

# Sacombank (STB)

## Tốc độ cải thiện của NIM sẽ chậm lại trong 2025

15/11/2024

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

**3Q2024, LNTT đạt 2,752 tỷ VND, tăng 32.0% YoY**

3Q2024, STB có thu nhập lãi thuần đạt 6,365 tỷ VND (+4.1% QoQ, +31.2% YoY; TOI đạt 7,238 tỷ VND (+1.2% QoQ, +22.1% YoY). Chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh, đạt 1,199 tỷ VND, tăng 45.0% YoY khiến LNTT đạt 2,752 tỷ VND, tăng 2.4% QoQ và 32.0% YoY. Lũy kế 9M2024, LNTT của STB đạt 8,094 tỷ VND, tăng 18.3% YoY.

**-Đà giảm của chi phí đầu vào sẽ dần chậm lại trong 4Q2024**

Chi phí đầu vào (COF) của STB vẫn còn dư địa cải thiện nhờ lãi suất huy động được duy trì ở mức thấp và tăng trưởng huy động vẫn ở mức cao cùng tỷ lệ LDR thuần đạt 93%, thấp hơn trung bình ngành giúp giảm áp lực về thanh khoản trong phần còn lại của năm. Tuy nhiên tỷ lệ CASA giảm (-1.1ppts QoQ) cùng với rủi ro tỷ giá tiềm ẩn sẽ kìm hãm đà giảm của chi phí vốn.

**Lợi suất sinh lời khó cải thiện trong giai đoạn tới**

Ở chiều ngược lại, lợi suất tài sản sinh lời sẽ khó có sự cải thiện dựa trên: (1) Nền kinh tế hồi phục chậm; (2) Tăng trưởng đầu tư tài sản cố định của các doanh nghiệp niêm yết không ấn tượng cùng tỷ trọng nợ ngắn hạn ở mức cao cho thấy các doanh nghiệp đang có xu hướng vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động thay vì vay dài hạn để mở rộng sản xuất kinh doanh. Các yếu tố nêu trên là động lực hợp lý để hệ thống ngân hàng tiếp tục duy trì lãi suất cho vay thấp để đảm bảo tăng trưởng tín dụng, thúc đẩy phát triển kinh tế, làm hạn chế khả năng tăng lợi suất tài sản sinh lời của các ngân hàng.

**Khuyến nghị MUA - giá mục tiêu: 40,000 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu STB. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 40,000VND/cp, cao hơn 23.1% so với giá tại ngày 14/11/2024.

## MUA duy trì

|  |                   |
|--|-------------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>                      | <b>VND 40,000</b> |
| Tăng/giảm (%)                            | 23%               |
| Giá hiện tại (14/11/2024)                | VND 32,500        |
| Giá mục tiêu đồng thuận                  | VND 36,600        |
| Vốn hóa thị trường (ngàn tỷ VND/ tỷ USD) | 61.2/2.4          |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |                         |
|------------------------------------|-------------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 94.5%                   |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 434.7/17.4              |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 23.4%                   |
| Cổ đông lớn                        | Dương Công Minh (3.32%) |

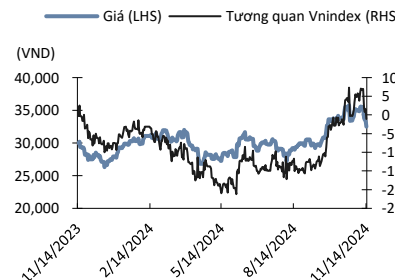
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|-----------|------|------|------|------|
| Tuyệt đối | -3.6 | 12.3 | 16.9 | 8.3  |
| Tương đối | 0.7  | 12.0 | 19.1 | -0.7 |

### Dự phóng KQKD & định giá

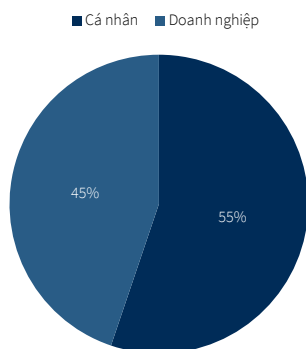
| Cuối năm tài chính                | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)       | 17,147 | 22,072 | 24,888 | 26,221 |
| LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND) | 15,221 | 13,283 | 14,575 | 16,227 |
| LNST (tỷ VND)                     | 5,041  | 7,719  | 8,949  | 11,910 |
| EPS (VND)                         | 2,674  | 4,094  | 4,747  | 6,317  |
| Tăng trưởng EPS (%)               | 48%    | 53%    | 16%    | 33%    |
| PER (x)                           | 10.5   | 6.9    | 5.9    | 4.5    |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS)         | 20,489 | 24,259 | 29,006 | 35,323 |
| PBR (x)                           | 1.38   | 1.16   | 0.97   | 0.80   |
| ROE (%)                           | 13.8   | 18.3   | 17.8   | 19.6   |
| Tỷ suất cổ tức (%)                | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu tín dụng 2023



## Hoạt động kinh doanh

NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) thuộc nhóm các NHTMCP tư nhân lớn nhất Việt Nam với quy mô tài sản tính đến hết năm 2023 đạt 674 nghìn tỷ VND, xếp thứ 8 toàn ngành.

STB đang trong giai đoạn cuối của Đề án tái cơ cấu sau sáp nhập với NHTMCP Phương Nam, về cơ bản đã xử lý phần lớn các vấn đề tồn tại.

STB nằm trong nhóm các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ tín dụng khối bán lẻ cao, đạt 55.2% trong năm 2023.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

**Tốc độ cải thiện NIM có khả năng chậm lại.** Diễn biến vĩ mô thế giới và trong nước không thuận lợi có thể tác động tiêu cực các chiến lược cải thiện NIM của ngân hàng.

**Bán thành công khoản nợ liên quan đến khu công nghiệp Phong Phú.** Thương vụ này giúp đẩy nhanh quá trình tái toán nợ trái phiếu VAMC cùng kì vọng hỗ trợ lợi nhuận của STB trong năm 2025-2026.

**Kế hoạch thoái 32.5% vốn liên quan đến ông Trần Bê.** Các thông tin liên quan đến thương vụ này có thể sẽ đem lại tác động tích cực đến giá cổ phiếu.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

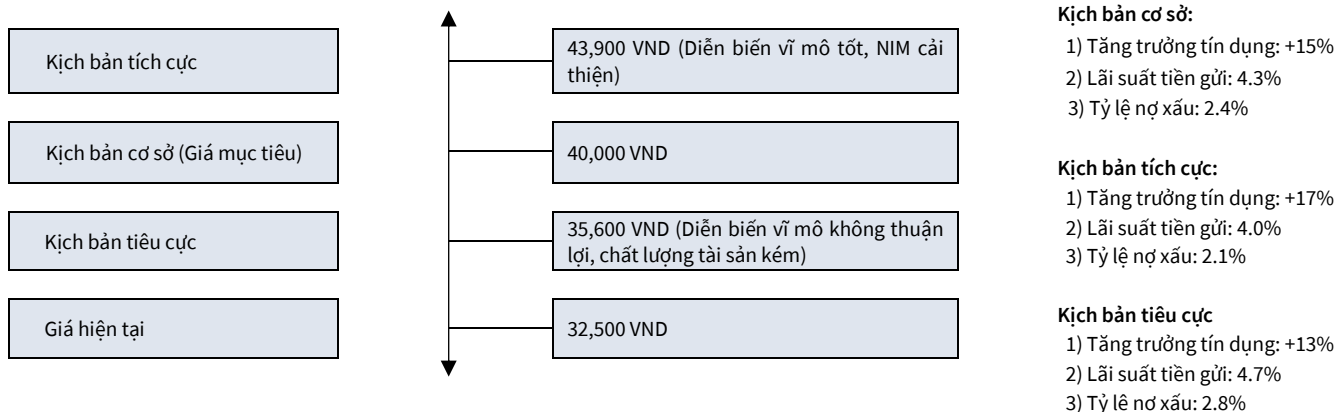
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)                | Dự phóng của KBSV |        | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |        | Chênh lệch |       |
|-------------------------|-------------------|--------|-----------------------|-------|----------------------|--------|------------|-------|
|                         | 2024E             | 2025E  | 2024E                 | 2025E | 2024E                | 2025E  | 2024E      | 2025E |
| Thu nhập lãi thuần      | 24,888            | 26,221 | -2%                   | -6%   | -                    | -      | -          | -     |
| LN trước Chi phí DPRRTD | 14,575            | 16,227 | -10%                  | -18%  | -                    | -      | -          | -     |
| LNST ngân hàng mẹ       | 8,949             | 11,910 | -13%                  | -4%   | 9,191                | 14,135 | -3%        | -16%  |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## Hoạt động kinh doanh

3Q2024, LNTT đạt 2,752 tỷ VND, tăng 32.0% YoY

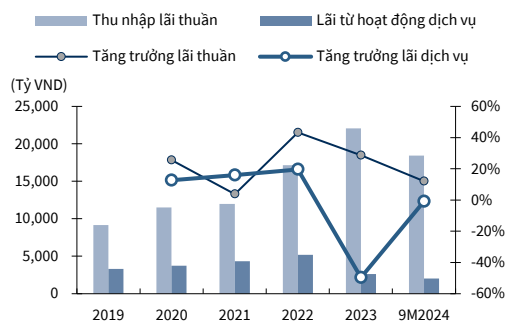
3Q2024, STB có thu nhập lãi thuần đạt 6,365 tỷ VND (+4.1% QoQ, +31.2% YoY); thu nhập ngoài lãi đạt 873 tỷ VND (-15.9% QoQ, -18.9% YoY) khiến TOI đạt 7,238 tỷ VND (+1.2% QoQ, +22.1% YoY). Chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh, đạt 1,199 tỷ VND (+157.6% QoQ, +45.0% YoY) khiến LNTT đạt 2,752 tỷ VND, tăng 2.4% QoQ và 32.0% YoY. Lũy kế 9M2024, LNTT của STB đạt 8,094 tỷ VND, tăng 18.3% YoY.

**Bảng 1. Cập nhật KQKD/Dự phóng KQKD**

| (tỷ VND)                                   | 3Q2023       | 2Q2024       | 3Q2024       | +/-%QoQ       | +/-%YoY        | Chú thích  |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|--|
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>                  | <b>4,851</b> | <b>6,117</b> | <b>6,365</b> | <b>4.1%</b>   | <b>31.2%</b>   | Thu nhập lãi thuần cải thiện nhẹ so với quý trước NIM cải thiện trong khi tăng trưởng tín dụng có phần chững lại.  |
| Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ             | 720          | 681          | 756          | 11.1%         | 5.1%           |  |
| Thu khác từ hoạt động ngoài lãi            | 356          | 357          | 117          | -67.3%        | -67.2%         | Mảng FX ghi nhận mức lãi đạt 218 tỷ VND, giảm 27.4% YoY. Trong khi lãi từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư và kinh doanh không có đóng góp đáng kể. Trong 3Q2024, hoạt động khác lỗ 111 tỷ VND chủ yếu đến từ chi phí nộp thuế GTGT đối với các hoạt động L/C. |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>             | <b>5,927</b> | <b>7,154</b> | <b>7,238</b> | <b>1.2%</b>   | <b>22.1%</b>   |  |
| Chi phí hoạt động                          | (3,015)      | (4,001)      | (3,287)      | -17.8%        | 9.0%           |  |
| LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng | 2,912        | 3,153        | 3,950        | 25.3%         | 35.7%          |  |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng           | (827)        | (465)        | (1,199)      | 157.6%        | 45.0%          | STB đẩy mạnh trích lập dự phòng, là mức cao nhất trong 5 quý gần đây do nợ xấu tăng cao trong 2Q2024 và các khoản nợ xấu này chuyển nhóm nợ trong 3Q2024.  |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                | <b>2,085</b> | <b>2,688</b> | <b>2,752</b> | <b>2.4%</b>   | <b>32.0%</b>   |  |
| <b>LNST của ngân hàng mẹ</b>               | <b>1,635</b> | <b>2,177</b> | <b>2,201</b> | <b>1.1%</b>   | <b>34.7%</b>   |  |
| Tăng trưởng tín dụng                       | 7.6%         | 7.0%         | 8.9%         | 1.8 ppts      | 1.2 ppts       | Tăng trưởng tín dụng 9M2024 đạt 8.9% YTD, cao hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành đạt 7.38%. Trong đó, dư nợ khách hàng ngắn hạn tăng 9.6% YoY và dư nợ dài hạn tăng 7.6% YoY.   |
| Tăng trưởng huy động                       | 8.9%         | 11.0%        | 9.7%         | -1.2 ppts     | 0.8 ppts       | Tăng trưởng huy động ở mức tương đương so với trung bình nhóm ngân hàng quan sát đạt 9.5% YTD.   |
| <b>NIM</b>                                 | <b>3.88%</b> | <b>3.46%</b> | <b>3.64%</b> | <b>18 bps</b> | <b>-23 bps</b> | NIM có sự cải thiện mạnh mẽ nhờ duy trì mặt bằng lãi suất huy động thấp trong 4 quý gần nhất khiến chi phí bình quân đầu vào giảm mạnh.  |
| Lãi suất đầu ra bình quân                  | 9.35%        | 8.00%        | 7.73%        | -27 bps       | -162 bps       |  |
| Lãi suất đầu vào bình quân                 | 5.95%        | 4.98%        | 4.51%        | -47 bps       | -144 bps       |  |
| CIR  | 50.9%        | 55.9%        | 45.4%        | -10.5 ppts    | -5.4 ppts      |  |
| <b>NPL</b>                                 | <b>2.20%</b> | <b>2.43%</b> | <b>2.47%</b> | <b>4 bps</b>  | <b>27 bps</b>  | Tốc độ tăng nợ xấu đã phần nào chậm lại sau 2Q2024 tăng mạnh. Nợ nhóm 5 tăng 9bps QoQ trong khi nợ nhóm 3 giảm 4bps QoQ.   |

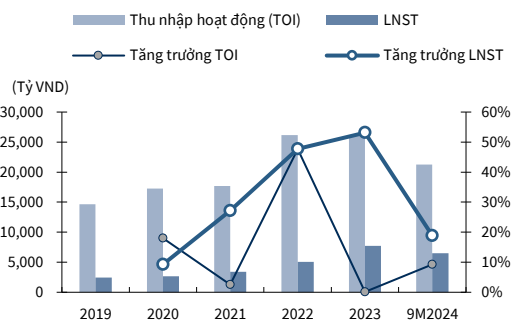
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Tăng trưởng thu nhập lãi thuần và lãi từ hoạt động dịch vụ 2019-2024 (YoY)**



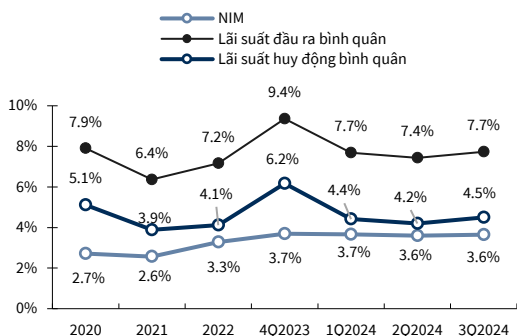
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng thu nhập hoạt động và LNST 2019-2024 (YoY)**



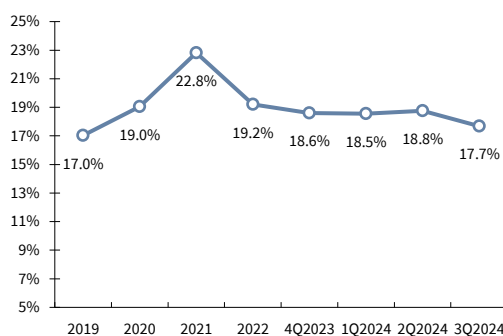
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 4. Biến động lãi suất - NIM giai đoạn 2019-2024**



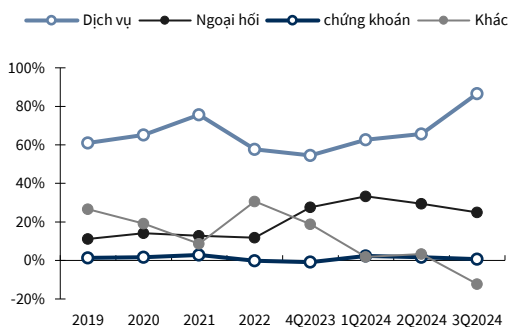
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 5. Tỷ lệ CASA của STB giai đoạn 2019-2024**



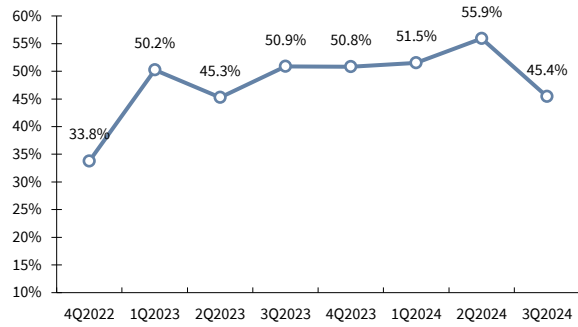
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 6. Cơ cấu thu nhập ngoài lãi 2019-2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 7. Tỷ lệ CIR của STB giai đoạn 2022-2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Theo quan điểm của KBSV, mức độ cải thiện NIM sẽ chững lại trong 4Q2024 và năm 2025 dựa trên:

**Đà giảm của chi phí đầu vào sẽ dần chậm lại trong 4Q2024**

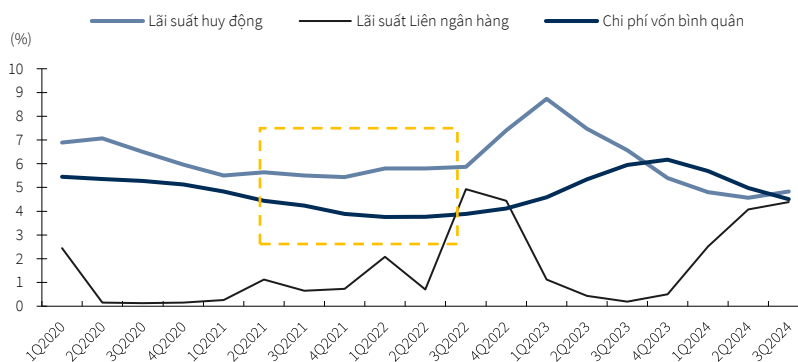
KBSV cho rằng chi phí đầu vào (COF) của STB vẫn còn dư địa cải thiện dựa trên: (1) Lãi suất huy động được duy trì ở mức thấp. Tính tới thời điểm hiện tại, lãi suất huy động cá nhân kỳ hạn 12 tháng của STB đang ở mức 4.9%, thấp hơn mức lãi suất huy động năm 2022 (~5.5%), là giai đoạn STB có mức chi phí vốn tốt nhất trong các năm trở lại đây (Biểu đồ 8); (2) Tăng trưởng huy động vẫn ở mức cao cùng tỷ lệ LDR thuần đạt 93%, thấp hơn trung bình ngành đạt 108% giúp giảm áp lực về thanh khoản trong phần còn lại của năm. Tuy nhiên tỷ lệ CASA giảm (-1.1ppts QoQ) cùng với rủi ro tỷ giá tiềm ẩn do chính sách của tổng thống Trump có thể dẫn tới đồng USD mạnh sẽ kìm hãm đà giảm của chi phí vốn.

**Lợi suất sinh lời khó cải thiện trong giai đoạn tới**

Ở chiều ngược lại, lợi suất tài sản sinh lời sẽ khó có sự cải thiện dựa trên: (1) Nền kinh tế hồi phục chậm với chỉ số PMI và tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng đều ở mức thấp hơn so với giai đoạn 2021 (giai đoạn nền lãi suất thấp); (2) Tăng trưởng đầu tư tài sản cố định của các doanh nghiệp niêm yết chỉ đạt 10.1% trên nền thấp của năm 2023 cùng tỷ trọng nợ ngắn hạn tiếp tục duy trì ở mức cao cho thấy các doanh nghiệp đang có xu hướng vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động thay vì vay dài hạn để mở rộng sản xuất kinh doanh. Các yếu tố nêu trên là động lực hợp lý để hệ thống ngân hàng tiếp tục duy trì lãi suất cho vay thấp để đảm bảo tăng trưởng tín dụng, thúc đẩy phát triển kinh tế, làm hạn chế khả năng tăng lợi suất tài sản sinh lời của các ngân hàng.

**Biểu đồ 8. Tương quan Chi phí vốn – lãi suất huy động và lãi suất liên ngân hàng**

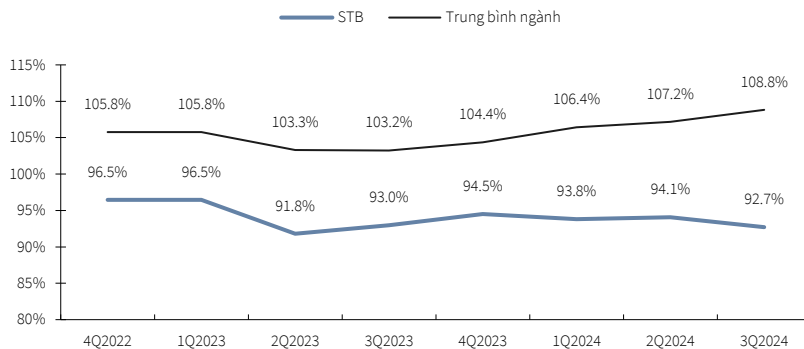
Chi phí vốn bình quân kỳ vọng có xu hướng giảm tương tự giai đoạn 2021-2022 khi lãi suất huy động tăng trở lại nhưng vẫn ở mức nền thấp so với quá khứ.



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

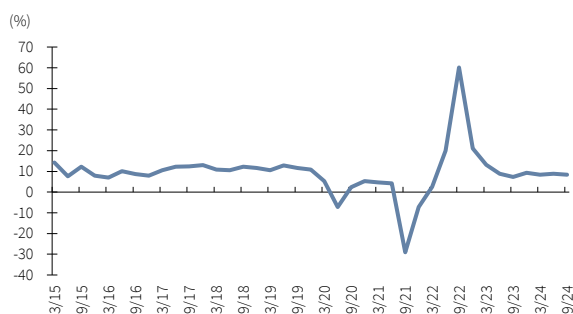
**Biểu đồ 9. Tương quan LDR thuần của STB với trung bình nhóm ngân hàng quan sát**

Tăng trưởng huy động tốt giúp STB duy trì tỷ lệ LDR thuần ở mức thấp, qua đó giảm bớt áp lực thanh khoản cũng như sự phụ thuộc vào thị trường liên ngân hàng.



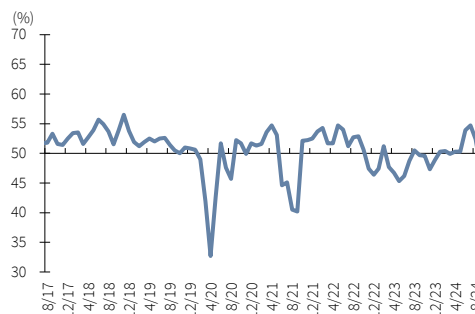
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 10. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ giai đoạn 2015 - 2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 11. Chỉ số PMI Việt Nam giai đoạn 2017-2024**

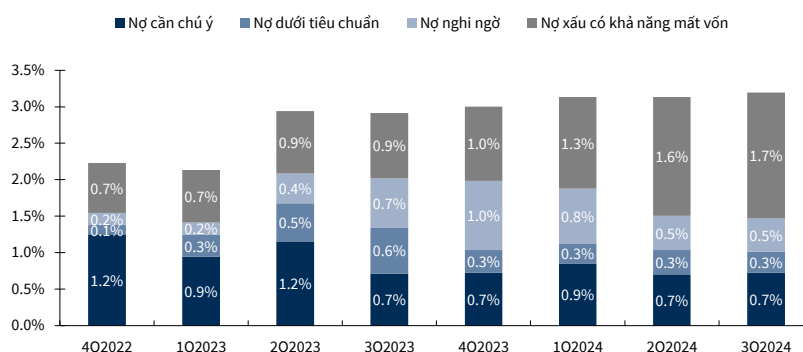


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Chất lượng tài sản vẫn từng bước được cải thiện**

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2024 của STB tăng nhẹ 4bps QoQ, đạt 2.47% trong đó nợ nhóm 5 tăng 9bps QoQ trong khi nợ nhóm 3 và 4 lần lượt giảm 4bps QoQ và 1bps QoQ. Tỷ lệ nợ xấu mới tăng thêm ước tính đạt 0.1%, thuộc nhóm các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu mới tăng thêm thấp cho thấy chất lượng tài sản đang từng bước cải thiện, giảm áp lực trích lập trong 4Q2024. Trong kỳ, STB thực hiện trích lập dự phòng rủi ro cho vay khách hàng 1,205 tỷ VND (+154.7% QoQ). KBSV kỳ vọng nợ xấu mới tăng thêm sẽ giảm và NPL của STB sẽ đạt ~2.4% (-10bps YoY) trong năm 2025 nhờ sự khởi sắc trở lại của nền kinh tế trong môi trường lãi suất thấp.

**Biểu đồ 12. Cơ cấu nợ xấu & nợ cần chú ý của STB giai đoạn 2022-2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 13. Tương quan nợ xấu & nợ nhóm 2 các ngân hàng trong hệ thống**

Bộ đệm dự phòng của STB có sự cải thiện với LLCR đạt 75%, cao hơn 5.3ppts QoQ, thuộc nhóm các ngân hàng TMCP tư nhân có bộ đệm dự phòng lớn, sau ACB, TCB và LPB.

|            | % NPL        | QoQ          | % group 2    | QoQ          | Provision (Billion VND) | LLCR         |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------|--------------|
| VPB        | 4.81%        | -0.27%       | 7.06%        | -0.77%       | -15,479                 | 50.7%        |
| VIB        | 3.85%        | 0.19%        | 3.65%        | -0.81%       | -5,404                  | 47.1%        |
| OCB        | 3.19%        | 0.07%        | 2.87%        | 0.45%        | -2,715                  | 53.9%        |
| MSB        | 2.88%        | -0.21%       | 1.92%        | 0.19%        | -3,093                  | 62.9%        |
| EIB        | 2.71%        | 0.06%        | 0.90%        | 0.14%        | -1,725                  | 39.9%        |
| <b>STB</b> | <b>2.47%</b> | <b>0.04%</b> | <b>0.72%</b> | <b>0.02%</b> | <b>-9,755</b>           | <b>75.0%</b> |
| HDB        | 1.90%        | -0.20%       | 3.75%        | 0.75%        | -4,985                  | 65.9%        |
| TPB        | 2.29%        | 0.23%        | 2.22%        | 0.40%        | -3,160                  | 58.8%        |
| LPB        | 1.96%        | 0.23%        | 1.16%        | 0.02%        | -4,860                  | 77.5%        |
| MBB        | 2.23%        | 0.60%        | 1.89%        | 0.05%        | -10,787                 | 68.8%        |
| CTG        | 1.45%        | -0.12%       | 1.44%        | 0.00%        | -35,537                 | 153.0%       |
| BID        | 1.71%        | 0.19%        | 1.67%        | 0.08%        | -38,638                 | 115.7%       |
| ACB        | 1.49%        | 0.04%        | 0.63%        | 0.15%        | -6,661                  | 80.5%        |
| TCB        | 1.29%        | 0.06%        | 0.82%        | 0.00%        | -8,366                  | 103.5%       |
| VCB        | 1.22%        | 0.02%        | 0.35%        | 0.01%        | -35,063                 | 204.6%       |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 14. Dự phóng kết quả kinh doanh**

| (tỷ VND)                       | 2023         | 2024F        | +/-%YoY      | 2025F         | +/-%YoY       | Chú thích   |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---|
| Thu nhập lãi thuần             | 22,072       | 24,888       | 12.8%        | 26,221        | 5.4%          | Giữ nguyên mức dự phóng kì trước. Tăng trưởng chủ yếu đến từ kì vọng tăng trưởng tín dụng đạt 15% YoY.  |
| Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ | 2,618        | 3,039        | 16.1%        | 3,966         | 30.5%         | Tăng trưởng 2025 đến từ kì vọng hồi phục của mảng Bancassurance và mảng dịch vụ thanh toán.   |
| Tổng thu nhập hoạt động        | 26,173       | 29,150       | 11.4%        | 32,132        | 10.2%         |   |
| Chi phí trích lập dự phòng     | (3,688)      | (3,390)      | -8.1%        | (1,340)       | -60.5%        | Chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh trong 2025 nhờ khoản hoàn nhập nợ xấu từ khu công nghiệp Phong Phú.  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>      | <b>7,719</b> | <b>8,949</b> | <b>15.9%</b> | <b>11,910</b> | <b>33.1%</b>  |   |
| <b>NIM</b>                     | <b>3.69%</b> | <b>3.79%</b> | <b>9bps</b>  | <b>3.61%</b>  | <b>-18bps</b> | Hạ dự phóng về NIM trong năm 2025 phản ánh quan điểm thận trọng về áp lực tỷ giá cùng bối cảnh nhu cầu tín dụng yếu ảnh hưởng đến việc cải thiện lợi suất tài sản sinh lời. |
| Lãi suất đầu ra bình quân      | 9.36%        | 7.63%        | -173bps      | 7.71%         | 8bps          |   |
| Lãi suất đầu vào bình quân     | 6.17%        | 4.14%        | -203bps      | 4.35%         | 21bps         |   |
| CIR                            | 49.2%        | 50.0%        | 75bps        | 49.5%         | -50bps        |   |
| <b>NPL</b>                     | <b>2.28%</b> | <b>2.50%</b> | <b>22bps</b> | <b>2.40%</b>  | <b>-10bps</b> |   |
| Tổng tài sản                   | 674,390      | 716,954      | 6.3%         | 819,400       | 14.3%         |   |
| Vốn chủ sở hữu                 | 45,734       | 54,683       | 19.6%        | 66,592        | 21.8%         |   |

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 40,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu STB.

#### (1) Phương pháp định giá P/B

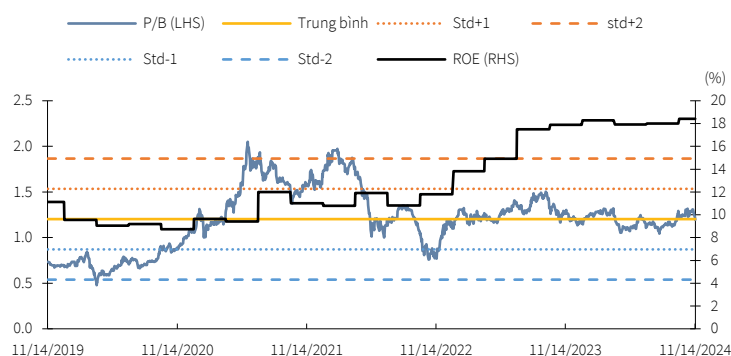
Chúng tôi hạ mức P/B dự phóng 2025 về mức 1.20x tương đương trung bình P/B 5 năm của STB phản ánh quan điểm thận trọng về NIM, tốc độ cải thiện chất lượng tài sản còn chậm và sự thiếu hụt thông tin về thương vụ bán 32.5% vốn liên quan đến ông Trầm Bê.

#### (2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Bảng 14)

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn.

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu STB cho năm 2025 là 40,000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 23.1% so với giá ngày 15/11/2024.



**Biểu đồ 15. Chỉ số P/B của STB giai đoạn 2019-2024**

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 16. Cổ phiếu STB – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

| Tỷ VND                      | 2025F         | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------|---------------|--------|--------|
| Lợi nhuận sau thuế          | 11,894        | 12,717 | 13,086 |
| Lợi nhuận thặng dư          | 3,451         | 2,440  | 849    |
| Chi phí vốn (r)             | 15.42%        |        |        |
| Tăng trưởng (g)             | 3.0%          |        |        |
| Giá trị cuối cùng           | 831           |        |        |
| Giá trị hợp lý cuối 2025    | 70,803        |        |        |
| <b>Giá trị cổ phiếu STB</b> | <b>37,557</b> |        |        |

Nguồn: KBSV

**Bảng 17. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu**

| Phương pháp định giá | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|----------------------|--------------|----------|----------------------------|
| P/B                  | 42,388       | 50%      | 21,194                     |
| Lợi nhuận thặng dư   | 37,557       | 50%      | 18,779                     |
| <b>Giá mục tiêu</b>  |              |          | <b>40,000</b>              |

Nguồn: KBSV

**Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021A-2025F**

| <b>Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh</b> |               |               |               |               |               | <b>Bảng cân đối kế toán</b>                      |                |                |                |                |                |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>(Tỷ đồng)</b>                            | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024F</b>  | <b>2025F</b>  | <b>(Tỷ đồng)</b>                                 | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024F</b>   | <b>2025F</b>   |
| Thu nhập lãi thuần                          | 11,964        | 17,147        | 22,072        | 24,888        | 26,221        | Cho vay khách hàng                               | 381,012        | 432,998        | 475,169        | 535,252        | 616,706        |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 29,691        | 37,391        | 55,927        | 50,132        | 56,007        | Chứng khoán kinh doanh                           | -              | -              | -              | -              | -              |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự         | (17,726)      | (20,244)      | (33,855)      | (25,244)      | (29,786)      | Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc) | 8,222          | 7,850          | 7,545          | 9,197          | 10,577         |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ         | 4,343         | 5,194         | 2,618         | 3,039         | 3,966         | Tài sản có sinh lời                              | 484,151        | 559,656        | 635,164        | 678,388        | 774,026        |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác            | 457           | 2,745         | 327           | (27)          | 591           | Tài sản cố định và tài sản khác                  | 41,503         | 44,467         | 53,858         | 54,739         | 60,536         |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>              | <b>17,704</b> | <b>26,141</b> | <b>26,173</b> | <b>29,150</b> | <b>32,132</b> | <b>Tổng tài sản</b>                              | <b>521,117</b> | <b>591,908</b> | <b>674,390</b> | <b>716,954</b> | <b>819,400</b> |
| Chi phí hoạt động                           | (9,750)       | (10,921)      | (12,890)      | (14,575)      | (15,905)      | Tiền gửi của khách hàng                          | 427,387        | 454,740        | 510,744        | 574,196        | 660,325        |
| <b>LN thuần trước CF DPRRTD</b>             | <b>7,954</b>  | <b>15,221</b> | <b>13,283</b> | <b>14,575</b> | <b>16,227</b> | Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá          | 21,491         | 26,060         | 29,407         | 40,151         | 45,609         |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng            | (3,554)       | (8,882)       | (3,688)       | (3,390)       | (1,340)       | Các khoản nợ chịu lãi                            | 464,629        | 519,132        | 578,121        | 641,277        | 728,664        |
| Thu nhập khác                               | 865           | 2,874         | 445           | 266           | 738           | Các khoản nợ khác                                | 22,226         | 34,148         | 50,535         | 20,995         | 24,144         |
| Chi phí khác                                | (408)         | (129)         | (119)         | (293)         | (148)         | <b>Tổng nợ phải trả</b>                          | <b>486,856</b> | <b>553,281</b> | <b>628,656</b> | <b>662,271</b> | <b>752,808</b> |
| Tổng lợi nhuận trước thuế                   | 4,400         | 6,339         | 9,595         | 11,186        | 14,887        | Vốn điều lệ                                      | 18,852         | 18,852         | 18,852         | 18,852         | 18,852         |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp          | (989)         | (1,298)       | (1,876)       | (2,237)       | (2,977)       | Thặng dư vốn cổ phần                             | 1,748          | 1,748          | 1,748          | 1,748          | 1,748          |
| <b>LNST</b>                                 | <b>3,411</b>  | <b>5,041</b>  | <b>7,719</b>  | <b>8,949</b>  | <b>11,909</b> | Lợi nhuận chưa phân phối                         | 9,907          | 13,972         | 20,387         | 29,335         | 41,245         |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                | -             | -             | -             | -             | -             | Các khoản điều chỉnh vốn                         | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>LNST ngân hàng mẹ</b>                    | <b>3,411</b>  | <b>5,041</b>  | <b>7,719</b>  | <b>8,949</b>  | <b>11,910</b> | <b>Vốn chủ sở hữu</b>                            | <b>34,261</b>  | <b>38,627</b>  | <b>45,734</b>  | <b>54,683</b>  | <b>66,592</b>  |

| <b>Chỉ số tài chính (%)</b>       | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> | <b>Chỉ số về giá (đồng, X, %)</b>           | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|---|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Khả năng sinh lời                 |             |             |             |              |              | Chỉ số về giá                               |             |             |             |              |              |
| ROE                               | 10.8%       | 13.8%       | 18.3%       | 17.8%        | 19.6%        | EPS cơ bản                                  | 1,810       | 2,674       | 4,094       | 4,747        | 6,317        |
| ROA                               | 0.7%        | 0.9%        | 1.2%        | 1.3%         | 1.6%         | Giá trị sổ sách/CP (BVPS)                   | 18,174      | 20,489      | 24,259      | 29,006       | 35,323       |
| ROE trước dự phòng                | 19.8%       | 33.3%       | 25.3%       | 23.2%        | 21.4%        | Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS) | 16,223      | 18,867      | 22,675      | 27,389       | 33,728       |
| ROA trước dự phòng                | 1.2%        | 2.2%        | 1.7%        | 1.7%         | 1.7%         | <b>Chỉ số định giá</b>                      |             |             |             |              |              |
| Biên lãi ròng (NIM)               | 2.6%        | 3.3%        | 3.7%        | 3.8%         | 3.6%         | PER   | 15.6        | 10.5        | 6.9         | 5.9          | 4.5          |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>         |             |             |             |              |              | PBR   | 1.6         | 1.4         | 1.2         | 1.0          | 0.8          |
| LDR thuần                         | 90.8%       | 96.5%       | 94.5%       | 95.0%        | 95.0%        | Ti lệ cổ tức                                | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         |
| CIR                               | 55.1%       | 41.8%       | 49.2%       | 50.0%        | 49.5%        | ROE   | 10.8%       | 13.8%       | 18.3%       | 17.8%        | 19.6%        |
| <b>Tốc độ tăng trưởng</b>         |             |             |             |              |              | <b>An toàn vốn</b>                          |             |             |             |              |              |
| Tăng trưởng tổng tài sản          | 5.8%        | 13.6%       | 13.9%       | 6.3%         | 14.3%        | Ti lệ an toàn vốn(CAR)                      | 9.5%        | 9.9%        | 9.5%        | >9%          | >9%          |
| Tăng trưởng cho vay khách hàng    | 13.8%       | 13.6%       | 9.7%        | 12.6%        | 15.2%        | <b>Chất lượng tài sản</b>                   |             |             |             |              |              |
| Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD | 24.8%       | 91.3%       | -12.7%      | 9.7%         | 11.3%        | NPL(nợ xấu nhóm 3-5)                        | 1.5%        | 1.0%        | 2.3%        | 2.5%         | 2.4%         |
| Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ     | 27.2%       | 47.8%       | 53.1%       | 15.9%        | 33.1%        | Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)         | 118.6%      | 131.0%      | 68.8%       | 75.0%        | 70.4%        |
| Tăng trưởng EPS                   | 27.2%       | 47.8%       | 53.1%       | 15.9%        | 33.1%        | SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)                | 1.9%        | 2.2%        | 3.0%        | 3.3%         | 3.2%         |
| Tăng trưởng BVPS                  | 18.3%       | 12.7%       | 18.4%       | 19.6%        | 21.8%        | Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)  | 94.7%       | 57.6%       | 52.2%       | 56.9%        | 52.8%        |

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&amp;17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.