

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	15/05/2023
Giá hiện tại	27.800 VND
Giá mục tiêu	38.100 VND
TL tăng	37,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	37,1%
Khuyến nghị	MUA

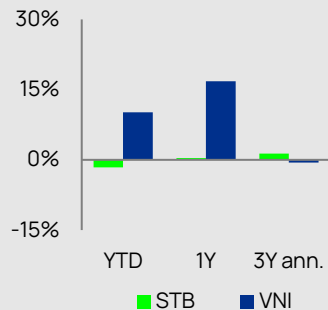
GT vốn hóa	53,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,3 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	352,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,885 tỷ

	STB	Peers	VNI
P/E (trượt)	6,4x	7,9x	15,6x
P/B (ht)	1,0x	1,2x	1,9x
ROA	1,2%	1,8%	1,9%
ROE	18,3%	18,6%	12,1%

Tổng quan về Ngân hàng

STB được thành lập năm 1991, thực hiện IPO năm 1996 và niêm yết cổ phiếu năm 2006. Tính đến ngày 31/12/2022, STB là ngân hàng lớn thứ năm trong số 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng dư nợ cho vay. Vào tháng 10/2015, STB sáp nhập NH Phương Nam và NHNN nắm giữ 51% cổ phần biểu quyết tại STB.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hồ Thu Nga
Chuyên viên

TS. Nguyễn Anh Duy
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026
LN trước dự phòng (tỷ đồng)	13.282	18.737	25.285	31.139
% YoY	-12,7%	41,1%	34,9%	23,2%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	7.718	9.166	13.708	18.300
% YoY	53,1%	18,8%	49,6%	33,5%
EPS	51,5%	9,1%	49,6%	33,5%
NIM	3,91%	4,01%	4,12%	4,16%
Tỷ lệ CASA	18,6%	19,5%	20,5%	20,5%
Nợ xấu/cho vay	2,28%	2,00%	1,60%	1,30%
Chi phí tín dụng	0,76%	1,33%	1,30%	1,16%
Chi phí/thu nhập	49,3%	44,8%	41,5%	39,4%
P/B	1,1x	1,0x	0,8x	0,6x
P/E	7,3x	6,7x	4,5x	3,3x
ROE	13,8%	18,5%	23,0%	25,0%
ROA	1,2%	1,3%	1,7%	1,9%

Việc xử lý tài sản thế chấp sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2024-2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và giá mục tiêu cho STB ở mức 38.100 đồng/CP. Giá mục tiêu của chúng tôi không thay đổi do tác động tích cực của việc cập nhật giá mục tiêu đến giữa năm 2025, bù đắp cho (1) mức giảm 5,1% trong tổng LNST dự kiến của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2028 (-2,2%/ -15,6%/ -2,2%/ 0,4% / -6,3% lần lượt trong năm 2024/25/26/27/28) và (2) P/B mục tiêu của chúng tôi giảm từ 1,1 lần xuống 1,0 lần.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm tổng thu nhập ròng giai đoạn 2024-2028 chủ yếu do (1) tổng thu nhập phí ròng (NFI) giảm 13,1% khi chúng tôi cho rằng phí bancassurance sẽ giảm trong giai đoạn 2024-2025, sau những thay đổi gần đây trong quy định phân phối bảo hiểm và (2) tổng thu nhập lãi ròng (NII) giảm 1,2% do chúng tôi kỳ vọng NIM trung bình giảm, ở mức 4,12% so với 4,16% trong Báo cáo cập nhật trước đây.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu 1 năm của STB xuống 1,0 lần do (1) triển vọng thận trọng về khả năng bán 32,5% cổ phần thế chấp tại VAMC trong ngắn hạn và (2) điều chỉnh giảm mức dự báo bền vững của ROE từ 19,4% xuống 18,9% theo dự báo lợi nhuận tổng hợp thấp hơn trong giai đoạn 2024-2028.
- Chúng tôi duy trì kỳ vọng STB sẽ nhận được 50% khoản thanh toán từ việc bán Phong Phú trong năm 2024 và khoản còn lại vào năm 2025. Tuy nhiên, do số dư VAMC ròng của STB trong cuối năm 2023 là 1,8 nghìn tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ ghi nhận 2,1 nghìn tỷ đồng thu hồi từ việc bán Phong Phú trong năm 2024 và thêm 4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu STB hiện tại là hấp dẫn với P/B mục tiêu năm 2024 là 1,12 lần so với P/B trung bình của các ngân hàng khác ở mức 1,24 lần và ROE dự phóng năm 2024 tương đương với trung vị của các ngân hàng.
- Rủi ro:** Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến; NIM thấp hơn dự kiến; quá trình xử lý 32,5% cổ phần làm tài sản thế chấp tại VAMC mất nhiều thời gian hơn dự kiến của chúng tôi.

Chúng tôi trì hoãn giả định về việc bán 32,5% cổ phần của STB được thế chấp tại VAMC từ năm 2025 sang năm 2026. Tại ĐHCĐ gần nhất, STB thông báo đã trình kế hoạch bán 32,5% cổ phần cho NHNN 7 tháng trước và hiện đang chờ phê duyệt. Sau khi NHNN phê duyệt, kế hoạch sẽ được chuyển lên Bộ Tài chính để phê duyệt tiếp. Sau đó, việc thương lượng với các nhà đầu tư tiềm năng sẽ cần thời gian. Do đó, hiện tại chúng tôi kỳ vọng thu nhập của STB sẽ phục hồi đáng kể trong khoảng năm 2026-2027 từ việc bán 32,5% cổ phần, thay vì ước tính trước đó của chúng tôi là 2025-2027. Sự điều chỉnh này một phần ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận điều chỉnh của chúng tôi trong giai đoạn 2025-2027.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của STB sẽ tăng trưởng 19% YoY trong năm 2024 – cao hơn kế hoạch của ngân hàng. Dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 của chúng tôi gần như đi ngang so với dự báo trước đó do chúng tôi duy trì kỳ vọng (1) NIM phục hồi trong năm 2024 do nhu cầu

tín dụng cao hơn, cũng như (2) thu nhập xử lý nợ xấu từ các khoản nợ trị giá 2,1 tỷ đồng liên quan đến Phong Phú. KQKD quý 1/2024 của STB cho thấy mức tăng trưởng tín dụng tăng, đạt mức 3,7% so với 2,2% vào năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm kỳ vọng về thu nhập bancassurance trong năm 2024, và kỳ vọng chi phí tín dụng tăng trong năm 2024 so với năm 2023, khi chúng tôi cho rằng STB sẽ tăng cường dự phòng với tỷ lệ nợ xấu dự phòng cho năm 2024 sẽ tăng từ 68,9% vào năm 2023 lên 84,6%.

Triển vọng năm 2024: NIM và NOII tăng, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

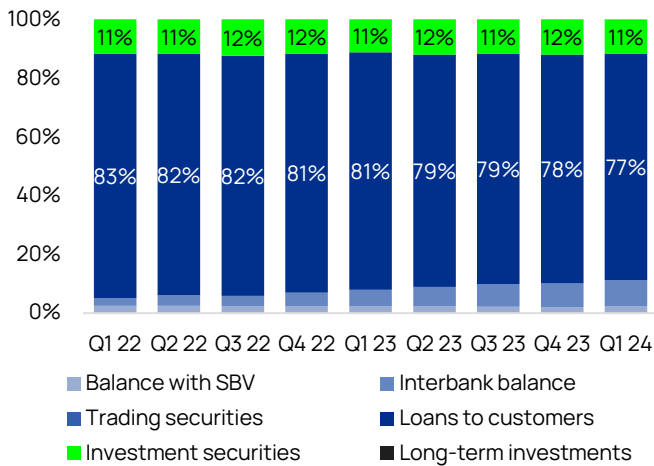
Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ VND	2023	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 mới/2023	Nhận định của Vietcap
NII	22.072	26.722	26.517	20,1%	* Chúng tôi duy trì giả định tăng trưởng tín dụng năm 2024 là 13,5% sau khi tín dụng tăng tương đối mạnh trong 3 tháng đầu năm 2024, đạt mức 3,7%.
Thu nhập phí ròng *	3.717	5.058	4.323	16,3%	* Trong năm 2024, chúng tôi dự đoán thu nhập từ dịch vụ thanh toán sẽ tăng đáng kể nhờ mảng thẻ tích cực và hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi. * Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thu nhập bancassurance năm 2024 từ +15% YoY trong dự báo trước đó xuống -20% YoY vì chúng tôi cho rằng hoạt động bancassurance sẽ cần thêm thời gian để thích ứng với các quy định mới.
Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)	4.101	8.275	7.430	81,2%	* Chúng tôi duy trì giả định STB sẽ nhận được 50% khoản thu được từ thương vụ bán các khoản nợ liên quan tới Phong Phú trong năm 2024 do STB công bố đã xử lý nợ thành công và nhận được 20% tổng khoản tiền thanh toán. * Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo về thu nhập từ việc xử lý các khoản nợ, do hầu hết các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi đều ghi nhận hoạt động bán tài sản thế chấp kém khả quan.
TOI	26.173	34.997	33.947	29,7%	
OPEX	(12.891)	(15.210)	(15.210)	18,0%	
PPOP	13.282	19.787	18.737	41,1%	
Chi phí dự phòng	(3.688)	(8.072)	(7.280)	97,4%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ bao phủ nợ năm 2024 từ 102% xuống 84,6%, vẫn cao hơn tỷ lệ bao phủ nợ quý 1/2024 là 72,5%.
Lợi nhuận ròng	7.718	9.372	9.166	18,8%	
NIM	3,91%	4,03%	4,01%	9 điểm cb	
Lợi suất IEA	9,92%	8,54%	8,51%	-141 điểm cb	
COF	6,17%	4,82%	4,81%	-136 điểm cb	
Chỉ số CASA**	18,6%	20,5%	19,5%	91 điểm cb	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tỷ lệ CASA năm 2024 xuống 19,5% do (1) lãi suất tiền gửi bắt đầu tăng vào tháng 4/2024 - sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi trong nửa đầu năm 2024 và (2) mặc dù trong quý 1/2024 lãi suất tiền gửi đã giảm nhưng tỷ lệ CASA của STB không cải thiện.
CIR	49,2%	43,5%	44,8%	-4,4 điểm %	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	2,28%	1,80%	2,00%	-28 điểm cb	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tỷ lệ nợ xấu năm 2024 lên 2,00% (-28 điểm cb YoY) và duy trì dự báo tỷ lệ xử lý nợ năm 2024 ở mức 1,0%. Điều này là do hoạt động kinh doanh của khách hàng phục hồi chậm hơn kỳ vọng của chúng tôi và tỷ trọng nợ Nhóm 2 trên tổng dư nợ tiếp tục tăng trong quý 1/2024 lên 0,85%.
Tổng dư nợ cho vay	482.731	547.900	547.900	13,5%	
Tiền gửi KH	510.744	582.249	582.249	14,0%	
Giấy tờ có giá	28.992	33.341	33.341	15,0%	
Tổng tài sản	674.390	771.188	771.011	13,9%	
Tổng vốn sở hữu	45.734	53.771	53.595	18,4%	
ROAE	18,3%	18,8%	18,5%	16 điểm cb	
ROAA	1,22%	1,30%	1,27%	5 điểm cb	
LDR quy định	82,8%	82,0%	82,0%	-0,7 điểm %	

Nguồn: BCTC của STB, dự báo của Vietcap. Đơn vị là tỷ đồng trừ khi có lưu ý khác – *Thu nhập phí ròng bao gồm thu nhập ngoại hối; **Tỷ lệ CASA bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi kỳ quỹ.

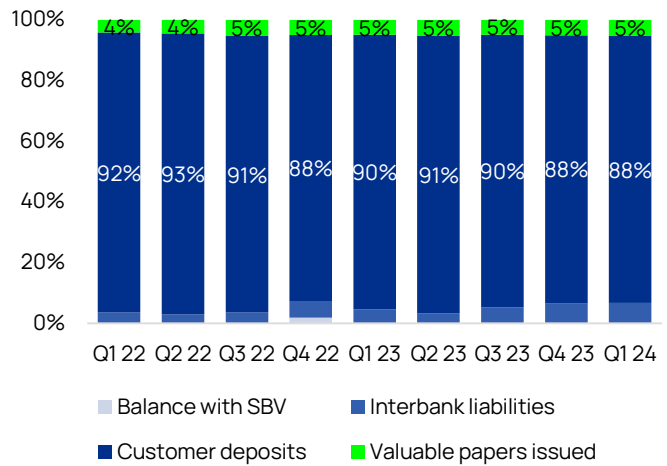
Số liệu bảng cân đối kế toán hàng quý

Hình 2: Chi tiết tài sản sinh lãi (IEA)



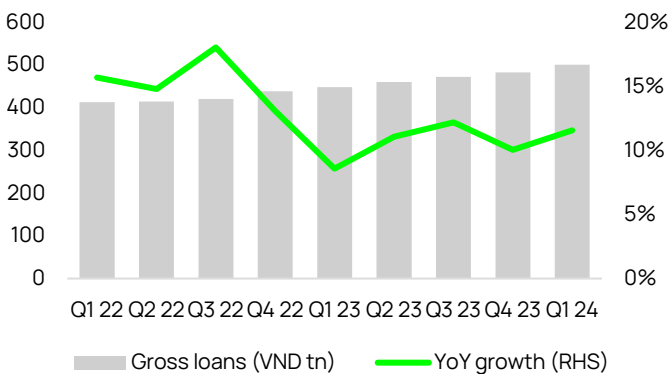
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 3: Chi tiết nợ phải trả lãi



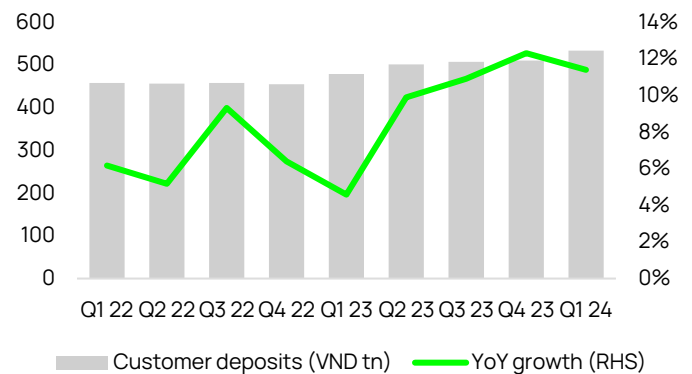
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 4: Cho vay khách hàng



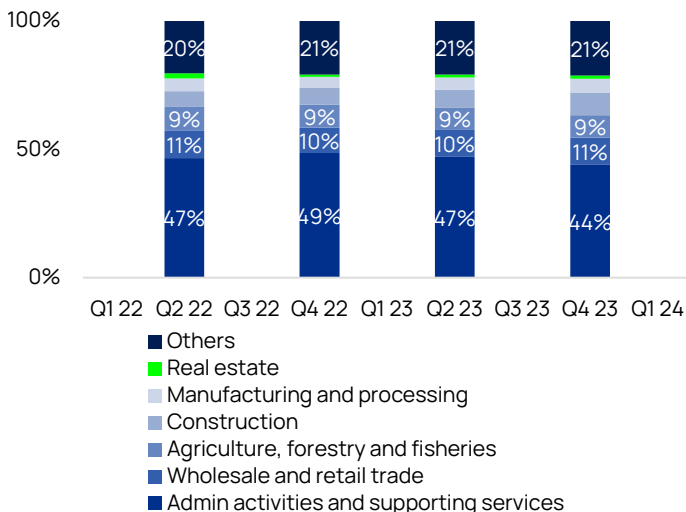
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 5: Tiền gửi khách hàng



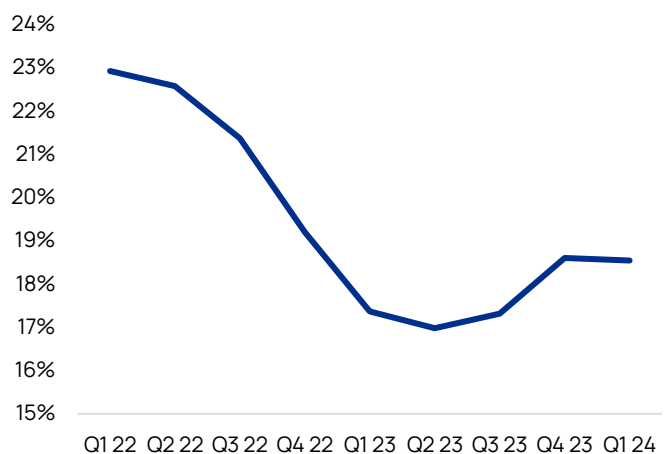
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 6: Dư nợ theo ngành



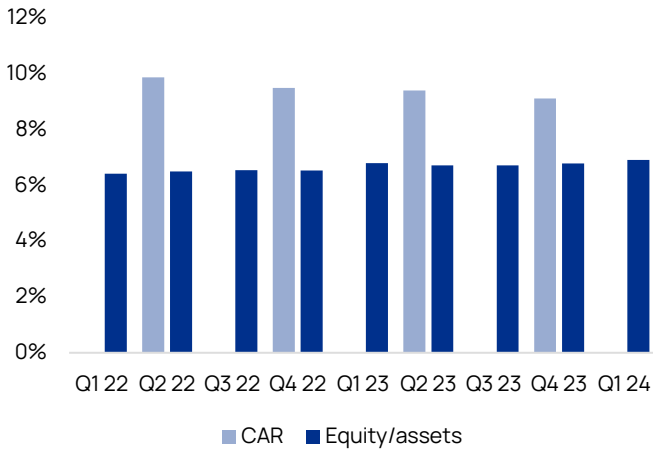
Nguồn: STB, Vietcap (không có dữ liệu cho các quý trống)

Hình 7: Tỷ lệ CASA



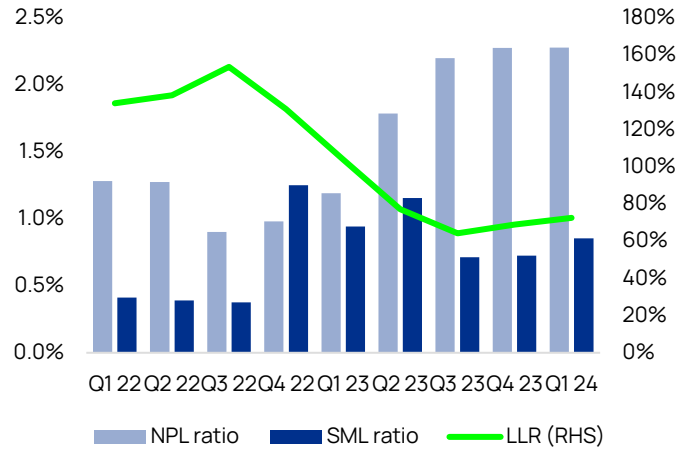
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 8: Tỷ lệ CAR và đòn bẩy (vốn chủ sở hữu/tài sản)



Nguồn: STB, Vietcap

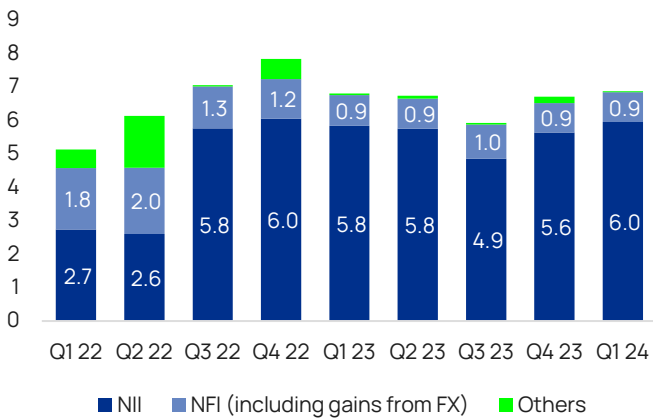
Hình 9: Chất lượng tài sản



Nguồn: STB, Vietcap

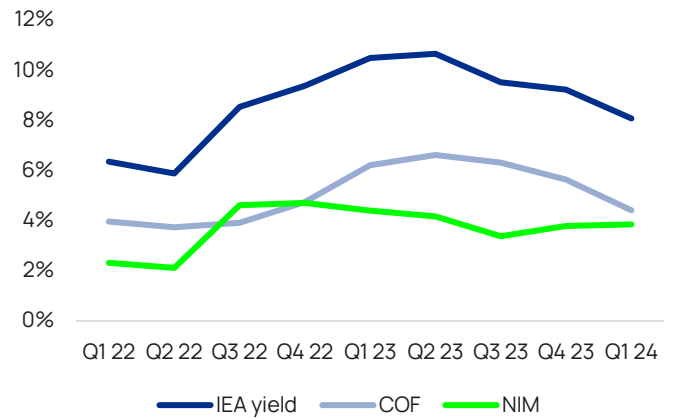
Báo cáo KQKD và lợi nhuận hàng quý

Hình 10: TOI (nghìn tỷ đồng)



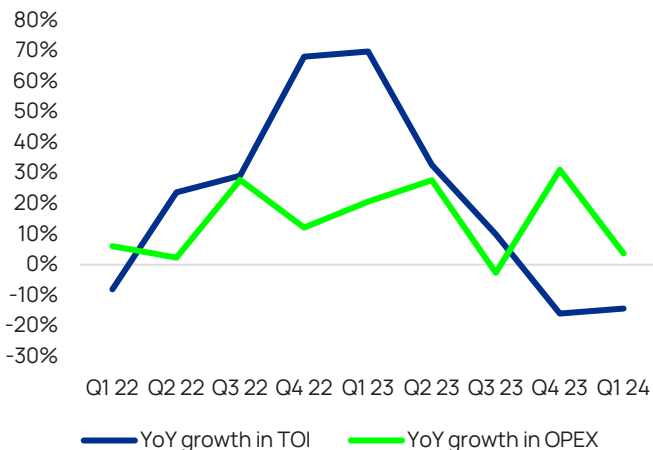
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 11: Lợi suất IEA, COF và NIM



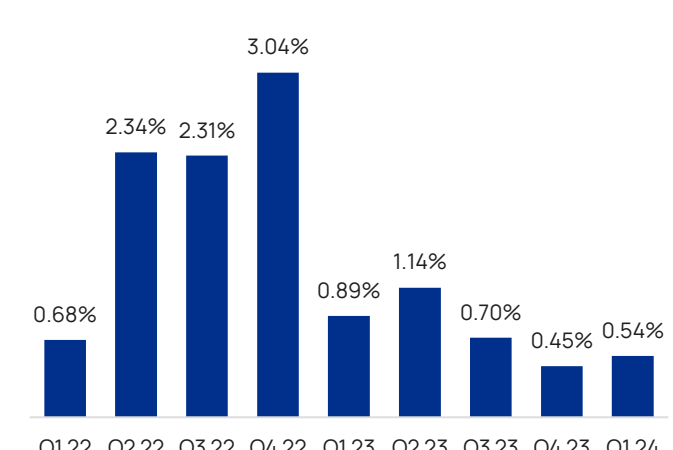
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 12: Tăng trưởng YoY của TOI và OPEX



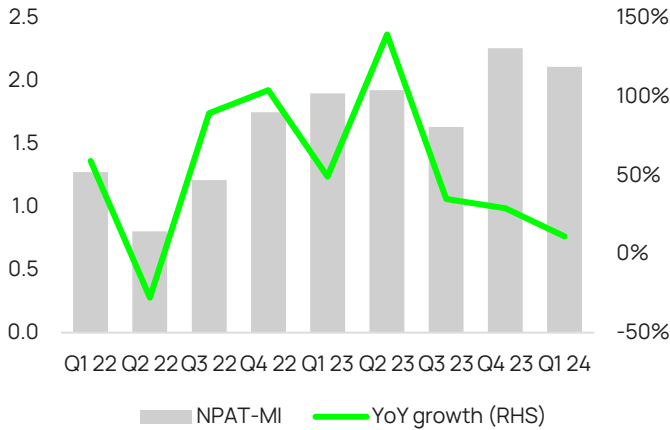
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 13: Chi phí tín dụng hàng năm



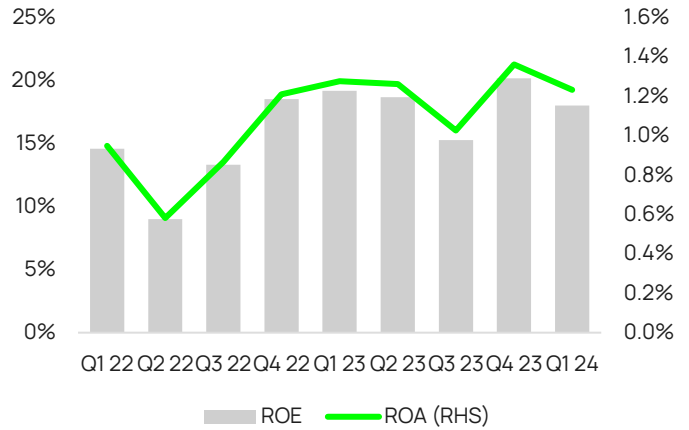
Nguồn: STB, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS & tăng trưởng YoY



Nguồn: STB, Vietcap

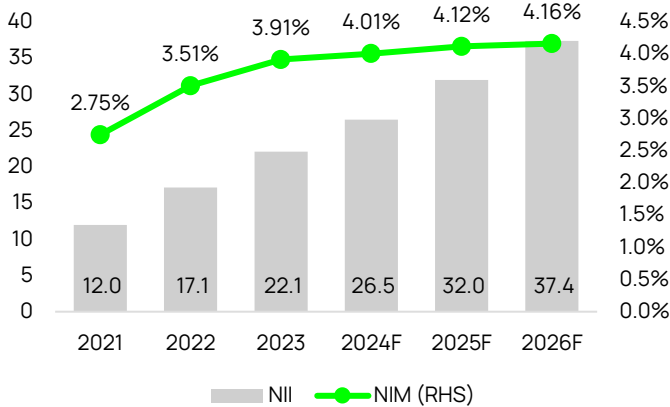
Hình 15: ROA và ROE



Nguồn: STB, Vietcap

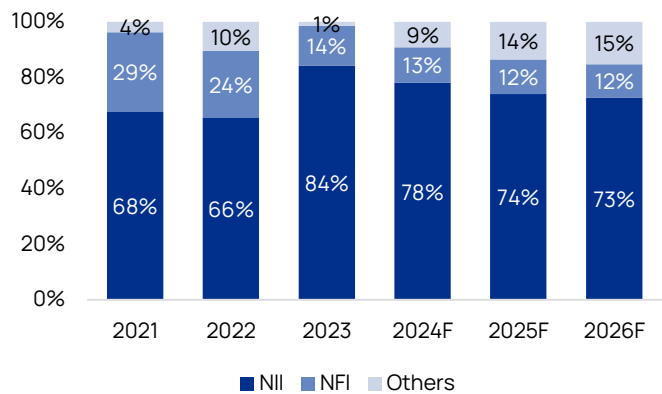
Chỉ số hàng năm

Hình 16: NIM (%) và NII (tỷ đồng)



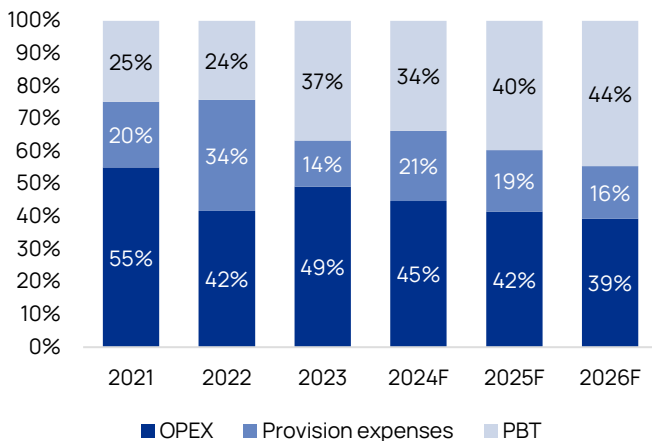
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 17: Các thành phần TOI



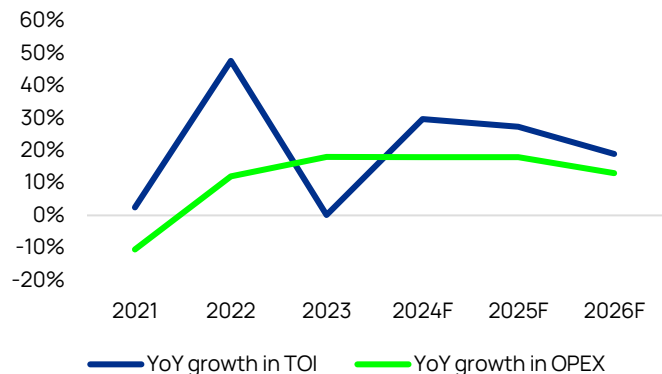
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 18: OPEX, chi phí dự phòng và LNTT trên TOI (%)



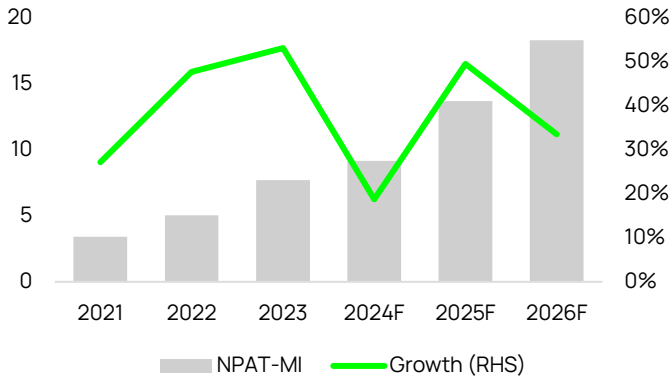
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 19: Tăng trưởng TOI và OPEX



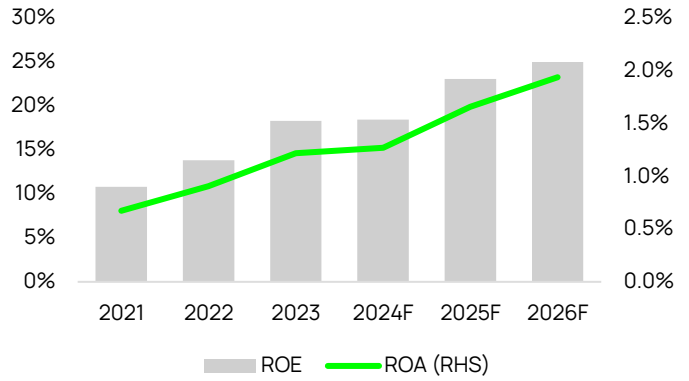
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 20: LNST sau lợi ích CĐTS và tăng trưởng YoY



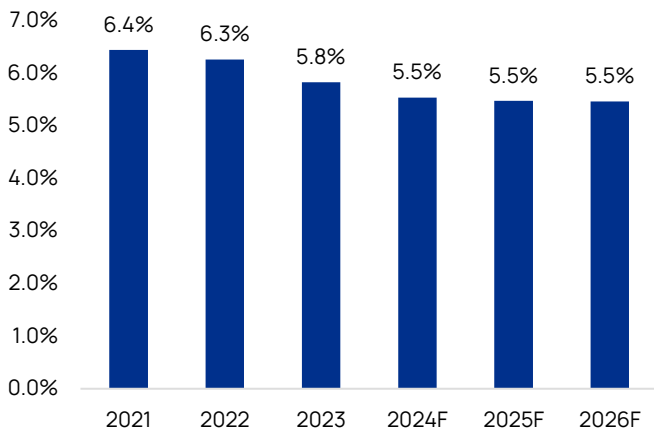
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 21: ROA và ROE



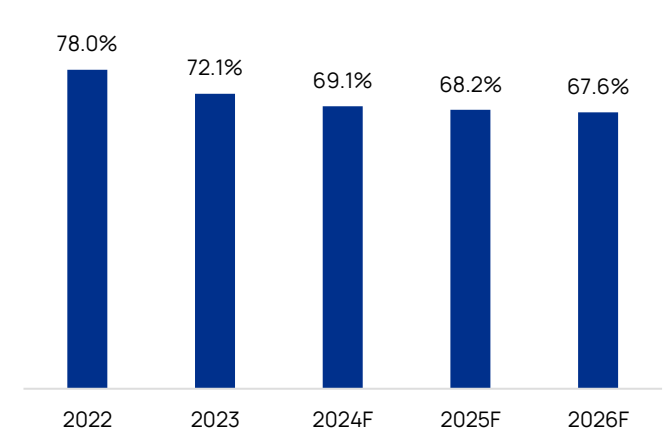
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 22: Thị phần cho vay trong danh mục theo dõi của chúng tôi



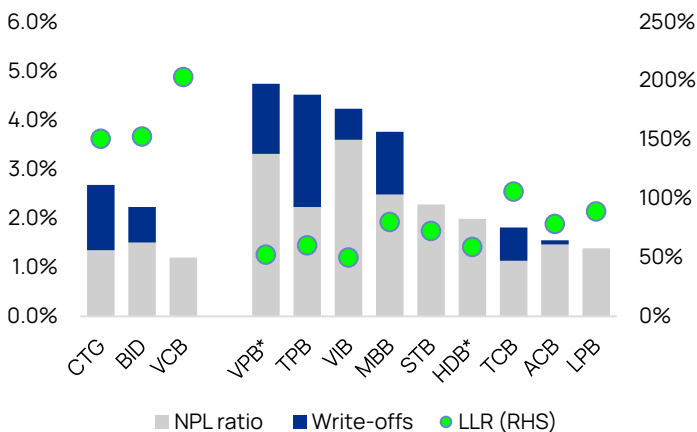
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap dự báo

Hình 23: Tài sản tính theo rủi ro tín dụng (RWA) trên tổng tài sản (%)



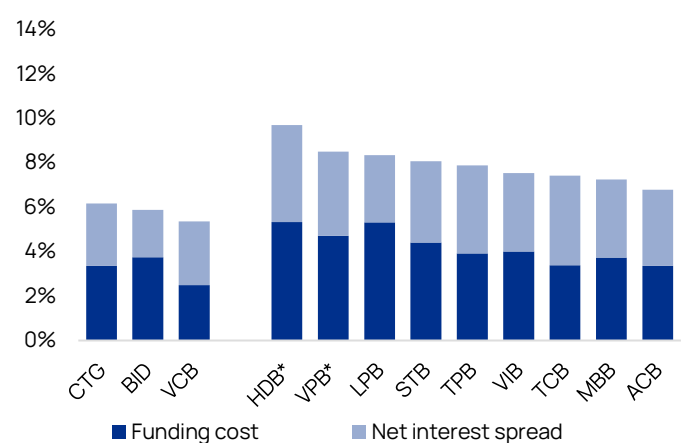
Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Hình 24: Tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ xử lý nợ trên khoản vay gộp hàng năm và tỷ lệ bao phủ nợ** của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi (quý 1/2024)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap – * ngân hàng riêng lẻ; ** Tỷ lệ bao phủ nợ là tỷ lệ phần trăm của tổng số dư dự phòng trên nợ xấu.

Hình 25: Lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi (3T 2024)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap – * ngân hàng riêng lẻ.

Định giá

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá để đưa ra giá mục tiêu ước tính vào giữa năm 2025, áp dụng trọng số bằng nhau cho phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/B mục tiêu.

Định giá thu nhập thặng dư của chúng tôi cao hơn đáng kể so với định giá P/B mục tiêu. Điều này là do chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu cho vốn chủ sở hữu dự kiến vào giữa năm 2025, trong khi định giá thu nhập thặng dư của chúng tôi phản ánh thu nhập dự phóng tăng đáng kể từ việc nhận 50% thương vụ Phong Phú vào cuối năm 2025 và bán 32,5% thế chấp tại VAMC vào giai đoạn 2026-2027.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 38.100 đồng/CP. Nguyên nhân chủ yếu là do (1) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang giữa năm 2025, bị ảnh hưởng bởi (2) mức giảm 5,1% trong dự báo LNST tổng hợp giai đoạn 2024-2028 (lần lượt thay đổi -2,2%/ -15,6%/ -2,2%/ 0,4%/ -6,3% trong năm 2024/25/26/27/28) và (3) P/B mục tiêu cho STB giảm xuống 1,0 lần so với 1,1 lần như trước đây.

Chúng tôi điều chỉnh giảm tổng thu nhập ròng giai đoạn 2024-2028 chủ yếu là do (1) tổng NFI thuần giảm 13,1% vì khi tôi cho rằng phí bancassurance sẽ thấp hơn trong giai đoạn 2024-2025 sau những thay đổi gần đây trong quy định và (2) tổng NII giảm 1,2% do chúng tôi điều chỉnh giảm NIM trung bình từ 4,16% trong Báo cáo cập nhật trước đó xuống 4,12%.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho STB, được ước tính dựa trên beta hai năm gần nhất từ Bloomberg (50% trọng số) và beta bằng 1,0 (50% trọng số) để phản ánh giả định beta sẽ có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn. Điều này dẫn đến beta của STB là 1,13.

Hình 2: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu	Điều chỉnh	Trước đó
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%	6,0%
Beta	1,13	1,11
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,0%	14,9%

Nguồn: Vietcap

Hình 3: Tóm tắt định giá

(tỷ đồng)	Giá trị hợp lý	Trọng số	Đóng góp
Phương pháp thu nhập thặng dư	84.012	50%	42.006
Phương pháp P/B mục tiêu tại 1,0x giá trị sổ sách 2024F	59.472	50%	29.736
Định giá tổng hợp			71.742
Cổ phiếu lưu hành (tỷ đồng)			1.885
Giá mục tiêu (TP)			38.100
Giá hiện tại			27.800
Tỷ lệ tăng			37,1%
Lợi suất cổ tức			0,0%
Tổng mức sinh lời dự phóng (%)			37,1%
P/B cuối năm 2024 theo giá mục tiêu			1,21x
Khuyến nghị			MUA

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Mô hình thu nhập thặng dư

(VND bn)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
ROE (sử dụng Vốn CSH đầu kì)	20,0%	25,6%	28,0%	26,4%	20,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Biên độ	5,0%	10,6%	13,0%	11,4%	5,0%
Giá trị vốn CSH (đầu kì)	45.734	53.595	65.349	81.041	99.385
Thu nhập thặng dư (TNTD)	2.306	5.669	8.497	9.236	4.989
Giá trị hiện tại (GTHH) của thu nhập thặng dư	2.150	4.597	5.991	5.663	2.660
Tổng GTHH của TNTD					21.061
GTHT của terminal value (tốc độ tăng trưởng trung gian 4% trong 10 năm và tăng trưởng vô hạn 3%)					22.621
Giá trị sổ sách 2023F					49.664
Tổng GTHT của TNTD					93.346
Chiết khấu (%)					10%
Giá trị vốn chủ sở hữu hiện tại					84.012
Cổ phiếu lưu hành (tỷ)					1.885
Giá trị hợp lý trên mỗi cổ phiếu (đồng)					44.563

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: * Chúng tôi áp dụng chiết khấu 10% cho mô hình TNTD để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về rủi ro của Bamboo Airways cho STB và khả năng việc xử lý 32,5% cổ phần thế chấp tại VAMC sẽ chậm hơn kỳ vọng của chúng tôi.

P/B mục tiêu

Bảng phân tích độ nhạy dưới đây minh họa giá trị P/B hợp lý cho STB ở mức 1,33x bằng cách sử dụng Mô hình tăng trưởng Gordon (GGM) với ROE trung bình của chúng tôi trong giai đoạn 2021-2028 là 18,9%, chi phí vốn cổ phần là 15,0% (Hình 30) và giả định tăng trưởng nhẹ là 3,0%.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi duy trì P/B mục tiêu ở mức 1,0x, thấp hơn 24,8% so với hệ số P/B 'hợp lý'. Điều này là do (1) Khả năng STB bán 32,5% tài sản thế chấp tại VAMC để ghi nhận lợi nhuận P&L trong ngắn hạn vẫn chưa chắc chắn và (2) thu nhập một lần phục hồi mạnh trong giai đoạn 2024-2028 khiến ROE cao hơn mức ổn định.

Hình 5: Dự báo của Vietcap cho ngân hàng tại Việt Nam

Ticker	Market Cap. (USD bn)	P/E			P/B			ROE			ROA	Equity Multip.	NPL ratio
		2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	TTM	2023	2023
ACB	4,3	6,8	5,9	5,1	1,52	1,26	1,05	24,0%	23,6%	22,1%	2,46%	10,1	1,22%
BID	11,0	14,6	11,8	10,5	2,32	1,76	1,54	19,8%	18,7%	17,9%	0,97%	18,7	1,25%
CTG	6,9	10,2	8,7	6,4	1,37	1,18	1,00	17,1%	17,2%	20,0%	1,04%	15,9	1,13%
MBB	4,8	5,8	5,2	4,5	1,28	1,06	0,88	24,5%	22,2%	21,2%	2,52%	9,8	1,60%
VCB	20,3	17,0	14,9	13,0	3,01	2,26	1,93	21,7%	18,6%	17,8%	1,80%	10,9	0,98%
VPB	6,1	14,7	11,5	8,9	1,12	1,06	0,98	8,2%	9,5%	11,5%	1,11%	5,8	3,20%
HDB	2,7	6,7	5,5	4,8	1,52	1,23	1,00	24,7%	24,6%	23,0%	1,98%	13,0	1,51%
TCB	6,7	9,4	7,9	6,6	1,29	1,15	1,01	14,8%	15,5%	16,4%	2,30%	6,5	1,16%
TPB	1,6	8,9	6,8	5,2	1,21	1,03	0,86	13,7%	16,6%	17,8%	1,30%	10,9	2,05%
VIB	2,2	6,5	5,7	4,8	1,45	1,24	1,03	24,3%	23,7%	24,0%	2,28%	10,8	3,14%
LPB	2,1	11,5	12,7	12,1	1,57	1,41	1,27	19,2%	12,2%	12,1%	1,10%	11,2	1,34%
Median		9,4	7,9	6,4	1,45	1,23	1,01	19,8%	18,6%	17,9%	1,80%	10,9	1,34%
STB	2,1	7,8	6,4	3,7	1,12	0,96	0,76	18,3%	20,8%	23,6%	1,20%	14,7	2,28%

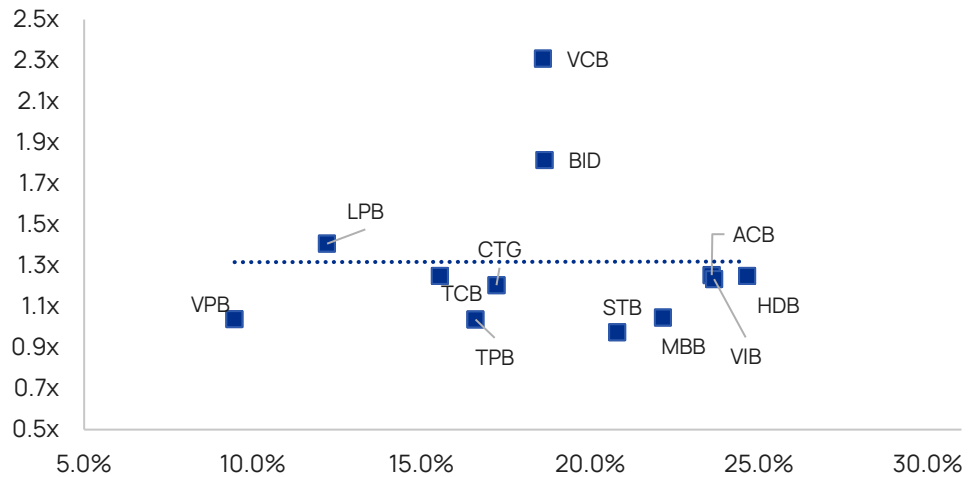
Nguồn: Vietcap (data as of May 14, 2024)

Hình 6: Phân tích độ nhạy của P/B cuối năm 2024 đối với STB của chúng tôi trong mối tương quan với ROE rút ra từ Mô hình tăng trưởng Gordon và tốc độ tăng trưởng cuối, số liệu khác giữ nguyên

		ROE bình quân giai đoạn 2021-2028				
		16,9%	17,9%	18,9%	19,9%	20,9%
Tốc độ tăng trưởng cuối	1,5%	1,14	1,22	1,29	1,37	1,44
	2,0%	1,15	1,23	1,30	1,38	1,46
	2,5%	1,16	1,24	1,32	1,40	1,48
	3,0%	1,16	1,25	1,33	1,41	1,50
	3,5%	1,17	1,26	1,34	1,43	1,52
	4,0%	1,18	1,27	1,36	1,45	1,54

Nguồn: Vietcap

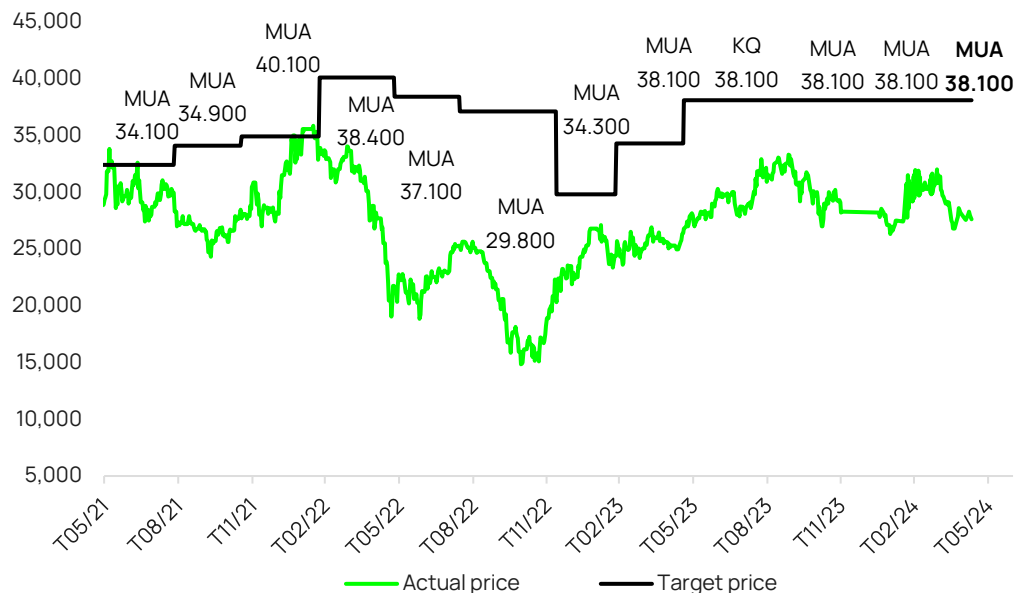
Hình 7: P/B ngân hàng Việt Nam (trục y) và ROE (trục x) (2024F)



Nguồn: Vietcap (cập nhật ngày 10/05/2024)

Lịch sử Khuyến nghị

Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap. Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi vay	55.927	56.328	65.246	76.109
Chi phí lãi vay	(33.855)	(29.811)	(33.251)	(38.743)
Thu nhập lãi thuần	22.072	26.517	31.995	37.366
Thu nhập từ phí dịch vụ	2.618	3.114	4.126	4.851
Thu nhập ngoài lãi khác	1.483	4.317	7.112	9.204
Tổng thu nhập ngoài lãi	4.101	7.430	11.238	14.054
Tổng thu nhập từ HĐKD	26.173	33.947	43.233	51.420
Chi phí ngoài lãi	(12.890)	(15.210)	(17.948)	(20.281)
Chi phí quản lý khác	-1	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(12.891)	(15.210)	(17.948)	(20.281)
LN từ HĐKD trước dự phòng	13.282	18.737	25.285	31.139
Chi phí dự phòng	(3.688)	(7.280)	(8.150)	(8.265)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	9.594	11.457	17.135	22.874
Thuế	(1.876)	(2.291)	(3.427)	(4.575)
LN ròng	7.718	9.166	13.708	18.300
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST - CĐTS	7.718	9.166	13.708	18.300
LN ròng được chia (tỷ)	1.885	1.885	1.885	1.885
Số cp bình quân gia quyền (tỷ)	1.885	1.885	1.885	1.885
EPS (đồng)	3.510	4.169	6.235	8.324
DPS (đồng)	0	0	0	0

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tiền đương tiền	7.545	9.353	10.668	12.133
Tiền gửi tại NHNN	12.848	13.971	15.275	16.671
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	50.333	73.811	96.542	114.884
Đầu tư ngắn hạn	7.947	29.315	35.178	42.213
Cho vay khách hàng	475.169	538.628	612.284	699.709
Chứng khoán đầu tư - HTM	66.689	54.547	62.729	72.139
Đầu tư dài hạn	83	87	85	84
Tài sản và trang thiết bị	7.269	7.952	8.577	9.285
Tài sản khác	46.506	43.346	40.186	40.186
Tổng tài sản	674.390	771.011	881.527	1.007.304
Nợ NHNN	19	624	711	809
Huy động & vay liên ngân hàng	37.950	45.184	51.765	56.942
Vốn cho vay & ủy thác khác	323	339	356	374
Tiền gửi khách hàng	510.744	582.249	663.763	756.690
Công cụ tài chính khác	91	91	91	91
Giấy tờ có giá	28.992	33.341	38.343	44.094
Nợ khác	50.535	55.588	61.147	67.262
Tổng nợ	628.656	717.416	816.177	926.262
Vốn CSH của cổ đông	45.734	53.595	65.349	81.041
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tổng nợ và vốn CSH	674.390	771.011	881.527	1.007.304

TỶ LỆ (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng cho vay	10,1	13,5	14,0	14,5
Tăng trưởng tiền gửi	12,3	14,0	14,0	14,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	0,1	29,7	27,4	18,9
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	-12,7	41,1	34,9	23,2
Tăng trưởng LNST	53,1	18,8	49,6	33,5
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	0,73	0,40	0,40	0,35
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	2,28	2,00	1,60	1,30
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	68,8	84,6	123,3	166,3
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	0,76	1,33	1,30	1,16
Thanh khoản				
CAR theo Basel II	8,9	10,4	11,0	11,8
Tỷ lệ cho vay/ tiền gửi theo quy định	82,8	82,0	82,0	82,5

TỶ LỆ (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Khả năng sinh lời				
NIM	3,91	4,01	4,12	4,16
Lợi suất tài sản sinh lãi	9,92	8,51	8,40	8,48
Chi phí huy động	6,17	4,81	4,69	4,80
Chi phí / thu nhập	49,3	44,8	41,5	39,4
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	3,49	3,67	3,87	3,96
Dự phòng	-0,58	-1,01	-0,99	-0,88
NIM sau dự phòng	2,90	2,66	2,89	3,08
Thu nhập ngoài lãi	0,65	1,03	1,36	1,49
Chi phí hoạt động	-2,04	-2,10	-2,17	-2,15
Thuế	-0,30	-0,32	-0,41	-0,48
ROAA	1,22	1,27	1,66	1,94
Tổng tài sản trên vốn cổ phần	15,0	14,6	13,9	12,9
ROAE	18,3	18,5	23,0	25,0

Nguồn: STB, Vietcap dự báo

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hồ Thu Nga, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.