

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Tài LỘC (STB)

PHTT -3,3%

| Ngành                 | Ngân hàng  |
|-----------------------|------------|
| Ngày báo cáo          | 15/09/2026 |
| Giá hiện tại          | 76.000 VND |
| Giá mục tiêu          | 73.500 VND |
| Giá mục tiêu gần nhất | 73.500 VND |
| TL tăng               | -3,3%      |
| Lợi suất cổ tức       | 0,0%       |
| Tổng mức sinh lời     | -3,3%      |

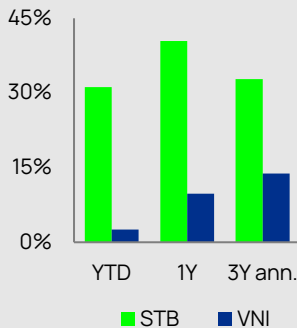
|                      |                     |
|----------------------|---------------------|
| GT vốn hóa           | 147,3 nghìn tỷ đồng |
| Room KN              | 24,8 nghìn tỷ đồng  |
| GTGD/ngày (30n)      | 355,1 tỷ đồng       |
| Cổ phần Nhà nước     | 0,0%                |
| SL cổ phiếu lưu hành | 1,885 tỷ            |
| Pha loãng            | 1,885 tỷ            |

|             | STB   | Peers | VNI   |
|-------------|-------|-------|-------|
| P/E (trượt) | 46,5x | 8,2x  | 13,7x |
| P/B (ht)    | 2,3x  | 1,5x  | 2,0x  |
| ROA         | 0,6%  | 1,7%  | 2,4%  |
| ROE         | 8,7%  | 17,7% | 16,1% |

Tổng quan Ngân hàng

STB được thành lập vào năm 1991, IPO vào năm 1996 và niêm yết vào năm 2006. Tính đến cuối năm 2025, STB là ngân hàng lớn thứ tám trong số 12 ngân hàng mà chúng tôi theo dõi, tính theo tổng dư nợ cho vay. Vào tháng 10/2015, STB đã sáp nhập với Southern Bank, và NHNN kiểm soát 32,5% quyền biểu quyết do 1 cổ đông đã cam kết cổ phần của STB làm tài sản thế chấp và không thể thực hiện nghĩa vụ.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hồ Thu Nga

Chuyên viên  
[nga.ho@vietcap.com.vn](mailto:nga.ho@vietcap.com.vn)  
+8428 3914 3588 ext.516

Vũ Thế Quân

Trưởng phòng  
[quan.vu@vietcap.com.vn](mailto:quan.vu@vietcap.com.vn)  
+8424 6262 6999 ext.364

|                                 | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| LN trước dự phòng (tỷ đồng)     | 19.012 | 22.700 | 42.378 | 36.195 |
| % YoY                           | 29,4%  | 19,4%  | 86,7%  | -14,6% |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 5.939  | 6.588  | 30.223 | 20.652 |
| % YoY                           | -41,1% | 10,9%  | 358,7% | -31,7% |
| EPS                             | -41,1% | 10,9%  | 358,7% | -31,7% |
| NIM                             | 3,30%  | 2,85%  | 4,28%  | 3,15%  |
| Tỷ lệ CASA                      | 15,3%  | 17,7%  | 19,2%  | 19,7%  |
| Nợ xấu/cho vay                  | 6,41%  | 5,00%  | 4,00%  | 2,50%  |
| Chi phí tín dụng                | 1,82%  | 2,06%  | 0,56%  | 1,06%  |
| Chi phí/thu nhập                | 40,7%  | 34,8%  | 22,3%  | 28,1%  |
| P/B                             | 2,4x   | 2,2x   | 1,5x   | 1,3x   |
| P/E                             | 26,7x  | 24,0x  | 5,2x   | 7,7x   |
| ROE                             | 10,3%  | 10,5%  | 38,0%  | 20,1%  |
| ROA                             | 0,7%   | 0,7%   | 2,8%   | 1,6%   |

Đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong giai đoạn hậu tái cơ cấu

- Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu cho Ngân hàng TMCP Sài Gòn Tài LỘC (STB) ở mức 73.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG.
- Mặc dù chúng tôi kỳ vọng dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 sẽ ở mức khiêm tốn do STB tiếp tục ưu tiên xử lý nợ xấu, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngân hàng, nhờ hiệu quả hoạt động được cải thiện và định hướng mở rộng chiến lược nhằm phục vụ các hệ sinh thái khách hàng quy mô lớn.
- Thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần của ngân hàng tiếp tục là yếu tố biến động lớn nhất đối với dự báo lợi nhuận và định giá cổ phiếu của chúng tôi. Mức giá chuyển nhượng tiềm năng và thời điểm thực hiện thương vụ vẫn còn nhiều bất định. Do đó, chúng tôi hiện tiếp tục duy trì giả định rằng thương vụ bán cổ phần sẽ diễn ra trong năm 2027.
- STB hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng giai đoạn 2026-2027 lần lượt là 2,2 lần/1,5 lần, cao hơn so với mức trung vị của các ngân hàng cùng ngành là 1,2 lần/1,0 lần.
- Rủi ro:** Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến; NIM thấp hơn dự kiến; tiến trình xử lý 32,5% cổ phần thế chấp tại VAMC tiếp tục kéo dài.

**Cho vay doanh nghiệp sẽ là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng của STB trong nửa cuối năm 2026 cũng như trong trung hạn.** Ngân hàng có kế hoạch ưu tiên giải ngân tín dụng cho các hệ sinh thái doanh nghiệp lớn như Vingroup (VIC) và các dự án hạ tầng trọng điểm. Trong 2-3 năm tới, STB đặt mục tiêu nâng tỷ trọng phân khúc khách hàng này lên 25-30% tổng dư nợ cho vay. Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi nâng giả định tốc độ tăng trưởng tín dụng kép (CAGR) giai đoạn 2026-2030 từ 15,2% lên 16,8% nhằm phản ánh việc ngân hàng đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp và tham gia các dự án ngoài hạn mức tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng sự chuyển dịch chiến lược này sẽ tác động tích cực đến NIM của ngân hàng thông qua (1) tỷ lệ CASA từ khách hàng doanh nghiệp cao hơn và (2) tỷ trọng cho vay trung và dài hạn lớn hơn. Chúng tôi lưu ý rằng bảng cân đối kế toán của VIC cho thấy doanh nghiệp này duy trì khoảng 13 nghìn tỷ đồng CASA tại STB vào cuối quý 2/2026, tương đương khoảng 12% tổng số dư CASA của ngân hàng. Ngoài ra, việc thắt chặt quan hệ hợp tác với các doanh nghiệp lớn có thể giúp STB tạo ra nguồn thu nhập phí mới từ dịch vụ ngân hàng giao dịch và phí thu xếp tín dụng.

**Hiệu quả hoạt động cải thiện tiếp tục là yếu tố hỗ trợ chính cho lợi nhuận trong ngắn hạn.** STB đã hoàn tất việc nâng cấp hệ thống Core Banking (ngân hàng lõi) và hiện đang chuyển hướng đầu tư sang các ứng dụng phục vụ khách hàng, đồng thời đưa các hệ thống nội bộ sang trạng thái duy trì. Song song đó, việc ứng dụng công nghệ/tự động hóa ở mức độ cao hơn đã giúp STB nhanh chóng cải thiện năng suất, với mục tiêu của ban lãnh đạo là điều chỉnh cơ cấu nhân sự giữa khối kinh doanh (front office) và khối hỗ trợ - vận hành (back office) từ tỷ lệ 60%/40% sang tỷ lệ 80%/20%. Trong trung hạn, STB đặt mục tiêu giảm CIR về 28% từ mức 40,7%/35,6% lần lượt trong năm 2025/6T 2026.

**Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2026 khi STB tiếp tục làm sạch bảng cân đối kế toán.** Ban lãnh đạo chia sẻ rằng (1) nợ xấu hình thành trong thời gian gần đây tập trung ở các khoản vay doanh nghiệp lớn, trong khi chất lượng tài sản của phân khúc khách hàng cá nhân vẫn tương đối ổn định, và (2) tỷ lệ nợ xấu sẽ về mức khoảng 2% trong năm 2028. Đáng chú ý, do phần lớn nợ xấu hình thành mới trong năm nay có tài sản thế chấp là bất động sản, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ có thể thanh lý tài sản thế chấp và thu hồi tổn thất theo thời gian. Đây là nguồn lợi nhuận đáng kể trong trung và dài hạn, mặc dù thời điểm thu hồi vẫn chưa thể được dự báo chính xác.

## Dự báo năm 2026: Áp lực lên NIM và chi phí dự phòng tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2026

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

| Tỷ đồng                               | 2025           | Dự báo 2026 cũ | Dự báo 2026 mới | Dự báo 2026 mới/KQ 2025 | Nhận định của Vietcap                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Thu nhập lãi ròng (NII)               | 26.681         | 25.132         | 26.764          | 0,3%                    | * Chúng tôi điều chỉnh tăng 6,5% dự báo NII năm 2026 do giả định NIM cao hơn.                                                                                                                                                                                                                                |
| Thu nhập phí ròng (NFI)*              | 4.101          | 4.331          | 6.262           | 52,7%                   | * Chúng tôi điều chỉnh tăng 44,6% dự báo tổng NFI năm 2026 do KQKD quý 2/2026 cao hơn đáng kể so với kỳ vọng, chủ yếu được dẫn dắt bởi phí thu xếp tín dụng từ các khách hàng doanh nghiệp mới.                                                                                                              |
| Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)        | 5.376          | 5.337          | 8.068           | 50,1%                   | * Bên cạnh NFI, chúng tôi cũng nâng dự báo thu nhập từ thu hồi nợ năm 2026 lên 1,8 nghìn tỷ đồng khi chúng tôi kỳ vọng STB sẽ đẩy mạnh thu hồi nợ xấu trong nửa cuối năm 2026, theo trao đổi gần nhất của chúng tôi với ngân hàng.                                                                           |
| Thu nhập từ HĐKD (TOI)                | 32.057         | 30.469         | 34.832          | 8,7%                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Chi phí HĐKD (OPEX)                   | (13.045)       | (11.271)       | (12.132)        | -7,0%                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| LN trước dự phòng (PPOP)              | 19.012         | 19.198         | 22.700          | 19,4%                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Chi phí dự phòng                      | (11.384)       | (10.941)       | (14.465)        | 27,1%                   | * Chúng tôi điều chỉnh tăng 32% dự báo chi phí dự phòng năm 2026 nhằm phản ánh nợ xấu hình thành trong quý 2/2026 cao hơn đáng kể so với kỳ vọng. Ngân hàng hiện đặt mục tiêu chi phí dự phòng nửa cuối năm 2026 nhìn chung tương đương mức của 6T 2026 và tỷ lệ nợ xấu đạt khoảng 4,5-5% vào cuối năm 2026. |
| Lợi nhuận ròng NIM                    | 5.939<br>3,30% | 6.606<br>2,68% | 6.588<br>2,85%  | 10,9%<br>-46 đcb        | * Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo NIM năm 2026 của STB lên 2,85% do KQKD 6T 2026 đạt 2,77%, cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ giải ngân phần hạn mức tín dụng còn lại trong nửa cuối năm 2026 chủ yếu vào các khoản vay trung và dài hạn, qua đó tác động tích cực đến NIM.                   |
| Lợi suất tài sản sinh lãi (IEA)       | 7,12%          | 7,13%          | 7,56%           | 44 đcb                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Chi phí huy động (COF)                | 4,08%          | 4,79%          | 5,08%           | 101 đcb                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tỷ lệ CASA**                          | 15,3%          | 16,2%          | 17,7%           | 238 đcb                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tỷ lệ chi phí/ thu nhập (CIR)         | 40,7%          | 37,0%          | 34,8%           | -5,9 điểm %             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tỷ lệ nợ xấu                          | 6,41%          | 4,50%          | 5,00%           | -141 đcb                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tổng dư nợ cho vay                    | 626.392        | 701.559        | 701.559         | 12,0%                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tiền gửi khách hàng                   | 618.342        | 680.176        | 686.359         | 11,0%                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Giấy tờ có giá                        | 39.185         | 45.062         | 42.319          | 8,0%                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tổng tài sản                          | 917.120        | 994.900        | 995.110         | 8,5%                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tổng vốn chủ sở hữu                   | 59.867         | 65.845         | 65.829          | 10,0%                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| ROAE                                  | 10,3%          | 10,5%          | 10,5%           | 14 đcb                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| ROAA                                  | 0,71%          | 0,69%          | 0,69%           | -2 đcb                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) quy định | 77,3%          | 77,2%          | 77,2%           | 113 đcb                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

Nguồn: Báo cáo tài chính 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.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá để ước tính giá mục tiêu giữa năm 2027, với việc áp dụng tỷ trọng bằng nhau cho phương pháp thu nhập thặng dư (TNTD) và phương pháp P/B mục tiêu.

Định giá TNTD của chúng tôi cao hơn so với định giá P/B mục tiêu. Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu cho vốn chủ sở hữu dự phóng vào giữa năm 2027, trong khi định giá TNTD của chúng tôi phản ánh khoản thu nhập đáng kể từ hoàn nhập dự phòng mà chúng tôi kỳ vọng sẽ đến từ việc bán 32,5% cổ phần thế chấp tại VAMC vào cuối năm 2027.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho STB ở mức 73.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Tác động tích cực từ (1) mức tăng 3,6% trong tổng dự báo LNST giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là -0,3%/-0,4%/+1,1%/+9,6%/+5,2% cho các năm 2026/27/28/29/30) và (2) giả định hệ số beta thấp hơn cho STB được bù đắp bởi (3) mức tăng 100 điểm cơ bản trong giả định tỷ lệ phi rủi ro (RFR) của chúng tôi.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho STB, được ước tính dựa trên beta 2 năm gần nhất từ Bloomberg (tỷ trọng 50%) và beta bằng 1,0 (tỷ trọng 50%) để phản ánh giả định beta sẽ có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ lệ phi rủi ro thêm 100 điểm cơ bản lên 7,0%. Mặc dù lãi suất chính sách của NHNN nhìn chung không đổi trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo môi trường lợi suất trong nước sẽ cao hơn về mặt cấu trúc trong trung hạn. Việc điều chỉnh tăng này được dẫn dắt bởi hai yếu tố:

- Nguồn vốn cho hạ tầng trong nước: Nhu cầu tín dụng mạnh mẽ của Việt Nam, được dẫn dắt bởi danh mục các dự án hạ tầng lớn, sẽ đòi hỏi việc huy động vốn dài hạn với quy mô đáng kể, qua đó tạo áp lực tăng mang tính cấu trúc lên lãi suất.
- Các yếu tố bất lợi từ vĩ mô toàn cầu: Chúng tôi nhận thấy áp lực tăng mang tính cấu trúc và kéo dài đối với lãi suất tham chiếu toàn cầu, qua đó hạn chế dự địa giảm lợi suất trong nước.

Hình 2: Chi phí vốn chủ sở hữu

| Chi phí vốn chủ sở hữu        | Điều chỉnh   | Trước đây    |
|-------------------------------|--------------|--------------|
| Tỷ lệ phi rủi ro              | 7,0%         | 6,0%         |
| Beta                          | 0,82         | 0,89         |
| Phần bù rủi ro thị trường     | 8,0%         | 8,0%         |
| <b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b> | <b>13,5%</b> | <b>13,1%</b> |

Nguồn: Vietcap

Hình 3: Tóm tắt định giá

| (tỷ đồng)                                    | Giá trị hợp lý | Tỷ trọng | Đóng góp                  |
|----------------------------------------------|----------------|----------|---------------------------|
| Thu nhập thặng dư                            | 173.848        | 50%      | 86.924                    |
| P/B mục tiêu, 1,3 lần                        | 103.357        | 50%      | 51.678                    |
| <b>Định giá tổng hợp</b>                     |                |          | <b>138.602</b>            |
| SL CP đang lưu hành (tỷ)                     |                |          | 1,885                     |
| <b>Giá mục tiêu (đồng)</b>                   |                |          | <b>73.500</b>             |
| Giá hiện tại (đồng)                          |                |          | <b>76.000</b>             |
| Tỷ lệ tăng                                   |                |          | -3,3%                     |
| Lợi suất cổ tức                              |                |          | 0,0%                      |
| <b>Tổng mức sinh lời</b>                     |                |          | <b>-3,3%</b>              |
| P/B dự phóng cuối năm 2026 theo giá mục tiêu |                |          | 2,1x                      |
| P/B dự phóng cuối năm 2027 theo giá mục tiêu |                |          | 1,5x                      |
| <b>Khuyến nghị</b>                           |                |          | <b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b> |

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Mô hình thu nhập thẳng dư

| (tỷ đồng)                                                                                         | 2026F   | 2027F  | 2028F  | 2029F   | 2030F          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|--------|---------|----------------|
| ROE (vốn chủ sở hữu đầu kỳ)                                                                       | 11,0%   | 45,9%  | 22,2%  | 23,4%   | 23,3%          |
| Chi phí vốn chủ sở hữu                                                                            | 13,5%   | 13,5%  | 13,5%  | 13,5%   | 13,5%          |
| Biên lợi nhuận kinh tế                                                                            | -2,5%   | 32,4%  | 8,6%   | 9,9%    | 9,7%           |
| Giá trị vốn chủ sở hữu (đầu kỳ)                                                                   | 59.867  | 65.829 | 93.181 | 111.871 | 135.581        |
| Thu nhập thẳng dư (TNTD)                                                                          | (1.518) | 21.310 | 8.035  | 11.052  | 13.212         |
| GTHT của TNTD                                                                                     | (1.424) | 17.614 | 5.849  | 7.086   | 7.461          |
| <b>Tổng GTHT của TNTD</b>                                                                         |         |        |        |         | <b>37.298</b>  |
| GTHT của giá trị cuối (tăng trưởng trung hạn trong 10 năm là 4,0% và tăng trưởng ổn định là 3,0%) |         |        |        |         | 73.702         |
| Giá trị vốn chủ sở hữu đầu kỳ (giữa năm 2026)                                                     |         |        |        |         | 62.848         |
| <b>Giá trị hợp lý theo TNTD</b>                                                                   |         |        |        |         | <b>173.848</b> |
| Số lượng cổ phiếu (tỷ)                                                                            |         |        |        |         | 1,885          |
| <b>Giá trị hợp lý trên mỗi cổ phiếu (đồng)</b>                                                    |         |        |        |         | <b>92.216</b>  |

Nguồn: Vietcap

P/B mục tiêu

STB hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2026 là 2,18 lần, cao hơn mức P/B dự phóng năm 2026 trung vị của các ngân hàng cùng ngành là 1,18 lần, với ROE dự phóng năm 2026 là 10,5% so với mức trung vị của các ngân hàng cùng ngành là 17,7% (Hình 5). Trên cơ sở trượt 12 tháng, STB đang giao dịch ở mức P/B là 2,30 lần, cao hơn 2,9 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 1,45 lần.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi duy trì P/B mục tiêu cho STB ở mức 1,3 lần. Bảng phân tích độ nhạy ở trang tiếp theo minh họa P/B theo giá trị hợp lý cho STB ở mức 1,4 lần bằng cách sử dụng Mô hình tăng trưởng Gordon (GGM) với ROE trung bình giai đoạn 2020-2030 là 17,6%, chi phí vốn chủ sở hữu là 13,5% (Hình 6) và giả định tăng trưởng ổn định là 3,0%.

Hình 5: Dự báo của Vietcap đối với các ngân hàng tại Việt Nam

| Mã       | GTVH<br>(tỷ USD) | P/E         |             |            | P/B         |             |             | ROE          |              |              | ROA          | Hệ số nhân VCSH | Tỷ lệ nợ xấu |
|----------|------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|
|          |                  | 2025        | 2026F       | 2027F      | 2025        | 2026F       | 2027F       | 2025         | 2026F        | 2027F        | Trượt 12T    | 2025            | 2025         |
| ACB      | 4,9              | 8,3         | 7,2         | 6,3        | 1,36        | 1,18        | 1,03        | 17,2%        | 17,7%        | 17,6%        | 1,65%        | 10,9            | 0,97%        |
| BID      | 10,7             | 9,7         | 8,9         | 8,2        | 1,54        | 1,29        | 1,11        | 19,5%        | 17,9%        | 16,6%        | 1,02%        | 19,2            | 1,47%        |
| CTG      | 8,9              | 7,8         | 6,5         | 5,7        | 1,33        | 1,12        | 0,95        | 21,1%        | 21,3%        | 20,8%        | 1,45%        | 15,4            | 1,10%        |
| MBB      | 7,7              | 6,9         | 5,9         | 5,4        | 1,36        | 1,11        | 0,98        | 21,6%        | 21,0%        | 20,0%        | 1,90%        | 11,4            | 1,29%        |
| VCB      | 18,9             | 15,4        | 13,0        | 10,9       | 2,20        | 1,88        | 1,61        | 16,5%        | 17,0%        | 17,2%        | 1,71%        | 10,7            | 0,58%        |
| VPB      | 8,3              | 9,1         | 7,1         | 5,9        | 1,31        | 1,14        | 0,98        | 14,6%        | 16,0%        | 16,8%        | 2,38%        | 7,0             | 3,33%        |
| HDB      | 5,2              | 7,5         | 6,5         | 5,1        | 1,80        | 1,45        | 1,18        | 25,4%        | 24,8%        | 25,5%        | 2,18%        | 11,9            | 2,44%        |
| TCB      | 8,7              | 9,0         | 7,8         | 6,5        | 1,34        | 1,18        | 1,03        | 16,0%        | 16,0%        | 16,9%        | 2,45%        | 6,6             | 1,07%        |
| TPB      | 1,5              | 5,3         | 4,9         | 5,1        | 0,89        | 0,80        | 0,71        | 18,5%        | 17,6%        | 14,7%        | 1,56%        | 11,6            | 1,29%        |
| VIB      | 1,9              | 6,3         | 5,4         | 6,4        | 0,98        | 0,88        | 0,79        | 16,4%        | 17,0%        | 13,1%        | 1,33%        | 11,8            | 2,97%        |
| LPB      | 5,3              | 12,5        | 13,1        | 11,3       | 3,01        | 2,64        | 2,24        | 25,2%        | 22,9%        | 22,6%        | 2,00%        | 12,8            | 1,68%        |
| Trung vị |                  | <b>8,3</b>  | <b>7,1</b>  | <b>6,3</b> | <b>1,36</b> | <b>1,18</b> | <b>1,03</b> | <b>18,5%</b> | <b>17,7%</b> | <b>17,2%</b> | <b>1,71%</b> | <b>11,6</b>     | <b>1,29%</b> |
| STB      | <b>5,6</b>       | <b>26,7</b> | <b>24,0</b> | <b>5,2</b> | <b>2,39</b> | <b>2,18</b> | <b>1,54</b> | <b>10,3%</b> | <b>10,5%</b> | <b>38,0%</b> | <b>0,36%</b> | <b>15,3</b>     | <b>6,41%</b> |

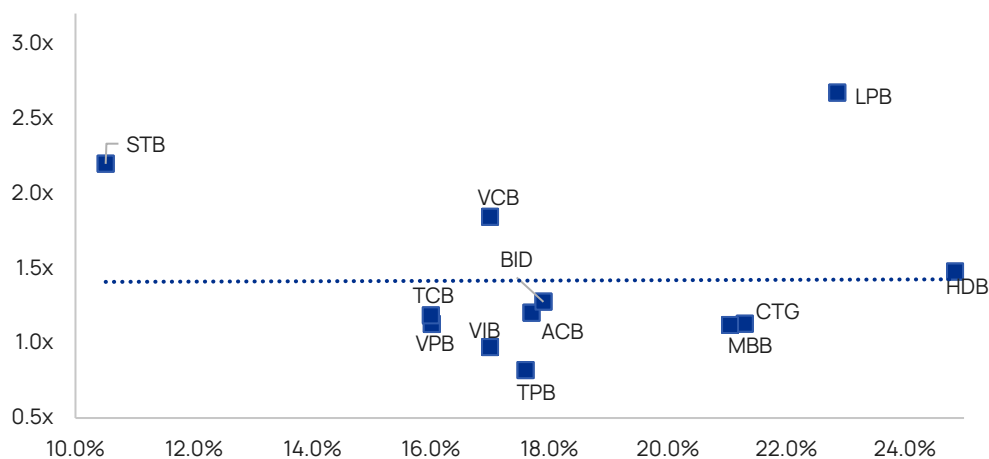
Nguồn: Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 15/09/2026)

Hình 6: Phân tích độ nhạy của giá trị P/B hợp lý của chúng tôi đối với STB rút ra từ Mô hình tăng trưởng Gordon trong mối tương quan với ROE và tốc độ tăng trưởng cuối, giả định các yếu tố khác không đổi

|                  |      | ROE trung bình giai đoạn 2020-2030 |       |       |       |       |
|------------------|------|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                  |      | 15,6%                              | 16,6% | 17,6% | 18,6% | 19,6% |
| Tốc độ TT cuối % | 1,5% | 1,17                               | 1,26  | 1,34  | 1,42  | 1,50  |
|                  | 2,0% | 1,18                               | 1,27  | 1,35  | 1,44  | 1,53  |
|                  | 2,5% | 1,19                               | 1,28  | 1,37  | 1,46  | 1,55  |
|                  | 3,0% | 1,20                               | 1,29  | 1,39  | 1,48  | 1,58  |
|                  | 3,5% | 1,21                               | 1,31  | 1,41  | 1,51  | 1,61  |
|                  | 4,0% | 1,22                               | 1,32  | 1,43  | 1,53  | 1,64  |

Nguồn: Vietcap

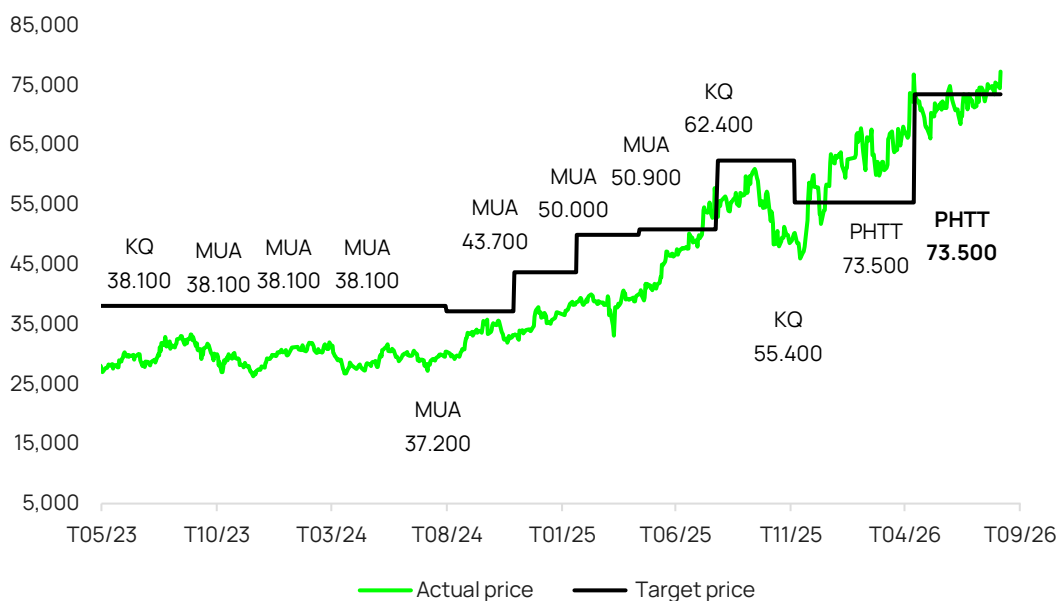
Hình 7: P/B (trục y) và ROE (trục x) của các ngân hàng Việt Nam (dự báo năm 2026)



Nguồn: Vietcap (giá cập nhật ngày 15/09/2026)

## Diễn biến khuyến nghị

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



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: 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)              | 2025          | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Thu nhập từ lãi                     | 57.481        | 71.057        | 95.444        | 95.504        |
| Chi phí lãi vay                     | (30.800)      | (44.293)      | (49.644)      | (55.938)      |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>           | <b>26.681</b> | <b>26.764</b> | <b>45.800</b> | <b>39.566</b> |
| Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng | 3.079         | 5.189         | 4.589         | 4.589         |
| Thu nhập ngoài lãi khác             | 2.298         | 2.879         | 4.133         | 6.188         |
| Tổng thu nhập ngoài lãi             | 5.376         | 8.068         | 8.722         | 10.777        |
| <b>Tổng thu nhập từ HĐKD</b>        | <b>32.057</b> | <b>34.832</b> | <b>54.522</b> | <b>50.342</b> |
| Chi phí ngoài lãi                   | (13.045)      | (12.132)      | (12.144)      | (14.148)      |
| Chi phí quản lý khác                | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tổng chi phí hoạt động              | (13.045)      | (12.132)      | (12.144)      | (14.148)      |
| <b>LN trước dự phòng (PPOP)</b>     | <b>19.012</b> | <b>22.700</b> | <b>42.378</b> | <b>36.195</b> |
| Chi phí dự phòng                    | (11.384)      | (14.465)      | (4.599)       | (10.380)      |
| Thu nhập/chi phí khác               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>LN trước thuế</b>                | <b>7.628</b>  | <b>8.235</b>  | <b>37.779</b> | <b>25.814</b> |
| Thuế                                | (1.689)       | (1.647)       | (7.556)       | (5.163)       |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>               | <b>5.939</b>  | <b>6.588</b>  | <b>30.223</b> | <b>20.652</b> |
| Lợi ích CBTS/cổ tức ưu đãi          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>LNST sau lợi ích CBTS</b>        | <b>5.939</b>  | <b>6.588</b>  | <b>30.223</b> | <b>20.652</b> |
| SLCP lưu hành cuối năm (tr)         | 1.885         | 1.885         | 1.885         | 1.885         |
| SLCP trung bình có tỷ trọng (tr)    | 1.885         | 1.885         | 1.885         | 1.885         |
| EPS (đồng)                          | 2.851         | 3.163         | 14.509        | 9.914         |
| DPS (đồng)                          | 0             | 0             | 0             | 0             |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)                   | 2025           | 2026F          | 2027F            | 2028F            |
|---------------------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Tiền và tương đương tiền              | 5.402          | 12.760         | 14.880           | 17.438           |
| Tiền gửi tại NHNN                     | 18.059         | 19.850         | 22.630           | 26.472           |
| Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác | 172.510        | 158.710        | 190.874          | 214.984          |
| Đầu tư ngắn hạn                       | 24.952         | 39.626         | 46.759           | 55.176           |
| Cho vay khách hàng                    | 606.336        | 680.513        | 806.316          | 959.756          |
| Chứng khoán đầu tư - HTM              | 67.178         | 60.611         | 69.703           | 80.158           |
| Đầu tư dài hạn                        | 82             | 87             | 85               | 84               |
| Tài sản và trang thiết bị             | 7.045          | 7.397          | 7.767            | 8.155            |
| Tài sản khác                          | 15.556         | 15.556         | 15.556           | 15.556           |
| <b>Tổng tài sản</b>                   | <b>917.120</b> | <b>995.110</b> | <b>1.174.570</b> | <b>1.377.779</b> |
| Nợ NHNN                               | 22.247         | 8.507          | 9.920            | 11.625           |
| Huy động và vay liên ngân hàng        | 156.037        | 168.520        | 193.798          | 228.682          |
| Vốn cho vay và ủy thác khác           | 569            | 614            | 706              | 833              |
| Tiền gửi khách hàng                   | 618.342        | 686.359        | 803.040          | 939.557          |
| Công cụ tài chính khác                | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Giấy tờ có giá                        | 39.185         | 42.319         | 48.667           | 57.428           |
| Nợ khác                               | 20.874         | 22.961         | 25.258           | 27.783           |
| <b>Tổng nợ</b>                        | <b>857.253</b> | <b>929.281</b> | <b>1.081.389</b> | <b>1.265.908</b> |
| Vốn CSH của cổ đông                   | 59.867         | 65.829         | 93.181           | 111.871          |
| Lợi ích CBTS                          | 0              | 0              | 0                | 0                |
| <b>Tổng nợ và vốn CSH</b>             | <b>917.120</b> | <b>995.110</b> | <b>1.174.570</b> | <b>1.377.779</b> |

| TỶ LỆ (%)                         | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b>                |       |       |       |       |
| Cho vay                           | 16,1  | 12,0  | 18,0  | 18,0  |
| Tiền gửi                          | 9,1   | 11,0  | 17,0  | 17,0  |
| Thu nhập thuần từ HĐKD            | 11,8  | 8,7   | 56,5  | -7,7  |
| LN từ HĐKD trước dự phòng         | 29,4  | 19,4  | 86,7  | -14,6 |
| LNST sau lợi ích CBTS             | -41,1 | 10,9  | 358,7 | -31,7 |
| <b>Chất lượng tài sản</b>         |       |       |       |       |
| Nhóm 2 / Tổng dư nợ               | 0,74  | 1,00  | 0,50  | 0,50  |
| Tỷ lệ nợ xấu                      | 6,41  | 5,00  | 4,00  | 2,50  |
| Dự phòng thất thoát vốn vay (LLR) | 50,0  | 60,0  | 65,0  | 70,0  |
| Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ       | 1,82  | 2,06  | 0,56  | 1,06  |
| <b>CAR &amp; LDR</b>              |       |       |       |       |
| CAR theo BASEL II                 | 9,2   | 11,6  | 12,6  | 12,2  |
| Cho vay/ tiền gửi quy định        | 77,3  | 78,5  | 79,5  | 80,0  |

| TỶ LỆ (%)                                | 2025        | 2026F       | 2027F       | 2028F       |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Khả năng sinh lời</b>                 |             |             |             |             |
| NIM                                      | 3,30        | 2,85        | 4,28        | 3,15        |
| Lợi suất tài sản sinh lãi                | 7,12        | 7,56        | 8,93        | 7,61        |
| Chi phí huy động                         | 4,08        | 5,08        | 5,06        | 4,88        |
| Chi phí/thu nhập                         | 40,7        | 34,8        | 22,3        | 28,1        |
| <b>Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)</b> |             |             |             |             |
| NII                                      | 3,20        | 2,80        | 4,22        | 3,10        |
| Dự phòng                                 | -1,37       | -1,51       | -0,42       | -0,81       |
| <b>NII sau dự phòng</b>                  | <b>1,84</b> | <b>1,29</b> | <b>3,80</b> | <b>2,29</b> |
| Thu nhập ngoài lãi                       | 0,65        | 0,84        | 0,80        | 0,84        |
| Chi phí hoạt động                        | -1,57       | -1,27       | -1,12       | -1,11       |
| Thuế & Lợi ích CBTS                      | -0,20       | -0,17       | -0,70       | -0,40       |
| <b>ROAA</b>                              | <b>0,71</b> | <b>0,69</b> | <b>2,79</b> | <b>1,62</b> |
| Tổng tài sản trên vốn cổ phần            | 14,5        | 15,2        | 13,6        | 12,4        |
| <b>ROAE</b>                              | <b>10,3</b> | <b>10,5</b> | <b>38,0</b> | <b>20,1</b> |

Nguồn: STB, dự báo của Vietcap

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 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.

## 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.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

##### Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

##### Bùi Nguyên Cẩm Giang

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Anthony Le

##### Giám đốc

#### Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

#### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn