

## Chính sách thuận lợi, tín dụng tăng tốc: Động lực mới cho các ngân hàng Việt Nam

### Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, 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

- Tín dụng được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP tham vọng trong những năm tới, qua đó nâng cao lợi nhuận của các NHTM. Chúng tôi tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, tương ứng với mức tăng trưởng kép 3 năm là 18%.
- Những cải cách chính sách gần đây tiếp tục củng cố nền tảng cơ bản của các ngân hàng, trong đó Basel III tăng cường sự vững chắc của nền tảng vốn, các tiêu chí mới về trần sở hữu nước ngoài cải thiện khả năng tiếp cận cho NĐT cùng các quy định về tài sản số và thị trường vàng mở ra cơ hội tăng trưởng mới tiềm năng.
- Sau khi tăng mạnh rồi điều chỉnh nhẹ trong thời gian gần đây, nhiều ngân hàng đang giao dịch với P/B cao hơn bình quân quá khứ. Theo nhận định của chúng tôi về định giá và triển vọng tăng trưởng, một số ngân hàng vẫn có tiềm năng tăng giá hấp dẫn. Những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của bao gồm: ACB, CTG, HDB, MBB, STB, TCB, VPB.

## Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành tốt hơn dự báo, đạt 13,7% tính đến cuối tháng 9, mức cao nhất trong một thập kỷ vừa qua. Hoạt động cho vay mạnh mẽ được kỳ vọng sẽ tiếp tục để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP tham vọng, từ đó gia tăng lợi nhuận của các ngân hàng. Chúng tôi tăng bình quân 4% dự báo LNTT, trong đó tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 19% và LNTT tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 18%. Những điều chỉnh này phản ánh nhu cầu tín dụng lan tỏa trên diện rộng với đà tăng trưởng được kỳ vọng giữ vững cho đến cuối năm.

## Cải cách chính sách củng cố nền tảng trung hạn

Những thay đổi về quy định gần đây đã mang lại hiệu ứng tích cực cho ngành Ngân hàng. Chuẩn mực Basel III tăng cường năng lực quản trị rủi ro và an toàn vốn, trong khi việc điều chỉnh trần sở hữu nước ngoài giúp cải thiện khả năng tiếp cận cho khối ngoại. Ngoài ra, các quy định sắp tới về tài sản số và thị trường vàng có thể mở ra mảng kinh doanh và nguồn doanh thu mới trong trung hạn. Nhìn chung, các quy định mới giúp nâng cao tính bền vững và tiềm năng cho ngành.

## Cơ hội hấp dẫn vẫn còn sau khi thị trường nâng định giá

Cổ phiếu ngành Ngân hàng đã tăng mạnh kể từ đầu năm nhờ kỳ vọng tăng trưởng cải thiện, trong đó nhiều cổ phiếu đang giao dịch với P/B cao hơn bình quân quá khứ và đang tiến sát mức đỉnh định giá vào năm 2021. So với mức đỉnh năm 2021, nền tảng vĩ mô hiện tại vững chắc hơn - tăng trưởng GDP mạnh hơn và thị trường BĐS đang phục hồi - mặc dù tồn tại rủi ro đến từ căng thẳng thương mại toàn cầu. Nhìn chung, nền tảng cơ bản của ngành đang cải thiện so với năm 2021. Dựa trên mô hình định giá của chúng tôi và câu chuyện tăng trưởng của từng ngân hàng, một số cổ phiếu vẫn có tiềm năng tăng giá tương đối hấp dẫn. Trong 12 tháng tới, chúng tôi tập trung vào các NHTM có tăng trưởng mạnh mẽ và lựa chọn CTG, HDB, MBB, STB, TCB, VPB. Trong trung hạn, chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu ACB, đặc biệt là ở định giá hiện tại. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho MSB & VIB.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/10.*

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	25,100	Mua vào	-	31,500	-	25.5	7.20	6.01	1.34	1.15	3.46	3.98
BID	37,200	Tăng tỷ trọng	-	43,900	-	18.0	9.52	8.26	1.55	1.32	1.08	1.21
CTG	50,500	Tăng tỷ trọng	-	60,000	-	18.8	8.45	7.30	1.54	1.29	0	0
HDB	32,500	Tăng tỷ trọng	-	36,500	-	12.3	7.21	6.42	1.73	1.40	1.54	1.54
LPB	49,900	Bán ra	-	24,500	-	(50.9)	14.0	13.2	3.23	2.77	5.01	2.00
MBB	25,450	Tăng tỷ trọng	-	29,600	-	16.3	7.93	6.54	1.54	1.28	0.89	1.18
MSB	12,450	Tăng tỷ trọng	-	15,700	-	26.1	5.94	6.48	0.90	0.79	0	0
OCB	12,750	Tăng tỷ trọng	-	14,600	-	14.5	10.1	7.95	1.02	0.92	5.08	2.35
STB	55,400	Tăng tỷ trọng	-	58,200	-	5.05	8.11	6.42	1.57	1.30	-	-
TCB	38,000	Tăng tỷ trọng	-	44,500	-	17.1	10.5	8.44	1.67	1.45	2.63	2.63
TPB	18,150	Nắm giữ	-	18,600	-	2.48	7.34	6.43	1.21	1.04	5.51	2.20
VCB	59,600	Tăng tỷ trọng	-	70,200	-	17.8	14.3	12.1	1.99	1.73	0	0
VIB	18,650	Tăng tỷ trọng	-	22,700	-	21.7	7.82	6.84	1.33	1.17	3.75	3.22
VPB	30,450	Tăng tỷ trọng	-	34,000	-	11.7	12.1	9.49	1.52	1.33	1.64	1.64

Giá cổ phiếu tại ngày 22/10/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Nâng dự báo lợi nhuận nhờ tín dụng tăng tốc</b>	<b>3</b>
Tín dụng tăng trưởng mạnh, vượt dự báo của chúng tôi	3
Thay đổi quy định nâng cao sức hấp dẫn của các cổ phiếu ngân hàng	3
Triển vọng nửa cuối năm và KQKD Q3/2025	7
Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027	9
<b>Định giá và khuyến nghị</b>	<b>14</b>
Diễn biến cổ phiếu & định giá hiện tại	14
Bối cảnh định giá – So sánh với giai đoạn đỉnh năm 2021	16
Lựa chọn cổ phiếu: Giá trị và Tăng trưởng	18

---

## Nâng dự báo lợi nhuận nhờ tín dụng tăng tốc

Tín dụng của các NHTM tăng trưởng mạnh mẽ và vượt dự báo của chúng tôi, đạt mức cao nhất trong một thập kỷ vừa qua tính đến cuối tháng 9. Tín dụng mở rộng mạnh được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP tham vọng, từ đó nâng cao lợi nhuận cho các ngân hàng. Chúng tôi tăng bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027, trong đó tín dụng dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 19%/năm và LNTT tăng trưởng trung bình 18%/năm trong 3 năm tới. Giá cổ phiếu ngành Ngân hàng đã tăng mạnh kể từ đầu năm nhờ kỳ vọng tăng trưởng cải thiện. Sau khi điều chỉnh gần đây, nhiều cổ phiếu vẫn đang giao dịch với P/B trên mức bình quân quá khứ. Tuy nhiên, dựa trên mô hình định giá của chúng tôi và câu chuyện tăng trưởng của từng ngân hàng, một số cổ phiếu vẫn có tiềm năng tăng trưởng tương đối hấp dẫn so với ngành. Những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi bao gồm: ACB, CTG, HDB, MBB, STB, TCB, VPB.

### Tín dụng tăng trưởng mạnh, vượt dự báo của chúng tôi

Tóm tắt sơ bộ về 6 tháng đầu năm 2025: Các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã công bố LNTT tăng 9,4% so với cùng kỳ trong Q1/2025 và tăng 15,6% so với cùng kỳ trong Q2/2025 (tương đương tăng 12,6% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2025). Tăng trưởng tín dụng là một điểm sáng, được dẫn dắt bởi các NHTM tư nhân có tỷ trọng tín dụng BDS cao, trong khi các NHTM có vốn nhà nước và các NHTM tập trung vào phân khúc bán lẻ tăng trưởng chậm hơn. Đà tăng trưởng tín dụng vẫn được giữ vững trong Q3. Tính đến cuối tháng 9, tăng trưởng tín dụng ngành Ngân hàng tiếp tục mạnh mẽ, đạt 13,7% so với đầu năm, tăng từ mức 9,9% tại thời điểm cuối tháng 6, một trong những mức tăng trưởng cao nhất trong thập kỷ vừa qua. Ngành Ngân hàng đang được tạo điều kiện thuận lợi để đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng, nhờ sự hỗ trợ thanh khoản và việc nâng hạn mức tăng trưởng từ NHNN.

Tăng trưởng tiền gửi vẫn kém tích cực do lãi suất tiền gửi duy trì ở mức thấp. Tuy nhiên, chi phí huy động đang có xu hướng tăng lên do các ngân hàng chuyển dịch sang các nguồn vốn có tính thị trường như vay liên ngân hàng và giấy tờ có giá.

Bất chấp điều đó, tỷ lệ NIM duy trì ổn định - đặc biệt là ở các NHTM có vốn nhà nước - cho thấy dấu hiệu về khả năng chạm đáy. Tỷ lệ NIM bình quân Q2/2025 nhìn chung ổn định, tăng 3 điểm cơ bản so với quý trước, trong đó lợi suất cải thiện 17 điểm cơ bản bị bù trừ một phần với chi phí huy động tăng 11 điểm cơ bản. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM vẫn giảm 37 điểm cơ bản so với cuối năm 2024. Nhu cầu tín dụng cải thiện sẽ cho phép các ngân hàng chuyển phần gia tăng của chi phí huy động sang cho khách hàng, từ đó duy trì sự ổn định của tỷ lệ NIM trong giai đoạn nửa cuối năm 2025.

Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ, mặc dù một số ngân hàng vẫn phải đối mặt với sự gia tăng của nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước xuống 1,9%, vẫn cao hơn 20 điểm cơ bản so với đầu năm. Tỷ lệ nợ nhóm 2 cải thiện rõ rệt hơn, giảm từ 1,71% xuống 1,33%.

Mời xem phân tích chi tiết trong báo cáo trước đó của chúng tôi: [Nền tảng cải thiện khiếm tốn trong Q2; triển vọng 6 tháng cuối năm tích cực](#).

### Thay đổi quy định nâng cao sức hấp dẫn của các cổ phiếu ngân hàng

Nhiều động thái chính sách trong năm 2025 đang hỗ trợ cấu trúc cho ngành Ngân hàng: Áp dụng khuôn khổ Basel III, nới lỏng cơ chế sở hữu nước ngoài cùng sự xuất hiện tiềm năng của các thị trường chính thống cho tài sản số & vàng. Tác động lên KQKD trong ngắn hạn có thể không đáng kể nhưng những quy định này được kỳ vọng sẽ nâng cao đáng kể sức hấp dẫn trong trung & dài hạn.

### Thông tư 14/2025 về Basel 3 - áp dụng theo từng giai đoạn, nâng cao chất lượng vốn

Thông tư 14/2025 của NHNN – có hiệu lực từ ngày 15/9/2025 – thay thế Thông tư 41/2016 (Basel II) - đặt ra lộ trình áp dụng khuôn khổ Basel III theo từng giai đoạn: Áp dụng tự nguyện đến hết năm 2029, sau đó áp dụng bắt buộc kể từ ngày 1/1/2030. Chúng tôi kỳ vọng những ngân hàng tuân thủ khuôn khổ Basel II sẽ chuyển sang

phương pháp tiêu chuẩn trước để giảm RWA trong ngắn hạn, trong khi phương pháp IRB sẽ cần thêm thời gian. Tính đến tháng 10/2025, một số ngân hàng như VCB, VPB và TPB đã đăng ký áp dụng sớm khuôn khổ này.

Những điểm chính từ Thông tư 14/2025:

- **Cơ cấu vốn:** Duy trì hệ số CAR  $\geq 8\%$ ; tỷ lệ vốn cấp 1  $\geq 6\%$  và tỷ lệ vốn cấp 1 cốt lõi (CET1)  $\geq 4,5\%$  để cải thiện chất lượng vốn.
- **Bộ đệm dự phòng:** Các ngân hàng dần phải xây dựng bộ đệm bảo toàn vốn (CCB) lên 2,5% vào năm 2033; nếu không tuân thủ sẽ kích hoạt các hạn chế về chi trả cổ tức  $\Rightarrow$  hệ số CAR + CCB = 10,5% khi triển khai đầy đủ. Tỷ lệ bộ đệm vốn phân chu kỳ (CCyB) (0–2,5%) cũng có thể được NHNN kích hoạt để bảo vệ sự ổn định tài chính trong các chu kỳ kinh tế.
- **Các phương pháp đo lường rủi ro:** Rủi ro tín dụng được tính toán dựa trên phương pháp tiêu chuẩn hoặc phương pháp xếp hạng nội bộ (IRB); phương pháp tiêu chuẩn thay thế phương pháp chỉ số cơ bản (BIA) cho rủi ro hoạt động; phương pháp tính rủi ro thị trường không thay đổi.
- **Tỷ trọng danh mục đầu tư:** Quá trình chuyển đổi có thể làm giảm RWA (đặc biệt là các danh mục tài sản có rủi ro thấp) và khuyến khích cho vay đối với các khoản vay và dự án có chất lượng cao, rủi ro thấp, bao gồm cả một số dự án BĐS đáp ứng các tiêu chí đã sửa đổi.

Mời xem phân tích chi tiết trong báo cáo: [Áp dụng Basel 3: Mục tiêu CAR & CCB đạt 10,5% vào năm 2033.](#)

### Đổi mới quy định về trần sở hữu nước ngoài – mở rộng cánh cửa cho khối ngoại

Nghị định 69/2025 và Nghị định 245/2025 loại bỏ quyền của các công ty đại chúng trong việc đặt tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới trần pháp lý – từ đó giảm bớt rào cản và cải thiện thanh khoản.

**Nghị định 69/2025 (Nghị định 69/2025)** nâng một cách chọn lọc trần sở hữu nước ngoài lên 49% đối với các NHTM tư nhân đủ điều kiện mua lại/xử lý các ngân hàng yếu kém thông qua chuyển nhượng bắt buộc (trừ các NHTM có vốn nhà nước). Nghị định này có hiệu lực từ ngày 19/5/2025, trong đó những ngân hàng hưởng lợi bao gồm: HDB, MBB, VPB.

**Không áp dụng giới hạn dưới trần:** Nghị định 245/2025 loại bỏ quyền của các công ty đại chúng trong việc đặt tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới trần pháp lý. Giới hạn sở hữu của ngành vẫn ở mức 30%; những tổ chức hiện có mức giới hạn thấp hơn có thể giữ nguyên hoặc tăng giới hạn lên đến mức trần, nhưng không được đặt giới hạn mới thấp hơn.

**Những cổ phiếu vẫn còn room (trong phạm vi phân tích của chúng tôi):** MBB (23,2%), TCB (22,5%), OCB (22,0%), HDB (17,5%), VIB (5,0%), LPB (5,0%). Tỷ lệ room nước ngoài trung bình còn lại khoảng 4,3% (FiinPro, ngày 23/10/2025). ACB khoảng 0,06% room; TCB và VIB đã hết room.

**Tác động:** Giảm bớt những hạn chế từ việc siết chặt trần sở hữu nước ngoài cho phép dòng vốn nước ngoài chảy vào nhiều hơn, từ đó đem lại tiềm năng được định giá lại nếu còn dư địa, đặc biệt là đối với những cổ phiếu còn room hoặc đủ điều kiện nâng trần sở hữu lên 49%.

### Tài sản số - Hành lang pháp lý đang hình thành

Trong tháng 3/2025, Thủ tướng Chính phủ đã giao cho Bộ Tài chính soạn thảo khuôn khổ pháp lý và cơ chế cho giao dịch tiền điện tử. Sau đó, kể từ tháng 6/2025, ba luật/văn bản dưới luật quan trọng (Luật Công nghiệp Công nghệ Số, Nghị quyết 222 và Nghị quyết 5) đã được ban hành, định nghĩa tài sản số và đặt ra các yêu cầu cơ bản để cấp phép cho các sàn giao dịch tài sản số trong nước.

Các quy định bổ sung dự kiến được ban hành vào giữa năm 2026; sàn giao dịch được cấp phép đầu tiên dự kiến sẽ hoạt động vào khoảng Q3/2026, có thể tại một Trung tâm Tài chính Quốc tế (TP.HCM hoặc Đà Nẵng). Nghị quyết 5 nêu rõ các tiêu chuẩn

cấp phép chặt chẽ (vốn, quản trị, công nghệ), hạn chế số lượng đơn vị đủ điều kiện tham gia nhưng tăng cường tính ổn định của hệ thống.

Chỉ các ngân hàng/CTCK có nền tảng vốn và cơ sở hạ tầng công nghệ vượt trội mới có khả năng hưởng lợi từ sự phát triển của sàn giao dịch tài sản số.

Trong số các NHTM, chúng tôi nhận thấy TCB, VPB và MBB sẽ là những đơn vị hưởng lợi chính nhờ đáp ứng được các yêu cầu chính trong Nghị quyết 5 cũng như đã cho thấy những động thái mạnh mẽ hướng tới phát triển sàn giao dịch tài sản số. Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong trung hạn.

Mời xem thông tin chi tiết về thị trường tài sản số trong báo cáo: [Nghị quyết 5/2025 – Hướng dẫn ban đầu về tài sản số](#).

**Bảng 1: Các quy định quan trọng về phát triển tài sản số**

Quốc hội và Chính phủ đã ban hành ba văn bản luật/nghị quyết liên quan đến phát triển tài sản số

	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực	Nội dung chính
Luật Công nghiệp Công nghệ Số (Luật số 71/2025/QH15)	14/6/2025	1/1/2026	<ul style="list-style-type: none"> <li>Định nghĩa “Công nghệ số”, “Công nghiệp công nghệ số”, cùng các doanh nghiệp, lĩnh vực và sản phẩm có liên quan.</li> <li>Đưa ra khái niệm “Tài sản số” và giới thiệu cơ chế quản lý đối với loại tài sản này.</li> <li>Định nghĩa “Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC)” và các chủ thể tham gia, bao gồm cơ quan quản lý IFC và trọng tài viên quốc tế.</li> </ul>
Nghị quyết 222/2025/QH15	27/6/2025	1/9/2025	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thiết lập cơ chế “sandbox” cho phát triển công nghệ tài chính mới, bao gồm tài sản số.</li> <li>Cung cấp ưu đãi thuế cùng các chính sách khuyến khích khác cho dự án và nhân sự hoạt động trong IFC.</li> </ul>
Nghị quyết 5/2025/NQ-CP	9/9/2025	9/9/2025	<p><b>Xác định các trụ cột cốt lõi của cơ chế thị trường tài sản số trong nước, bao gồm:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Yêu cầu thành lập sàn giao dịch tài sản số được cấp phép,</li> <li>Quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư tài sản số tại Việt Nam,</li> <li>Điều kiện phát hành và chào bán tài sản số.</li> </ul>

*Nguồn: Văn bản của Chính phủ, HSC*

**Bảng 2: Các yêu cầu chính đối với sàn giao dịch tài sản số**

Sàn giao dịch tài sản số tập trung trong nước cần đáp ứng bộ tiêu chuẩn cao để có thể thành lập và hoạt động

Yêu cầu	Các tiêu chí chính
<b>Vốn điều lệ</b>	Tối thiểu 10.000 tỷ đồng
<b>Cổ đông</b>	Tối thiểu 65% vốn điều lệ do các cổ đông, thành viên là tổ chức góp vốn. Tối thiểu 35% vốn điều lệ do ít nhất 2 tổ chức là ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty bảo hiểm, doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ góp vốn. Cổ đông, thành viên góp vốn là tổ chức phải có tư cách pháp nhân, hoạt động kinh doanh có lãi trong 2 năm liền trước năm đề nghị cấp giấy phép. Tổng mức góp vốn, mua cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài vào tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa không được vượt quá 49% vốn điều lệ của tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa.
<b>Nhân lực</b>	Tổng giám đốc có tối thiểu 2 năm kinh nghiệm làm việc tại bộ phận nghiệp vụ của các tổ chức trong lĩnh vực tài chính, chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm hoặc quản lý quỹ. Giám đốc công nghệ (hoặc vị trí tương đương) có tối thiểu 5 năm kinh nghiệm làm việc tại bộ phận công nghệ thông tin của các tổ chức trong lĩnh vực tài chính, chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm, quản lý quỹ hoặc doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ. Tối thiểu 10 nhân sự làm việc tại bộ phận công nghệ có văn bằng, chứng chỉ đào tạo về an toàn thông tin mạng. Tối thiểu 10 nhân sự có chứng chỉ hành nghề chứng khoán làm việc tại các bộ phận nghiệp vụ khác.
<b>Công nghệ</b>	Máy chủ được đặt tại Việt Nam. Công suất hệ thống phải đủ mạnh để hỗ trợ giao dịch tài sản số. Hệ thống thông tin được Bộ Công an xếp hạng cấp 4 (trên thang 5 cấp). Phải có quy trình vận hành chi tiết.
<b>Pháp lý/Tuân thủ</b>	Phải có điều lệ công ty. Phải đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, doanh nghiệp và Nhà nước. Phải tuân thủ tất cả các quy định pháp luật liên quan đến phòng chống rửa tiền, phòng chống tài trợ khủng bố, phòng chống tài trợ phổ biến vũ khí hủy diệt hàng loạt và đảm bảo an ninh, an toàn cho thị trường. Phải có giấy phép đầu tư gián tiếp.

Nguồn: Nghị quyết 5/2025/NQ-CP

**Bảng 3: Vốn điều lệ của các công ty chứng khoán, cuối Q2/2025**

Hiện có 5 công ty chứng khoán trong nhóm top 10 đã đầu tư vào chuyên môn và cơ sở hạ tầng để thành lập sàn giao dịch tài sản số

CTCK	Vốn điều lệ (tỷ đồng) (cuối Q2/2025)	Những động thái trong phát triển sàn giao dịch tài sản số
TCBS	20,989	<ul style="list-style-type: none"> <li>Phát triển những phiên bản đầu tiên của màn hình giao dịch tiền điện tử trên ứng dụng chứng khoán.</li> <li>Thành lập đơn vị chuyên biệt về phát triển sàn giao dịch tiền điện tử (Vốn điều lệ: 101 tỷ đồng).</li> </ul>
SSI	20,813	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thông qua SSIAM, đầu tư 200 triệu USD vào SSI Digital Ventures (SSID), tập trung hỗ trợ các công ty khởi nghiệp và các dự án blockchain.</li> <li>Thành lập công ty con trị giá 200 tỷ đồng để phát triển công nghệ số.</li> <li>Ký kết biên bản ghi nhớ với FTSE &amp; Vaneck về phát triển tiền điện tử.</li> </ul>
VIX	15,436	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thành lập công ty con chuyên biệt về tiền điện tử với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng.</li> </ul>
VND	15,223	
VPBS (VPB)	15,001 (79,339)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngân hàng mẹ chia sẻ chuẩn bị tham gia thị trường.</li> </ul>
VCI	9,775	
SHS	9,337	
HCM	8,163	
MAS	6,590	
MBS (MBB)	5,728 (80,549)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngân hàng mẹ MBB đã ký biên bản ghi nhớ với Dunamu (chủ sở hữu sàn giao dịch tiền điện tử tập trung lớn nhất Hàn Quốc – Upbit) để phát triển một sàn giao dịch trong nước tại Việt Nam.</li> </ul>

Nguồn: Các công ty, HSC

### Nghị định 232/2025: Hiện đại hóa thị trường vàng với ngân hàng là trung gian

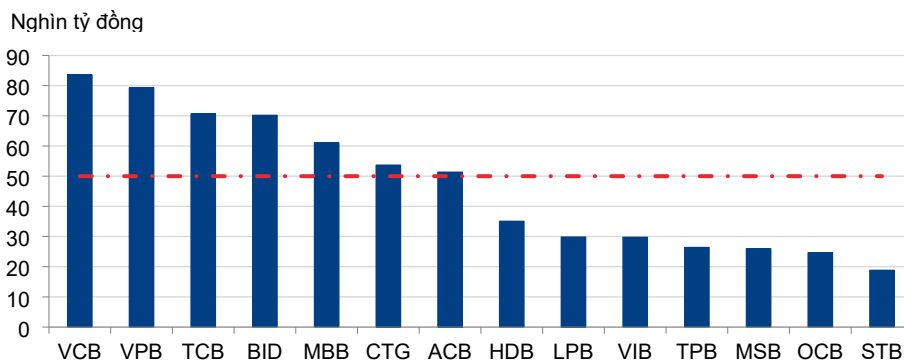
Được ban hành vào ngày 26/8/2025 và có hiệu lực từ ngày 10/10/2025, Nghị định 232/2025 sửa đổi Nghị định 24/2012 – chấm dứt tình trạng độc quyền sản xuất vàng

miếng của Nhà nước, chính thức hóa các giao dịch lớn thông qua hệ thống ngân hàng và tăng cường gắn kết thị trường vàng với hệ thống tài chính để nâng cao tính minh bạch.

- **Xóa bỏ độc quyền và cấp phép:** Điều 4 của Nghị định 24 (Độc quyền Nhà nước) bị bãi bỏ; Điều 11a quy định ngưỡng cấp phép: vốn điều lệ  $\geq 1.000$  tỷ đồng đối với doanh nghiệp và  $\geq 50.000$  tỷ đồng đối với NHTM để sản xuất vàng miếng.
- **Thanh toán không dùng tiền mặt bắt buộc:** Mọi giao dịch vàng  $\geq 20$  triệu đồng/ngày/khách hàng phải được thanh toán qua tài khoản ngân hàng. Chính sách này nhằm mục đích chính thức hóa thị trường vàng, giúp truy xuất nguồn gốc dòng tiền và hỗ trợ tuân thủ phòng chống rửa tiền. Các ngân hàng trở thành trung gian bắt buộc trong các giao dịch vàng lớn, cho phép cơ quan quản lý thu thập dữ liệu, phát hiện các giao dịch bất thường và tích hợp giao dịch vàng vào khuôn khổ giám sát tài chính rộng hơn.
- **Chế độ hạn ngạch:** NHNN đặt ra hạn ngạch xuất nhập khẩu hàng năm và cấp giấy phép tăng trưởng hợp cụ thể đối với vàng thô/vàng miếng, quản lý nguồn cung phù hợp với điều kiện vĩ mô và dự trữ ngoại hối.
- **Tác động đến các ngân hàng:** Mở ra nguồn thu phí mới (thanh toán, phân phối, xây dựng thương hiệu vàng miếng) và tiền gửi không kỳ hạn tăng lên thông qua các dòng tiền phi tiền mặt bắt buộc; khối lượng sản xuất vẫn bị hạn chế bởi hạn ngạch.

**Biểu đồ 4: Vốn điều lệ trong Q2/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Một nửa số ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi có quy mô vốn điều lệ đủ đáp ứng yêu cầu cho hoạt động kinh doanh vàng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Triển vọng nửa cuối năm và KQKD Q3/2025**

HSC duy trì quan điểm về triển vọng nửa cuối năm 2025, ngoại trừ việc nâng giả định tăng trưởng tín dụng. Những thông tin chính bao gồm:

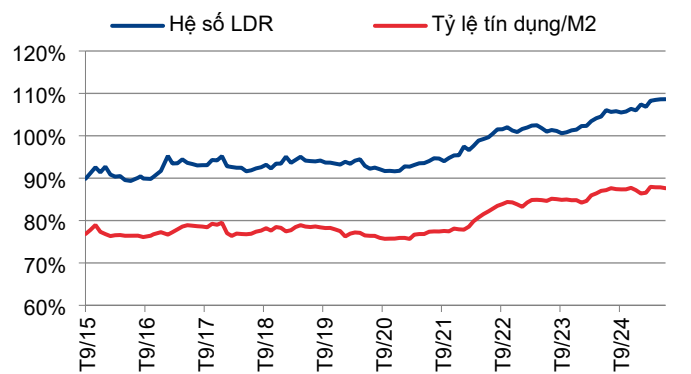
- **Tăng trưởng tín dụng:** HSC nâng dự báo tăng trưởng tín dụng ngành Ngân hàng sẽ đạt 17-18% trong năm 2025 (so với 16-17% trước đó), trong đó tăng trưởng tín dụng tại các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi dự báo đạt 18,9% (tăng từ 17,7% trước đó) nhờ đầu tư công tăng tốc và thị trường BĐS phục hồi. Các NHTM tư nhân có tỷ trọng cao đối với ngành BDS có thể ghi nhận kết quả tốt hơn các NHTM có vốn nhà nước và các NHTM tập trung vào phân khúc bán lẻ.
- **Lãi suất & tỷ lệ NIM:** NHNN vẫn cam kết duy trì thanh khoản dồi dào và lãi suất điều hành thấp. Sức ép huy động vốn vẫn tiếp diễn do tăng trưởng tiền gửi chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng, từ đó các NHTM phải tìm kiếm nguồn vốn khác từ thị trường tiền tệ và từ nghiệp vụ thị trường mở của NHNN. Chi phí huy động được dự báo sẽ tăng so với quý trước, đặc biệt là ở các NHTM tư nhân, do các ngân hàng tăng tỷ trọng huy động giấy tờ có giá (với chi phí ~ 5-6%) và nguồn vốn trên thị trường OMO (chi phí khoảng 4-5%), lãi suất của cả hai công cụ này hiện đều cao hơn lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3-12 tháng (3,5-5%). Tuy nhiên, tỷ lệ NIM nhiều khả năng vẫn đi ngang trong nửa cuối năm 2025 do các ngân hàng chuyển phần chi phí gia tăng sang cho khách hàng, nâng tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn và

đẩy mạnh cho vay các phân khúc có lợi suất cao hơn (cho vay mua nhà, tài trợ dự án, cơ sở hạ tầng).

- **Thu nhập phí:** Thu nhập phí nhiều khả năng sẽ tiếp tục ở mức thấp do hoạt động bancassurance vẫn yếu và tình hình cạnh tranh gay gắt. Ở cấp độ hợp nhất, các ngân hàng có mảng nghiệp vụ môi giới chứng khoán tích cực (như TCB-Techcom Securities, VPB-VPBankS, MBB-MBS) được kỳ vọng sẽ có thu nhập phí & lãi hoạt động tự doanh tích cực nhờ thanh khoản và diễn biến tích cực trên TTCK, trong khi thị trường TPDN cũng tiếp tục phục hồi.
- **Chất lượng tài sản:** Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ rủi ro chất lượng tài sản sau khi chính sách thuế quan của ông Trump; tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR thấp trong khi nợ xấu tăng cao tiếp tục gây sức ép lên chi phí dự phòng.

**Biểu đồ 5: Hệ số LDR, ngành Ngân hàng**

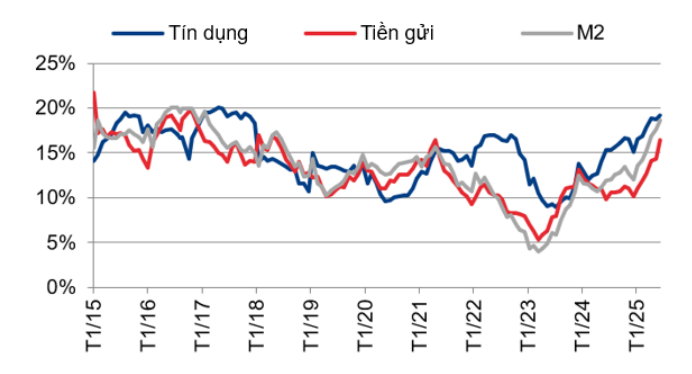
Hệ số LDR đạt mức cao kỷ lục, tạo áp lực lên việc quản lý thanh khoản



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 6: Tăng trưởng tín dụng, tiền gửi & M2, ngành NH**

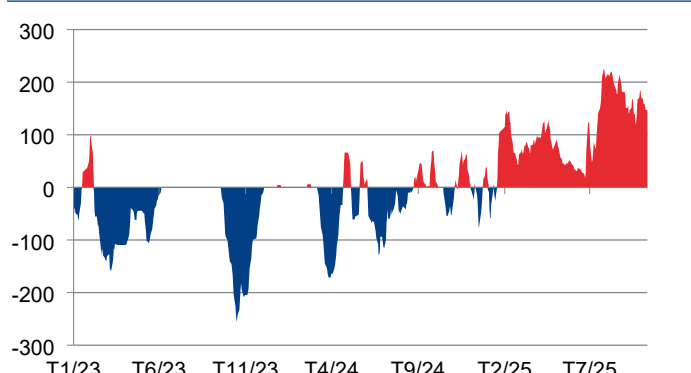
Kể từ năm 2021, tín dụng đã liên tục tăng trưởng nhanh hơn tiền gửi



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 7: Bơm/hút ròng trên thị trường OMO, tỷ đồng**

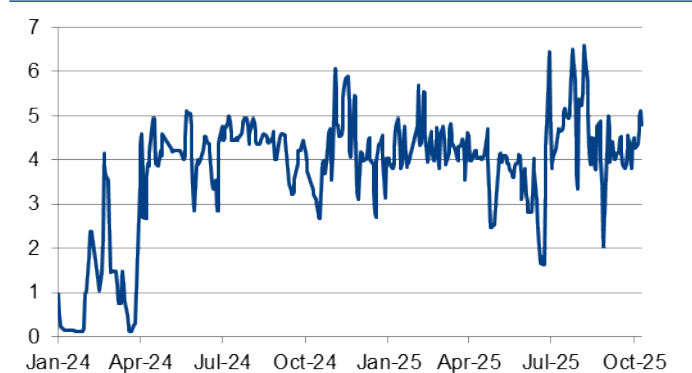
NHNN duy trì hỗ trợ thanh khoản hệ thống



Nguồn: CEIC, HSC

**Biểu đồ 8: Lãi suất qua đêm tại Việt Nam, %**

Lãi suất qua đêm duy trì ở mức cao



Nguồn: CEIC, HSC

**Phân tích KQKD Q3/2025**

Dựa trên góc nhìn toàn cảnh về ngành và KQKD của các NHTM trong phạm vi phân tích, HSC ước tính LNTT Q3 tăng 30% so với cùng kỳ và tăng 6,6% so với quý trước, một phần nhờ mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái. Tăng trưởng sẽ khác nhau tại từng NHTM do sự khác biệt về cơ sở so sánh và cơ cấu tăng trưởng. Cụ thể như sau:

**Bảng 9: Ước tính KQKD Q3/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Chúng tôi dự báo KQKD tăng mạnh trong Q3 từ mức nền thấp

	LNTT Q3/2025 (ước tính)	So với cùng kỳ	Nhận định về Q3/2025
ACB*	5,400	11%	LNTT Q3/2025 đạt 5,4 nghìn tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ, sát với dự báo của chúng tôi. Tổng thu nhập hoạt động tăng 3,1% so với cùng kỳ nhờ thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 29% so với cùng kỳ, trong đó lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và lãi hoạt động tự doanh, trong khi thu nhập lãi thuần giảm 1,6% so với cùng kỳ do tỷ lệ NIM tiếp tục thu hẹp. Chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ (giảm 7,5% so với cùng kỳ) và chi phí dự phòng giảm 19% so với cùng kỳ nhờ chất lượng tài sản cải thiện.
BID	9,000	38%	Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính bao gồm: Triển vọng thu nhập lãi thuần cải thiện, đồng thời đẩy mạnh xử lý tài sản đảm bảo trong bối cảnh thị trường BĐS hồi phục
CTG	11,400	74%	Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và tỷ lệ NIM phục hồi nhẹ sẽ củng cố tăng trưởng doanh thu vững chắc; chi phí dự phòng có thể tăng so với quý trước nhưng vẫn giảm đáng kể so với cùng kỳ
HDB	5,000	11%	HSC dự báo tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ nhưng tỷ lệ NIM giảm nhẹ so với quý trước trong khi áp lực trích lập dự phòng vẫn duy trì trong một vài quý
LPB*	3,400	19%	LPB đã công bố LNTT Q3 đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng 19% so với cùng kỳ), sát với dự báo của chúng tôi, trong đó, tỷ lệ NIM tăng 6 điểm cơ bản, thu nhập ngoài lãi thấp, nợ xấu tăng nhẹ và chi phí hoạt động được kiểm soát tốt.
MBB	8,700	19%	Động lực tăng trưởng Q3/2025 chủ yếu nhờ tín dụng tăng trưởng vững chắc, ước tính đạt 18% so với cùng kỳ và 30% so với cùng kỳ. So với quý trước, tỷ lệ NIM ước tính giảm nhẹ do sức ép cạnh tranh để tăng trưởng, Lãi thuần HĐ dịch vụ vẫn vững chắc, trong khi chi phí dự phòng có thể giảm xuống sau khi tăng mạnh vào Q2/25.
MSB	1,900	57%	Động lực tăng trưởng bao gồm: Mức nền thấp (lỗ thuần HĐ kinh doanh ngoại hối trong Q3/2024), tín dụng tăng trưởng mạnh và tỷ lệ NIM ổn định so với quý trước và so với cùng kỳ.
OCB	1,000	127%	Động lực tăng trưởng bao gồm: Mức nền thấp (lỗ mua bán trái phiếu trong Q3/2024 và trích lập dự phòng muộ n trong nửa cuối năm 2024 so với trích lập dự phòng đồng đều hơn trong năm 2025).
STB	4,200	53%	Lãi không thường xuyên từ thương vụ đấu giá KCN Phong Phú.
TCB*	8,250	14.4%	LNTT Q3 đạt 8,25 nghìn tỷ đồng (tăng 14,4% so với cùng kỳ). Trong 9 tháng đầu năm 2025, LNTT đạt 19 nghìn tỷ đồng (tăng 3,5% so với cùng kỳ), hoàn thành 72% dự báo cả năm và sát với dự báo 9 tháng của chúng tôi. Động lực tăng trưởng bao gồm: Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ 17,9% so với đầu năm, tỷ lệ NIM ổn định, chất lượng tài sản cải thiện.
TPB	2,000	16%	Động lực lợi nhuận không thay đổi khi NIM giảm sẽ bù đắp cho tăng trưởng tín dụng mạnh hơn.
VCB	11,200	5%	LNTT Q3 tăng trưởng chủ yếu nhờ tín dụng mở rộng (ước tính tăng 12% kể từ đầu năm và tăng 16% so với cùng kỳ). So với quý trước, tỷ lệ NIM ước tính phục hồi nhẹ trong khi những kết quả khác vẫn ổn định.
VIB	2,500	25%	Động lực tương tự Q2/2025: Chi phí dự phòng giảm mạnh, tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ và tỷ lệ NIM phục hồi so với quý trước.
VPB*	9,172	77%	LNTT đạt 9.172 tỷ đồng (tăng 76,6% so với cùng kỳ và tăng 47,6% so với quý trước) – vượt khoảng 16% so với dự báo của chúng tôi. Động lực tăng trưởng chủ yếu nhờ VPBankS, trong khi kết quả tại Ngân hàng mẹ nhìn chung sát với dự báo và FE Credit tiếp tục yếu.
<b>Tổng</b>	<b>83,122</b>	<b>30%</b>	

Ghi chú: \* là dữ liệu thực tế  
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

### Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Với mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% của Chính phủ trong vài năm tới – được hỗ trợ từ kế hoạch mở rộng cung tiền - cùng đà tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ kể từ đầu năm, chúng tôi điều chỉnh lại dự báo cho ngành Ngân hàng. Theo đó, HSC giả định tín dụng tăng trưởng khoảng 19% đối với các cổ phiếu trong phạm vi phân tích trong giai đoạn 2025-2027 (từ khoảng 17% trước đó). Cho năm 2025, chúng tôi nâng giả định tăng trưởng tín dụng toàn ngành lên 17-18% (từ 16-17% trước đó).

HSC gần như giữ nguyên dự báo tổng lợi nhuận năm 2025 và tăng lần lượt khoảng 4% và 5% dự báo cho năm 2026-2027, chủ yếu sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng trong khi gần như giữ nguyên các yếu tố đầu vào quan trọng khác.

Từ đó, HSC hiện dự báo LNTT tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức khoảng 18%, với tăng trưởng sẽ tăng tốc kể từ năm 2026. Mặc dù lợi nhuận năm 2025 có thể sẽ bị ảnh hưởng trước sức ép lên tỷ lệ NIM, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2026-2027, cùng với việc tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ, sẽ củng cố triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của ngành Ngân hàng.

**Bảng 10: Các chỉ số chính, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Điều chỉnh quan trọng là nâng giả định tăng trưởng tín dụng

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	17.7%	17.4%	16.2%	18.9%	19.2%	19.0%
Tăng trưởng tiền gửi	14.1%	16.6%	18.1%	17.8%	16.5%	19.9%	20.4%
Tỷ lệ NIM	3.48%	3.28%	3.40%	3.50%	3.28%	3.43%	3.52%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.41%	0.39%	0.38%	0.39%	0.38%	0.38%	0.37%
Hệ số CIR	32.2%	31.7%	30.6%	29.9%	31.5%	30.3%	29.3%
Chi phí HĐ / Tín dụng bình quân	1.95%	1.80%	1.73%	1.71%	1.79%	1.72%	1.67%
Nợ xấu mới hình thành, bao gồm VAMC	1.36%	1.21%	1.20%	1.20%	1.24%	1.20%	1.24%
Tỷ lệ nợ xấu, bao gồm VAMC	1.75%	1.70%	1.61%	1.53%	1.71%	1.60%	1.52%
Tỷ lệ LLR	104%	95%	95%	97%	95%	95%	96%
Chi phí tín dụng	1.25%	1.14%	1.20%	1.23%	1.12%	1.16%	1.21%
ROA	1.60%	1.55%	1.58%	1.62%	1.58%	1.62%	1.66%
ROE	18.3%	17.4%	17.4%	17.6%	17.9%	18.2%	18.5%

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Dự báo lợi nhuận, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Chúng tôi nâng 2%/4,2%/5,2% dự báo tổng lợi nhuận, chủ yếu nhờ tăng giả định tăng trưởng tín dụng

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>448,641</b>	<b>494,901</b>	<b>593,846</b>	<b>706,315</b>	<b>496,664</b>	<b>607,428</b>	<b>731,361</b>
Tăng trưởng	13.7%	10.3%	20.0%	18.9%	10.7%	22.3%	20.4%
Điều chỉnh					0.4%	2.3%	3.5%
<b>Lãi thuần HĐ dịch vụ</b>	<b>55,703</b>	<b>60,548</b>	<b>69,558</b>	<b>80,385</b>	<b>59,976</b>	<b>68,992</b>	<b>80,420</b>
Tăng trưởng	-3.5%	8.7%	14.9%	15.6%	7.7%	15.0%	16.6%
Điều chỉnh					-0.9%	-0.8%	0.0%
<b>Thu nhập ngoài lãi khác</b>	<b>70,914</b>	<b>79,317</b>	<b>81,380</b>	<b>89,370</b>	<b>83,352</b>	<b>84,614</b>	<b>94,869</b>
Tăng trưởng	25.1%	11.8%	2.6%	9.8%	17.5%	1.5%	12.1%
Điều chỉnh					5.1%	4.0%	6.2%
<b>Tổng thu nhập HĐ</b>	<b>575,258</b>	<b>634,766</b>	<b>744,785</b>	<b>876,070</b>	<b>639,992</b>	<b>761,034</b>	<b>906,651</b>
Tăng trưởng	13.0%	10.3%	17.3%	17.6%	11.3%	18.9%	19.1%
Điều chỉnh					0.8%	2.2%	3.5%
<b>Chi phí HĐ</b>	<b>-185,457</b>	<b>-201,491</b>	<b>-228,215</b>	<b>-262,284</b>	<b>-201,443</b>	<b>-230,375</b>	<b>-266,003</b>
Tăng trưởng	9.4%	8.6%	13.3%	14.9%	8.6%	14.4%	15.5%
Điều chỉnh					0.0%	0.9%	1.4%
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>-117,297</b>	<b>-125,657</b>	<b>-155,789</b>	<b>-186,698</b>	<b>-124,516</b>	<b>-154,566</b>	<b>-191,022</b>
Tăng trưởng	7.0%	7.1%	24.0%	19.8%	6.2%	24.1%	23.6%
Điều chỉnh					-0.9%	-0.8%	2.3%
<b>LNTT</b>	<b>272,504</b>	<b>307,617</b>	<b>360,781</b>	<b>427,089</b>	<b>314,034</b>	<b>376,093</b>	<b>449,625</b>
Tăng trưởng	18.6%	12.9%	17.3%	18.4%	15.2%	19.8%	19.6%
Điều chỉnh					2.1%	4.2%	5.3%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>215,585</b>	<b>243,728</b>	<b>285,851</b>	<b>338,477</b>	<b>248,592</b>	<b>297,731</b>	<b>356,037</b>
Tăng trưởng	17.5%	13.1%	17.3%	18.4%	15.3%	19.8%	19.6%
Điều chỉnh					2.0%	4.2%	5.2%

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Tăng trưởng lợi nhuận thuần**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng, tùy thuộc vào mức nền so sánh và câu chuyện tăng trưởng riêng của từng ngân hàng

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2014-24 CAGR (7 năm)	2024-27 CAGR (3 năm)
ACB	59.8%	142.5%	17.0%	27.8%	25.0%	42.5%	17.2%	4.6%	6.6%	19.8%	20.9%	33.2%	15.6%
BID	10.6%	8.4%	13.7%	-16.4%	51.1%	72.1%	18.2%	16.9%	8.8%	18.4%	18.7%	17.4%	15.2%
CTG	9.3%	-29.0%	79.4%	44.6%	3.0%	19.1%	18.6%	27.4%	26.6%	15.8%	15.8%	16.1%	19.3%
HDB	136.6%	62.7%	26.8%	17.9%	42.5%	28.0%	30.0%	26.7%	24.1%	23.4%	20.9%	38.9%	22.8%
LPB	28.7%	-29.8%	66.7%	16.3%	58.8%	52.5%	23.5%	74.5%	9.7%	5.8%	11.6%	35.5%	9.0%
MBB	20.9%	73.7%	28.0%	5.6%	53.7%	37.7%	18.3%	9.5%	14.3%	21.2%	27.9%	24.8%	21.0%
MSB	-12.8%	611.5%	20.2%	92.7%	100.6%	14.4%	0.6%	18.8%	18.5%	-8.4%	15.3%	44.1%	7.8%
OCB	111.1%	115.6%	46.6%	36.9%	24.6%	-20.3%	-5.9%	-3.9%	5.9%	27.1%	16.4%	30.6%	16.1%
STB	1233.5%	51.5%	37.1%	9.3%	27.2%	47.8%	53.1%	30.7%	27.7%	26.3%	24.6%	16.4%	26.2%
TCB	104.7%	31.3%	19.0%	22.4%	46.5%	11.6%	-10.7%	19.5%	18.4%	24.8%	17.5%	34.9%	20.2%
TPB	70.5%	87.3%	71.4%	13.5%	37.7%	29.6%	-28.7%	36.0%	7.6%	14.1%	14.0%	27.5%	11.9%
VCB	33.1%	60.7%	26.7%	-0.3%	18.8%	36.4%	10.5%	2.4%	6.5%	22.1%	16.8%	22.2%	15.0%
VIB	100.1%	95.1%	48.9%	42.1%	38.1%	32.1%	1.1%	-15.9%	12.5%	14.5%	22.4%	30.0%	16.4%
VPB	63.7%	14.2%	12.3%	26.1%	12.6%	55.0%	-45.1%	58.2%	26.5%	27.5%	23.7%	28.8%	25.9%
<b>Tổng</b>	<b>41.9%</b>	<b>35.3%</b>	<b>29.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>30.4%</b>	<b>33.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>15.3%</b>	<b>19.8%</b>	<b>19.6%</b>	<b>23.7%</b>	<b>18.2%</b>
<b>Nhóm NHTM có vốn NN</b>	<b>17.9%</b>	<b>16.9%</b>	<b>33.4%</b>	<b>7.7%</b>	<b>19.1%</b>	<b>39.2%</b>	<b>14.8%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>19.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.6%</b>	<b>16.4%</b>
<b>Nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>73.9%</b>	<b>52.0%</b>	<b>26.8%</b>	<b>22.8%</b>	<b>37.6%</b>	<b>30.3%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>20.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.2%</b>	<b>28.9%</b>	<b>19.3%</b>

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Bảng 13: Tăng trưởng tín dụng**

Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS cao được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	21.5%	16.2%	16.6%	15.9%	16.2%	14.3%	17.9%	19.1%	16.5%	15.1%	14.1%
BID	19.3%	12.8%	12.6%	8.1%	11.1%	12.1%	16.3%	15.5%	15.1%	14.0%	12.6%
CTG	13.3%	7.4%	7.1%	6.4%	11.1%	12.1%	15.5%	16.8%	16.7%	16.0%	16.0%
HDB	22.7%	17.8%	18.0%	23.0%	13.4%	25.6%	31.8%	27.0%	31.2%	29.4%	29.5%
LPB	26.3%	18.5%	18.2%	25.7%	18.1%	12.8%	16.8%	20.4%	18.0%	18.0%	18.0%
MBB	20.9%	17.5%	18.8%	22.9%	24.5%	25.1%	28.1%	24.5%	25.1%	30.0%	30.0%
MSB	2.2%	30.3%	23.2%	25.0%	23.1%	17.8%	22.3%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
OCB	25.0%	19.1%	25.5%	24.9%	14.3%	18.5%	22.9%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
STB	12.5%	14.0%	15.3%	14.9%	14.0%	13.0%	10.0%	11.7%	16.0%	16.0%	15.0%
TCB	16.3%	20.3%	19.0%	24.0%	26.6%	12.5%	21.5%	21.7%	20.2%	19.3%	19.4%
TPB	22.2%	18.8%	21.5%	30.4%	21.5%	13.7%	19.0%	20.2%	17.5%	16.5%	15.6%
VCB	17.2%	14.6%	16.0%	14.0%	15.1%	18.8%	10.7%	13.9%	16.0%	18.0%	18.0%
VIB	28.4%	16.8%	31.1%	29.4%	19.1%	14.5%	14.2%	21.5%	20.0%	20.0%	18.0%
VPB	24.0%	17.5%	17.6%	19.1%	19.1%	22.9%	25.1%	20.0%	29.7%	29.3%	29.0%
<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>17.9%</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.2%</b>	<b>19.0%</b>
<b>Nhóm NHTM có vốn NN</b>	<b>16.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.3%</b>
<b>Nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>19.8%</b>	<b>17.6%</b>	<b>19.0%</b>	<b>21.6%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.5%</b>	<b>21.0%</b>	<b>20.5%</b>	<b>22.0%</b>	<b>22.5%</b>	<b>22.4%</b>

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Bảng 14: Tỷ lệ NIM**

Tỷ lệ NIM được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ so với cùng kỳ, ngoại trừ ba ngân hàng được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn là HDB, MBB và VPB

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	3.53%	3.67%	3.61%	3.66%	4.02%	4.26%	3.87%	3.60%	3.06%	3.27%	3.48%
BID	2.97%	2.93%	2.82%	2.60%	3.01%	3.07%	2.67%	2.39%	2.34%	2.46%	2.57%
CTG	2.81%	2.08%	2.91%	2.94%	3.10%	3.03%	2.91%	2.93%	2.69%	2.86%	2.95%
HDB	4.08%	4.04%	4.61%	4.63%	4.44%	5.14%	5.13%	5.52%	5.28%	5.22%	5.18%
LPB	3.89%	3.30%	3.44%	3.17%	3.53%	3.96%	3.23%	3.52%	3.05%	3.36%	3.64%
MBB	4.31%	4.69%	4.96%	4.73%	5.04%	5.66%	4.79%	4.07%	4.03%	3.90%	3.75%
MSB	2.12%	2.96%	2.52%	3.39%	3.66%	4.36%	4.10%	3.65%	3.24%	3.37%	3.47%
OCB	3.47%	3.98%	3.98%	3.93%	3.69%	4.04%	3.33%	3.45%	3.07%	3.21%	3.31%
STB	1.84%	2.37%	2.52%	2.79%	2.63%	3.36%	3.77%	3.64%	3.60%	3.63%	3.71%
TCB	3.81%	4.22%	4.42%	4.98%	5.80%	5.37%	4.14%	4.45%	4.13%	4.52%	4.57%
TPB	3.00%	3.80%	4.31%	4.49%	4.57%	4.20%	4.06%	3.67%	3.60%	3.75%	3.80%
VCB	2.46%	2.75%	3.09%	2.91%	3.16%	3.38%	3.00%	2.86%	2.67%	2.92%	2.96%
VIB	3.08%	3.75%	3.92%	4.04%	4.38%	4.72%	5.01%	3.75%	3.16%	3.28%	3.38%
VPB	8.80%	8.84%	9.42%	8.79%	7.77%	7.70%	5.73%	5.93%	5.61%	5.45%	5.46%
<b>Tổng</b>	<b>3.26%</b>	<b>3.30%</b>	<b>3.62%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.83%</b>	<b>4.02%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.48%</b>	<b>3.28%</b>	<b>3.43%</b>	<b>3.52%</b>
<b>Nhóm NHTM có vốn NN</b>	<b>2.76%</b>	<b>2.60%</b>	<b>2.93%</b>	<b>2.81%</b>	<b>3.09%</b>	<b>3.16%</b>	<b>2.85%</b>	<b>2.71%</b>	<b>2.55%</b>	<b>2.73%</b>	<b>2.82%</b>
<b>Nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>4.02%</b>	<b>4.33%</b>	<b>4.55%</b>	<b>4.58%</b>	<b>4.69%</b>	<b>4.99%</b>	<b>4.41%</b>	<b>4.26%</b>	<b>3.99%</b>	<b>4.09%</b>	<b>4.14%</b>

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Bảng 15: Nợ xấu mới hình thành, bao gồm VAMC**

Chúng tôi dự báo nợ xấu mới hình thành sẽ duy trì ổn định...

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.9%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%
BID	0.5%	2.1%	1.8%	1.3%	0.9%	1.3%	1.3%	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%
CTG	0.4%	2.1%	0.6%	-0.1%	1.0%	1.8%	2.0%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%
HDB	0.4%	0.1%	0.4%	1.0%	1.4%	1.5%	1.7%	1.5%	2.8%	1.8%	2.0%
LPB	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%	0.4%	0.9%	1.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
MBB	-0.6%	1.3%	2.1%	1.9%	1.1%	1.5%	2.1%	1.8%	1.7%	1.4%	1.3%
MSB	-1.8%	-10.7%	-3.5%	1.1%	1.7%	0.9%	2.2%	1.1%	1.4%	1.3%	1.2%
OCB	0.4%	1.0%	1.2%	1.7%	0.7%	1.7%	3.7%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
STB	1.1%	-3.6%	-2.7%	-2.0%	-1.4%	-2.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.8%	0.9%
TCB	0.4%	1.7%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	1.2%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
TPB	0.4%	0.0%	0.7%	1.2%	2.0%	1.5%	3.2%	1.5%	1.7%	1.5%	1.4%
VCB	1.1%	0.7%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.9%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%
VIB	0.0%	1.5%	0.3%	0.6%	1.4%	0.8%	2.5%	2.0%	1.3%	1.1%	1.1%
VPB	5.1%	5.6%	4.7%	5.6%	6.2%	6.9%	6.3%	3.7%	3.8%	3.3%	3.5%
<b>Tổng</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>
<b>Nhóm NHTM có vốn NN</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Bảng 16: Chi phí tín dụng**

...trong khi chi phí tín dụng có xu hướng tăng nhằm xử lý các khoản nợ xấu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	1.4%	0.4%	0.1%	0.3%	1.0%	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
BID	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	2.3%	1.7%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
CTG	1.1%	0.9%	1.4%	1.2%	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	1.4%	1.3%	1.3%
HDB	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	2.0%	1.9%	1.8%
LPB	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.7%	1.4%	1.1%	0.6%	0.5%	0.8%	1.2%
MBB	1.9%	1.5%	2.1%	2.2%	2.4%	2.0%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
MSB	2.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.7%	0.4%	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
OCB	0.6%	1.8%	1.5%	1.6%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
STB	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	2.1%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
TCB	2.4%	1.2%	0.5%	1.0%	0.9%	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
TPB	0.8%	0.7%	1.5%	1.7%	2.2%	1.2%	2.2%	1.8%	1.5%	1.6%	1.5%
VCB	1.2%	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
VIB	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.9%	0.6%	1.9%	1.5%	0.8%	1.0%	1.1%
VPB	4.9%	5.6%	5.7%	5.3%	5.9%	5.6%	5.0%	4.4%	3.4%	3.2%	3.1%
<b>Tổng</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>
<b>Nhóm NHTM có vốn NN</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

## Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu ngành Ngân hàng đã tăng khoảng 50% kể từ tháng 4, mặc dù đã giảm nhẹ so với mức đỉnh vào tháng 8 do NĐT chốt lời. P/B trượt dự phóng 1 năm của ngành đã được định giá lại lên mức 1,39 lần nhờ sự dẫn dắt của các cổ phiếu NHTM có tỷ trọng tín dụng ngành BĐS trên mức trung bình, trong khi định giá của các NHTM có vốn nhà nước và NHTM tập trung vào phân khúc bán lẻ vẫn ở dưới mức bình quân quá khứ. So với mức đỉnh năm 2021, tăng trưởng GDP mạnh mẽ hơn và thị trường BĐS đang phục hồi, mặc dù căng thẳng thương mại toàn cầu đã trở thành một rủi ro chính. Nền tảng cơ bản của ngành Ngân hàng đang trong giai đoạn phục hồi trong khi năm 2021 là thời kỳ đỉnh cao. Chúng tôi cho rằng khả năng ngành Ngân hàng quay trở lại mức đỉnh năm 2021 có thể khó xảy ra nhưng mặt bằng định giá tăng lên như hiện tại là phù hợp. Trong khoảng 12 tháng tới, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu tăng trưởng và lựa chọn CTG, HDB, MBB, STB, TCB, VPB. Trong trung hạn, chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu ACB, đặc biệt là ở định giá hiện tại.

### Diễn biến cổ phiếu & định giá hiện tại

Giá cổ phiếu các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng mạnh bình quân 50% kể từ mức đáy vào tháng 4 nhưng đã giảm khoảng 10% so với mức đỉnh vào ngày 21/8/2025 do NĐT chốt lời.

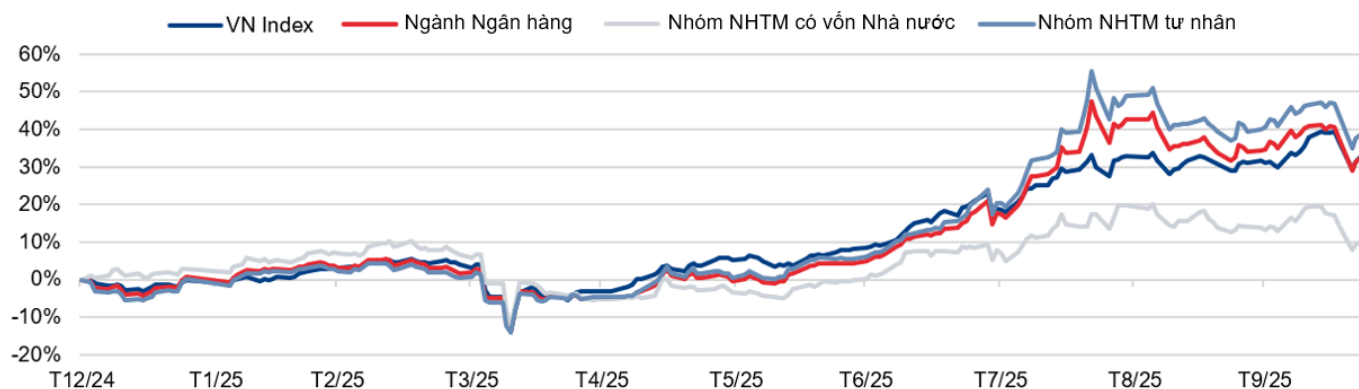
Kể từ đầu năm, mặt bằng định giá của các NHTM tư nhân đã tăng lên mạnh hơn so với các NHTM có vốn nhà nước. Diễn biến tích cực nhất bao gồm: LPB, VPB, MBB, TCB và STB. Đáng chú ý, tất cả đều giảm ít hơn bình quân ngành kể từ mức đỉnh, ngoại trừ VPB.

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh kể từ đầu năm, P/B trượt dự phóng 1 năm đã được định giá lại lên 1,39 lần, tăng từ 0,92 lần vào đáy tháng 4 và 1,21 lần tại thời điểm cuối năm 2024. Mặt bằng định giá mới này chủ yếu được xây dựng bởi các NHTM tư nhân lớn với khẩu vị rủi ro cao hơn và tỷ trọng tín dụng đối với ngành BĐS cao hơn bình quân ngành.

Hầu hết các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của chúng tôi đều đang giao dịch với định giá trên mức bình quân kể từ năm 2020. Các NHTM tư nhân có khẩu vị rủi ro cao hơn và tỷ trọng tín dụng ngành BĐS cao (MBB, TCB, HDB và VPB) và các cổ phiếu có câu chuyện riêng (STB) đang giao dịch cao hơn 1,1-1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và đang tiến sát mức đỉnh lịch sử. Ngược lại, các ngoại lệ bao gồm VCB và BID – hai NHTM có vốn nhà nước lớn – vẫn thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ. Trong khi đó, các NHTM quy mô trung bình (VIB, MSB, OCB) và ACB, mô hình thận trọng hơn và đang giao dịch quanh bình quân quá khứ.

### Biểu đồ 17: Hiệu suất so với đầu năm

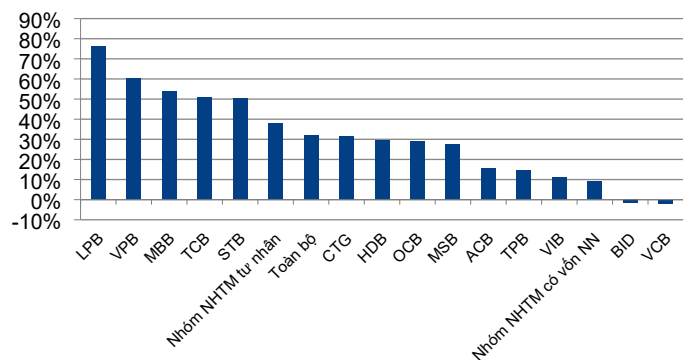
Nhóm cổ phiếu ngành Ngân hàng tăng mạnh từ đầu năm đến nay và đã phục hồi đáng kể từ mức đáy hồi tháng 4 (mặc dù đã tăng đã thu hẹp nhẹ trong 1 tháng gần đây)



Hiệu suất so với đầu năm tính đến ngày 23/10  
 Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

**Biểu đồ 18: Hiệu suất so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

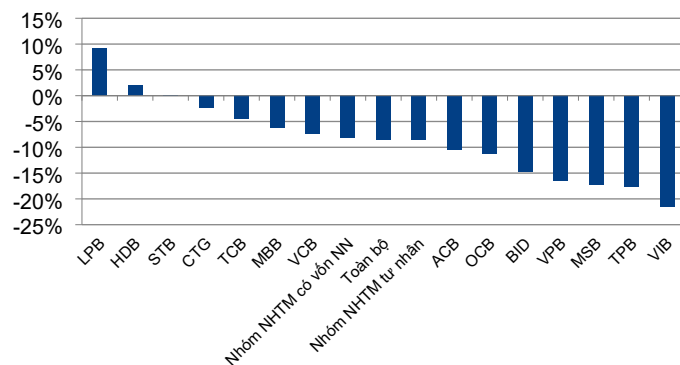
LPB, VPB, MBB, TCB và STB là những cổ phiếu có diễn biến tích cực nhất kể từ đầu năm...



Hiệu suất tính đến ngày 23/10  
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

**Biểu đồ 19: Hiệu suất so với mức đỉnh tháng 8/2021, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

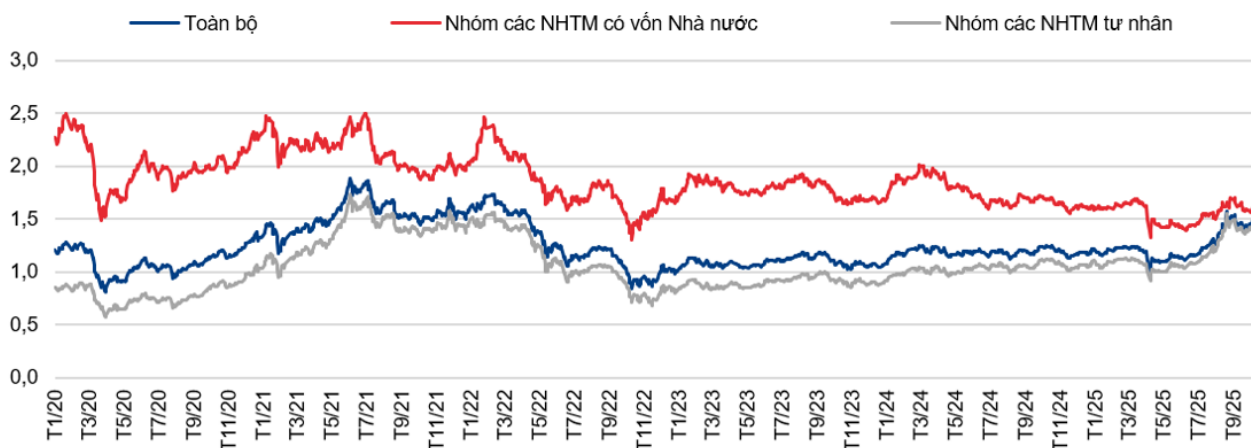
... và nhìn chung vẫn duy trì ổn định hơn các cổ phiếu khác trong nhịp điều chỉnh của thị trường tháng qua (ngoại trừ VPB)



Hiệu suất tính đến ngày 23/10  
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

**Biểu đồ 20: P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

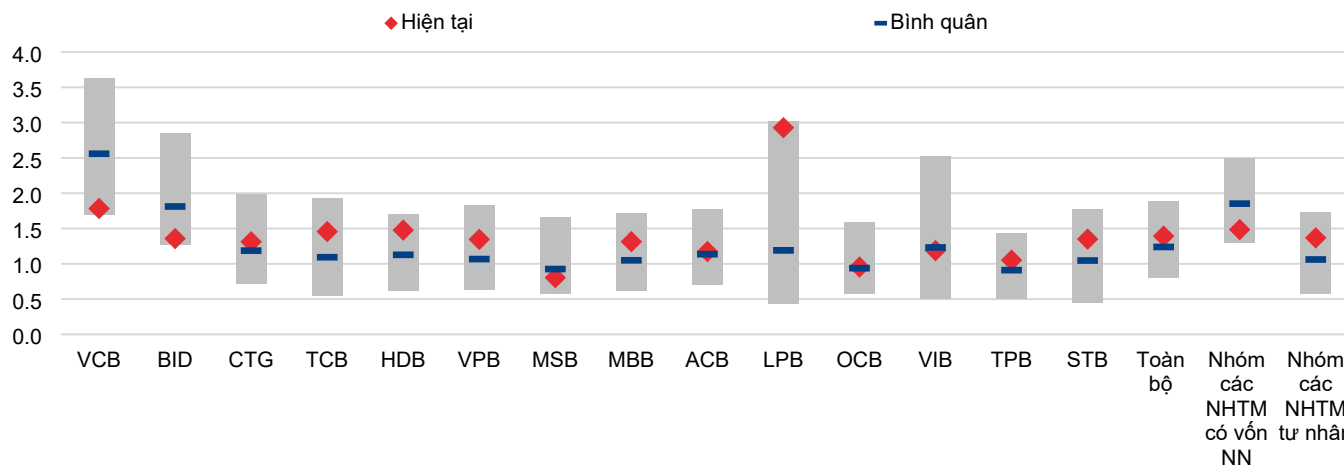
Các NHTM tư nhân là động lực chính thúc đẩy tái định giá của cả ngành



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

**Biểu đồ 21: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

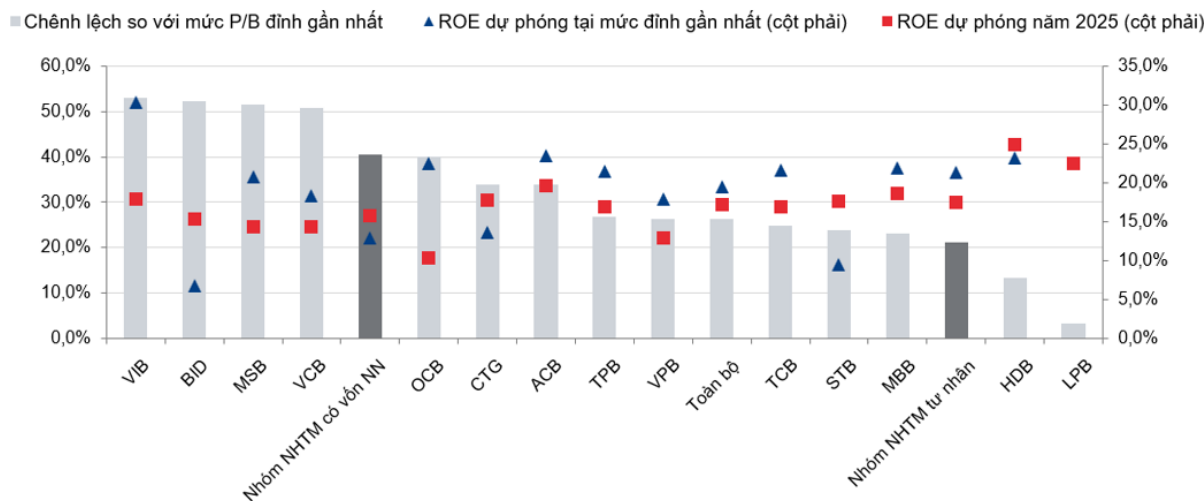
Phần lớn các ngân hàng đang giao dịch với định giá cao hơn mức trung bình kể từ năm 2020. Hai ngân hàng quốc doanh – VCB và BID – hiện đang có định giá thấp hơn mức bình quân quá khứ, trong khi đa số các ngân hàng tầm trung như MSB, OCB và VIB, cùng với ACB có mô hình kinh doanh thận trọng hơn, đang được giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm quanh mức trung bình.



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

**Biểu đồ 22: Chênh lệch so với mức đỉnh P/B trượt dự phóng 1 năm gần nhất**

LPB, HDB, MBB và STB hiện đang giao dịch sát với mức đỉnh định giá nhất, trong khi nhóm NHTM có vốn Nhà nước, ACB và ba ngân hàng tầm trung (VIB, MSB, OCB) có khoảng cách lớn nhất so với đỉnh định giá trước đó



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

**Bối cảnh định giá – So sánh với giai đoạn đỉnh năm 2021**

**Tình hình vĩ mô: Tăng trưởng mạnh hơn, thị trường BĐS cải thiện nhưng rủi ro thuế quan hiện hữu**

Bối cảnh vĩ mô của Việt Nam trong năm 2025 thuận lợi hơn so với mức đỉnh năm 2021. GDP được dự báo tăng trưởng 7,6% (theo dự báo của HSC), so với chỉ tăng trưởng 2,6% trong năm 2021 khi nền kinh tế chịu ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19 (sau khi tăng trưởng 2,9% trong năm 2020).

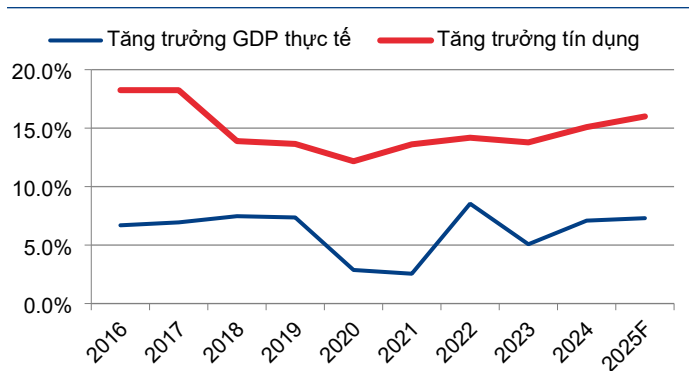
Giả định tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến cuối năm 2025 đạt 17-18%, tỷ lệ tăng trưởng tín dụng/tăng trưởng GDP thực sẽ gần bằng 2 lần, cho thấy sự tăng trưởng lành mạnh hơn và xuất phát từ nhu cầu. Điều này trái ngược với năm 2020-2021, khi tỷ lệ này là 4-5 lần - tăng trưởng tín dụng đạt 12-14% do chính sách thúc đẩy nhưng không chuyển thành tăng trưởng thực.

Rủi ro về chất lượng tài sản cũng có vẻ được kiểm soát tốt hơn. Nợ tái cấu trúc (theo Thông tư 01/2020 và Thông tư 02/2023) đã giảm đáng kể xuống khoảng 1% tổng dư nợ tại thời điểm cuối năm 2024 và có thể sẽ tiếp tục giảm. Trong khi đó, nợ xấu của SCB đã được phản ánh và kiểm soát. Thị trường BĐS đang bước vào chu kỳ hồi phục mới sau giai đoạn suy thoái từ cuối năm 2022 đến năm 2023.

Tuy nhiên, rủi ro đến từ cạnh tranh giữa các nền kinh tế lớn và chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam. Những rủi ro này kéo dài, khó định lượng và cần được theo dõi chặt chẽ trong thời gian tới.

**Biểu đồ 23: Tăng trưởng GDP & tăng trưởng tín dụng**

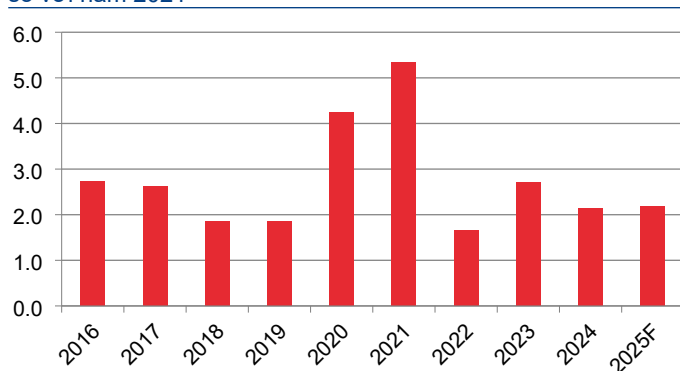
Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng GDP và tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 sẽ cao hơn so với năm 2021



Nguồn: CEIC, NHNN, HSC

**Biểu đồ 24: Tăng trưởng tín dụng/ tăng trưởng GDP thực tế**

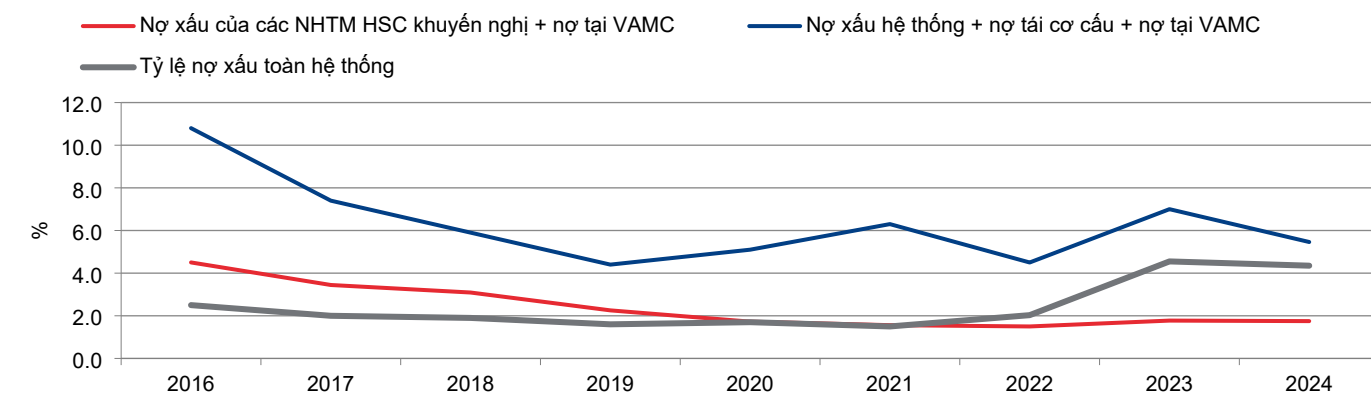
Tăng trưởng tín dụng / tăng trưởng GDP thực tế trong năm 2025 được dự báo sẽ đạt khoảng 2 lần, tương đương mức bình thường so với năm 2021



Nguồn: CEIC, NHNN, HSC

**Biểu đồ 25: Tỷ lệ nợ xấu gộp và theo báo cáo, toàn hệ thống & các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Tỷ trọng các khoản vay tái cơ cấu trong hệ thống đã giảm, trong khi tỷ lệ nợ xấu báo cáo vẫn duy trì khá ổn định



Nguồn: CEIC, SBV, HSC

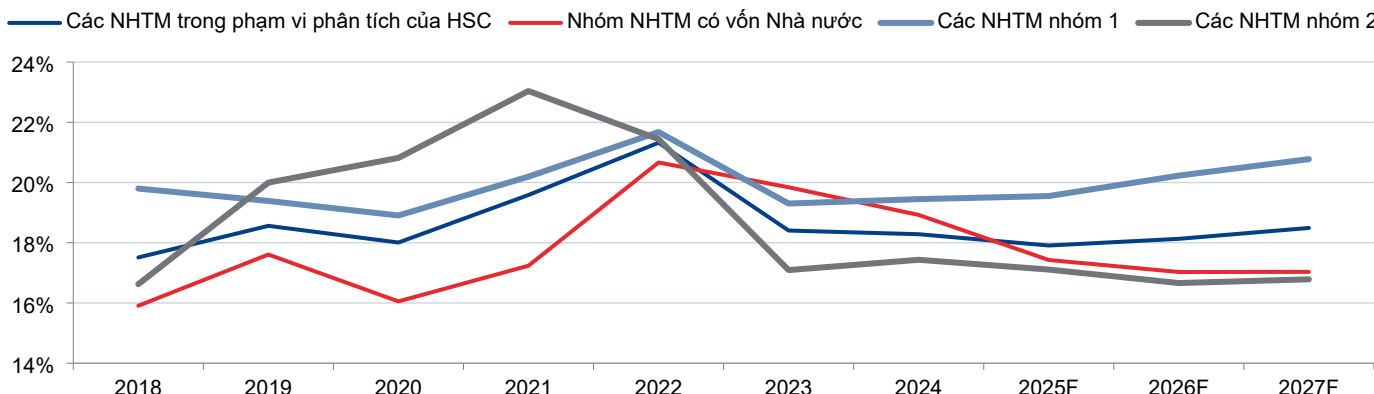
**Nền tảng của các ngân hàng: Tăng trưởng bằng CĐKT mạnh hơn nhưng khả năng sinh lời thấp hơn**

So với năm 2021, khả năng sinh lời của các ngân hàng thấp hơn - chủ yếu do tỷ lệ NIM thu hẹp và thu nhập phí giảm xuống, gây sức ép lên hệ số ROE - nhưng đang trên đà cải thiện. Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ tiếp tục mạnh mẽ nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng và nhu cầu phục hồi khi chu kỳ BĐS chuyển biến tích cực. Tỷ lệ NIM có vẻ đang chạm đáy và sẽ cải thiện nhẹ. Rủi ro chất lượng tài sản kỳ vọng sẽ hạ nhiệt khi danh mục cho vay mở rộng và thị trường BĐS phục hồi giúp nâng cao chất lượng tín dụng diện rộng và thuận lợi cho hoạt động tái cấu trúc nợ.

Nhìn chung, HSC dự báo hệ số ROE của ngành sẽ tiếp tục phục hồi từ đáy năm 2023, mặc dù vẫn thấp hơn năm 2021, nhờ NHTM tư nhân nhóm 1; trong khi hệ số ROE của các NHTM có vốn nhà nước được kỳ vọng tiếp tục ổn định.

**Biểu đồ 26: Hệ số ROE, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Hệ số ROE của nhóm NHTM tư nhân được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện, trong khi ROE của nhóm NHTM quốc doanh dự kiến sẽ duy trì ổn định. Nhìn chung, toàn ngành đang hướng tới mức ROE bền vững hơn



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Bảng 27: So sánh với mức đỉnh định giá gần đây nhất, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Đối với nhóm ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng tư nhân nhóm 1, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ tăng và đạt hiệu quả sinh lời tương đương mức năm 2021, dù tỷ lệ NIM giảm và tỷ lệ nợ xấu tăng. Trong khi đó, các NHTM tư nhân nhóm 2 nhìn chung diễn biến kém tích cực so với năm 2021, cũng như so với nhóm các NHTM có vốn Nhà nước & nhóm NHTM nhóm 1.

	Các NHTM HSC khuyến nghị		Nhóm NHTM có vốn NN		Các NHTM tư nhân nhóm 1		Các NHTM tư nhân nhóm 2	
	2021	2025F	2021	2025F	2021	2025F	2021	2025F
ROE	19.6%	17.9%	17.2%	17.4%	20.2%	19.6%	23.0%	17.1%
ROA	1.5%	1.6%	1.0%	1.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.6%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	30.4%	15.4%	19.1%	13.2%	34.9%	18.5%	45.5%	11.1%
Tăng trưởng tín dụng	15.3%	18.8%	12.2%	15.9%	19.0%	22.8%	19.2%	18.7%
Tỷ lệ NIM	3.83%	3.28%	3.09%	2.55%	4.95%	4.29%	3.97%	3.22%
Tỷ lệ nợ xấu	1.56%	1.71%	0.99%	1.21%	1.67%	2.03%	1.51%	2.64%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Lựa chọn cổ phiếu: Giá trị và Tăng trưởng**

Do nền tảng cơ bản khác biệt giữa các nhóm cổ phiếu, khả năng quay trở lại mức đỉnh định giá vào năm 2021 có vẻ khó xảy ra; tuy nhiên, mặt bằng định giá sau khi điều chỉnh được kỳ vọng là bền vững. P/B dự phóng 12 tháng mục tiêu của chúng tôi cho ngành Ngân hàng ở mức 1,56 lần, thấp hơn khoảng 17% so với mức đỉnh năm 2021, tương đương tiềm năng tăng giá trung bình khoảng 11,2% so với hiện tại (NHTM có vốn nhà nước: P/B là 1,48 lần, thấp hơn 20% so với P/B mục tiêu; NHTM tư nhân: P/B 1,37 lần, thấp hơn 7% so với P/B mục tiêu). Tuy nhiên, kết quả sẽ có sự chênh lệch giữa các nhóm:

- NHTM có vốn Nhà nước: Nền tảng cơ bản vững chắc nhưng tăng trưởng tín dụng chậm đang kìm hãm đà tăng trưởng lợi nhuận, hệ số ROE ổn định thay vì cải thiện.
- NHTM tư nhân: Định giá của những ngân hàng nhóm 1, với thương hiệu mạnh hơn và lợi thế cạnh tranh tốt, có thể tăng sát mức đỉnh trước đó. Trong khi đó, định giá của các ngân hàng nhóm 2 có thể cải thiện chậm hơn và khả năng thu hẹp chênh lệch định giá khó khăn hơn. Mô hình thu nhập thặng dư của chúng tôi cho thấy các NHTM có vốn nhà nước, ACB và một số NHTM quy mô trung bình như VIB & MSB vẫn có tiềm năng tăng giá hấp dẫn mặc dù tốc độ tăng trưởng vừa phải khi so với các NHTM tư nhân nhóm 1. Đối với những NĐT tìm kiếm cơ hội tăng trưởng, dựa trên hệ số PEG, một số ngân hàng nhóm 1 - MBB, HDB, VPB, STB - vẫn có định giá không đắt so với triển vọng.

**Cổ phiếu ưa thích:** Trong 12 tháng tới, HSC nghiêng về những cơ hội tăng trưởng và lựa chọn CTG, HDB, MBB, STB, TCB, VPB (CTG là NHTM có vốn nhà nước chúng tôi ưa thích). Trong trung hạn, chúng tôi tiếp tục ưa thích ACB, đặc biệt là ở định giá hiện tại. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho MSB & VIB.

**Bảng 28: So sánh các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Những cổ phiếu lựa chọn hàng đầu bao gồm: ACB, CTG, HDB, MBB, STB, TCB, VPB

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		P/B tại giá mục tiêu (lần)	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026	2027	2026	2027	2025	2026
ACB	25,100	Mua vào	31,500	25.5%	1.34	1.15	7.3	6.1	19.6%	20.2%	20.9%	19.8%	20.9%	1.68	1.44
BID	37,200	Tăng tỷ trọng	43,900	18.0%	1.55	1.32	11.0	9.4	15.3%	15.2%	15.2%	16.9%	16.0%	1.83	1.56
CTG	50,500	Tăng tỷ trọng	60,000	18.8%	1.54	1.29	9.3	8.0	17.9%	17.6%	17.1%	16.8%	16.2%	1.83	1.53
HDB	32,500	Tăng tỷ trọng	36,500	12.3%	1.73	1.41	8.3	6.7	22.7%	23.1%	22.3%	23.5%	20.9%	1.95	1.59
LPB	49,900	Bán ra	24,500	-50.9%	3.23	2.77	14.7	13.9	22.6%	21.4%	20.5%	5.8%	11.6%	1.59	1.36
MBB	25,450	Tăng tỷ trọng	29,600	16.3%	1.54	1.28	8.6	7.1	19.5%	19.8%	21.0%	21.2%	27.9%	1.79	1.49
MSB	12,450	Tăng tỷ trọng	15,700	26.1%	0.90	0.79	5.9	6.5	16.3%	12.9%	13.1%	-8.4%	15.3%	1.13	0.99
OCB	12,750	Tăng tỷ trọng	14,600	14.5%	1.02	0.92	10.1	8.0	10.4%	12.2%	12.8%	27.1%	16.4%	1.17	1.06
STB	55,400	Tăng tỷ trọng	58,200	5.1%	1.57	1.30	9.0	7.0	19.0%	20.3%	21.2%	29.1%	26.0%	1.64	1.36
TCB	38,000	Tăng tỷ trọng	44,500	17.1%	1.67	1.45	10.6	8.5	16.6%	18.3%	18.6%	24.9%	17.5%	1.95	1.69
TPB	18,150	Nắm giữ	18,600	2.5%	1.21	1.04	7.3	6.4	17.0%	17.4%	17.1%	14.1%	14.0%	1.24	1.07
VCB	59,600	Tăng tỷ trọng	70,200	17.8%	1.99	1.73	15.5	13.1	14.3%	14.1%	14.5%	18.4%	16.8%	2.35	2.04
VIB	18,650	Tăng tỷ trọng	22,700	21.7%	1.33	1.17	8.0	7.0	17.8%	17.9%	19.1%	14.5%	22.6%	1.62	1.42
VPB	30,450	Tăng tỷ trọng	34,000	11.7%	1.52	1.33	12.1	9.5	13.2%	14.9%	16.1%	27.5%	23.7%	1.69	1.49
<b>Bình quân ngành</b>				<b>11.2%</b>	<b>1.58</b>	<b>1.35</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.0%</b>	<b>19.0%</b>	<b>1.68</b>	<b>1.44</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước</b>				<b>18.2%</b>	<b>1.70</b>	<b>1.45</b>	<b>11.9</b>	<b>10.2</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>2.00</b>	<b>1.71</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM tư nhân</b>				<b>9.3%</b>	<b>1.55</b>	<b>1.33</b>	<b>9.3</b>	<b>7.9</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.4%</b>	<b>18.1%</b>	<b>19.7%</b>	<b>1.59</b>	<b>1.36</b>
<b>Các NHTM tư nhân nhóm 1</b>				<b>14.7%</b>	<b>1.56</b>	<b>1.32</b>	<b>9.31</b>	<b>7.47</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.5%</b>	<b>20.0%</b>	<b>24.3%</b>	<b>22.8%</b>	<b>1.78</b>	<b>1.51</b>
<b>Các NHTM tư nhân nhóm 2 (loại trừ LPB)</b>				<b>16.2%</b>	<b>1.11</b>	<b>0.98</b>	<b>7.84</b>	<b>6.96</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.5%</b>	<b>11.8%</b>	<b>17.1%</b>	<b>1.29</b>	<b>1.13</b>

 Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 22/10  
 Nguồn: HSC

**Bảng 29: Các chỉ số định giá**

HDB, MBB, STB và VPB hiện có định giá PEG rẻ

Ngân hàng	ROE bình quân 3 năm	Tăng trưởng kép EPS 3 năm	PEG	P/E 2026	P/B 2026
ACB	20.3%	15.3%	0.40	6.10	1.15
BID	15.2%	13.2%	0.71	9.40	1.32
CTG	17.5%	20.5%	0.39	8.00	1.29
HDB	22.7%	22.7%	0.30	6.75	1.41
LPB	21.5%	7.6%	1.84	13.90	2.77
MBB	20.1%	20.7%	0.34	7.07	1.28
MSB	14.1%	7.8%	0.83	6.48	0.79
OCB	11.8%	16.1%	0.49	7.95	0.92
STB	20.2%	27.0%	0.26	6.98	1.30
TCB	17.8%	20.1%	0.42	8.45	1.45
TPB	17.2%	11.8%	0.54	6.43	1.04
VCB	14.3%	12.6%	1.04	13.10	1.73
VIB	18.2%	16.1%	0.43	6.96	1.17
VPB	14.8%	25.9%	0.37	9.49	1.33
<b>Bình quân ngành</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>0.49</b>	<b>8.36</b>	<b>1.35</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.4%</b>	<b>0.66</b>	<b>10.17</b>	<b>1.45</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>18.1%</b>	<b>17.4%</b>	<b>0.45</b>	<b>7.87</b>	<b>1.33</b>
Nhóm ngân hàng Tier 1	19.3%	21.9%	0.35	7.47	1.32
Nhóm ngân hàng Tier 2 (loại trừ PB)	15.3%	13.0%	0.58	6.96	0.98

Ghi chú: Chỉ số PEG được tính bằng cách lấy P/E dự phóng năm 2025 chia cho tốc độ tăng trưởng kép EPS 3 năm. Sau khi điều chỉnh loại trừ thu nhập không thường xuyên trong năm 2024 khỏi tốc độ tăng trưởng EPS 3 năm, PEG điều chỉnh của MSB và OCB lần lượt là 0,37 lần và 0,4 lần - thấp hơn so với mức trước điều chỉnh, phản ánh định giá rẻ hơn sau khi loại bỏ các khoản lợi nhuận không thường xuyên/ngoài lõi.  
 Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM  
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)