

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (HOSE: STB)

TÀI CHÍNH

**KHUYẾN NGHỊ 12T
NĂM GIỮ**

Giá mục tiêu 12T	VND63,200
Lợi suất kỳ vọng	1.6%
Giá đóng cửa gần nhất (31/3/26)	VND62,200

Thị trường vẫn cần thêm tín hiệu rõ ràng về lộ trình xử lý tiếp theo của STB.

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với STB với giá mục tiêu 63,200 đồng/cổ phiếu, do: (i) cổ phiếu đã tăng 59.8% so với giá đóng cửa của 31/03/2025; và (ii) định giá hiện tại phần lớn đã phản ánh dư địa tăng giá tiềm năng.
- Tại mức giá 62,200 đồng/cổ phiếu, STB đang giao dịch ở P/B 2.0x, tương đương khoảng +2 độ lệch chuẩn so với mức bình quân lịch sử 5 năm, đồng thời cao hơn đáng kể so với mức bình quân 5 năm của ngành là 1.5x.

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng tín dụng nhiều khả năng sẽ chậm lại trong năm 2026.** Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng đạt 11.7% trong năm 2026, thấp hơn mức 16.1% của năm 2025, trong bối cảnh: (i) môi trường lãi suất tăng dần, có thể gây áp lực lên nhóm khách hàng bán lẻ cốt lõi của STB; (ii) ngân hàng tiếp tục ưu tiên quá trình tái cơ cấu và làm sạch bảng cân đối; và (iii) chất lượng tài sản suy yếu trong 4Q25, qua đó khiến STB cẩn thận trọng hơn trong hoạt động cho vay. Cho vay doanh nghiệp, động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2023–2025, được kỳ vọng sẽ tiếp tục là trụ cột dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong năm 2026.
- **Áp lực trích lập nhiều khả năng sẽ tiếp tục bào mòn lợi nhuận.** Mức tăng mạnh của nợ xấu trong 4Q25 không đến từ các tài sản tồn đọng - vốn phần lớn đã được xử lý - mà chủ yếu phản ánh áp lực phát sinh từ tệp khách hàng hiện hữu của STB. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhu cầu trích lập liên quan đến các khoản vay này sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong những năm tới. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch kinh doanh thận trọng của STB trong năm 2026 đã phần nào phản ánh bối cảnh này, khi chúng tôi kỳ vọng: (i) chi phí dự phòng sẽ duy trì ở mức cao, khoảng 2.0% dư nợ cho vay gộp, nhìn chung đi ngang svck; và (ii) STB sẽ không ghi nhận hoàn nhập dự phòng từ xử lý nợ xấu liên quan đến khoản 32.5% trong năm nay.
- **Hoàn nhập dự phòng và thu nhập lãi từ xử lý nợ xấu có thể tạo upside đáng kể cho lợi nhuận hàng năm.** Việc xử lý phần tài sản tồn đọng còn lại tiếp tục là yếu tố có thể tạo biến động lớn đối với STB, nhờ tiềm năng ghi nhận cả hoàn nhập dự phòng lẫn thu nhập lãi. Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng quá trình này sẽ bắt đầu từ 2027 trở đi và sẽ rà soát lại các giả định sau khi có thêm thông tin rõ ràng từ ĐHCĐ sắp tới.

Rủi ro đầu tư

- Tiến độ xử lý chậm hơn kỳ vọng, mặt bằng lãi suất tăng và bất định vĩ mô có thể tiếp tục gây áp lực lên nhóm khách hàng nhạy cảm với lãi suất của STB, qua đó khiến chất lượng tài sản suy yếu nghiêm trọng hơn.

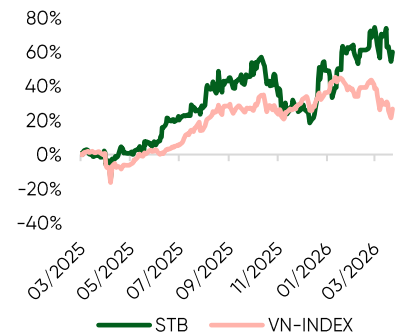
Giá hiện tại	VND62,200
Cao nhất 52 tuần	VND67,800
Thấp nhất 52 tuần	VND33,100
Giá mục tiêu	VND63,200
Tiềm năng tăng giá	1.6%
Tỷ suất cổ tức	0.0%

Thị giá vốn (tỷ VND)	117,247
KLGD TB 10 phiên (triệu)	10.6
Sở hữu NN còn lại (%)	17.2%
Số CP lưu hành (triệu)	1,885

	STB	VN
P/E trượt 12T	19.7	13.6
P/B hiện tại	2.0	2.0
ROAA trượt 12T	0.7%	2.4%
ROAE trượt 12T	10.3%	16.1%

**Dữ liệu ngày 31/03/2026*

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá (%)	1T	3T	6T
STB	-6.6	2.0	7.6
VN-INDEX	-11.6	-5.9	0.1

Cổ đông lớn (%)

PYN Fund Management	4.1
Dương Công Minh	3.3
SCB Asset Management Co Ltd.	1.6

Tổng quan doanh nghiệp

Sacombank (STB) được thành lập vào 1991, là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất Việt Nam, với dư nợ cho vay xếp thứ 9 toàn hệ thống tính đến cuối năm 2024. Sau thương vụ sáp nhập NH Phương Nam, STB đang bước vào giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu kéo dài gần một thập kỷ. Ngân hàng tập trung vào cho vay bán lẻ và SME, ngân hàng số và tăng trưởng thu nhập ngoài lãi. Với hơn 18 triệu khách hàng và 552 chi nhánh (cuối 2024), STB đặt mục tiêu trở thành một trong ba ngân hàng hàng đầu về bán lẻ và số hóa tại Việt Nam vào năm 2030.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Ngọc Minh

minhnn3@vpbanks.com.vn

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Hình 1: Các chỉ số chính

Các chỉ số chính	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần svck	-15.8%	-6.8%	2.0%	6.4%	31.2%	8.3%	15.3%	7.7%	23.7%	-12.2%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi svck	-16.8%	-39.9%	-4.1%	5.3%	-18.9%	21.9%	1.0%	14.1%	5.7%	78.2%
Tỷ lệ LDR theo quy định	83.8%	83.7%	82.8%	81.1%	83.1%	80.1%	83.6%	81.7%	79.6%	77.1%
NIM (năm hóa, theo quý)	3.3%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%	3.5%	3.7%	3.5%	3.9%	2.5%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.7%	6.4%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	64.2%	68.8%	72.5%	69.7%	75.0%	68.4%	74.7%	75.4%	93.3%	50.0%
Chi phí dự phòng/Dư nợ cho vay gộp bình quân (năm hóa, theo quý)	0.7%	0.5%	0.6%	0.4%	0.9%	-0.3%	0.1%	0.6%	0.7%	6.0%
CIR	50.9%	50.8%	51.5%	55.9%	45.4%	42.5%	50.4%	41.2%	46.6%	23.7%
Chi phí dự phòng/LN trước dự phòng	28.4%	16.5%	20.3%	14.8%	30.3%	-8.6%	5.0%	20.0%	22.2%	157.2%
ROAE (trượt 12T)	17.9%	18.3%	17.9%	18.0%	18.4%	20.0%	20.6%	21.3%	21.6%	10.3%
ROAA (trượt 12T)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	0.7%

Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 2: KQKD hợp nhất 4Q25

	4Q24	4Q25	2024	2025	% dự phóng cả năm VPBS	% dự báo đồng thuận
Thu nhập lãi thuần svck	8.3%	-12.2%	11.1%	8.8%	87%	96%
Thu nhập ngoài lãi svck	21.9%	78.2%	1.1%	29.7%	117%	103%
Chi phí hoạt động svck	-7.6%	-42.2%	8.5%	-6.7%	81%	85%
LN trước dự phòng svck	35.7%	19.0%	10.6%	29.4%	100%	110%
Chi phí dự phòng svck	N/A	N/A	-46.5%	476.6%	352%	485%
LNTT svck	67.9%	N/A	32.6%	-40.0%	48%	47%
Tăng trưởng cho vay svck	11.7%	16.1%	11.7%	16.1%		
Tăng trưởng tiền gửi svck	11.0%	9.1%	11.0%	9.1%		
NIM (%)	3.5%	2.5%	3.6%	3.3%		
Lợi suất tài sản sinh lãi (%)	7.1%	6.4%	7.4%	7.0%		
Chi phí vốn (%)	4.0%	4.3%	4.1%	4.1%		
Tỷ lệ CASA	18.3%	15.3%	18.3%	15.3%		
CIR (%)	42.5%	23.7%	48.8%	40.7%		
ROAE (%)	27.1%	-18.0%	20.0%	10.3%		
Nợ xấu/Dư nợ cho vay gộp	2.4%	6.4%	2.4%	6.4%		
Nợ nhóm 2/Dư nợ cho vay gộp	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%		
LLR (%)	68.4%	50.0%	68.4%	50.0%		

Nguồn: STB, VPBankS Research

Tổng thu nhập hoạt động tăng 11.8% svck trong năm 2025, dù chịu áp lực đáng kể trong 4Q25, nhờ tăng trưởng thu nhập lãi thuần tích cực trong 1Q25 và 3Q25.

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong 4Q25 đạt 7,694 tỷ đồng (+3.8% svck, -12.5% so với quý trước), ghi nhận mức tăng trưởng svck thấp nhất trong bốn quý của năm 2025 và chậm lại đáng kể so với mức tăng 10.5% svck của 4Q24. Đà chững lại này chủ yếu đến từ việc thu nhập lãi thuần (NII) giảm 12.2% svck, đảo chiều so với mức tăng tích cực trong 3Q25 khi STB ghi nhận khoản thu hồi liên quan đến KCN Phong Phú, đồng thời đánh dấu quý suy giảm đầu tiên kể từ 4Q23. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi (NOLI) theo quý tăng mạnh 78.2% svck, chủ yếu nhờ lãi thuần từ hoạt động khác đạt 1,264 tỷ đồng trong 4Q25, tương đương khoảng 21 lần mức ghi nhận trong 4Q24. Lũy kế cả năm 2025, TOI đạt 32,057 tỷ đồng, tăng 11.8% svck.

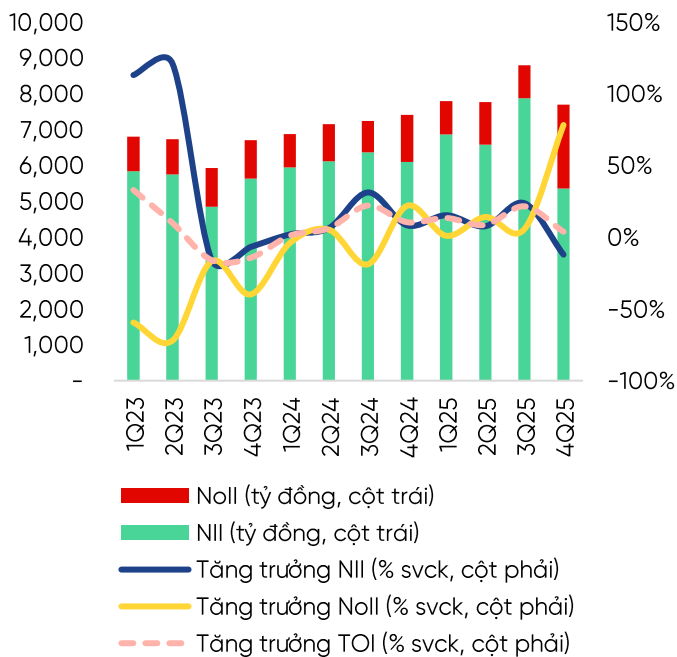
NOLI cả năm đạt 5,376 tỷ đồng (+29.7% svck), chủ yếu được hỗ trợ bởi mức tăng mạnh của lãi thuần từ hoạt động khác, trong bối cảnh tăng trưởng thu nhập phí thuần (NFI) nhìn chung khá trầm lắng. Cụ thể, (i) NFI cả năm chỉ tăng nhẹ 3.4% svck, khi diễn biến kinh doanh kém tích cực hơn trong nửa cuối năm, với chi phí liên quan lũy kế 2H25 tăng 13.6% svck; trong khi (ii) lãi thuần từ hoạt động khác đạt 1,264 tỷ đồng, phục hồi mạnh từ mức nền rất thấp 1.1 tỷ đồng trong năm 2024. Khoản mục này cũng cho thấy sự cải thiện đáng kể so với mức lỗ thuần 24.6 tỷ đồng trong 9M2025, tương đối phù hợp với việc STB ghi nhận 1,367 tỷ đồng thu nhập khác chỉ riêng trong 4Q25, chủ yếu đến từ thu hồi nợ xấu.

NII năm 2025 tăng 8.8% svck, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng cải thiện so với các năm trước, dù NIM cả năm vẫn tiếp tục chịu áp lực.

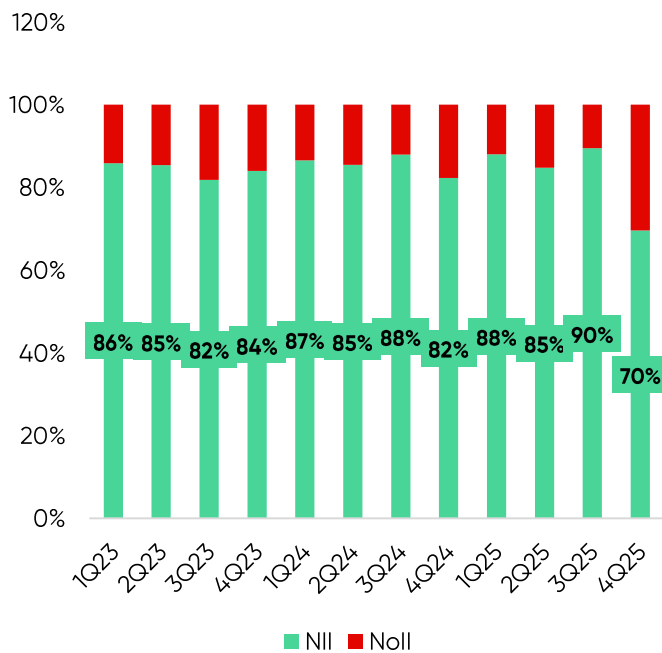
Trong FY2025, NII đạt 26,681 tỷ đồng (+8.8% svck), ghi nhận mức tăng chậm nhất trong ba năm qua, khi kết quả 4Q25 suy giảm đáng kể. Động lực tăng trưởng cả năm chủ yếu đến từ đà mở rộng tín dụng tích cực hơn, với tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 16.1% - thấp hơn mức bình quân toàn hệ thống là 19.1%, nhưng vẫn cao hơn mức bình quân 12.7% của STB trong giai đoạn 2020-2024 - trong khi NIM cả năm vẫn chịu áp lực. Trong 4Q25, NII giảm 12.2% svck (-32.0% so với quý trước), khi NIM quý quy năm hóa giảm mạnh xuống 2.5% (-99bps svck, -1.4 điểm % so với quý trước). Diễn biến này phản ánh: (i) nền NIM cao trong 3Q25 sau khi mở rộng mang tính kỹ thuật nhờ ghi nhận thu nhập lãi từ thu hồi nợ xấu liên quan đến KCN Phong Phú; và (ii) lợi suất tài sản sinh lãi giảm mạnh trong quý (-69bps svck, -1.4 điểm % so với quý trước), trong khi chi phí vốn tăng (+36bps svck).

Cụ thể, trong 4Q25, lợi suất tài sản sinh lời ước đạt 6.4%, trong khi chi phí vốn nhìn chung đi ngang so với quý trước ở mức 4.3%, nhưng vẫn duy trì cao hơn đáng kể so với mặt bằng 1H25. Mức tăng svck của COF chủ yếu đến từ chi phí huy động tăng 40bps, sau khi STB điều chỉnh tăng lãi suất huy động tại quầy ở các kỳ hạn ≤9 tháng từ tháng 11/2025, cùng với việc CASA giảm (-3.0 điểm % svck). Tác động này được bù đắp một phần bởi tiền gửi khách hàng giảm 3.6% so với quý trước. Ở phía tài sản, lợi suất tài sản sinh lời giảm chủ yếu do lợi suất cho vay sụt mạnh, ước đạt 7.7% trong quý (-82bps svck, -1.8 điểm % so với quý trước). Chúng tôi cho rằng diễn biến này đến từ: (i) áp lực hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng, khiến ngân hàng phải giảm lãi suất cho vay để kích cầu tín dụng; và (ii) việc các khoản vay bị hạ nhóm trong quý, thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu tăng lên 6.4%, trong đó tỷ trọng nợ Nhóm 5 tăng lên 4.8% (+3.1 điểm % svck, +2.9 điểm % so với quý trước). Trong 2025, NIM ước đạt 3.2%, tiếp tục xu hướng giảm từ năm 2024 và là mức thấp nhất trong giai đoạn 2022-2025.

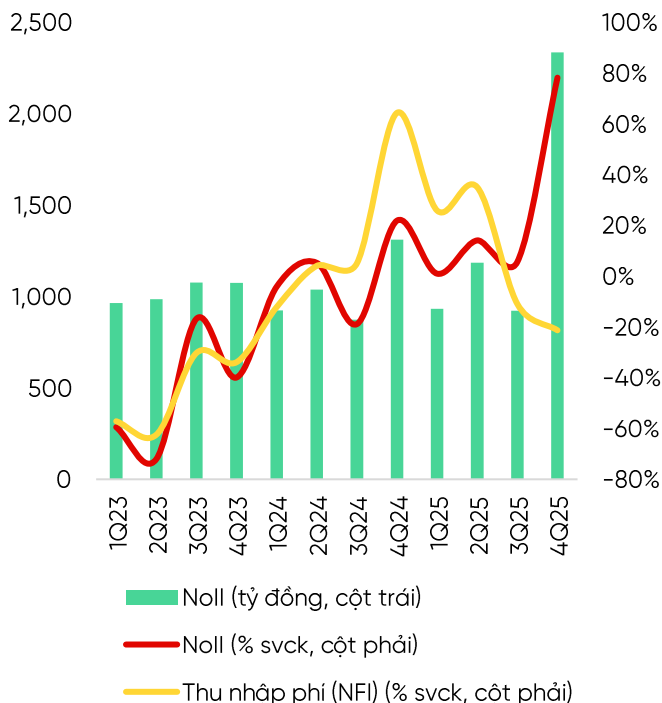
Hình 3: TOI chỉ tăng nhẹ 3.8% svck trong 4Q25, khi đà suy giảm của NII được bù đắp một phần bởi diễn biến tích cực hơn của Noll



Hình 4: Trong bối cảnh NII suy giảm, tỷ trọng đóng góp của khoản mục này vào TOI trong 4Q25 giảm xuống còn 70%, so với mức bình quân 86% của bốn quý trước đó

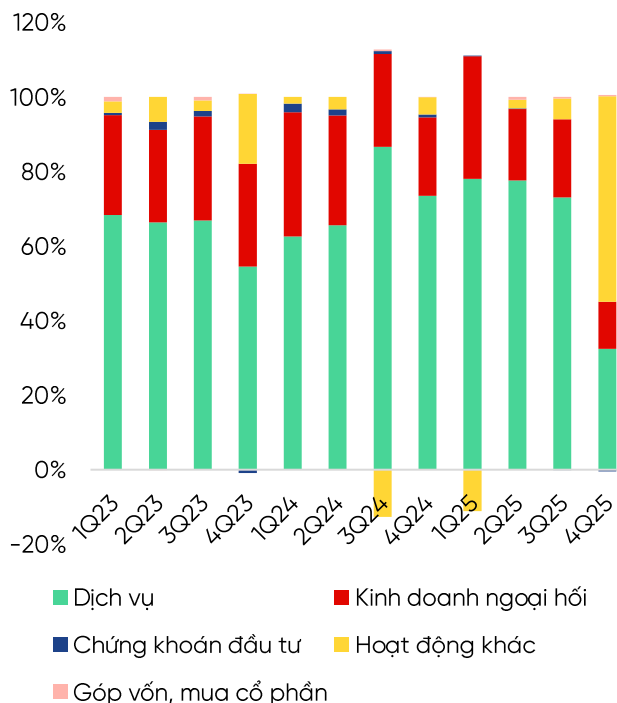


Hình 5: Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 78.2% svck trong 4Q25, chủ yếu nhờ lãi thuần từ hoạt động khác tăng mạnh...



Nguồn: STB, VPBankS Research

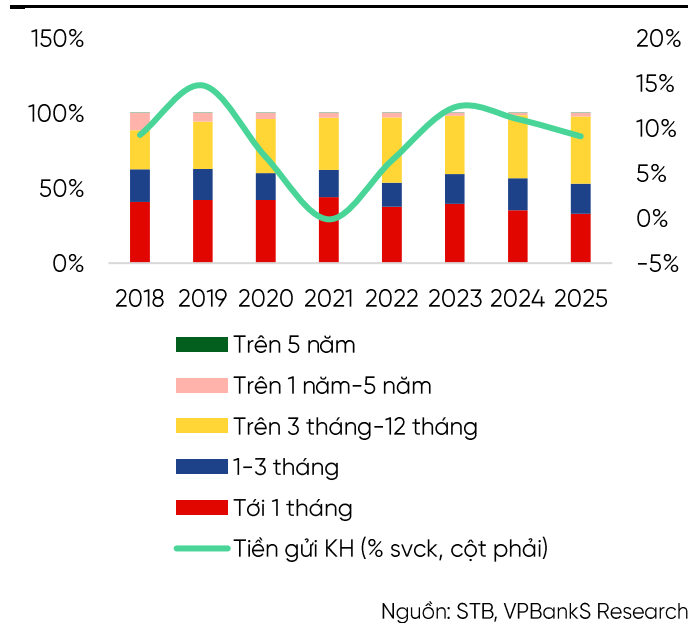
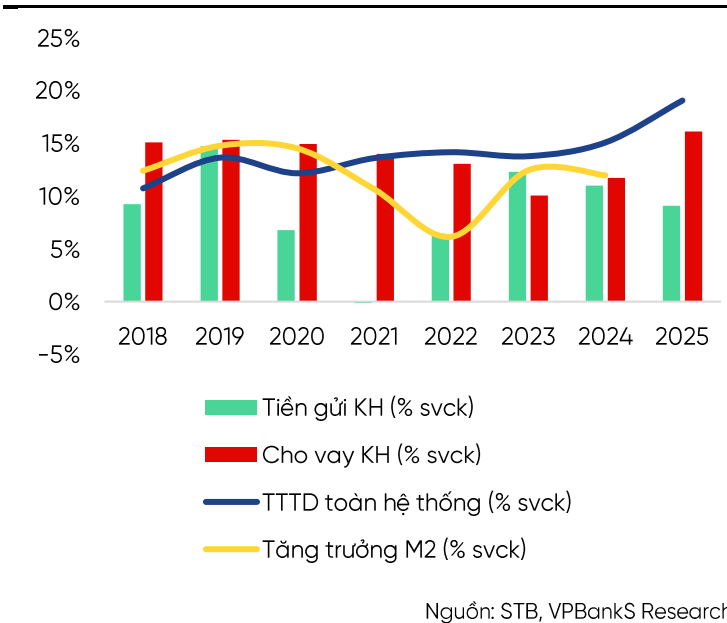
Hình 6: ...trong khi tỷ trọng đóng góp của NFI giảm xuống còn 33%, so với mức bình quân 76% của bốn quý trước đó



Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 7: Tăng trưởng cho vay khách hàng của STB tăng tốc lên 16.1% trong năm 2025, trở thành động lực chính hỗ trợ tăng trưởng NII trong bối cảnh NIM tiếp tục thu hẹp

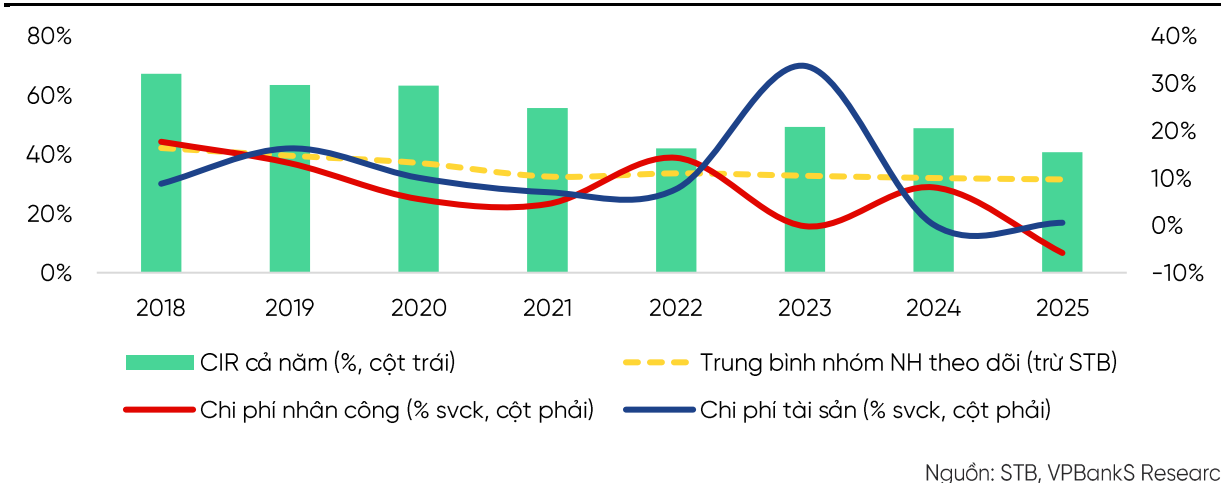
Hình 8: Do phần lớn tiền gửi tập trung ở các kỳ hạn 3-12 tháng, việc STB tăng lãi suất huy động tại quầy ở các kỳ hạn ≤9 tháng đã khiến chi phí huy động tăng lên trong 4Q25



CIR theo quý hạ nhiệt trong 4Q25, qua đó đưa CIR cả năm về sát mục tiêu của ngân hàng

Tỷ lệ CIR giảm xuống 23.7% trong 4Q25 (-18.8 điểm % svck, -22.9 điểm % so với quý trước), qua đó đưa CIR cả năm xuống 40.7%, giảm 8.1 điểm % svck. Trong 2025, chi phí hoạt động giảm 6.7% svck, chủ yếu nhờ: (i) chi phí dự phòng cho các tài sản có nội bảng khác giảm mạnh 95.5%, chủ yếu do mức nền cao của năm 2024; và (ii) chi phí nhân viên giảm 5.8%, được hỗ trợ bởi việc STB cắt giảm 1,272 nhân sự trong năm 2025, khi ngân hàng tinh gọn mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch truyền thống nhằm đẩy nhanh dịch chuyển giao dịch sang kênh số và hoàn thành mục tiêu nội bộ đưa CIR về mức 40-43%. Cùng với mức tăng 11.8% svck của TOI, lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) trong 2025 đạt 19,012 tỷ đồng, tăng 29.4% svck.

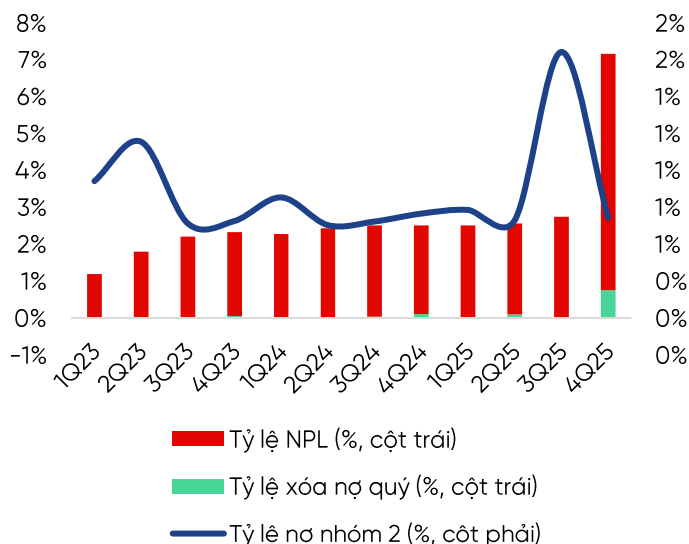
Hình 9: Mặc dù CIR đã hạ nhiệt xuống 40.7% trong năm 2025, STB vẫn đang duy trì mức CIR cao hơn mặt bằng bình quân của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Chất lượng tài sản suy yếu mạnh trong 4Q25, buộc STB phải đẩy mạnh trích lập dự phòng

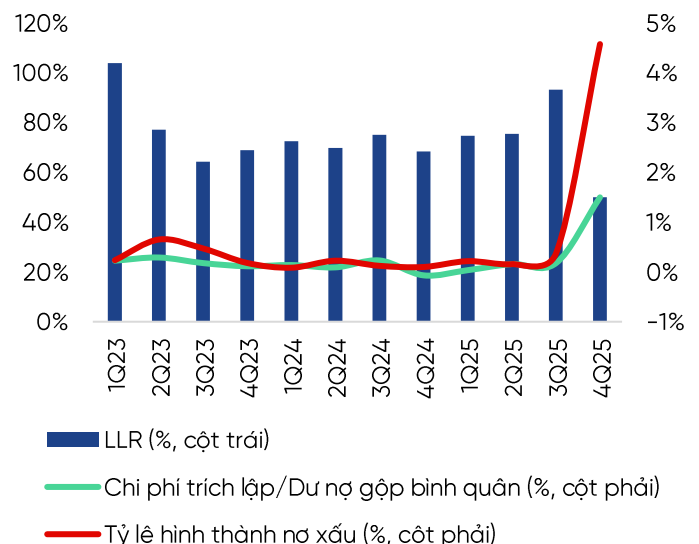
Chỉ báo chất lượng tài sản theo quý của chúng tôi (được định nghĩa là tỷ lệ nợ xấu hình thành mới trong quý cộng với tỷ lệ xóa nợ trong quý) ước đạt 7.2%, tăng mạnh 4.7 điểm % svck và 4.4 điểm % so với quý trước, qua đó nối dài xu hướng đi lên kể từ 1Q23. Cụ thể, tỷ lệ nợ xấu hình thành mới trong quý tăng 4.5 điểm % svck lên 4.6%, chủ yếu do: (i) tỷ trọng nợ Nhóm 3 và nợ Nhóm 5 tăng lên lần lượt 1.1% (+83bps svck) và 4.8% (+3.1 điểm % svck); và (ii) tỷ lệ xóa nợ trong quý tăng lên 0.8% (+65bps svck, +75bps so với quý trước). Trong khi đó, tỷ lệ nợ Nhóm 2 cải thiện nhẹ về 0.7% (-2bps svck, -90bps so với quý trước), hạ nhiệt từ mức đỉnh 1.6% trong 3Q25, tương đương với mặt bằng ghi nhận trước tái cơ cấu vào 4Q16. Trong bối cảnh chất lượng tài sản suy yếu, STB đã tăng cường trích lập dự phòng, với chi phí dự phòng cả năm lên mức tương đương 2.0% dư nợ cho vay gộp. Tuy nhiên, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống 50.0% (-18.5 điểm % svck), đảo chiều so với mức nền cao 93.3% trong 3Q25 sau khi ngân hàng ghi nhận hoàn nhập dự phòng liên quan đến KCN Phong Phú.

Hình 10: Chất lượng tài sản suy yếu trong 4Q25...



Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 11: ...kéo theo LLR giảm mạnh



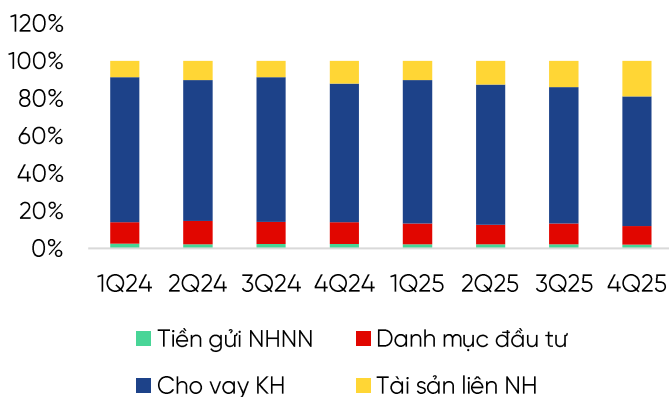
Nguồn: STB, VPBankS Research

Diễn biến bảng cân đối kế toán trong 4Q25

Tài sản sinh lãi (IEA): Cơ cấu tài sản dịch chuyển sang tài sản liên ngân hàng, trong khi chất lượng tín dụng suy yếu đáng kể

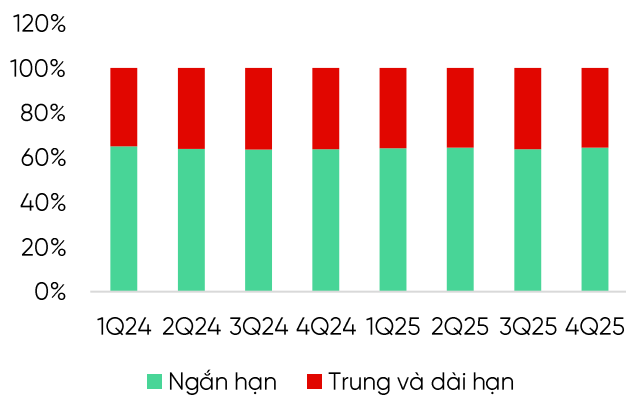
Trong 4Q25, tài sản sinh lãi hợp nhất (IEA) tăng 24.5% svck và 8.9% so với quý trước, chủ yếu nhờ tăng trưởng ở cho vay khách hàng và tài sản liên ngân hàng. Tài sản liên ngân hàng tăng vọt 95.5% svck, chủ yếu do số dư tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác tăng 1.1 lần so với 4Q24, qua đó nâng tỷ trọng khoản mục này trong tổng IEA lên 19.0% (+6.9 điểm % svck; +5.0 điểm % so với quý trước). Trong khi đó, được hỗ trợ bởi nhu cầu tín dụng cải thiện, cùng với việc STB đã sử dụng hết hạn mức tăng trưởng tín dụng ban đầu 14% vào khoảng 3Q25, dư nợ cho vay khách hàng gộp tăng 16.1% svck, cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng bình quân 12.7% trong giai đoạn 2020–2024. Tuy nhiên, do tài sản liên ngân hàng tăng nhanh hơn, tỷ trọng cho vay khách hàng trong tổng IEA giảm xuống còn 69.0% (-4.9 điểm % svck; -3.7 điểm % so với quý trước).

Hình 12: Cơ cấu tài sản sinh lãi



Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 13: Danh mục cho vay theo kỳ hạn

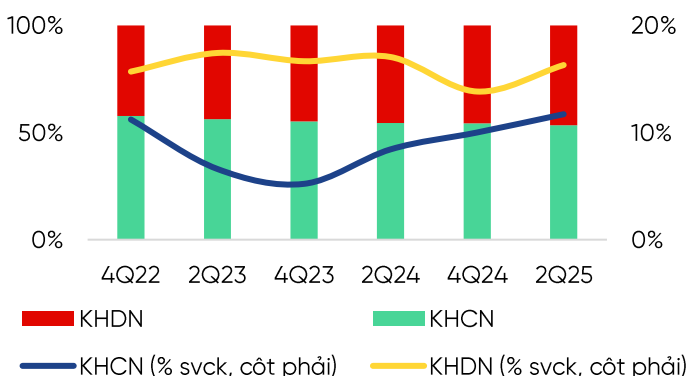


Nguồn: STB, VPBankS Research

Xét theo kỳ hạn, cơ cấu cho vay của STB nhìn chung duy trì ổn định trong 4Q25, với cho vay ngắn hạn chiếm 64.3% tổng dư nợ (+0.6 điểm % svck; +66bps so với quý trước). Diễn biến này phản ánh cơ cấu danh mục mang tính ổn định dài hạn, thay vì một sự dịch chuyển mới gần đây, khi STB đã duy trì tỷ trọng cho vay ngắn hạn quanh 50%-60% kể từ 2Q19. Chúng tôi cho rằng việc danh mục nghiêng về kỳ hạn ngắn là phù hợp với định hướng chiến lược tập trung vào khách hàng bán lẻ và SME của STB, đặc biệt là cho vay bán lẻ phục vụ mục đích kinh doanh, vốn luôn chiếm khoảng 60%-70% danh mục cho vay bán lẻ. Cơ cấu này cũng phù hợp với đặc thù nhu cầu vay vốn lưu động thường có kỳ hạn ngắn hơn.

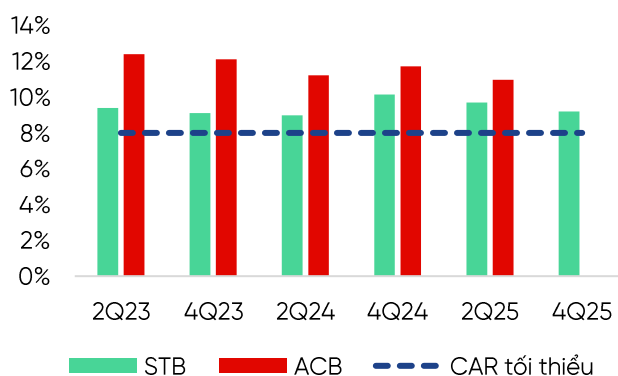
Chất lượng tài sản suy yếu đáng kể trong 4Q25. Nợ xấu tăng 2.1 lần svck và 1.4 lần so với quý trước, kéo tỷ lệ nợ xấu lên 6.4% dư nợ cho vay gộp (+4.0 điểm % svck; +3.7 điểm % so với quý trước). Trong đó, nợ Nhóm 5 (nợ có khả năng mất vốn) ghi nhận mức tăng mạnh nhất, tăng 2.3 lần svck và 1.6 lần so với quý trước, nâng tỷ trọng khoản mục này lên 4.8% dư nợ cho vay gộp. Đà tăng mạnh của nợ xấu đến từ hai yếu tố chính. Thứ nhất, SME và khách hàng bán lẻ – hai phân khúc khách hàng cốt lõi của STB – vẫn chưa phục hồi hoàn toàn. Đây cũng phần nào lý giải vì sao tăng trưởng cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn trong quý lại vượt khách hàng bán lẻ. Thứ hai, STB đã chuyển nhóm khoản phải thu liên quan đến Bamboo Airways, cùng một số khoản vay khác, vào nhóm nợ xấu. Do đó, ngay cả khi ngân hàng ghi nhận khoảng 3,000 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng từ phần thu hồi còn lại liên quan đến KCN Phong Phú trong 3Q25, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) vẫn suy yếu trong 4Q25, giảm xuống 50.0% (-18.5 điểm % svck; -43.3 điểm % so với quý trước).

Hình 14: Danh mục cho vay theo khách hàng



Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 15: CAR của STB và NH cùng thiên về bán lẻ



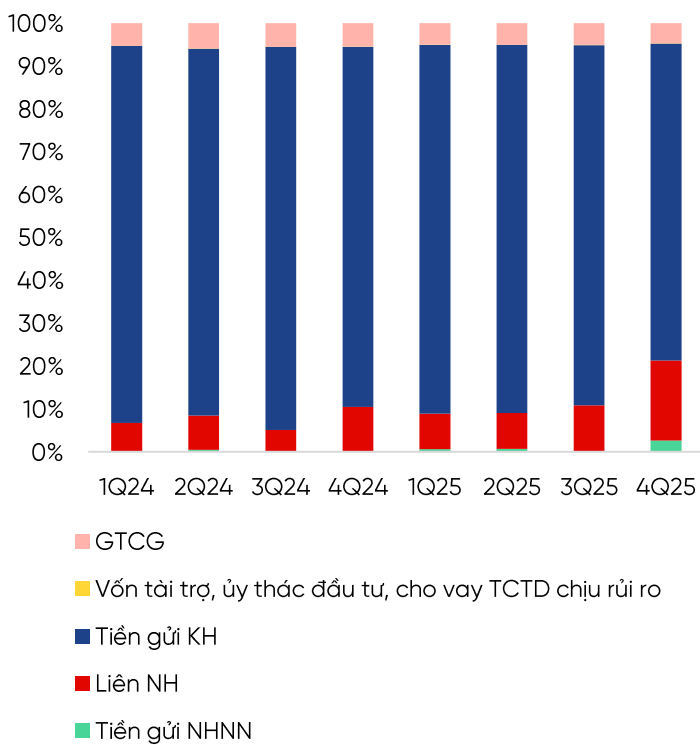
Nguồn: STB, ACB, VPBankS Research

Nguồn vốn chịu lãi (IBL): Cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển sang kênh liên ngân hàng trong bối cảnh CASA suy yếu

Ở phía nguồn vốn, nguồn vốn chịu lãi (IBL) tăng 23.9% svck (+9.6% so với quý trước), thấp hơn nhẹ so với tốc độ tăng của tài sản sinh lãi (IEA). Diễn biến này chủ yếu đến từ nợ liên ngân hàng tăng mạnh lên mức 1.2 lần so với 4Q24, trong khi tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá chỉ tăng lần lượt 9.1% và 6.6% svck. Do đó, tiền gửi khách hàng chỉ còn chiếm 73.9% tổng IBL trong 4Q25, giảm mạnh 10.1 điểm % cả so với cùng kỳ và so với quý trước. Đồng thời, CASA ước đạt 15.3% trong 4Q25 (-2.98 điểm % svck; -45bps so với quý trước), là mức thấp nhất trong năm 2025 và góp phần khiến chi phí vốn duy trì ở mức cao trong quý.

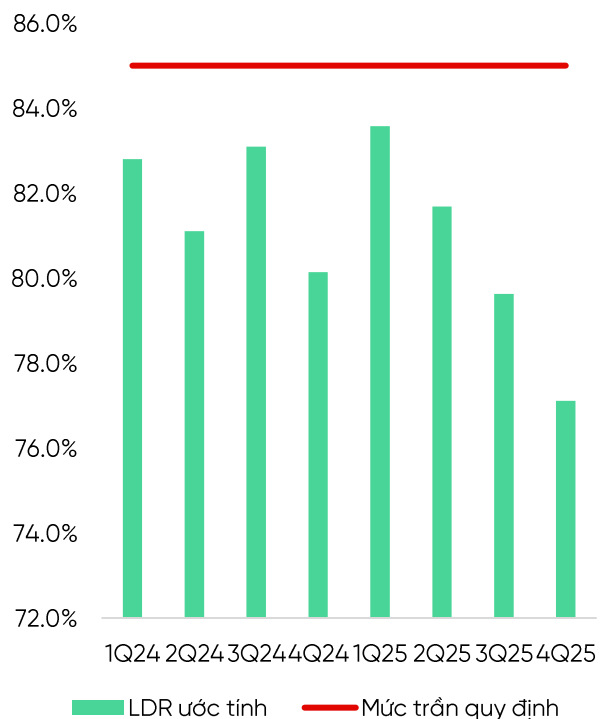
Chúng tôi cho rằng diễn biến này chủ yếu đến từ hai yếu tố. Thứ nhất, môi trường lãi suất thấp kéo dài trong phần lớn năm 2025 có thể đã làm giảm sức hấp dẫn tương đối của tiền gửi ngân hàng so với các kênh đầu tư thay thế. Do đó, để hỗ trợ tăng trưởng IEA mạnh hơn cũng như hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn – được nâng lên 16% vào khoảng 3Q25 – STB nhiều khả năng đã phụ thuộc nhiều hơn vào các nguồn vốn thay thế. Dù vậy, chúng tôi không cho rằng đây là một sự dịch chuyển mang tính cơ cấu trong hồ sơ huy động của ngân hàng, khi tỷ trọng tiền gửi khách hàng trong IBL nhìn chung vẫn duy trì ổn định trong 9T25. Thứ hai, LDR ước tính của STB theo Thông tư 22 vẫn nằm dưới mức trần, theo quan điểm của chúng tôi tạo dư địa để ngân hàng tái cơ cấu cơ cấu nguồn vốn trong 4Q25, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất bắt đầu có xu hướng tăng trở lại vào cuối năm.

Hình 16: Cơ cấu nguồn vốn chịu lãi



Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 17: LDR ước tính



Nguồn: STB, VPBankS Research

TRIỂN VỌNG 2026: STB nhiều khả năng sẽ ưu tiên làm sạch bảng cân đối hơn là theo đuổi tăng trưởng ngắn hạn

Triển vọng 2026

Hình 18: Các giả định chính

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck
Thu nhập lãi thuần	24,532	26,681	+8.8%	29,074	+9.0%	36,214	+24.6%
NIM	3.7%	3.3%	-37bps	3.1%	-26bps	3.4%	+32bps
Tăng trưởng tín dụng	11.7%	16.1%	+4.4ppts	11.7%	-4.42ppts	12.0%	+28bps
Thu nhập ngoài lãi	4,145	5,376	+29.7%	5,564	+3.5%	5,760	+3.5%
Tổng thu nhập hoạt động	28,677	32,057	+11.8%	34,638	+8.1%	41,974	+21.2%
Chi phí hoạt động	13,982	13,045	-6.7%	13,855	+6.2%	17,629	27.2%
CIR	48.8%	40.7%	-8.1ppts	40.0%	-69bps	42.0%	+2.0ppts
Lợi nhuận trước dự phòng	14,695	19,012	+29.4%	20,783	+9.3%	24,345	+17.1%
Chi phí dự phòng	1,974	11,384	+476.6%	12,655	+11.2%	4,830	-61.8%
Chi phí dự phòng/LN trước dự phòng	13.4%	59.9%	+46.4ppts	60.9%	+1.0ppt	19.8%	-41.1ppts
Lợi nhuận trước thuế	12,720	7,628	-40.0%	8,128	+6.5%	19,515	+140.1%
Lợi nhuận sau thuế	10,087	5,939	-41.1%	6,421	+8.1%	15,417	+140.1%

Nguồn: STB, VPBankS Research

Tóm tắt tiến độ tái cơ cấu: STB đề xuất gia hạn để án tái cơ cấu đến năm 2030 trong bối cảnh quá trình xử lý nợ xấu vẫn còn nhiều vướng mắc, đồng thời đề xuất xuất toán các khoản vay ngoại bảng

Trong tài liệu chuẩn bị cho ĐHCĐ 2026, STB đề xuất gia hạn để án tái cơ cấu sau sáp nhập đến năm 2030, đồng nghĩa với việc kéo dài thêm 5 năm so với kế hoạch ban đầu. Theo ngân hàng, một số hạng mục trọng yếu vẫn chưa thể hoàn tất trong khung thời gian cũ. Cụ thể, quá trình xử lý và thu hồi các khoản nợ xấu tồn đọng, cũng như xử lý tài sản bảo đảm của các khoản nợ này, vẫn tiếp tục gặp khó khăn về mặt pháp lý. Đồng thời, STB cho biết ngân hàng vẫn đang trong quá trình củng cố khung quản trị, quy trình vận hành và cơ cấu tổ chức. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng vẫn ở mức cao, cho thấy STB có thể cần thêm thời gian để xử lý dứt điểm nợ xấu và phần tài sản tồn đọng còn lại.

Trong một tờ trình riêng, STB cũng đề cập đến việc xuất toán ngoại bảng đối với các khoản vay đã được sử dụng dự phòng để xử lý, với điều kiện: (i) đã qua ít nhất 5 năm kể từ thời điểm sử dụng dự phòng để xử lý khoản nợ; (ii) ngân hàng đã áp dụng mọi biện pháp thu hồi nợ nhưng vẫn không thể thu hồi; và (iii) đáp ứng các yêu cầu pháp lý liên quan khác.

Tổng hợp các đề xuất trên, chúng tôi cho rằng STB đang ưu tiên làm sạch bảng cân đối ở mức tối đa trong giai đoạn hiện tại. Thứ nhất, ngân hàng dường như đã đẩy nhanh việc ghi nhận và phân loại lại các khoản nợ có vấn đề trong 4Q25, qua đó khiến tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 6.4%, phần nào phản ánh nỗ lực xử lý quyết liệt hơn đối với vấn đề chất lượng tài sản. Trong bối cảnh đó, nếu Dự thảo Nghị định về thành lập, tổ chức và hoạt động của VAMC được ban hành, STB có thể đủ điều kiện bán nợ xấu cho VAMC nhằm giữ tỷ lệ nợ xấu báo cáo dưới ngưỡng quy định 3%. Thứ hai, đề xuất xuất toán ngoại bảng đối

với các khoản vay đã được xử lý bằng dự phòng cho thấy STB đang theo đuổi cách tiếp cận thực dụng hơn trong xử lý tài sản tồn đọng, qua đó thừa nhận rằng không phải toàn bộ các khoản nợ đã suy giảm chất lượng trước đây đều có thể được thu hồi đầy đủ.

Hình 19: Phương pháp hạch toán và tiến độ xử lý theo từng loại tài sản tồn đọng (được khoanh lại theo Quyết định số 34/QĐ-NHNN.Tym và Công văn số 426/NHNN-TTGSNH.Tym)

Tài sản tồn đọng	Phương pháp	Tiến trình
Lãi dự thu	Phần lãi dự thu được nêu trong Quyết định, liên quan đến nợ xấu và tài sản không sinh lời, được phân bổ vào chi phí hoạt động trong vòng 10 năm (nếu không thuộc phạm vi này thì thoái theo cách thông thường)	Đã phân bổ hết vào chi phí hoạt động đến cuối năm 2022
Nợ xấu	Trích lập dự phòng dần trong 10 năm	Đã trích lập đầy đủ đến cuối năm 2022
Trái phiếu VAMC	Trích lập dự phòng dần trong 10 năm	Đã trích lập 8,070 tỷ đồng trên tổng số dư 9,673 tỷ đồng
Các khoản phải thu khác và TSDB	Xử lý theo giá thị trường; phần lỗ phát sinh được hạch toán vào chi phí hoạt động	Đã trích lập đầy đủ và nhận đủ các khoản trả trước đến cuối năm 2024
Đầu tư vốn cổ phần và sở hữu chéo	Thoái vốn/tái cơ cấu để tuân thủ các giới hạn pháp lý	Đã xử lý xong đến cuối năm 2023

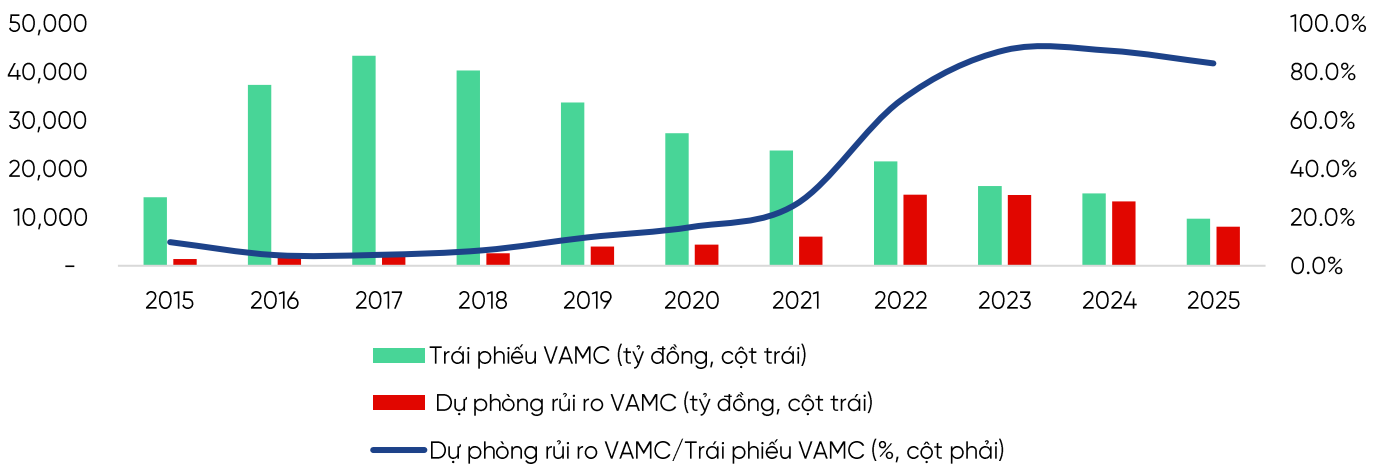
Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 20: Tiến độ tái cơ cấu theo Đề án ước tính dựa trên BCTC kiểm toán đến hết năm 2024

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tài sản tồn đọng gộp	83,476	80,903	79,270	69,413	58,198	47,226	36,761	25,308	20,182	18,151
Khoản phải thu	4,160	4,148	1,675	1,675	2,214	1,610	1,610	1,472	1,472	1,455
Lãi dự thu và các khoản phải thu	20,387	20,387	19,801	17,720	13,689	11,702	5,678	0	0	0
Nợ xấu (được khoanh lại)	33,783	8,380	7,613	3,383	3,174	2,297	1,690	47	47	30
Khác	11,004	10,687	6,914	6,402	5,474	4,295	4,055	2,274	2,230	1,718
Trái phiếu VAMC gộp (số dư cuối kỳ)	14,142	37,301	43,267	40,233	33,647	27,322	23,728	21,515	16,433	14,948
Tổng tài sản	292,033	332,023	368,469	406,041	453,581	492,516	521,117	591,994	674,390	748,095
Tài sản tồn đọng gộp/Tổng tài sản	28.6%	24.4%	21.5%	17.1%	12.8%	9.6%	7.1%	4.3%	3.0%	2.4%

Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 21: Tiến độ trích lập dự phòng đối với số dư trái phiếu VAMC còn lại giai đoạn 2015–2025



Nguồn: STB, VPBankS Research

Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong năm 2026 trong bối cảnh ràng buộc pháp lý và quá trình làm sạch bảng cân đối vẫn tiếp diễn

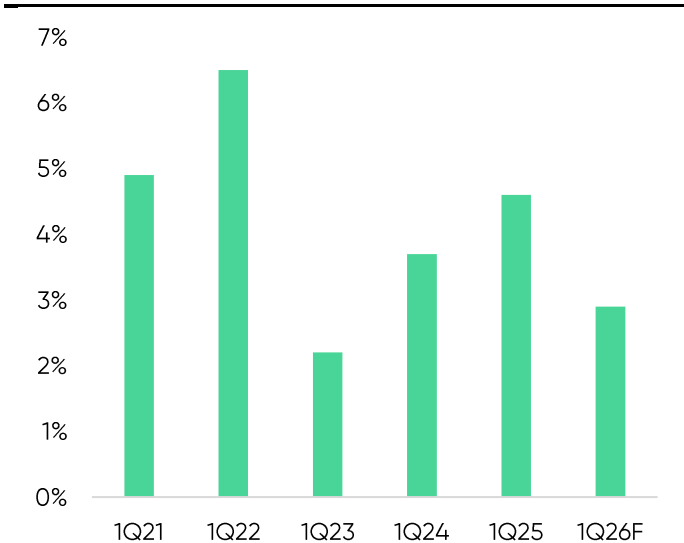
Dựa trên các giả định trên, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của STB đạt khoảng 3% so với cuối năm 2025 trong 1Q26 và khoảng 12% cho cả năm 2026, giảm đáng kể so với mức 16.1% ghi nhận trong năm 2025. Theo quan điểm của chúng tôi, mức chậm lại này chủ yếu đến từ ba yếu tố. Thứ nhất, STB sẽ cần tuân thủ định hướng điều hành rằng tăng trưởng tín dụng trong 3 tháng đầu năm 2026 không vượt quá 25% mục tiêu cả năm, hàm ý tốc độ mở rộng cho vay trong giai đoạn đầu năm sẽ tương đối chặt so với hạn mức tín dụng ban đầu 11.7%. Thứ hai, ưu tiên làm sạch bảng cân đối nhiều khả năng sẽ khiến ngân hàng theo đuổi cách tiếp cận cho vay chọn lọc hơn, với trọng tâm lớn hơn vào các khoản vay có chất lượng tốt. Thứ ba, xu hướng tăng của lãi suất cho vay, cùng với dư địa nới lỏng tiền tệ không còn nhiều, có thể tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu tín dụng chung.

Chúng tôi cũng kỳ vọng cho vay doanh nghiệp sẽ tăng trưởng nhanh hơn cho vay bán lẻ trong năm 2026, qua đó nối dài xu hướng tăng trưởng svck cao hơn trong thời gian gần đây. Nguyên nhân là do khách hàng bán lẻ và SME - hai nhóm khách hàng cốt lõi của STB - nhiều khả năng sẽ nhạy cảm hơn với môi trường lãi suất cao hơn, trong khi nhu cầu vay vốn lưu động từ khối khách hàng doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ duy trì khả năng chống chịu tốt hơn.

Ở phía nguồn vốn, theo theo dõi của chúng tôi về lãi suất huy động tại quầy, lãi suất ở các kỳ hạn rất ngắn (1–3 tháng) đã hạ nhiệt từ vùng đỉnh trong tháng 12–1, trong khi lãi suất ở các kỳ hạn trên 6 tháng vẫn tiếp tục đi lên. Theo chúng tôi, diễn biến này cho thấy STB đang ngày càng định vị cho một môi trường lãi suất cao hơn trong thời gian tới và có thể đang tìm cách khóa trước nguồn vốn ổn định hơn trước khi chi phí huy động tăng thêm. Đồng thời, việc tiến gửi khách hàng giảm 3.6% so với quý trước trong 4Q25 cũng cho thấy áp lực huy động trong ngắn hạn, củng cố quan điểm của chúng tôi rằng STB nhiều khả năng sẽ phải đối mặt với chi phí vốn cao hơn trong năm 2026.

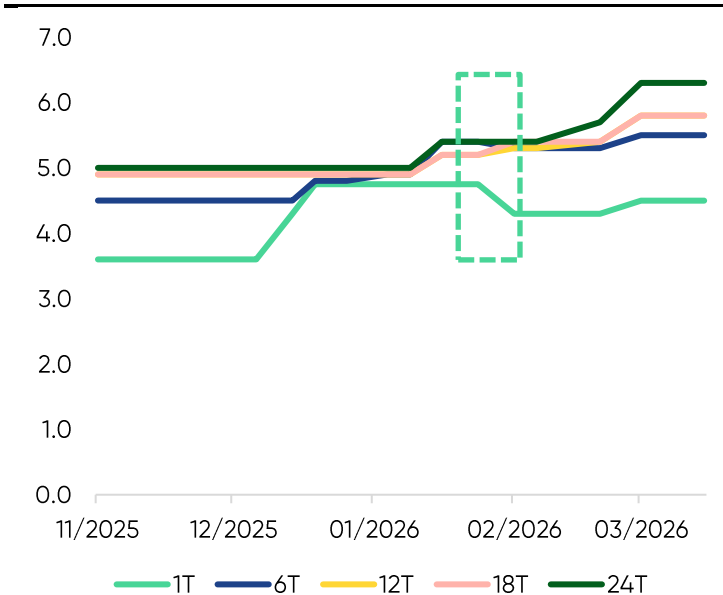
Trong khi đó, chúng tôi không kỳ vọng STB sẽ ghi nhận mức hỗ trợ tương đương cho lợi suất cho vay từ thu hồi nợ xấu trong năm 2026, tương tự như khoản thu nhập lãi liên quan đến KCN Phong Phú được ghi nhận trong 3Q25. Do đó, chúng tôi dự phóng NIM sẽ giảm khoảng 20bps svck xuống 3.1% trong năm 2026.

Hình 22: Tăng trưởng tín dụng quý 1 của STB qua các năm (so với cuối năm trước đó)



Nguồn: STB, VPBankS Research

Hình 23: Lãi suất huy động tại quầy theo kỳ hạn của STB kể từ đợt tăng lãi suất đầu tiên trong năm 2025 (%)



Nguồn: STB, VPBankS Research

Áp lực trích lập nhiều khả năng sẽ kéo dài trong giai đoạn 2026–2027 sau cú tăng mạnh của nợ xấu trong 4Q25

Trong môi trường lãi suất cao hơn, danh mục cho vay của STB – vốn tập trung vào khách hàng bán lẻ và SME – có thể tiếp tục chịu áp lực lên khả năng trả nợ của người vay trong năm 2026, do hai phân khúc này nhạy cảm hơn với biến động lãi suất. Vì vậy, chúng tôi cho rằng áp lực lên chất lượng tài sản nhiều khả năng sẽ vẫn ở mức cao trong năm tới.

Bên cạnh đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của STB đã giảm mạnh xuống 50.0% vào cuối năm 2025, trong khi nợ Nhóm 5 tăng lên chiếm 74.5% tổng nợ xấu. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này hàm ý ngân hàng nhiều khả năng sẽ phải duy trì mức trích lập cao trong các kỳ tới, khi bộ đệm dự phòng đã mỏng đi đáng kể trong khi cơ cấu nợ xấu lại xấu đi rõ rệt. Trong bối cảnh đó, kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2026 ở mức 8,100 tỷ đồng (+6.2% svck) của STB, tương đương ROAE chỉ khoảng 10%–11%, theo chúng tôi phản ánh định hướng của ban lãnh đạo trong việc tiếp tục ưu tiên làm sạch bảng cân đối và duy trì mức trích lập cao, ngay cả khi phải đánh đổi tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn.

Điều này cũng cho thấy STB không kỳ vọng sẽ xử lý xong trong năm 2026 đối với 32.5% cổ phần liên quan đến ông Trầm Bê và các bên liên quan. Trong kịch bản đấu giá thành công, ngân hàng có thể hoàn nhập khoảng 6,600 tỷ đồng dự phòng liên quan đến dư nợ gốc còn lại, đồng thời ghi nhận thêm thu nhập lãi từ phần giá trị thu hồi vượt thêm, qua đó giúp giảm bớt áp lực trích lập. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng việc giả định toàn bộ 6,600 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng có thể được ghi nhận chỉ trong một phiên đấu giá là khá lạc quan.

Dựa trên theo dõi của chúng tôi đối với giấy tờ có giá dùng làm tài sản bảo đảm do VAMC quản lý, tài sản bảo đảm – tức số cổ phiếu gắn với 32.5% cổ phần này – dường như đang được chia thành nhiều khoản nợ nhỏ. Do đó, STB nhiều khả năng sẽ phải xử lý các khoản nợ xấu này theo từng phần, với mỗi phiên đấu giá gắn với tài sản bảo đảm cụ thể của từng khoản nợ, thay vì thực hiện thông qua một giao dịch duy nhất. Theo quan điểm của

chúng tôi, điều này cho thấy quá trình thu hồi và ghi nhận lợi nhuận có thể sẽ diễn ra dần dần hơn so với kỳ vọng của một bộ phận nhà đầu tư.

Hình 24: Các tài sản tồn đọng liên quan đến ông Trầm Bê và các bên liên quan tại thời điểm cuối năm 2024

	Dư nợ gốc	Lãi phải thu
	12,037	57,605
Phần nợ xấu đã bán cho VAMC	10,538	
<i>Phần nợ xấu được đảm bảo bằng khoản 32.5%</i>	6,611	13,450

Nguồn: STB, VPBankS Research

Lợi nhuận trước thuế nhiều khả năng sẽ tiếp tục chịu áp lực

Xét đến các yếu tố trên, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của STB sẽ tăng 11.1% svck trong năm 2026, được dẫn dắt bởi các yếu tố chính sau:

- (i) NIM được dự báo giảm 20bps svck xuống 3.1%, phản ánh dư địa tăng trưởng tín dụng bị hạn chế, không còn yếu tố hỗ trợ lợi nhuận mang tính kỹ thuật một lần, và chi phí huy động tăng lên.
- (ii) Tăng trưởng tín dụng được dự phóng ở mức 11.7%, nhìn chung phù hợp với hạn mức tín dụng ban đầu do NHNN giao cho STB, trong đó cho vay doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ tăng nhanh hơn cho vay bán lẻ trong bối cảnh nhu cầu vay vốn từ các phân khúc khách hàng nhạy cảm hơn với lãi suất suy yếu.
- (iii) Chi phí dự phòng trên dư nợ cho vay gộp bình quân được kỳ vọng duy trì ở mức cao 1.9%, gần tương đương năm 2025, khi STB tiếp tục ưu tiên làm sạch bảng cân đối.

ĐỊNH GIÁ: Khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu **63,200** đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá theo P/B và phương pháp thu nhập thặng dư, với tỷ trọng ngang nhau 50%, để đưa ra giá mục tiêu 63,200 đồng/cổ phiếu cho STB. Trong kỳ định giá này, chúng tôi giữ nguyên giả định về chi phí vốn chủ sở hữu, với lãi suất phi rủi ro ở mức 4.2%, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu ở mức 8.1%, và beta điều chỉnh 5 năm là 1.1x.

Đối với phương pháp P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của STB dựa trên BVPS 2026 là 34,871 đồng/cổ phiếu, áp dụng mức P/B mục tiêu 1.5x. Hiện tại, STB đang giao dịch tại P/B 2.0x, tương đương khoảng +2 độ lệch chuẩn so với mức bình quân lịch sử 5 năm, đồng thời cao hơn đáng kể so với mức bình quân 5 năm của ngành là 1.5x. Chúng tôi xác định P/B mục tiêu 1.5x dựa trên: (i) tỷ lệ vốn hóa thị trường trên dư nợ cho vay gộp bình quân 1 năm khoảng 14.0%; (ii) dư nợ cho vay gộp dự phóng cuối năm 2026 khoảng 700,000 tỷ đồng; và (iii) số lượng cổ phiếu lưu hành giữ nguyên ở mức 1,885 triệu cổ phiếu.

Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, định giá của chúng tôi sử dụng các giả định thận trọng liên quan đến quá trình xử lý các khoản mục gắn với 32.5% cổ phần trong giai đoạn 2026–2030. Với giả định STB hoàn tất để án tái cơ cấu vào năm 2030, đồng thời xét đến kế hoạch kinh doanh 2026 mang tính thận trọng của ngân hàng, chúng tôi giả định quá trình xử lý, cùng với việc ghi nhận hoàn nhập dự phòng và thu nhập lãi liên quan, sẽ bắt đầu từ 2027 và kéo dài đến 2030, trong đó 40% được ghi nhận trong năm 2027 và 20% trong mỗi năm còn lại.

Hình 25: Xác định giá mục tiêu

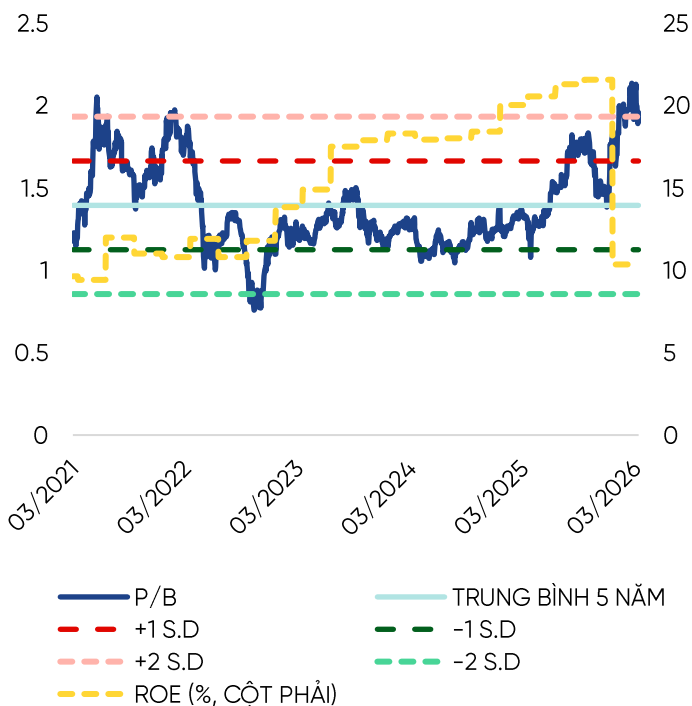
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cp)	Đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	74,165	37,082
Định giá theo P/B (áp dụng 1.5x BVPS 2026)	50%	52,307	26,154
Giá mục tiêu (làm tròn)			63,200

Hình 26: Thu nhập thặng dư (Đơn vị: tỷ đồng)

Giả định chung	2026	2027	2028	2029	2030	Giá trị cuối kỳ
Lãi suất phi rủi ro	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Phần bù rủi ro VCSH	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Chi phí VCSH	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
% ROE	10.2%	21.2%	23.3%	22.6%	22.3%	21.1%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						3.0%
VCSH cuối kỳ	65,740	79,846	98,882	121,736	149,336	
% ROE	10.2%	21.2%	23.3%	22.6%	22.3%	21.1%
Thu nhập thặng dư (RI)	(1,428)	6,798	10,336	12,013	14,205	99,502
Hệ số chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	
Giá trị hiện tại của RI	(1,262)	5,314	7,142	7,339	7,673	53,744
VCSH đầu kỳ	59,867					
Giá trị hiện tại của RI (5 năm)	26,206					
Giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ	53,744					
Giá trị VCSH	139,816					
Số lượng CP lưu hành (triệu)	1,885					
Giá trị hợp lý trên mỗi CP (VND/cp)	74,165					

Nguồn: VPBankS Research

Hình 27: P/B so với dữ liệu lịch sử (Trailing)



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Figure 5: P/B so với ngành (Trailing)



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank (VPBankS) phát hành báo cáo này với mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này được lưu hành tới các khách hàng của VPBankS và các công ty liên kết hoặc các đối tượng mà VPBankS cho rằng phù hợp để nhận báo cáo, và không xét đến mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hay nhu cầu riêng biệt của bất kỳ cá nhân nào nhận được báo cáo này.

Báo cáo này không nhằm mục đích và trong bất kỳ trường hợp nào cũng không được hiểu là lời đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong đây hoặc các công cụ tài chính liên quan. Báo cáo cũng có thể bao gồm, toàn bộ hoặc một phần, các bản tóm tắt, nghiên cứu, tổng hợp, trích xuất hoặc phân tích được chuẩn bị bởi các đối tác chiến lược, liên doanh và/hoặc đối tác kinh doanh của VPBankS.

VPBankS không cam kết hay đảm bảo (dù rõ ràng hay ngụ ý) về tính chính xác hoặc đầy đủ của các thông tin này, và do đó, nhà đầu tư cần tự đưa ra quyết định sau khi cân nhắc kỹ lưỡng. Báo cáo này không nhằm hướng tới, phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào tại các khu vực, quốc gia hoặc vùng lãnh thổ mà việc phát hành, phân phối, hoặc sử dụng báo cáo sẽ vi phạm quy định pháp luật hiện hành.

Mọi thông tin trong báo cáo này được tổng hợp từ các nguồn công khai mà VPBankS tin tưởng là đáng tin cậy và chính xác tại thời điểm phát hành báo cáo. Tuy nhiên, các nguồn này chưa được VPBankS và/hoặc các công ty liên kết kiểm chứng độc lập và báo cáo cũng không khẳng định rằng đã bao gồm tất cả các thông tin mà nhà đầu tư tiềm năng có thể cần. Các quan điểm được thể hiện trong báo cáo là những đánh giá hiện tại của VPBankS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VPBankS không có nghĩa vụ phải cập nhật hay duy trì sự chính xác của thông tin, quan điểm được nêu trong báo cáo, cũng như không có nghĩa vụ cung cấp thêm bất kỳ thông tin nào cho người nhận.

Do đó, VPBankS không đảm bảo, đại diện hay cam kết, dù rõ ràng hay ngụ ý, về tính đầy đủ, chính xác, tin cậy, công bằng hoặc hợp lý của các thông tin và quan điểm trong báo cáo. Mặc dù đã nỗ lực để các dữ liệu thực tế trong báo cáo là chính xác, mọi ước tính, dự báo, nhận định hoặc đánh giá chủ quan được đưa ra đều dựa trên các giả định được VPBankS xem là hợp lý và không nên được hiểu là cam kết chắc chắn về khả năng xảy ra của các sự kiện được đề cập. Các giả định khác nhau có thể dẫn tới các kết quả và khuyến nghị hoàn toàn khác biệt.

Báo cáo này cũng có thể bao gồm các bình luận, ước tính, dự báo và ý kiến liên quan đến các nghiên cứu kinh tế vĩ mô do các chuyên gia kinh tế của VPBankS công bố, tuy nhiên các nội dung này không nên được xem là khuyến nghị đầu tư hoặc tư vấn đầu tư đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập.

Báo cáo này không mang tính toàn diện và không cung cấp đầy đủ các thông tin mà một nhà đầu tư tiềm năng cần để đưa ra quyết định đầu tư. Người nhận báo cáo cần tự thực hiện đánh giá và quyết định độc lập đối với bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào được đề cập.

Bất kỳ khoản đầu tư nào được thảo luận hoặc khuyến nghị trong báo cáo có thể không phù hợp với mục tiêu đầu tư và tình hình tài chính cụ thể của từng nhà đầu tư.

Báo cáo này có thể chứa các tuyên bố dự báo về tương lai, thường (nhưng không phải luôn luôn) được nhận diện thông qua các từ ngữ như "tin rằng", "ước tính", "dự định", "kỳ vọng" hoặc những diễn đạt tương tự như "có thể", "sẽ", "có khả năng xảy ra". Những tuyên bố này dựa trên các giả định và thông tin sẵn có tại thời điểm báo cáo được phát hành và chịu ảnh hưởng bởi các rủi ro, bất định cũng như các yếu tố khác có thể khiến kết quả thực tế khác biệt đáng kể so với những dự báo đã nêu.

Người nhận báo cáo cần thận trọng đối với những tuyên bố này và không nên quá tin tưởng vào các dự báo nêu ra. VPBankS từ chối mọi nghĩa vụ cập nhật hoặc điều chỉnh bất kỳ tuyên bố dự báo nào dù do có thông tin mới, sự kiện tương lai hay những tình huống ngoài dự tính phát sinh sau ngày công bố báo cáo.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn