

**SACOMBANK (STB)**

**TRUNG LẬP (TỪ KHẢ QUAN)**  
**+10,4%**

Giá hiện tại	VND66.100
Cao/Thấp nhất 52 tuần	
Giá mục tiêu	VND73.000
Khuyến nghị gần nhất	Khả quan
Giá mục tiêu và Consensus	13,8%
Tiềm năng tăng giá	10,4%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	10,4%

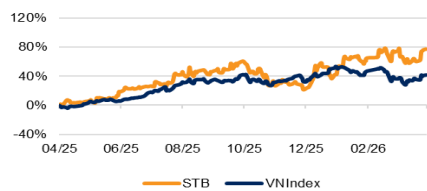
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	4.817
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	30
Sở hữu NN (tr USD)	843
Số CP lưu hành (tr)	1.885
Số CP sau pha loãng (tr)	1.885

	STB	VNI
P/E trượt	21,0	14,6
P/B hiện tại	2,1	2,1
ROA	0,6%	2,3%
ROE	9,9%	14,7%

\*dữ liệu ngày 13/04/2026

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
STB	2,3%	24,4%	77,8%
Tương quan VN-Index	3,7%	-7,6%	43,9%

**Cơ cấu sở hữu**

Dương Công Minh	3.32%
PYN Elite Fund	5.38%
SCB Vietnam Alpha Fund	1.47%
Norges Bank	1.17%
Vietnam Enterprise Investment Limited	1.02%
Khác	3.32%

**Tổng quan doanh nghiệp**

STB là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn tại Việt Nam. Sau nhiều năm tái cơ cấu nhằm xử lý tài sản tồn đọng và củng cố chất lượng tài sản, STB đã đạt được tiến triển rõ nét trong việc xử lý các vấn đề tồn đọng và nâng cao hiệu quả hoạt động, qua đó tạo nền tảng cho quỹ đạo tăng trưởng bền vững hơn trong những năm tới

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Mạnh Tùng**

tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn

**Sự khởi đầu của một chu kỳ tăng trưởng mới**

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung Lập từ Khả Quan với mức giá mục tiêu 73.000 VND, với tiềm năng tăng giá 10,4%, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi rằng việc xử lý 32,5% cổ phần thông qua đấu giá sẽ hỗ trợ cải thiện lợi nhuận của ngân hàng trong năm 2027
- Lý do cho giá mục tiêu của chúng tôi là dự báo lợi nhuận FY26-27 cao hơn, cùng với việc cập nhật mô hình thu nhập thẳng dư cho giai đoạn FY2026-31F

**Tiêu điểm tài chính**

- ROE năm 2025 đã giảm xuống mức 10% (-10% svck), do trích lập dự phòng tăng mạnh trong Q4/25, bù trừ phần thu nhập từ đấu giá KCN Phong Phú.
- Tỷ lệ CIR của ngân hàng giảm từ mức 49% năm 2024 xuống còn 40% năm 2025 nhờ tinh gọn bộ máy nhân sự và cắt giảm số phòng giao dịch truyền thống.

**Luân điểm đầu tư**

**Việc đấu giá 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê là nút thắt cuối cùng trong quá trình tái cơ cấu của STB**

Chúng tôi kỳ vọng sự tham gia của ban lãnh đạo mới cùng định hướng rõ ràng hơn sẽ giúp đẩy nhanh quá trình tái cơ cấu ngân hàng, trong đó trọng tâm là xử lý 32,5% cổ phần liên quan đến Trầm Bê. Theo ước tính của chúng tôi, mức giá hợp lý cho lô cổ phiếu này nằm trong khoảng 41.000-53.000 VND/cổ phiếu, tương ứng 1,3x-1,7x P/B trượt 12 tháng, phù hợp với mặt bằng định giá của các ngân hàng cùng nhóm. Trong trường hợp đấu giá thành công, giao dịch này có thể giúp ngân hàng hoàn nhập dự phòng trái phiếu VAMC và ghi nhận một phần lãi dự thu trước đây bị treo, qua đó hỗ trợ cải thiện thu nhập lãi thuần (NII) và biên lãi ròng (NIM).

**Đẩy nhanh xử lý tài sản tồn đọng**

Cùng với các bước cuối của quá trình tái cơ cấu, ngân hàng đã tăng mạnh trích lập dự phòng và đẩy nhanh xử lý các khoản vay quá hạn. Tỷ lệ dự phòng trên tổng dư nợ cho vay tăng lên 5,9% tại cuối Q4/25, so với 0,7% của quý trước. Đồng thời, tỷ lệ xóa nợ tăng vọt trong quý 4/2025. Ngoài ra, ngân hàng đã có những bước tiến rõ nét trong xử lý tài sản có vấn đề, với tỷ lệ tài sản tồn đọng (không bao gồm nợ xấu) giảm từ 28% tổng tài sản xuống còn 2,4% vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch đấu giá cổ phần sẽ hỗ trợ xử lý phần lớn tài sản tồn đọng còn lại, qua đó tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng mới của ngân hàng.

**Thay đổi ban lãnh đạo đánh dấu giai đoạn phát triển mới của STB**

Sự tham gia của ông Nguyễn Đức Thụy vào ban lãnh đạo STB được kỳ vọng sẽ mang lại động lực chiến lược mới, dựa trên kinh nghiệm thúc đẩy chuyển đổi tại LPBank. Ban lãnh đạo mới nhiều khả năng sẽ đẩy mạnh chuyển đổi số và tinh gọn tổ chức nhằm nâng cao hiệu quả vận hành, từ đó tối ưu chi phí và cải thiện khả năng sinh lời của ngân hàng.

Tổng quan tài chính	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	-41,1%	17,0%	408,6%	-51,6%
Tăng trưởng tín dụng svck	16,1%	12,0%	13,0%	15,0%
NIM	3,3%	3,0%	5,3%	3,3%
Tỷ lệ CASA	15,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Tỷ lệ nợ xấu	6,4%	5,1%	4,6%	4,1%
Tỷ lệ bao nợ xấu LLR	50,0%	73,4%	89,1%	99,0%
ROE trung bình	10,3%	11,0%	41,8%	15,4%

## Dự báo 2026–2027: Thu từ bán đấu giá 32,5% cổ phần thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026–27 (triệu đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới				Thay đổi		Nhận xét
	2026	2027	2026	%svck	2027	%svck	2026	2027	
Thu nhập lãi thuần	34.022	37.070	28.278	6,0%	54.292	92,0%	-16,9%	46,5%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo NII năm 2027 từ 34 nghìn tỷ đồng lên 54 nghìn tỷ đồng, nhằm phản ánh việc thu hồi lãi dự thu sau khi bán 32,5% cổ phần.
Thu nhập ngoài lãi	5.491	6.037	5.792	7,7%	6.032	4,2%	5,5%	-0,1%	
Tổng thu nhập HDKD	39.513	43.107	34.070	111,8%	60.324	77,1%	-13,8%	39,9%	
Chi phí hoạt động	(19.362)	(21.123)	(13.458)	-6,7%	(16.288)	21,0%	-30,5%	-22,9%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) từ 49% xuống 39% cho năm 2026 và 27% cho năm 2027, phản ánh nỗ lực của ngân hàng trong việc tinh gọn nhân sự, tối ưu hóa mạng lưới chi nhánh và đẩy mạnh số hóa, cùng với mức TOI cao hơn trong năm 2027 nhờ thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần.
Lợi nhuận trước dự phòng	20.152	21.985	20.613	8,4%	44.037	113,6%	2,3%	100,3%	
Chi phí dự phòng	426	712	(11.927)	4,8%	137	-101,2%	-2899,5%	-80,7%	Chúng tôi điều chỉnh dự báo chi phí tín dụng năm 2026 để phản ánh áp lực trích lập dự phòng từ các khoản vay quá hạn lớn chuyển sang các nhóm rủi ro cao hơn. Đối với năm 2027, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ hoàn nhập và đảo ngược một phần các khoản dự phòng đã trích trước đó liên quan đến trái phiếu VAMC gắn với lô cổ phần 32,5%.
Lợi nhuận trước thuế	19.726	21.273	8.686	13,9%	44.174	408,6%	-56,0%	107,7%	
Lợi nhuận sau thuế	15.583	16.805	6.949	17,0%	35.339	408,6%	-55,4%	110,3%	
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	7.022	7.022	7.022	0,0%	7.022	0,0%	0,0%	0,0%	

Lưu ý: Chúng tôi kỳ vọng việc đấu giá 32,5% cổ phần sẽ diễn ra vào năm 2027

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Kế hoạch kinh doanh thận trọng và gia hạn đề án tái cơ cấu trong bối cảnh thách thức

#### Kế hoạch kinh doanh thận trọng năm 2026

Theo kế hoạch đề ra trong tài liệu họp cổ đông, STB lên kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn +6% svck, phản ánh quan điểm hoạt động thận trọng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng tín dụng của ngân hàng, cùng với việc chất lượng một số khoản vay lớn tiếp tục suy giảm, qua đó làm gia tăng áp lực trích lập dự phòng và ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng trong năm 2026.

Figure 2: STB's business plan in 2026

Chi tiêu	2025	Thực tế 2025	% hoàn thành	KH tăng trưởng 2026
Tăng trưởng LNTT	14.650	7.628	52,0%	6,0%
Tăng trưởng tổng tài sản	819.000	917.120	112,0%	10,0%
Tăng trưởng tín dụng	614.400	626.392	102,0%	12,0%
Tăng trưởng huy động	736.300	836.379	114,0%	10,0%
Tỷ lệ nợ xấu	<2%	5%	Không đạt	<4,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng trích lập dự phòng sẽ hỗ trợ làm sạch bảng cân đối và tạo nền tảng cho một chu kỳ tăng trưởng bền vững hơn.

#### Chúng tôi cho rằng việc gia hạn kế hoạch tái cơ cấu 5 năm không ảnh hưởng đáng kể đến việc xử lý 32,5% cổ phần liên quan đến ông Trầm Bê

Theo tài liệu họp cổ đông 2026, Ban lãnh đạo STB đã đề xuất gia hạn kế hoạch tái cơ cấu thêm 5 năm đến năm 2030 do đề án cũ đã hết hạn và ngân hàng cũng cần thời gian để tái cấu trúc lại bộ máy hoạt động (bao gồm việc kiện toàn bộ ban lãnh đạo) và xử lý các khoản nợ xấu tồn đọng. Chúng tôi cho rằng, việc

gia hạn đề án tái cơ cấu đến năm 2030 sẽ giúp ngân hàng có nhiều dư địa để thực hiện những công việc trên, tránh những rủi ro chậm trễ do thủ tục.

Chúng tôi cũng đánh giá việc xử lý khoản 32,5% cổ phần sẽ là ưu tiên của ban lãnh đạo mới của STB và sẽ được xử lý sớm.

### **Bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững sau tái cơ cấu**

#### **Khả năng xử lý lô 32,5% cổ phần STB của ông Trầm Bê trong năm 2027**

Chúng tôi ước tính tổng dư nợ gốc, lãi dự thu liên quan đến khoản vay được thế chấp bằng lô 32,5% cổ phần của ông Trầm Bê tại STB vào khoảng 63 nghìn tỷ đồng (~2,4 tỷ USD). Con số này bao gồm các khoản vay đã bán cho VAMC, các khoản repo và lãi phải thu, bao gồm cả phần lãi đã khoanh theo đề án tái cơ cấu của ngân hàng.

Trong bối cảnh còn nhiều yếu tố chưa chắc chắn về giá bán đấu giá lô cổ phiếu này, chúng tôi ước tính mức giá đấu giá có thể nằm trong khoảng 41.000–53.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/B trượt 12 tháng là 1,3x–1,7x, tương đương với mặt bằng định giá của các ngân hàng cùng nhóm (hình 3). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định mức giá đấu giá 48.000 đồng/cổ phiếu (~1,5x P/B hiện tại), tương ứng tổng giá trị lô cổ phần khoảng 28 nghìn tỷ đồng (~1,1 tỷ USD) và tỷ lệ thu hồi khoảng 46% so với dư nợ gốc lãi ước tính (hình 4). Khoản thu nhập này nhiều khả năng sẽ được ghi nhận một lần, thay vì phân bổ trong nhiều năm như trường hợp KCN Phong Phú.

Giao dịch này có thể giúp ngân hàng hoàn nhập dự phòng trái phiếu VAMC. Đồng thời ghi nhận một phần lãi dự thu trước đây, qua đó hỗ trợ NIM tăng khoảng 200–300 điểm cơ bản so với mức hiện tại 3,3%. Theo đó, BVPS có thể tăng thêm khoảng 10.000 đồng/cổ phiếu so với kịch bản cơ sở (chưa bao gồm tác động từ thương vụ đấu giá).

Bên cạnh đó, hệ số an toàn vốn (CAR) dự kiến tăng thêm 2–3 điểm phần trăm, từ mức hiện tại 9,2%, qua đó củng cố bộ đệm vốn và tạo thêm dư địa cho tăng trưởng tín dụng, đồng thời hỗ trợ ngân hàng đáp ứng lộ trình tuân thủ theo Thông tư 14 của NHNN. Quan trọng hơn, việc xử lý thành công lô cổ phần này có thể đánh dấu việc hoàn tất quá trình tái cơ cấu của STB, xóa bỏ áp lực tồn đọng kéo dài trên bảng cân đối và hỗ trợ quá trình tái định giá trong trung hạn.

**Hình 3: P/B của STB so với các ngân hàng cùng ngành**

Ngân hàng	Tổng tài sản	Tổng vốn chủ sở hữu	ROAA	ROAE	P/B
VPB	1.260.150	180.276	1,9%	14,9%	1,27
TCB	1.192.344	179.501	2,2%	15,9%	1,32
MBB	1.615.764	142.023	1,7%	21,1%	1,56
ACB	1.025.850	94.520	1,5%	17,6%	1,29
HDB	931.101	78.265	1,8%	25,3%	1,71
SHB	892.571	67.996	1,3%	19,0%	1,00
STB	917.120	59.867	0,7%	10,3%	2,1

**Hình 4: Ước tính gốc, lãi khoản vay được đảm bảo bằng 32,5% cổ phần (Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có ghi khác)**

Khoản mục	Giá trị
Dư nợ còn lại đã bán cho VAMC	6.611
Các khoản phải thu và phơi nhiễm liên quan đến giao dịch repo	1.454
Lãi phải thu theo hợp đồng	55.185
<b>Tổng cộng</b>	<b>63.250</b>

Ghi chú: Dữ liệu P/B tại thời điểm 13/04/2026  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

Lưu ý: Ước tính dựa trên dữ liệu từ AGM của STB năm 2024  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

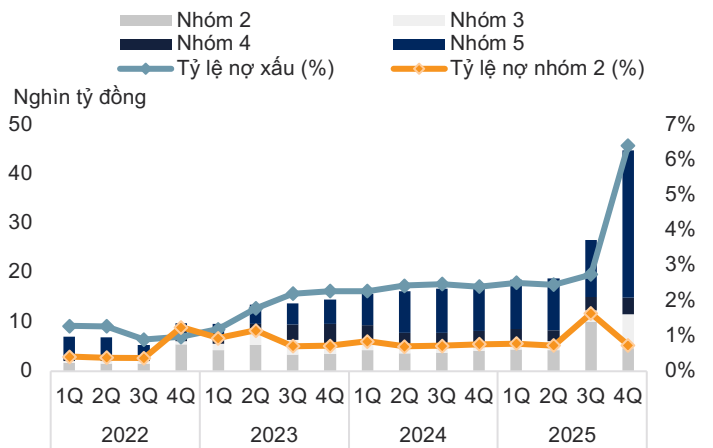
### **Đẩy nhanh xử lý tồn đọng trước chu kỳ tăng trưởng mới**

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của STB tăng mạnh trong năm 2025, chủ yếu do một số khoản vay tái cơ cấu trước đây chuyển sang nhóm nợ xấu trong 9T25, cùng với việc các khoản vay liên quan đến nhóm Bamboo Airways bị phân loại lại xuống Nhóm 5.

Trước sự suy giảm chất lượng tài sản, STB đã chủ động tăng mạnh trích lập dự phòng và đẩy nhanh xử lý các khoản nợ quá hạn, qua đó tạo nền tảng cho giai đoạn tăng trưởng mới. Tỷ lệ dự phòng trên tổng dư nợ cho vay tăng vọt lên 5,9% trong quý 4/2025 từ mức 0,7% của quý trước. Đồng thời, tỷ lệ xóa nợ trên tổng dư nợ cũng tăng mạnh trong quý 4/2025, cho thấy quyết tâm xử lý dứt điểm nợ xấu tồn đọng. Chúng tôi cho rằng ngân hàng vẫn có thể chịu áp lực trích lập trong thời gian tới khi một số khoản nợ quá hạn lớn tiếp tục chuyển sang các nhóm nợ cao hơn.

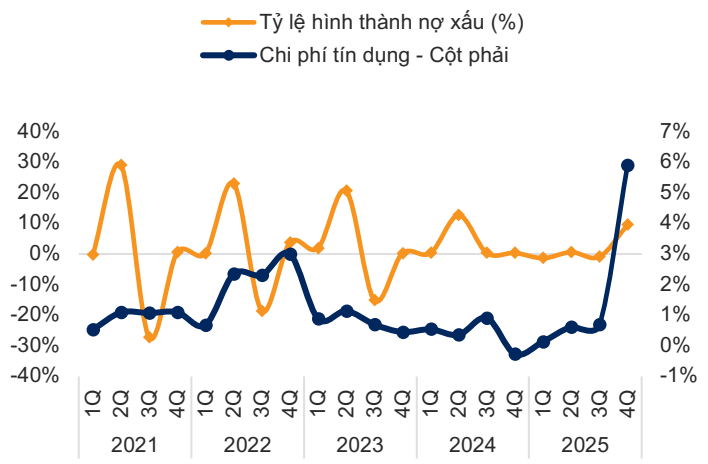
Ở chiều tích cực, tỷ lệ nợ Nhóm 2 của ngân hàng duy trì ở mức thấp khoảng 0,7%, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành 1,2%, cho thấy khả năng gia tăng mạnh nợ xấu trong 12–18 tháng tới là không cao. Bên cạnh đó, ngân hàng cũng đạt tiến triển tích cực trong xử lý tài sản tồn đọng, với tỷ lệ tài sản tồn đọng (không bao gồm nợ xấu) giảm từ 28% xuống còn 2,4% tổng tài sản vào năm 2024. Với những nỗ lực xử lý tồn đọng đang được đẩy mạnh, chúng tôi kỳ vọng rủi ro tài sản của ngân hàng sẽ dần ổn định trong 12–18 tháng tới.

**Hình 5: Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh trong Q4/25**



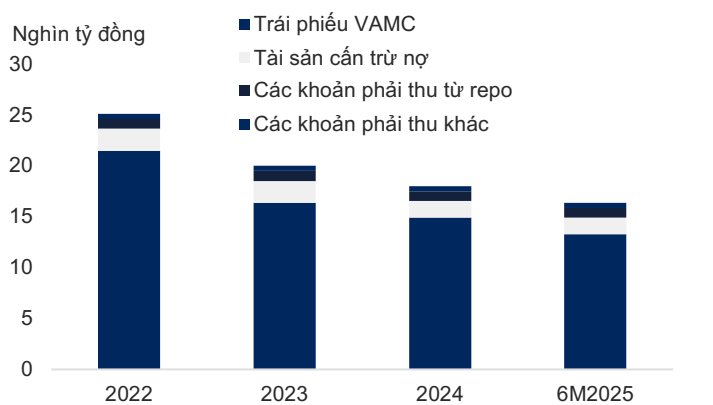
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 6: Dự phòng tăng mạnh trong Q4/25.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 7: Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng tương đối tốt**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 8: Bộ đệm dự phòng cải thiện dần từ mức đáy năm 2024**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Tiếp tục tinh gọn bộ máy nhằm tối ưu hóa chi phí**

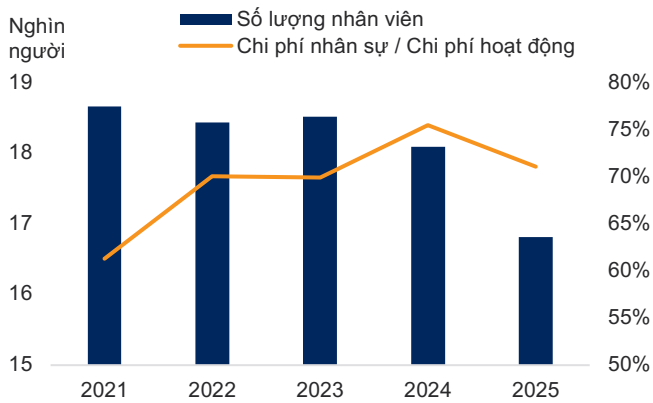
Sự tham gia của ông Nguyễn Đức Thụy vào ban lãnh đạo STB có thể mang lại động lực chiến lược mới, dựa trên kinh nghiệm thúc đẩy chuyển đổi tại LPBank. Trong giai đoạn trước tại LPBank, ông Thụy tập trung mạnh vào chuyển đổi số và tối ưu chi phí. Các sáng kiến chính bao gồm đẩy nhanh triển khai hệ thống core banking T24 và thúc đẩy các chương trình chuyển đổi dữ liệu, trong đó có

dự án quản trị dữ liệu chủ (MDM). Bên cạnh đó, cách tiếp cận quản trị của ông cũng thể hiện qua việc tối ưu chi phí vận hành, bao gồm tái cấu trúc nhanh mạng lưới chi nhánh và tinh gọn nhân sự. Nhờ đó, CIR của LPBank giảm mạnh và ngân hàng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận trong năm 2024.

Chúng tôi cho rằng ông Thụy có thể theo đuổi chiến lược tương tự tại STB, và các diễn biến gần đây phần nào củng cố quan điểm này. CIR của ngân hàng giảm từ 48% năm 2024 xuống 40% năm 2025. STB tập trung tối ưu chi phí nhân sự thông qua việc cắt giảm các chi nhánh truyền thống và tinh gọn bộ máy. Theo đó, tổng số điểm giao dịch giảm 20 điểm so với cùng kỳ, trong khi số lượng nhân sự giảm khoảng 1.200 người.

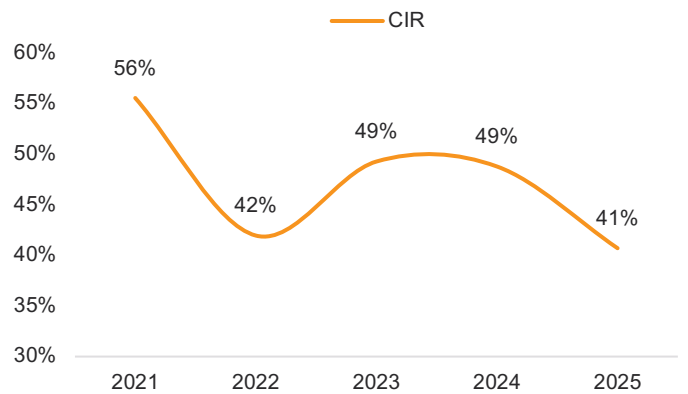
STB cũng đã tái cấu trúc tổ chức theo 9 khối nghiệp vụ, tối ưu tỷ lệ nhân sự giữa khối kinh doanh và khối hỗ trợ – vận hành về mức 80–20. Sự chuyển dịch này giúp ngân hàng tập trung nguồn lực vào hoạt động cốt lõi và tăng cường lực lượng bán hàng. Ở cấp mạng lưới, các văn phòng khu vực được tổ chức lại theo mô hình vùng, đồng thời tinh gọn hệ thống chi nhánh và phòng giao dịch nhằm tăng tính tự chủ, giảm tầng nấc trung gian và nâng cao hiệu quả hoạt động.

**Hình 9: Nỗ lực tối ưu hóa chi phí nhân sự**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 10: ... hỗ trợ cải thiện tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

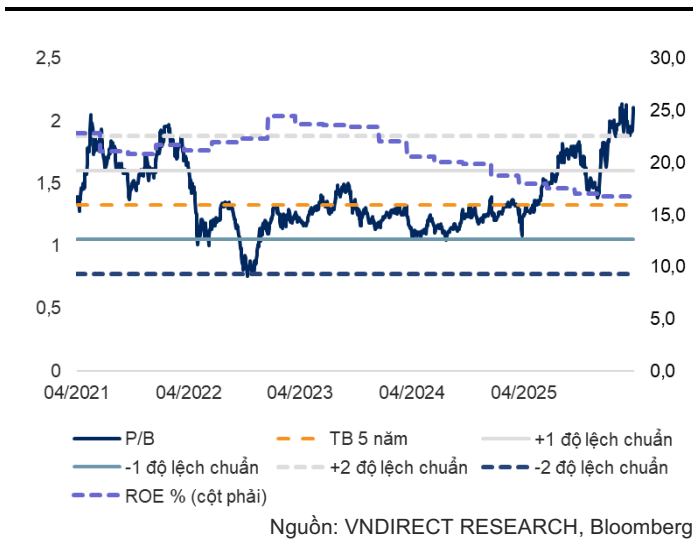
## Định giá: Hạ khuyến nghị xuống DUY TRÌ từ KHẢ QUAN với giá mục tiêu 73.000 đồng

Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu FY27F là 1,5x, cao hơn mức trung bình ngành 5 năm (1,3x), phản ánh kỳ vọng ROE được cải thiện và rủi ro chất lượng tài sản giảm dần sau khi hoàn tất đấu giá 32,5% cổ phần và nỗ lực xử lý các tài sản tồn đọng.

Chúng tôi kết hợp phương pháp P/B và thu nhập thặng dư (residual income), với trọng số mỗi phương pháp là 50%, để đưa ra giá mục tiêu 73.000 đồng/cp cho STB trong kịch bản cơ sở. Kịch bản này giả định tỷ lệ thu hồi các khoản nợ xấu được đảm bảo bằng lô 32,5% cổ phần là 46%.

Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của STB tương đối nhạy với kết quả đấu giá lô 32,5% cổ phần. Phân tích độ nhạy cho thấy giá trị hợp lý nằm trong khoảng 66.000–81.000 đồng/cp, tương ứng tỷ lệ thu hồi 20%–80% (xem hình 13).

Hình 11: P/B hiện tại của STB so với lịch sử



Hình 12: P/B của STB so với bình quân ngành



Hình 13: Phân tích độ nhạy dựa trên tỷ lệ thu hồi khoản vay từ việc đấu giá 32,5% cổ phần STB

Tỷ lệ thu hồi	Giá trị thu hồi (tỷ đồng)	Giá mục tiêu/ 1 cổ phiếu (đồng)
20%	12.650	66.413
40%	25.300	69.135
<b>53%</b>	<b>33.523</b>	<b>72.995</b>
60%	37.950	76.373
70%	44.275	78.786
80%	50.600	81.199

**Hình 14: Định giá thu nhập thặng dư**

Giá định chính	2026	2027	2028	2029	2030	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Phân bù rủi ro	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
ROE (%)	11,0%	41,8%	15,4%	16,1%	16,6%	15,0%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	-618	25.244	3.868	5.365	7.136	56.630
Tỷ lệ chiết khấu	0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	(552)	20.146	2.758	3.416	4.060	32.217
(tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	59.867					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	29.828					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	32.217					
Giá trị vốn chủ sở hữu	121.912					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.885					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	<b>64.667</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 15: Giá mục tiêu dựa trên dự phóng của chúng tôi**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	64.667	32.334
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2025)	50%	81.323	40.662
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			72.995
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>73.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với ROE năm cuối và chi phí vốn**

Chi phí vốn chủ sở hữu	ROE					
	64.667	12,0%	14,0%	15,0%	17,0%	20,0%
10,0%	63.156	78.735	86.524	102.103	125.471	
11,0%	54.092	67.120	73.634	86.663	106.205	
11,9%	<b>47.905</b>	<b>59.080</b>	<b>64.667</b>	<b>75.842</b>	<b>92.604</b>	
13,0%	42.812	52.344	57.110	66.642	80.941	
14,0%	39.285	47.578	51.724	60.016	72.455	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

**Hình 17: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 13/04/2026)**

Ngân hàng	Tiềm năng tăng giá (%)	Vốn hóa (tr USD)	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	ROA (%)		ROE (%)	
			12T	2026	12T	2026	12T	2026	12T	2026		12T	2026		
NHTM CP Ngoại Thương Việt Nam	13,2%	18.814,2	2,7%	2,7%	1,2%	0,9%	2,2	1,9	14,1	13,7	8,5%	1,6%	1,6%	16,7%	16,2%
NHTM CP Công Thương	15,2%	10.292,6	2,7%	2,7%	1,3%	1,5%	1,5	1,3	7,8	8,2	11,9%	1,3%	1,3%	21,2%	19,5%
NHTM CP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	16,8%	11.167,8	2,2%	2,3%	1,5%	1,2%	1,7	1,4	9,5	9,6	19,0%	1,0%	1,0%	19,4%	18,1%
NHTM CP Việt Nam Thịnh Vượng	35,6%	8.239,4	5,4%	5,3%	4,8%	2,9%	1,3	1,1	9,0	7,1	27,5%	2,2%	2,1%	15,5%	17,3%
NHTM CP Kỹ Thương Việt Nam	25,7%	8.623,7	3,7%	4,0%	1,1%	1,1%	1,3	1,2	9,0	7,6	17,4%	2,3%	2,4%	16,0%	17,1%
NHTM CP Quân Đội	15,0%	8.166,3	4,0%	4,8%	2,5%	1,6%	1,6	1,3	8,0	7,0	7,9%	2,0%	2,0%	21,6%	21,7%
NHTM CP Á Châu	30,4%	4.681,0	3,0%	3,4%	1,5%	1,2%	1,3	1,1	7,9	5,8	13,7%	1,7%	2,0%	17,6%	20,4%
NHTM CP Phát triển Thành Phố HCM	47,9%	4.960,4	4,9%	5,8%	2,2%	1,0%	1,7	1,0	7,2	6,2	21,4%	2,0%	2,4%	25,4%	24,7%
NHTM CP Quốc Tế Việt Nam	25,0%	2.274,9	3,0%	4,6%	3,6%	3,1%	1,3	0,8	8,2	4,2	22,5%	1,4%	2,4%	16,4%	23,1%
NHTM CP Tiên Phong	31,9%	1.732,7	3,0%	3,0%	2,2%	1,2%	1,1	1,0	6,2	5,4	10,2%	1,6%	1,6%	18,5%	17,3%
NHTM CP Sài Gòn Thương Tín	10,4%	4.731,7	3,3%	3,0%	2,3%	5,1%	2,1	1,9	21,0	17,9	51,9%	0,7%	0,7%	10,3%	11,0%
<b>Trung bình</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>9,9</b>	<b>8,6</b>	<b>17,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>18,2%</b>	<b>18,3%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

## Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

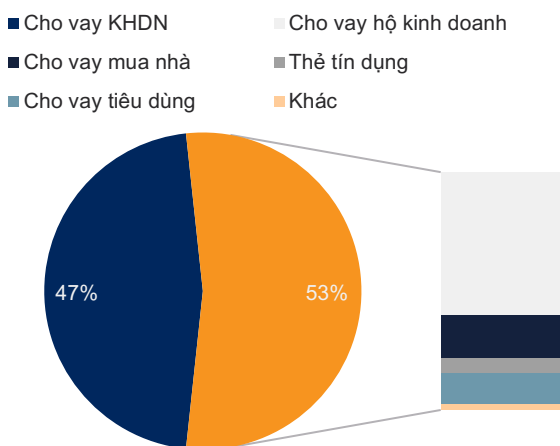
**Lịch sử:** Thành lập năm 1991, STB là một trong những ngân hàng thương mại lớn nhất tại Việt Nam. Ngân hàng trải qua giai đoạn tái cơ cấu quan trọng sau khi sáp nhập với Southern Bank vào năm 2015, khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng đạt khoảng 50% tổng dư nợ. Kết quả là, STB tham gia chương trình tái cơ cấu do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) giám sát từ 2015 đến 2025. Đến năm 2023, STB đã xử lý gần như toàn bộ các tài sản tồn đọng, giảm giá trị ròng trái phiếu VAMC từ 41 nghìn tỷ đồng năm 2017 xuống còn khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023.

**Chiến lược kinh doanh:** Song song với các nỗ lực tái cơ cấu, STB đã mở rộng mảng ngân hàng bán lẻ và dịch vụ số, dựa trên vị thế mạnh trong cho vay khách hàng cá nhân và hộ kinh doanh. Ngân hàng đã đa dạng hóa sản phẩm với thẻ tín dụng (bao gồm thẻ liên kết và thẻ tích hợp) và các giải pháp tài chính linh hoạt cho cả khách hàng cá nhân và doanh nghiệp, góp phần nâng cao hệ sinh thái và trải nghiệm khách hàng.

Bên cạnh đó, STB đẩy nhanh chuyển đổi số bằng việc triển khai nhiều dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt, bao gồm nộp thuế điện tử, hóa đơn điện tử, chuyển tiền trong nước và quốc tế, cũng như thanh toán các dịch vụ công như điện, nước, viễn thông, truyền hình cáp và học phí. Bên cạnh đó, ngân hàng cung cấp dịch vụ thu – chi, quản lý dòng tiền và giải pháp thanh toán COD, cho phép doanh nghiệp nhận thanh toán qua QR code, thẻ, ứng dụng di động hoặc tiền mặt mà không cần quản lý thu tiền trực tiếp, qua đó giảm chi phí và rủi ro vận hành.

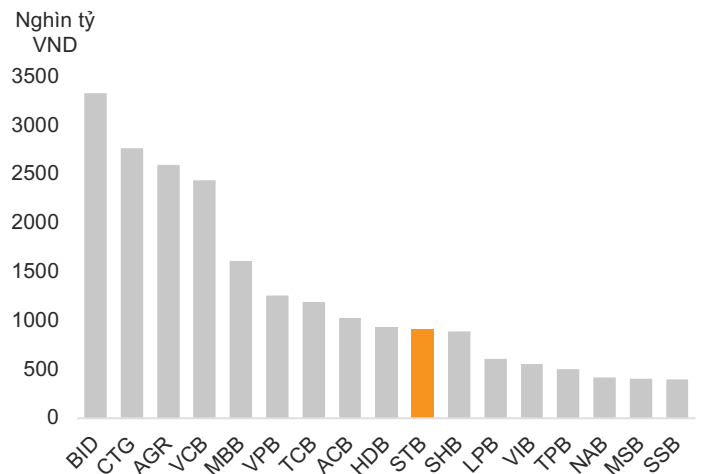
**Phân khúc khách hàng chính:** STB tập trung mạnh vào cho vay bán lẻ, với 53% tổng dư nợ dành cho khách hàng cá nhân và 47% cho khách hàng doanh nghiệp.

Hình 18: Chi tiết dư nợ cho vay của STB



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

Hình 19: STB xếp hạng 10 về tổng tài sản



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STB

## Phụ lục 2: Các dự phóng tài chính trọng yếu

### Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh							
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	17.147	22.072	24.532	26.681	28.278	54.292	37.880
Thu nhập ngoài lãi	8.994	4.101	4.145	5.376	5.792	6.032	6.167
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>26.141</b>	<b>26.173</b>	<b>28.677</b>	<b>32.057</b>	<b>34.070</b>	<b>60.324</b>	<b>44.047</b>
Chi phí hoạt động	(10.964)	(12.890)	(13.982)	(13.045)	(13.458)	(16.288)	(16.297)
LN trước trích lập	15.177	13.283	14.695	19.012	20.613	44.037	27.749
Chi phí trích lập dự phòng	(8.838)	(3.688)	(1.974)	(11.384)	(11.927)	137	(6.382)
Lợi nhuận trước thuế	6.339	9.595	12.720	16.730	8.686	44.174	21.368
Lợi nhuận sau thuế	5.041	7.719	10.087	5.939	6.949	35.339	17.094

### Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán							
(tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	20.136	20.393	25.859	23.461	23.695	23.932	24.172
Cho vay liên ngân hàng	25.294	50.333	88.241	172.510	189.686	208.576	229.351
Chứng khoán - tổng cộng	68.933	74.718	85.730	92.212	93.134	94.065	95.006
<b>Cho vay khách hàng</b>	<b>432.998</b>	<b>475.169</b>	<b>530.448</b>	<b>606.336</b>	<b>675.189</b>	<b>760.050</b>	<b>874.406</b>
Cho vay khách hàng (gộp)	438.628	482.731	539.315	626.392	701.559	792.762	911.676
Trích lập dự phòng	(5.630)	(7.562)	(8.867)	(20.056)	(26.370)	(32.712)	(37.270)
Tài sản cố định	7.548	7.269	7.355	7.045	7.115	7.186	7.258
Tài sản khác	36.874	46.506	10.461	15.307	15.460	15.614	15.771
<b>Tổng tài sản</b>	<b>591.782</b>	<b>674.390</b>	<b>748.095</b>	<b>916.870</b>	<b>1.004.280</b>	<b>1.109.424</b>	<b>1.245.963</b>
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHNN	9.901	19	54	22.247	23.359	24.527	25.754
Tiền gửi liên ngân hàng	28.670	38.273	71.104	156.606	164.391	172.593	181.212
Tiền gửi khách hàng	454.740	510.744	566.882	618.342	667.809	741.268	845.046
Giấy tờ có giá	25.820	28.992	36.754	39.185	43.103	47.413	55.474
Các khoản nợ khác	34.235	50.626	18.329	20.874	38.763	21.429	19.191
<b>Tổng nợ</b>	<b>553.367</b>	<b>628.656</b>	<b>693.122</b>	<b>857.253</b>	<b>937.425</b>	<b>1.007.231</b>	<b>1.126.676</b>
Vốn điều lệ	20.602	20.602	20.602	20.602	20.602	20.602	20.602
Quỹ của TCTD	4.223	4.971	6.083	8.024	8.024	8.024	8.024
Lợi nhuận giữ lại	13.972	20.387	28.426	31.294	38.243	73.582	90.676
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng VCSH</b>	<b>38.627</b>	<b>45.734</b>	<b>54.972</b>	<b>59.867</b>	<b>66.869</b>	<b>102.208</b>	<b>119.302</b>
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>591.782</b>	<b>674.390</b>	<b>748.095</b>	<b>916.870</b>	<b>1.004.280</b>	<b>1.109.424</b>	<b>1.245.963</b>

## Các chỉ số chính

	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>	<u>2028</u>
<b>Giá trị cổ phiếu</b>							
Hệ số P/B	1,09	1,15	1,39	1,74	1,90	1,24	1,06
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	2%	2%	0%	0%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Lãi cơ bản/cp (đồng)	2.674	4.094	5.351	3.150	3.686	18.745	9.067
<b>Các chỉ số tăng trưởng svck</b>							
Tín dụng	13,1%	10,1%	11,7%	16,1%	12,0%	13,0%	15,0%
Tiền gửi khách hàng	6,4%	12,3%	11,0%	9,1%	8,0%	11,0%	14,0%
Thu nhập lãi thuần	43,3%	28,7%	11,1%	8,8%	6,0%	92,0%	-30,2%
Thu nhập ngoài lãi	56,7%	-54,4%	1,1%	29,7%	7,7%	4,2%	2,2%
Tổng thu nhập hoạt động	47,7%	0,1%	9,6%	11,8%	6,3%	77,1%	-27,0%
LN sau thuế	47,8%	53,1%	30,7%	-41,1%	17,0%	408,6%	-51,6%
<b>Các chỉ số lợi nhuận</b>							
NIM	3,4%	3,8%	3,7%	3,3%	3,0%	5,3%	3,3%
Chi phí/Thu nhập HĐKD (CIR)	41,9%	49,2%	48,8%	40,7%	39,5%	27,0%	37,0%
LN trước trích lập / Thu nhập HĐKD	58,1%	50,8%	51,2%	59,3%	60,5%	73,0%	63,0%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HĐKD	19,3%	29,5%	35,2%	18,5%	20,4%	58,6%	38,8%
ROA (12 tháng)	0,9%	1,2%	1,4%	0,7%	0,7%	3,3%	1,5%
ROE (12 tháng)	13,8%	18,3%	20,0%	10,3%	11,0%	41,8%	15,4%
<b>Chất lượng tài sản</b>							
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	2,3%	2,4%	6,4%	5,1%	4,6%	4,1%
Nợ xấu hình thành svck	0,0%	-41,5%	-68,7%	935,8%	-94,9%	69,5%	15,0%
Tỷ lệ xử lý nợ xấu (write-off)	2,3%	0,4%	0,1%	0,0%	0,8%	0,2%	0,2%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	131,0%	68,8%	68,4%	50,0%	73,4%	89,1%	99,0%
<b>Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán</b>							
LDR	96,5%	94,5%	95,1%	101,3%	105,1%	106,9%	107,9%
<b>Tỷ lệ đòn bẩy</b>							
VCSH/Tổng tài sản	6,5%	6,8%	7,3%	6,5%	6,7%	9,2%	9,6%

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối nghiên cứu và Tư vấn đầu tư**

Email: [phuong.hoangviet@vndirect.com.vn](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

**Lê Chí Hiếu – Trưởng phòng Ngân hàng và Dịch vụ tài chính**

Email: [hieu.lechi@vndirect.com.vn](mailto:hieu.lechi@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Mạnh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp**

Email: [tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenmanh@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>