

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB)

Khả Quan

TÀI CHÍNH

Giá hiện tại	VND33.500
Cao nhất/ Thấp	VND32.900/VND26.300
Giá mục tiêu	VND41.500
Giá mục tiêu trước đó	N/A
Consensus	18,0%
Tiềm năng tăng giá	23,8%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	23,8%

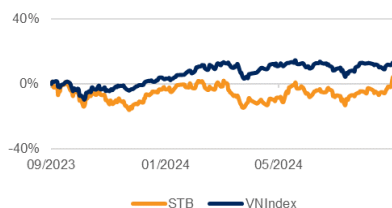
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tỷ USD)	2.36
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	10.90
Sở hữu NN (tr USD)	151,1
Số CP lưu hành (tr)	1.885
Số CP sau pha loãng (tr)	1.885

	STB	Ngành	VNI
P/E TTM	7,8x	9,5x	14,1x
P/B Current	1,2x	1,6x	1,7x
ROA	1,5%	1,8%	2,1%
ROE	18,0%	19,6%	12,3%

*dữ liệu tại 01/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
STB	9,7	14,3	9,3
VNIndex	0,6	3,0	12,0

Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch và các bên liên quan	5,0%
Dragon Capital	6,0%
Khác	89,0%

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) là một trong những ngân hàng thương mại hàng đầu tại Việt Nam, với chiến lược thận trọng tập trung vào khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ. Ngân hàng có mạng lưới hơn 566 chi nhánh và 1.014 ATM trên khắp cả nước, phục vụ hơn 18 triệu khách hàng.

Chuyên viên phân tích:



Vũ Mạnh Hùng

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Tái định giá nhờ giai đoạn tái cấu trúc gần hoàn tất

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 41.500 đ/cp, tương ứng mức tiềm năng tăng giá 23,8%.
- STB là ngân hàng tư nhân có tập khách hàng lớn và mạng lưới chi nhánh rộng khắp, chủ yếu tập trung vào cho vay kinh doanh đối với cá nhân và các doanh nghiệp vừa & nhỏ.
- Tỷ lệ P/B năm 2024 là 1,0 lần thấp hơn mức trung bình 5 năm của ngành là 1,5 lần và chưa phản ánh hết dự phóng ROAE cho năm 2024 của chúng tôi là 21%, cao hơn mức dự phóng trung bình 19% của danh mục theo dõi của chúng tôi.

Điểm nhấn tài chính

- Kể từ năm 2022, NIM đã phục hồi sau khi tái cơ cấu và cao hơn 1-2 điểm % so với giai đoạn 2016-21 do STB đã xử lý hoàn toàn lãi dự thu trong năm 2022.
- Giai đoạn tái cơ cấu của STB sắp kết thúc, với giá trị trái phiếu VAMC ròng giảm xuống còn 623 tỷ đồng, tương đương 0,3% tổng tài sản vào cuối T6/24 so với 1.800 tỷ đồng vào cuối năm 2023.
- ROAE 12T có sự cải thiện vững chắc, tăng lên 18,3% vào cuối năm 2023, tăng từ mức dưới 10% trong giai đoạn 2015-21.

Luân điểm đầu tư

Giai đoạn tái cơ cấu đi vào hoàn tất sẽ định vị cho tăng trưởng

Quá trình tái cơ cấu sắp hoàn tất, với giá trị trái phiếu VAMC ròng giảm xuống còn 623 tỷ đồng cuối Q2/24. Điều này sẽ giúp STB phục hồi NIM lên trên 4%, so với mức dưới 3% trong giai đoạn tái cơ cấu, nhờ hoàn thành việc trích lập dự phòng lãi dự thu. Ngoài ra, việc kết thúc tái cơ cấu nhằm loại bỏ toàn bộ tài sản tồn đọng và nâng cao chất lượng tài sản sẽ giúp STB tích lũy nguồn lực và tự tin mở rộng tăng trưởng tín dụng, phân bổ nguồn lực nhiều hơn vào các lĩnh vực rủi ro hơn, dài hạn hơn.

Triển vọng lợi nhuận vượt trội nhờ giảm trích lập dự phòng và bán Phong Phú

STB công bố bán đấu giá thành công Phong Phú, nhận được 20% số tiền thu được vào cuối Q2/24. Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng LN sẽ tăng nhờ giảm trích lập dự phòng sau khi nhận thêm 40% số tiền bán Phong Phú. Vào năm 2025, lợi nhuận sẽ được thúc đẩy hơn nữa nhờ khoản lãi một lần là 2.800 tỷ đồng và các khoản hoàn nhập sau khi nhận tiếp 40% còn lại của số tiền bán Phong Phú.

Mô hình kinh doanh tập trung cho vay SME tạo lợi thế cạnh tranh

Mô hình kinh doanh của STB, tập trung vào cho vay KHDN vừa & nhỏ (SMEs), có lợi thế cạnh tranh bằng cách đáp ứng nhu cầu tài chính của SME, chiếm 31% tổng dư nợ cho vay. Ngân hàng đặt mục tiêu nâng cao phân khúc này bằng cách đơn giản hóa và giảm thời gian giải ngân thông qua quy trình phê duyệt hiệu quả, thẩm định tài sản thế chấp nội bộ và phân quyền ra quyết định tại các chi nhánh. Cùng với việc hoàn tất tái cơ cấu và tăng vốn, STB có vị thế thuận lợi để duy trì tăng trưởng cho vay và mở rộng sang các lĩnh vực rủi ro hơn.

P/B xứng đáng mức cao hơn với triển vọng tăng trưởng ROE mạnh mẽ

P/B hiện tại 1,2 lần thấp hơn 5,4% so với mức trung bình ngành. Chúng tôi tin rằng STB xứng đáng có mức P/B cao hơn là 1,3 lần, được hỗ trợ bởi sự cải thiện mạnh mẽ của ROAE, đạt 21% và 25% lần lượt vào năm 2024-25. Hiện các ngân hàng có ROAE trên 20% như MBB, ACB, HDB, VIB đang giao dịch ở mức P/B trung bình 1,3x-1,5x.

Tổng quan tài chính	12-23A	12-24E	12-25F	12-26F
Tăng trưởng LN ròng (scvk)	53,1%	41,5%	52,4%	0,0%
Tăng trưởng tín dụng	10,1%	12,6%	12,9%	11,9%
NIM	3,82%	4,10%	4,08%	3,99%
Hệ số CASA	18,6%	19,3%	21,0%	19,0%
Tỷ lệ nợ xấu	2,3%	3,0%	2,6%	2,2%
Bộ đệm dự phòng (LLR)	68,8%	60,1%	64,4%	68,9%
ROEA	18,3%	21,3%	25,6%	20,4%
P/B	1,15x	1,11x	0,86x	0,70x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành ngân hàng: Dấu hiệu phục hồi tích cực

Kinh tế Việt Nam: Sản xuất và xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ

Tăng trưởng GDP của Việt Nam trong 6T24 tăng 6,4% svck (sv 3,8% svck trong 6T23), chủ yếu nhờ tăng trưởng trong lĩnh vực công nghiệp (7,5% svck trong 6T24 sv 0,9% svck trong 6T23).

Ngành công nghiệp Việt Nam duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ khi Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ghi nhận mức tăng trưởng hai con số trong tháng 7 (+11,2% svck, +0,7% sv tháng trước). Ngoài ra, IIP 7T24 cũng tăng trưởng 8,5% svck (gần bằng mức 9%-10% trước đại dịch), cho thấy sự phục hồi rõ ràng và bền vững hơn. Trong khi đó, chỉ số quản lý mua hàng (PMI) của Việt Nam vẫn duy trì trên ngưỡng 50 điểm trong tháng thứ tư liên tiếp ở mức 54,7, ghi nhận chuỗi tăng trưởng sản xuất dài nhất kể từ tháng 11 năm 2022.

Động lực cho sự phục hồi đáng kể này chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu các sản phẩm chế tạo đã qua chế biến. Theo Hải quan Việt Nam, vào tháng 7 năm 2024, xuất khẩu tăng 19,1% so với cùng kỳ năm ngoái lên 35,9 tỷ USD trong khi nhập khẩu tăng 24,7% so với cùng kỳ lên 33,8 tỷ USD. Các mặt hàng xuất khẩu có mức tăng đáng kể nhất tập trung ở các ngành phục vụ FDI, bao gồm: hàng điện tử, máy tính (5,9 tỷ USD; -10,1% sv tháng trước; +16,4% svck); điện thoại, điện thoại di động và linh kiện (5,4 tỷ USD; +14,8% Sv tháng trước; +22,4% Svck); và máy móc, thiết bị, dụng cụ và dụng cụ (4,8 tỷ USD; +12,1% Sv tháng trước; +37,0% Svck).

Trong tháng 7, vốn FDI đăng ký tăng 0,5% svck 2,8 tỷ USD, trong khi vốn FDI giải ngân tăng 9,6% svck lên 1,7 tỷ USD. Trong 7T24, vốn FDI thực hiện tăng 8,4% svck 12,6 tỷ USD và vốn FDI đăng ký tăng 10,9% svck lên 18 tỷ USD, với các dự án mới và vốn góp có nhiều thay đổi. Để biết chi tiết, hãy xem thông tin mới nhất trong [báo cáo vĩ mô tháng 8](#) của chúng tôi

Kỳ vọng tiếp tục phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ vào cuối năm nay, được hỗ trợ bởi một số yếu tố, bao gồm:

- Các ngân hàng trung ương lớn đã bắt đầu chu kỳ cắt giảm lãi suất, giúp thanh khoản toàn cầu giảm bớt.
- Hoạt động sản xuất và xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ số lượng đơn đặt hàng sản xuất mới cao gần kỷ lục.
- Nhu cầu tiêu dùng trong nước sẽ tiếp tục cải thiện nhờ việc Chính phủ triển khai cải cách tiền lương từ ngày 1/7 và các biện pháp tài khóa khác.
- Chính phủ đang đẩy nhanh quá trình đưa Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực, qua đó đẩy nhanh quá trình phục hồi của lĩnh vực bất động sản.

Sự phục hồi của khu vực bán lẻ chậm hơn so với nền kinh tế chung

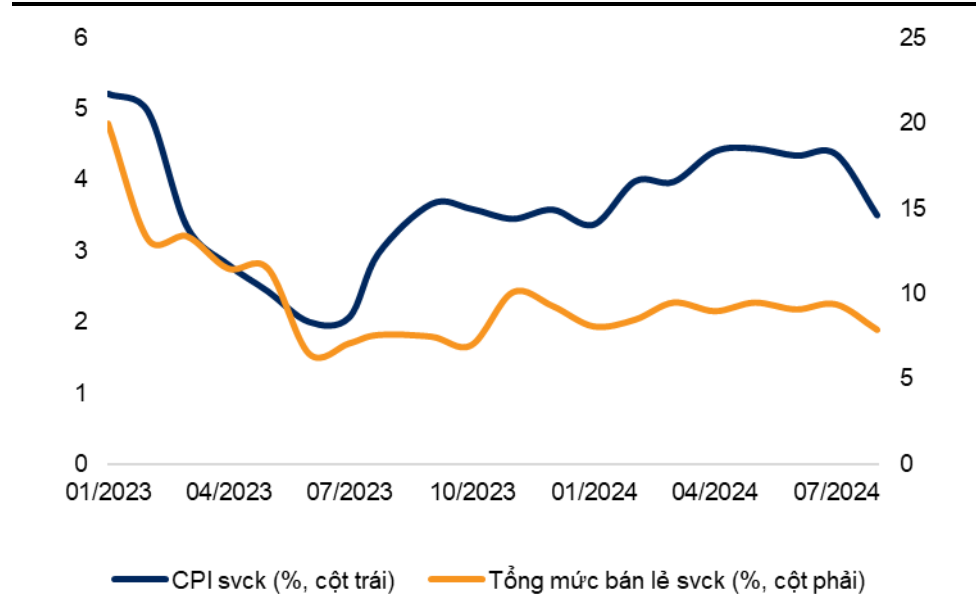
Theo dữ liệu của TCTK, trong 7T24, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng 8,7% svck (sv +10,6% svck trong 7T23), thấp hơn mức trung bình trước đại dịch khoảng 12-13%.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ tiếp tục cải thiện vào cuối năm nay nhờ các yếu tố hỗ trợ sau:

- Thị trường việc làm trong lĩnh vực sản xuất phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024, kéo theo thu nhập và tiết kiệm của người lao động dần được cải thiện.
- Chính phủ chính thức thực hiện tăng lương 30% cho người lao động khu vực công và tăng 15% lương hưu bắt đầu từ ngày 1/7/2024.

- Chúng tôi dự báo áp lực lạm phát sẽ bắt đầu giảm bớt từ tháng 8 trở đi. Cùng với việc giảm bớt áp lực tỷ giá, NHNN và Chính phủ có thể tập trung hỗ trợ nền kinh tế và cải thiện thanh khoản thị trường.

Hình 1: CPI của Việt Nam và tăng trưởng tổng mức bán lẻ svck



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

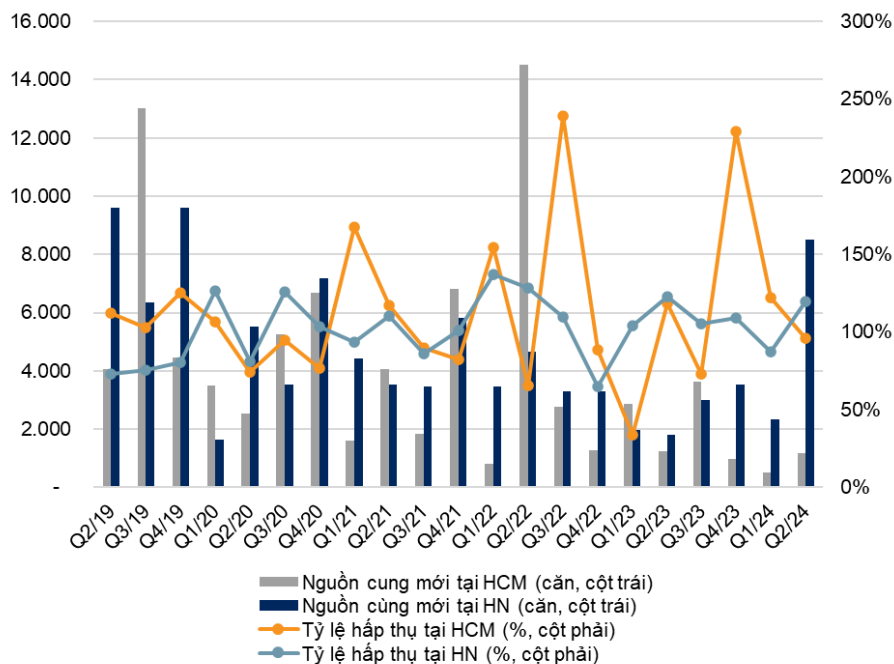
Lĩnh vực bất động sản đang trong giai đoạn đầu phục hồi

Về bất động sản, trong nửa đầu năm 2024, thị trường Hà Nội khởi sắc, trong khi HCM chậm hồi phục. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ cho thấy nhu cầu mạnh mẽ ở cả hai thị trường.

- Hà Nội phục hồi mạnh mẽ khi nguồn cung mới tăng 176% svck trong 6T24 lên 10.841 căn, trong khi tỷ lệ hấp thụ đạt 112%. Sau khởi đầu chậm chạp trong Q1/24, nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội đạt mức cao nhất trong 3 năm vào Quý 2 năm 24 (+263% sv quý trước, +367% svck), với tỷ lệ hấp thụ tăng mạnh gần 120%.
- Thị trường HCM cải thiện chậm sv quý trước. Nguồn cung mới 6T24 thấp nhất trong 15 năm, giảm 59% svck xuống 1.676 căn. Tuy nhiên, số lượng căn bán ra tiếp tục vượt nguồn cung mới với tỷ lệ hấp thụ 104%. Trong Q2/24, nguồn cung mới và số căn bán được tại TP.HCM giảm lần lượt 6%/24% svck nhưng tăng 139%/88% sv quý trước.

Mặc dù có sự chênh lệch giữa thị trường Hà Nội và TP.HCM về nguồn cung nhưng chúng tôi nhận thấy lượng tiêu thụ ở cả hai thị trường lớn đều đang tăng trở lại. Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực bất động sản sẽ tiếp tục ấm lên trong nửa cuối năm 2024.

Hình 2: Nguồn cung nhà ở tại Hà Nội cải thiện svck trong Q2/24, trong khi nhu cầu ở TP.HCM vẫn trì trệ với tỷ lệ lấp đầy >100%



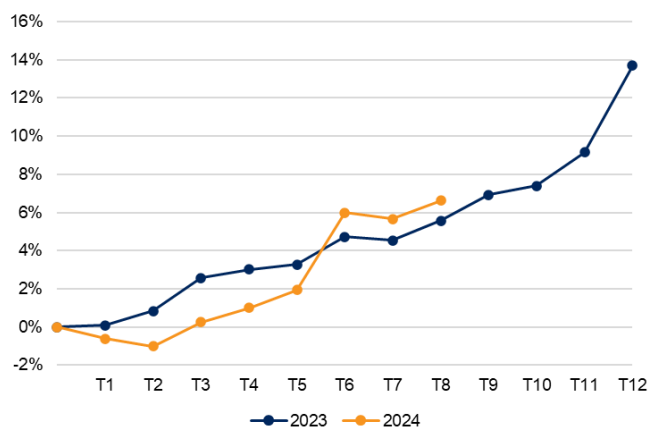
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng tín dụng bắt đầu tăng tốc trong bối cảnh kinh tế phục hồi

Tính đến ngày 26/8, tín dụng đã tăng 6,6% so với đầu năm, cao hơn mức tăng 5,6% cùng kỳ năm ngoái nhờ sự phục hồi kinh tế cải thiện nhu cầu vay vốn. Phần lớn tín dụng đang chảy vào các lĩnh vực đang phục hồi mạnh mẽ và đang trong quá trình tái cơ cấu như công nghiệp, bất động sản với mức tăng trưởng tín dụng lần lượt là 7,3% và 6,8%.

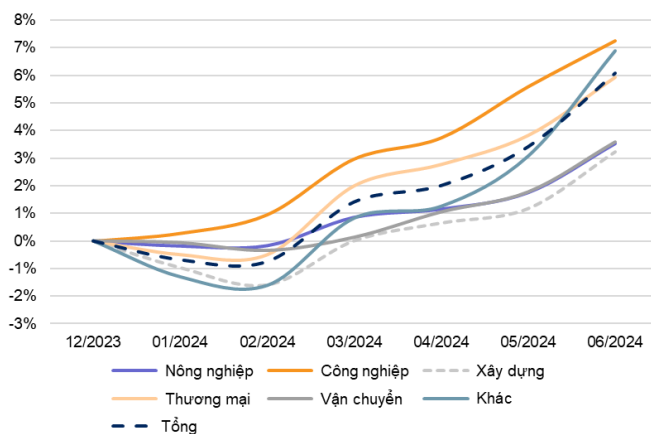
Tính đến T6/24, dư nợ tín dụng vào lĩnh vực bất động sản tăng 6,8% so với đầu năm và chiếm 21,4% tổng dư nợ tín dụng trong nền kinh tế. Do đó, chúng tôi kỳ vọng bất động sản sẽ là một trong những động lực tăng trưởng tín dụng chính trong nửa cuối năm 2024, khi lĩnh vực này được dự báo sẽ tiếp tục phục hồi.

Hình 3: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành



Nguồn: SBV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tín dụng chảy vào các ngành tăng trưởng mạnh



Nguồn: SBV, VNDIRECT RESEARCH

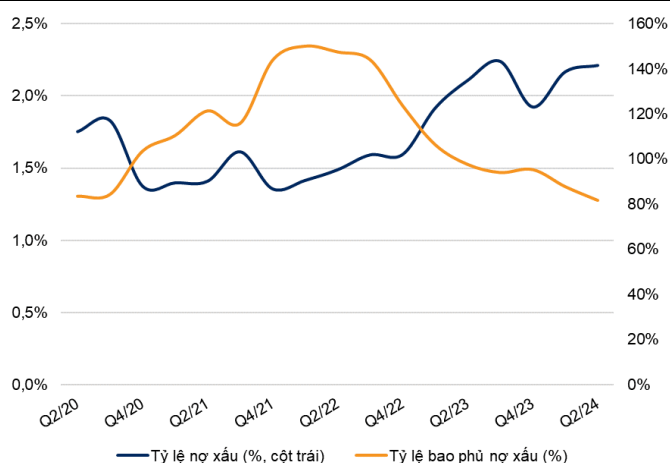
Chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng hệ thống 15% cho năm 2024 là khả thi vì: 1) các ngân hàng thương mại nhiều khả năng sẽ hoàn thành chỉ tiêu được giao; 2) thanh khoản hệ thống được kỳ vọng sẽ dồi dào hơn khi áp lực tỷ giá giảm bớt; 3) cần có sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong lĩnh vực bán lẻ và bất động sản; và 4) lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu tiếp tục duy trì tốc độ phục hồi mạnh mẽ.

Nợ xấu là vấn đề cấp bách cần giải quyết

Nợ xấu tăng chủ yếu đến từ lĩnh vực bán lẻ và bất động sản

Nợ quá hạn trong hệ thống ngân hàng Việt Nam đã gia tăng kể từ thời kỳ hậu đại dịch, với tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,2% trong Q2/24 từ mức 1,92% trong Q4/23, và còn cao hơn mức 2,1% được ghi nhận trong Q2/23. Chúng tôi tin rằng sự gia tăng nợ xấu chủ yếu tập trung ở lĩnh vực bán lẻ (đặc biệt là cho vay mua nhà) vì lĩnh vực bất động sản vẫn đang trong giai đoạn đầu phục hồi.

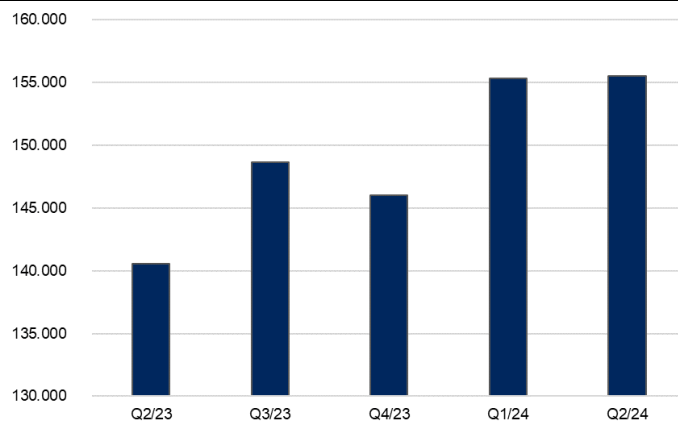
Hình 5: Nợ xấu gia tăng làm giảm bộ đệm dự phòng của ngành ngân hàng



*bình quân của 25 NH niêm yết lớn nhất tính tới cuối năm 2023

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Lãi dự thu đạt đỉnh vào Q2/24 (tỷ đồng)



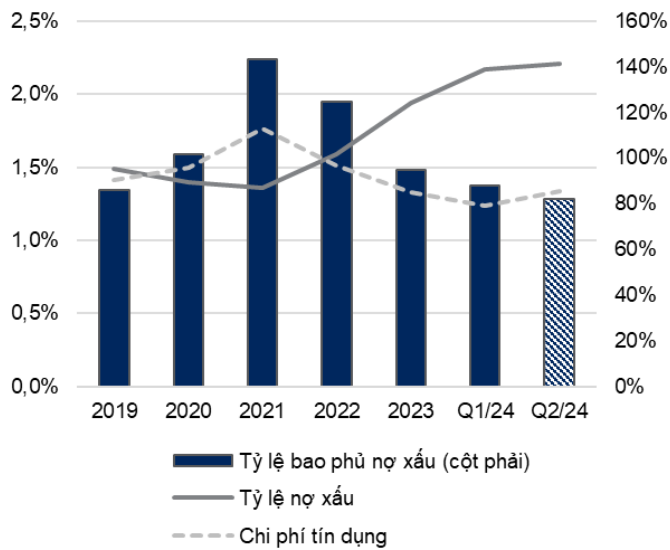
* Tổng của 25 NH niêm yết lớn nhất tính tới cuối năm 2023

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Xu hướng chung của các ngân hàng trong việc xử lý nợ xấu là xóa nợ, trong khi việc xử lý tài sản thế chấp gặp nhiều thách thức và có thể gây áp lực lên thanh khoản ngân hàng. Tỷ lệ thu hồi khoản vay giảm đáng kể trong năm 2023 do thị trường bất động sản trì trệ khiến việc thanh lý tài sản gặp khó khăn, đồng thời cũng có những vướng mắc pháp lý trong việc thu giữ, bán tài sản đảm bảo của ngân hàng.

Việc bán tài sản đảm bảo, đặc biệt là bất động sản gặp khó khăn do gặp nhiều trở ngại trong quá trình đấu giá. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng việc thông qua Luật Các tổ chức tín dụng sửa đổi trong kỳ họp Quốc hội ngày 18/1/2024 đã giải quyết được phần nào một số vấn đề pháp lý. Một trong những vấn đề trọng tâm được giải quyết là việc thu giữ và quản lý tài sản thế chấp đối với các khoản nợ xấu cũng như quyền tự chủ của ngân hàng đối với tài sản thế chấp.

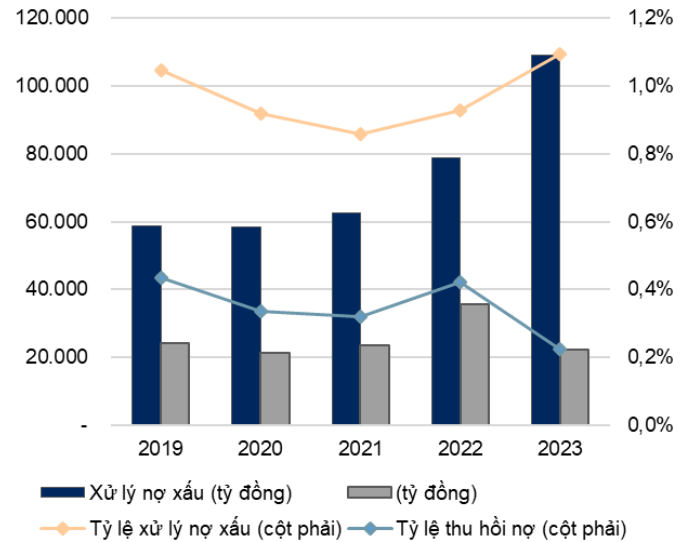
Hình 7: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu chạm mức thấp nhất kể từ năm 2019 trong khi tỷ lệ nợ xấu tăng đạt đỉnh



* bình quân của 25 NH niêm yết lớn nhất tính tới cuối năm 2023

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Thu hồi nợ giảm dẫn đến các ngân hàng tăng cường xử lý nợ để kiểm soát tỷ lệ nợ xấu



* bình quân của 25 NH niêm yết lớn nhất tính tới cuối năm 2023

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Tăng cường xử lý nợ xấu đến cuối năm

Chúng tôi dự báo các ngân hàng Việt Nam sẽ quản lý tỷ lệ nợ xấu bằng cách tăng xử lý nợ, thúc đẩy hoạt động thu hồi nợ, tăng cường quản lý tài sản thế chấp, cơ cấu lại các khoản vay và kéo dài thời hạn trả nợ để hỗ trợ khách hàng.

Lợi nhuận doanh nghiệp được dự phóng sẽ tiếp tục cải thiện trong nửa cuối năm 2024, theo xu hướng phục hồi kinh tế, giúp cải thiện dòng tiền trả nợ. Ngoài ra, thu nhập hộ gia đình đang tăng lên, với tốc độ tăng trưởng 7,1% svck trong Q2/24 (so với 6,1% trong Q2/23). Chúng tôi kỳ vọng rằng thu nhập được cải thiện cùng với sự phục hồi kinh tế sẽ nâng cao khả năng trả nợ của người đi vay.

Hình 9: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng theo quý svck của các doanh nghiệp được niêm yết

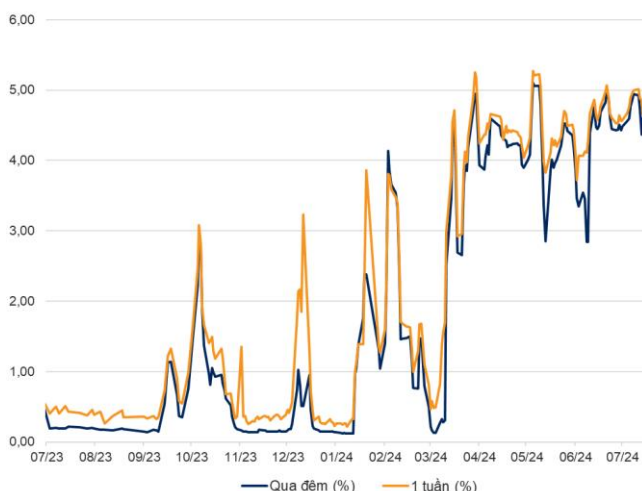


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thanh khoản đã đạt trạng thái cân bằng

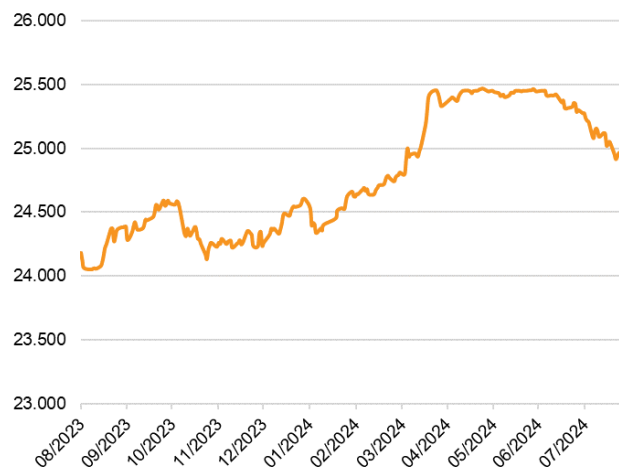
Thanh khoản trong hệ thống liên ngân hàng bắt đầu thắt chặt từ cuối tháng 3/2024 khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) triển khai việc hút thanh khoản qua kênh OMO nhằm giảm bớt áp lực lên tỷ giá USD/VND. Tuy nhiên, trong T6/24, chúng tôi nhận thấy sự cân bằng trong hệ thống ngân hàng khi: 1) tốc độ tăng trưởng tổng tiền gửi tính đến cuối tháng 5 là 11% svck, cải thiện nhẹ so với mức 10,9% vào cuối tháng 4; 2) áp lực tỷ giá giảm bớt khi Fed phát tín hiệu cắt giảm lãi suất cho cuộc họp tháng 9; và 3) lãi suất cho vay liên ngân hàng duy trì ổn định ở mức 4,0% - 4,5% (mức đỉnh gần đây nhất là 5,2% vào tháng 5/2024).

Hình 10: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Tỷ giá USD/ VND hạ nhiệt từ tháng 6/2024



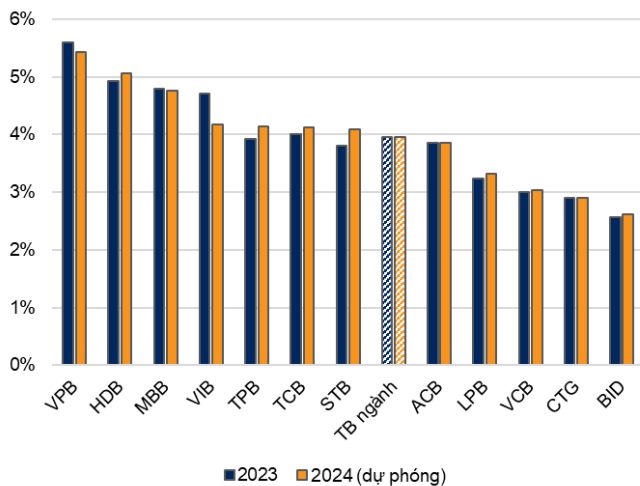
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

NIM toàn ngành dự phóng giữ nguyên so với cùng kỳ

Về chi phí vốn, chúng tôi cho rằng việc đạt được trạng thái cân bằng thanh khoản đã phần nào giảm bớt áp lực lên các ngân hàng trong việc tăng lãi suất huy động trong thời gian tới và giúp họ tập trung hơn vào tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng các ngân hàng vẫn phải đối mặt với áp lực tăng lãi suất huy động do: 1) nhu cầu thu hút tiền gửi của các ngân hàng ngày càng tăng do nhu cầu vay mạnh hơn trong nửa cuối năm; 2) đảm bảo tỷ lệ LDR cho một số ngân hàng (8 ngân hàng có LDR trên 80% tính đến Q2/24); và 3) tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn gần chạm mức trần 30%.

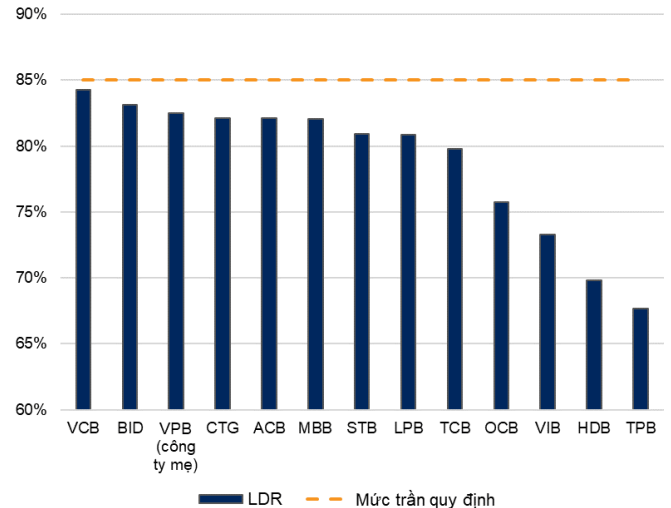
Do đó, mức giảm chi phí vốn của khu vực ngân hàng sẽ chạm đáy vào cuối Q2/24 và tăng dần từ Q3/24. Chúng tôi dự báo NIM sẽ không thay đổi trong năm 2024 (-0,8 điểm cơ bản svck).

Hình 12: NIM toàn ngành dự phóng sẽ giữ nguyên so với cùng kỳ



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: 8 ngân hàng có mức LDR trên 80% tính đến Q2/24

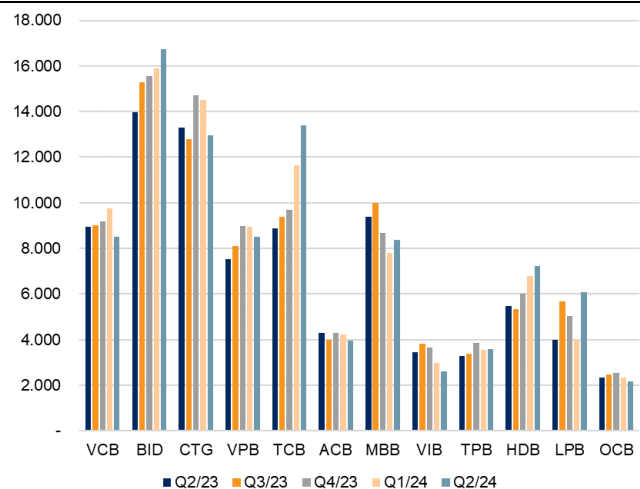


Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Huy động vốn là mục tiêu quan trọng trong chiến lược của ngân hàng

Tăng vốn là điều cần thiết để hệ thống ngân hàng Việt Nam tăng cường khả năng phục hồi trước những bất ổn kinh tế toàn cầu hiện nay do: 1) nợ xấu gia tăng và thu hồi nợ chậm ảnh hưởng đến thanh khoản; 2) tỷ lệ đòn bẩy trong hệ thống ngân hàng Việt Nam tương đối cao so với các nước trong khu vực và CAR thấp hơn so với các ngân hàng Đông Nam Á; 3) áp lực đáo hạn trái phiếu từ các doanh nghiệp bất động sản; và 4) hoàn thành các nhiệm vụ liên quan đến tái cơ cấu 4 ngân hàng (Ngân hàng Xây dựng Việt Nam, Ngân hàng Thương mại TNHH một thành viên Đại Dương, Ngân hàng Dầu khí Toàn cầu, Ngân hàng Đông Á) và chính sách tài khoá đối với các dự án đầu tư công trọng điểm.

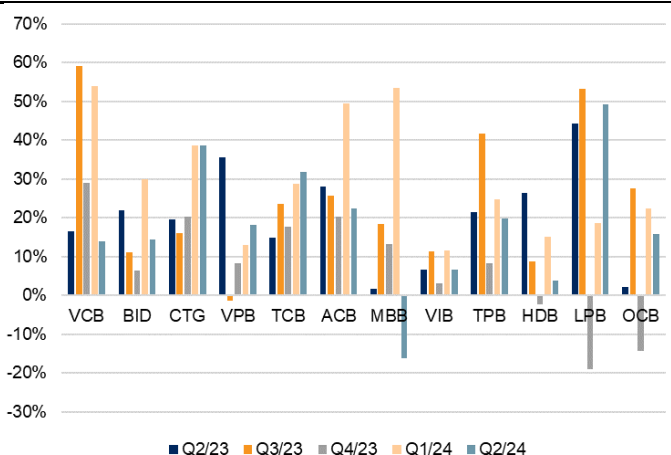
Hình 14: Lãi và phí phải thu của ngân hàng tăng trong Q2/24 (tỷ đồng)



* bình quân của 25 NH niêm yết lớn nhất tính tới cuối năm 2023

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Tỷ lệ hình thành nợ xấu/Nợ nhóm 2 tăng trong Q2/24

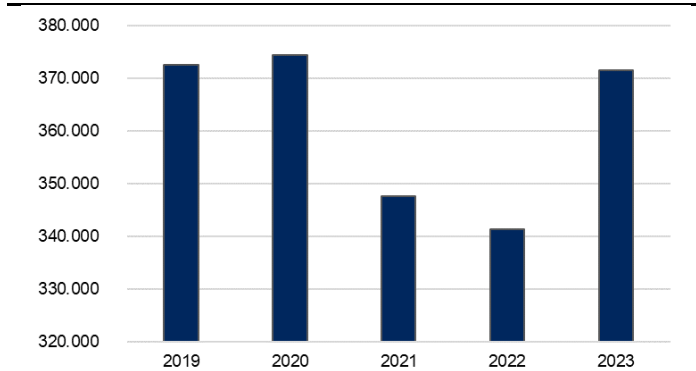


* bình quân của 25 NH niêm yết lớn nhất tính tới cuối năm 2023

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

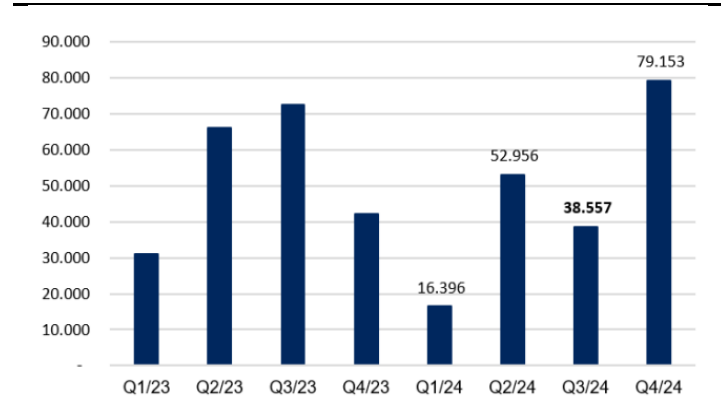
Sau khi tăng mạnh trong Q2/24, áp lực từ kỳ hạn trái phiếu doanh nghiệp sẽ giảm bớt trong Q3/24 trước khi tăng mạnh trở lại vào Q4/24. Chúng tôi ước tính trong Q3/24, sẽ có khoảng 38.557 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp tư nhân đáo hạn, giảm 27,2% sv quý trước. Ngành bất động sản là nhóm lớn nhất, chiếm 49% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn trong Q3/24, tiếp theo là ngành ngân hàng với 26,7% tổng giá trị đáo hạn.

Hình 16: Dự nợ cho vay doanh nghiệp nhà nước (tỷ đồng)



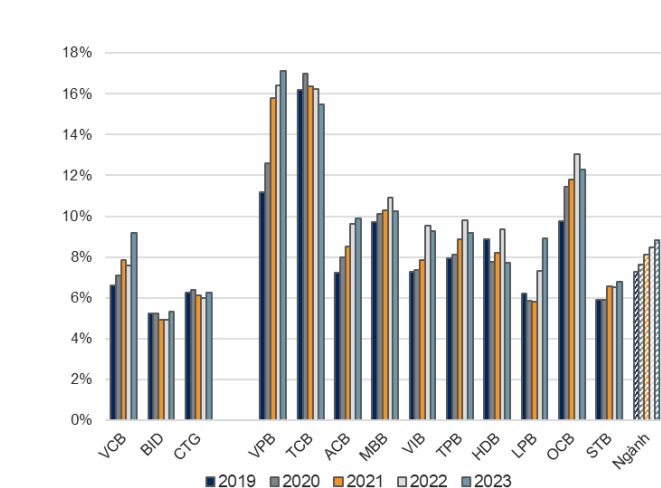
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn hàng quý năm 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

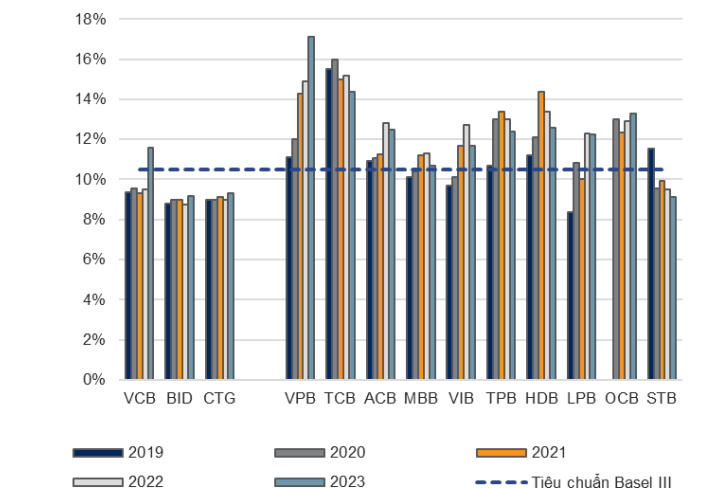
Hình 18: Vốn chủ sở hữu/tổng tài sản tài sản của NH quốc doanh và khu vực



*Trung bình top 25 NH niêm yết có vốn hóa lớn nhất tính đến cuối 2023

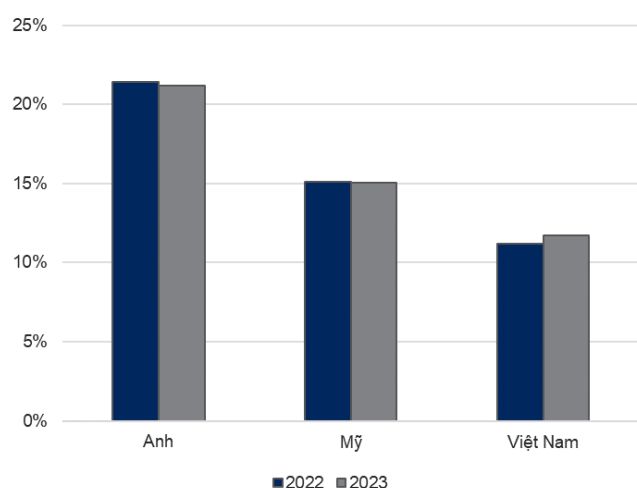
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Tỷ lệ CAR của các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam so với yêu cầu Basel 3



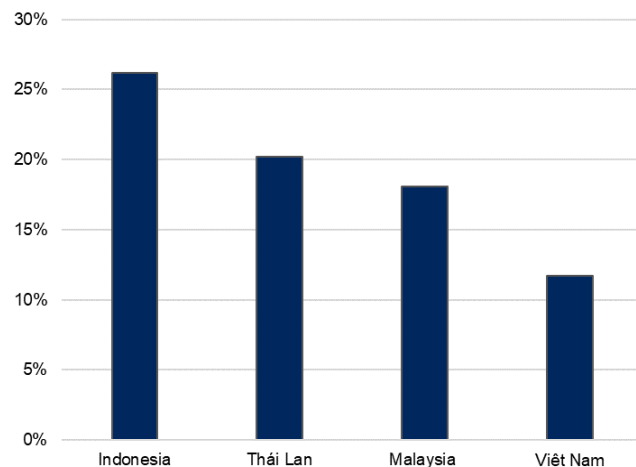
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: CAR của các ngân hàng tại Việt Nam và các nước phát triển



Nguồn: CEIC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: CAR của các ngân hàng Việt Nam so với các ngân hàng Đông Nam Á tính đến tháng 5 năm 2024



Nguồn: CEIC, Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

STB sắp hoàn tất giai đoạn tái cơ cấu

STB là một trong những ngân hàng thương mại lớn nhất Việt Nam. Được thành lập từ năm 1991, Sacombank (STB) là một trong những ngân hàng tư nhân đầu tiên được thành lập tại TP.HCM. Năm 2006, STB là ngân hàng đầu tiên niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM. Hơn nữa, trong thời gian này, STB đã vươn lên nằm trong top 2 ngân hàng có quy mô lớn nhất trong số các ngân hàng tư nhân.

Tuy nhiên, STB phải đối mặt với những biến động đáng kể, được đánh dấu bằng sự thay đổi đáng kể về quyền sở hữu và lãnh đạo trong giai đoạn 2012-2015. Sau một cuộc “thâu tóm thù địch”, STB đã sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015. Vào thời điểm đó, ngân hàng Phương Nam có lượng nợ xấu lớn, chiếm 50% tổng dư nợ cho vay. Việc sáp nhập đã để lại khủng hoảng lớn cho STB và bị đưa vào kế hoạch tái cơ cấu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) từ năm 2015 đến năm 2025.

Dù gặp nhiều thách thức nhưng STB vẫn vững bước tiến lên bằng việc tăng trích lập dự phòng và bán đấu giá tài sản đảm bảo (tài sản tồn đọng) kể từ năm 2017. Đến cuối năm 2023, STB đã xử lý gần như toàn bộ tài sản tồn đọng và trích lập dự phòng gần như toàn bộ giá trị trái phiếu VAMC. Giá trị ròng của trái phiếu VAMC giảm xuống ~1.800 tỷ đồng vào cuối năm 2023, giảm từ mức trên 41.000 tỷ đồng vào cuối năm 2017.

Hình 22: STB đã tái cơ cấu thành công theo từng giai đoạn

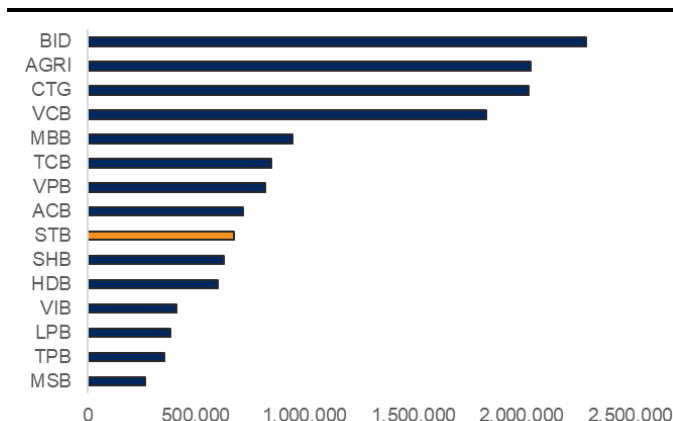


Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

STB là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất Việt Nam

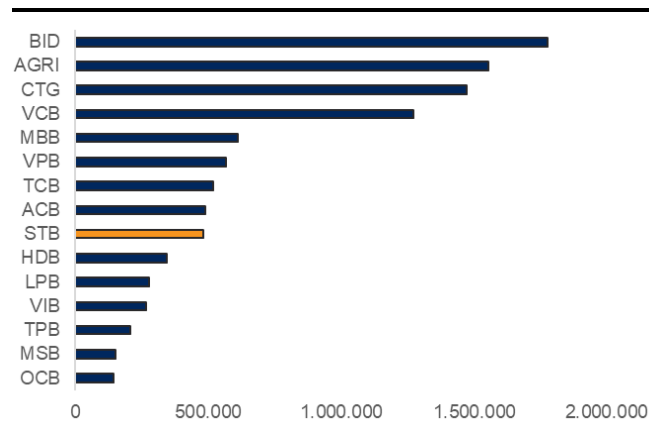
STB là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất Việt Nam, với tổng tài sản đạt ~674.000 tỷ đồng tính đến năm 2023, đứng thứ 9 toàn ngành. Tổng dư nợ cho vay và tiền gửi cũng thuộc top đầu ngành ngân hàng, lần lượt xếp thứ 9 và thứ 6. Tuy nhiên, áp lực xử lý tài sản tồn đọng đã đè nặng lên lợi nhuận trước thuế và khiến STB chỉ đạt ~9.600 tỷ đồng vào năm 2023, đứng thứ 11 trong ngành.

Hình 23: So sánh tổng tài sản (2023) (tỷ đồng)



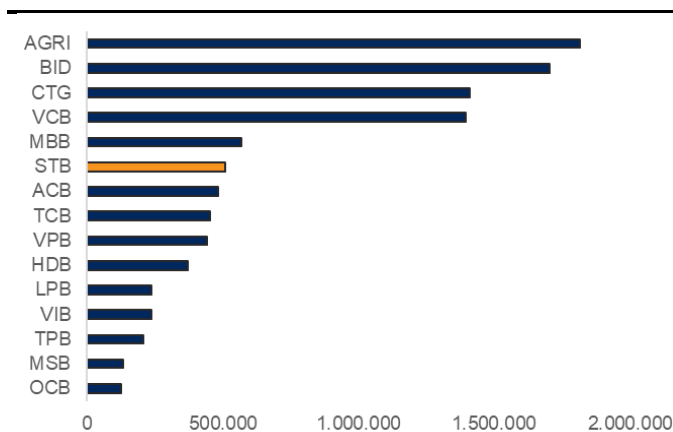
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: So sánh tổng dư nợ cho vay (2023) (tỷ đồng)



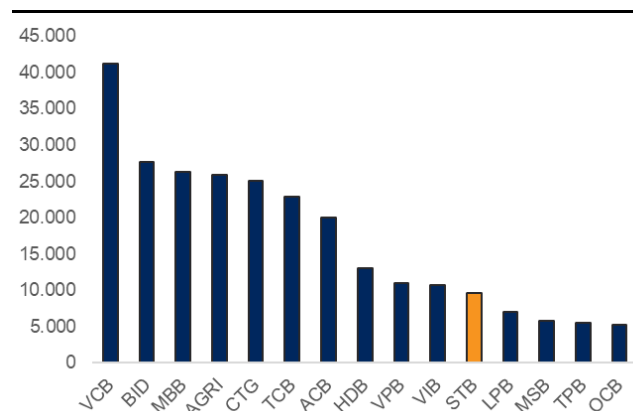
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: So sánh tổng tiền gửi (2023) (tỷ đồng)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

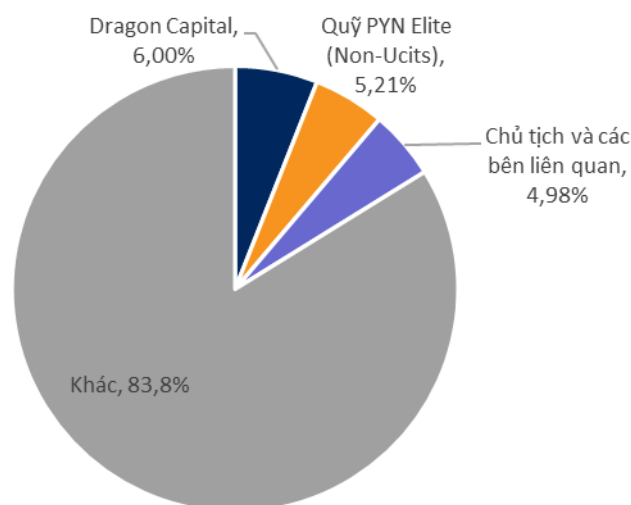
Hình 26: So sánh lợi nhuận trước thuế (2023) (tỷ đồng)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Hình 27: Cơ cấu sở hữu



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

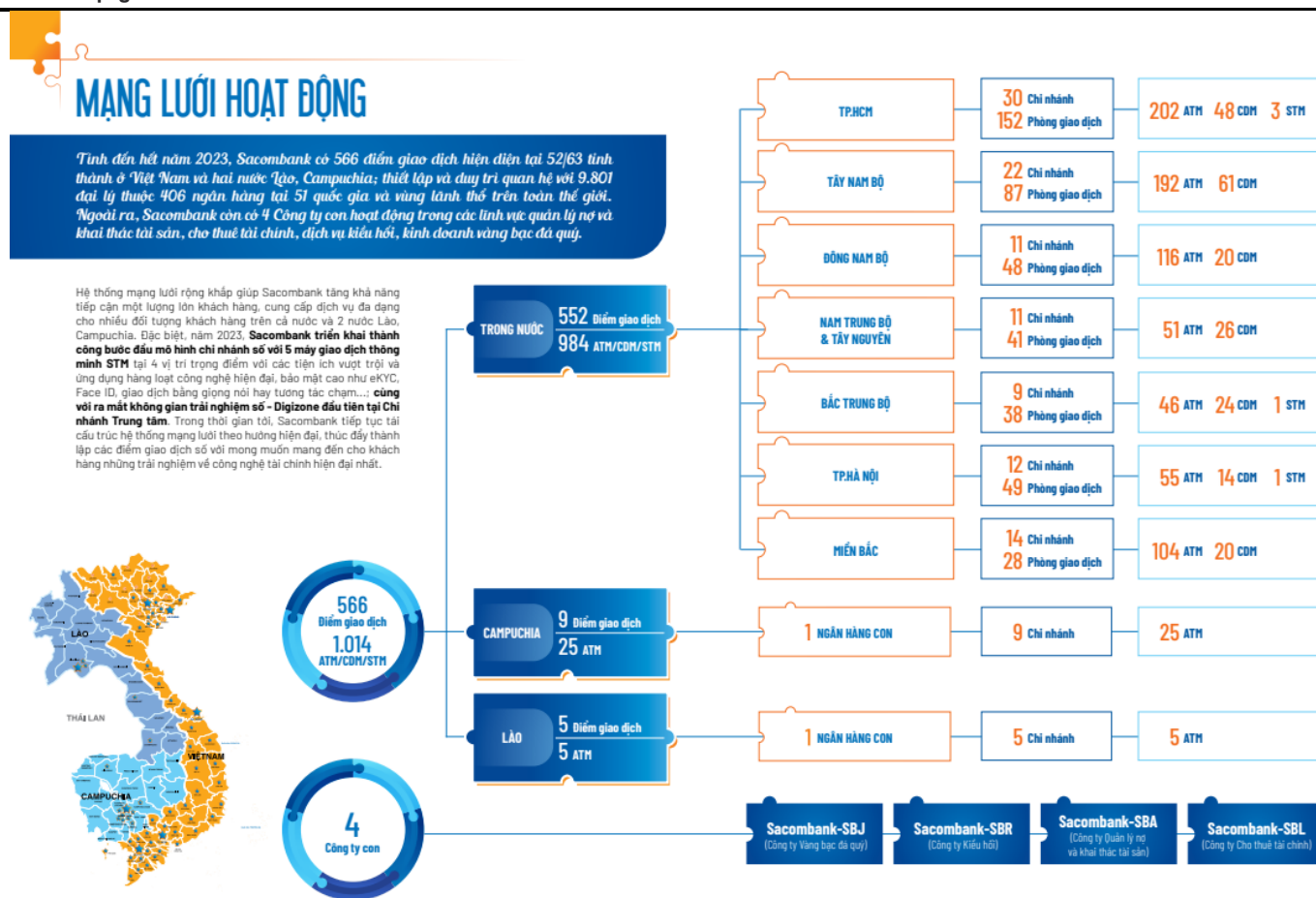
Hiện nay, Chủ tịch HĐQT STB là ông Dương Công Minh, người nắm giữ 3,3% cổ phần công ty. Cùng với chị gái là bà Dương Thị Liêm, ông Dương Công Minh và các bên liên quan sở hữu khoảng 5,0% cổ phần của STB.

Năm 1997, ông Dương Công Minh thành lập Công ty Cổ phần Him Lam, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản. Sau đó, vào năm 2008, ông thành lập Ngân hàng LPB và giữ chức Chủ tịch Hội đồng quản trị từ năm 2008 đến tháng 6 năm 2017. Tháng 6 năm 2017, ông tham gia nỗ lực tái cơ cấu Ngân hàng STB với tư cách là Chủ tịch Hội đồng quản trị. Do yêu cầu của pháp luật, ông đã từ chức tại LPB và thoái vốn cổ phần tại cả LPB. Ngoài ra, ông còn tự nguyện từ chức Chủ tịch HIM Lam dù vẫn tiếp tục nắm giữ cổ phần đáng kể trong công ty. Kể từ đó, ông Dương Công Minh vẫn giữ chức Chủ tịch STB, tạo ra những chuyển biến tích cực trong việc giải quyết tài sản tồn đọng của ngân hàng.

STB có mạng lưới chi nhánh rộng khắp cả nước

STB có mạng lưới rộng khắp cả nước, tập trung mạnh ở miền Nam Việt Nam. Trụ sở chính của ngân hàng đặt tại Thành phố Hồ Chí Minh. STB vận hành mạng lưới dày đặc trên toàn quốc, bao gồm 552 điểm giao dịch và 984 máy ATM, tập trung phần lớn ở miền Nam Việt Nam, nơi có 63 chi nhánh và 287 phòng giao dịch, chiếm hơn 63% số điểm giao dịch. Ngoài ra, STB là một trong số ít ngân hàng có sự hiện diện quốc tế, đã mở rộng mạng lưới sang Campuchia và Lào với tổng số 14 điểm giao dịch.

Hình 28: Mạng lưới chi nhánh của STB

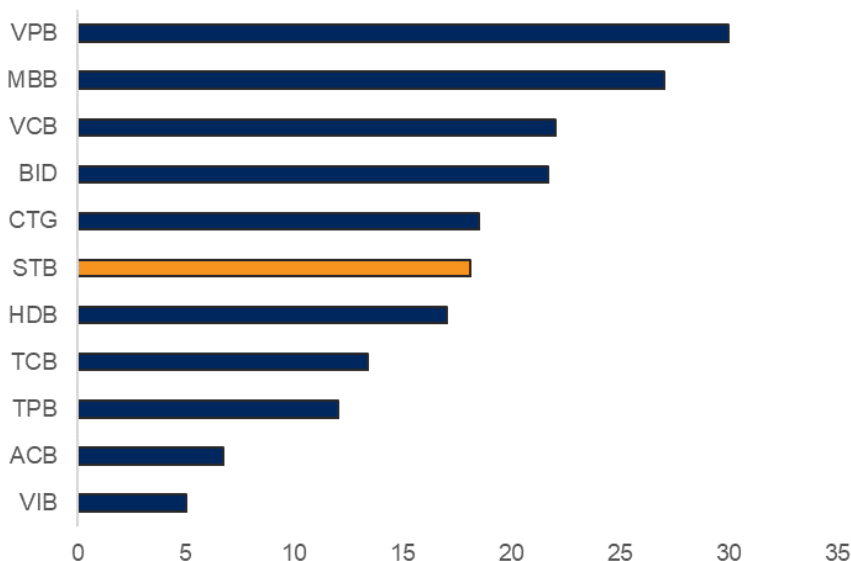


Nguồn: BCTN của STB, VNDIRECT RESEARCH

STB là một trong những ngân hàng có tệp khách hàng lớn nhất Việt Nam

Tính đến cuối năm 2023, STB phục vụ hơn 18 triệu khách hàng, đứng thứ 6 toàn ngành. Trong số các ngân hàng ngoài quốc doanh, lượng khách hàng của STB chỉ đứng sau VPB và MBB, vượt qua nhiều ngân hàng bán lẻ khác như HDB, ACB, TPB. Thương hiệu STB được củng cố nhờ lịch sử hoạt động lâu dài từ năm 1991. Chiến lược dài hạn của ngân hàng là trở thành một trong ba ngân hàng số và ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam vào năm 2030 thông qua quản trị nội bộ, quản lý rủi ro và tăng cường đầu tư vào nguồn nhân lực và công nghệ hiện đại.

Hình 29: STB có lượng khách hàng bán lẻ lớn thứ sáu trong ngành (Đơn vị: triệu khách hàng).



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Chiến lược kinh doanh tập trung vào mảng bán lẻ

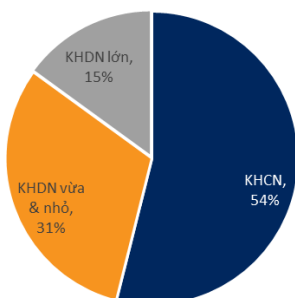
Tính đến cuối năm 2023, chiến lược kinh doanh của STB là tập trung cho vay khách hàng bán lẻ. Cụ thể, khách hàng cá nhân chiếm 54% danh mục cho vay, doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) chiếm 31% và các tập đoàn lớn chiếm 15% tổng dư nợ cho vay. Xét theo ngành nghề, STB tập trung cho vay lĩnh vực sản xuất kinh doanh, chiếm 72% danh mục cho vay. Những lĩnh vực này bao gồm các hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ, thương mại, nông lâm nghiệp và sản xuất. Chúng tôi tin rằng cho vay mảng bán lẻ tập trung vào nhu cầu vốn lưu động là một thế mạnh của STB, khi 63% danh mục cho vay của STB là ngắn hạn.

Lợi thế tăng trưởng tín dụng của STB bắt nguồn từ việc rút ngắn thời gian giải ngân đối với các khoản vay vừa và nhỏ, phù hợp với chiến lược cho vay kinh doanh đối với khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ. STB có thể đẩy nhanh tiến độ giải ngân thông qua: 1) hợp lý hóa việc xử lý hồ sơ dựa trên đánh giá rủi ro cân bằng giữa tình hình tài chính của khách hàng và tỷ lệ khoản vay trên giá trị; 2) thẩm định tài sản thế chấp nội bộ; và 3) giao quyền quyết định cho các chi nhánh. Đầu tiên, STB có thể giảm thời gian giải ngân xuống trong ngày hoặc tối đa là trong vòng ba ngày đối với các khoản vay nhỏ bằng cách đơn giản hóa việc nộp hồ sơ. Thứ hai, đối với các khoản vay có tài sản thế chấp có giá trị dưới 10 tỷ đồng, các chi nhánh STB có thể tự thẩm định mà không cần sự tham gia của bên thứ ba. Cuối cùng, STB ủy quyền cho các chi nhánh của mình thực hiện các dịch vụ cho vay, nhận tiền gửi và các dịch vụ khác, giúp giải

ngân nhanh hơn và trải nghiệm khách hàng thuận tiện hơn. Điều này đặc biệt có lợi với mạng lưới chi nhánh rộng khắp của STB, một trong những mạng lưới chi nhánh lớn nhất trong hệ thống.

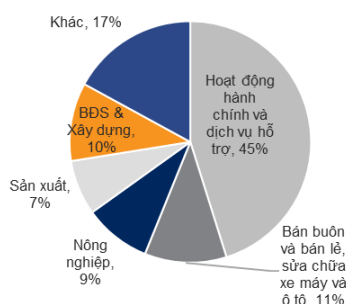
STB còn nắm giữ lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực kinh doanh ngoại hối và bảo hiểm. Về ngoại hối, lãi ròng từ ngoại tệ chiếm 27% trong tổng thu nhập ngoại lãi (Non-II) trong năm 2023 và luôn duy trì trên 10% trong tổng thu nhập ngoại lãi. Điều này phần lớn là do STB đưa ra tỷ giá hối đoái có tính cạnh tranh cao đồng thời phục vụ lượng lớn khách hàng xuất nhập khẩu. Trong lĩnh vực bảo hiểm, tận dụng mạng lưới rộng khắp gồm 566 chi nhánh để tiếp cận lượng lớn khách hàng bán lẻ, STB đã ký thỏa thuận độc quyền với Dai-ichi. Việc gia nhập mảng bảo hiểm đã chuyển đổi thành công mô hình thu nhập phí của STB từ phí giao dịch sang hoạt động liên quan đến bảo hiểm.

Hình 30: Cơ cấu dư nợ theo loại khách hàng



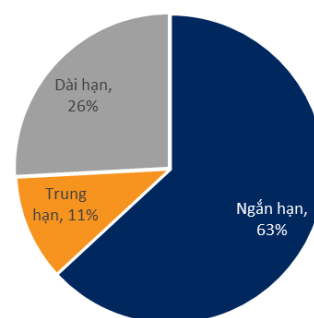
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Cơ cấu dư nợ cho vay theo ngành



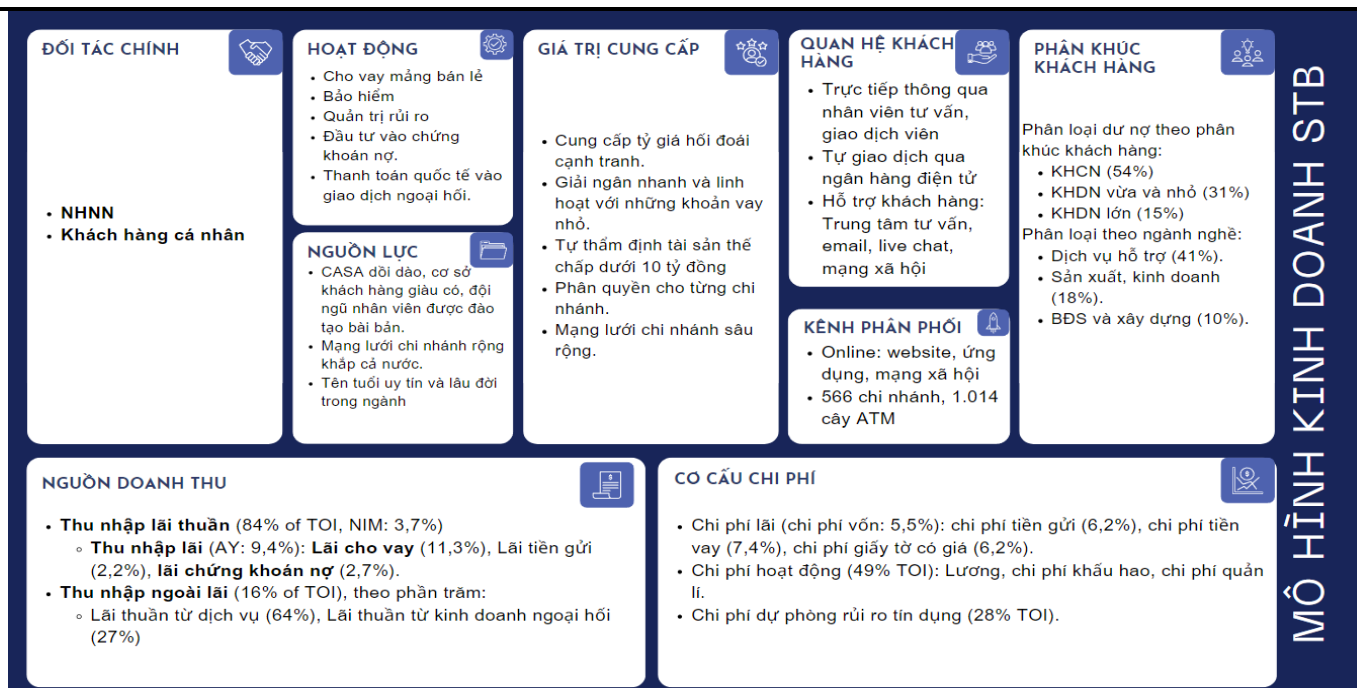
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Cơ cấu dư nợ theo kì hạn



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Mô hình kinh doanh STB



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt tình hình tài chính: Quá trình tái cơ cấu đang dần đi đến giai đoạn cuối

Cập nhật tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB

Sau khi bị nhóm tài phiệt do ông Trầm Bê dẫn đầu thâm tóm từ năm 2012 đến 2015, tính đến năm 2015, ông Trầm Bê và các bên liên quan nắm giữ trên 50% cổ phần của STB, vượt qua số cổ phần của các nhà sáng lập STB. Theo yêu cầu của nhóm cổ đông mới, STB phải sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam (PNB), ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu (NPL) lên tới 50%. Việc sáp nhập này đánh dấu sự khởi đầu của một giai đoạn đầy thách thức đối với STB, đặc trưng bởi một lượng lớn tài sản nợ xấu (tài sản tồn đọng).

Năm 2017, STB bắt đầu quá trình tái cơ cấu sau khi ông Trầm Bê và các cộng sự bị bắt. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đặt Sacombank (STB) dưới sự giám sát chặt chẽ và đề ra kế hoạch 10 năm (2015-2025) nhằm tái cơ cấu và vực dậy sức sống ngân hàng.

Tài sản tồn đọng của STB được phân thành bốn loại:

- **Lãi dự thu:** Là tiền lãi dự thu từ các khoản nợ xấu và tài sản tồn đọng trên báo cáo tài chính tại thời điểm 31/12/2015. Phương án xử lý các tài sản này là bù đắp dần vào thu nhập lãi của ngân hàng qua các năm.
- **Tài sản tồn đọng nằm trong dự nợ cho vay:** Phần tài sản xấu này sẽ thuộc nhóm 3 đến nhóm 5 và sẽ được ngân hàng trích lập dự phòng theo quy định.
- **Trái phiếu VAMC:** Là trái phiếu đặc biệt do VAMC phát hành. Ngân hàng chuyển khoản nợ xấu tương ứng cho VAMC để đổi lấy trái phiếu VAMC. Các trái phiếu này không chịu lãi suất và phải trích lập dự phòng 100% trong vòng 5 năm (đối với trường hợp tái cơ cấu của STB là 10 năm). Tài sản đảm bảo được chuyển giao cho VAMC quản lý. Trong quá trình tái cơ cấu, STB phải trích lập dự phòng theo quy định và chịu trách nhiệm xử lý tài sản đảm bảo để thu hồi nợ. STB đã và đang quản lý tài sản đảm bảo thông qua đấu giá.
- **Khác:** Đây chủ yếu là tài sản tồn đọng nằm trong mục tài sản có khác, sẽ được xử lý và trích lập dự phòng theo phương án tái cơ cấu.

Hình 34: Quá trình tái cơ cấu STB (tỷ đồng)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tài sản tồn đọng gộp	60.501	58.261	58.841	51.071	43.547	32.911	28.518	24.094	19.012
% tổng dư nợ	33%	29%	26%	20%	15%	10%	7%	5%	4%
Tài sản tồn đọng trong:									
Cho vay KH	33.783	8.380	7.613	3.383	3.174	2.297	1.690	47	47
TP VAMC	14.142	37.301	43.267	40.233	33.647	27.322	23.728	21.515	16.433
Khác	12.576	12.581	7.961	7.455	6.726	3.292	3.101	2.533	2.533
Giá trị trích lập dự phòng tích lũy (cho tài sản tồn đọng TP VAMC và khác)	1.379	1.650	1.949	2.570	4.357	7.020	8.671	16.795	16.759
Giá trị tài sản tồn đọng ròng (không bao gồm trích lập cho vay KH)	59.122	56.612	56.892	48.501	39.191	25.891	19.848	7.299	2.254
Giá trị lãi dự thu	20.387	20.387	19.801	17.720	13.689	11.702	5.678	0	0

Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Bảng cân đối kế toán 2015-2023: Tích cực tái cơ cấu thông qua đầu giá

Hình 35: Chỉ số trọng yếu trên báo cáo tài chính

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tổng tài sản sinh lãi (IEA)									
Cho vay khách hàng	45,2%	7,0%	12,1%	15,1%	15,4%	14,9%	14,0%	13,1%	10,1%
Cho vay liên ngân hàng	-39,2%	12,5%	196,8%	-34,6%	172,7%	39,9%	-54,6%	202,8%	99,0%
Danh mục đầu tư	-6,6%	8,9%	8,7%	18,7%	23,7%	11,5%	-0,2%	19,0%	17,8%
Tổng nợ phải trả lãi (IBL)									
Tiền gửi khách hàng	60,1%	11,7%	9,7%	9,2%	14,7%	6,8%	-0,1%	6,4%	12,3%
Tiền gửi của liên Ngân hàng	-33,0%	174,5%	56,0%	-42,3%	-51,7%	123,5%	93,3%	86,7%	33,5%
Chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá				44,0%	17,7%	17,4%	89,4%	22,3%	12,3%
Casa	13,0%	13,5%	14,2%	15,1%	17,0%	19,0%	22,8%	19,2%	18,6%
LDR	70,0%	66,0%	66,1%	70,5%	71,7%	76,3%	83,9%	86,4%	83,7%
VCSH / Tổng tài sản	7,6%	6,7%	6,3%	6,1%	5,9%	5,9%	6,6%	6,5%	6,8%
Tỷ lệ nợ xấu	5,8%	6,9%	4,7%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,0%	2,3%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0,6%	1,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,4%	1,2%	0,7%
LLR	21,2%	17,7%	26,7%	64,5%	69,3%	93,7%	118,6%	131,0%	68,8%

Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

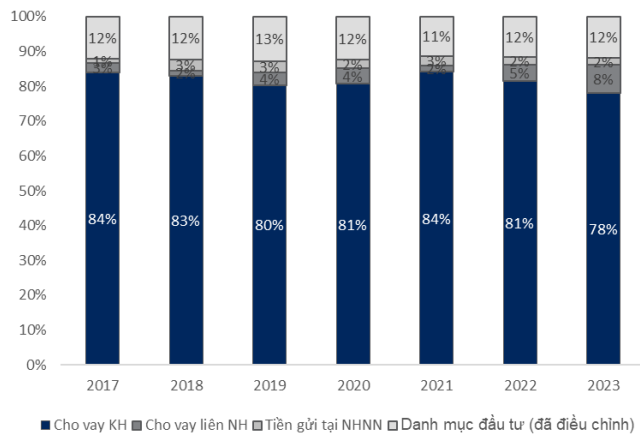
STB phân bổ nguồn lực hiệu quả nhờ tập trung cho vay khách hàng

STB duy trì tỷ trọng cho vay khách hàng khoảng 80% trong cơ cấu tài sản sinh lãi trong giai đoạn 2017-23, cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành khoảng 70%. Trong khi đó, cho vay liên ngân hàng chỉ chiếm 4-8% trong cơ cấu tài sản sinh lãi, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 10-14%.

Tỷ trọng cho vay khách hàng cao nhờ khả năng tiếp cận khách hàng của STB thông qua: 1) bề dày thương hiệu; 2) mạng lưới phân phối rộng khắp; 3) cơ sở khách hàng lớn; và 4) phân quyền cho các giám đốc kinh doanh khu vực. STB vận hành mô hình phê duyệt tín dụng phi tập trung, cấp hạn mức cho vay cho giám đốc khu vực và chi nhánh Điều này không giống quy trình phê duyệt trung ương phổ biến ở nhiều ngân hàng khác. Mô hình này cho phép các khoản vay lớn được phê duyệt nhanh hơn trong khi vẫn duy trì các tiêu chuẩn quản lý rủi ro. Cách tiếp cận này giúp STB có được khoản cho vay khách hàng với lợi thế cả về tốc độ và tính linh hoạt.

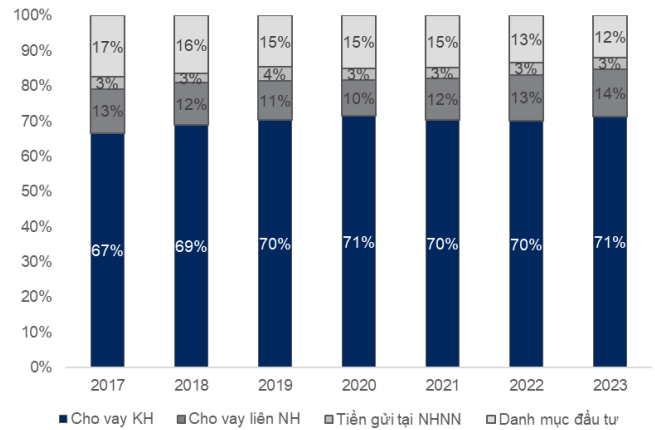
STB nắm giữ danh mục đầu tư an toàn và có tính thanh khoản cao, trong đó trái phiếu Chính phủ chiếm khoảng 90% danh mục đầu tư. STB đã đảm bảo thanh khoản trong giai đoạn tái cơ cấu nhờ nắm giữ lượng lớn trái phiếu Chính phủ và trái phiếu VAMC, được sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay từ NHNN qua kênh OMO.

Hình 36: Cơ cấu tài sản sinh lãi theo quý của STB (không bao gồm trái phiếu VAMC)



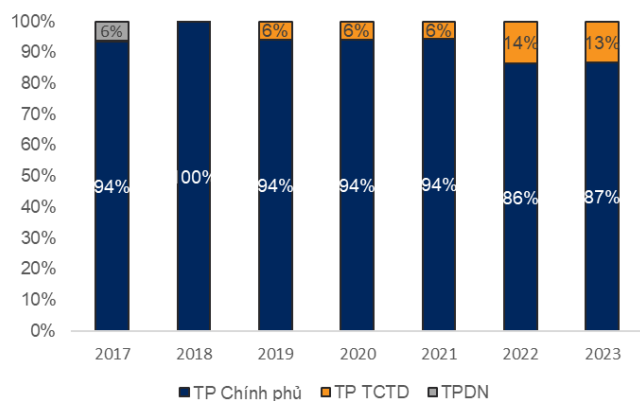
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Cơ cấu tài sản sinh lãi của ngành (top 25 NH)



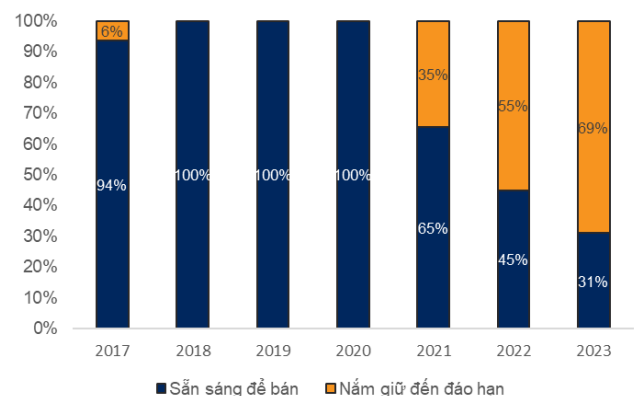
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Cơ cấu danh mục đầu tư không bao gồm trái phiếu VAMC



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Cơ cấu danh mục đầu tư phân theo loại hình



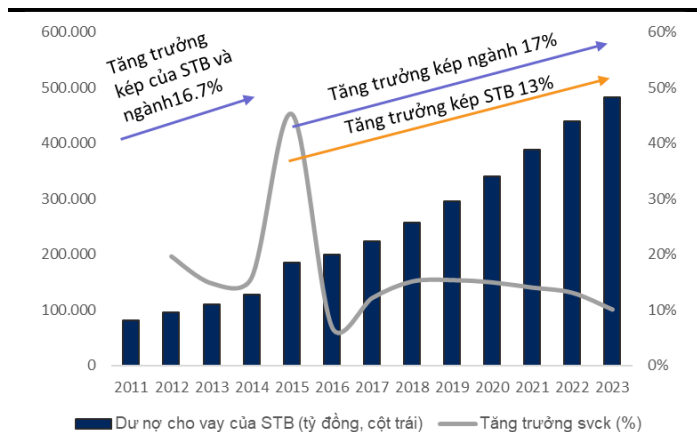
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng cho vay khách hàng chậm lại trong quá trình tái cơ cấu

Trong giai đoạn 2011-14, dư nợ cho vay của STB tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR là 16,7%/năm, bằng mức trung bình ngành. Tuy nhiên, từ năm 2015 đến năm 2023, dư nợ cho vay của STB tăng trưởng chậm lại, với tốc độ tăng trưởng kép chỉ 13%/năm, thấp hơn mức 17%/năm của toàn ngành.

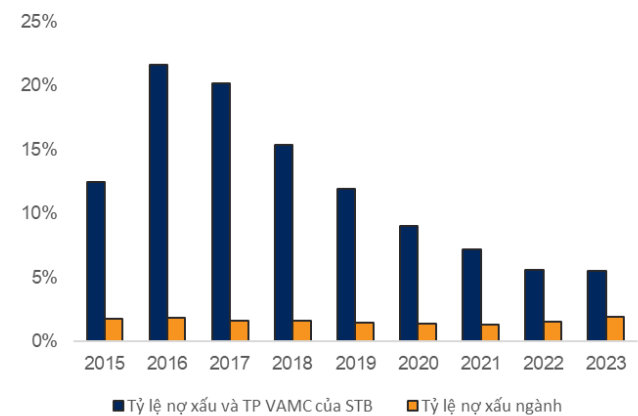
STB tăng trưởng chậm hơn trong giai đoạn này là do ngân hàng trở nên thận trọng hơn trong việc giải ngân các khoản vay mới. Giai đoạn 2015-23 cũng là thách thức đối với STB khi tập trung tái cơ cấu nợ xấu và xử lý tài sản sau khi sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015. Sau sáp nhập, tỷ lệ nợ xấu của STB đã tăng vọt lên trên 20% trong năm 2016 cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 1,9%. Nợ xấu gia tăng khiến STB phải áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn trong việc giải ngân khoản vay.

Hình 40: Tăng trưởng dư nợ thấp hơn trong thời kỳ tái cơ cấu



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 41: Nợ xấu của STB cao hơn đáng kể so với TB ngành trong quá trình tái cơ cấu



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

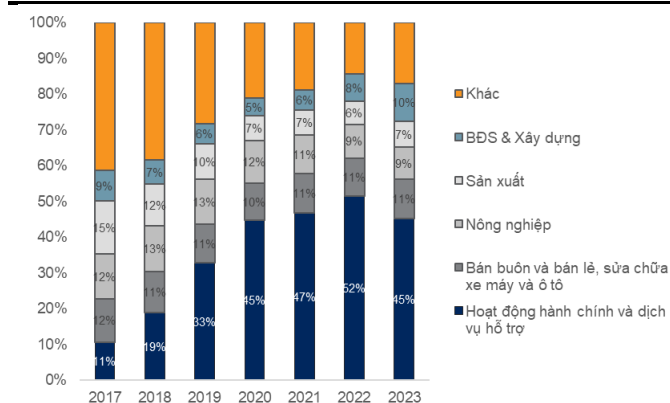
Tập trung vào cho vay bán lẻ nhóm khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ

STB là ngân hàng có danh mục cho vay đa dạng, trong đó khách hàng bán lẻ, bao gồm cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm tới 85% cơ cấu danh mục cho vay tính đến năm 2023. Việc sở hữu danh mục cho vay bán lẻ có tỷ trọng lớn giúp STB giảm thiểu rủi ro nợ xấu từ các tập đoàn lớn và rủi ro tập trung.

STB tập trung giải ngân các khoản vay cho nhóm khách hàng bán lẻ, chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh và sản xuất. Từ năm 2017 đến 2023, tỷ trọng dư nợ trong lĩnh vực hành chính và dịch vụ hỗ trợ đã tăng đáng kể từ 11% lên 45% vào năm 2023. Cùng với việc cho vay các doanh nghiệp trong các lĩnh vực khác như thương mại, nông nghiệp và sản xuất, tỷ trọng vốn chảy vào hoạt động kinh doanh và sản xuất của nhóm khách hàng bán lẻ đã đạt 72% cơ cấu danh mục cho vay.

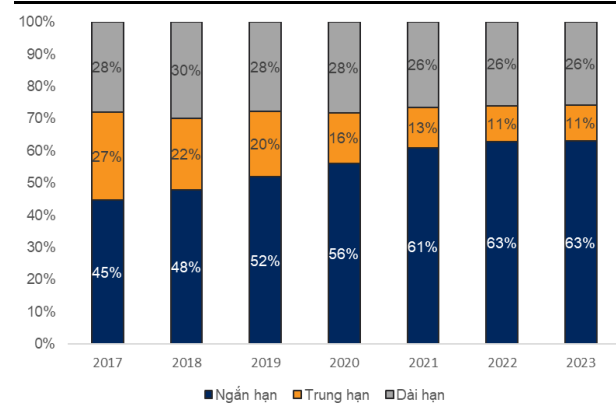
Đồng thời, tỷ trọng các khoản vay ngắn hạn trong cơ cấu danh mục cho vay của STB cũng tăng từ 45% lên 63% trong giai đoạn 2017-2023. Chúng tôi cho rằng STB đã mở rộng quy mô dư nợ bằng cách đáp ứng nhu cầu vốn lưu động của nhóm khách hàng bán lẻ (cá nhân và KHDN vừa & nhỏ). Việc STB tập trung vào cho vay ngắn hạn cũng phản ánh một chiến lược thận trọng, vì các khoản vay có kỳ hạn ngắn thường mang lại rủi ro thấp hơn.

Hình 42: Cơ cấu dư nợ cho vay theo ngành



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 43: Cơ cấu dư nợ cho vay theo kỳ hạn



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

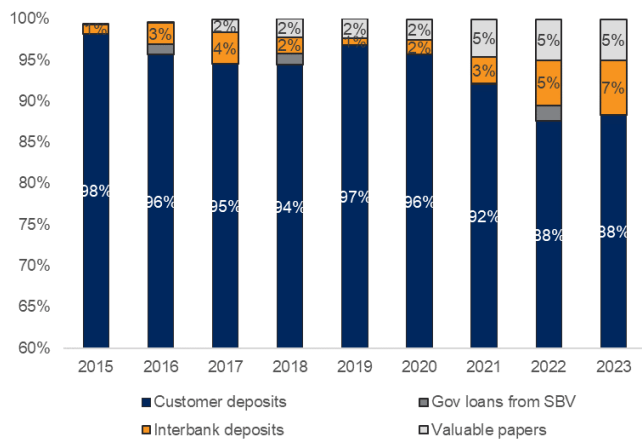
Tổng cơ cấu nguồn vốn (IBL) chủ yếu bao gồm tiền gửi của khách hàng

Từ năm 2015 đến 2023, tổng nợ phải trả lãi (IBL) của STB chủ yếu bao gồm tiền gửi của khách hàng, chiếm 88-89% cơ cấu IBL. Ngược lại, đối với 25 ngân hàng lớn nhất theo vốn hóa, tiền gửi khách hàng chỉ chiếm 76-80% tổng IBL trong cùng giai đoạn. Sự khác biệt trong cơ cấu IBL của STB so với mức trung bình ngành xuất phát từ lãi suất tiền gửi cạnh tranh và biên lãi suất cho vay trên sổ tiết kiệm (1,5-2%) cũng như khả năng tiếp cận nhóm KHDN vừa & nhỏ. Lãi suất tiền gửi cạnh tranh được thể hiện qua chi phí huy động vốn của STB, vốn luôn cao hơn mức trung bình ngành, đặc biệt là trong giai đoạn tái cơ cấu ban đầu từ năm 2016 đến 2020 (xem hình bên dưới).

STB khá hạn chế trong việc huy động vốn qua giấy tờ có giá, khi phân khúc này chỉ chiếm khoảng 5% cơ cấu trong ba năm qua. So với mức trung bình ngành, huy động vốn qua giấy tờ có giá chiếm 8% cơ cấu IBL trong cùng kỳ. Điều này có thể được lý giải do chiến lược của STB ưu tiên cho vay ngắn hạn đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và thương mại như đã đề cập ở trên.

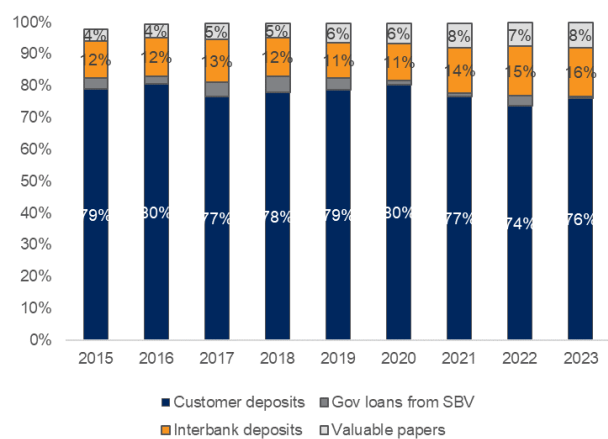
Tỷ trọng vốn huy động của STB chủ yếu đến từ khách hàng cá nhân, chiếm trên 80% từ năm 2015 đến 2023. Tỷ lệ vốn từ khách hàng cá nhân cao trong cơ cấu huy động vốn là do STB tập trung nâng cao trải nghiệm ngân hàng số cho khách hàng kết hợp sở hữu tệp khách hàng lớn. Năm 2023, khách hàng giao dịch qua kênh ngân hàng số chiếm 70% tổng số khách hàng hoạt động với khối lượng giao dịch qua các kênh trực tuyến vượt 6.400.000 tỷ đồng (+10% svck). Ngoài ra, STB có tệp khách hàng cá nhân lên tới 18 triệu người, xếp thứ 6 trong ngành.

Hình 44: Cơ cấu huy động của STB



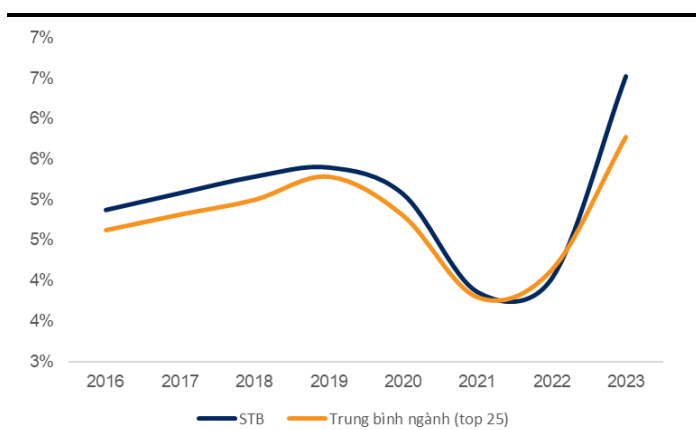
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 45: Cơ cấu huy động ngành ngân hàng (top 25 NH)



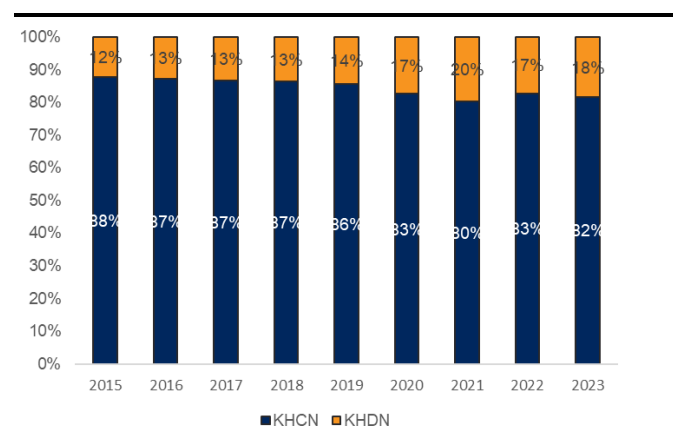
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 46: Chi phí huy động bình quân của STB so với trung bình ngành



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 47: Cơ cấu tiền gửi khách hàng của STB



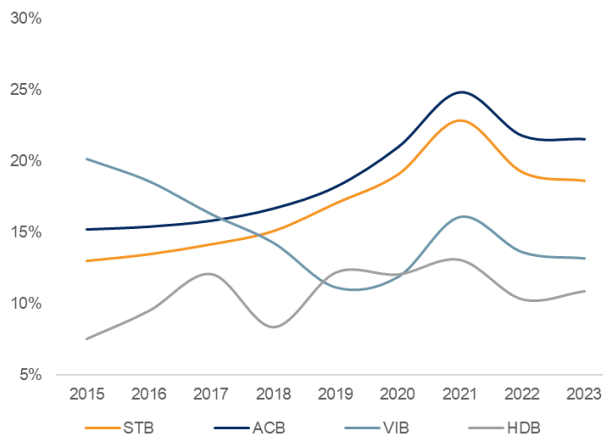
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Tận dụng lợi thế LDR thấp để giảm huy động vốn

So với các ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ cao thì STB có tỷ lệ CASA khá cao, chỉ xếp sau ACB. Tỷ lệ CASA của STB bắt đầu tăng đáng kể từ năm 2018, từ dưới 15% lên gần 20% vào năm 2023. Sự thay đổi tích cực này nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của cơ sở khách hàng sau khi ra mắt ngân hàng số với ứng dụng 'Sacombank Pay'. Bên cạnh đó, với mô hình kinh doanh tập trung vào cung cấp các khoản vay vốn lưu động cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs), STB đã tăng tỷ lệ CASA bằng cách tận dụng dòng tiền của phân khúc khách hàng này và khai thác từ cơ sở khách hàng bán lẻ.

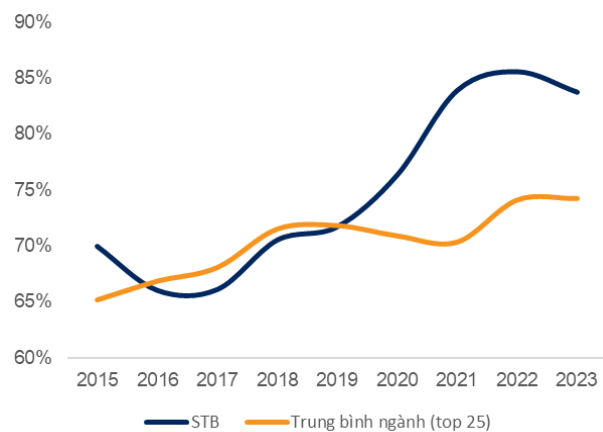
Trong giai đoạn khó khăn nhất sau khi sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015, STB chứng kiến tỷ lệ cho vay trên vốn huy động (LDR) giảm xuống còn khoảng 65% trong giai đoạn 2016-2017. Sự sụt giảm này là do tỷ lệ nợ xấu tăng, khiến ngân hàng áp dụng chiến lược cho vay thận trọng hơn. Tuy nhiên, từ năm 2018-2019 trở đi, tỷ lệ LDR đã cải thiện đáng kể, gần đạt ngưỡng 85% vào năm 2023. Việc cải thiện LDR được giải thích do STB tận dụng tỷ lệ LDR thấp từ các năm trước (2015-2019) để giảm lãi suất tiền gửi xuống mức kém cạnh tranh hơn so với ngành trong giai đoạn 2020-2022. Trong giai đoạn này, chi phí huy động của STB giảm xuống mức tương đương hoặc thấp hơn mức trung bình ngành, điều này làm chậm tốc độ tăng trưởng tiền gửi và cải thiện LDR.

Hình 48: STB nắm giữ tỷ lệ CASA lớn nhờ cơ sở khách hàng bán lẻ và mô hình cho vay kinh doanh



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 49: LDR tăng lên mức cao trong những năm gần đây



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Chất lượng tài sản được quản lý hiệu quả trong giai đoạn tái cơ cấu

STB đã tập trung giải quyết nợ xấu trong giai đoạn đầu của quá trình tái cơ cấu (2017-2018) bằng cách tập trung thu hồi nợ và bán nợ xấu cho VAMC. Trong lịch sử, STB đã trải qua tỷ lệ nợ xấu (NPL) rất cao sau khi sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam, với tỷ lệ NPL đạt gần 7% từ năm 2015 đến 2017. Theo kế hoạch tái cơ cấu, STB đã bán nợ xấu cho VAMC và giữ lại một phần trong danh mục cho vay. Nhờ kế hoạch tái cơ cấu này, STB đã bán nợ xấu cho VAMC và nhận về trái phiếu VAMC với giá trị lớn trong giai đoạn này (2015: 9.500 tỷ đồng; 2016: 23.400 tỷ đồng; 2017: 13.400 tỷ đồng). Việc bán một phần nợ xấu của STB cho VAMC được thể hiện qua giá trị nợ xấu hình thành mới ghi nhận âm trong giai đoạn 2017-2018.

Để xử lý nợ xấu, STB đã tăng cường nỗ lực thông qua nhiều biện pháp, bao gồm: 1) tuân thủ các quy định pháp lý và lịch trình trích lập dự phòng; và 2) đẩy nhanh việc xử lý tài sản đảm bảo bằng cách tích cực đấu giá tài sản, tìm kiếm người mua tiềm năng, và giảm giá bán trong các phân khúc kém thanh khoản. Điều này được minh chứng qua tỷ lệ chi phí tín dụng tăng dần trong giai đoạn 2019-2022 và giá trị xóa nợ thấp. Kết quả là đến năm 2022, STB đã giảm tỷ lệ NPL xuống 1,0% (từ 6,9% năm 2016) và tăng tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR) lên 131% từ mức 17% năm 2016.

Đối với trái phiếu VAMC, STB đã áp dụng chiến lược tương tự bằng cách quản lý tài sản còn lại thông qua đấu giá và trích lập dự phòng theo kế hoạch tái cơ cấu. STB đã rất thành công trong việc xử lý trái phiếu VAMC, giảm giá trị ròng của trái phiếu VAMC từ 41.300 tỷ đồng vào cuối năm 2017 xuống còn 1.800 tỷ đồng vào cuối năm 2023. Tài sản thế chấp cho trái phiếu VAMC chủ yếu là bất động sản và tài sản công nghiệp, với phần lớn tài sản còn lại của STB nằm ở miền Nam Việt Nam. Khu công nghiệp Đức Hòa III đã được bán với giá 9.200 tỷ đồng vào năm 2017. Giao dịch này được thanh toán trong vòng bảy năm với lãi suất 7,5%. Đến năm 2022, STB đã nhận đủ các khoản thanh toán còn lại từ giao dịch này. Nhờ điều kiện thuận lợi trên thị trường bất động sản công nghiệp, STB đã thành công trong việc xử lý trái phiếu VAMC thông qua đấu giá các tài sản tồn đọng. Điều này dẫn đến sự giảm mạnh và ổn định giá trị ròng trái phiếu VAMC qua các năm.

Đặc biệt trong giai đoạn 2022-2023, STB đã tăng cường trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC khi giải quyết xong các khoản lãi phải thu (sẽ được thảo luận thêm trong phần NIM).

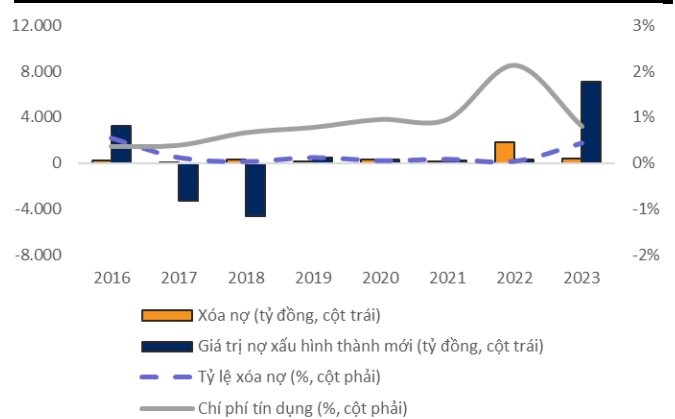
Năm 2023, giá trị hình thành nợ xấu mới tăng vọt lên gần 7.000 tỷ đồng (+2.340% svck), theo xu hướng chung của ngành, do thu nhập của người dân giảm vì nền kinh tế chậm lại (tăng trưởng GDP giảm xuống còn 5,0%) và lãi suất vay cao (lãi suất cho vay tăng lên 9,8%). Kết quả là, năm 2023, tỷ lệ NPL tăng lên 2,3% từ mức 1,0% vào năm 2022, và tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR) giảm xuống còn 68,8%.

Hình 50: Tỷ lệ nợ xấu giảm dần và được quản lý hiệu quả trong thời kỳ tái cơ cấu



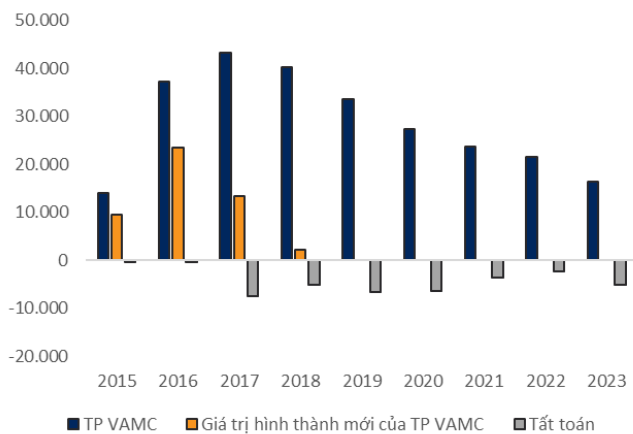
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 51: STB liên tục duy trì tỷ lệ xử lý nợ ở mức thấp



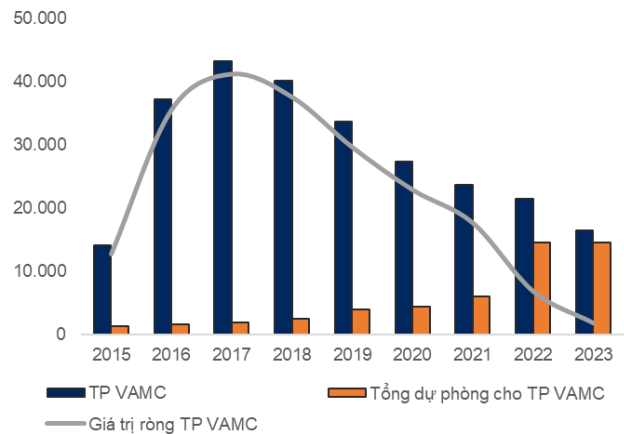
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 52: Trái phiếu VAMC được tất toán thông qua việc bán đấu giá tài sản bảo đảm (tỷ đồng)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 53: Giá trị trái phiếu VAMC ròng giảm đáng kể do kết hợp tất toán và trích lập dự phòng (tỷ đồng)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Tính đến cuối Q2/24, các ngân hàng bán lẻ tiếp tục đối mặt với áp lực lớn từ các khoản nợ xấu (NPL). STB cũng không phải ngoại lệ, với tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,4% vào cuối Q2/24, chỉ thấp hơn VIB và VPB, với tỷ lệ lần lượt là 3,7% và 5,1%. Tuy nhiên, một điểm tích cực là tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của STB đạt 69,7%, cao hơn so với VIB và VPB, ở mức 48,1%. Áp lực từ nợ xấu đối với các ngân hàng bán lẻ chủ yếu đến từ khách hàng cá nhân, những người vẫn đang gặp khó khăn trong bối cảnh nền kinh tế ở giai đoạn đầu phục hồi.

Ngoài ra, STB có chất lượng tài sản lành mạnh với mức độ chịu rủi ro rất thấp từ các công ty bất động sản. Cụ thể, tỷ trọng các khoản vay cho các công ty bất

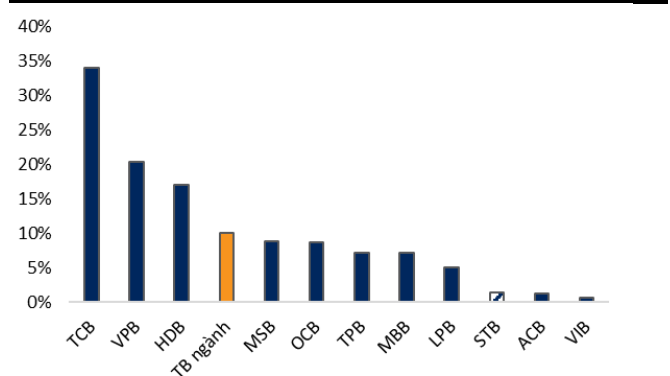
động sản chỉ chiếm khoảng 1,3% trong cơ cấu danh mục cho vay, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành là 10%.

Hình 54: Chất lượng tài sản bị ảnh hưởng nặng nề trong năm 2023 do khách hàng bán lẻ



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 55: STB ít tham gia vào lĩnh vực bất động sản (dữ liệu cuối năm 2023)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQKD: Khả năng sinh lời cải thiện đáng kể sau khi giải quyết hoàn toàn các khoản lãi phải thu

Hình 56: Tóm tắt tình hình tài chính (tỷ đồng)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Thu nhập lãi thuần	6.575	4.021	5.278	7.634	9.181	11.527	11.965	17.147	22.072
NIM	3,2%	1,6%	1,8%	2,3%	2,4%	2,7%	2,6%	3,3%	3,7%
Tổng thu nhập hoạt động	8.289	6.530	8.645	11.677	14.635	17.271	17.704	26.141	26.173
Trích lập dự phòng	2.256	696	817	1.592	2.153	3.037	3.475	8.838	3.688
LN ròng	648	89	1.182	1.790	2.455	2.682	3.412	5.041	7.719
Tăng trưởng LN ròng (%)	-70,6%	-86,3%	1233,6%	51,5%	37,1%	9,3%	27,2%	47,8%	53,1%
Adj EPS	359	47	627	950	1.302	1.423	1.810	2.674	4.094
BVPS	11.712	11.772	12.326	13.066	14.185	15.360	18.174	20.489	24.259
ROAE	0,3%	0,0%	0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,9%	1,2%
ROAA	3,2%	0,4%	5,2%	7,5%	9,6%	9,6%	10,8%	13,8%	18,3%

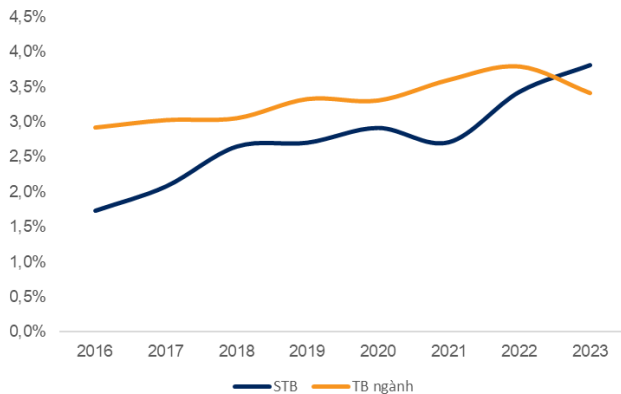
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên lãi thuần (NIM) cải thiện đáng kể sau năm 2022

NIM của STB thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành từ năm 2017 đến 2022 do việc xử lý khoản lãi phải thu từ đề án tái cơ cấu và chi phí vốn cao hơn so với ngành. Vào đầu giai đoạn tái cơ cấu năm 2017, tổng lãi phải thu của STB đạt gần 20.400 tỷ đồng. NIM của STB bị ảnh hưởng nặng nề do phải xóa dần khoản này vào thu nhập từ lãi (lợi suất tài sản bị tổn thất). Đến cuối năm 2022, STB đã giải quyết hoàn toàn khoản lãi phải thu từ kế hoạch tái cơ cấu. Ngoài ra, NIM của STB thấp hơn mức trung bình ngành do chi phí vốn cao hơn xuất phát từ 1) tỷ lệ tiền gửi khách hàng cao trong tổng cơ cấu huy động (như đã đề cập ở trên); và 2) giữ mức lãi suất tiền gửi cao hơn do tác động đến từ việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam ảnh hưởng đến uy tín của STB. Năm 2023, sau khi khoản lãi phải thu được xử lý hoàn toàn, STB đã chứng kiến NIM tăng thêm 0,4 điểm % svck, trong khi NIM của ngành giảm 0,4 điểm % svck do chi phí vốn tăng cao.

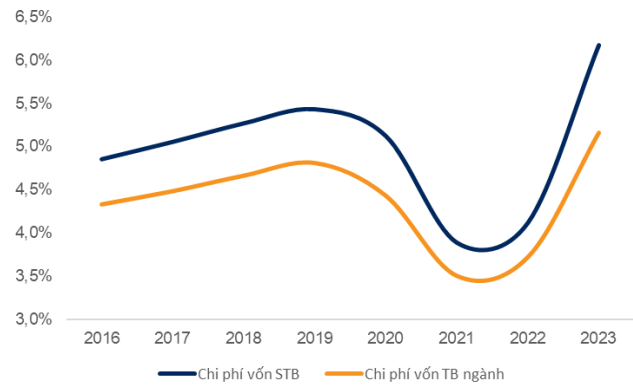
Tính đến Q2/24, sau khi STB giải quyết hoàn toàn khoản lãi phải thu vào năm 2022, STB hiện có NIM thấp nhất trong các ngân hàng bán lẻ. So với ACB và MBB, NIM của STB thấp hơn do chi phí vốn cao hơn xuất phát từ tỷ lệ CASA thấp hơn (STB: 18%; ACB: 21%; MBB: 37,2%). So với VIB, mặc dù chi phí vốn tương đương, nhưng VIB có NIM cao hơn một chút do tập trung cho vay các khoản vay dài hạn như vay mua nhà và vay mua ô tô. So với HDB, NIM của STB thấp hơn chủ yếu do danh mục cho vay ngắn hạn và các khoản vay kinh doanh, trong khi HDB có danh mục vay dài hạn với tỷ trọng cao hơn của các khoản vay bất động sản và tài chính tiêu dùng.

Hình 57: NIM của STB cải thiện trong năm 2023 bất chấp xu hướng ngành (%)



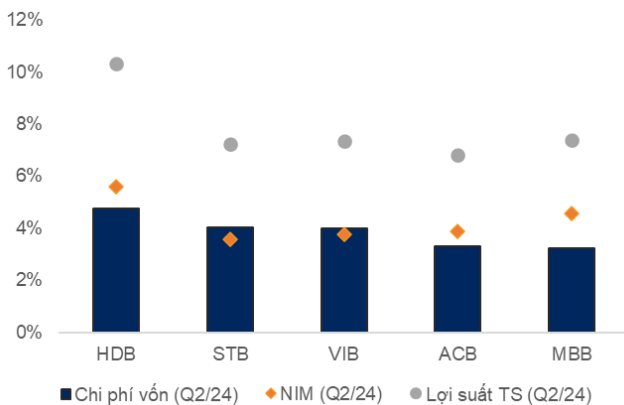
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 58: Chi phí vốn của STB luôn cao hơn so với ngành



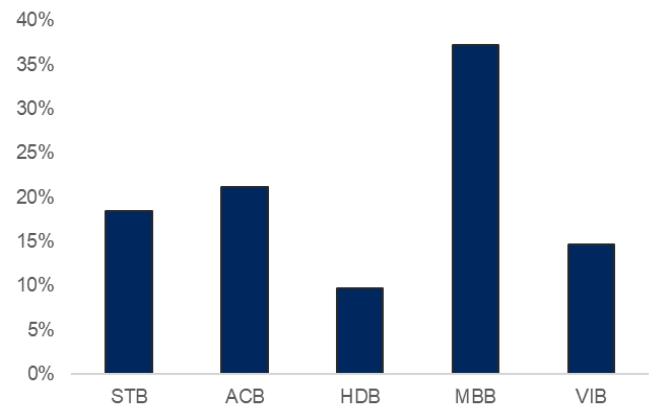
Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 59: NIM của các ngân hàng bán lẻ (%)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 60: Tỷ lệ CASA của các ngân hàng bán lẻ (%)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Thu nhập ngoài lãi (Non-II) chủ yếu được đóng góp bởi mảng bảo hiểm

Cơ cấu thu nhập ngoài lãi chủ yếu bao gồm ba thành phần chính: thu nhập từ phí thuần, lãi/(lỗ) thuần từ ngoại hối, và thu nhập thuần khác.

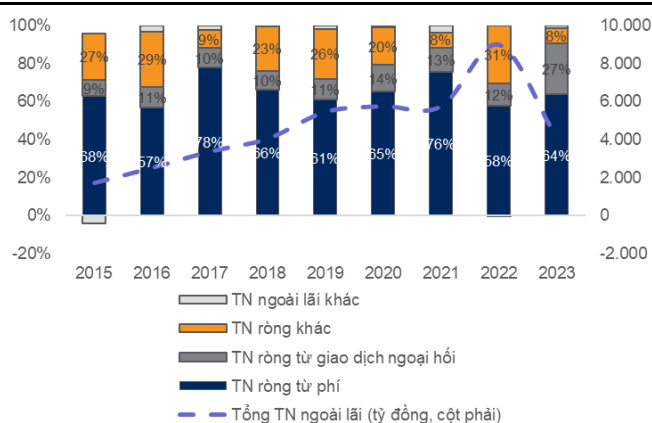
Trong đó, thu nhập ròng từ phí chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 60-70% cơ cấu thu nhập ngoài lãi. Do đó, xu hướng của thu nhập ngoài lãi được củng cố bởi thu nhập ròng từ phí. Thu nhập phí ròng của STB chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động bảo hiểm. Cụ thể, năm 2017, STB đã ký kết hợp đồng hợp tác độc quyền 20 năm với Dai-ichi. Tận dụng cơ sở khách hàng bán lẻ lớn, lợi nhuận từ mảng bảo hiểm của STB đã thúc đẩy thu nhập từ phí thuần và dần thay thế lợi nhuận từ dịch vụ thanh toán (trong thu nhập từ dịch vụ khác). Đáng chú ý, năm

2022, thu nhập từ phí thuần tăng 23% svck, khi STB ghi nhận khoảng 1.600 tỷ đồng từ phí trả trước của Dai-ichi.

Tổng thu nhập ngoài lãi đã tăng trưởng ổn định từ năm 2017 nhờ vào chiến lược phát triển mảng bảo hiểm và lợi nhuận từ thanh lý tài sản phát mãi. Thu nhập khác thuần chiếm khoảng 20% cơ cấu thu nhập ngoài lãi trong giai đoạn tái cơ cấu nhờ vào lợi nhuận từ phát mãi tài sản. Đáng chú ý, năm 2022, thu nhập khác thuần tăng 501% svck, chiếm 31% cơ cấu thu nhập ngoài lãi, do việc hiện thực hóa toàn bộ giá trị bán tài sản Đức Hòa III.

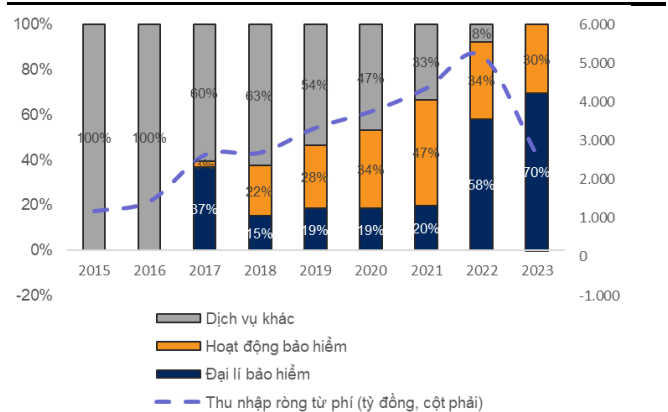
Lãi ròng từ giao dịch ngoại tệ cũng đóng góp vào thu nhập ngoài lãi, chiếm khoảng 10%. STB liên tục ghi nhận lãi thuần từ giao dịch ngoại tệ qua các năm nhờ lợi thế cung cấp dịch vụ thanh toán quốc tế cho khách hàng cá nhân và sở hữu đội ngũ nhân lực có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực ngoại hối.

Hình 61: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 62: Cơ cấu thu nhập từ phí ròng

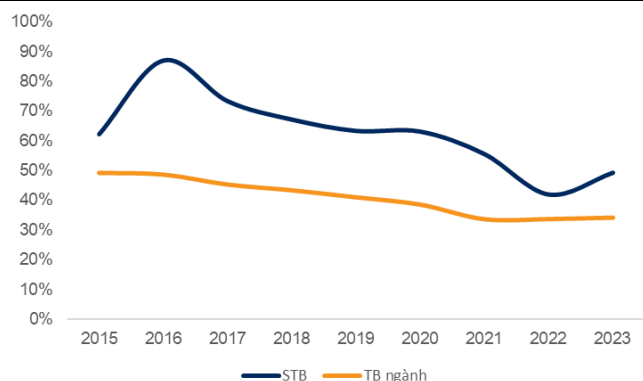


Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Chi phí hoạt động của STB cao do duy trì mạng lưới chi nhánh rộng khắp

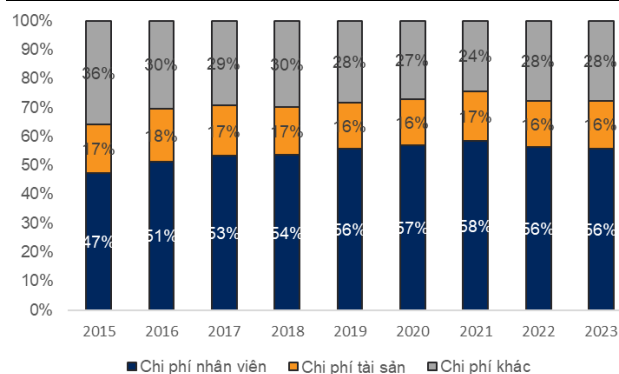
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) của STB đã giảm dần, phù hợp với xu hướng chung của ngành nhờ việc tận dụng công nghệ để tối ưu hóa quy trình. Tuy nhiên, CIR của STB thường dao động từ 60-80% trong giai đoạn 2015-2021, cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành từ 30-50%. CIR của STB cao hơn so với ngành do 1) tổng thu nhập hoạt động (TOI) bị ảnh hưởng bởi việc xử lý khoản lãi phải thu từ kế hoạch tái cơ cấu, và 2) chi phí tài sản cao hơn do STB tập trung đầu tư lớn vào công nghệ và duy trì mạng lưới chi nhánh rộng. Cụ thể, STB xếp hạng 4 và 5 trong ngành lần lượt về lượng tài sản hữu hình và lượng tài sản vô hình.

Hình 63: CIR luôn cao hơn mức trung bình ngành



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 64: Cấu trúc chi phí hoạt động



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD 6T24: Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy bởi chi phí trích lập dự phòng thấp hơn

Hình 65: Các chỉ số chính

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	
NII/TOI	53,5%	42,5%	81,7%	77,2%	85,8%	85,4%	81,8%	84,0%	86,6%	85,5%	
Non-II/TOI	46,5%	57,5%	18,3%	22,8%	14,2%	14,6%	18,2%	16,0%	13,4%	14,5%	
NIM	2,2%	2,0%	4,3%	4,4%	4,1%	3,9%	3,2%	3,6%	3,7%	3,6%	
CIR	55,3%	42,5%	43,9%	33,8%	50,2%	45,3%	50,9%	50,8%	51,5%	55,9%	
NPL	1,3%	1,3%	0,9%	1,0%	1,2%	1,8%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%	
LLR	134,2%	138,4%	153,7%	131,0%	103,8%	77,1%	64,2%	68,8%	72,5%	69,7%	
Tỷ lệ chi phí tín dụng	44,8%	57,5%	56,1%	66,2%	49,8%	54,7%	49,1%	49,2%	48,5%	44,1%	
Dự phòng/PPOP	0,70%	2,13%	2,32%	3,06%	0,90%	1,16%	0,71%	0,46%	0,55%	0,37%	
ROA	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
ROE	11,9%	10,8%	11,8%	13,8%	14,9%	17,5%	17,9%	18,3%	17,9%	18,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 66: Tóm tắt KQKD 6T24 (tỷ đồng)

	Q2/24	Q2/23	% svck	% sv quý trước	6T24	6T23	% svck Nhận xét
Thu nhập lãi thuần (NII)	6.117	5.751	6,3%	2,8%	12.067	11.588	4,1%
NIM	3,6%	3,9%	-0,3 điểm %	-0,1 điểm %	3,6%	4,0%	-0,4 điểm %
Tăng trưởng tín dụng	7,0%	0,1%			7,0%	0,1%	
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	1.038	986	5,3%	12,3%	1.962	1.950	0,6%
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	7.154	6.737	6,2%	4,1%	14.029	13.538	3,6%
Chi phí HĐ	4.001	3.049	31,2%	12,9%	7.544	6.465	16,7%
CIR	55,9%	45,3%	10,7 điểm %	4,4 điểm %	53,8%	47,8%	6,0 điểm %
LN trước dự phòng (PPOP)	3.153	3.688	-14,5%	-5,4%	6.485	7.072	-8,3%
Chi phí dự phòng	465	1.316	-64,6%	-31,3%	1.143	2.317	-50,7%
Chi phí tín dụng	0,37%	1,16%	-0,8 điểm %	-0,2 điểm %	0,46%	1,03%	-0,6 điểm %
LNTT	2.688	2.373	13,3%	1,3%	5.342	4.755	12,3%
LN ròng	2.177	1.925	13,1%	3,1%	4.288	3.825	12,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 67: Tóm tắt bảng cân đối kế toán 6T24

	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Nhận xét
Tổng tài sản sinh lãi (IEA)							
Cho vay khách hàng / IEA	78,0%	76,6%	75,7%	76,0%	75,4%	73,4%	Theo ngành, tín dụng tăng 7% sv đầu năm vào cuối 6T24, được thúc đẩy bởi Thương mại (+17,0% sv đầu năm), Sản xuất (+26,4% sv đầu năm) và Bất động sản & Xây dựng (+17,7% sv đầu năm).
Cho vay liên ngân hàng / IEA	5,5%	6,4%	7,4%	7,9%	8,6%	10,1%	
Danh mục đầu tư / IEA	14,3%	14,8%	14,8%	14,1%	13,6%	14,3%	Tỷ trọng liên ngân hàng trong cả danh mục IEA và IBL đang có xu hướng tăng, do triển vọng tích cực về việc xử lý trái phiếu VAMC trong những năm tới. Không có TPDN trong cơ cấu DM đầu tư. Vào cuối 6T24, STB đã phân bổ nhiều hơn vào TP TCTD và tăng tỷ trọng TP TCTD trong DM đầu tư lên 20,6% từ mức 13,3% cuối FY23.
Tổng nợ phải trả lãi (IBL)							
Tiền gửi khách hàng / IBL	90,4%	91,4%	89,9%	88,4%	88,0%	85,6%	Tỷ trọng liên ngân hàng trong cả cơ cấu IEA và IBL đang có xu hướng tăng, nhờ triển vọng tích cực về việc xử lý trái phiếu VAMC trong những năm tới.
Tiền gửi của liên Ngân hàng / IBL	4,6%	3,3%	5,2%	6,6%	6,7%	8,0%	
Chứng chỉ tiền gửi và giấy tờ có giá / IBL	4,9%	5,3%	4,8%	5,0%	5,3%	5,9%	
Casa	17,4%	17,0%	17,3%	18,6%	18,5%	18,8%	CASA cải thiện nhờ 1) hoạt động kinh doanh hồi phục khi phần lớn danh mục cho vay của STB là các khoản vay kinh doanh; và 2) KHCN có xu hướng không phân bổ vào tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất thấp.
LDR	84,9%	84,1%	83,8%	83,7%	82,8%	81,1%	
Tỷ lệ nợ xấu	1,2%	1,8%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%	NPL Q2/24 tăng 0,1 điểm % theo quý lên 2,4%, báo hiệu sự suy giảm chất lượng tài sản so với Q1/24, khi chỉ số tổng mức bán lẻ hàng hóa đã phục hồi nhưng vẫn ở mức thấp so với các mức bình thường.
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0,9%	1,2%	0,7%	0,7%	0,9%	0,7%	Tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm 0,2 điểm % theo quý, cho thấy việc hình thành NPL có thể giảm trong các quý tới
LLR	103,8%	77,1%	64,2%	68,8%	72,5%	69,7%	Bộ đệm dự phòng duy trì ở mức thấp, cho thấy STB có thể cần tăng cường dự phòng cho các khoản vay khách hàng trong quý tới.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng giai đoạn 2024-25: ROE tăng trưởng đáng kể nhờ vào việc hoàn nhập dự phòng và các khoản thu nhập một lần

Hình 68: Dự phóng các chỉ số chính

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024 (dự phóng)	2025 (dự phóng)	2026 (dự phóng)	Tăng trưởng kép 2021-23	Tăng trưởng kép 2024-26
Thu nhập lãi thuần	11.527	11.965	17.147	22.072	27.119	30.657	33.693	24,2%	15,1%
% svck	25,6%	3,8%	43,3%	28,7%	22,9%	13,0%	9,9%		
Thu nhập ngoài lãi	5.744	5.740	8.994	4.101	4.728	7.999	5.717	-10,6%	11,7%
% svck	5,3%	-0,1%	56,7%	-54,4%	15,3%	69,2%	-28,5%		
Tổng thu nhập hoạt động	17.271	17.704	26.141	26.173	31.847	38.656	39.410	14,9%	14,6%
% svck	18,0%	2,5%	47,7%	0,1%	21,7%	21,4%	2,0%		
Chi phí hoạt động	10.895	9.829	10.964	12.890	17.516	21.261	21.676	5,8%	18,9%
% svck	17,6%	-9,8%	11,6%	17,6%	35,9%	21,4%	2,0%		
Lợi nhuận trước trích lập	6.376	7.875	15.177	13.283	14.331	17.395	17.735	27,7%	10,1%
% svck	18,7%	23,5%	92,7%	-12,5%	7,9%	21,4%	2,0%		
Trích lập dự phòng	3.037	3.475	8.838	3.688	502	(3.684)	(3.334)	6,7%	N/A
% svck	41,1%	14,4%	154,3%	-58,3%	-86,4%	-834,3%	-9,5%		
LN TT	3.339	4.400	6.339	9.595	13.830	21.079	21.068	42,2%	30,0%
% svck	3,8%	31,8%	44,1%	51,4%	44,1%	52,4%	0,0%		
LN ròng	2.682	3.412	5.041	7.719	10.925	16.652	16.644	42,2%	29,2%
% svck	9,3%	27,2%	47,8%	53,1%	41,5%	52,4%	0,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 69: Giả định chính

	2020	2021	2022	2023	2024 (dự phóng)	2025 (dự phóng)	2026 (dự phóng)
Tăng trưởng tín dụng	14,9%	14,0%	13,1%	10,1%	12,6%	12,9%	11,9%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	6,8%	-0,1%	6,4%	12,3%	10,8%	12,9%	11,9%
NIM	2,9%	2,7%	3,4%	3,8%	4,1%	4,1%	4,0%
CIR	63%	56%	42%	49%	55%	55%	55%
Chi phí tín dụng	1,0%	1,0%	2,1%	0,8%	0,1%	-0,6%	-0,5%
LDR	76,3%	83,9%	86,4%	83,7%	83,4%	82,1%	82,1%
NPL	1,7%	1,5%	1,0%	2,3%	3,0%	2,6%	2,2%
LLR	95,4%	118,6%	131,0%	68,8%	60,1%	64,4%	68,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

STB đã thành công trong việc đấu giá Khu công nghiệp Phong Phú

Tại đại hội cổ đông diễn ra vào T4/24, STB đã thông báo thành công đấu giá Khu công nghiệp Phong Phú với giá khoảng 7.900 tỷ đồng. Khu công nghiệp Phong Phú là một tài sản tồn đọng đã được đem thế chấp cho lô trái phiếu VAMC với giá trị nợ gốc khoảng 5.100 tỷ đồng. Tính đến cuối Q2/24, STB báo cáo đã nhận được 20% số tiền đấu giá và dự kiến sẽ nhận số tiền còn lại trong vòng hai năm tới.

Ngoài ra, STB đã hoàn tất trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC được thế chấp bởi Khu công nghiệp Phong Phú và cũng đã xóa hết các khoản lãi phải thu liên quan đến tài sản tồn đọng này. Do đó, chúng tôi tin rằng STB sẽ được hưởng lợi từ 1) hoàn nhập hoàn toàn dự phòng đã trích lập cho lô trái phiếu VAMC (có Khu công nghiệp Phong Phú làm tài sản thế chấp), và 2) ghi nhận lợi nhuận từ chênh lệch giá bán và nợ gốc ban đầu.

Tính đến cuối Q2/24, giá trị trái phiếu VAMC ròng của STB đã giảm xuống còn 623 tỷ đồng từ hơn 1.800 tỷ đồng vào cuối năm 2023. Sự giảm mạnh này là do STB đã tất toán khoảng 1.200 tỷ đồng TP VAMC trong nửa đầu năm 2024 sau khi nhận được 20% số tiền đấu giá từ việc bán Khu công nghiệp Phong Phú.

Dựa trên thông tin từ đại hội cổ đông năm 2024, chúng tôi giả định rằng 40% tổng số tiền còn lại sẽ tiếp tục được thanh toán trong năm 2024, với 40% còn lại sẽ được thanh toán vào năm 2025.

Dự kiến sẽ đầu giá thành công 32,5% số cổ phần trong giai đoạn 2025-2027.

Chúng tôi kỳ vọng việc đầu giá thành công trong những năm tới sẽ là động lực quan trọng cho tăng trưởng lợi nhuận và cải thiện ROE thông qua 1) hoàn nhập dự phòng; và 2) ghi nhận lợi nhuận thặng dư vào thu nhập khác.

32,5% số cổ phần là tài sản thế chấp được quản lý bởi VAMC, với giá trị nợ gốc của trái phiếu VAMC khoảng 11.000 tỷ đồng. Tương tự như việc bán Khu công nghiệp Phong Phú, nếu thành công, STB có thể hoàn nhập dự phòng toàn bộ giá trị đã trích lập cho trái phiếu VAMC (cổ phần 32,5%). Ngoài ra, STB cũng có thể ghi nhận thu nhập thặng dư nếu tài sản tồn đọng (cổ phần 32,5%) được bán với giá trị cao hơn nợ gốc khoảng 11.000 tỷ đồng.

Chúng tôi giả định rằng STB sẽ bán được 32,5% cổ phần trong giai đoạn 2025-2027, với 30% cổ phần được bán mỗi năm và giá bán trung bình khoảng 27.000 đồng mỗi cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bán sẽ bắt đầu vào năm 2025 nhờ 1) triển vọng tươi sáng cho các ngân hàng bán lẻ khi nhu cầu từ phân khúc khách hàng cá nhân phục hồi mạnh mẽ; và 2) điều kiện thuận lợi trên thị trường chứng khoán.

Lưu ý: Giá hiện tại của STB là khoảng 30.000 đồng mỗi cổ phiếu. Giá giả định dự kiến cho đợt bán 27.000 đồng mỗi cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ P/B là 1,0x tính đến cuối Q2/24.

NIM tăng trở về mức bình thường sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần trong giai đoạn 2024-2026.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động (TOI) sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 13,8% mỗi năm trong giai đoạn 2024-26, so với 14,9% mỗi năm trong giai đoạn 2021-2023. Như đã giải thích, tăng trưởng TOI trong giai đoạn 2021-2023 chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng thu nhập lãi (NII) do NIM phục hồi mạnh từ 2,7% lên 3,8%, sau khi hoàn toàn giải quyết tài sản tồn đọng dưới dạng lãi phải thu vào năm 2022. Trong giai đoạn 2024-2026, TOI sẽ được hỗ trợ bởi cả thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi (Non-II).

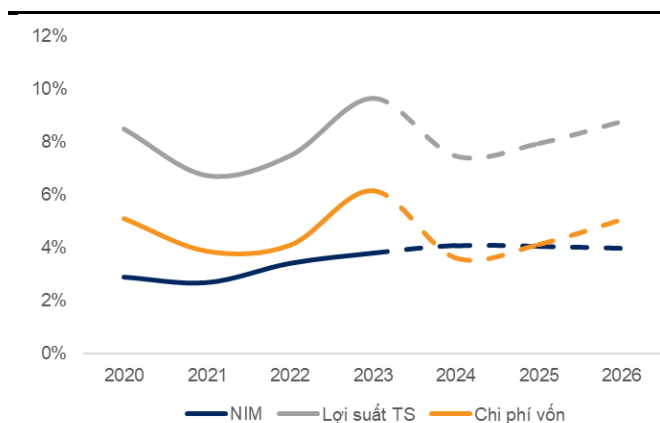
Thu nhập lãi thuần (NII) được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 14,2% mỗi năm trong giai đoạn tài chính 2024-2026, được thúc đẩy bởi sự phục hồi của NIM và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ. NIM dự kiến sẽ dao động trong khoảng 3,9% đến 4,1% trong giai đoạn 2024-2026, cao hơn một chút so với mức 3,8% của năm 2023, nhờ vào 1) tỷ lệ CASA cao hơn và 2) duy trì hoặc gia tăng chênh lệch lãi suất giữa cho vay và tiền gửi. Tỷ lệ CASA cao hơn của STB sẽ được thúc đẩy bởi 1) thu nhập cá nhân tăng và sự phục hồi của các tài sản đầu tư, và 2) các hoạt động kinh doanh của nhóm KHDN vừa & nhỏ. Ngoài ra, nhu cầu tín dụng phục hồi sẽ giúp ngân hàng có khả năng điều chỉnh chênh lệch lãi suất theo hướng có lợi.

Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng của STB được dự báo sẽ trung bình đạt 12,5% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026, nhờ sự phục hồi và tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam kết hợp với việc tiếp tục giải quyết các khoản nợ xấu. Nhờ nhu cầu tín dụng mạnh mẽ, chúng tôi tin rằng STB sẽ có thể duy trì hoặc tăng NIM bằng cách điều chỉnh lãi suất cho vay tăng nhanh hơn so với lãi suất tiền gửi trong khi tỷ lệ LDR tiến gần đến mức giới hạn 85% vào Q2/24. Chúng tôi tin rằng

STB sẽ tiếp tục ưu tiên cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) với mục đích chính là đáp ứng nhu cầu vốn lưu động ngắn hạn. Do đó, STB sẽ tập trung huy động vốn thông qua tiền gửi khách hàng thay vì phát hành chứng khoán nợ để duy trì NIM ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tiền gửi khách hàng sẽ tăng trưởng 11,9% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026, thấp hơn một chút so với mức tăng trưởng 12,5% của cho vay khách hàng, nhờ vào việc tăng cường huy động từ thị trường liên ngân hàng do: 1) STB hiện đang là ngân hàng cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng, và 2) tỷ trọng tiền gửi liên ngân hàng thấp trong cơ cấu vốn của STB.

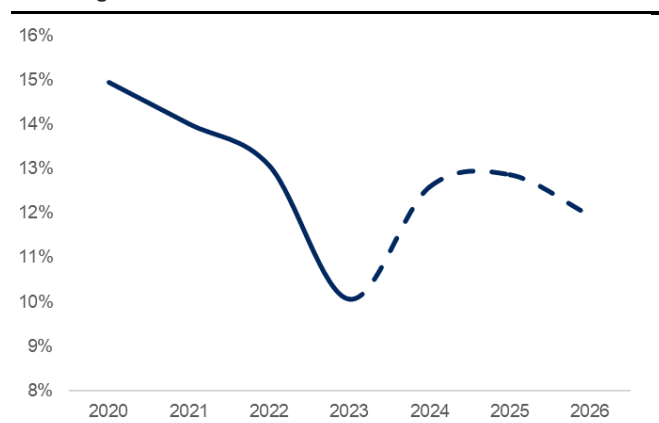
Chúng tôi tin rằng STB có vị thế tốt để mở rộng cơ sở khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) nhờ vào những lợi thế như: i) đơn giản hóa quy trình, giảm thời gian xử lý các khoản vay nhỏ từ 1-3 ngày; ii) khả năng tự đánh giá tài sản thế chấp có giá trị dưới 10 tỷ đồng; và iii) quyền hạn tại chi nhánh với đầy đủ chức năng, bao gồm cho vay, huy động vốn, giao dịch ngoại hối, hợp đồng tương lai, v.v.

Hình 70: NIM trở lại mức trước tái cơ cấu



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 71: Tăng trưởng tín dụng tiếp tục cho thấy mức tăng trưởng bền vững



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Thu nhập một lần từ việc bán khu công nghiệp Phong Phú sẽ thúc đẩy thu nhập ngoài lãi trong năm 2025

Chúng tôi dự đoán thu nhập ngoài lãi (Non-II) sẽ đạt tốc độ tăng trưởng hàng năm (CAGR) là 11,7% trong giai đoạn 2024-2026, nhờ vào 1) sự phục hồi của hoạt động bảo hiểm; 2) lợi thế từ giao dịch ngoại hối; và 3) lợi nhuận từ việc bán Khu công nghiệp Phong Phú.

Về lâu dài, STB sẽ hưởng lợi từ tỷ lệ thâm nhập thị trường mảng bảo hiểm ngày càng tăng tại Việt Nam nhờ vào 1) mạng lưới chi nhánh rộng lớn, cho phép ngân hàng tiếp cận một lượng lớn khách hàng; và 2) tập khách hàng bán lẻ lớn. Ngoài ra, lợi nhuận từ giao dịch ngoại hối cũng sẽ thúc đẩy thu nhập ngoài lãi (Non-II), nhờ vào tỷ giá cạnh tranh của STB.

Trong năm 2025, thu nhập ngoài lãi (Non-II) dự kiến sẽ tăng 69,2% svck nhờ vào việc ghi nhận 2.800 tỷ đồng từ việc nhận đủ tiền bán Khu công nghiệp Phong Phú. Chúng tôi dự đoán STB sẽ ghi nhận thu nhập một lần dựa trên các giả định sau: 1) STB sẽ nhận 100% thanh toán từ việc bán Phong Phú vào năm 2025; 2) STB đã bán Phong Phú với giá khoảng 7.900 tỷ đồng; 3) STB đã hoàn thành trích lập dự phòng cho khoản nợ gốc trái phiếu VAMC là 5.100 tỷ đồng; và 4) lãi phải thu đã được STB xử lý hoàn toàn vào năm 2022.

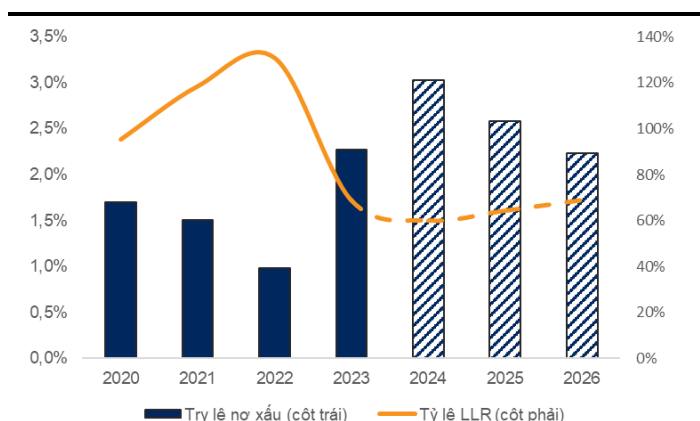
Hoàn nhập dự phòng trong giai đoạn 2024-2026

Chúng tôi tin rằng chi phí dự phòng của STB trong báo cáo KQKD sẽ giảm đáng kể vào năm 2024 và sẽ được hoàn nhập vào các năm 2025-26 chủ yếu do việc hoàn nhập các khoản dự phòng liên quan đến trái phiếu VAMC.

Một mặt, chúng tôi dự báo rằng chi phí dự phòng cho các khoản vay khách hàng sẽ tăng đáng kể 49,4% svck trong năm 2024 do dòng tiền của các khách hàng doanh nghiệp thấp, bị ảnh hưởng bởi 1) thị trường bất động sản ở miền Nam chưa phục hồi hoàn toàn, và 2) tổng mức bán lẻ hàng hóa hồi phục nhưng vẫn yếu tính đến T8/24. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng cho các khoản vay khách hàng sẽ giảm nhẹ vào năm 2025, với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 2,6% nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế, được thúc đẩy bởi những cải thiện trong lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu.

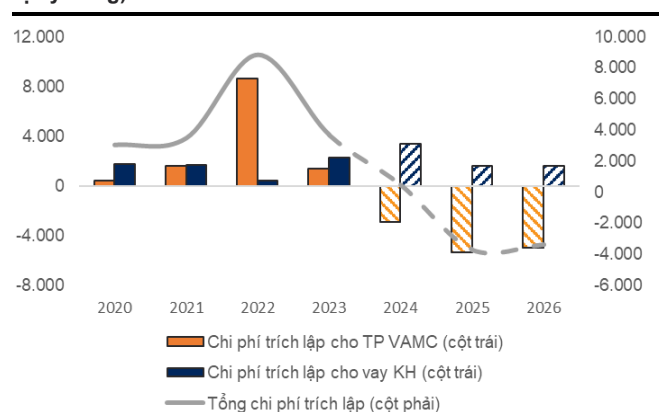
Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng việc hoàn nhập chi phí dự phòng từ trái phiếu VAMC sẽ hoàn toàn bù đắp chi phí dự phòng cho các khoản vay khách hàng. STB dự kiến ghi nhận hoàn nhập khoảng 2.900 tỷ đồng trong năm 2024, với giả định 60% giá trị bán của Phong Phú sẽ được nhận. Giá trị hoàn nhập dự kiến sẽ tăng đáng kể lên 5.300 tỷ đồng và 4.900 tỷ đồng trong năm 2024 và 2025, lần lượt được hỗ trợ bởi các giả định rằng 1) STB sẽ nhận 40% còn lại của giá trị bán Phong Phú vào năm 2025; và 2) tài sản tồn đọng, đại diện cho 32,5% cổ phần, sẽ được bán với giá trung bình 27.000 đồng/cổ phiếu, với khoảng 30% lượng tài sản được bán trong từng năm 2025 và 2026.

Hình 72: Tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm dần



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 73: Việc thu hồi trái phiếu VAMC sẽ là động lực chính (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

ROE sẽ được cải thiện đáng kể

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của STB sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 28,6%, chủ yếu nhờ chi phí trích lập dự phòng giảm trong năm 2024 và việc ghi nhận hoàn nhập dự phòng trong giai đoạn 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng mạnh 41,5% svck vào năm 2024 và 52,4% svck vào năm 2025.

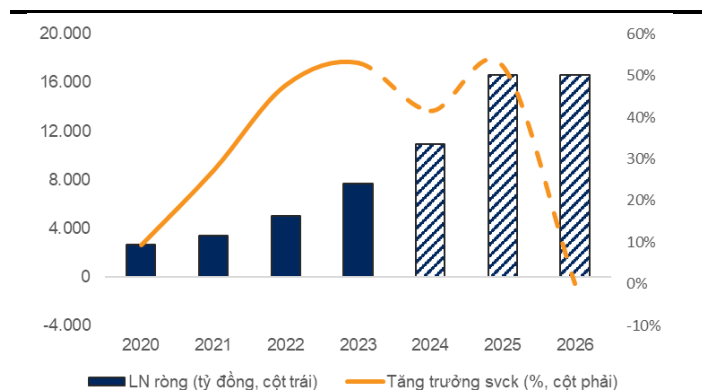
Tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024 dự kiến đạt 41,5% svck, được thúc đẩy bởi 1) biên lãi ròng (NIM) tăng 0,3 điểm % nhờ nhu cầu khu vực bán lẻ phục hồi; 2) tăng trưởng tín dụng đạt 12,9% svck; và 3) chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh 86,4% svck do hoàn nhập dự phòng từ trái phiếu VAMC.

Tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 dự kiến đạt 52,4% svck, được thúc đẩy bởi 1) thu nhập ngoài lãi (Non-IL) tăng 69,2% svck, nhờ ghi nhận 2.800 tỷ đồng từ việc nhận 100% tiền bán Phong Phú; và 2) STB ghi nhận hoàn nhập dự

phòng khoảng 3.600 tỷ đồng dựa trên kỳ vọng nhận 40% còn lại từ tiền bán Phong Phú và bán 30% tài sản tồn đọng (tương đương 32,5% cổ phần) với giá trung bình 27.000 đồng/cổ phiếu.

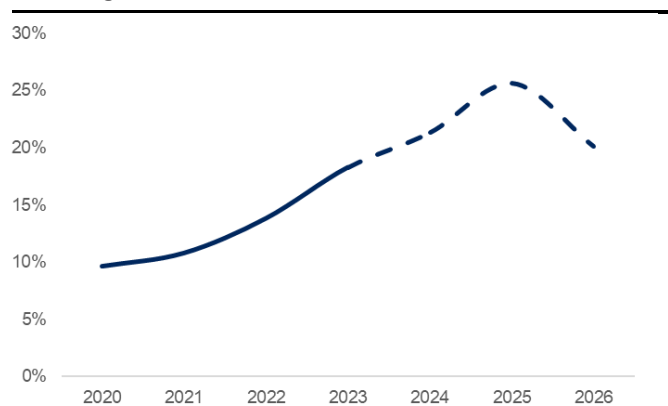
Nhờ tăng trưởng LN ròng ấn tượng, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROAE) của STB dự kiến sẽ cải thiện từ 18,3% vào năm 2023 lên trên 20% trong giai đoạn 2024-2026.

Hình 74: Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng mạnh trong năm 2024-25



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 75: ROE sẽ duy trì đà tăng trong năm 2024-25 và duy trì trên 20% trong năm 2026



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Khuyến nghị lần đầu Khả Quan với giá mục tiêu là 41.500đ/cp

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau 50% để đưa ra giá mục tiêu cho STB là 41.500 đồng/cổ phiếu. Cho năm tới, chúng tôi tính chi phí VCSH với lãi suất phi rủi ro là 2,8% dựa trên lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/06/2024, [phần bù rủi ro](#) là 7,8% và hệ số Beta 5 năm đã điều chỉnh là 1,2.

Hình 76: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	43.964	21.982
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2024)	50%	39.070	19.535
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			41.517
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			41.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 77: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Phần bù rủi ro	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
% ROE	23,9%	29,4%	22,7%	18,6%	15,0%	
Tăng trưởng dài hạn						3,00%
Giá trị sổ sách cuối kỳ (tỷ đồng)	56.657	73.310	89.954	104.206	117.463	
Thu nhập thặng dư	5.470	9.894	7.899	6.036	3.166	2.052
Giá trị chiết khấu	0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,57
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	4.887	7.897	5.633	3.846	1.802	22.985
Giá trị sổ sách đầu kỳ	45.734					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	24.065					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	13.084					
Giá trị vốn chủ sở hữu	82.882					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.885					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	43.964					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 78: Phân tích độ nhạy cho phương pháp thu nhập thặng dư

Chi phí vốn cổ phần	Tăng trưởng dài hạn				
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
9,9%	50.853	53.191	56.204	60.233	65.897
10,9%	45.889	47.409	49.312	51.765	55.046
11,9%	41.832	42.791	43.964	45.433	47.327
12,9%	38.456	39.018	39.693	40.520	41.554
13,9%	35.602	35.878	36.204	36.596	37.075

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng STB xứng đáng được định giá với hệ số P/B là 1,3 lần, do quá trình tái cấu trúc của ngân hàng sắp hoàn tất. Hiện tại, STB đang giao dịch ở mức P/B là 1,2 lần, tương đương với mức trung bình 5 năm. Tuy nhiên, STB xứng đáng có mức P/B cao hơn đạt 1,3 lần, tương đương với +0,5 độ lệch chuẩn, nhờ triển vọng ROE trên 20% cho giai đoạn 2024-2026, được hỗ trợ bởi quá trình tái cấu trúc thành công và xu hướng phục hồi chung của ngành. Hiện tại, các ngân hàng bán lẻ khác đang giao dịch với mức P/B cao hơn, tương ứng

với ROE cao, như ACB (P/B: 1,53 lần; ROE: 23,9%), HDB (P/B: 1,54 lần; ROE: 27,0%), MBB (P/B: 1,31 lần; ROE: 23,4%), và VIB (P/B: 1,43 lần; ROE: 21,4%).

Hình 79: P/B lịch sử của STB



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 80: P/B của STB sv ngành



Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 81: So sánh ngân hàng Việt Nam (dữ liệu tại ngày 2/10/2024)

Mã CK	Tiềm năng tăng giá (%)	Vốn hóa (triệu USD)	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm (%)	ROAA (%)		ROAE (%)	
			12T	2024	12T	2024	12T	2024	12T	2024		12T	2024	12T	2024
VCB	22,5%	20.892,7	3,1%	3,0%	1,2%	0,9%	2,8	2,5	15,4	14,7	13,8%	1,8%	1,8%	20,0%	18,9%
CTG	10,1%	7.900,9	3,0%	2,9%	1,3%	1,4%	1,4	1,3	9,6	10,1	20,5%	1,0%	1,0%	16,0%	16,2%
BID	15,7%	11.522,1	2,6%	2,3%	1,5%	1,5%	2,2	2,0	12,5	13,2	29,1%	1,0%	1,0%	19,1%	18,8%
VPB	21,0%	6.359,9	5,8%	5,7%	4,8%	4,9%	1,2	1,1	13,0	10,6	40,5%	1,4%	1,7%	9,8%	10,8%
TCB	9,3%	7.034,2	3,9%	4,1%	1,1%	0,9%	1,3	1,2	8,1	7,6	25,0%	2,6%	2,5%	16,6%	16,0%
MBB	10,7%	5.524,3	4,6%	4,7%	2,5%	1,6%	1,4	1,2	6,3	6,9	9,0%	2,4%	2,1%	23,4%	20,1%
ACB	13,3%	4.704,5	3,9%	3,9%	1,5%	1,2%	1,5	1,4	7,1	6,9	12,2%	2,3%	2,2%	23,9%	21,8%
HDB	5,0%	3.286,3	5,6%	5,1%	2,2%	1,8%	1,6	1,4	6,7	6,6	16,4%	2,2%	1,9%	27,0%	24,6%
VIB	50,3%	2.382,0	4,2%	4,2%	3,6%	3,3%	1,5	1,1	7,7	5,2	19,9%	1,9%	2,2%	21,4%	23,4%
TPB	37,6%	1.839,0	4,3%	4,1%	2,2%	2,3%	1,3	1,0	9,6	6,3	11,4%	1,3%	1,6%	14,2%	17,0%
LPB	-19,7%	3.285,5	3,1%	3,3%	1,4%	1,1%	2,1	1,9	9,5	9,7	7,8%	2,1%	2,0%	26,1%	21,8%
OCB	11,7%	1.201,0	2,8%	3,3%	2,9%	2,5%	1,0	0,9	10,1	8,2	14,3%	1,3%	1,4%	10,2%	12,0%
Trung bình			3,9%	3,9%	2,2%	2,0%	1,6	1,4	9,5	8,6	19,2%	1,7%	1,8%	18,9%	18,7%
STB	23,9%	2.586,3	3,6%	4,1%	2,3%	3,0%	1,2	1,1	7,8	5,8	29,2%	1,2%	1,5%	18,0%	21,3%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 82: Kết quả kinh doanh

Báo cáo KQ HĐKD							
(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Thu nhập lãi thuần	9,181	11,527	11,965	17,147	22,072	27,119	30,657
Thu nhập ngoài lãi	5,455	5,744	5,740	8,994	4,101	4,728	7,999
Tổng thu nhập hoạt động	14,635	17,271	17,704	26,141	26,173	31,847	38,656
Chi phí hoạt động	9,266	10,895	9,829	10,964	12,890	17,516	21,261
LN trước trích lập	5,370	6,376	7,875	15,177	13,283	14,331	17,395
Chi phí dự phòng	2,153	3,037	3,475	8,838	3,688	502	(3,684)
LNTT	3,217	3,339	4,400	6,339	9,595	13,830	21,079
LNST	2,455	2,682	3,412	5,041	7,719	10,925	16,652

Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 83: Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán							
(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	12.110	10.053	12.170	12.286	12.848	16.848	19.015
Tiền cho vay liên ngân hàng	13.151	18.397	8.354	25.294	50.333	65.433	78.519
Chứng khoán - Tổng cộng	46.890	52.228	51.971	61.934	72.819	79.936	87.799
Tiền cho vay khách hàng	292.059	334.855	381.012	432.998	475.169	553.361	623.594
Tổng cho vay khách hàng	296.030	340.268	387.930	438.628	482.731	543.486	613.395
Trích lập cho vay khách hàng	(3.971)	(5.414)	(6.917)	(5.630)	(7.562)	9.875	10.199
Tài sản cố định	59.316	53.734	49.726	52.360	61.404	61.345	71.990
Tài sản khác	42.653	37.356	33.219	36.874	46.506	47.436	48.385
Tổng tài sản	453.581	492.516	521.117	591.994	674.390	767.048	870.719
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NH	242	144	523	9.901	19	392	450
Tiền gửi liên NH	3.526	7.880	15.229	28.430	37.950	53.433	71.519
Tiền gửi khách hàng	400.844	427.972	427.387	454.741	510.744	566.131	638.953
Giấy tờ có giá	9.490	11.144	21.104	25.820	28.992	33.341	38.343
Nợ khác	12.654	16.191	22.226	34.235	50.535	56.831	47.845
Tổng nợ	426.839	463.560	486.748	553.367	628.564	710.390	797.410
Vốn điều lệ	18.852	18.852	18.852	18.852	18.852	18.852	18.852
Quỹ của TCTD	2.964	3.337	3.715	4.223	4.971	4.971	4.971
LN giữ lại	5.412	7.304	9.907	13.972	20.387	31.312	47.964
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng VCSH	26.742	28.956	34.262	38.627	45.734	56.657	73.310
Tổng nợ và VCSH	453.581	492.516	521.117	591.994	674.390	767.048	870.719

Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 843: Các chỉ số chính

Các chỉ số chính							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá trị cổ phiếu							
Giá cp/ giá trị sổ sách mỗi cp	2,17	2,01	1,69	1,50	1,27	1,02	0,79
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
lãi cơ bản/cp (đồng)	1.302	1.423	1.810	2.674	4.094	5.795	8.833
Các chỉ số tăng trưởng svck							
Tín dụng	15,4%	14,9%	14,0%	13,1%	10,1%	12,6%	12,9%
Tiền gửi khách hàng	14,7%	6,8%	-0,1%	6,4%	12,3%	10,8%	12,9%
Thu nhập lãi thuần	20,3%	25,6%	3,8%	43,3%	28,7%	22,9%	13,0%
Thu nhập ngoài lãi	34,9%	5,3%	-0,1%	56,7%	-54,4%	15,3%	69,2%
Tổng thu nhập hoạt động	25,3%	18,0%	2,5%	47,7%	0,1%	21,7%	21,4%
LNST	37,1%	9,3%	27,2%	47,8%	53,1%	41,5%	52,4%
Các chỉ số LN							
NIM	2,71%	2,92%	2,71%	3,43%	3,82%	4,10%	4,08%
CIR	63,3%	63,1%	55,5%	41,9%	49,2%	55,0%	55,0%
LN trước trích lập/ TOI	36,7%	36,9%	44,5%	58,1%	50,8%	45,0%	45,0%
LNST/ TOI	16,8%	15,5%	19,3%	19,3%	29,5%	34,3%	43,1%
ROAA	0,6%	0,6%	0,7%	0,9%	1,2%	1,5%	2,0%
ROEA	9,6%	9,6%	10,8%	13,8%	18,3%	21,3%	25,6%
Chất lượng tài sản							
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0,28%	0,23%	0,38%	1,25%	0,73%	0,40%	0,40%
Tỷ lệ hình thành nợ nhóm 2	1,3%	12,9%	7,7%	9,7%	-28,4%	47,8%	27,5%
Tỷ lệ nợ xấu	1,94%	1,70%	1,50%	0,98%	2,28%	3,02%	2,58%
Tỷ lệ hình thành nợ xấu	1,1%	0,7%	0,5%	0,6%	14,2%	10,2%	1,0%
Tỷ lệ xử lý nợ xấu	0,06%	0,09%	0,05%	0,44%	0,08%	0,21%	0,23%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	70%	95%	119%	131%	69%	60%	64%
Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán							
LDR	71,7%	76,3%	83,9%	86,4%	83,7%	83,4%	82,1%
Tỷ lệ đòn bẩy							
VCSH/ tổng tài sản	5,9%	5,9%	6,6%	6,5%	6,8%	7,4%	8,4%

Nguồn: STB, VNDIRECT RESEARCH

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 trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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