

Nền tảng cải thiện khiêm tốn trong Q2; triển vọng 6 tháng cuối năm tích cực

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

- Lợi nhuận của các NHTM trong phạm vi phân tích tăng 15,6% trong Q2, chủ yếu nhờ thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi thay vì doanh thu cốt lõi. Các ngân hàng ghi nhận KQKQD trái chiều.
- Tín dụng tăng trưởng 9,9% kể từ đầu năm tính đến cuối tháng 6, dẫn dắt bởi các NHTM tư nhân tập trung cho vay ngành BĐS, trong khi các NHTM có vốn nhà nước và các NHTM chuyên bán lẻ kém tích cực hơn. Áp lực lãi suất vẫn tiếp diễn do tiền gửi tăng trưởng chậm hơn so với tín dụng, từ đó khiến chi phí huy động tăng nhẹ; tỷ lệ NIM tăng nhẹ 3 điểm cơ bản so với quý trước. Tỷ lệ nợ xấu giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước xuống 1,9% nhưng rủi ro vẫn hiện hữu.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, hầu hết các cổ phiếu ngân hàng đều đang giao dịch với P/B dự phóng cao hơn so với bình quân quá khứ. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho hầu hết các ngân hàng ngoại trừ ACB (khuyến nghị Mua vào, lựa chọn hàng đầu hiện tại của chúng tôi) và BID & VCB (đều khuyến nghị Tăng tỷ trọng).

Động lực tăng trưởng lợi nhuận Q2 chủ yếu đến từ thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi

Trong Q2/2025, LNTT của các NHTM trong phạm vi phân tích tăng 15,6% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi và chi phí dự phòng giảm xuống thay vì tăng trưởng doanh thu cốt lõi. Thu nhập từ thu hồi nợ xấu, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và chi phí dự phòng giảm 6,6% là yếu tố hỗ trợ KQKQD Q2 của toàn ngành. Trong đó, CTG, VPB, STB và VIB ghi nhận tăng trưởng cao hơn trung bình nhờ chi phí dự phòng giảm xuống trong khi HĐKD cốt lõi vẫn kém tích cực. Thu nhập lãi thuần chỉ tăng 5,1% so với cùng kỳ do sức ép lên tỷ lệ NIM; thu nhập phí đi ngang. Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối cải thiện nhẹ và chi phí hoạt động được kiểm soát tốt.

Nền tảng cơ bản chỉ cải thiện khiêm tốn

Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm đạt 9,9% tính đến cuối tháng 6, dẫn dắt bởi các NHTM tập trung cho vay ngành BĐS với tốc độ tăng trưởng vượt nhóm NHTM định hướng bán lẻ. Tiền gửi tăng trưởng chậm hơn so với tín dụng gây sức ép lên lãi suất; chi phí huy động tăng 11 điểm cơ bản so với quý trước mặc dù tỷ lệ NIM bắt đầu phục hồi với mức tăng 3 điểm cơ bản so với quý trước. NHNN tiếp tục hỗ trợ thanh khoản thông qua nghiệp vụ OMO và tiền gửi Kho bạc Nhà nước (KBNN). Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ với tỷ lệ nợ xấu giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước xuống 1,9%.

Trong 6 tháng cuối năm 2025, tín dụng ngành ngân hàng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh nhờ thanh khoản được hỗ trợ theo định hướng chính sách cùng với việc NHNN nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng giao cho các ngân hàng. Tuy nhiên, sức ép lên chi phí huy động nhiều khả năng sẽ tăng lên khi tín dụng tiếp tục tăng trưởng mạnh hơn so với tiền gửi, khiến các NHTM phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn thị trường có chi phí cao hơn. Tỷ lệ NIM được dự báo sẽ ổn định, thu nhập phí sẽ vẫn ở mức thấp, trong khi xu hướng chất lượng tài sản sẽ cần được theo dõi chặt chẽ - đặc biệt là những thách thức tiềm ẩn liên quan đến chính sách thuế quan.

Diễn biến giá cổ phiếu tích cực trong Q2; ACB hiện là lựa chọn hàng đầu

Mặc dù nền tảng cơ bản chỉ cải thiện khiêm tốn trong Q2, giá cổ phiếu ngân hàng hiện đã tăng bình quân 25% kể từ cuối Q1/2025, chủ yếu nhờ được thị trường định giá lại trong bối cảnh các điều kiện vĩ mô thuận lợi. Hầu hết các ngân hàng đang giao dịch với P/B dự phóng cao hơn với bình quân quá khứ, đồng thời đã chạm hoặc vượt giá mục tiêu của chúng tôi. Theo đó, HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho phần lớn cổ phiếu trong phạm vi phân tích. ACB (Mua vào, tiềm năng tăng giá 20%) hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, trong khi BID & VCB đều được khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/8.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	24,400	Mua vào	-	29,300	-	20.1	7.11	6.02	1.30	1.12	3.56	4.10
BID	40,200	Tăng tỷ trọng	-	42,500	-	5.72	10.3	8.93	1.68	1.44	1.00	1.12
CTG	47,500	Mua vào	-	50,000	-	5.26	8.00	6.91	1.45	1.22	0	0
HDB	27,900	Mua vào	-	28,200	-	1.08	6.38	5.27	1.43	1.15	1.79	1.79
LPB	35,800	Bán ra	-	21,700	-	(39.4)	10.1	9.75	2.32	2.00	6.98	2.79
MBB	31,800	Mua vào	-	29,900	-	(5.97)	7.87	6.83	1.45	1.23	0.94	1.25
MSB	15,350	Mua vào	-	14,900	-	(2.93)	6.98	7.28	0.94	0.83	0	0
OCB	12,950	Nắm giữ	-	11,759	-	(9.19)	10.3	8.58	1.04	0.92	5.00	0
STB	53,700	Tăng tỷ trọng	-	50,100	-	(6.70)	8.68	6.97	1.54	1.29	-	-
TCB	37,750	Tăng tỷ trọng	-	36,400	-	(3.58)	10.5	8.66	1.72	1.49	2.65	2.65
TPB	19,550	Tăng tỷ trọng	-	15,900	-	(18.7)	7.90	6.93	1.31	1.14	5.12	3.58
VCB	62,500	Tăng tỷ trọng	-	66,300	-	6.08	15.0	13.1	2.11	1.84	0	0
VIB	20,300	Tăng tỷ trọng	-	17,807	-	(12.3)	8.48	7.12	1.44	1.24	3.02	2.59
VPB	29,600	Mua vào	-	23,000	-	(22.3)	12.0	9.87	1.48	1.31	1.69	1.69

*Giá cổ phiếu tại ngày 11/8/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Q2/2025: Toàn ngành hồi phục nhẹ	3
LNTT tăng 15,6% nhờ thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi và chi phí dự phòng giảm xuống	3
Tăng trưởng tín dụng tăng tốc, dẫn đầu là các NHTM tập trung vào ngành BĐS	6
Tiếp tục hỗ trợ thanh khoản trong bối cảnh sức ép lên lãi suất tăng dần	7
Tỷ lệ NIM vẫn ổn định nhờ lợi suất tài sản bắt đầu hồi phục	9
Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ so với quý trước	11
Tiếp tục kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động	14
Triển vọng 6 tháng cuối năm 2025 – quan điểm hiện tại	15
Định giá và khuyến nghị	16
Diễn biến kể từ đầu năm	16
Bối cảnh và định giá trên TTCK hiện tại	18
Khuyến nghị	18

Q2/2025: Toàn ngành hồi phục nhẹ

LNTT của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng bình quân 15,6% trong Q2/2025 nhờ các khoản thu nhập ngoài hoạt động cốt lõi trong khi doanh thu cốt lõi vẫn ở mức thấp. Tăng trưởng tín dụng tăng tốc đạt 9,9% kể từ đầu năm, dẫn đầu là các NHTM tư nhân có tỷ trọng cho vay cao đối với ngành BĐS trong khi các NHTM có vốn nhà nước & NHTM định hướng bán lẻ kém tích cực hơn. Tăng trưởng tiền gửi vẫn yếu, gây sức ép lên lãi suất. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM đã ổn định hơn - đặc biệt là ở các NHTM có vốn nhà nước - cho thấy dấu hiệu tạo đáy. Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ mặc dù một số ngân hàng vẫn phải đối mặt với nợ xấu gia tăng. Dù kết quả không quá ấn tượng, cổ phiếu ngành ngân hàng đã tăng mạnh trong Q2/2025, có thể do mặt bằng định giá tăng lên trước những điều kiện vĩ mô thuận lợi. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh, hầu hết các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi đang giao dịch với P/B dự phóng cao hơn so với bình quân quá khứ; HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho những ngân hàng này. Hiện tại, chúng tôi khuyến nghị Mua vào đối với ACB, lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá 20%.

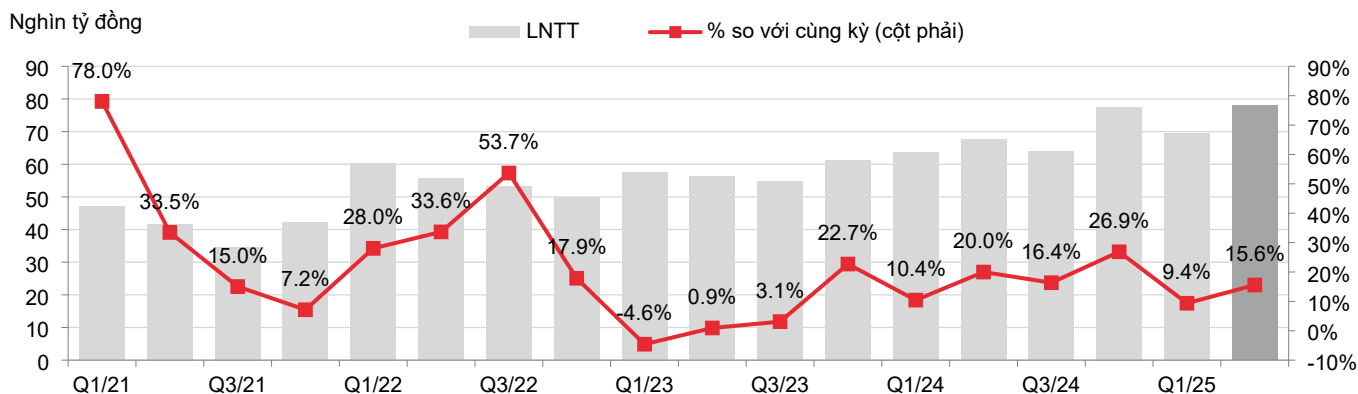
LNTT tăng 15,6% nhờ thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi và chi phí dự phòng giảm xuống

Các NHTM trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi đã công bố KQKD Q2/2025 khả quan với LNTT tăng 15,6% so với cùng kỳ – so với tăng 9,4% so với quý trước – nâng tăng trưởng 6 tháng đầu năm lên 12,6% so với cùng kỳ, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, sự cải thiện này chủ yếu nhờ thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi và giảm trích lập dự phòng thay vì cải thiện HĐKD cốt lõi. LNTT của hầu hết các ngân hàng trong phạm vi phân tích đều tăng trưởng, trong đó CTG, VPB, STB và VIB ghi nhận tăng trưởng vượt trội. Những thông tin chính bao gồm:

- **Động lực tăng trưởng:** Đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận trong quý đến từ thu nhập khác (tăng mạnh 65,9% so với cùng kỳ), chủ yếu là thu nhập từ thu hồi nợ xấu và lãi mua bán trái phiếu (tăng 64,4% so với cùng kỳ). Chi phí dự phòng giảm 6,6% so với cùng kỳ nhờ những nỗ lực xử lý nợ xấu, trong khi thu nhập từ thu hồi nợ xấu vẫn mạnh (tăng 28,3% so với cùng kỳ). Đóng góp từ những khoản mục này đã bù đắp cho doanh thu cốt lõi kém tích cực.
- **Những NHTM có KQKD vượt trội:** LNTT của CTG, VPB, STB và VIB tăng trưởng mạnh hơn nhờ chi phí dự phòng giảm mạnh (hoặc chi phí dự phòng trong khoản mục chi phí hoạt động như trong trường hợp của STB) - trong khi tổng thu nhập hoạt động đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ.
- **Doanh thu cốt lõi:** Thu nhập lãi thuần chỉ tăng 5,1% so với cùng kỳ do tỷ lệ NIM thu hẹp (giảm 48 điểm cơ bản so với cùng kỳ) mặc dù tín dụng tăng trưởng cao (tăng 19,8% so với cùng kỳ). Lãi thuần HĐ dịch vụ đi ngang do hoạt động bancassurance tiếp tục kém tích cực, trong khi lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tăng 10% so với cùng kỳ và cải thiện so với quý trước.
- **Rủi ro chất lượng tài sản và chi phí dự phòng:** Chi phí dự phòng giảm xuống trở thành động lực tăng trưởng ngắn hạn cho lợi nhuận nhưng có thể làm suy yếu sự ổn định trong dài hạn do tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR thấp cùng những rủi ro tiềm ẩn liên quan đến chính sách thuế quan có thể làm gia tăng rủi ro giảm giá.
- **Kiểm soát chi phí hoạt động:** Tốc độ tăng của chi phí HĐ đi theo tổng thu nhập hoạt động giúp duy trì lợi nhuận ổn định.

Biểu đồ 1: Tổng LNTT, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Trong Q2/2025, tăng trưởng LNTT tăng lên 15,6% từ mức 9,4% trong Q1



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 2: KQKD gộp, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Những động lực tăng trưởng chính bao gồm: thu nhập từ thu hồi nợ xấu và lãi thuần mua bán trái phiếu tăng mạnh trong khi chi phí dự phòng giảm

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	112,984	118,690	5.1%	5.8%	220,004	230,852	4.9%
Thu nhập ngoài lãi	31,704	38,228	20.6%	26.7%	58,574	68,402	16.8%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	15,498	15,414	-0.5%	16.9%	29,155	28,599	-1.9%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	6,675	7,358	10.2%	15.8%	13,938	13,714	-1.6%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2,450	4,026	64.4%	71.2%	5,446	6,378	17.1%
Thu nhập khác	6,574	10,906	65.9%	37.3%	9,314	18,852	102.4%
Thu nhập từ mua cổ phần	507	524	3.2%	55.8%	720	860	19.4%
Tổng thu nhập HĐ	144,689	156,919	8.5%	10.2%	278,578	299,254	7.4%
Chi phí HĐ	(44,690)	(48,563)	8.7%	9.1%	(85,775)	(93,087)	8.5%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	99,999	108,356	8.4%	10.8%	192,803	206,167	6.9%
Chi phí dự phòng	(32,509)	(30,358)	-6.6%	7.6%	(61,680)	(58,580)	-5.0%
LNTT	67,490	77,998	15.6%	12.1%	131,123	147,587	12.6%
Lợi nhuận thuần	53,467	61,667	15.3%	11.5%	104,175	116,978	12.3%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 3: Tăng trưởng LNTT, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

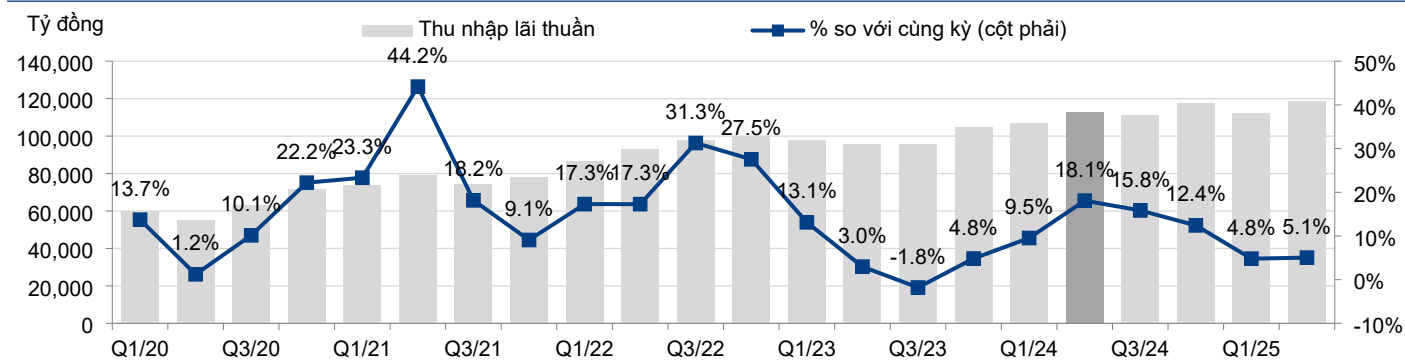
CTG dẫn đầu đà tăng trưởng, theo sau là VPB và STB

Tỷ đồng	Q2/25	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2025	% so với cùng kỳ	% 2025 HSCF
CTG	12.097	79,2%	77,3%	18.920	46,0%	47,3%
VPB	6.215	38,6%	23,9%	11.229	29,6%	45,3%
STB	3.657	36,1%	-0,5%	7.331	37,2%	50,3%
VIB	2.596	23,4%	7,2%	5.016	8,9%	49,6%
Tổng	77.998	15,6%	12,1%	147.587	12,6%	48,0%
HDB	4.713	13,9%	-12,0%	10.068	23,3%	50,6%
OCB	999	11,2%	11,9%	1.892	-10,4%	45,3%
VCB	11.034	9,1%	1,6%	21.894	5,1%	48,6%
ACB	6.093	8,8%	32,6%	10.690	1,9%	48,5%
TPB	2.037	7,0%	-3,4%	4.146	11,1%	50,6%
BID	8.625	5,7%	16,3%	16.038	3,1%	46,0%
TCB	7.899	0,9%	9,2%	15.135	-3,2%	47,0%
LPB	2.988	-1,5%	-5,9%	6.164	4,1%	46,6%
MBB	7.503	-1,7%	-10,5%	15.889	18,3%	50,8%
MSB	1.542	-28,6%	-5,4%	3.173	-14,0%	44,1%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 4: Thu nhập lãi thuần, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

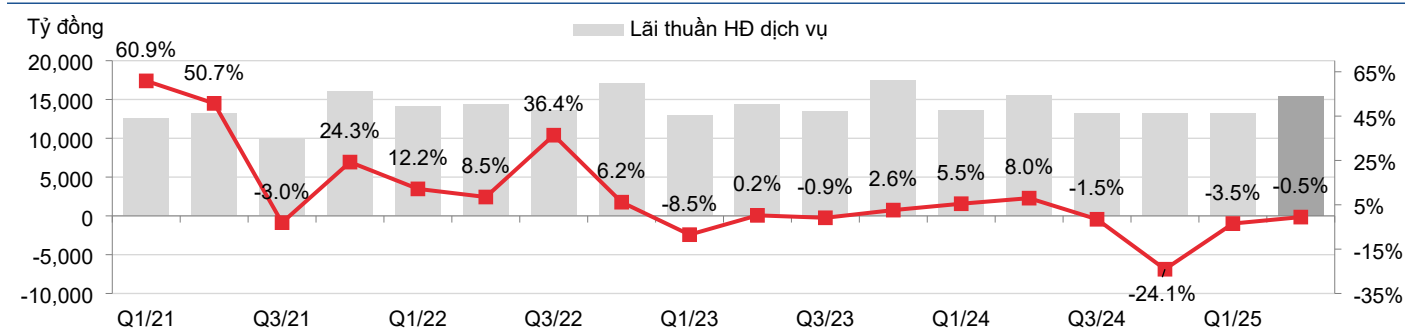
Thu nhập lãi thuần tăng nhẹ 5,1% do tỷ lệ NIM giảm 37 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 5: Lãi thuần HĐ dịch vụ, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

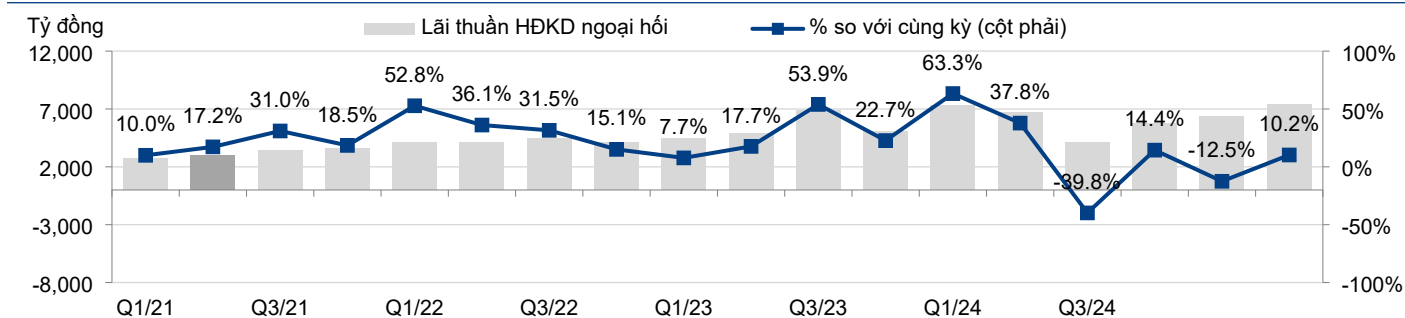
Lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 0,5% so với cùng kỳ trong bối cảnh phí bancassurance tiếp tục suy yếu



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 6: Lãi/lỗ HĐKD ngoại hối, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

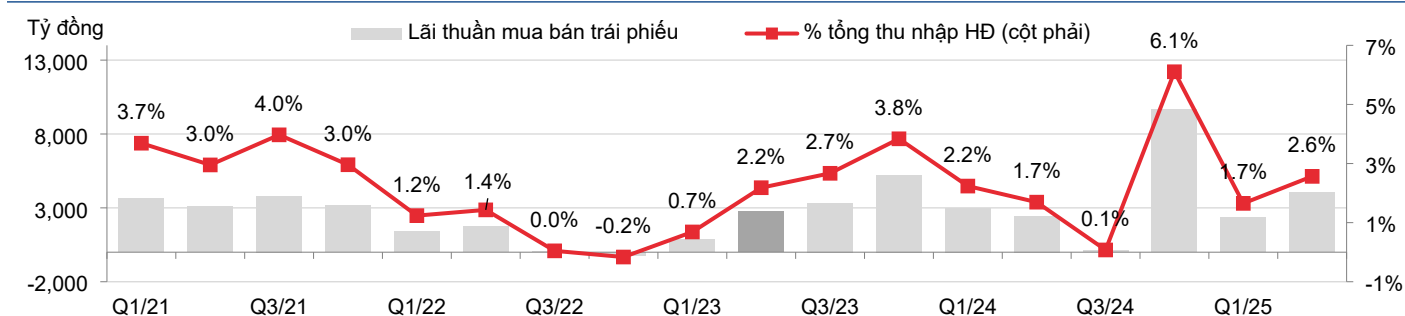
Lãi thuần HĐKD ngoại hối cải thiện trong Q2/2025, tăng 10,2% so với cùng kỳ



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 7: Lãi thuần mua bán trái phiếu, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

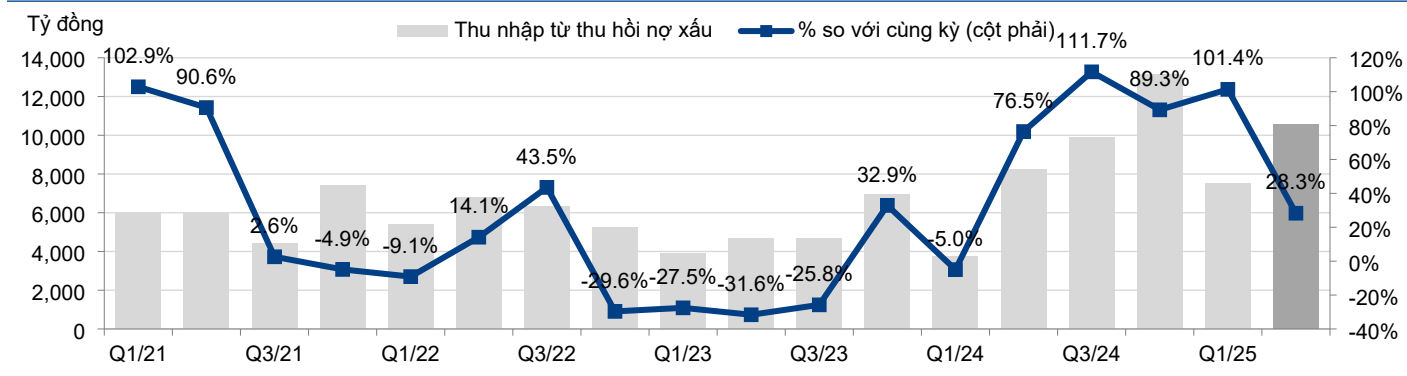
Đóng góp từ lãi thuần mua bán trái phiếu cũng tăng trong Q2



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 8: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Thu nhập từ thu hồi nợ xấu vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

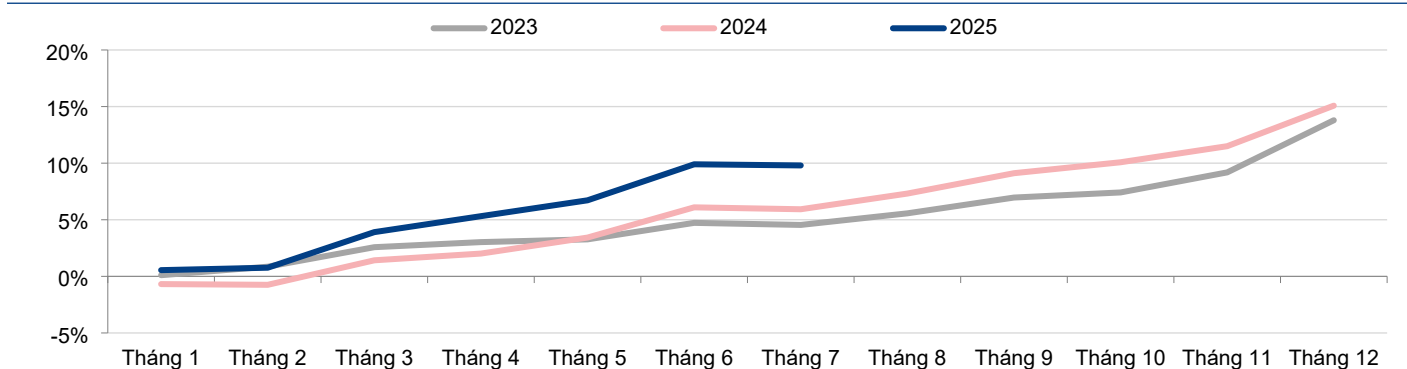
Tăng trưởng tín dụng tăng tốc, dẫn đầu là các NHTM tập trung vào ngành BĐS

Tín dụng tăng 9,9% so với đầu năm tính đến cuối tháng 6 - tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong 3 năm qua – với đà tăng cải thiện trong Q2/2025 lên khoảng 6% so với quý trước từ mức tăng 4% trong Q1/2025. Cụ thể như sau:

- **Chuyển dịch sang các kỳ hạn vay dài hơn:** Tín dụng trung và dài hạn tăng 8,4% so với quý trước (so với tăng 1,5% trong Q1/2025), trong khi cho vay ngắn hạn tăng 5,4% so với quý trước (so với tăng 4,9% trong Q1/2025).
- **Cho vay bán lẻ tăng tốc:** Tín dụng bán lẻ tăng 7,1% so với quý trước trong Q2/2025, tăng nhanh hơn so với tín dụng doanh nghiệp lớn và DNNVV (tăng 6% so với quý trước). Kể từ đầu năm, tín dụng bán lẻ tăng trưởng 10,2%, cao hơn một chút so với tăng trưởng cho vay doanh nghiệp lớn và DNNVV (tăng 9,9%). Cho vay mua nhà ở một số ngân hàng (VPB, TCB, ACB, VIB, STB, MSB và HDB) ghi nhận đà tăng trưởng tốt hơn, tăng bình quân 6% so với quý trước, so với tăng 2% trong Q1/2025.
- **Tín dụng cho các doanh nghiệp phát triển BĐS của hệ thống tiếp tục vượt trội:** Tăng trưởng 13% kể từ đầu năm (tính đến cuối tháng 5/2025), thúc đẩy bởi tín dụng cho các chủ đầu tư BĐS nhà ở tăng mạnh 23%.
- **Tăng trưởng mạnh mẽ tại các NHTM tư nhân, dẫn đầu là các ngân hàng tập trung cho vay ngành BĐS:** Các NHTM ngân hàng tư nhân, đặc biệt là những ngân hàng có tỷ trọng cho vay lớn hơn đối với khách hàng doanh nghiệp và ngành BĐS (ví dụ: VPB, HDB, MSB, MBB) ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao hơn bình quân ngành. Ngược lại, các NHTM có vốn nhà nước – ngoại trừ CTG – và các ngân hàng tập trung vào phân khúc bán lẻ hoặc thận trọng hơn (ví dụ: VIB, ACB, STB, VCB) ghi nhận tăng trưởng bằng CĐKT chậm hơn.

Biểu đồ 9: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành Ngân hàng

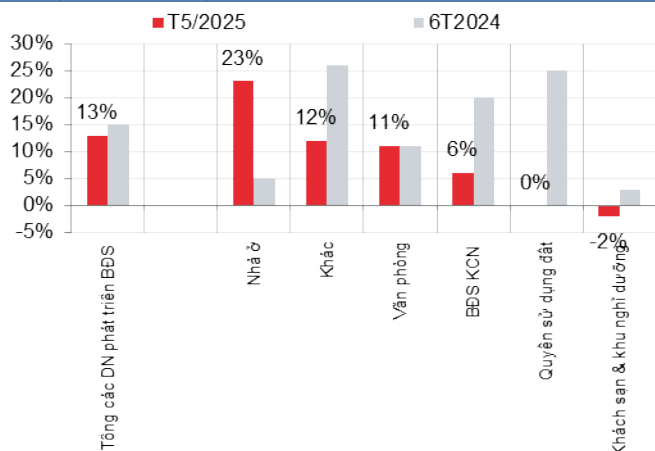
Tăng trưởng tín dụng đạt mức cao nhất trong 3 năm qua



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 10: Tăng trưởng tín dụng kinh doanh BĐS so với đầu năm, ngành Ngân hàng

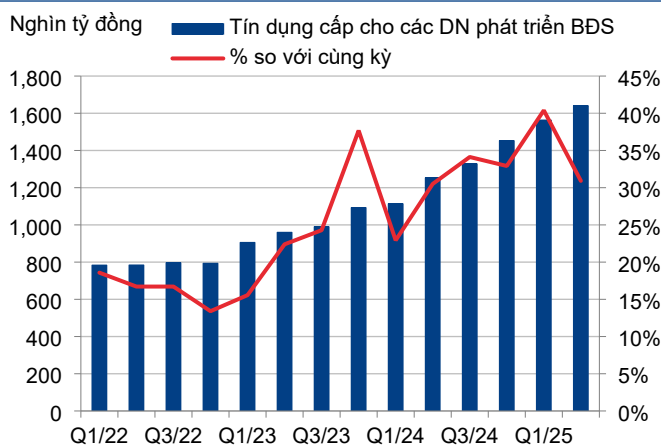
Tín dụng cấp cho kinh doanh BĐS tăng trưởng nhanh hơn so với tín dụng của hệ thống



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

Biểu đồ 11: Cho vay kinh doanh BĐS, ngành Ngân hàng

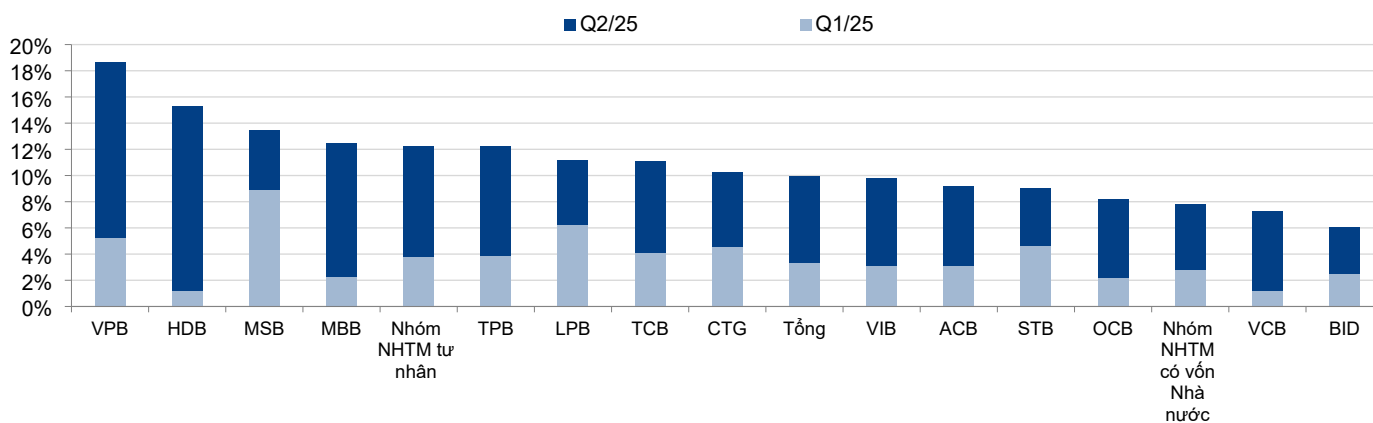
Các khoản cho vay kinh doanh BĐS là động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2022-2025



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

Biểu đồ 12: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

VPB, HDB dẫn đầu về mức tăng trưởng tín dụng so với quý trước



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Tiếp tục hỗ trợ thanh khoản trong bối cảnh sức ép lên lãi suất tăng dần

Huy động tiếp tục tăng trưởng chậm hơn so với tín dụng, từ đó khiến hệ số LDR toàn hệ thống tăng lên mức cao kỷ lục gần 109% - cao nhất trong những năm gần đây và là dấu hiệu rõ ràng cho thấy điều kiện huy động đang thắt chặt. Mặc dù lãi suất niêm yết nhìn chung vẫn ổn định, chi phí huy động thực tế, phản ánh qua chi phí huy động của các ngân hàng, đã tăng nhẹ, cho thấy sức ép tăng dần lên chi phí vốn. Cụ thể như sau:

- **NHNN và KBNN hỗ trợ thanh khoản** mạnh mẽ thông qua tiếp tục bơm ròng OMO và phân bổ trực tiếp tiền gửi Kho bạc cho các NHTM có vốn nhà nước. Trong khi KBNN vẫn hỗ trợ ổn định so với quý trước, bơm thanh khoản của NHNN thông qua thị trường OMO đã tăng mạnh lên mức cao kỷ lục hơn 200 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2. Những kênh hỗ trợ này đóng góp ổn định khoảng 3,5% tổng nợ chịu lãi trong 3 quý vừa qua và là bộ đệm quan trọng để giảm bớt áp lực huy động.
- **Lãi suất huy động niêm yết ổn định nhưng cơ cấu huy động thay đổi:** Lãi suất huy động niêm yết gần như đi ngang so với quý trước nhưng cạnh tranh thu hút tiền gửi giữa các ngân hàng ngày càng gay gắt, nhằm đảm bảo nguồn vốn trong môi trường thanh khoản thắt chặt. Một số ngân hàng - đặc biệt là các ngân hàng tư nhân bị hạn chế bởi trần lãi suất huy động - đã chuyển hướng sang đẩy mạnh hơn huy động vốn từ phát hành giấy tờ có giá & vay vốn trên thị trường OMO.

Những kênh này, mặc dù hiện nay có chi phí cao hơn, đã đóng vai trò quan trọng trong việc thu hẹp chênh lệch thanh khoản và hỗ trợ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao.

- **Thanh khoản liên ngân hàng thắt chặt hơn:** Lãi suất cho vay qua đêm LNH gần đây đã tăng lên 5-7% từ 4-6% trước đó. Điều này phản ánh nhu cầu thanh khoản theo mùa vụ, nhu cầu tín dụng tăng cao và NHNN hoạt động thường xuyên hơn để chủ động kiểm soát thanh khoản thị trường.
- **Chi phí huy động tăng lên:** Chi phí huy động của các ngân hàng trong phạm vi phân tích tăng 11 điểm cơ bản so với quý trước do phụ thuộc nhiều hơn vào các kênh huy động vốn có chi phí cao hơn. Điều này thể hiện rõ nhất ở các NHTM tư nhân có tốc độ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn thị trường.

Tóm lại, thanh khoản dồi dào do định hướng chính sách thúc đẩy tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, sức ép lên chi phí huy động đang dần gia tăng - một xu hướng có thể mạnh hơn nếu tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt huy động trong một thời gian dài hoặc nếu chi phí ở kênh huy động thị trường tăng mạnh hơn, đặc biệt là trong trường hợp NHNN can thiệp để bảo vệ đồng VND.

Biểu đồ 13: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi so với cùng kỳ & hệ số LDR, ngành Ngân hàng

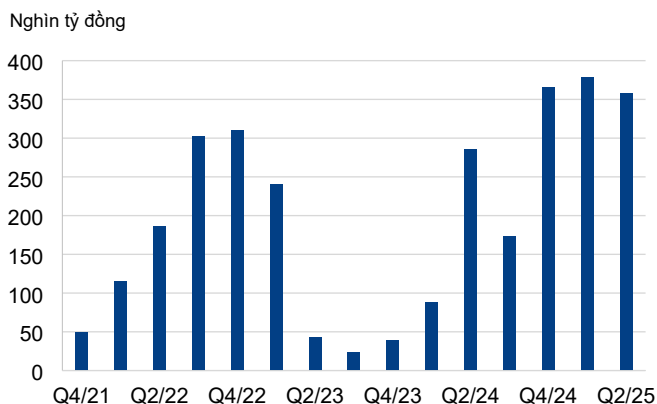
Kể từ năm 2021, tăng trưởng tiền gửi đã chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng, từ đó đẩy hệ số LDR tăng lên mức cao hiện tại



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 14: Tiền gửi của Kho bạc Nhà nước, các NHTM có vốn Nhà nước

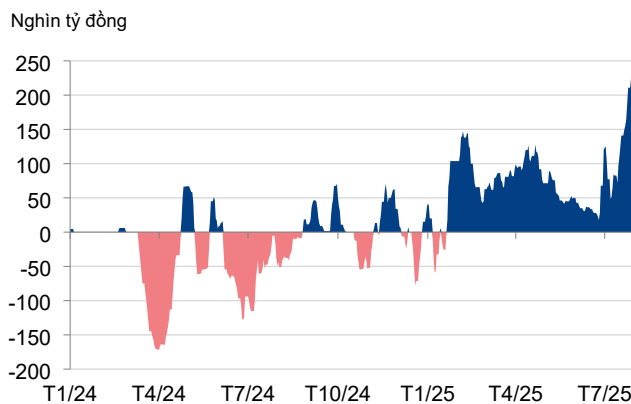
Tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tại các NHTM quốc doanh vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 15: Hỗ trợ thanh khoản ròng qua kênh OMO, ngành Ngân hàng

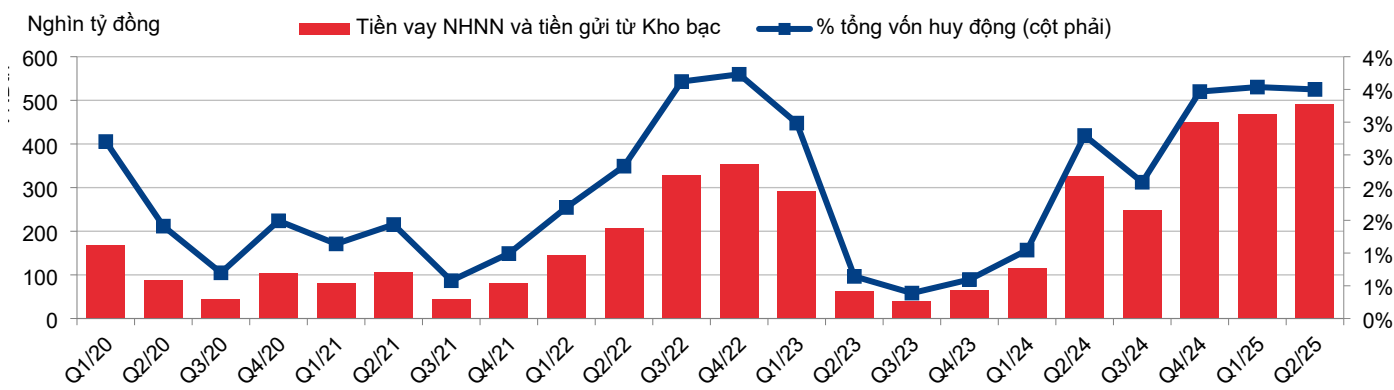
Hỗ trợ thanh khoản từ NHNN đã đạt mức cao kỷ lục



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 16: Khoản vay NHNN và tiền gửi từ Kho bạc, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

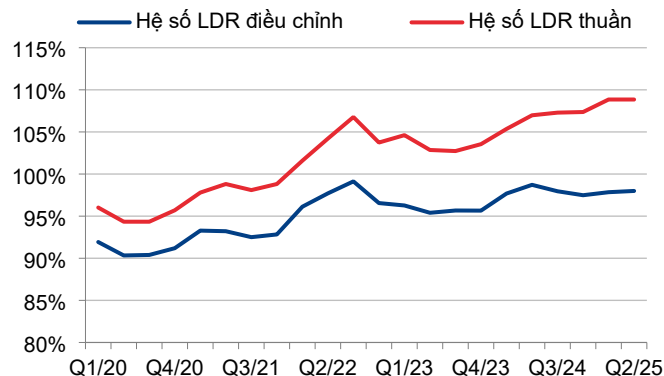
Tổng vay từ NHNN và tiền gửi của Kho bạc tiếp tục duy trì ở mức cao trong Q2/2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 17: Hệ số LDR, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

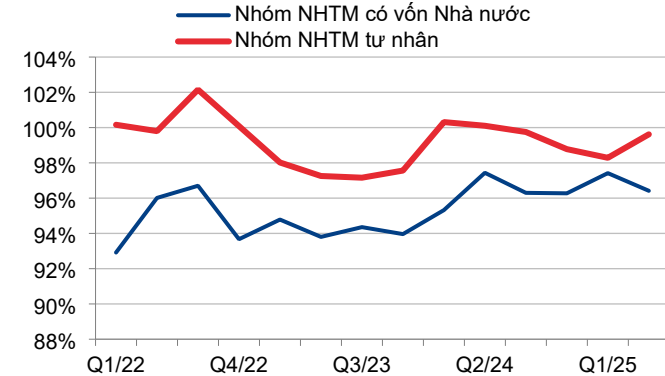
Hệ số LDR điều chỉnh được duy trì ổn định nhờ các ngân hàng chuyển dịch nguồn vốn sang giấy tờ có giá



Ghi chú: Hệ số LDR thuần = Cho vay KH / Tiền gửi KH; hệ số LDR điều chỉnh = (Cho vay KH + TPDN) / (Tiền gửi KH + Giấy tờ có giá).
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 18: Hệ số LDR điều chỉnh, nhóm các NHTM có vốn Nhà nước & nhóm các NHTM tư nhân

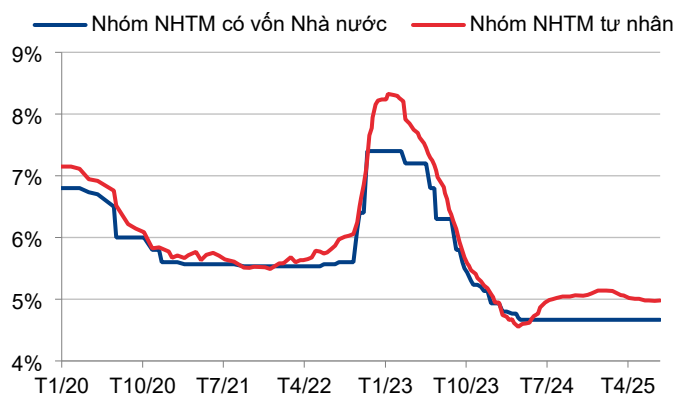
Xu hướng trái ngược giữa nhóm các NHTM quốc doanh & NHTM tư nhân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 19: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

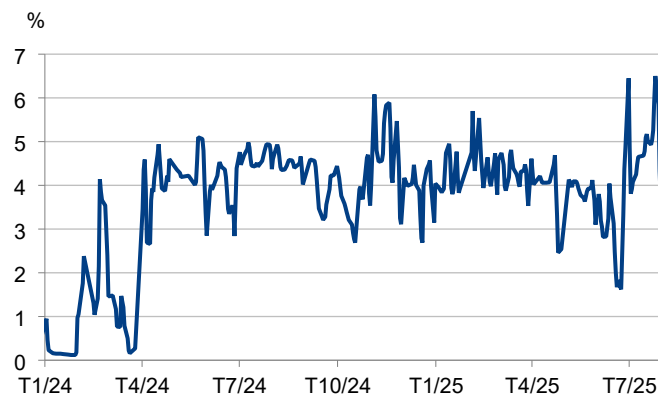
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của các NHTM tư nhân giảm so với quý trước



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 20: Lãi suất qua đêm, Việt Nam

Lãi suất qua đêm vẫn duy trì ở mức cao nhằm giảm áp lực lên đồng VND



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Tỷ lệ NIM vẫn ổn định nhờ lợi suất tài sản bắt đầu hồi phục

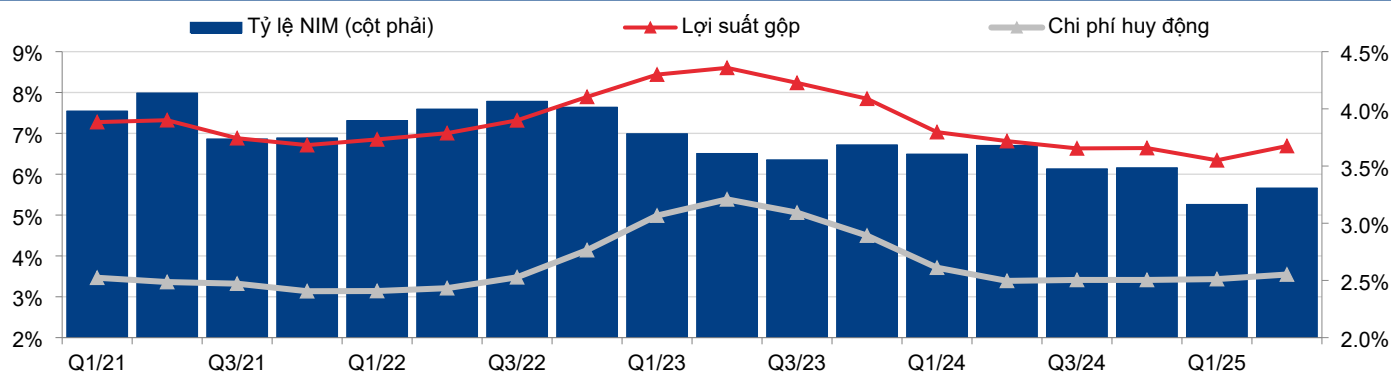
Tỷ lệ NIM bình quân của các NHTM trong phạm vi phân tích tăng 14 điểm cơ bản so với quý trước (mặc dù chi phí huy động tăng 11 điểm cơ bản) nhưng vẫn thấp hơn 18

điểm cơ bản so với cuối 2024. Sự cải thiện này được hỗ trợ bởi một ngân hàng với NIM mở rộng đáng kể, trong khi tỷ lệ NIM của phần lớn các ngân hàng chỉ biến động nhẹ. Cụ thể như sau:

- **Tỷ lệ NIM ổn định ngoại trừ HDB là động lực vượt trội:** Tỷ lệ NIM bình quân cải thiện chủ yếu nhờ HDB tăng 108 điểm cơ bản, đây là một trường hợp ngoại lệ rõ ràng. Trong số 14 ngân hàng trong phạm vi phân tích, tỷ lệ NIM của 7 ngân hàng ổn định (± 10 điểm cơ bản so với quý trước), 3 ngân hàng mở rộng và 4 ngân hàng thu hẹp.
- **Lợi suất gộp là động lực chính:** Tăng 12 điểm cơ bản so với quý trước nhưng vẫn giảm 35 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Trong đó, 5 ngân hàng có lợi suất gộp cải thiện đáng kể (tăng hơn 20 điểm cơ bản so với quý trước), trong đó nổi bật là HDB (tăng mạnh 108 điểm cơ bản), 6 ngân hàng duy trì lợi suất ổn định (biến động dưới 10 điểm cơ bản), trong khi 3 ngân hàng có lợi suất gộp sụt giảm.
- **Sức ép cạnh tranh cho thấy dấu hiệu đạt đỉnh:** Tỷ lệ NIM của các NHTM có vốn nhà nước có vẻ đã ổn định ở mức thấp kỷ lục sau 5 quý thu hẹp liên tiếp, điều này cho thấy xu hướng tỷ suất lợi nhuận thu hẹp do cạnh tranh lãi suất có thể đã đạt giới hạn.
- **Động lực từ nhu cầu tín dụng & cơ cấu danh mục cho vay:** Nhu cầu tín dụng mạnh mẽ, đẩy mạnh giải ngân cho các khoản vay trung & dài hạn và nâng cao tỷ trọng tín dụng đối với ngành BĐS có lợi suất cao hơn đã góp phần giúp tỷ lệ NIM ổn định trong Q2/2025.

Biểu đồ 21: Biến động tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ NIM tăng 14 điểm cơ bản so với quý trước, bất chấp chi phí huy động cũng tăng 11 điểm cơ bản



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 22: Biến động tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

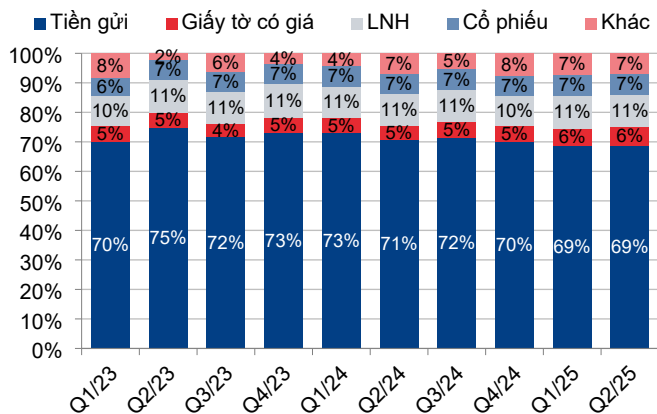
Tổng tỷ lệ NIM cải thiện, chủ yếu nhờ kết quả vượt trội của HDB

	Tỷ lệ NIM			Lợi suất gộp			Chi phí huy động		
	%	điểm cơ bản so với quý trước	điểm cơ bản so với cùng kỳ	%	điểm cơ bản so với quý trước	điểm cơ bản so với cùng kỳ	%	điểm cơ bản so với quý trước	điểm cơ bản so với cùng kỳ
HDB	5,8%	107,8	-2,1	10,7%	106,8	-11,6	5,0%	20,0	25,0
LPB	3,0%	35,9	-47,8	7,4%	59,0	-31,3	4,9%	22,3	11,7
TCB	4,0%	21,0	-74,5	7,2%	31,5	-54,2	3,4%	15,5	24,9
Tổng	3,3%	14,3	-37,3	6,7%	35,0	-12,0	3,5%	11,2	15,6
VIB	3,1%	7,3	-101,7	6,8%	-0,6	-86,3	4,1%	-9,4	12,5
BID	2,1%	6,2	-42,6	5,4%	9,8	-50,5	3,3%	4,8	-9,2
ACB	3,0%	3,4	-89,4	6,4%	20,1	-41,4	3,8%	17,4	49,6
VCB	2,6%	0,5	-40,4	4,7%	-2,9	-30,1	2,3%	-3,5	9,3
MSB	3,3%	0,1	-14,8	6,5%	4,7	4,7	3,6%	4,1	23,8
MBB	4,1%	-5,0	-43,8	7,1%	3,9	-31,0	3,3%	9,3	8,9
CTG	2,5%	-6,7	-45,2	5,6%	8,6	-28,7	3,3%	17,7	21,1
OCB	3,0%	-14,7	-47,7	6,9%	-25,7	-50,0	4,3%	-14,0	-10,6
STB	3,5%	-29,6	-14,6	7,4%	-18,1	-1,3	4,1%	12,8	11,7
TPB	3,3%	-36,3	-68,1	7,7%	36,9	6,7	4,7%	84,7	88,7
VPB	5,3%	-45,8	-96,8	9,3%	-33,7	-75,0	4,6%	10,8	27,7

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 23: Cơ cấu nguồn vốn của các NHTM có vốn Nhà nước trong phạm vi phân tích của HSC

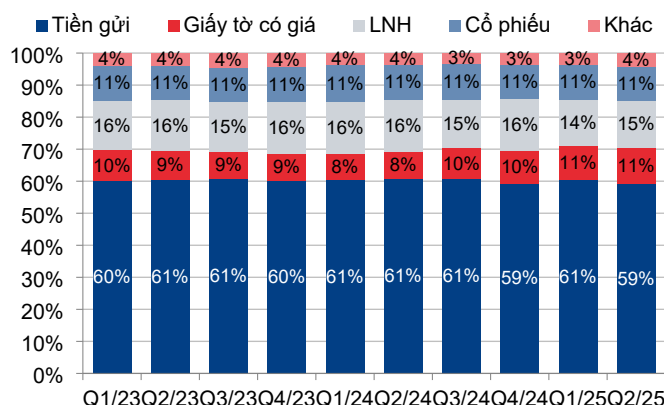
Nguồn vốn khác (bao gồm tiền gửi Kho bạc Nhà nước) đã tăng lên



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 24: Cơ cấu nguồn vốn của các NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích của HSC

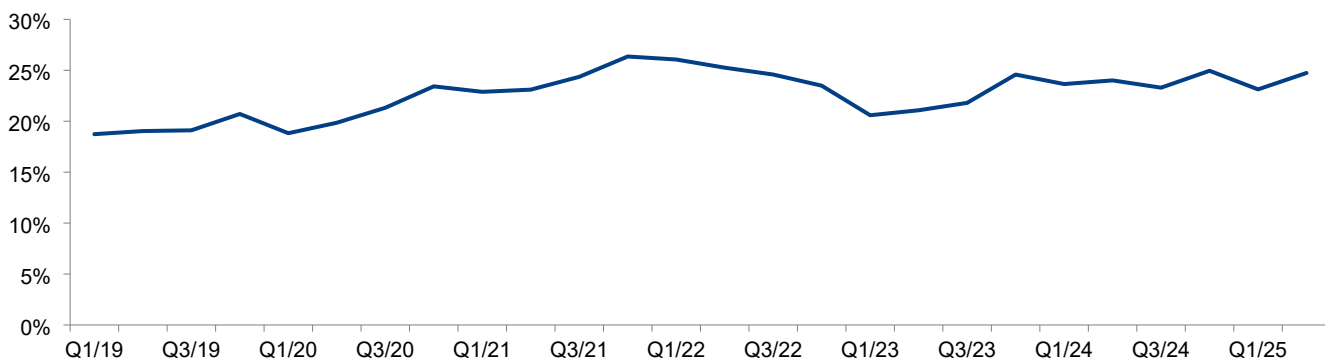
Nguồn vốn từ giấy tờ có giá đã tăng lên



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 25: Tỷ lệ CASA, tổng các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

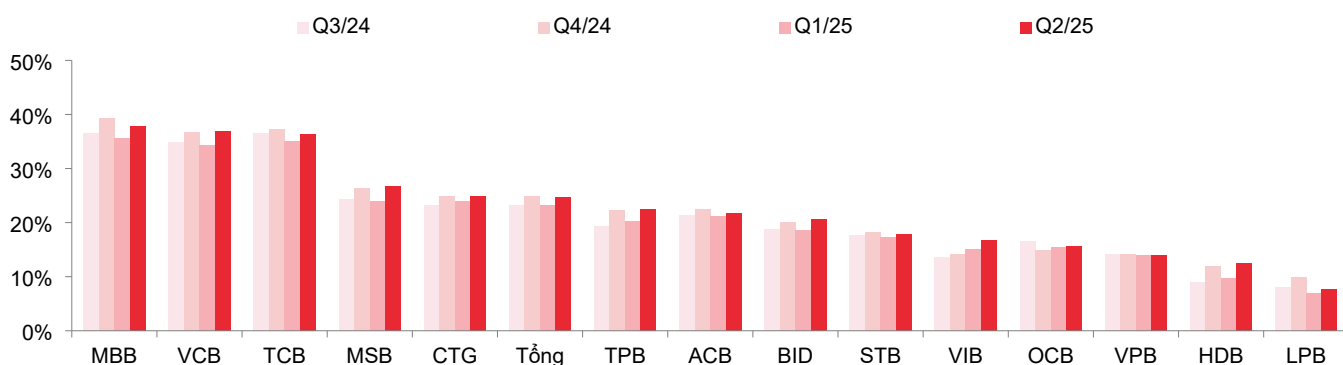
Tỷ lệ CASA tăng nhẹ so với quý trước, từ 23,1% lên mức 24,7%



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 26: So sánh tỷ lệ CASA trong 4 quý qua, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

MBB, VCB và TCB duy trì vị thế dẫn đầu



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

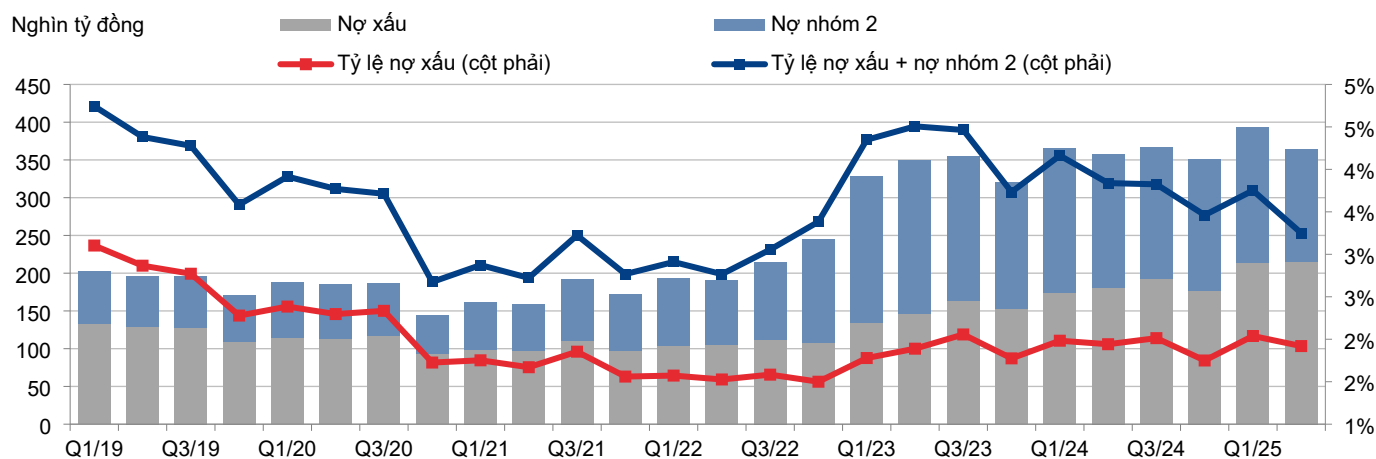
Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ so với quý trước

Sau khi nợ quá hạn tăng mạnh trong Q1/2025, chất lượng tài sản đã phục hồi nhẹ trong Q2/2025. Tỷ lệ nợ xấu giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước xuống 1,9% nhưng vẫn tăng 20 điểm cơ bản so với đầu năm. Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng cải thiện rõ rệt, giảm từ 1,71% xuống 1,33%. Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành bình quân cũng giảm xuống 1,13% - mức thấp kể từ năm 2023. Cụ thể như sau:

- **Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành giảm ở hầu hết các ngân hàng**, ngoại trừ HDB, MSB và TCB đều ghi nhận tăng.
- **Tổng nợ quá hạn mới hình thành đạt giá trị âm trong Q2/2025**, điều này cho thấy một số khoản vay đã được phân loại lại từ nợ quá hạn (nhóm 2 đến nhóm 5) thành nợ tiêu chuẩn (nhóm 1) nhờ khả năng thanh toán của doanh nghiệp phục hồi hoặc do tái cấu trúc nợ. Giá trị giảm xuống lớn nhất thuộc về VPB (khoảng 4 nghìn tỷ đồng), tiếp theo là ACB và MBB (khoảng 1 nghìn tỷ đồng/ngân hàng). Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành của VPB và OCB giảm mạnh nhất so với bình quân 3 quý của từng ngân hàng. MBB, VIB, CTG và TPB cũng cải thiện đáng kể so với các quý trước.
- **VCB, ACB, TCB và CTG tiếp tục có tỷ lệ nợ quá hạn thấp nhất** trong khi OCB, VIB, HDB và VPB là cao nhất, điều này phản ánh khẩu vị rủi ro cao hơn cũng như áp lực chất lượng tín dụng của những ngân hàng này.
- **Chất lượng tài sản cũng được cải thiện** nhờ đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ xấu – cả nội bảng và ngoại bảng – cùng các nỗ lực tái cấu trúc nội bộ.
- **Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR gần như đi ngang so với quý trước**, duy trì ở mức thấp là 87%.

Biểu đồ 27: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

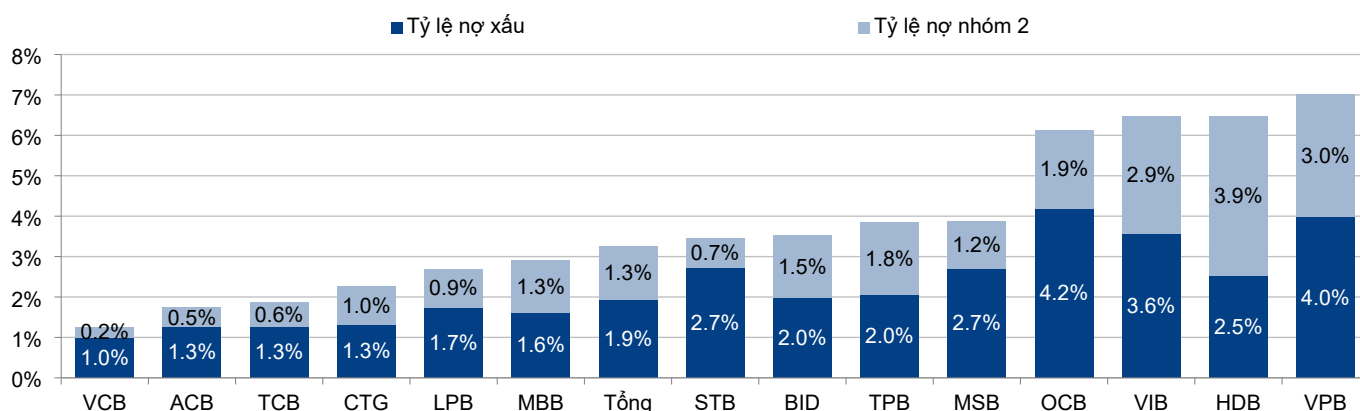
Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ so với quý trước



Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC rỗng vào phần nợ xấu.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 28: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 trong Q2/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

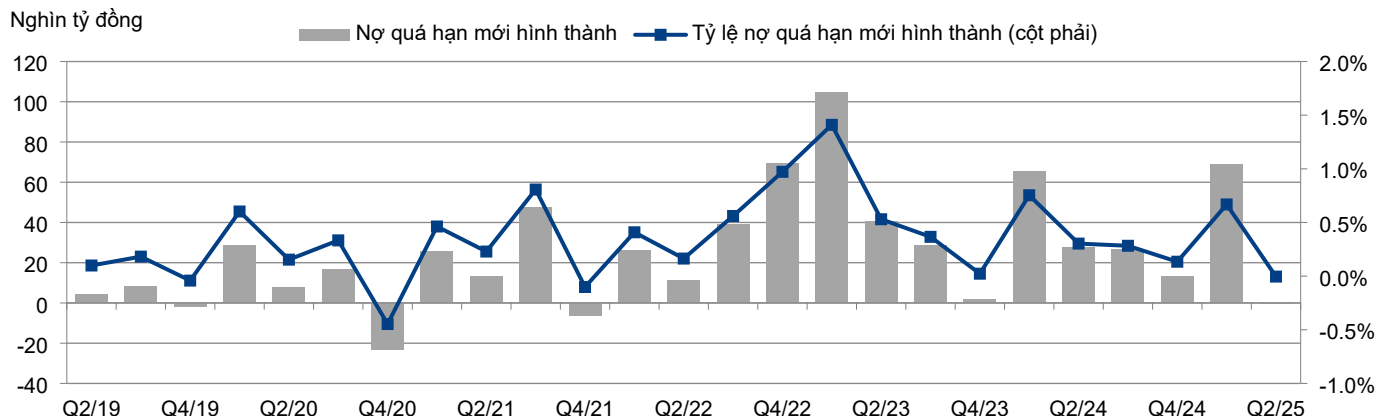
VCB, ACB và TCB tiếp tục có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất



Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC rỗng vào phần nợ xấu.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 29: Nợ quá hạn mới hình thành (nhóm 2-5), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

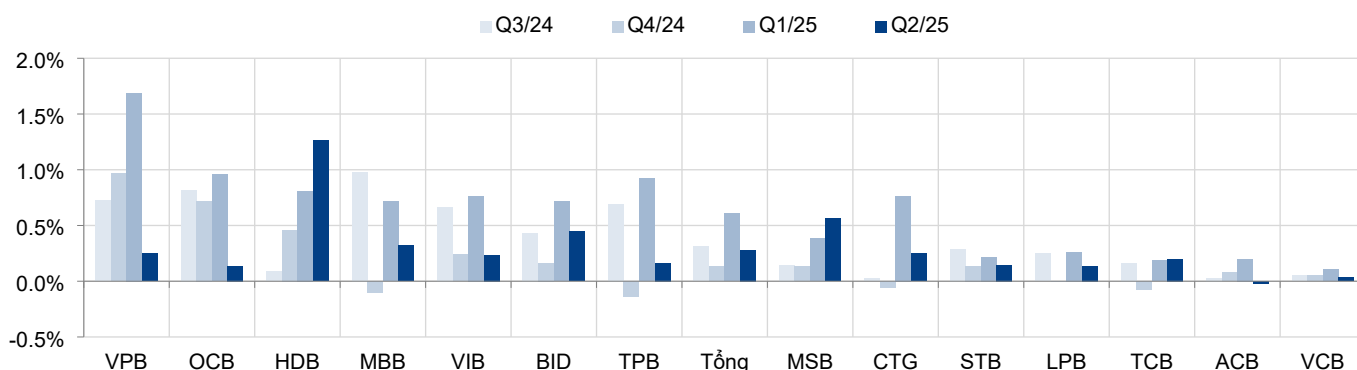
Nợ quá hạn mới hình thành giảm mạnh trong Q1/2025



Ghi chú: Nợ quá hạn mới hình thành đo lường các khoản vay mới thuộc nhóm 2-5 phát sinh (trước khi xóa nợ) mỗi quý
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 30: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) (%) trong 4 quý qua, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

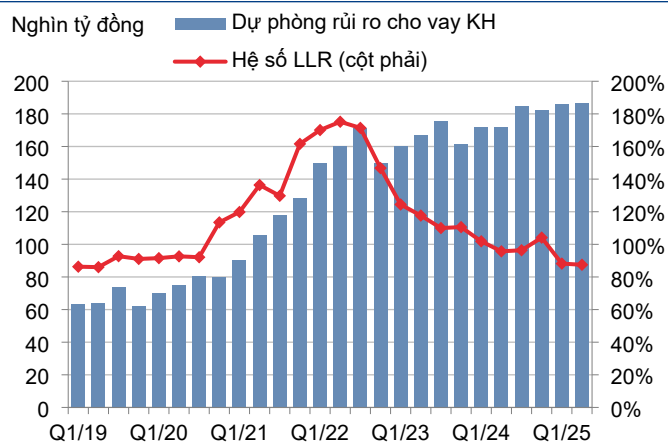
VCB, ACB, TCB và LPB có tỷ lệ nợ xấu mới hình thành thấp nhất trong 4 quý gần đây, vượt trội hơn so với các NHTM khác



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 31: Bộ đệm dự phòng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

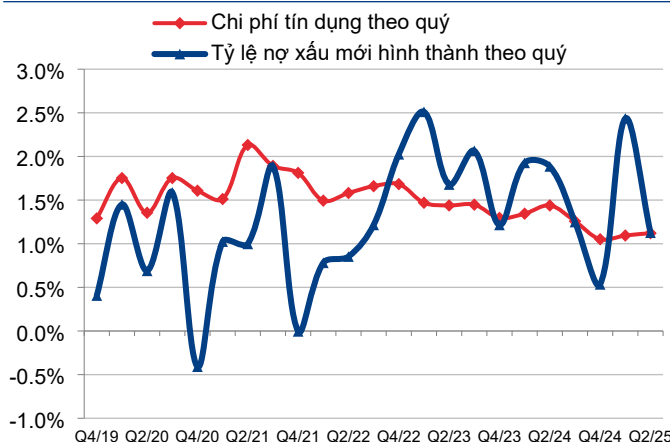
Hệ số LLR tiếp tục giảm...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 32: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

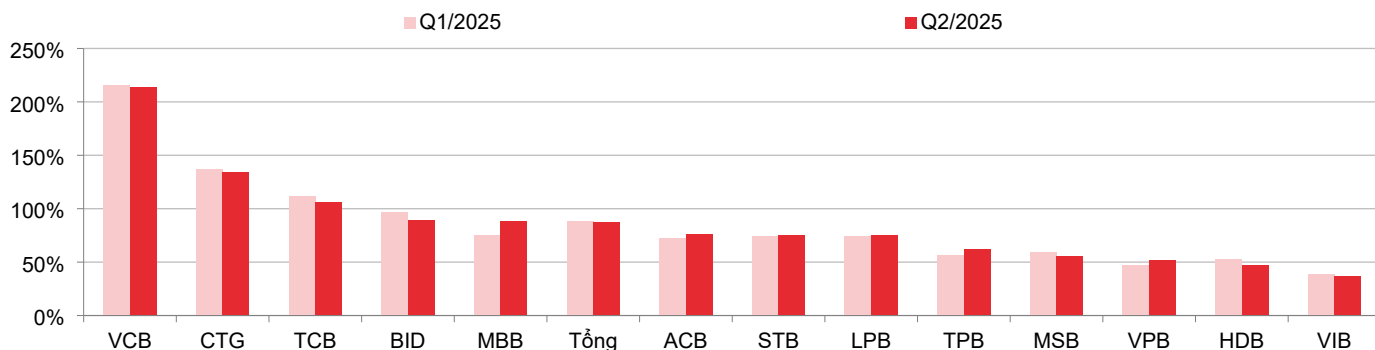
...do chi phí tín dụng duy trì ở mức thấp hơn so với nợ xấu mới hình thành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 33: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) duy trì tương đối ổn định trong Q2/2025



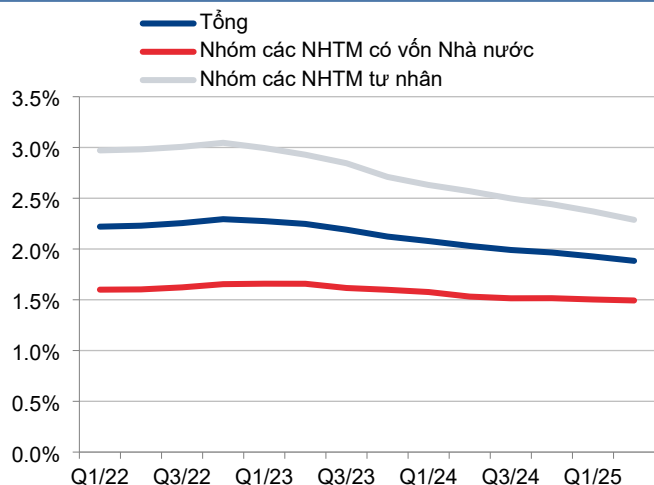
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Tiếp tục kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động

Xu hướng kiểm soát chi phí chặt chẽ vẫn tiếp diễn trong Q2/2025, đặc biệt là ở các NHTM tư nhân với tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng tín dụng trong 12 tháng gần nhất (chi phí hoạt động trên bình quân tổng dư nợ tín dụng) giảm xuống mức thấp kỷ lục 2,3% từ 2,4% quý trước. Trong khi đó, tỷ lệ này ở nhóm NHTM có vốn nhà nước vẫn đi ngang ở mức 1,5%. Tuy nhiên, tốc độ cắt giảm nhân sự đã chậm lại do các ngân hàng ngày càng ưu tiên nâng cao năng suất thông qua áp dụng công nghệ & AI. Trong khi đó, các NHTM có vốn nhà nước không có áp lực phải cắt giảm chi phí hoạt động ngay lập tức nhờ đệm dự phòng rủi ro lớn để hỗ trợ lợi nhuận và các tỷ lệ chi phí đã ở mức thấp.

Biểu đồ 34: Tỷ lệ chi phí HĐ (trượt 12 tháng), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

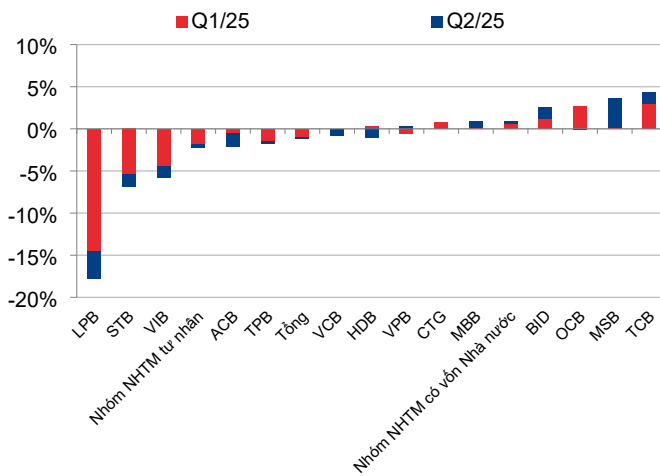
Tỷ lệ chi phí HĐ duy trì xu hướng giảm trong Q2/2025



Ghi chú: Tỷ lệ chi phí HĐ = Chi phí HĐ / Tổng tín dụng bình quân.
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 35: Thay đổi số lượng nhân viên so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Một số ngân hàng tiếp tục cắt giảm số lượng nhân viên trong Q2/2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2025 – quan điểm hiện tại

Trong 6 tháng cuối năm 2025, ngành ngân hàng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tín dụng cao nhờ sự hỗ trợ từ thanh khoản theo quan điểm chính sách và hạn mức tăng trưởng tín dụng được NHNN bổ sung. Tuy nhiên, sức ép chi phí huy động nhiều khả năng sẽ tăng lên nếu tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt tiền gửi, và các ngân hàng buộc phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn thị trường có chi phí cao hơn. Mặc dù tỷ lệ NIM được dự báo sẽ ổn định, thu nhập phí sẽ tiếp tục ở mức thấp, trong khi xu hướng chất lượng tài sản - đặc biệt là trước những thách thức tiềm ẩn về thuế quan - sẽ cần được theo dõi chặt chẽ.

HSC phân tích những động lực và thách thức chính như sau.

Tăng trưởng tín dụng:

- **NHNN nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng có mức tăng trưởng tốt nhất:** Tính đến ngày 31/7/2025, NHNN đã nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng đã sử dụng tối thiểu 80% hạn mức ban đầu. Mặc dù không công bố mục tiêu cho toàn hệ thống, chúng tôi ước tính động thái này sẽ giúp tăng trưởng tiềm năng của ngành tăng thêm 1-2% so với mục tiêu 16% hiện tại.
- **Tăng trưởng cả năm ước tính đạt 16-17%:** Được hỗ trợ bởi đầu tư công tăng tốc và thị trường bất động sản đang phục hồi, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống dự kiến sẽ đạt 16-17% vào năm 2025. Các NHTM tư nhân tập trung mạnh vào ngành BĐS nhiều khả năng sẽ đạt kết quả tốt hơn so với các NHTM có vốn nhà nước và các NHTM định hướng bán lẻ.

Lãi suất và tỷ lệ NIM:

- **NHNN cam kết hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống:** Trong các cuộc họp gần đây, NHNN đã khẳng định lập trường duy trì lãi suất chính sách thấp và đảm bảo thanh khoản dồi dào cho hệ thống ngân hàng.
- **Áp lực chi phí huy động kéo dài:** Do mặt bằng lãi suất huy động duy trì ở mức thấp dưới sự giám sát của cơ quan quản lý, tiền gửi được dự báo sẽ tăng trưởng chậm hơn so với tín dụng. Do đó, các ngân hàng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào thị trường tiền tệ và các công cụ của NHNN để huy động vốn.
- **Chi phí huy động dự báo tăng nhẹ so với quý trước:** Mặc dù lãi suất huy động niêm yết vẫn ở mức thấp, chi phí huy động – đặc biệt là đối với các NHTM tư nhân – có khả năng sẽ tăng nhẹ do phụ thuộc nhiều hơn vào giấy tờ có giá & nguồn vốn từ NHNN. Hiện tại, chi phí huy động trên thị trường OMO ở mức khoảng 4%, trong khi giấy tờ có giá là 5-6% – đều tương đối cao so với lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng lần lượt khoảng 3,5% và 5% của các NHTM tư nhân.
- **Tỷ lệ NIM được dự báo sẽ ổn định:** Nhu cầu tín dụng tăng lên sẽ giúp các ngân hàng chuyển giá phần gia tăng của chi phí huy động sang khách hàng vay, từ đó có thể giúp tỷ lệ NIM ổn định trong 6 tháng cuối năm 2025. Tỷ lệ NIM có thể mở rộng nhẹ thông qua tối ưu hóa cơ cấu huy động (ví dụ: nâng cao tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn) hoặc đẩy mạnh cho vay trung và dài hạn ở các phân khúc có lợi suất cao hơn như cho vay mua nhà, tài trợ dự án BĐS và cơ sở hạ tầng.

Thu nhập phí được dự báo vẫn ở mức thấp do cạnh tranh gia tăng và hoạt động bancassurance kém tích cực.

Chất lượng tài sản: Rủi ro cần được theo dõi chặt chẽ đặc biệt là sau khi chính sách thuế quan của Tổng thống Trump có hiệu lực vào tháng 8. Sức ép trích lập dự phòng vẫn tiếp diễn do tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR thấp và tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng đã phục hồi mạnh mẽ kể từ đợt điều chỉnh vào tháng 4, dẫn đầu là cổ phiếu các ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao hơn, tập trung nhiều hơn vào ngành BĐS như VPB, TCB và MBB. Đáng chú ý, xu hướng tăng giá – với động lực khả năng đến từ định giá lại và tình hình vĩ mô thuận lợi thay vì nền tảng cơ bản cải thiện trên diện rộng – đã đưa định giá P/B dự phóng của hầu hết ngân hàng lên cao hơn so với bình quân quá khứ. Do đó, HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho nhiều cổ phiếu. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho ACB, hiện là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá 20%, và Tăng tỷ trọng cho BID & VCB.

Diễn biến kể từ đầu năm

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng đã tăng mạnh kể từ đợt điều chỉnh vào tháng 4 sau thông báo về chính sách thuế quan của ông Trump; kể từ ngày 10/4/2025, giá cổ phiếu của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng bình quân 48%, dao động từ mức thấp 19% (VCB) đến mức cao 96% (VPB). Trên thực tế, giá cổ phiếu của các NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích – tăng bình quân 53% kể từ mức đáy gần nhất – dẫn dắt đà tăng của VNIndex với diễn biến vượt trội từ những cổ phiếu có hệ số beta cao hơn, tập trung nhiều hơn vào ngành BĐS so với các ngân hàng có chiến lược thận trọng hơn.

Trong khi đó, top 3 cổ phiếu ghi nhận diễn biến tích cực nhất kể từ đầu năm bao gồm VPB (tăng 58%), TCB (tăng 53%) và MBB (tăng 46%) – tất cả đều có tỷ trọng tín dụng đáng kể đối với ngành BĐS. Những cổ phiếu ghi nhận diễn biến kém tích cực là hai NHTM có vốn nhà nước, VCB (chỉ tăng 2,5%) & BID (tăng 7,1%) và HDB (tăng 9,4%) với tiềm năng tăng giá hạn chế do định giá cao tại thời điểm đầu năm sau khi đã tăng mạnh trong năm 2024.

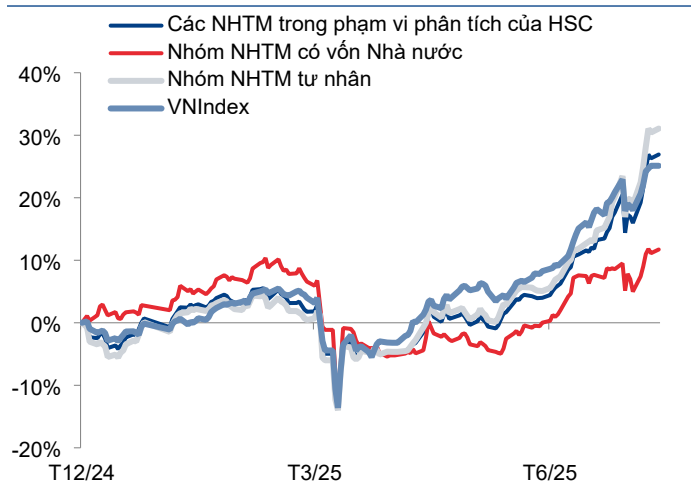
Do KQKD cốt lõi tương đối khiêm tốn như đã phân tích trước đó, HSC cho rằng giá cổ phiếu ngành ngân hàng tăng mạnh chủ yếu nhờ định giá chung của ngành được nâng lên, những động lực chính bao gồm:

- **Thông tin vĩ mô tích cực:** Tăng trưởng GDP Q2 mạnh mẽ (khoảng 8%), đầu tư công tăng 25% so với cùng kỳ cùng những thông tin rõ ràng hơn về chính sách thuế quan của ông Trump (thuế suất 20% đối với Việt Nam, nhìn chung tương đương với các quốc gia châu Á khác).
- **Lập trường chính sách hỗ trợ tăng trưởng:** Chính phủ tái khẳng định lập trường hỗ trợ tăng trưởng thông qua cả chính sách tài khóa và tiền tệ, đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao & duy trì mặt bằng lãi suất thấp, điều này đã hỗ trợ giá cổ phiếu.
- **Thị trường BĐS hồi phục:** Nhiều dự án đã giải quyết được các vấn đề pháp lý và được đảm bảo nguồn vốn từ ngân hàng & khách hàng (thông qua hình thức mở bán sớm), giúp giảm rủi ro tín dụng cho các chủ đầu tư BĐS.

Từ đó, thị trường có thể đã giảm phần bù rủi ro trước đây áp dụng cho các ngân hàng – đặc biệt là những ngân hàng có tỷ trọng tín dụng cao đối với ngành BĐS – từ đó giúp nâng mặt bằng định giá chung của ngành trong Q2/2025.

Biểu đồ 36: Hiệu suất so với đầu năm của các cổ phiếu ngân hàng trong phạm vi phân tích của HSC

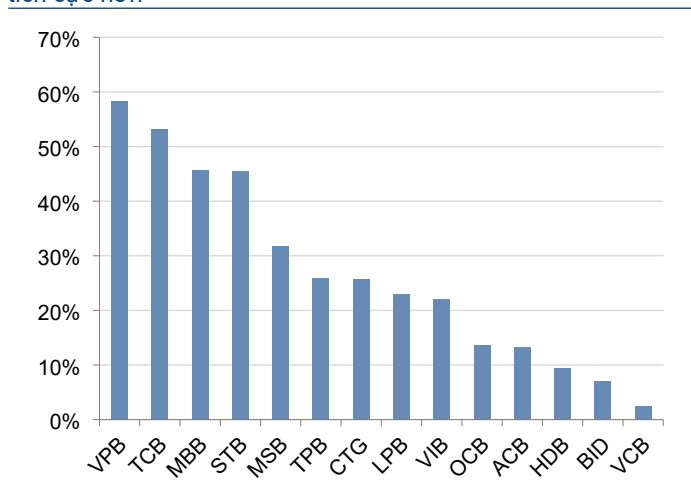
Cổ phiếu các ngân hàng tăng mạnh sau đợt điều chỉnh hồi tháng 4



Ghi chú: Dữ liệu ngày 11/8; tính bình quân giản đơn.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 37: Hiệu suất so với đầu năm của các ngân hàng

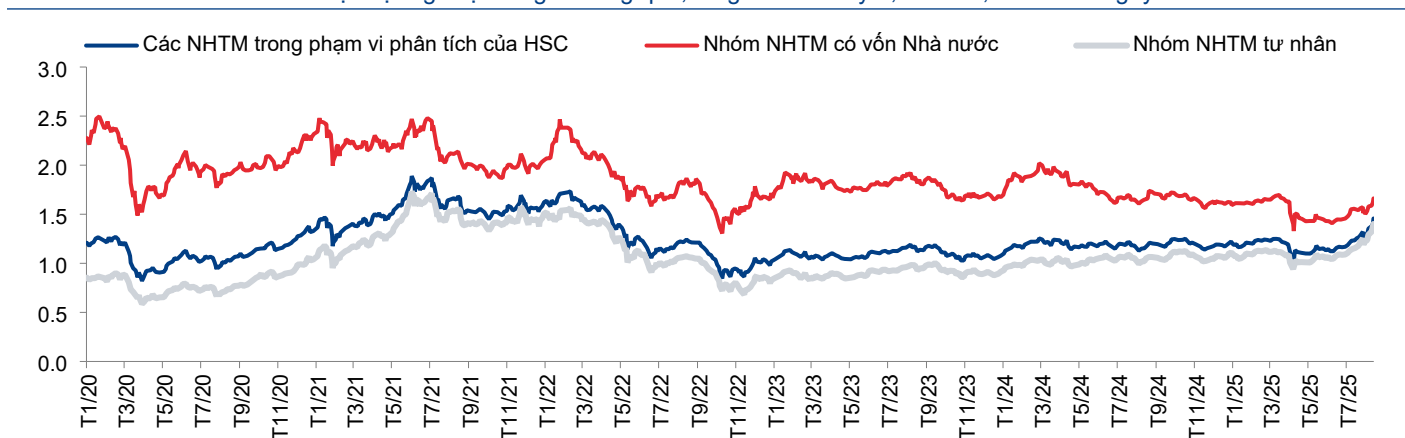
Các ngân hàng tập trung cho vay BĐS có diễn biến giá cổ phiếu tích cực hơn



Ghi chú: Dữ liệu ngày 11/8.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 38: P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

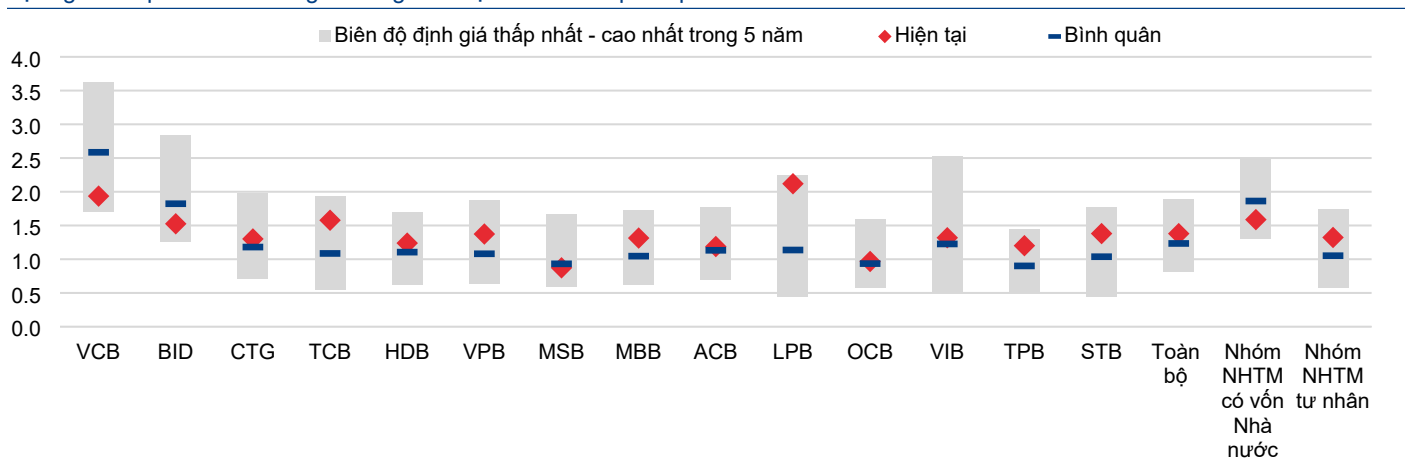
P/B của các NHTM tư nhân được định giá lại trong 4 tháng qua, tăng từ mức đáy 0,93 lên 1,3 tính đến ngày 11/8



Ghi chú: Dữ liệu ngày 11/8.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 39: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Định giá của phần lớn các ngân hàng đã vượt mức bình quân quá khứ 5 năm



Ghi chú: Dữ liệu ngày 11/8.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Bối cảnh và định giá trên TTCK hiện tại

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh, P/B trượt dự phóng 1 năm của hầu hết các ngân hàng hiện đều cao hơn bình quân 5 năm, ngoại trừ hai NHTM có vốn nhà nước – VCB (P/B dự phóng 1,94 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 2,59 lần) và BID (P/B dự phóng 1,53 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 1,82 lần). Trong khi đó, hai NHTM tư nhân định hướng bán lẻ – ACB (P/B dự phóng 1,19 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 1,13 lần) và VIB (P/B dự phóng 1,32 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 1,23 lần) – và hai NHTM có quy mô nhỏ hơn – MSB (P/B dự phóng 0,87 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 0,93 lần) và OCB (P/B dự phóng 0,97 lần, so với bình quân 5 năm ở mức 0,94 lần) – đang giao dịch sát bình quân quá khứ.

Bảng 40: So sánh P/B, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	Tiềm năng tăng/giảm %	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)		
					2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
ACB	24,400	Mua vào	29,300	20.1%	1.30	1.12	7.2	6.1	21.6%	19.3%	19.7%	4.0%	18.1%	1.56	1.35	
BID	40,200	Tăng tỷ trọng	42,500	5.7%	1.68	1.44	11.9	10.2	17.0%	15.3%	15.2%	7.0%	16.9%	1.77	1.52	
CTG	47,500	Mua vào	50,000	5.3%	1.45	1.22	8.8	7.6	16.5%	17.8%	17.4%	28.2%	16.7%	1.53	1.28	
HDB	27,900	Mua vào	28,200	1.1%	1.46	1.20	7.3	6.0	22.3%	21.9%	21.8%	18.6%	21.0%	1.47	1.21	
LPB	35,800	Bán ra	21,700	-39.4%	2.32	2.00	10.6	10.3	24.8%	22.5%	20.9%	4.4%	3.8%	1.41	1.21	
MBB	31,800	Mua vào	29,900	-6.0%	1.45	1.23	8.5	7.4	20.5%	18.6%	18.1%	8.0%	15.3%	1.37	1.16	
MSB	15,350	Mua vào	14,900	-2.9%	0.94	0.83	7.0	7.3	16.2%	14.4%	12.1%	3.6%	-4.1%	0.91	0.81	
OCB	12,950	Nắm giữ	11,759	-9.2%	1.04	0.92	10.3	8.6	10.5%	10.3%	11.4%	5.2%	20.3%	0.94	0.84	
STB	53,700	Tăng tỷ trọng	50,100	-6.7%	1.54	1.29	9.5	7.5	18.3%	17.6%	18.7%	15.3%	27.3%	1.44	1.20	
TCB	37,750	Tăng tỷ trọng	36,400	-3.6%	1.72	1.49	10.5	8.7	15.6%	16.9%	18.4%	18.0%	21.1%	1.66	1.44	
TPB	19,550	Tăng tỷ trọng	15,900	-18.7%	1.31	1.14	7.9	6.9	15.8%	17.0%	17.6%	7.6%	14.1%	1.06	0.93	
VCB	62,500	Tăng tỷ trọng	66,300	6.1%	2.11	1.84	16.3	14.3	17.1%	14.4%	13.7%	3.0%	13.9%	2.23	1.95	
VIB	20,300	Tăng tỷ trọng	17,807	-12.3%	1.44	1.24	8.6	7.2	17.8%	17.9%	18.5%	12.6%	19.4%	1.26	1.09	
VPB	29,600	Mua vào	23,000	-22.3%	1.48	1.31	12.0	9.9	11.4%	13.0%	14.1%	23.7%	22.0%	1.15	1.02	
Bình quân ngành					-5.9%	1.52	1.30	9.8	8.4	17.5%	16.9%	17.0%	11.4%	16.1%	1.41	1.21
Bình quân nhóm NHTM có vốn NN					5.7%	1.74	1.50	12.3	10.7	16.9%	15.8%	15.5%	12.7%	15.9%	1.84	1.58
Bình quân nhóm NHTM tư nhân					-9.1%	1.45	1.25	9.1	7.8	17.7%	17.2%	17.4%	11.0%	16.2%	1.29	1.11

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 11/8.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Khuyến nghị

Do thị giá của một số cổ phiếu đã sát hoặc vượt giá mục tiêu, HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho một số ngân hàng, ngoại trừ ACB (Mua vào), lựa chọn hàng đầu hiện tại của chúng tôi, BID (Tăng tỷ trọng) và VCB (Tăng tỷ trọng).

Những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu

ACB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,3 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,45 lần, trong khi hệ số ROE dự phóng năm 2025 là 19,3%, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 17,2%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB với tiềm năng tăng giá khoảng 20%.

ACB đã công bố KQKD Q2/2025 vững chắc với LNTT tăng 8,8% so với cùng kỳ, cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi nhờ tác động tích cực từ lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và lãi mua bán trái phiếu lớn hơn tác động tiêu cực do tỷ lệ NIM & lãi thuần HĐ dịch vụ thấp. Tăng trưởng tín dụng đạt 9,2% so với cùng kỳ, tiếp tục nhờ phân khúc DNNVV và doanh nghiệp lớn. Thanh khoản vẫn được kiểm soát tốt nhờ đẩy mạnh huy động giấy tờ có giá. Tỷ lệ NIM ổn định so với quý trước ở mức 3%, phục hồi chậm hơn so với giả định của chúng tôi. Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ

lệ nợ xấu giảm xuống 1,26% từ 1,48% tại thời điểm cuối năm 2024 và Q1/2025 nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp.

BID đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,68 lần, thấp hơn 30% so với VCB nhưng cao hơn 16% so với CTG, với hệ số ROE dự phóng năm 2025 là 15,3% so với 14,4% của VCB và 17,8% của CTG. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giá mục tiêu cho BID với tiềm năng tăng giá 5,7%.

BID đã công bố KQKD sát với dự báo với LNTT Q2/2025 đạt 8,6 nghìn tỷ đồng, tăng 6% so với cùng kỳ và tăng 16% so với quý trước, chủ yếu nhờ thu nhập ngoài lãi tăng 32% so với cùng kỳ trong khi thu nhập lãi thuần chỉ tăng 1% so với cùng kỳ. Do đó, LNTT 6 tháng đầu năm 2025 đạt 16 nghìn tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ và hoàn thành 46% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi. Tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải, đạt 6% so với đầu năm, trong khi tỷ lệ NIM nhìn chung ổn định ở mức 2,11%. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 1,98% do chất lượng tài sản vẫn chịu sức ép.

VCB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 2,11 lần, thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 2,59 lần và cao hơn 38% so với ngành - mức thấp kỷ lục, với hệ số ROE dự phóng năm 2025 là 14,4%, so với bình quân ngành ở mức 16,9%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giá mục tiêu cho VCB với tiềm năng tăng giá 6,1%.

KQKD Q2/2025 của VCB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi với LNTT đạt 11 nghìn tỷ đồng (tăng 9,1% so với cùng kỳ), tương đương LNTT 6 tháng đầu năm 2025 tăng 5,1% so với cùng kỳ. Thu nhập phí và tỷ lệ NIM thấp được bù đắp nhờ lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối & thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng mạnh và chi phí dự phòng giảm xuống. Tín dụng tăng trưởng 7,3% so với đầu năm trong khi huy động tăng trưởng 4,7% so với đầu năm. Tỷ lệ NIM đi ngang so với quý trước ở mức 2,64% và lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 43% so với cùng kỳ được bù đắp nhờ lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tăng 41% so với cùng kỳ. Chất lượng tài sản vẫn vững chắc với tỷ lệ nợ xấu ở mức 1% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR là 214%.

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 W: www.hsc.com.vn