

## Triển vọng ngành Ngân hàng năm 2025: Lạc quan nhưng thận trọng

### Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
ha.plien@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

### Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

### Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
tung.lkhanh@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

### Nguyễn Bảo Ngọc

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

- Môi trường kinh doanh của ngành ngân hàng kể từ đầu năm đã phải đối mặt với khá nhiều thách thức, bao gồm cầu tín dụng yếu, cạnh tranh gay gắt và tỷ lệ NIM thu hẹp, trong khi chất lượng tài sản cải thiện chậm và tăng trưởng lợi nhuận không đạt kỳ vọng.
- Trong năm 2025, HSC dự báo nền kinh tế và thị trường BĐS sẽ hồi phục vừa phải, với triển vọng tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2025. Theo dự báo mới, HSC dự báo lợi nhuận thuần toàn ngành sẽ tăng trưởng lần lượt 14,4%, 16,5% và 19,6% trong giai đoạn 2024-2026.
- Ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,18 lần, thấp hơn 0,64 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm: CTG, BID, VCB, ACB và TCB.

### Năm 2024: Nhiều thách thức hơn dự kiến

Bước vào năm 2024 với kỳ vọng phục hồi, tuy nhiên ngành ngân hàng đã phải đối mặt với những thách thức đáng kể. Nền kinh tế và thị trường BĐS phục hồi chậm và không đồng đều đã gây sức ép lên chất lượng tài sản, trong khi tỷ lệ NIM chịu ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu tín dụng thấp và cạnh tranh gay gắt. HĐKD của các NHTM cũng chịu thêm áp lực từ những biến động về tỷ giá & thị trường liên ngân hàng.

Tuy nhiên, các NHTM đã hỗ trợ nền kinh tế thông qua việc duy trì mật bằng lãi suất thấp và tăng trưởng tín dụng vừa phải. Tuy nhiên, tổng thu nhập hoạt động kém tích cực đã làm giảm dự địa trích lập dự phòng, từ đó khiến nợ xấu nội bảng tăng lên. Chất lượng tài sản vẫn cải thiện chậm trong khi tăng trưởng lợi nhuận không đạt dự báo.

### Năm 2025: Tăng trưởng cải thiện, NIM ổn định, cẩn trọng với chất lượng tài sản

Trong năm 2025, nền kinh tế và thị trường BĐS được dự báo sẽ hồi phục vừa phải, với triển vọng dự kiến sẽ khởi sắc hơn kể từ nửa cuối năm. Theo dự báo mới, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 14,4%, 16,5% và 19,6% trong giai đoạn 2024-2026 dựa trên quan điểm thận trọng hơn so với dự báo trước đó. Những động lực chính bao gồm: tăng trưởng tín dụng cải thiện, NIM hồi phục nhẹ, tuy nhiên áp lực chi phí dự phòng vẫn ở mức cao.

### Định giá

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng tăng 21% kể từ đầu năm, vượt trội 10% so với chỉ số VNIndex. Sau khi điều chỉnh nhẹ gần đây, ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,18 lần (bình quân giản đơn), thấp hơn 0,64 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Theo dự báo mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,38 lần, tiềm năng tăng giá khoảng 20% đối với những cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Dựa trên triển vọng tăng trưởng khởi sắc hơn, năng lực huy động vốn tốt và chất lượng tài sản tương đối lành mạnh, HSC tin rằng các NHTM có vốn nhà nước có tiềm năng vượt trội hơn trong năm 2025. Trong số các NHTM tư nhân, HSC ưa thích cổ phiếu ACB (Mua vào, giá mục tiêu 34.700đ) nhờ đặc tính phòng thủ nhưng vẫn có lợi nhuận kỳ vọng tốt và TCB (Mua vào, giá mục tiêu 31.100đ) nhờ hưởng lợi đáng kể từ sự hồi phục của thị trường BĐS. Ngoài ra, MBB (Mua vào, giá mục tiêu 32.600đ) và STB (Mua vào, giá mục tiêu 41.000đ) nằm trong danh sách theo dõi do những rủi ro và động lực đặc thù cần quan sát chặt chẽ hơn để khẳng định.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 5/12.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
ACB	25,000	Mua vào	-	34,700	-	38.8	6.86	6.19	1.34	1.15	3.48	4.00
BID	46,050	Mua vào	-	54,700	-	18.8	10.9	9.02	1.91	1.62	1.09	1.09
CTG	35,900	Mua vào	-	45,300	-	26.2	8.60	6.78	1.34	1.14	-	-
HDB	26,050	Mua vào	-	32,500	-	24.8	5.73	4.79	1.34	1.07	1.92	1.92
LPB	33,950	Bán ra	-	20,600	-	(39.3)	11.2	12.4	2.07	1.77	0	0
MBB	23,950	Mua vào	-	32,600	-	36.1	6.21	5.92	1.14	0.98	2.09	2.39
MSB	11,400	Mua vào	-	14,900	-	30.7	5.91	5.91	0.82	0.72	0	0
OCB	10,800	Mua vào	-	13,000	-	20.4	8.80	7.44	0.85	0.76	0	0
STB	32,600	Mua vào	-	41,000	-	25.8	7.19	5.40	1.14	0.95	-	-
TCB	23,650	Mua vào	-	31,100	-	31.5	7.32	6.21	1.13	0.99	6.34	6.34
TPB	16,000	Tăng tỷ trọng	-	19,000	-	18.8	7.16	6.00	1.13	0.99	3.13	5.00
VCB	93,000	Mua vào	-	112,900	-	21.4	14.7	13.2	2.63	2.04	0	0.86
VIB	18,800	Tăng tỷ trọng	-	22,100	-	17.6	7.79	6.29	1.32	1.15	4.26	4.26
VPB	19,200	Mua vào	-	23,000	-	19.8	9.55	7.91	1.06	0.98	5.21	5.21

Giá cổ phiếu tại ngày 3/12/2024.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Nhiều thách thức hơn dự kiến

Bước vào năm 2024 với kỳ vọng phục hồi, tuy nhiên ngành ngân hàng đã phải đối mặt với nhiều thách thức đáng kể. Nền kinh tế và thị trường BĐS phục hồi chậm và không đồng đều đã gây sức ép lên chất lượng tài sản, trong khi tỷ lệ NIM chịu ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu tín dụng thấp và cạnh tranh gay gắt. HĐKD của các NHTM cũng chịu thêm áp lực từ những biến động về tỷ giá & thị trường liên ngân hàng. Tuy nhiên, các NHTM đã hỗ trợ nền kinh tế thông qua duy trì mật bằng lãi suất thấp và tăng trưởng tín dụng vừa phải. Tuy nhiên, tổng thu nhập hoạt động kém tích cực đã làm giảm dự địa trích lập dự phòng, từ đó khiến nợ xấu nội bảng tăng lên. Chất lượng tài sản vẫn cải thiện chậm trong khi tăng trưởng lợi nhuận không đạt dự báo.

## Tổng kết từ đầu năm 2024 đến hiện tại

Bước vào năm 2024 với kỳ vọng phục hồi nhờ các xu hướng kinh tế vĩ mô nhưng ngành Ngân hàng đã phải đối mặt với những thách thức đáng kể. Nền kinh tế và thị trường BĐS phục hồi chậm và không đồng đều ở từng khu vực và phân khúc, từ đó gây sức ép lên chất lượng tài sản. Nhu cầu tín dụng thấp và cạnh tranh gay gắt đã gây sức ép lên tỷ lệ NIM trong khi hoạt động bancassurance vẫn chưa hồi phục. Ngoài ra, HĐKD của các NHTM cũng chịu thêm áp lực từ những biến động về tỷ giá & thị trường liên ngân hàng.

Mặc dù đối mặt với nhiều khó khăn, ngành ngân hàng vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ nền kinh tế với việc duy trì tăng trưởng tín dụng vừa phải và mật bằng lãi suất thấp hơn. Tuy nhiên, tổng thu nhập hoạt động kém tích cực đã làm hạn chế dự địa để trích lập dự phòng, từ đó làm tăng nợ xấu nội bảng. Chất lượng tài sản cải thiện chậm trong khi tăng trưởng lợi nhuận không đạt dự báo.

**Bảng 1: Dự báo của HSC cho năm 2024**

HSC dự báo lợi nhuận thuần của 14 NHTM chúng tôi khuyến nghị sẽ tăng trưởng 14,4% trong năm 2024

	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới nhất	9T2024
Tăng trưởng tín dụng, ngành Ngân hàng	14-15%	14-15%	9.0%
<b>Tăng trưởng tín dụng, nhóm các NHTM HSC khuyến nghị</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>11.3%</b>
<b>Tỷ lệ NIM</b>	<b>3.71%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.58%</b>
Thay đổi	+9 điểm cơ bản so với cùng kỳ	-1 điểm cơ bản so với cùng kỳ	-3 điểm cơ bản so với đầu năm
<b>Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm VAMC)</b>	<b>1.69%</b>	<b>1.85%</b>	<b>2.01%</b>
Thay đổi	-9 điểm cơ bản so với cùng kỳ	+7 điểm cơ bản so với cùng kỳ	+2 điểm cơ bản so với đầu năm
Thu nhập lãi thuần	17.8%	14.1%	14.4%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6.3%	0.1%	3.7%
Tổng thu nhập HĐ	15.3%	11.8%	11.8%
Chi phí HĐ	10.9%	8.9%	7.8%
Chi phí dự phòng	17.1%	9.2%	9.9%
LNTT	17.8%	15.1%	15.5%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>17.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.1%</b>

*Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC*

## Tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong giai đoạn cuối năm

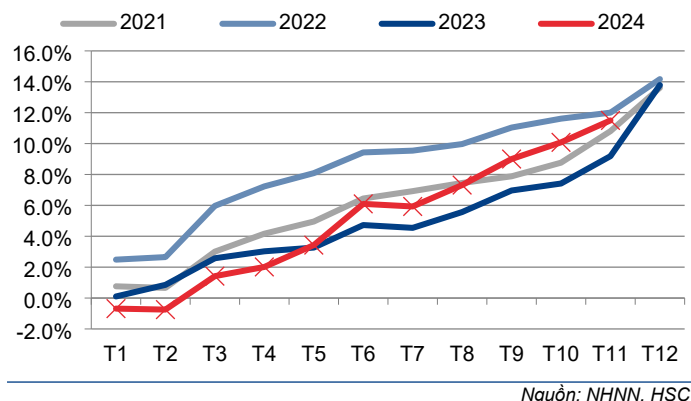
- Tín dụng tăng trưởng kém tích cực trong 2 tháng đầu năm nhưng bắt đầu tăng tốc từ tháng 3/2024, và vượt mức tăng trưởng cùng kỳ năm 2023 vào tháng 5/2024. Tính đến cuối tháng 10/2024, tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm đạt 11,5%, vượt trội so với cùng kỳ năm 2021 và 2023 nhưng thấp hơn một chút so với năm 2022.
- Nhu cầu ở phân khúc khách hàng cá nhân nhìn chung vẫn thấp, mặc dù đã hồi phục so với quý liền trước kể từ Q2/2024. Hầu hết các NHTM đã (tạm thời) chuyển dịch trọng tâm sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp, bao gồm khách hàng doanh nghiệp lớn và DNNVV. Những phân khúc này được đánh giá là có sức khỏe tài chính & nhu cầu hồi phục tốt hơn.

### Tỷ lệ NIM: Cạnh tranh gay gắt gây sức ép lên tỷ lệ NIM

- Lãi suất tiền gửi chạm đáy vào Q1/2024 sau đó hồi phục nhẹ trong Q2/2024, bắt đầu với các kỳ hạn ngắn. Trong giai đoạn từ tháng 2/2023 đến tháng 4/2024, lãi suất tiền gửi có xu hướng giảm do chính sách nới lỏng tiền tệ. Tuy nhiên, áp lực trên thị trường ngoại hối đã khiến NHNN phải duy trì lãi suất liên ngân hàng ở mức cao, từ đó làm tăng lãi suất tiền gửi kỳ hạn ngắn, kéo theo tăng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng sau đó. Đợt tăng đầu tiên của lãi suất tiền gửi diễn ra vào Q2/2024, trong khi sóng tăng thứ 2 đang diễn ra cũng với nguyên nhân tương tự. Mặc dù các NHTM có vốn nhà nước vẫn duy trì lãi suất niêm yết ở mức thấp, nhưng đã cho phép các giám đốc chi nhánh linh hoạt đưa ra mức lãi suất cao hơn cho các khoản tiền gửi lớn.
- Chi phí huy động: Chi phí huy động nhiều khả năng đã chạm đáy vào Q3/2024, do có độ trễ so với xu hướng giảm của lãi suất tiền gửi vào đầu năm nay. Chi phí huy động được dự báo sẽ tăng nhẹ kể từ Q4/2024.
- Tỷ lệ NIM: Trong khi chi phí huy động thuận lợi, tỷ lệ NIM vẫn không tăng lên do 3 nguyên nhân chính bao gồm: 1) nhu cầu thấp ở phân khúc khách hàng cá nhân, thường có lợi suất cao hơn; 2) cạnh tranh lãi suất gay gắt ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp, phân khúc mà các NHTM ngày càng tập trung; 3) các chính sách của NHNN đã làm gia tăng cạnh tranh với việc nới lỏng các quy định về cho vay tái tài trợ và sử dụng các NHTM có vốn nhà nước để giảm mật bảng lãi suất.

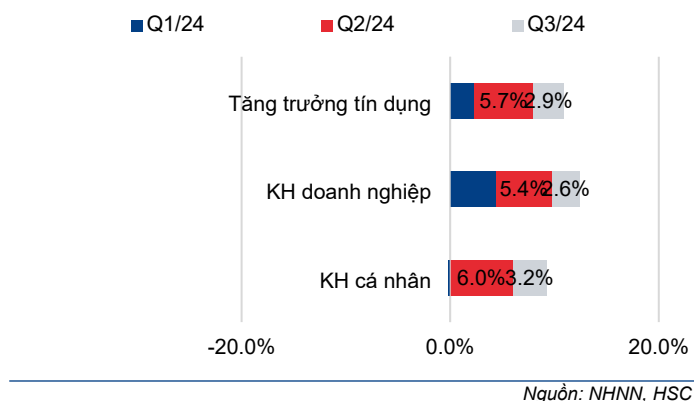
**Biểu đồ 2: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, hệ thống ngân hàng**

Tăng trưởng tín dụng có xu hướng tích cực & đồng đều hơn so với xu hướng năm 2023



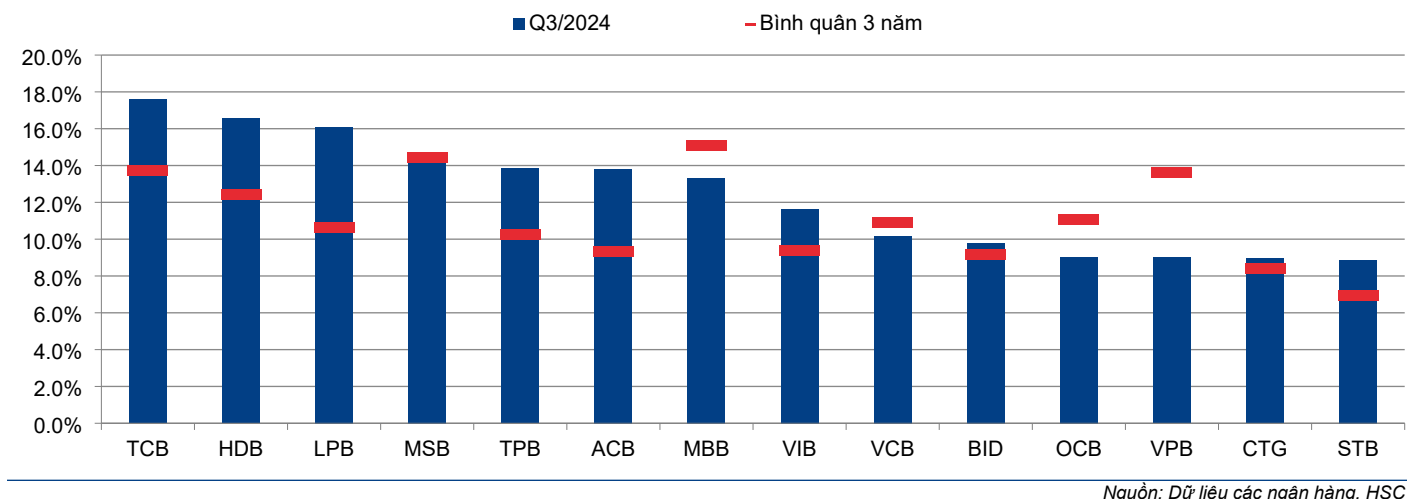
**Biểu đồ 3: Tăng trưởng so với quý trước theo phân khúc khách hàng, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

Phân khúc KH cá nhân đã phục hồi từ Q2/2024 như dự báo



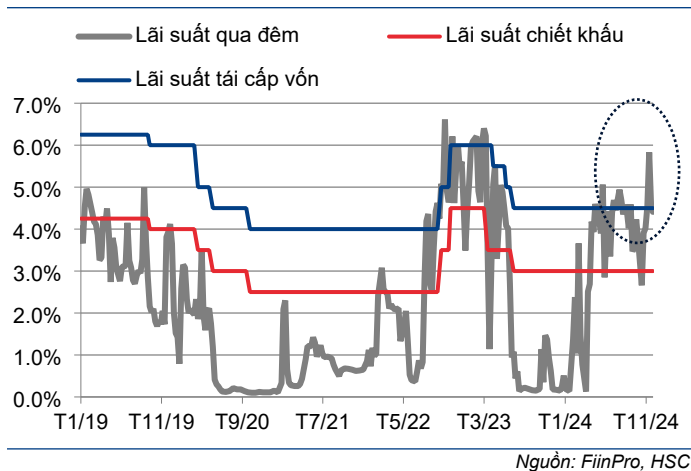
**Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, 14 NHMT HSC khuyến nghị**

Tăng trưởng tín dụng tại phần lớn các ngân hàng đều cao hơn so với bình quân 3 năm qua



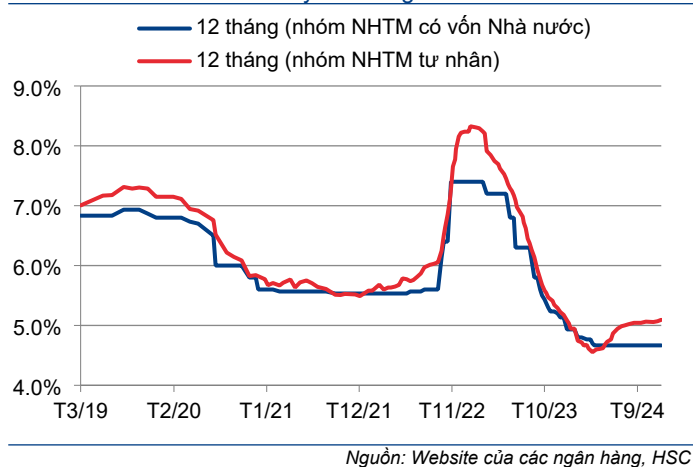
**Biểu đồ 5: Lãi suất điều hành & lãi suất LNH**

Lãi suất LNH tăng mạnh kể từ Q2/2024 trong bối cảnh thanh khoản bị thắt chặt



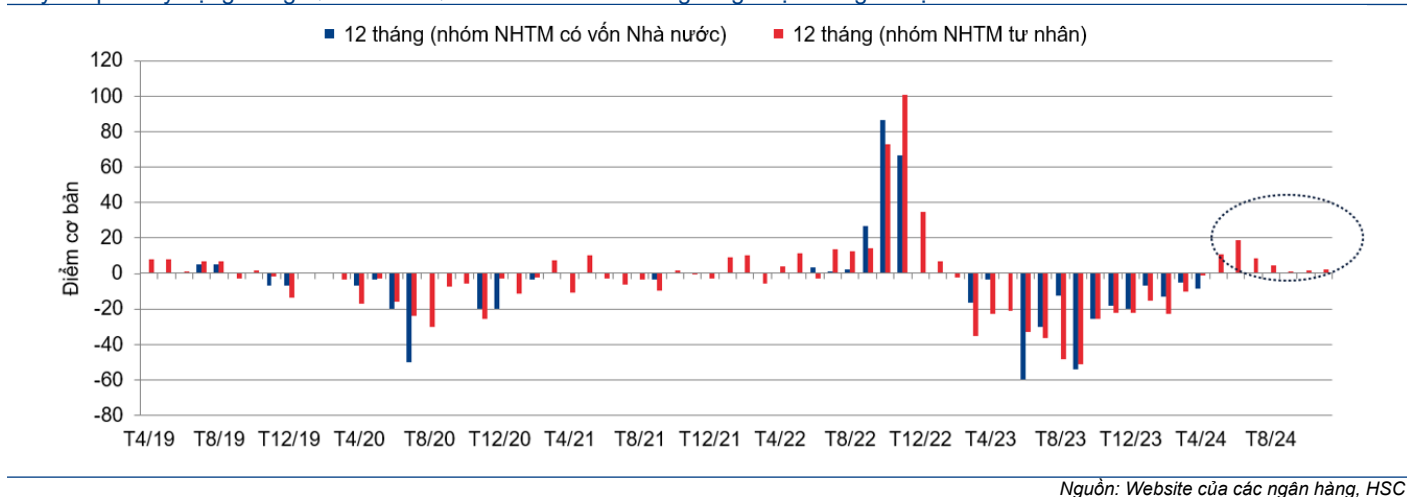
**Biểu đồ 6: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng**

Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của nhóm NHTM tư nhân đã chạm đáy kể từ tháng 3/2024, trong khi lãi suất tại các NHTM có vốn Nhà nước duy trì không đổi



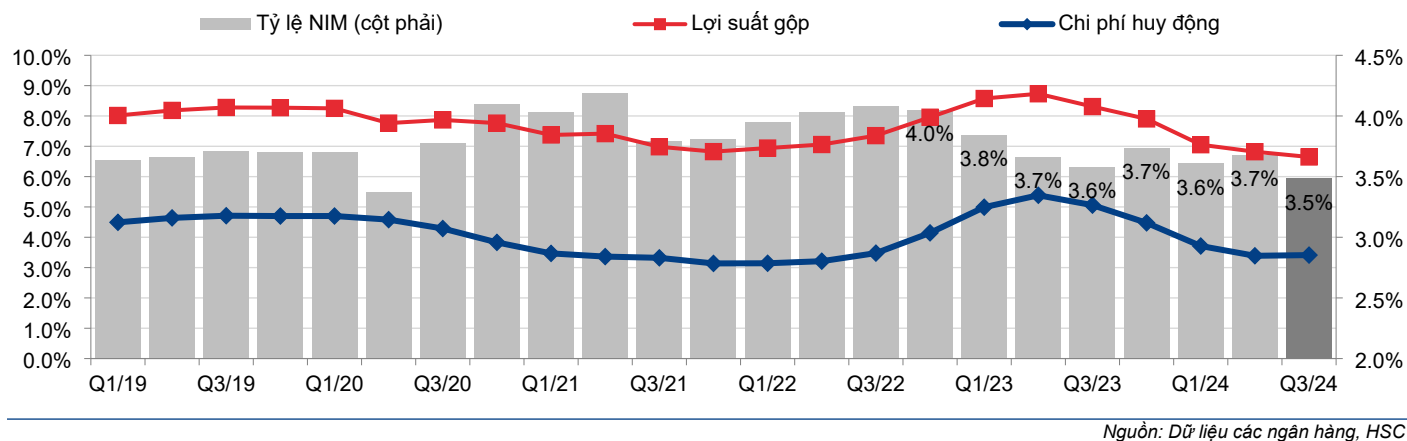
**Biểu đồ 7: Thay đổi so với tháng trước của lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng**

Lãi suất tiền gửi tăng đáng kể trong giai đoạn từ tháng 5 – tháng 7, sau đó phần lớn duy trì ổn định từ tháng 8 – tháng 10, từ đó cho thấy chi phí huy động trong Q4/2024 & Q1/2025 sẽ có xu hướng tăng nhẹ nhưng ổn định



**Biểu đồ 8: Diễn biến tỷ lệ NIM, nhóm các NHTM HSC khuyến nghị**

Tỷ lệ NIM phải chịu với áp lực kéo dài trong năm 2024



**Biểu đồ 9: So sánh tỷ lệ NIM, lợi suất gộp & chi phí huy động trong Q3/2024, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

So với cùng kỳ, tỷ lệ NIM của MSB, VIB và MBB bị ảnh hưởng nhiều nhất

	Tỷ lệ NIM	% so với quý trước	% so với cùng kỳ	Lợi suất gộp	% so với quý trước	% so với cùng kỳ	Chi phí huy động	% so với quý trước	% so với cùng kỳ
HDB	5,7%	-11bps	107bps	10,5%	-29bps	-220bps	4,6%	-16bps	-308bps
VPB	6,0%	-33bps	97bps	9,7%	-40bps	-132bps	4,3%	-6bps	-239bps
STB	3,7%	5bps	49bps	7,3%	-11bps	-176bps	3,9%	-16bps	-246bps
LPB	3,4%	-5bps	36bps	7,7%	-7bps	-175bps	4,7%	-6bps	-217bps
CTG	2,9%	-6bps	1bps	5,8%	-7bps	-150bps	3,1%	0bps	-159bps
TCB	4,4%	-37bps	-1bps	7,5%	-25bps	-134bps	3,3%	12bps	-145bps
<b>Tổng</b>	<b>3,5%</b>	<b>-20bps</b>	<b>-8bps</b>	<b>6,6%</b>	<b>-17bps</b>	<b>-163bps</b>	<b>3,4%</b>	<b>2bps</b>	<b>-165bps</b>
TPB	3,7%	-27bps	-14bps	7,4%	-27bps	-158bps	3,8%	3bps	-136bps
VCB	2,9%	-21bps	-18bps	4,9%	-16bps	-152bps	2,3%	5bps	-141bps
OCB	3,4%	-9bps	-31bps	7,2%	-18bps	-208bps	4,3%	-13bps	-196bps
ACB	3,6%	-25bps	-35bps	6,8%	0bps	-154bps	3,6%	29bps	-135bps
BID	2,3%	-26bps	-37bps	5,7%	-20bps	-175bps	3,5%	4bps	-151bps
MBB	4,2%	-34bps	-78bps	7,1%	-29bps	-178bps	3,3%	3bps	-118bps
VIB	3,8%	-4bps	-91bps	7,5%	6bps	-194bps	4,1%	11bps	-109bps
MSB	3,3%	-8bps	-96bps	6,4%	-5bps	-224bps	3,4%	6bps	-135bps

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Chất lượng tài sản:**

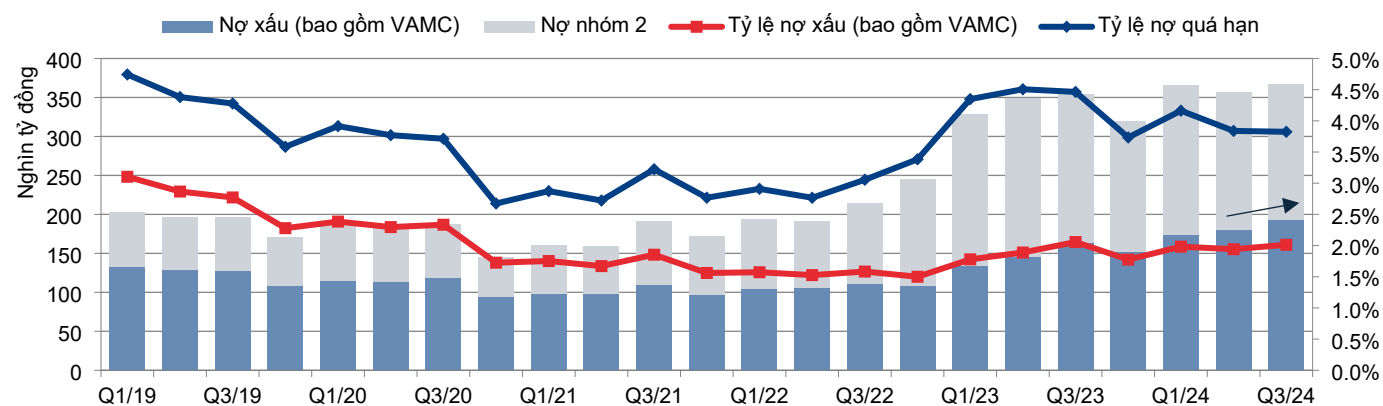
- Nợ xấu mới hình thành: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành theo quý có xu hướng giảm kể từ mức đỉnh trong Q1/2023, sau cuộc khủng hoảng TPDN & ngành ngân hàng vào cuối năm 2022. Tuy nhiên, nếu nhìn vào giai đoạn ngắn hơn gần đây sẽ nhận thấy tỷ lệ này đang tăng lên từ mức đáy vào Q4/2023. Mặc dù có sự cải thiện so với mức đỉnh, tỷ lệ này hiện vẫn cao hơn đáng kể so với thời điểm từ năm 2021 trở về trước.
- Tỷ lệ nợ xấu đi ngang ở mức khoảng 2% trong quý thứ 6 liên tiếp cho thấy những nỗ lực trích lập dự phòng chưa đủ. Điều này sẽ làm gia tăng sức ép lên lợi nhuận trong tương lai do gánh nặng xử lý nợ xấu của các NHTM sẽ ngày càng gia tăng.

**Lợi nhuận:**

- Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động khiêm tốn: Tỷ lệ NIM thấp và hoạt động bancassurance hồi phục chậm khiến tổng thu nhập hoạt động chỉ hồi phục khiêm tốn, chủ yếu nhờ tăng trưởng bảng CĐKT.
- Lợi nhuận thuần tăng trưởng vừa phải: Mặc dù phải đối mặt với nhiều thách thức nhưng các biện pháp thắt chặt chi phí hoạt động và chi phí dự phòng đã hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng khoảng 15%.
- Kết quả phân hóa: Tăng trưởng lợi nhuận giữa các NHTM có sự chênh lệch dựa trên tình hình của từng ngân hàng. NHTM có mức nền thấp (hệ số ROE thấp trong năm trước) tăng trưởng mạnh hơn so với các NHTM có hệ số ROE cao do chênh lệch về mức nền so sánh.

**Biểu đồ 10: Nợ xấu (bao gồm VAMC) & nợ nhóm 2, nhóm các NHTM HSC khuyến nghị**

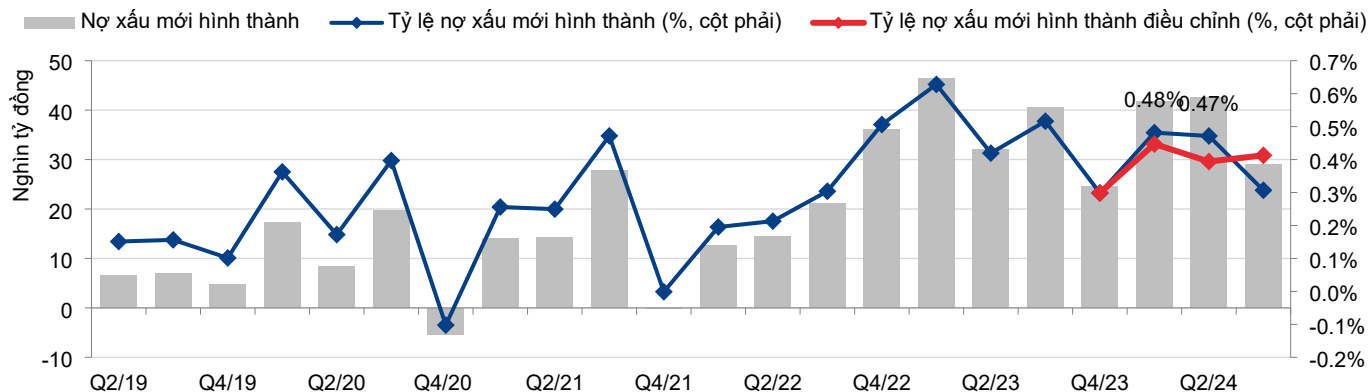
Tỷ lệ nợ xấu vẫn duy trì ở mức cao, khoảng 2%



Ghi chú: HSC đưa trái phiếu VAMC ròng vào phần nợ xấu  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 11: Nợ xấu mới hình thành (bao gồm VAMC), nhóm các NHTM HSC khuyến nghị**

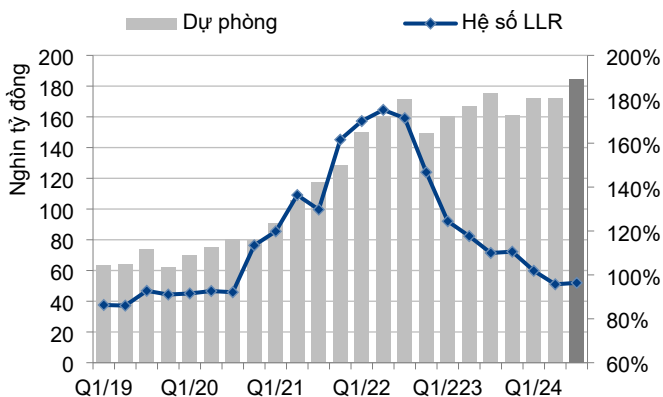
Nợ xấu mới hình thành chưa thể hiện xu hướng giảm rõ ràng



Ghi chú: Nợ xấu mới hình thành đo lường các khoản nợ xấu mới phát sinh (trước khi xóa nợ) mỗi quý. Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành điều chỉnh cho 2 trường hợp phân loại lại nợ xấu thành nợ nhóm 1  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 12: Bộ đệm dự phòng, tổng hợp các NHTM HSC khuyến nghị**

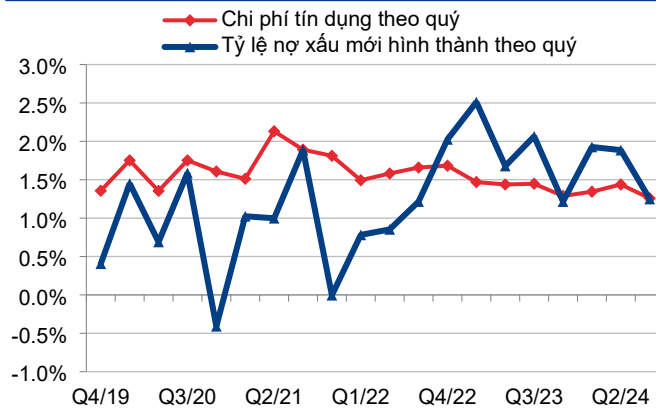
Hệ số LLR giảm còn 96%, các ngân hàng đã sử dụng hết bộ đệm dự phòng bổ sung tích lũy trong năm 2021-2022



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 13: Chi phí tín dụng & nợ xấu mới hình thành, tổng hợp các NHTM HSC khuyến nghị**

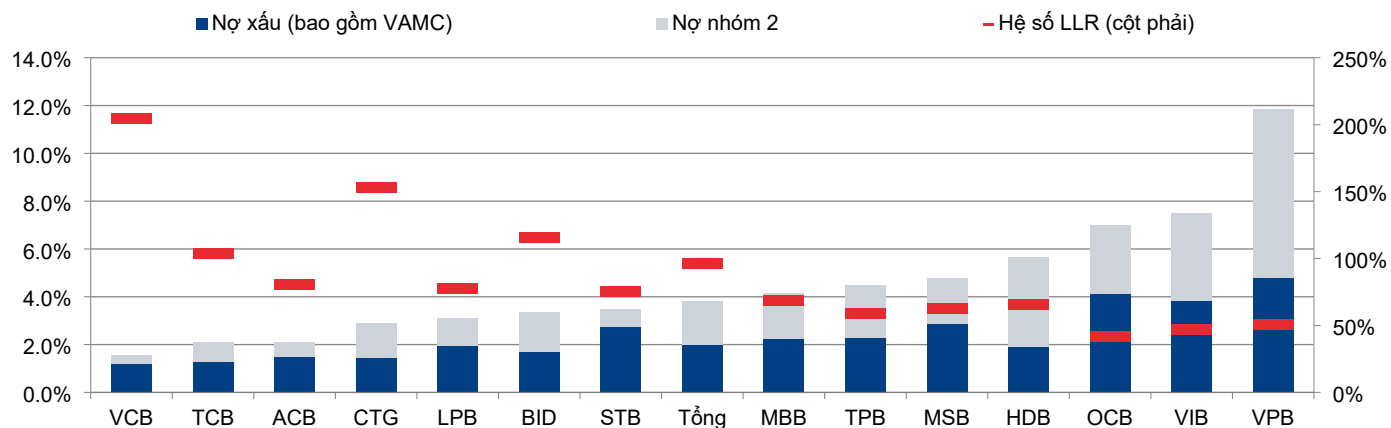
Chi phí tín dụng thấp hơn so với nợ xấu mới hình thành kể từ Q4/2022, gây áp lực lên chi phí tín dụng trong tương lai



Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC ròng vào phần nợ xấu  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 14: So sánh chất lượng tài sản trong Q3/2024, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

VCB, ACB, CTG và TCB hiện dẫn đầu về chất lượng tài sản



Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC ròng vào phần nợ xấu  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 15: Các chỉ số HĐ quan trọng trong Q3/2024**

“Càng xanh càng tốt”

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	MSB	OCB	STB	TCB	TPB	VCB	VIB	VPB
<b>Hệ số CAR (6T24)</b>	11,8%	9,5%	9,5%	13,9%	12,2%	11,1%	12,1%	13,8%	9,0%	14,5%	13,2%	12,0%	11,8%	15,6%
<b>Nợ xấu</b>	1,5%	1,7%	1,4%	1,9%	2,0%	2,2%	2,9%	4,1%	2,7%	1,3%	2,3%	1,2%	3,9%	4,8%
<b>Nợ nhóm 2</b>	0,6%	1,7%	1,4%	3,7%	1,2%	1,9%	1,9%	2,9%	0,7%	0,8%	2,2%	0,3%	3,6%	7,1%
<b>Hệ số LLR</b>	80,5%	115,7%	153,0%	65,9%	77,5%	68,8%	62,9%	41,5%	75,0%	103,5%	58,8%	204,6%	47,1%	50,7%
<b>Tỷ trọng cho vay ngành BĐS &amp; xây dựng (6T24)</b>	6,3%	7,9%	9,7%	26,3%	19,6%	11,8%	18,7%	18,7%	11,7%	38,8%	17,7%	10,3%	3,1%	28,5%
<b>Hệ số CIR</b>	36,1%	36,5%	27,8%	34,6%	30,3%	29,6%	39,7%	40,1%	45,4%	29,2%	35,7%	34,5%	36,1%	24,9%
<b>Tỷ lệ NIM - đã điều chỉnh rủi ro</b>	3,4%	1,4%	0,6%	4,6%	2,6%	3,3%	2,0%	1,0%	2,8%	3,7%	2,2%	2,8%	2,2%	2,1%
<b>ROA 12 tháng</b>	2,2%	1,0%	1,0%	2,1%	2,3%	2,2%	1,5%	1,2%	1,3%	2,5%	1,3%	1,9%	1,7%	1,6%
<b>ROE 12 tháng</b>	21,7%	17,8%	16,2%	25,7%	25,9%	20,7%	13,2%	10,3%	18,0%	16,4%	14,0%	19,5%	18,6%	9,4%
<b>Tăng trưởng EPS năm 2024</b>	4,1%	18,1%	13,2%	31,0%	52,2%	5,5%	7,6%	-8,4%	11,0%	26,5%	32,2%	6,6%	-16,6%	40,2%
<b>Tăng trưởng tín dụng năm 2024</b>	18,1%	12,0%	14,0%	24,5%	17,0%	20,1%	18,0%	14,4%	14,0%	20,5%	15,4%	14,4%	17,9%	17,7%

Ghi chú: Tăng trưởng EPS & tăng trưởng tín dụng là dự báo năm 2024 của chúng tôi; hệ số CAR & tỷ lệ cho vay BĐS là số liệu Q2/2024; các chỉ số còn lại là số liệu Q3/2024  
 Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC rỗng vào phần nợ xấu  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

## Năm 2025-2026: Lợi nhuận được dự báo tăng trưởng hai chữ số

Năm 2025, nền kinh tế và thị trường BĐS được dự báo sẽ phục hồi vừa phải, với triển vọng mạnh mẽ hơn từ nửa cuối năm. Theo dự báo mới, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 14,4%, 16,5% và 19,6% trong giai đoạn 2024-2026 dựa trên quan điểm thận trọng hơn so với dự báo trước đó. Những động lực chính bao gồm: tăng trưởng tín dụng cải thiện, NIM hồi phục nhẹ, tuy nhiên áp lực chi phí dự phòng vẫn ở mức cao.

Sau khi phân tích xu hướng chính và môi trường hoạt động của ngành, cùng với KQKD Q3/2024 của các NHTM trong danh sách khuyến nghị, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 cho 14 NHTM. Những dự báo chính về ngành và từng ngân hàng được tóm tắt bên dưới.

Theo dự báo mới, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 14,4%, 16,5% và 19,6% trong giai đoạn 2024-2026 dựa trên quan điểm thận trọng hơn so với dự báo trước đó.

- Tăng trưởng tín dụng:** HSC dự báo tín dụng tăng trưởng lần lượt 15,4% và 14,8% trong năm 2025-2026, dựa trên dự phóng tăng trưởng GDP lần lượt 6,7% và 5,8% trong giai đoạn này. Trong năm 2025, động lực tăng trưởng được kỳ vọng sẽ tương đối cân bằng, trong đó phân khúc khách hàng doanh nghiệp được hỗ trợ nhờ việc đẩy mạnh các dự án đầu tư công cùng những tác động lan tỏa, trong khi tăng trưởng phân khúc khách hàng cá nhân chủ yếu sẽ đến từ cho vay mua nhà.
- Tỷ lệ NIM:** Tỷ lệ NIM được dự báo cải thiện nhẹ 10 điểm cơ bản trong năm 2025 do nhu cầu tín dụng cải thiện giảm thiểu áp lực từ chi phí huy động tăng lên. Trong năm 2026, tỷ lệ NIM được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện 18 điểm cơ bản nhờ phân khúc khách hàng cá nhân hồi phục mạnh hơn.

Trong năm 2025, nền kinh tế và thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ phục hồi vừa phải. Tuy nhiên, cạnh tranh gay gắt giữa các NHTM, đặc biệt là nửa đầu năm 2025, nhiều khả năng sẽ hạn chế khả năng chuyển phần tăng lên của chi phí huy động sang cho khách hàng đi vay. Điều này sẽ gây sức ép lên tỷ lệ NIM, trong đó các NHTM quy mô nhỏ sẽ chịu tác động nhiều hơn do năng lực huy động vốn tiền gửi kém hơn và phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn liên ngân hàng.

Cho đến 6 tháng cuối năm 2025, trên cơ sở nền kinh tế Việt Nam hồi phục mạnh mẽ hơn, tình hình toàn cầu ổn định trở lại và khả năng Fed cắt giảm lãi suất điều hành được dự báo sẽ là động lực giúp tỷ lệ NIM hồi phục nhẹ.

- Lãi thuần HĐ dịch vụ:** Sau 2 năm không ghi nhận tăng trưởng, chúng tôi dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ sẽ tăng trưởng vừa phải lần lượt 15% và 16,4% trong năm 2025-2026. Hoa hồng bancassurance được dự báo sẽ hồi phục từ mức nền thấp.

### Bảng 16: Những giả định & dự báo quan trọng, tổng hợp các NHTM HSC khuyến nghị

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần toàn ngành sẽ tăng trưởng lần lượt là 14,4%/16,5%/19,6% trong giai đoạn 2024-2026

	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Lợi nhuận (tăng trưởng)</b>				
Thu nhập lãi thuần	4.5%	14.1%	16.4%	18.0%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.1%	0.1%	15.0%	16.4%
Tổng thu nhập HĐ	3.9%	11.8%	15.2%	17.4%
Chi phí HĐ	5.2%	8.9%	12.7%	17.5%
Chi phí dự phòng	0.1%	9.2%	16.3%	12.7%
LNTT	4.7%	15.1%	16.7%	19.6%
Lợi nhuận thuần	5.1%	14.4%	16.5%	19.6%
<b>Những tỷ lệ quan trọng</b>				
Tăng trưởng tín dụng	17.5%	15.7%	15.4%	14.8%
Tăng trưởng tiền gửi	18.5%	11.6%	15.4%	15.4%
Tỷ lệ NIM	3.62%	3.60%	3.70%	3.83%
Hệ số CIR	33.3%	32.5%	31.7%	31.6%
Nợ xấu mới hình thành	1.69%	1.50%	1.17%	1.17%
Nợ xấu cuối năm (gồm VAMC)	1.77%	1.85%	1.67%	1.56%

Hệ số LLR	111%	94%	97%	98%
Chi phí tín dụng	1.39%	1.29%	1.30%	1.27%
ROA	1.58%	1.60%	1.65%	1.73%
ROE	18.21%	17.60%	17.44%	17.69%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

- **Chi phí hoạt động:** HSC dự báo các NHTM sẽ tiếp tục kiểm soát chi phí hoạt động mặc dù không chặt chẽ như trong năm 2023-2024.
- **Chi phí dự phòng và chi phí tín dụng:** HSC dự báo chi phí dự phòng tăng 16,3% trong năm 2023, trong khi chi phí tín dụng giữ nguyên ở mức 1,3%, tương đương năm 2024.

**Bảng 17: Tăng trưởng lợi nhuận thuần, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng ở mức cao hai chữ số trong năm 2025-2026; tuy nhiên, đà tăng trưởng này dường như đang ổn định hơn so với mức tăng trưởng mạnh mẽ trong thập kỷ trước

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2013-23 CAGR	2023-26 CAGR	2013-26 CAGR
ACB	27.8%	25.0%	42.5%	17.2%	4.1%	10.8%	18.9%	34.5%	11.1%	28.7%
BID	-16.4%	51.1%	72.1%	18.2%	11.8%	21.0%	22.1%	18.2%	18.2%	18.2%
CTG	44.6%	3.0%	19.1%	18.6%	12.6%	26.9%	23.2%	13.1%	20.8%	14.9%
HDB	17.9%	42.5%	28.0%	30.0%	31.8%	19.4%	15.8%	46.7%	22.2%	40.7%
LPB	16.3%	58.8%	52.5%	23.5%	52.3%	-9.4%	23.2%	25.7%	19.3%	24.2%
MBB	5.6%	53.7%	37.7%	18.3%	6.3%	5.5%	12.4%	24.7%	8.0%	20.6%
MSB	92.7%	100.6%	14.4%	0.6%	8.0%	0.0%	10.1%	30.3%	5.9%	24.2%
OCB	36.9%	24.6%	-20.3%	-5.9%	-8.4%	18.2%	21.0%	29.9%	9.4%	24.9%
STB	9.3%	27.2%	47.8%	53.1%	10.8%	33.2%	26.8%	13.9%	23.2%	16.0%
TCB	22.4%	46.5%	11.6%	-10.7%	26.5%	17.9%	19.4%	39.2%	21.2%	34.8%
TPB	13.5%	37.7%	29.6%	-28.7%	32.4%	21.9%	20.9%	27.9%	24.9%	27.2%
VCB	-0.3%	18.8%	36.4%	10.5%	7.1%	16.6%	13.5%	22.5%	12.3%	20.0%
VIB	42.1%	38.1%	32.1%	1.1%	-16.4%	23.9%	25.2%	67.2%	9.0%	51.5%
VPB	26.1%	12.6%	55.0%	-45.1%	52.4%	16.5%	30.3%	25.6%	32.3%	27.1%
<b>Tổng</b>	<b>16.4%</b>	<b>30.4%</b>	<b>33.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>14.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>19.6%</b>	<b>23.2%</b>	<b>16.8%</b>	<b>21.7%</b>
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước	7.7%	19.1%	39.2%	14.8%	9.9%	20.7%	18.9%	18.0%	16.4%	17.7%
Bình quân nhóm NHTM tư nhân	22.8%	37.6%	30.3%	-0.6%	17.5%	13.9%	20.1%	28.8%	17.1%	26.0%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 18: Tăng trưởng tín dụng, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

HSC dự báo tăng trưởng tín dụng lần lượt ở mức 15,4% &amp; 14,8% trong năm 2025-2026, tương ứng với dự báo tăng trưởng GDP của chúng tôi là 6,7% &amp; 5,8% trong cùng kỳ

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	21.5%	16.2%	16.6%	15.9%	16.2%	14.3%	17.9%	18.1%	16.2%	15.1%
BID	19.3%	12.8%	12.6%	8.1%	11.1%	12.1%	16.3%	12.0%	12.0%	11.0%
CTG	13.3%	7.4%	7.1%	6.4%	11.1%	12.1%	15.5%	14.0%	12.0%	12.0%
HDB	22.7%	17.8%	18.0%	23.0%	13.4%	25.6%	31.8%	24.5%	24.5%	24.5%
LPB	26.3%	18.5%	18.2%	25.7%	18.1%	12.7%	17.0%	17.0%	16.0%	16.0%
MBB	20.9%	17.5%	18.8%	22.9%	24.5%	24.8%	28.0%	20.1%	19.5%	19.4%
MSB	2.2%	30.3%	23.2%	25.1%	23.1%	17.8%	22.3%	18.0%	18.0%	18.0%
OCB	25.0%	19.1%	25.5%	24.4%	14.8%	18.5%	22.5%	14.4%	16.0%	16.0%
STB	12.6%	14.1%	15.4%	14.9%	14.0%	13.1%	10.1%	14.0%	13.0%	13.0%
TCB	16.3%	20.3%	19.0%	24.0%	26.5%	12.5%	21.6%	20.5%	17.4%	15.0%
TPB	22.7%	18.0%	22.1%	30.7%	21.7%	14.3%	19.1%	15.4%	15.4%	14.5%
VCB	17.2%	14.6%	16.0%	14.0%	15.1%	18.8%	10.7%	14.4%	14.9%	13.9%
VIB	27.0%	17.6%	31.3%	29.5%	19.2%	14.5%	14.2%	17.9%	16.0%	16.0%
VPB	24.0%	17.5%	17.6%	19.0%	18.9%	22.9%	25.1%	17.7%	22.9%	20.7%
<b>Tổng</b>	<b>17.8%</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.4%</b>	<b>14.8%</b>
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước	16.5%	11.3%	11.5%	9.1%	12.2%	14.0%	14.4%	13.3%	12.8%	12.2%
Bình quân nhóm NHTM tư nhân	19.8%	17.7%	19.0%	21.6%	19.3%	17.5%	21.0%	18.4%	18.2%	17.5%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 19: Tỷ lệ NIM, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

Tỷ lệ NIM được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ 10 điểm cơ bản trong năm 2025, cân bằng giữa nhu cầu tín dụng & chi phí huy động dự kiến đều sẽ tăng

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	3.53%	3.67%	3.61%	3.66%	4.02%	4.26%	3.87%	3.77%	3.75%	3.92%
BID	2.97%	2.93%	2.82%	2.60%	3.01%	3.07%	2.67%	2.52%	2.70%	2.87%
CTG	2.81%	2.08%	2.91%	2.94%	3.10%	3.03%	2.91%	2.99%	3.04%	3.10%
HDB	4.08%	4.04%	4.61%	4.63%	4.44%	5.14%	5.13%	5.62%	5.44%	5.30%
LPB	3.89%	3.30%	3.44%	3.17%	3.53%	3.96%	3.23%	3.64%	3.46%	3.72%
MBB	4.31%	4.69%	4.96%	4.73%	5.04%	5.66%	4.79%	4.14%	4.33%	4.51%
MSB	2.12%	2.96%	2.52%	3.39%	3.66%	4.36%	4.10%	3.46%	3.59%	3.68%
OCB	3.47%	3.98%	3.98%	3.93%	3.69%	4.04%	3.33%	3.40%	3.47%	3.54%
STB	1.84%	2.37%	2.52%	2.79%	2.63%	3.36%	3.77%	3.76%	3.84%	3.90%
TCB	3.81%	4.22%	4.42%	4.98%	5.80%	5.37%	4.14%	4.57%	4.66%	4.89%
TPB	3.00%	3.80%	4.31%	4.49%	4.57%	4.20%	4.06%	3.94%	4.01%	4.13%
VCB	2.62%	2.90%	3.16%	3.00%	3.22%	3.51%	3.13%	3.05%	3.18%	3.26%
VIB	3.21%	3.85%	4.21%	4.51%	4.82%	5.00%	4.82%	4.02%	4.14%	4.23%
VPB	8.80%	8.84%	9.42%	8.79%	7.77%	7.70%	5.73%	5.97%	5.92%	6.03%
<b>Tổng</b>	<b>3.30%</b>	<b>3.33%</b>	<b>3.64%</b>	<b>3.63%</b>	<b>3.86%</b>	<b>4.05%</b>	<b>3.62%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.70%</b>	<b>3.83%</b>
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước	2.81%	2.64%	2.95%	2.83%	3.11%	3.19%	2.89%	2.83%	2.96%	3.06%
Bình quân nhóm NHTM tư nhân	4.03%	4.34%	4.57%	4.61%	4.72%	5.01%	4.40%	4.37%	4.41%	4.54%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 20: Nợ xấu mới hình thành, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

HSC dự báo nợ xấu mới hình thành sẽ ổn định trong năm 2025-2026 sau hai năm duy trì ở mức cao

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ACB	0.79%	0.22%	0.02%	0.29%	0.38%	0.31%	0.85%	0.59%	0.43%	0.35%
BID	1.10%	2.27%	2.01%	1.54%	0.85%	1.27%	1.25%	1.73%	0.91%	0.98%
CTG	1.16%	0.83%	1.09%	0.53%	0.93%	1.70%	1.87%	1.73%	1.36%	1.29%
HDB	0.90%	0.48%	0.66%	0.98%	1.35%	1.29%	1.48%	1.68%	1.03%	1.11%
LPB	0.19%	0.81%	0.39%	0.37%	0.36%	0.84%	1.63%	1.11%	1.21%	1.29%
MBB	0.73%	1.22%	1.99%	1.78%	1.00%	1.34%	1.86%	1.89%	1.66%	1.50%
MSB	0.56%	2.23%	0.74%	1.00%	1.55%	0.87%	1.96%	1.61%	1.52%	1.52%
OCB	0.61%	1.70%	1.12%	1.51%	0.69%	1.60%	3.34%	0.40%	0.95%	1.20%
STB	-1.50%	-1.94%	0.16%	0.06%	0.06%	0.07%	1.46%	0.38%	0.50%	0.72%
TCB	1.30%	1.73%	0.23%	0.57%	0.47%	0.34%	1.09%	0.81%	0.80%	0.76%
TPB	0.61%	0.32%	1.00%	1.06%	1.88%	1.42%	2.85%	1.74%	1.48%	1.38%
VCB	1.01%	0.65%	0.50%	0.32%	0.36%	0.46%	0.82%	0.74%	0.54%	0.47%
VIB	1.30%	2.24%	0.26%	0.53%	1.30%	0.71%	2.36%	2.14%	1.02%	0.99%
VPB	4.81%	5.52%	5.29%	5.26%	7.02%	6.28%	4.78%	3.77%	3.61%	3.52%
<b>Tổng</b>	<b>1.05%</b>	<b>1.29%</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.05%</b>	<b>1.02%</b>	<b>1.32%</b>	<b>1.69%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.17%</b>	<b>1.17%</b>
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước	1.10%	1.35%	1.31%	0.87%	0.74%	1.17%	1.33%	1.45%	0.95%	0.93%
Bình quân nhóm NHTM tư nhân	0.98%	1.20%	1.22%	1.29%	1.36%	1.48%	2.09%	1.56%	1.39%	1.39%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 21: Phân tích Dupont, tổng hợp các NHTM trong danh sách khuyến nghị của HSC**

Theo thời gian, chúng tôi nhận thấy ROE có xu hướng tăng nhờ hệ số ROA cải thiện trong khi các ngân hàng giảm dần đòn bẩy tài chính & củng cố bộ đệm nguồn vốn. Tuy nhiên, xu hướng này đã giảm dần trong năm 2023-2024. HSC dự báo một sự phục hồi trong năm 2025-2026 với hệ số ROA, ROE dự kiến sẽ tăng trở lại, lần lượt ở mức 1,7% & 18%.

% tài sản bình quân	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	3.0%	3.1%	3.4%	3.4%	3.6%	3.8%	3.4%	3.4%	3.5%	3.7%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
Thu nhập ngoài lãi khác	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
Chi phí HĐ	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
Chi phí dự phòng	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
Thuế & lợi ích của cổ đông thiểu số	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
<b>ROA</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.7%</b>
Tài sản / Vốn CSH (lần)	15.9	15.5	14.1	13.2	12.6	12.1	11.5	11.0	10.6	10.2
<b>ROE</b>	<b>15.2%</b>	<b>17.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.8%</b>	<b>19.4%</b>	<b>21.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.4%</b>	<b>17.7%</b>

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

## Định giá hợp lý với tiềm năng tăng giá bình quân 20%

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng tăng 21% kể từ đầu năm, vượt trội 10% so với chỉ số VNIndex. Sau khi điều chỉnh nhẹ gần đây, ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,18 lần (bình quân giản đơn), thấp hơn 0,64 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Theo dự báo mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,38 lần, trong đó NHTM có vốn nhà nước là 1,94 lần và NHTM tư nhân là 1,22 lần, với tiềm năng tăng giá khoảng 20% đối với những cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Dựa trên triển vọng tăng trưởng khởi sắc hơn (nhờ đẩy mạnh đầu tư công), khả năng huy động vốn tiền gửi mạnh mẽ (lợi thế về chi phí huy động) và chất lượng tài sản cũng như đệm dự phòng vững chắc, HSC tin rằng các NHTM có vốn nhà nước có tiềm năng vượt trội hơn. Trong số các NHTM tư nhân, HSC ưa thích cổ phiếu ACB (Mua vào, giá mục tiêu 34.700đ) nhờ đặc tính phòng thủ nhưng vẫn đem lại lợi nhuận tốt và TCB (Mua vào, giá mục tiêu 31.100đ) nhờ hưởng lợi đáng kể từ sự hồi phục của thị trường BĐS. Ngoài ra, MBB (Mua vào, giá mục tiêu 32.600đ) và STB (Mua vào, giá mục tiêu 41.000đ) nằm trong danh sách theo dõi do những rủi ro và động lực đặc thù cần thêm những dữ liệu trong thời gian tới trước khi ra quyết định.

## Định giá có vẻ tương đối rẻ đối với hầu hết các cổ phiếu

Kể từ đầu năm, giá cổ phiếu các NHTM trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi tăng 20,9%, vượt trội khoảng 10% so với chỉ số VNIndex và đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân là 1,18 lần, thấp hơn 0,64 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2020. Hầu hết các cổ phiếu có định giá tương đối rẻ so với bình quân quá khứ, trong đó những cổ phiếu rẻ nhất trên cơ sở này bất ngờ bao gồm VCB và BID.

Tuy nhiên, VCB và BID đang giao dịch với định giá cao hơn đáng kể so với bình quân ngành. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 105% kể từ đầu năm, LPB hiện là NHTM tư nhân có định giá đắt nhất. Chúng tôi cho rằng nền tảng cơ bản thay đổi không đủ để ngân hàng này có được mức định giá cao hiện tại.

### Bảng 22: P/B trượt dự phóng 1 năm

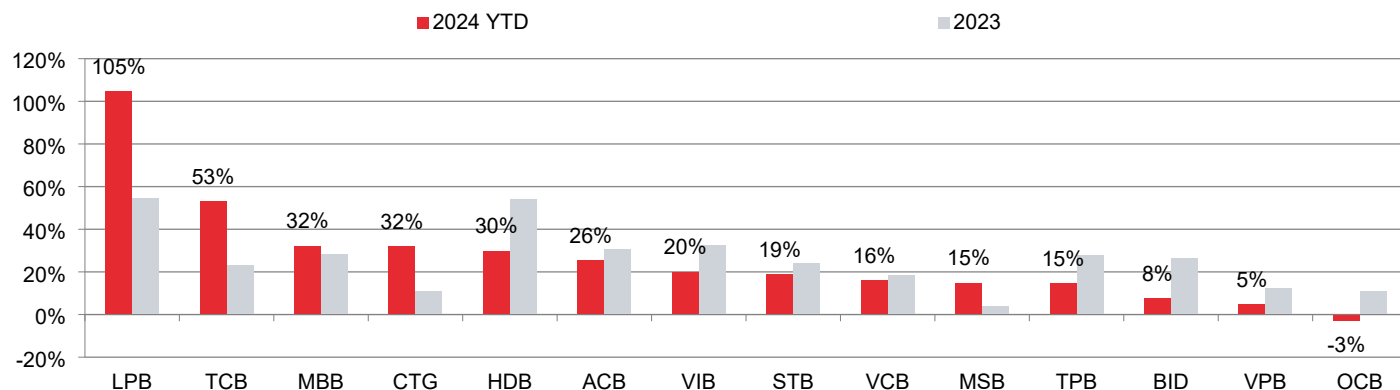
Phần lớn các ngân hàng đang có định giá tương đối thấp so với giá trị bình quân quá khứ, đặc biệt là BID & VCB

	Quan điểm chung theo Bloomberg	Ước tính của HSC	Độ lệch chuẩn (rẻ)/đắt
ACB	1.14	1.18	(0.03)
BID	1.54	1.59	(1.24)
CTG	1.14	1.15	0.19
HDB	1.06	1.09	(0.21)
LPB	1.70	1.70	1.90
MBB	1.01	1.00	(0.19)
MSB	0.72	0.73	(0.89)
OCB	0.73	0.76	(0.95)
STB	1.00	0.98	(0.18)
TCB	1.02	1.00	0.45
TPB	1.04	1.01	(0.25)
VCB	2.20	2.09	(1.60)
VIB	1.12	1.17	0.04
VPB	0.98	0.99	(0.60)
<b>Bình quân giản đơn – các NHTM HSC khuyến nghị</b>	<b>1.17</b>	<b>1.17</b>	<b>(0.64)</b>

Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 23: Hiệu suất của cổ phiếu, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

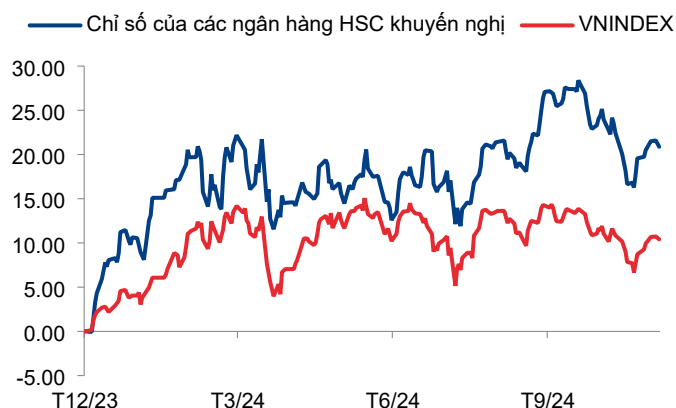
11 trên 14 ngân hàng có hiệu suất tích cực hơn so với VN Index



Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 29/11/2024  
Nguồn: FiinPro, HSC

**Biểu đồ 24: Diễn biến các cổ phiếu ngành Ngân hàng HSC khuyến nghị & chỉ số VN Index kể từ đầu năm**

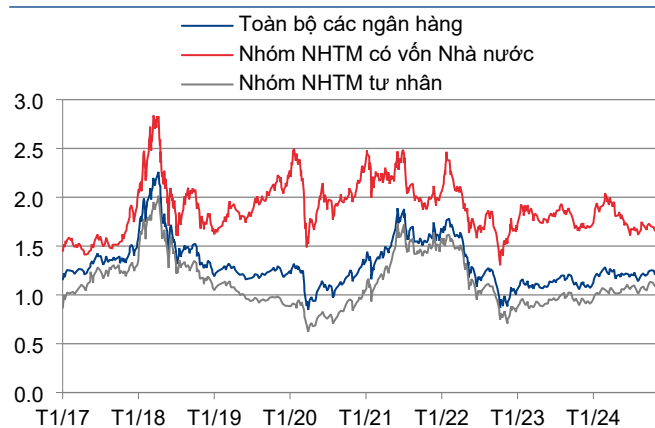
Nhóm cổ phiếu các ngân hàng chúng tôi khuyến nghị diễn biến tích cực hơn VN Index khoảng 10% kể từ đầu năm



Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 29/11/2024  
Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 25: P/B trượt dự phóng 1 năm toàn ngành – bình quân giản đơn**

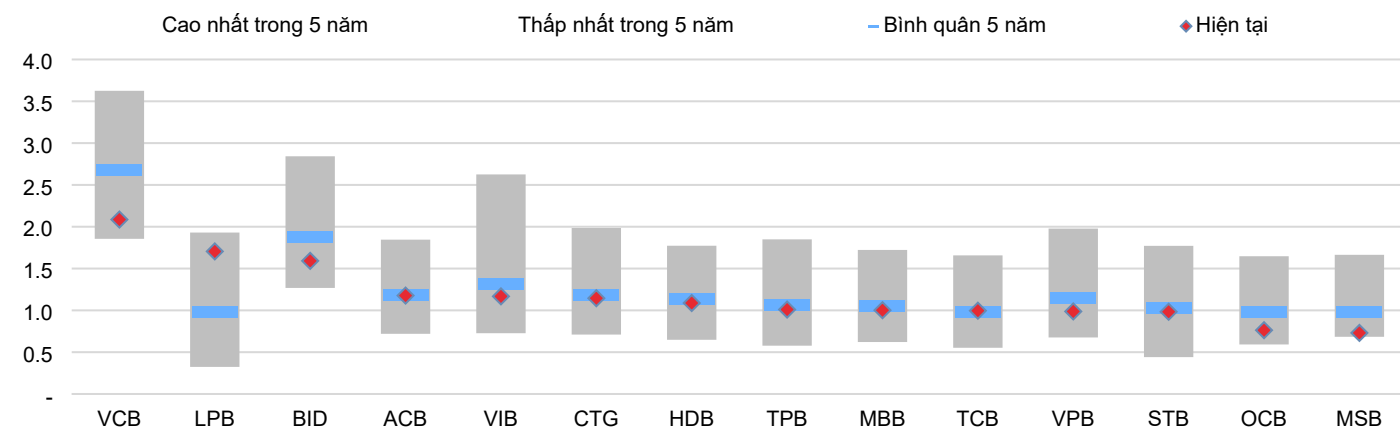
P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân toàn ngành là 1,18 lần



Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 29/11/2024  
Nguồn: FiinPro, HSC

**Biểu đồ 26: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, 14 NHTM HSC khuyến nghị**

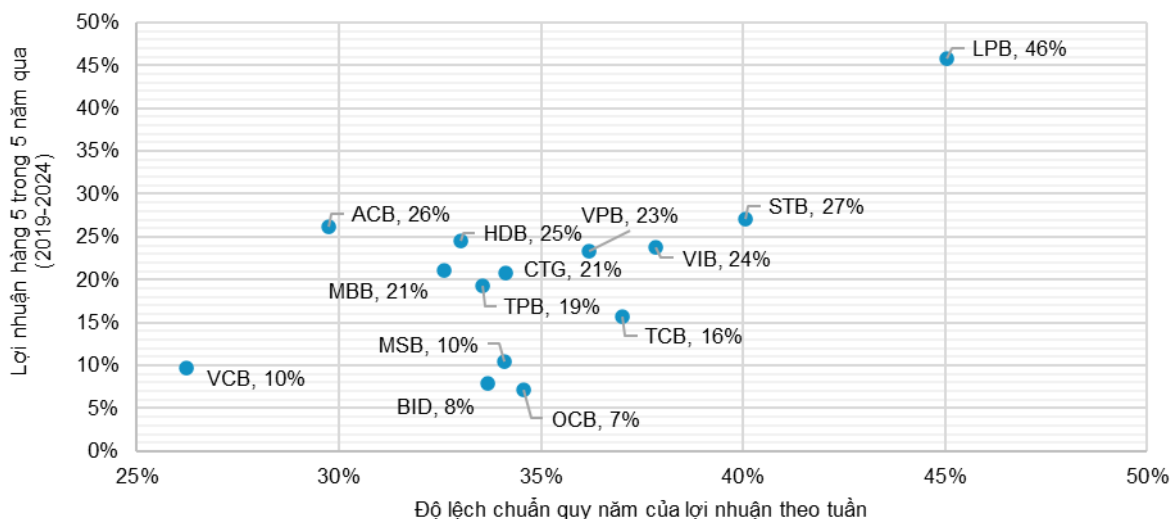
Loại trừ LPB, phần lớn các ngân hàng giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp hơn hoặc sát với mức bình quân quá khứ



Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 29/11/2024  
Nguồn: FiinPro, HSC

**Biểu đồ 27: Lợi nhuận so với biến động của cổ phiếu (2019-2024), 14 NHTM HSC khuyến nghị**

Lợi nhuận của ACB ổn định và ít biến động, trong khi LPB ghi nhận lợi nhuận cao nhất nhưng đi kèm với biến động lớn hơn



Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 2/12/2024  
 Nguồn: FiinPro, HSC

**Phương pháp và giả định định giá**

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá các cổ phiếu ngân hàng với dự báo chi tiết cho 3 năm (2024-2026) sau đó là 5-10 năm chuyển tiếp trước khi áp dụng tăng trưởng dài hạn (3-4%). Chúng tôi áp dụng những giả định như sau:

- Giả định lãi suất phi rủi ro: 4% (giả định chung của HSC, giữ nguyên).
- Giả định phần bù rủi ro vốn CSH: 7,5% (giả định chung, giảm 1 điểm phần trăm so với giả định 8,5% trước đó) cho 4 ngân hàng. Chúng tôi cộng thêm phần bù phụ trội để xác định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh cho một số NHTM có rủi ro cao hơn bình quân đối với ngành BĐS và TPDN hoặc NHTM nhóm 2 phụ thuộc nhiều hơn vào mảng kinh doanh nguồn và nguồn vốn liên ngân hàng, do chúng tôi cho rằng những yếu tố này là điểm đặc thù trong mô hình kinh doanh của các NHTM này.  
 Từ đó, HSC áp dụng giả định phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 7,5% cho ACB, BID, CTG, VCB và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 8,5% cho MBB, TPB, VIB và 9% cho HDB, LPB, MSB, TCB, STB, VPB & OCB. Giả định này phản ánh quan điểm tương đối thận trọng và phương pháp định giá của chúng tôi.
- Giả định beta, tăng trưởng dài hạn và hệ số ROE dài hạn phụ thuộc vào từng ngân hàng.
- HSC chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

Theo dự báo mới, P/B dự phóng năm 2025 của ngành là 1,38 lần, tương đương tiềm năng tăng giá bình quân 20% đối với các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị.

**Bảng 28: So sánh các ngân hàng Việt Nam**

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu (lần) 2025F	Giá mục tiêu tại
				2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F		
ACB	25,200	Mua vào	34,700	1.35	1.16	24.2	22.2	21.0	4.1	10.8	1.60	Cuối 2025
BID	46,400	Mua vào	54,700	1.92	1.63	15.9	15.9	16.4	18.1	22.8	1.92	Cuối 2025
CTG	35,700	Mua vào	45,300	1.33	1.13	15.0	14.7	16.3	13.2	29.4	1.43	Cuối 2025
HDB	25,800	Mua vào	32,500	1.33	1.09	20.7	21.9	21.1	31.0	19.4	1.37	Cuối 2025
LPB	34,100	Bán ra	20,600	2.08	1.78	17.4	18.5	16.6	52.2	(9.4)	1.08	Cuối 2025
MBB	24,150	Mua vào	32,600	1.15	0.99	22.7	20.5	19.3	5.5	4.8	1.34	Cuối 2025
MSB	11,450	Mua vào	14,900	0.82	0.72	16.0	16.1	14.1	7.6	0.0	0.94	Cuối 2025
OCB	10,700	Mua vào	13,000	0.84	0.75	12.3	13.1	13.3	(8.4)	18.2	0.91	Cuối 2025
STB	32,900	Mua vào	41,000	1.15	0.96	18.3	17.2	19.2	11.0	36.0	1.19	Cuối 2025
TCB	23,600	Mua vào	31,100	1.13	0.99	14.8	16.4	17.0	26.5	17.9	1.30	Cuối 2025
TPB	16,100	Tăng tỷ trọng	19,000	1.13	0.99	13.7	17.1	19.0	32.2	19.4	1.17	Cuối 2025
VCB	92,900	Mua vào	112,900	2.63	2.04	20.3	17.9	16.3	6.6	12.3	2.48	Cuối 2025
VIB	18,950	Tăng tỷ trọng	22,100	1.32	1.15	24.3	17.8	19.4	(16.6)	24.2	1.34	Cuối 2025
VPB	19,050	Mua vào	23,000	1.05	0.98	8.6	11.0	12.0	40.2	20.7	1.18	Cuối 2025
<b>Bình quân ngành</b>				<b>1.37</b>	<b>1.17</b>	<b>17.5</b>	<b>17.2</b>	<b>17.2</b>	<b>16.0</b>	<b>16.2</b>	<b>1.38</b>	
<b>Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước</b>				<b>1.96</b>	<b>1.60</b>	<b>17.1</b>	<b>16.2</b>	<b>16.3</b>	<b>12.6</b>	<b>21.5</b>	<b>1.94</b>	
<b>Bình quân nhóm NHTM tư nhân</b>				<b>1.21</b>	<b>1.05</b>	<b>17.6</b>	<b>17.4</b>	<b>17.5</b>	<b>16.9</b>	<b>14.7</b>	<b>1.22</b>	

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 4/12/2024  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, FiinPro, HSC

### Lựa chọn cổ phiếu: CTG, BID, VCB, ACB, TCB

Dựa trên triển vọng tăng trưởng khởi sắc hơn (nhờ đẩy mạnh đầu tư công), khả năng huy động vốn tiền gửi mạnh mẽ (lợi thế về chi phí huy động) và chất lượng tài sản & đệm dự phòng vững chắc, HSC tin rằng các NHTM có vốn nhà nước có tiềm năng vượt trội hơn. Một số động lực sắp tới bao gồm kế hoạch phát hành riêng lẻ (BID & VCB), chính sách chi trả cổ tức cổ phiếu đáng kể (VCB) và kỳ vọng chuyển biến tích cực (CTG) cùng với mức định giá hiện tại, HSC tin rằng các NHTM có vốn nhà nước có tiềm năng tăng giá hấp dẫn với rủi ro giảm giá thấp.

Trong số những NHTM tư nhân, HSC ưa thích cổ phiếu ACB (Mua vào, giá mục tiêu 34.700đ) nhờ đặc tính phòng thủ nhưng vẫn có lợi nhuận tốt và TCB (Mua vào, giá mục tiêu 31.100đ) nhờ hưởng lợi đáng kể từ sự hồi phục của thị trường BĐS.

Ngoài ra, MBB (Mua vào, giá mục tiêu 32.600đ) và STB (Mua vào, giá mục tiêu 41.000đ) đang trong danh sách theo dõi do những rủi ro và động lực đặc thù cần quan sát chặt chẽ hơn.

Mời xem Báo cáo cập nhật cho từng ngân hàng của chúng tôi.

CTG: [Kỳ vọng chuyển biến tích cực; định giá hấp dẫn; tăng 10% giá mục tiêu](#)

BID: [Trở lại vùng giá trị; nâng khuyến nghị lên Mua vào](#)

VCB: [Chất lượng tài sản dẫn đầu là lợi thế; tăng 6% giá mục tiêu](#)

ACB: [Cổ phiếu phòng thủ nhưng lợi nhuận tốt; tăng 13.4% giá mục tiêu, Mua vào](#)

TCB: [Well positioned as RE recovery gains momentum](#) (báo cáo tiếng Anh)

MBB: [Vững vàng trước khó khăn; tăng 11% giá mục tiêu, Mua vào](#)

STB: [Quá trình tái cấu trúc gần hoàn tất; khuyến nghị Mua vào](#)

### Rủi ro đối với dự báo và định giá của chúng tôi

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi bao gồm cả nhân tố bên trong và bên ngoài:

- Chậm trễ/trì hoãn giải ngân cho các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm.
- Thị trường BĐS hồi phục chậm hơn dự báo.
- Chi phí tín dụng cao hơn dự báo (chi phí dự phòng) ở một số NHTM do nợ liên đới.

- Đồng USD tăng giá, sức ép trên thị trường ngoại hối: Chính sách mới của ông Trump có thể khiến mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức cao và một đồng USD mạnh, số đợt cắt giảm lãi suất điều hành có thể ít hơn dự báo trong năm 2025. Từ đó, đồng VND sẽ chịu sức ép giảm giá lớn hơn và dự đj để NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ giảm xuống so dự báo trước đó. Do tỷ giá được dự báo sẽ tiếp tục biến động, NHNN có thể sẽ phải thắt chặt thanh khoản theo từng giai đoạn, từ đó có thể làm tăng lãi suất liên ngân hàng và lãi suất tiền gửi.

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)