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 1.885  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 15.392.551  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 40,7/27,2  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 589,6  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 20,7  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

## Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

## Thông tin cơ bản về công ty

Được thành lập vào năm 1991, Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Thương Tín (Sacombank hoặc STB) là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên của Việt Nam. Sacombank niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 7/2006. Tính đến ngày 31/12/2015, tổng tài sản đạt 292.542 tỷ đồng với mạng lưới gồm 563 chi nhánh. Bên cạnh đó, STB cũng có chi nhánh tại Lào và Campuchia, điều này giúp STB trở thành một trong những ngân hàng có mạng lưới rộng nhất trong các ngân hàng tư nhân.

## Tên tuổi cũ, Giá trị mới

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STB, với giá mục tiêu 1 năm là **47.600 đồng/cổ phiếu** (tăng từ mức 41.900 đồng). Chúng tôi đã tính đến khả năng hoàn nhập dự phòng liên quan đến khoản thu hồi nợ tại KCN Phong Phú, cũng như việc bán thành công 32,5% cổ phần đang bị phong tỏa tại VAMC. Điều này sẽ là các yếu tố hỗ trợ chính cho đà tăng giá cổ phiếu trong thời gian tới.
- Hoàn tất tái cơ cấu:** Năm 2025 được kỳ vọng sẽ là cột mốc quan trọng đối với STB khi ngân hàng có thể hoàn tất chương trình tái cấu trúc. Việc xử lý 32,5% cổ phần phong tỏa tại VAMC dự kiến sẽ hoàn tất trong nửa cuối năm 2025, qua đó mở ra dư địa tăng trưởng mới, bao gồm khả năng tiếp cận nhà đầu tư chiến lược và chi trả cổ tức.
- Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận:** LNTT ước đạt 14,6 nghìn tỷ đồng (+15% svck) trong năm 2025 và 17,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (+21,5% svck), tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận có thể sẽ còn cao hơn đến từ quá trình thu hồi các khoản nợ xấu tồn đọng.

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STB, với giá mục tiêu 1 năm là **47.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19,6%. Với việc 2025 là năm cuối cùng trong lộ trình tái cấu trúc, chúng tôi cho rằng quá trình thu hồi nợ xấu sẽ mang lại những bất ngờ tích cực cho lợi nhuận của STB. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ nhận được phê duyệt từ NHNN để xử lý số lượng cổ phần đang bị phong tỏa tại VAMC trong nửa cuối năm 2025. Điều này không chỉ đánh dấu việc chính thức kết thúc quá trình tái cấu trúc mà còn mở ra chu kỳ tăng trưởng mới cho STB.

## Triển vọng lợi nhuận

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo STB sẽ đạt lợi nhuận trước thuế (LNTT) là 14,6 nghìn tỷ đồng (+15% svck), được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng 13,5% và chi phí tín dụng giảm 10 điểm cơ bản xuống còn 0,28%. Ngân hàng đặt mục tiêu đa dạng hóa nguồn vốn huy động, hướng đến tăng trưởng 20% ở nguồn vốn trung dài hạn bằng việc phát hành trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi, đạt 44 nghìn tỷ đồng, trong bối cảnh khách hàng bán lẻ vẫn ưu tiên tiền gửi ngắn hạn do môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi ước tính STB sẽ xử lý 1 nghìn tỷ đồng nợ xấu trong năm 2025 giúp cho tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 2,4%. Tuy nhiên, NIM dự kiến sẽ bị thu hẹp 16 điểm cơ bản xuống còn 3,56% do áp lực cạnh tranh. Mặc dù ngân hàng vẫn đang tiến hành tái cơ cấu bộ máy nhân sự, tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) dự báo vẫn ở mức cao, khoảng 48,5%.

Sang năm 2026, LNTT được kỳ vọng tăng lên 17,8 nghìn tỷ đồng (+21,5% svck), nhờ tăng trưởng tín dụng 14%, chi phí tín dụng tiếp tục cải thiện xuống 0,23%, và NIM phục hồi nhẹ lên 3,6%. Chất lượng tài sản dự báo sẽ được cải thiện rõ rệt, với tỷ lệ nợ xấu giảm còn 2,1% sau quá trình đẩy mạnh xử lý nợ xấu.

**Quan điểm ngắn hạn:** Trong Q2/2025, với khả năng hoàn nhập dự phòng khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng và đà tăng trưởng tín dụng tích cực, LNTT được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh.

**Yếu tố hỗ trợ tăng giá:** (1) STB nhận được phê duyệt từ NHNN về xử lý 32,5% cổ phần đang phong tỏa tại VAMC sớm hơn dự kiến. (2) Tốc độ thu hồi nợ xấu diễn ra nhanh hơn kỳ vọng.

**Rủi ro giảm giá:** Việc NHNN chậm phê duyệt kế hoạch xử lý 32,5% cổ phần đang phong tỏa tại VAMC có thể ảnh hưởng đến tiến độ hoàn tất tái cấu trúc.

**Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính**

| Tỷ đồng                  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng thu nhập hoạt động  | 17.704 | 26.141 | 26.173 | 28.677 | 31.632 | 36.620 |
| LNTT                     | 4.400  | 6.339  | 9.595  | 12.720 | 14.646 | 17.791 |
| Tăng trưởng LNTT (%)     | 31,8%  | 44,1%  | 51,4%  | 32,6%  | 15,1%  | 21,5%  |
| Tăng trưởng tín dụng (%) | 14,0%  | 13,0%  | 10,0%  | 11,7%  | 13,5%  | 14,0%  |
| Tăng trưởng huy động (%) | 2,1%   | 7,2%   | 12,3%  | 11,8%  | 13,1%  | 14,4%  |
| LDR thuần (%)            | 86,5%  | 91,3%  | 89,4%  | 89,3%  | 89,6%  | 89,3%  |
| NIM (%)                  | 2,7%   | 3,4%   | 3,9%   | 3,7%   | 3,6%   | 3,6%   |
| CIR (%)                  | 55,1%  | 41,8%  | 49,2%  | 48,8%  | 48,5%  | 47,3%  |
| NPL (%)                  | 1,5%   | 1,0%   | 2,3%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,1%   |
| LLCR (%)                 | 118,6% | 131,0% | 68,8%  | 68,4%  | 64,4%  | 63,0%  |
| ROE (%)                  | 10,8%  | 13,8%  | 18,3%  | 20,0%  | 19,6%  | 20,3%  |
| ROA (%)                  | 0,7%   | 0,9%   | 1,2%   | 1,4%   | 1,5%   | 1,6%   |
| BVPS (VND)               | 18.174 | 20.489 | 24.259 | 29.160 | 34.205 | 40.245 |
| EPS (VND)                | 1.448  | 2.139  | 3.275  | 4.281  | 4.972  | 6.040  |
| P/E                      | 21,8   | 11     | 9,08   | 8,62   | 8,04   | 6,62   |
| P/B                      | 1,7    | 1,1    | 1,23   | 1,27   | 1,17   | 0,99   |

Nguồn: STB, SSI Research

**Bảng 2: Các chỉ số chính của Bảng cân đối kế toán**

|               | 31/12/2024 | 31/03/2025 | %YTD |
|---------------|------------|------------|------|
| Tổng tín dụng | 539.315    | 564.327    | 4,6% |
| Tổng tiền gửi | 603.635    | 619.601    | 2,6% |
| Tỷ lệ nợ xấu  | 2,40%      | 2,51%      |      |
| LLCR          | 68,4%      | 74,7%      |      |
| LDR (TT 22)   | 80,0%      | 82,1%      |      |
| CAR           | 9,6%       | 9,9%       |      |
| CASA          | 18,3%      | 17,5%      |      |

Nguồn: STB, SSI Research

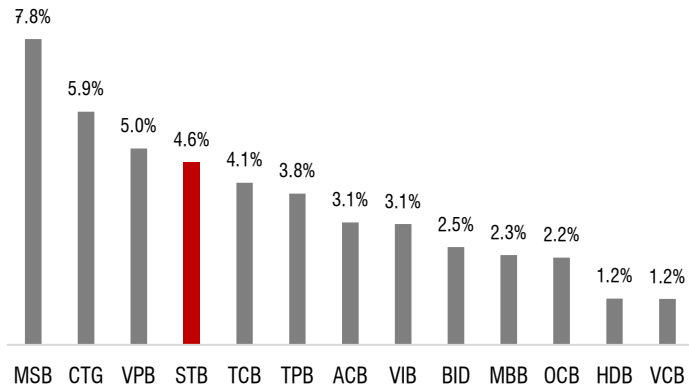
**Bảng 3: Các chỉ số chính của Báo cáo kết quả kinh doanh**

|                          | 1Q24  | 4Q24   | 1Q25  | %YoY  | %QoQ   |
|--------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| Thu nhập lãi thuần       | 5.951 | 6.099  | 6.863 | 15,3% | 12,5%  |
| Thu nhập thuần ngoài lãi | 924   | 1.311  | 933   | 1,0%  | -28,8% |
| Tổng thu nhập hoạt động  | 6.875 | 7.410  | 7.796 | 13,4% | 5,2%   |
| Chi phí hoạt động        | 3.543 | 3.151  | 3.927 | 10,8% | 24,6%  |
| CIR                      | 51,5% | 42,5%  | 50,4% |       |        |
| Chi phí tín dụng         | 0,55% | -0,28% | 0,14% |       |        |
| LNTT                     | 2.654 | 4.626  | 3.674 | 38,4% | -20,6% |
| NIM                      | 3,86% | 3,54%  | 3,83% |       |        |
| ROA                      | 1,2%  | 2,0%   | 1,5%  |       |        |
| ROE                      | 18,0% | 27,1%  | 20,5% |       |        |

Nguồn: STB, SSI Research

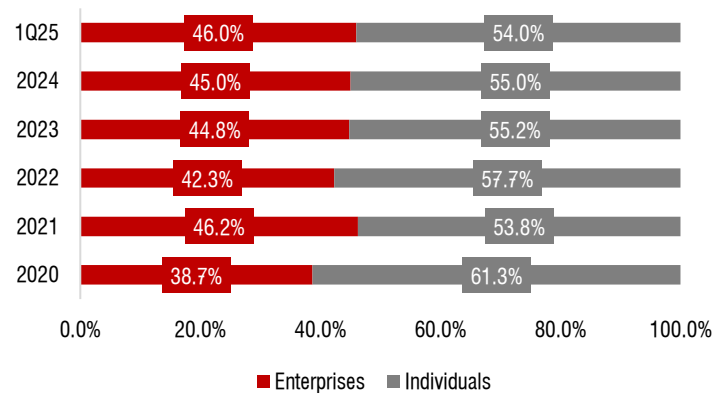
**Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ.** Tính đến Q1/2025, tăng trưởng tín dụng đạt 4,6% so với đầu năm, tương đương 564,3 nghìn tỷ đồng, được dẫn dắt bởi lĩnh vực sản xuất & chế biến chế tạo (+6,2% so với đầu năm, đạt 389,4 nghìn tỷ đồng) và bất động sản (+4,6% so với đầu năm, đạt 112,9 nghìn tỷ đồng). Tuy nhiên, dư nợ cho vay tiêu dùng giảm 4,1% so với đầu năm, xuống còn 62 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2025. STB ước tính dư nợ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ thuê đối ứng của Mỹ chiếm khoảng 3,7% tổng dư nợ khách hàng (tương đương 21 nghìn tỷ đồng) tại thời điểm cuối Q1/2025. Tuy nhiên, ngân hàng cho biết chỉ khoảng 7% doanh thu trong số các doanh nghiệp này đến từ thị trường Mỹ, cho thấy mức độ nhạy cảm về lợi nhuận trong kịch bản xấu là khá hạn chế.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng theo ngành trong Q1/2025



Nguồn: STB, SSI Research

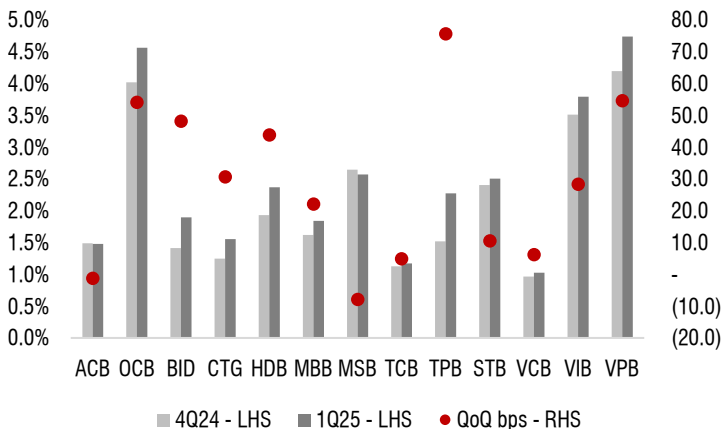
Biểu đồ 2: Cơ cấu dư nợ



**Chất lượng tài sản có sự suy giảm trong Q1/2025.** Nợ xấu và nợ Nhóm 2 lần lượt tăng 9,2% và 7,3% so với đầu năm, lên mức 14,2 nghìn tỷ đồng và 4,4 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu đã tăng lên 2,51% trong Q1/2025 (so với 2,4% vào cuối Q4/2024), với mức tăng đến từ nhiều ngành nghề khác nhau. Trong đó, nợ xấu tập trung chủ yếu ở Nhóm 5, với quy mô khoảng 10 nghìn tỷ đồng, chiếm 1,8% tổng dư nợ. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng có thể tăng cao hơn trong các quý tiếp theo.

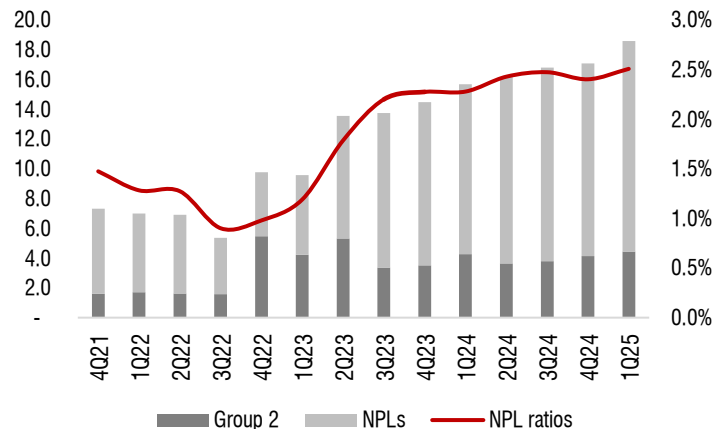
Số dư trái phiếu VAMC đã giảm 1,5 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025, nhờ nỗ lực thu hồi (không liên quan đến KCN Phong Phú), giúp STB hoàn nhập dự phòng tương ứng. Tuy nhiên, dự phòng chung trong Q1/2025 tăng mạnh 1,4 nghìn tỷ đồng, cao hơn nhiều so với ước tính của SSI Research là 180 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi cho rằng sẽ có khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng được hoàn nhập trong Q2/2025.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu trong phạm vi nghiên cứu



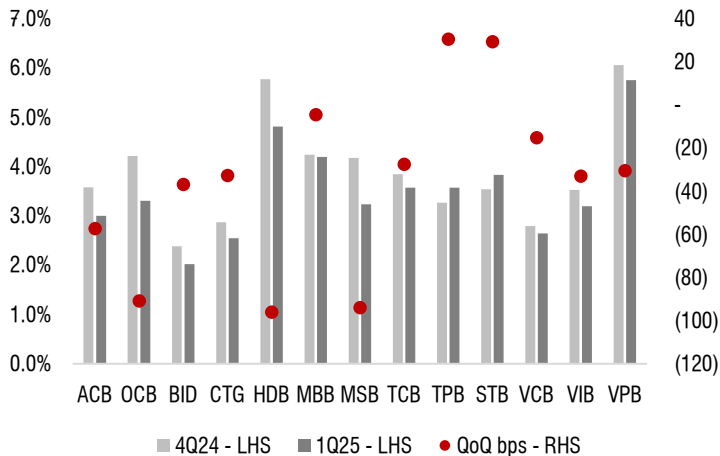
Nguồn: STB, SSI Research

Biểu đồ 4: Cơ cấu nợ quá hạn

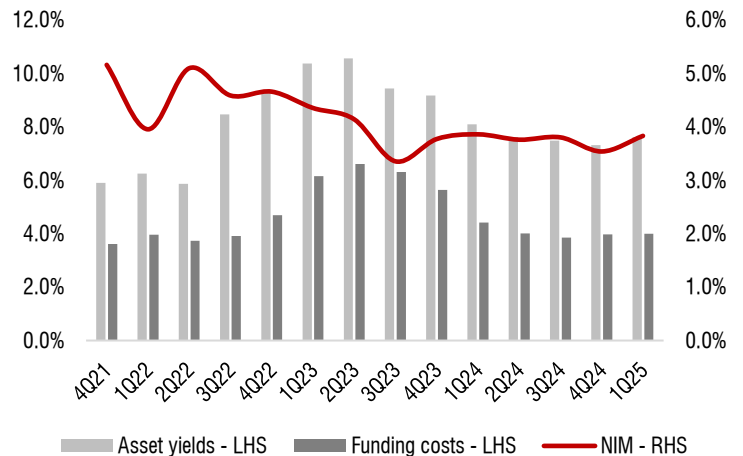


**NIM cải thiện bất chấp cạnh tranh gay gắt diễn ra trong Q1/2025.** Trong số các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu, STB trở thành tâm điểm với NIM cải thiện đáng kể, đạt 3,83% trong Q1/2025 (+29 điểm cơ bản so với quý trước). Nhờ tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) gia tăng và việc lãi suất cho vay mua nhà bắt đầu thả nổi sau thời gian ưu đãi, lợi suất tài sản cải thiện 31 điểm cơ bản so với quý trước trong Q1/2025. Tuy nhiên, do cho vay mua nhà chỉ chiếm khoảng 5%-6% tổng dư nợ khách hàng, chúng tôi cho rằng tác động tích cực từ lãi suất thả nổi này sẽ không kéo dài được lâu. Bên cạnh đó, STB cũng đang phải đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng. Do đó, chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm dần trong các quý tiếp theo.

**Biểu đồ 5: NIM của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu**



**Biểu đồ 6: Lợi suất tài sản và chi phí huy động**

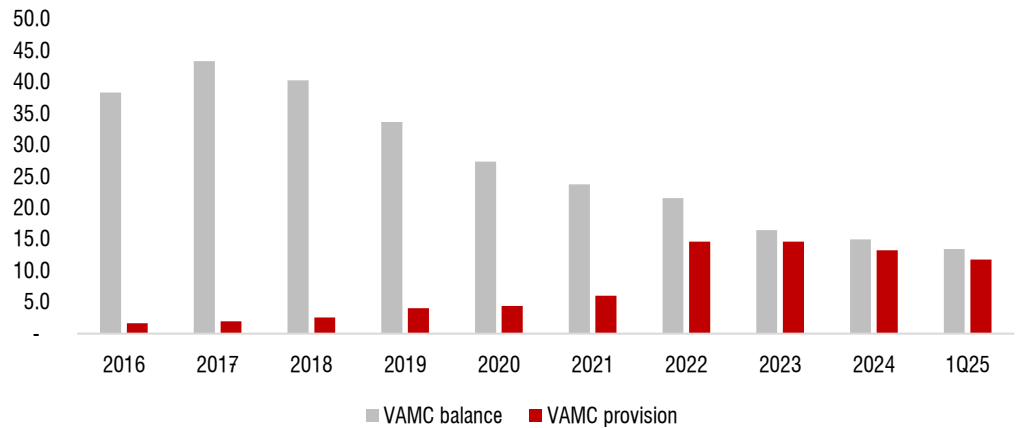


Nguồn: STB, SSI Research

**Tóm tắt về số lượng cổ phần bị phong tỏa tại VAMC.** Theo ban lãnh đạo, hiện có khoảng 604,9 triệu cổ phiếu STB (~32% cổ phần STB) đang được cầm cố cho các khoản vay liên quan đến ông Trầm Bê và các bên có liên quan, bao gồm 6,6 nghìn tỷ đồng gốc vay và 13,500 tỷ đồng lãi vay tính đến năm 2024. Số cổ phần này hiện do Ngân hàng Nhà nước (NHNN) quản lý và bị phong tỏa tại VAMC. STB đã trình phương án xử lý và hiện đang chờ phê duyệt cuối cùng. Phương án xử lý nhiều khả năng sẽ được thực hiện thông qua phương thức đấu giá. Số tiền thu về sẽ được ưu tiên để thanh toán gốc và lãi vay trước khi ghi nhận thu nhập khác (nếu có). *Như vậy, để thu hồi được cả gốc lẫn lãi, giá bán ước tính phải đạt khoảng 33.162 đồng/cổ phiếu.* Tuy nhiên, ban lãnh đạo cũng chia sẻ *tổng lãi phải trả được tính đến năm 2024 là 57,6 nghìn tỷ đồng.* Chúng tôi cho rằng con số này bao gồm cả lãi và phí phạt chậm thanh toán. Do đó, nếu ngân hàng bán cao hơn giá vốn, phần chênh lệch nhiều khả năng sẽ được sử dụng để thanh toán nghĩa vụ lãi vay còn lại.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng việc STB có thể xử lý thành công khoản cổ phần 32,5% này sẽ đánh dấu cột mốc quan trọng cho việc hoàn tất quá trình tái cơ cấu và mở ra một giai đoạn mới cho ngân hàng.

**Biểu đồ 7: Đến năm 2023, STB không còn trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC. Số dư ròng phản ánh khoản thu hồi nhưng chưa được ghi nhận.**



Nguồn: STB, SSI Research

### Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi dự báo LNTT của STB sẽ đạt 14,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (+15% svck), được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng 13,5% so với đầu năm, lên mức 612 nghìn tỷ đồng và chi phí tín dụng giảm nhẹ (-10 điểm cơ bản svck, xuống còn 0,28%), với các giả định chính như sau:

- Trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức thấp, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tập trung huy động vốn trung và dài hạn thông qua phát hành trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi (CDs) trong năm 2025, với mục tiêu tăng trưởng 20%, tương đương 44 nghìn tỷ đồng (~6,5% tổng tiền gửi).
- Với khả năng hoàn nhập dự phòng từ việc thu hồi các khoản nợ xấu tồn đọng, chúng tôi cho rằng STB sẽ có thêm dư địa để trích lập thêm dự phòng để xử lý nợ xấu trong năm 2025. Cụ thể, chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ xử lý khoảng 1 nghìn tỷ đồng nợ xấu, qua đó giúp duy trì tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 2,4%.
- NIM dự kiến sẽ chịu áp lực do cạnh tranh gay gắt, dẫn đến mức giảm 16 điểm cơ bản svck, xuống còn 3,56%. Vì cho vay mua nhà chỉ chiếm khoảng 5%-6% tổng dư nợ khách hàng, chúng tôi cho rằng tác động tích cực từ việc lãi suất thả nổi cho các khoản vay mua nhà sẽ khó giúp lợi suất tài sản phục hồi.
- Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tiếp tục tái cơ cấu nguồn nhân lực trong năm 2025, hướng đến tối ưu hóa chi phí vận hành trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, chi phí lương cho lao động sẽ tăng trong ngắn hạn khiến tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) duy trì quanh mức 48,5% trong năm 2025.

Sang năm 2026, LNTT được dự báo đạt 17,8 nghìn tỷ đồng (+21,5% svck), nhờ tăng trưởng tín dụng cải thiện lên 14% so với đầu năm và chi phí tín dụng tiếp tục giảm thêm 5 điểm cơ bản, còn 0,23%. NIM dự kiến sẽ tăng nhẹ 4 điểm cơ bản lên 3,6%. Chất lượng tài sản cũng được kỳ vọng sẽ cải thiện, với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 2,2%, phản ánh việc đẩy mạnh xử lý nợ xấu.

## Định giá

Chúng tôi điều chỉnh giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) như sau:

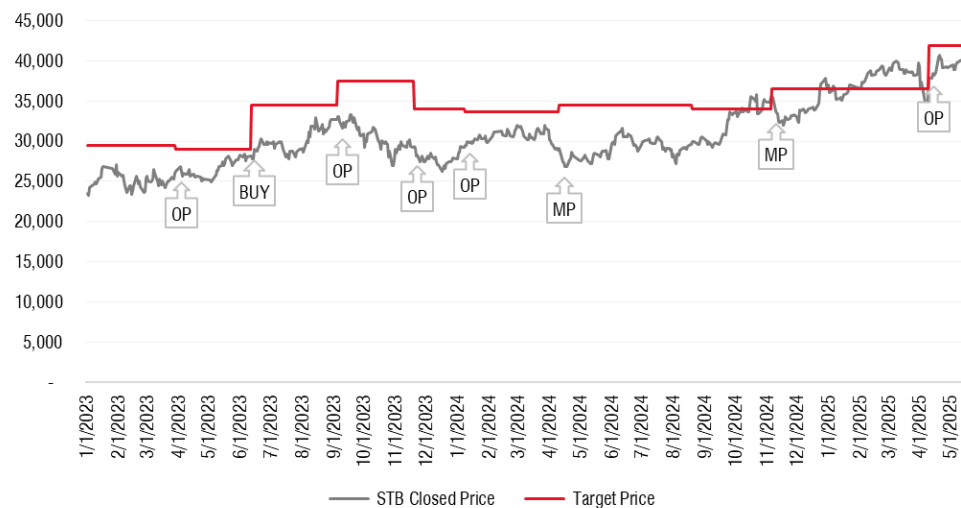
- Đối với Khu công nghiệp Phong Phú, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ thu hồi thêm 3,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, phần còn lại sẽ được thu trong năm 2026. **Khoản thu này dự kiến sẽ được hạch toán dưới dạng hoàn nhập dự phòng và thu nhập lãi khác.**
- Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ nhận được phê duyệt từ NHNN để xử lý khoản cổ phần 32,5% bị phong tỏa tại VAMC. Tuy nhiên, quá trình đấu giá có thể kéo dài. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định STB sẽ bán số cổ phần này với giá 33.162 đồng/cổ phiếu, đủ để bù đắp phần gốc và lãi phải trả.
- Chúng tôi vẫn duy trì quan ngại về chất lượng danh mục cho vay, bao gồm cả khoản cho vay liên quan đến BAV.

Chi tiết các điều chỉnh như sau:

| Chỉ tiêu                                                               | Đồng          |
|------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>BVPS 2025-2026</b>                                                  | <b>37.225</b> |
| Thu hồi từ Khu công nghiệp Phong Phú                                   | 1.676         |
| Rủi ro từ khoản vay liên quan đến BAV                                  | (6.153)       |
| 50% cổ phần bị phong tỏa tại VAMC được xử lý thành công trong năm 2025 | 5.304         |
| <b>BVPS điều chỉnh</b>                                                 | <b>38.052</b> |

Chúng tôi chuyển cơ sở định giá cổ phiếu STB sang năm 2026, sử dụng mức P/B mục tiêu là 1,2x, qua đó đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **47.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với mức tăng 19,6% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu STB.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Triệu đồng                                                                | 2022               | 2023               | 2024               | 2025F              | 2026F              |
|---------------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>                                               |                    |                    |                    |                    |                    |
| + Tiền mặt, vàng bạc, đá quý                                              | 7.849.898          | 7.545.270          | 8.214.653          | 8.655.148          | 9.184.807          |
| + Tiền gửi tại NHNN                                                       | 12.286.117         | 12.848.045         | 17.644.155         | 19.166.274         | 21.849.553         |
| + Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác                           | 25.293.585         | 50.332.971         | 88.241.176         | 105.982.938        | 125.144.653        |
| + Chứng khoán kinh doanh                                                  | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác           | 109.858            | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Các khoản vay và phải thu khách hàng                                    | 432.997.593        | 475.169.108        | 530.448.003        | 602.658.139        | 688.588.265        |
| + Chứng khoán đầu tư                                                      | 68.800.687         | 74.635.845         | 85.648.177         | 95.829.601         | 113.077.925        |
| + Đầu tư dài hạn                                                          | 88.812             | 82.642             | 82.204             | 81.768             | 81.335             |
| + Tài sản cố định                                                         | 7.547.677          | 7.269.440          | 7.355.128          | 8.458.397          | 9.727.157          |
| + Bất động sản đầu tư                                                     | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Tài sản khác                                                            | 36.830.826         | 46.506.339         | 10.461.050         | 12.030.208         | 13.834.739         |
| <b>Tổng tài sản</b>                                                       | <b>591.907.695</b> | <b>674.389.660</b> | <b>748.094.546</b> | <b>852.862.473</b> | <b>981.488.434</b> |
| + Các khoản nợ NHNN                                                       | 9.901.209          | 19.328             | 54.255             | 61.145             | 69.706             |
| + Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác                               | 28.430.448         | 37.950.111         | 70.655.292         | 84.786.350         | 101.743.620        |
| + Tiền gửi của khách hàng                                                 | 454.740.496        | 510.744.394        | 566.881.814        | 638.875.804        | 728.318.417        |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác          | -                  | 91.459             | 54.007             | -                  | -                  |
| + Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro       | 239.837            | 323.147            | 449.009            | 449.009            | 449.009            |
| + Phát hành giấy tờ có giá                                                | 25.820.307         | 28.992.491         | 36.753.523         | 44.104.228         | 52.925.073         |
| + Các khoản nợ khác                                                       | 34.148.402         | 50.534.866         | 18.274.576         | 20.102.034         | 22.112.237         |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                                                   | <b>553.280.699</b> | <b>628.655.796</b> | <b>693.122.476</b> | <b>788.378.570</b> | <b>905.618.062</b> |
| + Vốn                                                                     | 20.601.582         | 20.601.582         | 20.601.582         | 20.601.582         | 20.601.582         |
| + Dự phòng                                                                | 4.223.224          | 4.971.157          | 6.082.598          | 7.781.564          | 9.845.362          |
| + Chênh lệch tỷ giá                                                       | -169.492           | -225.489           | -138.225           | -                  | -                  |
| + Chênh lệch định giá lại tài sản                                         | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Lợi nhuận chưa phân phối                                                | 13.971.682         | 20.386.614         | 28.426.115         | 36.100.757         | 45.423.428         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>                                                | <b>38.626.996</b>  | <b>45.733.864</b>  | <b>54.972.070</b>  | <b>64.483.903</b>  | <b>75.870.372</b>  |
| Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số                                            | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| <b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b> | <b>591.907.695</b> | <b>674.389.660</b> | <b>748.094.546</b> | <b>852.862.473</b> | <b>981.488.434</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>                                                        |                    |                    |                    |                    |                    |
| Huy động                                                                  | 6,4%               | 12,3%              | 11,0%              | 12,7%              | 14,0%              |
| Tín dụng                                                                  | 13,1%              | 10,1%              | 11,7%              | 13,5%              | 14,0%              |
| Tổng tài sản                                                              | 13,6%              | 13,9%              | 10,9%              | 14,0%              | 15,1%              |
| Vốn chủ sở hữu                                                            | 12,7%              | 18,4%              | 20,2%              | 17,3%              | 17,7%              |
| Thu nhập lãi thuần                                                        | 43,3%              | 28,7%              | 11,1%              | 10,7%              | 16,1%              |
| Thu nhập từ hoạt động kinh doanh                                          | 47,7%              | 0,1%               | 9,6%               | 10,3%              | 15,8%              |
| Chi phí hoạt động                                                         | 12,0%              | 18,0%              | 8,5%               | 9,8%               | 12,8%              |
| Lợi nhuận trước thuế                                                      | 44,1%              | 51,4%              | 32,6%              | 15,1%              | 21,5%              |
| Lợi nhuận sau thuế                                                        | 47,8%              | 53,1%              | 30,7%              | 16,2%              | 21,5%              |
| <b>Định giá</b>                                                           |                    |                    |                    |                    |                    |
| P/E                                                                       | 11                 | 9,1                | 8,6                | 8                  | 6,6                |
| P/B                                                                       | 1,15               | 1,23               | 1,27               | 1,17               | 0,99               |
| BVPS (VND)                                                                | 20.489             | 24.259             | 29.160             | 34.205             | 40.245             |

Nguồn: STB, SSI Research

| Triệu đồng                                                           | 2022              | 2023              | 2024              | 2025F             | 2026F             |
|----------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự                          | 37.390.848        | 55.927.329        | 49.988.721        | 55.586.683        | 64.559.824        |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự                                  | -20.243.714       | -33.854.996       | -25.457.023       | -28.441.362       | -33.053.674       |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>                                            | <b>17.147.134</b> | <b>22.072.333</b> | <b>24.531.698</b> | <b>27.145.322</b> | <b>31.506.150</b> |
| Thu nhập từ hoạt động dịch vụ                                        | 8.329.935         | 6.136.710         | 6.121.237         | 6.280.002         | 6.594.002         |
| Chi phí hoạt động dịch vụ                                            | -3.135.855        | -3.518.807        | -3.142.812        | -3.251.378        | -3.099.181        |
| <b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>                                | <b>5.194.080</b>  | <b>2.617.903</b>  | <b>2.978.425</b>  | <b>3.028.625</b>  | <b>3.494.821</b>  |
| <b>Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng</b>                     | <b>1.062.244</b>  | <b>1.099.548</b>  | <b>1.105.728</b>  | <b>1.216.301</b>  | <b>1.277.116</b>  |
| <b>Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh</b>                | <b>-</b>          | <b>-</b>          | <b>-</b>          | <b>-</b>          | <b>-</b>          |
| <b>Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư</b>                   | <b>-19.983</b>    | <b>33.817</b>     | <b>55.547</b>     | <b>57.498</b>     | <b>57.821</b>     |
| <b>Lãi/lỗ thuần khác</b>                                             | <b>2.745.349</b>  | <b>326.573</b>    | <b>1.079</b>      | <b>179.630</b>    | <b>278.516</b>    |
| <b>Lãi/lỗ thuần từ hoạt động đầu tư liên doanh liên kết</b>          | <b>12.466</b>     | <b>22.837</b>     | <b>4.641</b>      | <b>5.105</b>      | <b>5.616</b>      |
| <b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>                         | <b>26.141.290</b> | <b>26.173.011</b> | <b>28.677.118</b> | <b>31.632.480</b> | <b>36.620.039</b> |
| Tổng chi phí hoạt động                                               | -10.920.717       | -12.889.906       | -13.982.389       | -15.348.267       | -17.317.161       |
| <b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b> | <b>15.220.573</b> | <b>13.283.105</b> | <b>14.694.729</b> | <b>16.284.213</b> | <b>19.302.878</b> |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng                                     | -8.881.501        | -3.688.105        | -1.974.364        | -1.637.950        | -1.511.521        |
| <b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>                                          | <b>6.339.072</b>  | <b>9.595.000</b>  | <b>12.720.365</b> | <b>14.646.262</b> | <b>17.791.357</b> |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp                                           | -1.298.377        | -1.876.384        | -2.632.870        | -2.929.252        | -3.558.271        |
| <b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>                                            | <b>5.040.695</b>  | <b>7.718.616</b>  | <b>10.087.495</b> | <b>11.717.010</b> | <b>14.233.086</b> |
| Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số                                  | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>                                                | <b>5.040.695</b>  | <b>7.718.616</b>  | <b>10.087.495</b> | <b>11.717.010</b> | <b>14.233.086</b> |
| <b>EPS (đồng)</b>                                                    | <b>2.139</b>      | <b>3.275</b>      | <b>4.281</b>      | <b>4.972</b>      | <b>6.040</b>      |
| Cổ tức tiền mặt (đồng)                                               | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |

|                            |      |      |       |       |       |
|----------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Nhu cầu vốn</b>         |      |      |       |       |       |
| Hệ số an toàn vốn- CAR     | 9,5% | 9,5% | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  |
| Vốn CSH/Tổng tài sản       | 6,5% | 6,8% | 7,3%  | 7,6%  | 7,7%  |
| Vốn CSH/Cho vay khách hàng | 8,8% | 9,5% | 10,2% | 10,5% | 10,9% |

|                           |        |       |       |       |       |
|---------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Chất lượng tài sản</b> |        |       |       |       |       |
| Tỷ lệ nợ xấu              | 1,0%   | 2,3%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,1%  |
| Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu | 131,0% | 68,8% | 68,4% | 64,4% | 63,0% |

|                                                    |        |        |        |        |        |
|----------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Hệ số về quản lý</b>                            |        |        |        |        |        |
| Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR                       | 41,8%  | 49,2%  | 48,8%  | 48,5%  | 47,3%  |
| Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD | 1.418  | 1.433  | 1.555  | 1.716  | 1.986  |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên               | 344    | 525    | 690    | 794    | 965    |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên            | 47.272 | 47.329 | 51.857 | 57.202 | 66.221 |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD           | 11.463 | 17.351 | 23.002 | 26.485 | 32.172 |

|                                      |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Lợi nhuận</b>                     |       |       |       |       |       |
| Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM     | 3,43% | 3,89% | 3,72% | 3,56% | 3,60% |
| Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD | 34,4% | 15,7% | 14,5% | 14,2% | 14,0% |
| ROA - trung bình                     | 0,9%  | 1,2%  | 1,4%  | 1,5%  | 1,6%  |
| ROE - trung bình                     | 13,8% | 18,3% | 20,0% | 19,6% | 20,3% |

|                                            |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Thanh khoản</b>                         |       |       |       |       |       |
| Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR | 91,3% | 89,4% | 89,3% | 89,6% | 89,3% |

Nguồn: STB, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

#### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Trương Minh Phương Duy

Chuyên viên Phân tích

duytmp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6733

#### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702