

## Vài nét về doanh nghiệp

STB là ngân hàng niêm yết lớn thứ 7 của Việt Nam về mặt tài sản, hoạt động tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ và SME. STB đang trong giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>46.136</b>
Tiềm năng tăng giá	30%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (10/04/2025)	35.400
Biến động 1 năm	26.800 – 40.000
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	11.480.379
Vốn hóa (Tỷ đồng)	66.737
P/E	6,19x
P/B	1,14x
%NN sở hữu	21,6%

### Diễn biến giá



### Tỷ lệ sở hữu

VAMC	32,5%
Nước ngoài	21,6%
Khác	46,9%

## Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hạnh Linh

[nhlinh1@vcbs.com.vn](mailto:nhlinh1@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## BÚT TỐC TRONG NĂM THEN CHỐT CỦA ĐỀ ÁN TÁI CƠ CẤU

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu STB là **46.136 đồng/cổ phiếu** dựa trên 2 phương pháp định giá So sánh P/B và Residual Income với mức định giá 1,3x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu STB.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Thu nhập lãi duy trì tích cực:** Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 14% với động lực tăng trưởng đến từ 2 phân khúc cho vay chính (bán lẻ phục vụ sản xuất kinh doanh và doanh nghiệp SME) đang trên đà hồi phục tốt. NIM dự kiến duy trì mức 3,7% trong năm 2025.
- Thu nhập ngoài lãi khả quan hơn:** Thu nhập từ phí của STB đã có sự hồi phục tích cực trong 2024 và dự báo sẽ nối tiếp đà tăng trong thời gian tới với động lực từ hoạt động thanh toán, thẻ, bảo hiểm. Thu nhập từ thu hồi nợ cũng kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt khi thị trường bất động sản khởi sắc và được tăng cường hỗ trợ về mặt pháp lý.
- Áp lực trích lập dự phòng ở mức thấp trong 2025** nhờ: (1) STB đã trích lập hầu hết cho trái phiếu VAMC ; (2) Chất lượng danh mục cho vay ổn định với các khoản nợ quá hạn và nợ tái cơ cấu giảm dần, rủi ro tập trung và nợ liên đới qua CIC ở mức thấp.
- Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ hoàn thành trong 2025-2026:** Thu nhập từ việc đấu giá thành công khoản nợ liên quan KCN Phong Phú đang được thực hiện theo tiến độ tại hợp đồng và thời điểm hạch toán phụ thuộc vào quyết định của Ban lãnh đạo Ngân hàng. Đồng thời, STB vẫn đang tích cực làm việc với các bên liên quan để xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý. Do đó, chúng tôi chưa đưa khoản thu nhập khác có thể ghi nhận từ việc bán các tài sản này vào dự báo của STB trong năm 2025.

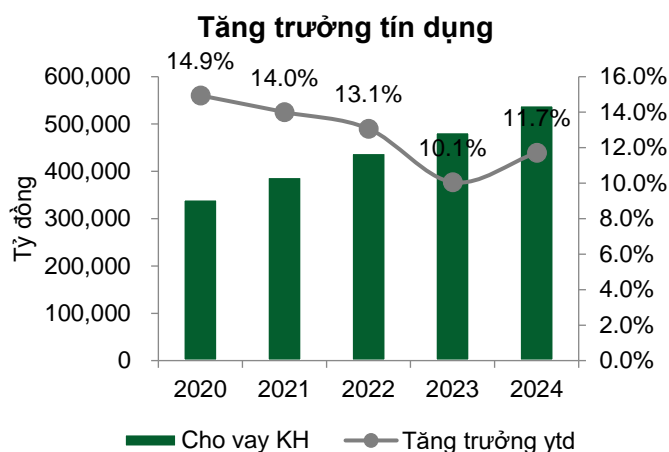
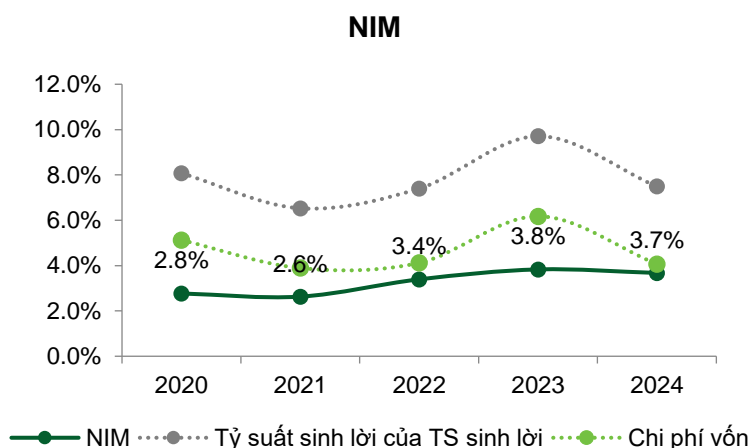
Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần	11,964	17,147	22,072	24,532	28,235
Thu ngoài lãi	5,740	8,994	4,101	4,145	6,564
Tổng thu nhập hoạt động	17,704	26,141	26,173	28,677	34,799
Chi phí hoạt động	9,829	10,921	12,890	13,982	16,967
Dự phòng rủi ro	3,475	8,882	3,688	1,974	1,958
Lợi nhuận trước thuế	4,400	6,339	9,595	12,720	15,874
NIM	2.6%	3.4%	3.8%	3.6%	3.6%
Số dư VAMC (sau trích lập)	17,706	6,875	1,830	1,690	0
ROE	10.8%	13.8%	18.3%	20.0%	20.7%
CIR	55.5%	41.8%	49.2%	48.8%	48.8%
CAR	9.9%	9.5%	9.1%	10.1%	na
Tỷ lệ nợ xấu	1.5%	1.0%	2.3%	2.4%	2.0%
LLCR	118.6%	131.0%	68.8%	68.4%	73.4%
CASA	22.5%	18.9%	18.3%	17.9%	17.9%

Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024**
**Lợi nhuận tăng trưởng nhờ tiết giảm chi phí trích lập dự phòng**

**Dư nợ cho vay khách hàng của STB đạt hơn 539 nghìn tỷ đồng (+11,7% ytd)**, thấp hơn so với tăng trưởng tín dụng toàn ngành. Trong đó, cho vay khách hàng cá nhân chiếm khoảng 55% dư nợ; cho vay doanh nghiệp tư nhân chiếm 44% và cho vay doanh nghiệp nhà nước chiếm 1%. Dư nợ cho vay đối với doanh nghiệp thuộc nhóm ngành bất động sản, xây dựng chiếm khoảng 11%. STB không nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp.

**Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá đạt 604 nghìn tỷ đồng (+11,8% ytd)**, tương đương tăng trưởng tín dụng. Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đạt khoảng 102 nghìn tỷ đồng (+9% ytd), tỷ lệ CASA ở mức 18%.

**Hình 1: Tăng trưởng tín dụng**

**Hình 2: NIM**


Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

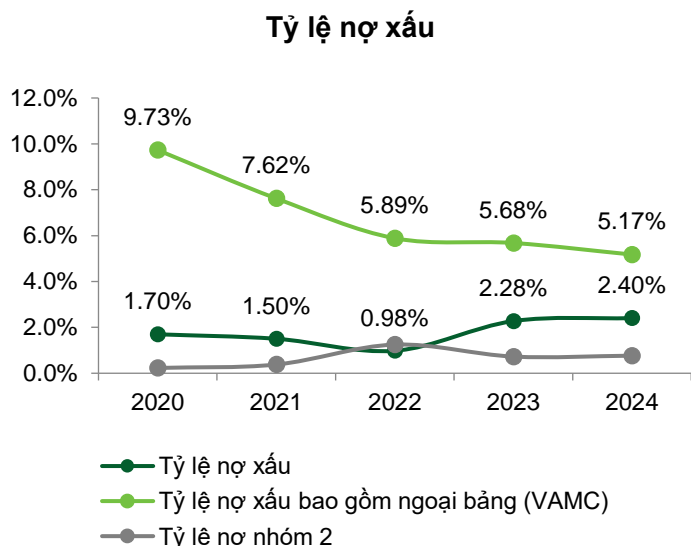
**Trong 2024, STB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động và LNTT đạt lần lượt 28.677 tỷ đồng (+9,6% yoy) và 12.730 tỷ đồng (+32,6% yoy):**

- (1) Thu nhập lãi thuần ghi nhận 24.532 tỷ đồng (+11,1% yoy), tương đương tốc độ tăng trưởng tín dụng khi STB nỗ lực tiết giảm chi phí vốn nhằm duy trì biên lãi ròng NIM đạt 3,7%, giảm nhẹ so với 2023.
- (2) Thu nhập ngoài lãi đạt 4.145 tỷ đồng (+1,1% yoy) với đóng góp chủ yếu từ thu nhập phí dịch vụ và hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng, đạt lần lượt 2.978 tỷ đồng (+13,8% yoy) và 1.106 tỷ đồng (+0,6% yoy). Ngược lại, ngân hàng hầu như không ghi nhận thêm khoản thu hồi xử lý nợ xấu nào trong năm 2024.

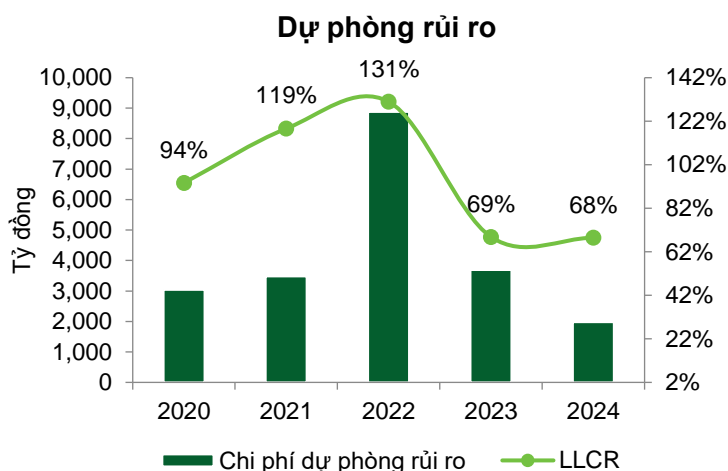
**Chi phí hoạt động đạt 13.982 tỷ đồng (+8,5% yoy), tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) đạt 48,8%, tiếp tục cải thiện so với mức 49,2% của năm 2023.**

**Tỷ lệ nợ xấu nội bảng đạt 2,4%**, cao hơn so với cuối 2023 tuy nhiên có ghi nhận cải thiện so với quý trước khi ngân hàng sử dụng 570 tỷ đồng dự phòng rủi ro để xóa nợ xấu trong Q4. Tỷ lệ nợ nhóm 2 duy trì thấp ở mức 0,77%. Chi phí dự phòng ghi nhận 1.974 tỷ đồng (-46,5% yoy), tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) đạt 68%.

**Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu**



**Hình 4: Dự phòng rủi ro**



Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

### Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng

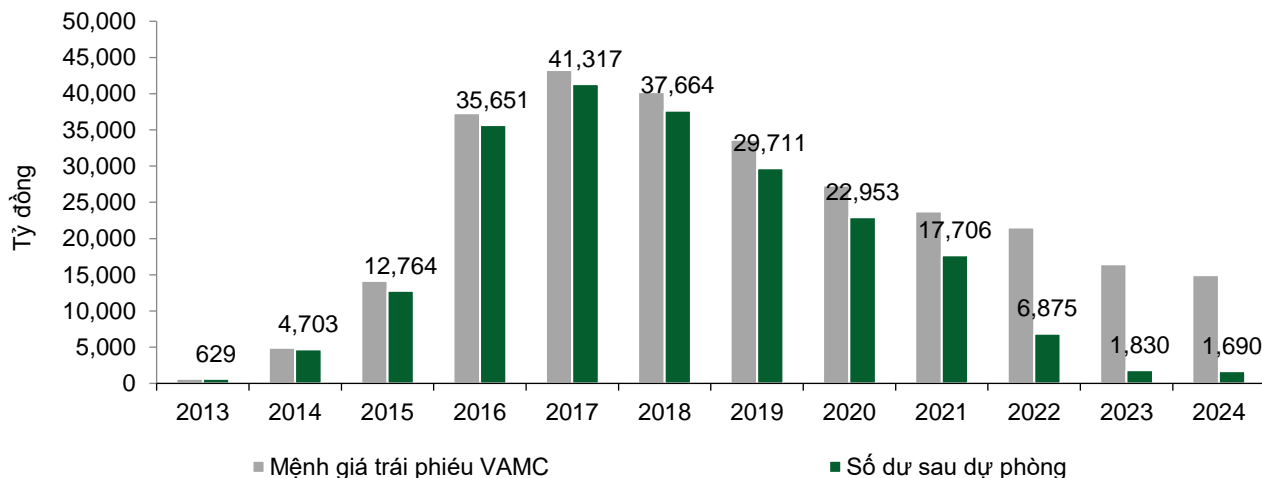
Tỷ trọng tài sản không sinh lời của STB tiếp tục giảm xuống còn 2,62% tổng tài sản (so với mức trên 20% trong các năm đầu của Đề án tái cơ cấu). Tính tới cuối 2024, dư nợ xấu VAMC sau dự phòng còn 1.690 tỷ đồng. Trong đó có một số tài sản bảo đảm đáng chú ý bao gồm:

- 18 khoản nợ với dư nợ gốc 5.134 tỷ đồng được đảm bảo bằng tài sản tại KCN Phong Phú đã được đấu giá thành công với giá trị 7.934 tỷ đồng. Đến cuối 2024, STB đã thực thu được 1.587 tỷ đồng tương đương 20% trên tổng số tiền đấu giá và dự kiến phần còn lại được hoàn trả trong 2025.
- 32,5% cổ phần STB của Trầm Bê được dùng để bảo đảm cho khoản nợ gốc khoảng 10.000 tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi. Số cổ phần này có giá trị thị trường khoảng 24.000 tỷ đồng ở thời điểm hiện tại.

Dự phòng lũy kế cho trái phiếu VAMC đạt 13.258 tỷ đồng, trong đó STB đã sử dụng 1.305 tỷ đồng để xử lý nợ và hoàn nhập trích lập 40 tỷ đồng trong kỳ. STB chưa thực hiện tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2024 như dự báo trước đó của chúng tôi, nhiều khả năng do các khoản nợ còn lại chưa đủ điều kiện hoàn thiện hồ sơ hạch toán theo quy trình với VAMC. Trong khi đó, STB đang đẩy nhanh tiến độ thu hồi tiền đấu giá khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú và có thể sẽ hoàn thiện hồ sơ hạch toán cho khoản nợ này trước kế hoạch. Đối với khoản nợ đảm bảo bằng 32,5% cổ phần STB do VAMC quản lý, Sacombank vẫn đang tiếp tục làm việc với các bên liên quan để được thông qua kế hoạch xử lý số cổ phần này.

**Hình 5: Số dư trái phiếu VAMC**

**Trái phiếu VAMC STB**



Nguồn: STB, VCBS tổng hợp

**TRIỂN VỌNG**

**Thu nhập lãi duy trì tích cực**

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 14%, thấp hơn mức trung bình ngành khi vốn chủ sở hữu của STB tăng trưởng hạn chế trong giai đoạn tái cơ cấu với tỷ lệ CAR hiện ở mức 10,1%. Động lực tăng trưởng đến từ 2 phân khúc cho vay chính (bán lẻ phục vụ sản xuất kinh doanh và doanh nghiệp SME) đang trên đà hồi phục tốt. NIM dự kiến duy trì mức 3,7% trong năm 2025. Thêm vào đó, trong trường hợp ngân hàng đủ điều kiện hoàn nhập thu nhập lãi từ các khoản nợ lớn, biên lãi ròng cũng như lợi nhuận của STB sẽ có sự tăng trưởng đột biến.

**Thu nhập ngoài lãi khả quan hơn**

Nhờ thế mạnh về bán lẻ với thương hiệu mạnh và mạng lưới rộng khắp trong thị trường miền Nam, thu nhập từ phí của STB đã có sự hồi phục tích cực trong 2024 và dự báo sẽ nổi tiếp đà tăng trong thời gian tới với động lực từ hoạt động thanh toán, thẻ, bảo hiểm. Thu nhập từ thu hồi nợ cũng kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt khi thị trường bất động sản sôi động và được tăng cường hỗ trợ về mặt pháp lý với việc luật hoá Nghị định 42.

**Áp lực trích lập dự phòng ở mức thấp trong 2025**

Áp lực trích lập dự phòng ở mức thấp trong 2025 nhờ: (1) STB đã trích lập và xử lý, thu hồi 100% trái phiếu VAMC (trích lập 100% cho trái phiếu chưa xử lý, phần còn lại đã xử lý và thực thu tiền mặt, chờ hoàn tất thủ tục tất toán). Kỳ vọng STB có thể hoàn nhập trích lập từ các khoản nợ lớn với triển vọng rõ ràng nhất từ khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú với dư nợ gốc được hoàn nhập là 5.134 tỷ đồng; (2) Chất lượng danh mục cho vay ổn định với các khoản nợ quá hạn và nợ tái cơ cấu giảm dần, rủi ro tập trung và nợ liên đới qua CIC ở mức thấp.

**Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ hoàn thành trong 2025-2026**

Với việc 2025 là năm cuối của Đề án tái cơ cấu và trong điều kiện thị trường đã thuận lợi hơn, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong giai đoạn 2025-2026. Thu nhập từ việc đấu giá thành công khoản nợ liên quan KCN Phong Phú đang được thực hiện theo tiến độ tại hợp đồng và thời điểm hạch toán phụ thuộc vào quyết định của Ban lãnh đạo Ngân hàng. Chúng tôi cho rằng STB có thể đẩy nhanh quá trình thu hồi tiền đầu giá và khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú sẽ đủ điều kiện hoàn nhập trích lập vào năm 2025.

Với kịch bản tích cực này, ước tính tác động lên định giá sau khi đưa toàn bộ số tiền từ việc bán KCN Phong Phú vào BVPS trong năm 2025 như sau:

<b>BVPS 2025F</b>	<b>35,969</b>
<b>Tác động của khoản thu từ KCN Phong Phú</b>	<b>2,929</b>
<b>BVPS 2025F điều chỉnh</b>	<b>38,898</b>

Bên cạnh đó, STB vẫn đang tích cực làm việc với các bên liên quan để xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý, đồng thời cần thêm khoảng thời gian chọn lựa nhà đầu tư do số lượng sở hữu lớn. Chúng tôi kỳ vọng việc chào bán có thể triển khai thành công từ cuối 2025. Việc chuyển nhượng thành công 32,5% cổ phần STB với mức giá dự kiến trên 30.000 đồng/cổ phiếu sẽ là tiền đề quan trọng giúp STB trở lại cuộc đua một cách mạnh mẽ do có thể cùng lúc giải quyết 2 vấn đề về nợ xấu tồn đọng và chủ sở hữu.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng do thiếu các thông tin cụ thể về phương án cũng như thời điểm hạch toán, khoản thu nhập khác có thể ghi nhận từ việc bán các tài sản này chưa được đưa vào dự phóng lợi nhuận và định giá của STB trong năm 2025.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

### Rủi ro trì hoãn trong quá trình xử lý tài sản tồn đọng

Những chậm trễ trong việc thu hồi và thanh lý tài sản đảm bảo trước diễn biến không thuận lợi của thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán có thể khiến quá trình xử lý nợ xấu chậm hơn so với kế hoạch.

### Rủi ro nợ xấu

Nợ xấu có thể gia tăng kéo chi phí dự phòng tăng nhanh khi nền kinh tế vĩ mô và thị trường bất động sản chậm phục hồi hơn dự kiến, ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khách hàng trong năm 2025, đặc biệt với một số khoản vay có dư nợ lớn của các doanh nghiệp trong diện tái cơ cấu.

## ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng 2025

Chúng tôi ước tính STB đạt **15.874 tỷ đồng LNTT năm 2025 (+24,8% yoy)**, tương đương EPS đạt 6.736 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 35.969 đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	22,072	24,532	11.1%	28,235	15.1%
Tổng thu nhập hoạt động	26,173	28,677	9.6%	34,799	21.3%
Dự phòng rủi ro	-3,688	-1,974	-46.5%	-1,958	-0.8%
Lợi nhuận trước thuế	9,595	12,720	32.6%	15,874	24.8%
ROE	18.3%	20.0%		20.7%	

Nguồn: VCBS ước tính

### Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 46.136 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng với P/B mục tiêu 1,3x, ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu STB là 46.136 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	<b>45,681</b>	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	<b>46,592</b>	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>46,136</b>	

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

### Khuyến nghị: MUA

STB là một trong những ngân hàng cổ phần tư nhân quy mô lớn, có hoạt động kinh doanh cốt lõi hiệu quả trong ngành ngân hàng. Sau những vấn đề lớn về chất lượng tài sản đến từ việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam, STB đã bước vào giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng quá trình xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh và hoàn thành trong năm 2025-2026 khi các thị trường tài sản có dấu hiệu hồi phục.

Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu STB với giá trị hợp lý là **46.136 đồng/cổ phiếu**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Nguyễn Hạnh Linh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

[nhlinh1@vcbs.com.vn](mailto:nhlinh1@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>