Áp lực thanh khoản ngắn hạn tạo lực cản cho triển vọng ngành

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài C
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 3 4605 3471 Ext. 4883

- Thanh khoản đang thắt chặt và định hướng chính sách đang trở nên thận trọng hơn. Những động thái gần đây của NHNN cho thấy sự dịch chuyển từ nới lỏng sang ưu tiên ổn định, thông qua kiểm soát tín dụng chặt chẽ hơn và mặt bằng lãi suất tiền gửi cao hơn. Do đó, năm 2026 nhiều khả năng sẽ là một năm phân hóa hơn đối với ngành Ngân hàng, khi thanh khoản thắt chặt có thể gây áp lực lên NIM và chất lượng tài sản.
- HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của các NHTM trong phạm vi phân tích tăng trưởng bình quân 18%, dựa trên giả định tăng trưởng tín dụng đạt 18%, tỷ lệ NIM nhìn chung ổn định, thu nhập phí cải thiện và kiểm soát chi phí chặt chẽ.
- HSC ưa thích các cổ phiếu hưởng lợi từ tăng trưởng như HDB, MBB, TCB và VPB bên cạnh những ngân hàng có bảng cân đối phòng thủ hơn như ACB, CTG và VCB.

Những điểm chính

Thanh khoản hệ thống ngày càng căng thẳng do tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao hơn đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi trong khi dư địa hỗ trợ chính sách đang tiến gần giới hạn. Những động thái gần đây của NHNN cho thấy xu hướng ưu tiên sự ổn định thay vì tiếp tục nới lỏng, thông qua kiểm soát tín dụng chặt chẽ hơn, giảm mức độ nới lỏng về quy định và lãi suất tiền gửi tăng lên. Điều này làm tăng chi phí huy động vốn, có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận & chất lượng tài sản. Đồng thời, việc thắt chặt hơn tín dụng BĐS có thể khiến nhu cầu vốn chuyển dịch sang thị trường TPDN. Về dài hạn, giải ngân tài khóa mạnh hơn và các kênh huy động vốn theo cơ chế thị trường phát triển hơn có thể giúp giảm bớt áp lực cho hệ thống.

Xu hướng lợi nhuận và HĐKD năm 2025 nhìn chung khả quan với chất lượng tài sản cải thiện nhẹ, NIM có dấu hiệu tạo đáy đồng thời chi phí tiếp tục được thắt chặt. Tuy nhiên, thanh khoản căng thẳng hơn, tăng trưởng tín dụng giảm tốc cùng đệm dự phòng thu hẹp cho thấy một môi trường hoạt động trong năm 2026 sẽ mang tính chọn lọc hơn với mức độ phân hóa lớn hơn giữa các ngân hàng.

Các dự báo năm 2026 của chúng tôi phản ánh tình hình thanh khoản thắt chặt hơn và lập trường thận trọng hơn của NHNN, nhưng vẫn cho thấy tăng trưởng lợi nhuận của ngành ở mức tích cực. Chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt khoảng 16,5%, tăng trưởng tín dụng của các NHTM trong phạm vi phân tích của đạt khoảng 18%, tỷ lệ NIM nhìn chung ổn định, thu nhập phí cải thiện, chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ và chi phí tín dụng tăng nhẹ. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của các NHTM trong phạm vi phân tích sẽ tăng trưởng 18% trong năm 2026 và tăng trưởng trung bình 19,6% trong 3 năm tới. Hai biến số quan trọng nhất vẫn là tăng trưởng tín dụng và NIM; kết quả lợi nhuận có thể khác biệt đáng kể tùy theo diễn biến điều kiện huy động vốn trong năm.

Diễn biến giá cổ phiếu của ngành Ngân hàng mang tính trái chiều trong 12 tháng vừa qua, với nhóm các NHTM tư nhân vượt trội hơn, trong khi nhịp tăng của các NHTM quốc doanh trong tháng 1 phần lớn đã đảo chiều. Tại định giá hiện tại, HSC tiếp tục ưu tiên các ngân hàng có động lực tăng trưởng mạnh mẽ hơn (HDB, MBB, TCB, VPB) hoặc có bảng cân đối mang tính phòng thủ hơn (ACB, CTG, VCB).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/3.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị Mới	Khuyến nghị Cũ	Giá mục tiêu (đồng) Mới	Giá mục tiêu (đồng) Th.đổi (%)	Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần) 2026F	P/E (lần) 2027F	P/B (lần) 2026F	P/B (lần) 2027F	L.suất cổ tức (%) 2026F	L.suất cổ tức (%) 2027F
ACB	23,750	Mua vào	-	32,000	(0.93)	34.7	6.49	5.32	1.11	0.96	2.95	4.76
BID	40,450	Tăng tỷ trọng	-	46,300	10.5	14.5	9.44	8.34	1.45	1.26	0	0.99
CTG	34,400	Mua vào	-	48,300	11.2	40.4	6.40	5.57	1.26	1.07	1.45	1.45
HDB	25,700	Mua vào	Tăng tỷ trọng	33,000	14.1	28.4	6.08	4.78	1.37	1.09	1.95	1.95
LPB	43,350	Bán ra	-	25,700	0.78	(40.7)	10.5	10.3	2.31	2.00	2.31	2.31
MBB	26,350	Mua vào	-	31,800	4.61	20.7	6.45	5.13	1.27	1.04	0	0
MSB	11,350	Mua vào	-	15,400	(1.91)	35.7	5.57	5.63	0.73	0.64	0	0
OCB	10,900	Mua vào	-	15,300	2.68	40.4	6.23	5.42	0.77	0.69	2.75	2.75
STB	67,600	Giảm tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	57,600	(1.37)	(14.8)	15.6	7.61	1.85	1.50	0	0
TCB	30,300	Mua vào	-	44,500	(3.26)	46.9	7.01	5.80	1.11	0.96	3.30	3.30
TPB	16,100	Mua vào	Tăng tỷ trọng	20,000	5.26	24.2	5.54	4.89	0.91	0.79	3.11	3.11
VCB	60,500	Mua vào	-	73,000	0.14	20.7	12.7	11.0	1.80	1.60	0.85	1.40
VIB	17,000	Mua vào	-	20,800	(8.37)	22.4	7.63	7.04	1.23	1.09	5.29	3.53
VPB	25,700	Mua vào	-	37,300	5.97	45.1	6.81	5.54	1.05	0.90	1.95	1.95

Giá cổ phiếu tại ngày 17/3/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Bối cảnh vĩ mô và hệ thống 3

Thanh khoản hệ thống đang tiến gần tới giới hạn 3

Căng thẳng thanh khoản thúc đẩy kiểm soát tín dụng chặt hơn 6

Thanh khoản thắt chặt có thể gây áp lực lên tỷ lệ NIM và chất lượng tài sản 8

Kênh tài khóa và thị trường vốn có thể giúp hạ nhiệt sức ép huy động 9

KQKD và triển vọng 10

Tổng kết Q4/2025 và năm 2025 10

Triển vọng tăng trưởng tín dụng: MBB, VPB, HDB được kỳ vọng sẽ dẫn đầu 13

Triển vọng tỷ lệ NIM: Ổn định ở cấp độ ngành nhưng phân hóa giữa các ngân hàng 14

Rủi ro thanh khoản và lãi suất: Ngân hàng nào chịu ảnh hưởng nhiều hơn? 15

Dự báo & giả định 18

Dự báo kịch bản cơ sở 18

Kịch bản tích cực và tiêu cực 21

Định giá và khuyến nghị 23

Diễn biến giá cổ phiếu và định giá 23

Khuyến nghị và lựa chọn cổ phiếu hàng đầu 25

Báo cáo thành phần

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) 26

NHTMCP ĐT và PT Việt Nam (BID) 35

NHTMCP Công thương Việt Nam (CTG) 44

NHTMCP Phát triển TP HCM (HDB) 53

NHTMCP Lộc Phát Việt Nam (LPB) 61

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) 70

Ngân hàng TMCP Hàng hải Việt Nam (MSB) 79

Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB) 88

NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) 98

NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) 109

Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB) 119

NHTMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB) 128

Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam (VIB) 137

NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) 148

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bối cảnh vĩ mô và hệ thống

Thanh khoản hệ thống ngày càng căng thẳng do tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao hơn đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi trong khi dư địa hỗ trợ chính sách đang tiến gần giới hạn. Những động thái gần đây của NHNN cho thấy xu hướng ưu tiên sự ổn định thay vì tiếp tục nới lỏng, thông qua kiểm soát tín dụng chặt chẽ hơn, giảm mức độ nới lỏng về quy định và lãi suất tiền gửi tăng lên. Điều này làm tăng chi phí huy động vốn, có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận & chất lượng tài sản. Đồng thời, việc thắt chặt hơn tín dụng BĐS có thể khiến nhu cầu vốn chuyển dịch sang thị trường TPDN. Về dài hạn, giải ngân tài khóa mạnh hơn và các kênh huy động vốn theo cơ chế thị trường phát triển hơn có thể giúp giảm bớt áp lực cho hệ thống.

Thanh khoản hệ thống đang tiến gần tới giới hạn

Lãi suất LNH gần đây đã tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ năm 2013, lên khoảng 16% vào đầu tháng 2 và có thời điểm trong ngày chạm 20%, cho thấy áp lực thanh khoản hệ thống đang gia tăng. Diễn biến này phản ánh không chỉ yếu tố mùa vụ dịp Tết, mà còn là khoảng cách ngày càng lớn giữa tín dụng và huy động, trong khi các công cụ hỗ trợ hiện hữu của NHNN dường như đang tiến gần giới hạn.

Tại thời điểm cuối năm 2025, hệ số LDR của hệ thống đã tăng lên mức cao kỷ lục 110%, trong khi khoảng thiếu hụt giữa tín dụng và huy động vượt VND1.500 nghìn tỷ, tương đương khoảng 8% tổng dư nợ hệ thống. Cơ quan quản lý đã hỗ trợ hệ thống thu hẹp khoảng thiếu hụt này thông qua các kênh sau:

- Tiền gửi KBNN tại các NHTM có vốn nhà nước (ước tính khoảng 400-600 nghìn tỷ đồng), tương đương khoảng 40% số dư tự do của KBNN, so với mức trần khoảng 50%.
- Nghiệp vụ thị trường mở (ước tính khoảng 400-500 nghìn tỷ đồng), tương đương khoảng 50%-60% tổng lượng trái phiếu chính phủ do các ngân hàng nắm giữ.
- Tái cấp vốn cho 4 ngân hàng “0 đồng” (ước tính khoảng 200 nghìn tỷ đồng) và SCB (Chưa niêm yết) (ước tính khoảng 550 nghìn tỷ đồng).
- Hợp đồng hoán đổi USD-VND. Gần đây, NHNN cũng đã hỗ trợ thanh khoản thông qua hợp đồng hoán đổi USD-VND. Tuy nhiên, hợp đồng hoán đổi không thể giải quyết khoảng thiếu hụt thanh khoản vì chỉ chuyển đổi thanh khoản từ đồng tiền này sang đồng tiền khác. Dư địa cho các giao dịch hoán đổi bổ sung cũng có vẻ hạn chế (thường khoảng 1–2 tỷ USD), do các ngân hàng phải duy trì các tỷ lệ thanh khoản đối với nghĩa vụ bằng USD.

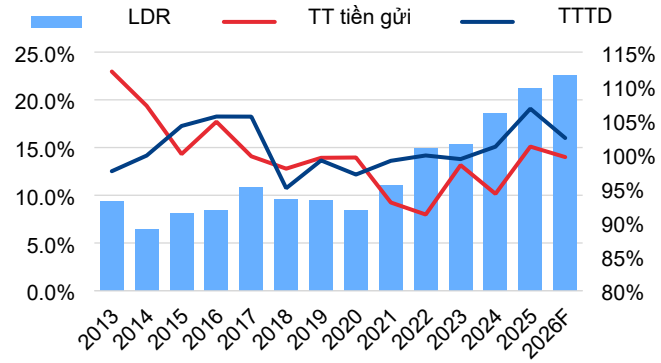
Trên lý thuyết, vẫn còn một số dư địa, bao gồm việc tăng thêm nguồn vốn từ KBNN (ví dụ: nâng lượng tiền gửi KBNN hướng lên mức trần 50%, hoặc thậm chí nâng mức trần theo quy định lên trên 50%) hoặc tái cấp vốn bổ sung cho các ngân hàng "0 đồng" (điều này sẽ yêu cầu chuyển nhượng thêm khoản vay từ các ngân hàng hỗ trợ để sử dụng làm tài sản đảm bảo). Tuy nhiên, các động thái gần đây cho thấy NHNN đang chọn cách tiếp cận thận trọng hơn để xử lý vấn đề thanh khoản.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi, ngành ngân hàng Việt Nam

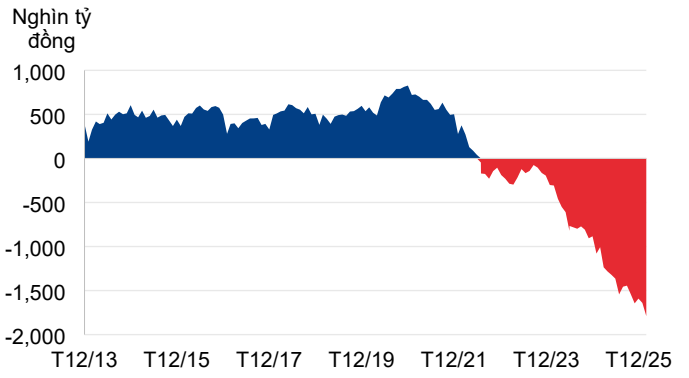
Tăng trưởng tín dụng đã vượt tăng trưởng tiền gửi trong 5 năm qua, đẩy hệ số LDR lên khoảng 110%



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 2: Chênh lệch tín dụng – huy động, ngành ngân hàng Việt Nam

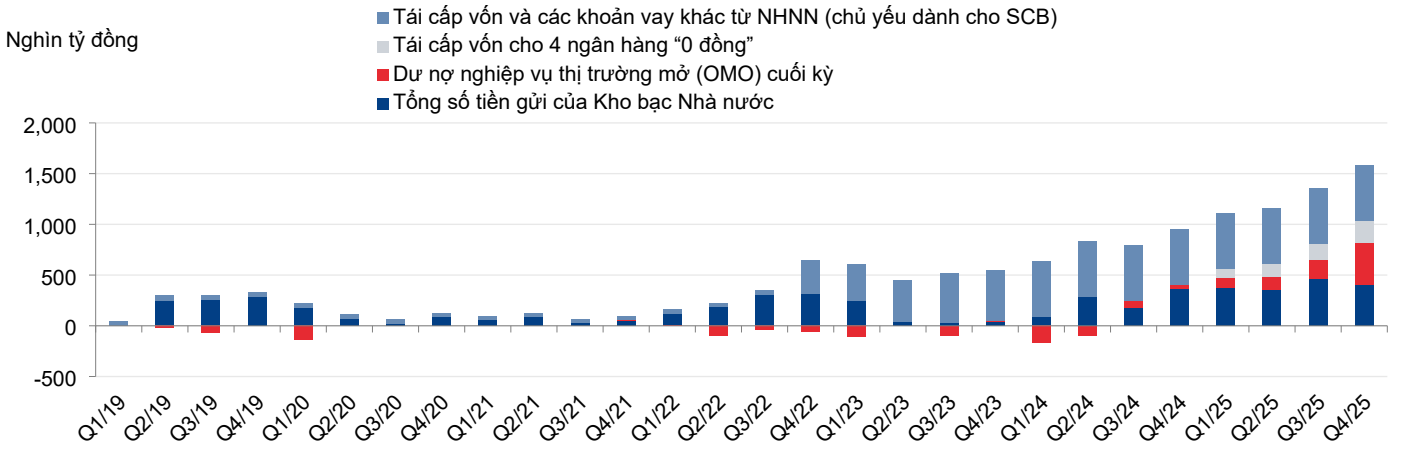
Chênh lệch giữa tín dụng và huy động đã nới rộng đáng kể



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 3: Tổng mức hỗ trợ thanh khoản, ngành ngân hàng Việt Nam

Hỗ trợ thanh khoản đã đạt mức lớn nhất từ trước đến nay



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

NHNN thận trọng hơn trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt

Khi áp lực thanh khoản gia tăng và dư địa hỗ trợ thêm trở nên hạn chế hơn, các động thái gần đây của NHNN và các NHTM có vốn nhà nước cho thấy các cơ quan quản lý hiện đang giải quyết vấn đề một cách trực diện hơn. Những động thái này bao gồm:

- Giảm hạn mức tăng trưởng tín dụng ban đầu toàn hệ thống và thắt chặt hơn tín dụng cho lĩnh vực BĐS.
- Không gia hạn Thông tư 26/2022, văn bản cho phép tính cả tiền gửi KBNN vào công thức LDR.
- "Cho phép" các NHTM có vốn nhà nước tăng lãi suất tiền gửi.

Như đã đề cập trong báo cáo ngành trước đây, HSC cho rằng NHNN đang đứng trước một lựa chọn chính sách. Hoặc tiếp tục bơm thêm thanh khoản vào hệ thống thông qua các công cụ mới ngoài những công cụ hiện đã tiến gần giới hạn nhằm duy trì lập trường nới lỏng, hoặc xử lý mất cân đối thanh khoản một cách trực diện hơn để đưa hệ thống về trạng thái ổn định hơn. Những diễn biến trong Q1/2026 cho thấy NHNN đang nghiêng về phía phương án thứ hai. Điều này có thể gây áp lực lên nền kinh tế trong ngắn hạn nhưng sẽ hỗ trợ tốt hơn cho tính bền vững của hệ thống trong dài hạn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 4: Lãi suất liên ngân hàng, ngành Ngân hàng Việt Nam

Lãi suất qua đêm tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ năm 2012

Nguồn: Dữ liệu thị trường

Tiền gửi KBNN loại khỏi LDR khi Thông tư 26/2022 hết hiệu lực

Xin nhắc lại, Thông tư 26/2022, có hiệu lực từ ngày 31/12/2022, cho phép các ngân hàng bao đưa tiền gửi KBNN vào khi tính toán hệ số LDR theo lộ trình như sau:

- Từ ngày 31/12/2022 đến ngày 31/12/2023: 50% tiền gửi KBNN được tính vào thành phần tiền gửi,
- Từ ngày 31/12/2023 đến ngày 31/12/2024: 40% được bao gồm,
- Từ ngày 31/12/2024 đến ngày 31/12/2025: 20% được bao gồm,
- Kể từ ngày 31/12/2025: 0% được bao gồm.

Khi Thông tư 26/2022 hết hiệu lực, tiền gửi KBNN hiện đã bị loại hoàn toàn khỏi phép tính LDR, làm giảm cơ sở tiền gửi được ghi nhận của các NHTM quốc doanh khoảng 80-120 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 1,8% tiền gửi khách hàng). Mặc dù tác động trực tiếp là không lớn, thay đổi này vẫn có thể gây thêm áp lực cho hệ thống ngân hàng trong bối cảnh thanh khoản vốn đã căng. Chúng tôi lưu ý rằng Kho bạc Nhà nước vẫn tiếp tục gửi tiền tại các NHTM quốc doanh để hỗ trợ nhu cầu thanh khoản, với số dư tăng từ khoảng 400 nghìn tỷ đồng cuối năm 2025 lên khoảng 600 nghìn tỷ đồng tại thời điểm giữa tháng 3/2026, dù các khoản tiền gửi này không còn được tính vào LDR.

Lãi suất tiền gửi có thể cần tiếp tục tăng thêm

Các ngân hàng đã nâng lãi suất tiền gửi một cách vừa phải kể từ tháng 11/2025, trong đó lãi suất niêm yết tăng bình quân khoảng 50 điểm cơ bản tại các NHTM có vốn nhà nước và tăng bình quân khoảng 70 điểm cơ bản tại các NHTM tư nhân. Ngoài ra, các gói ưu đãi đặc biệt có lãi suất tiền gửi 12 tháng lên tới 7% tại các NHTM có vốn nhà nước và 8% tại các NHTM tư nhân, cao hơn khoảng 300 điểm cơ bản so với lãi suất niêm yết trước đó. Tuy nhiên, huy động toàn hệ thống vẫn yếu, giảm 0,11% kể từ đầu năm đến cuối tháng 2, trong khi tín dụng tăng 1,4% kể từ đầu năm, cho thấy mức tăng lãi suất hiện tại vẫn chưa đủ để thu hút tiền gửi trở lại hệ thống.

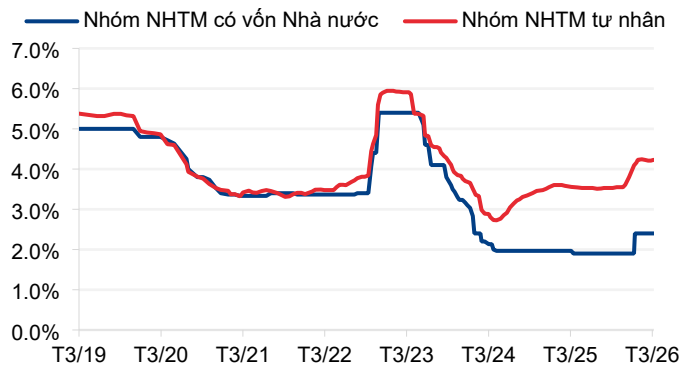
Với định hướng chính sách của NHNN và tăng trưởng huy động yếu, chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi niêm yết cho khách hàng đại chúng sẽ tăng thêm khoảng 100 điểm cơ bản tiệm cận mức năm 2019 vào cuối năm 2026 (7% cho kỳ hạn 12 tháng và 5% cho kỳ hạn 3 tháng). Tuy nhiên, mức tăng cụ thể sẽ phụ thuộc vào việc tăng trưởng huy động có vượt tăng trưởng tín dụng hay không, hoặc liệu NHNN có triển khai thêm công cụ để thu hẹp khoảng thiếu hụt vốn và giữ lãi suất ở mức thấp hơn hay không.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng

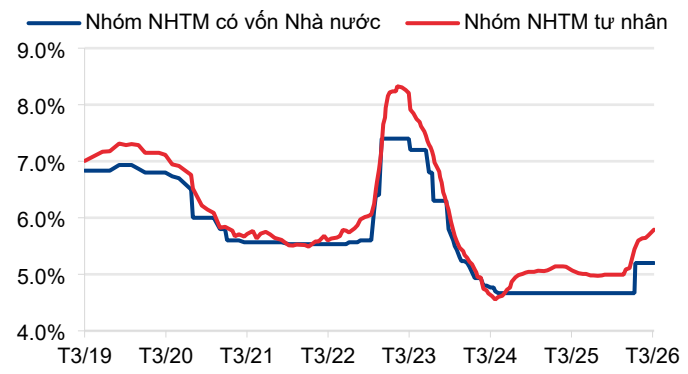
Lãi suất ngắn hạn cũng như...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

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

... lãi suất dài hạn của các NHTM có vốn Nhà nước đều tăng



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Giá dầu tăng gây thêm áp lực lên lãi suất

Xung đột tại Iran và sự gián đoạn dòng chảy dầu mỏ qua eo biển Hormuz đã khiến giá dầu tăng mạnh. Theo phòng nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC, điều này có thể khiến lạm phát của Việt Nam tăng khoảng 40 điểm cơ bản lên 4,3% (Mời xem: Nâng dự báo CPI do giá nhóm giao thông gia tăng). Rủi ro lạm phát gia tăng có thể tạo thêm áp lực lên các quyết định lãi suất của nhà điều hành.

Căng thẳng thanh khoản thúc đẩy kiểm soát tín dụng chặt hơn

Mục tiêu tăng trưởng tín dụng ban đầu ở mức 15%

Nhìn chung, lập trường thận trọng hơn của NHNN có vẻ phản ánh điều kiện thanh khoản chặt hơn trên toàn hệ thống ngân hàng. Theo chỉ đạo của NHNN, tăng trưởng tín dụng ban đầu toàn hệ thống 2026 được ước tính ở mức khoảng 15%, thấp hơn mức tăng 19% của 2025. Tuy nhiên, định hướng này vẫn cho phép một mức độ linh hoạt nhất định, khi room tín dụng có thể được xem xét điều chỉnh lại trong năm tùy thuộc vào diễn biến vĩ mô và điều kiện thanh khoản hệ thống.

- **Trần tăng trưởng tín dụng**: Tăng trưởng tín dụng tối đa cho năm 2026 = điểm xếp hạng năm 2024 × 2,6%. Với điểm xếp hạng dao động từ 1 đến 5, điều này hàm ý trần tăng trưởng tín dụng tối đa là 13%, trong khi phần lớn ngân hàng có khả năng nằm trong khoảng 9%–12%. Room tín dụng này được áp dụng cho 25 ngân hàng, ngoại trừ các ngân hàng tham gia chương trình tái cơ cấu ngân hàng 0 đồng (HDB, MBB, VPB, VCB và 4 ngân hàng 0 đồng).
- **Kiểm soát liên tục**: Dư nợ tín dụng (bao gồm cả điều chỉnh tỷ giá) không vượt quá giới hạn được giao tại bất kỳ thời điểm nào trong năm 2026.
- **Trần theo quý**: Tăng trưởng tín dụng Q1/2026 không được vượt quá 25% mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm.
- **Tín dụng lĩnh vực BĐS**: Tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực BĐS trong năm 2026 không được vượt quá tăng trưởng tín dụng tổng thể của mỗi tổ chức tín dụng so với cuối năm 2025.
- **Giám sát chủ động**: NHNN sẽ giám sát cả tăng trưởng tín dụng nói chung & tín dụng lĩnh vực BĐS nói riêng và có thể cắt giảm hạn mức tín dụng được cấp trong trường hợp không tuân thủ.

Siết chặt hơn đối với tín dụng bất động sản

Một sự thay đổi quan trọng trong giai đoạn này là việc NHNN đưa ra quy định riêng biệt đối với tăng trưởng tín dụng lĩnh vực BĐS. Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực BĐS hiện bị hạn chế theo mức trần tăng trưởng tín dụng chung của từng ngân hàng, khác với giai đoạn 2023-2025 khi tăng trưởng tín dụng của lĩnh vực BĐS không bị hạn chế và đã tăng nhanh hơn đáng kể so với tín dụng chung toàn hệ thống.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

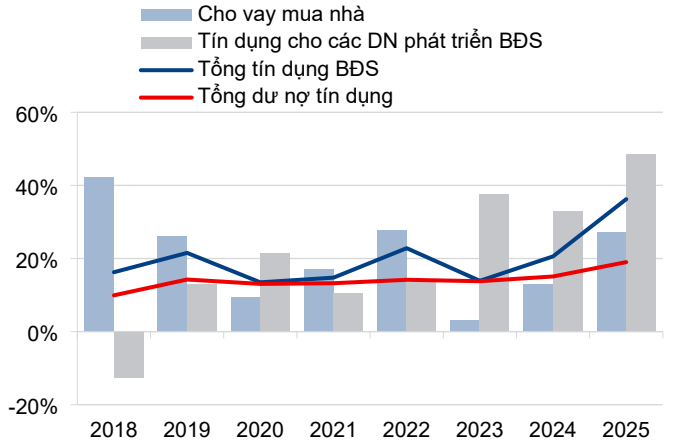
Đáng chú ý, theo Thông tư 11/2018, định nghĩa về cho vay BĐS bao gồm cả cho vay cho mục đích kinh doanh và mục đích nhà ở. Do đó, chính sách này cũng hạn chế một phần tín dụng cho người mua nhà.

Nguyên nhân có thể xuất phát từ tính chất dài hạn của các khoản vay BĐS, điều này có thể làm trầm trọng thêm tình trạng thanh khoản của các ngân hàng. Bên cạnh đó, Chính phủ gần đây cũng tập trung hơn vào vấn đề khả năng chi trả nhà ở. Sau khi các nỗ lực tăng nguồn cung nhà ở không đạt kết quả mạnh như kỳ vọng, nhà điều hành có thể đang siết tín dụng để hạn chế hoạt động đầu cơ và hạ nhiệt giá bất động sản.

Tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản, bao gồm chủ đầu tư và cho vay mua nhà, đã vượt đáng kể tăng trưởng tín dụng chung trong những năm gần đây (2024: 21% so với 15%; 2025: 36% so với 19%), khiến tỷ trọng tín dụng bất động sản trên tổng dư nợ tăng lên 25,5% vào cuối 2025, từ 19,7% cuối 2021. Trần tăng trưởng tín dụng BĐS vì thế có thể làm mất đi một động lực tăng trưởng quan trọng của ngành. Khi nguồn vốn từ hệ thống ngân hàng trở nên hạn chế hơn, các chủ đầu tư nhiều khả năng sẽ phải chuyển sang huy động qua kênh trái phiếu doanh nghiệp.

Biểu đồ 7: Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực BĐS so với tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng, ngành Ngân hàng Việt Nam

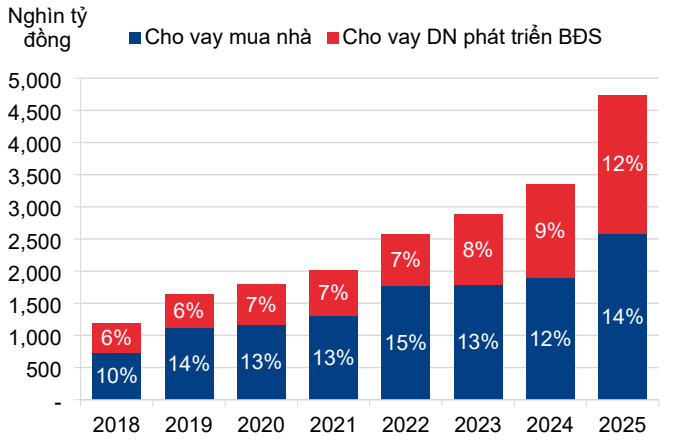
Tín dụng cấp cho BĐS trong những năm gần đây đã tăng vượt trội so với tăng trưởng tổng tín dụng



Nguồn: Bộ Xây dựng, NHNN, HSC

Biểu đồ 8: Tín dụng cấp cho BĐS / tổng dư nợ tín dụng (%), ngành Ngân hàng Việt Nam

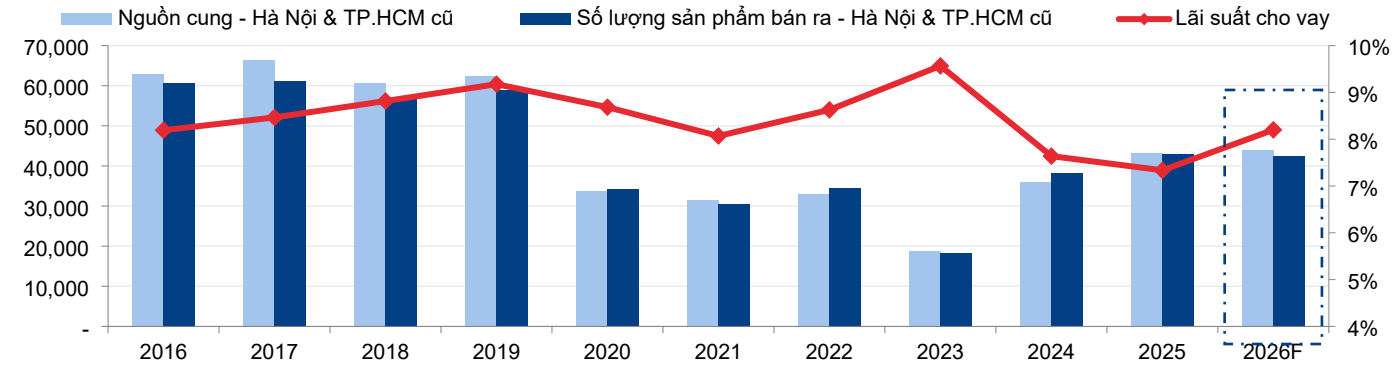
Tỷ trọng tín dụng BĐS / tổng tín dụng toàn hệ thống tăng đều theo thời gian



Nguồn: Bộ Xây dựng, NHNN, HSC

Biểu đồ 9: Mối tương quan giữa lãi suất cho vay và chu kỳ thị trường bất động sản

Môi trường lãi suất thuận lợi trong năm 2024-2025 đã giúp cải thiện nhu cầu và hỗ trợ sự hồi phục của thị trường bất động sản



Ghi chú: Lãi suất cho vay là mức bình quân có trọng số của 14 ngân hàng chúng tôi phân tích
Nguồn: CBRE, HSC

Basel III cũng đang định hình hành vi cho vay

Xin nhắc lại, Thông tư 14/2025 về Basel III đã có hiệu lực từ tháng 9/2025, cho phép áp dụng tự nguyện ngay lập tức và thực hiện bắt buộc từ năm 2030. Một số ngân hàng đã công bố kế hoạch áp dụng phương pháp tiêu chuẩn, bao gồm VCB, TPB, ACB, VPB, OCB và VIB. Trong khuôn khổ này, các khoản tín dụng BĐS không đủ

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

điều kiện - dựa trên tiến độ xây dựng & tình trạng pháp lý - thường bao gồm cho vay dự án BĐS thương mại và một số khoản vay mua nhà nhất định, sẽ chịu trọng số rủi ro cao hơn, qua đó làm giảm động lực cho vay vào phân khúc này của các ngân hàng.

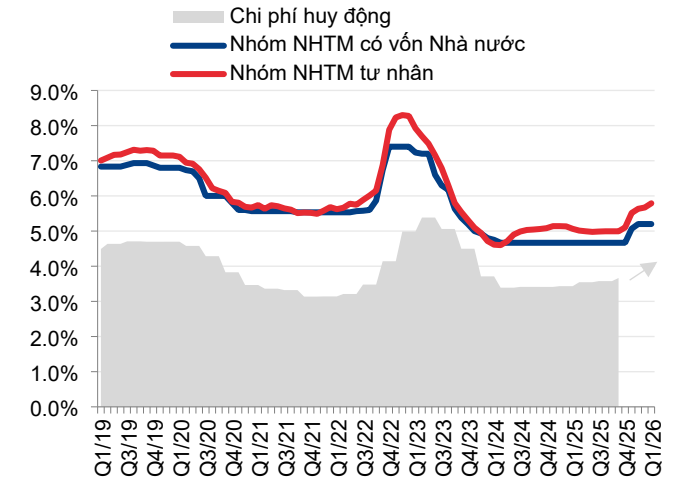
Thanh khoản thắt chặt có thể gây áp lực lên tỷ lệ NIM và chất lượng tài sản

Điều kiện thanh khoản thắt chặt nhiều khả năng sẽ gây sức ép lên cả khả năng sinh lời và chất lượng tài sản của ngân hàng. Trong lịch sử, lãi suất huy động thường dẫn dắt chi phí vốn với độ trễ khoảng một quý, thể hiện qua mối quan hệ chặt giữa lãi suất huy động niêm yết kỳ hạn 12 tháng và chi phí vốn của các ngân hàng. Trong chu kỳ thắt chặt trước đó vào cuối 2022 đến đầu 2023, lãi suất huy động tăng mạnh, kéo chi phí vốn đi lên và làm NIM của ngành giảm từ khoảng 4,0% xuống gần 3,5%. Đồng thời, tỷ lệ CASA suy giảm do lãi suất cao hơn khuyến khích khách hàng chuyển tiền sang tiền gửi có kỳ hạn, khiến chi phí vốn của ngân hàng tăng thêm.

Tuy nhiên, trong chu kỳ hiện tại, chúng tôi cũng nhìn thấy một yếu tố hỗ trợ: NIM có thể đã tạo đáy do trước đó đã bị co hẹp đáng kể bởi cạnh tranh cho vay gay gắt từ các NHTM quốc doanh trong suốt năm qua. Gần đây hơn, các NHTM quốc doanh đã bắt đầu giảm bớt áp lực cạnh tranh này bằng cách tăng lãi suất cho vay, đặc biệt đối với các khoản vay bất động sản. Điều này có thể bù đắp một phần áp lực lên NIM từ việc chi phí vốn tăng.

Biểu đồ 10: Chi phí huy động và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng niêm yết, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

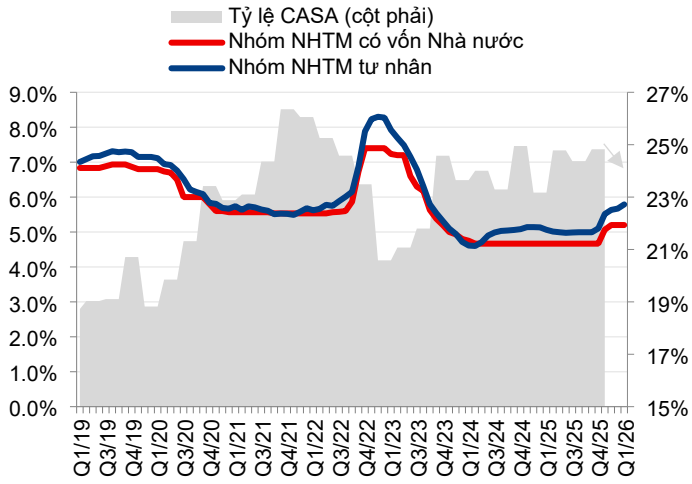
Chi phí huy động thường có độ trễ khoảng một quý so với lãi suất tiền gửi



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 11: CASA và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng niêm yết, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

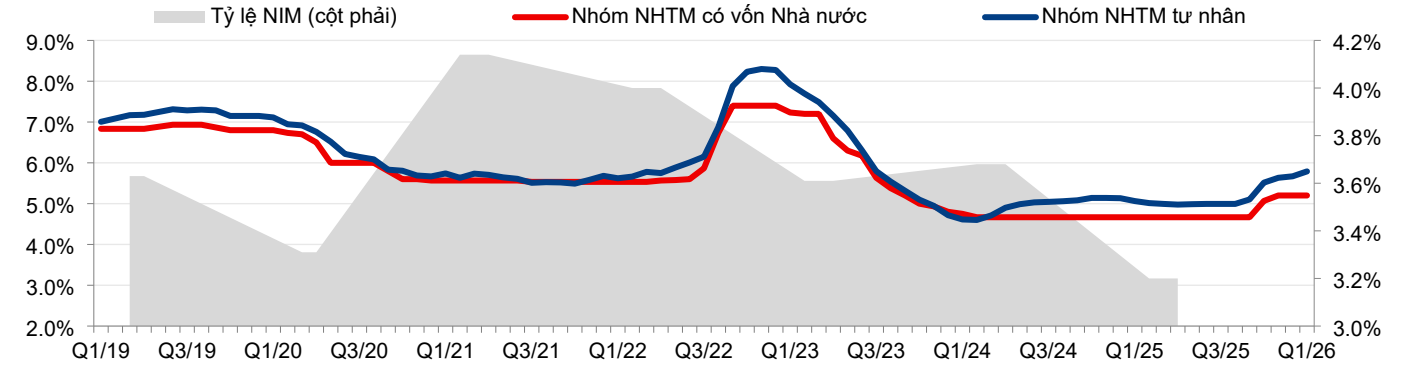
Tỷ lệ CASA có xu hướng giảm khi lãi suất tăng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 12: Tỷ lệ NIM và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng niêm yết, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Lãi suất tiền gửi tăng gây áp lực lên tỷ lệ NIM trong chu kỳ thắt chặt 2022-2023



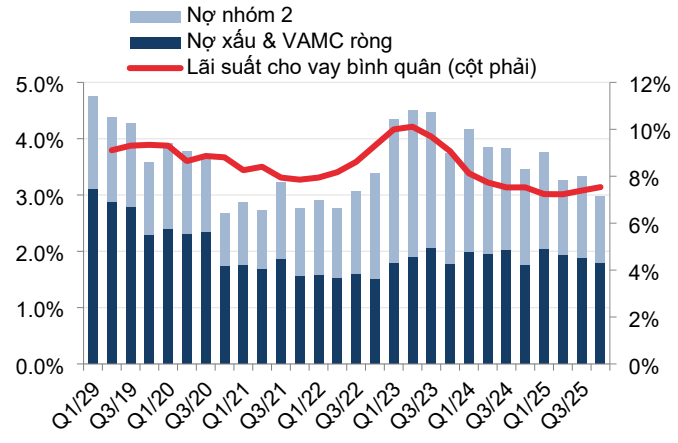
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 13: Nợ quá hạn và lãi suất cho vay, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

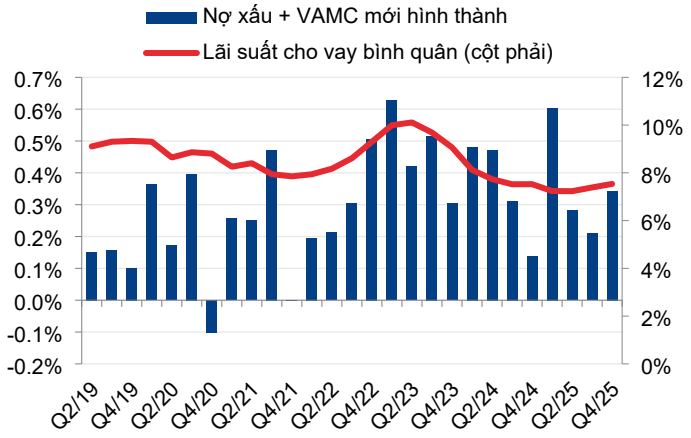
Nợ quá hạn có xu hướng tăng khi lãi suất cho vay tăng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 14: Nợ xấu mới hình thành và lãi suất cho vay, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nợ xấu mới hình thành cũng tăng trong môi trường lãi suất cao hơn



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Ngoài ra, điều kiện tiền tệ thắt chặt hơn cũng có thể ảnh hưởng đến chất lượng tài sản và chi phí dự phòng. Dữ liệu lịch sử cho thấy mối tương quan dương giữa lãi suất cho vay với cả nợ quá hạn và tốc độ hình thành nợ xấu. Trong giai đoạn 2022–2023, việc lãi suất tăng nhanh, cùng với căng thẳng trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đã khiến tỷ lệ nợ xấu bình quân của nhóm ngân hàng theo dõi tăng khoảng 50 điểm cơ bản, từ khoảng 1,5% lên 2,0%. Trong chu kỳ hiện tại, dù việc không xuất hiện cú sốc lớn trên thị trường trái phiếu cho thấy mức suy giảm có thể diễn ra từ từ hơn, chi phí đi vay tăng và điều kiện tín dụng thắt chặt vẫn có thể khiến nợ quá hạn và hình thành nợ xấu của ngành tăng nhẹ. Mức độ tác động có thể khác nhau giữa các ngân hàng, tùy vào cấu trúc danh mục, cơ cấu nguồn vốn và năng lực quản trị rủi ro.

Kênh tài khóa và thị trường vốn có thể giúp hạ nhiệt sức ép huy động

Giải ngân đầu tư công: Khi dư địa chính sách tiền tệ ngày càng hạn chế, chính sách tài khóa có thể sẽ cần gánh vác nhiều hơn để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng của Chính phủ. Kế hoạch giải ngân đầu tư công năm 2026 của Chính phủ khoảng 1.009 nghìn tỷ đồng, tăng 33,6% so với năm 2025 cho thấy điều đó. Việc giải ngân mạnh mẽ hơn có thể làm giảm số dư kho bạc nhàn rỗi và từ đó, giảm tiền gửi KBNN tại các NHTM có vốn nhà nước, nhưng đồng thời cũng hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi khách hàng qua đó tạo tác động ròng tích cực lên cơ sở tiền gửi của hệ thống và LDR.

Trái phiếu doanh nghiệp: Khi khả năng tiếp cận tín dụng của lĩnh vực bất động sản - đặc biệt là các chủ đầu tư - bị thu hẹp hơn, chúng tôi kỳ vọng nhiều doanh nghiệp sẽ chuyển sang thị trường trái phiếu doanh nghiệp như một kênh huy động thay thế, dù chi phí cao hơn. Nếu lợi suất đủ hấp dẫn để thu hút nhà đầu tư tổ chức và cá nhân rót vốn vào trái phiếu doanh nghiệp bằng nguồn tiền nhàn rỗi hiện đang nằm ở vàng hoặc tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng, điều này cũng có thể hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi. Ngoài ra, các ngân hàng có công ty chứng khoán con với năng lực tư vấn và phân phối trái phiếu doanh nghiệp sẽ có vị thế hưởng lợi từ xu hướng này thông qua thu nhập phí cao hơn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

KQKD và triển vọng

Xu hướng lợi nhuận và HĐKD năm 2025 nhìn chung khả quan với chất lượng tài sản cải thiện nhẹ, NIM có dấu hiệu tạo đáy đồng thời chi phí tiếp tục được thắt chặt. Tuy nhiên, thanh khoản căng thẳng hơn, tăng trưởng tín dụng giảm tốc cùng đệm dự phòng thu hẹp cho thấy một môi trường hoạt động trong năm 2026 sẽ mang tính chọn lọc hơn với mức độ phân hóa lớn hơn giữa các ngân hàng.

Tổng kết Q4/2025 và năm 2025

Nhiều bất ngờ về lợi nhuận

Nhìn chung, KQKD tổng thể của các NHTM trong phạm vi phân tích đã vượt nhẹ dự báo của chúng tôi trong Q4/2025 và 2025, với 10 ngân hàng vượt kỳ vọng và 4 ngân hàng thấp hơn dự báo. Các ngân hàng ít rủi ro hơn (ví dụ: VCB và ACB) và các ngân hàng tập trung vào bán lẻ (ví dụ: ACB và VIB) nhìn chung kém tích cực hơn so với dự báo của chúng tôi, trong khi các ngân hàng có beta cao hơn ghi nhận kết quả tốt hơn, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh hơn, chất lượng tài sản tốt hơn kỳ vọng (qua đó chi phí dự phòng thấp hơn) và thu nhập từ thu hồi nợ xấu cao hơn. Đây là xu hướng điển hình trong môi trường nới lỏng chính sách tiền tệ, trong đó các ngân hàng chấp nhận rủi ro cao hơn sẽ hưởng lợi nhờ tín dụng tăng trưởng nhanh hơn và chi phí dự phòng thấp hơn.

Những bất ngờ tích cực lớn nhất đến từ BID, CTG, HDB, LPB, MBB, OCB, TPB và VPB, trong khi ACB và STB là những ngân hàng gây thất vọng chính. STB là một trường hợp đặc biệt với tỷ lệ nợ xấu & chi phí dự phòng tăng đột biến trong Q4/2025.

Chúng tôi tóm tắt những động lực và các chỉ số hoạt động chính trong Biểu đồ 15 & 16 bên dưới:

Bảng 15: LNTT Q4/2025 và cả năm 2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

VPB, CTG và HDB là những ngân hàng có lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhất trong năm 2025

	LNTT					% dự báo của HSC	Ghi chú
	Q4/25	So với cùng kỳ	*So với quý trước*	2025	Tăng trưởng		
ACB	3.467	-38,9%	-35,6%	19.539	-7,0%	88,5%	Thấp hơn dự báo do chi phí dự phòng cao (áp dụng chính sách thận trọng hơn) & tác động một lần
BID	14.230	48,2%	87,4%	37.862	18,4%	116,2%	Vượt mạnh dự báo nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu tích cực
CTG	13.911	18,6%	31,1%	43.446	36,8%	107,9%	Vượt mạnh dự báo nhờ chi phí dự phòng giảm trong bối cảnh chất lượng tài sản cải thiện và ổn định
HDB	6.519	60,0%	37,7%	21.322	27,4%	103,7%	Cao hơn kỳ vọng nhờ tăng trưởng tín dụng tích cực, thoái vốn tại VJC và đóng góp từ HDBS
LPB	4.657	39,0%	35,1%	14.269	17,3%	106,1%	Vượt kỳ vọng nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu
MBB	11.129	37,5%	53,5%	34.268	18,9%	106,3%	Vượt kỳ vọng nhờ tăng trưởng tín dụng, lãi thuần HĐ dịch vụ tốt & chất lượng tài sản cải thiện, từ đó giúp chi phí dự phòng thấp hơn dự kiến
MSB	2.298	14,8%	44,8%	7.058	2,2%	102,3%	Vượt nhẹ dự báo nhờ chi phí HĐ giảm
OCB	1.615	11,2%	5,0%	5.046	25,9%	111,2%	Vượt mạnh kỳ vọng nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu
STB	(3.360)	-172,6%	-191,9%	7.628	-40,0%	52,6%	Thấp hơn nhiều dự kiến do chi phí dự phòng (liên quan đến việc ghi nhận/tái phân loại tài sản tồn đọng)
TCB	9.153	94,9%	10,9%	32.538	18,2%	101,3%	KQKD vững chắc, nhìn chung sát với kỳ vọng
TPB	3.155	47,6%	65,9%	9.203	21,1%	112,7%	Cao hơn dự kiến nhờ Ngân hàng cắt giảm chi phí
VCB	10.887	1,7%	-3,1%	44.020	4,2%	97,8%	Thấp hơn dự báo do tổng thu nhập HĐ yếu
VIB	2.058	-14,3%	1,4%	9.105	1,1%	96,1%	Thấp hơn kỳ vọng do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến
VPB	10.229	66,0%	11,6%	30.625	53,0%	109,9%	Vượt mạnh dự báo nhờ tỷ lệ NIM phục hồi, thu nhập phí tích cực, chất lượng tài sản cải thiện và chi phí dự phòng giảm
Tổng	**89.951**	***16,0%***	***14,7%***	**315.929**	**15,9%**	**102,0%**	**Vượt nhẹ dự báo**

Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 16: Các chỉ số hoạt động quan trọng trong năm 2025

Càng xanh càng tốt

	Nhóm NHTM quốc doanh			Tier 1						Tier 2				
	BID	CTG	VCB	MBB	VPB	TCB	ACB	STB	HDB	LPB	VIB	TPB	MSB	OCB
Hệ số CAR	9,0%	10,3%	11,7%	11,6%	14,3%	14,6%	12,3%	9,2%	16,7%	11,8%	12,0%	13,7%	12,5%	12,6%
Tier 1	6,8%	7,2%	11,5%	9,7%	13,1%	13,2%	11,9%	8,2%	10,8%	9,5%	10,6%	10,8%	12,8%	12,1%
Tỷ lệ nợ xấu	1,5%	1,1%	0,6%	1,3%	3,3%	1,1%	1,0%	6,4%	2,4%	1,7%	3,0%	1,3%	2,7%	3,4%
Nợ nhóm 2	1,3%	0,9%	0,2%	0,9%	3,3%	0,5%	0,4%	0,7%	3,4%	1,0%	2,4%	1,6%	1,1%	1,7%
Hệ số LLR	100%	159%	259%	94%	55%	128%	114%	50%	55%	74%	43%	92%	52%	53%
Tỷ trọng cho vay BĐS & xây dựng	6,5%	8,8%	13,2%	15,6%	28,4%	33,1%	5,1%	13,6%	25,5%	15,0%	7,2%	19,1%	24,0%	28,7%
Hệ số CIR	33,4%	30,4%	34,8%	29,1%	25,0%	30,8%	32,3%	40,7%	27,2%	28,3%	37,2%	34,6%	36,1%	36,2%
Chi phí HĐ / Bình quân tổng tín dụng	1,4%	1,4%	1,6%	2,0%	2,2%	2,2%	1,7%	2,2%	2,2%	1,7%	2,1%	2,3%	2,6%	2,2%
Tỷ lệ NIM	2,2%	2,7%	2,6%	3,9%	5,6%	4,0%	2,9%	3,3%	4,8%	2,9%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%
Tỷ lệ NIM trừ chi phí tín dụng	1,2%	1,7%	2,4%	2,4%	2,5%	3,4%	2,4%	1,3%	2,8%	2,5%	2,1%	2,0%	2,1%	1,9%
ROA	1,0%	1,3%	1,6%	2,0%	2,2%	2,3%	1,7%	0,7%	2,0%	2,1%	1,4%	1,6%	1,5%	1,3%
ROE	19,5%	21,2%	16,6%	21,6%	15,5%	16,0%	17,6%	10,3%	25,4%	25,2%	16,4%	18,5%	14,2%	12,3%
Tăng trưởng LNTT	18,4%	36,8%	4,2%	18,9%	53,0%	18,2%	-7,0%	-40,0%	27,4%	17,3%	1,1%	21,1%	2,2%	25,9%
Tăng trưởng tín dụng	15,3%	15,6%	15,3%	36,8%	35,4%	20,6%	18,6%	16,1%	31,0%	18,1%	17,7%	19,2%	16,8%	13,7%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có gi	13,8%	11,9%	10,5%	31,5%	33,0%	23,8%	12,4%	8,9%	24,9%	18,6%	10,0%	20,9%	28,7%	15,1%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Chất lượng tài sản: Tổng thể ổn định nhưng đệm dự phòng mỏng đi

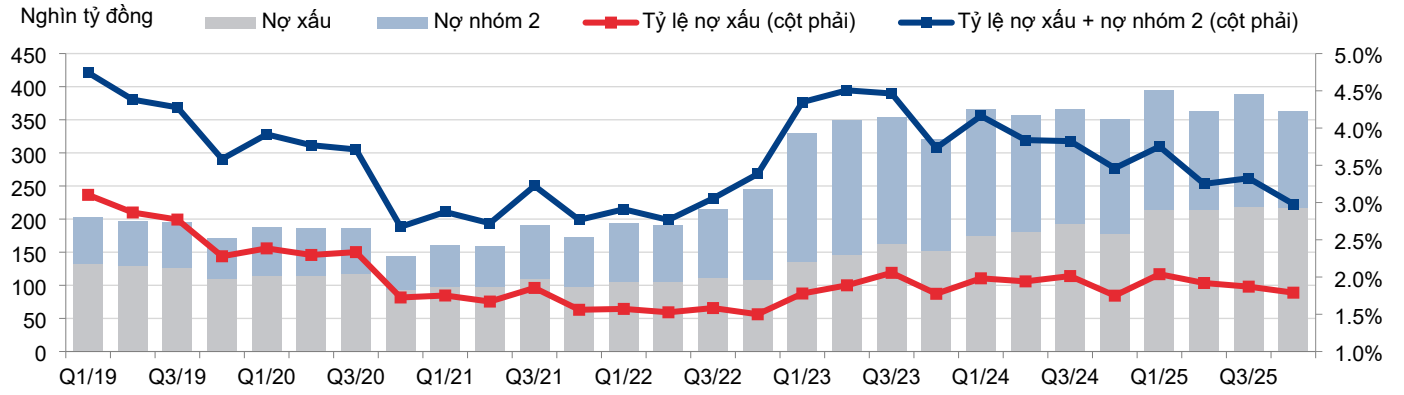
Chất lượng tài sản của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã cải thiện vừa phải trong những năm gần đây với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,8% từ 2% tại thời điểm cuối Q1/2025. Nợ xấu mới hình thành của hầu hết các ngân hàng đều giảm dần trong năm, ngoại trừ STB nơi đang diễn ra thay đổi ở cấp lãnh đạo cao nhất và trích lập dự phòng quy mô lớn.

Chúng tôi cho rằng sự cải thiện này đến từ hai động lực. Thứ nhất, năng lực trả nợ của khách hàng được cải thiện khi nền kinh tế hồi phục, được hỗ trợ bởi tăng trưởng GDP mạnh và sự phục hồi của thị trường bất động sản trong bối cảnh chính sách tiền tệ nới lỏng, bao gồm lãi suất thấp và tăng trưởng tín dụng cao. Thứ hai, các ngân hàng đẩy mạnh cơ cấu lại một số khoản nợ cho khách hàng. Những ngân hàng ghi nhận cải thiện mạnh nhất về tỷ lệ nợ xấu trong 2025 bao gồm VPB giảm 85 điểm cơ bản, OCB giảm 60 điểm cơ bản, ACB và VIB cùng giảm 50 điểm cơ bản, và MBB giảm 30 điểm cơ bản.

Hệ số LLR bình quân giảm xuống 89%, tương đương mức trước dịch COVID-19, từ 104% tại thời điểm cuối năm 2025. Đệm dự phòng đã mỏng dần cho thấy chi phí dự phòng có thể sẽ nhạy hơn đối với với bất kỳ sự suy giảm mới nào của chất lượng tài sản. Nói cách khác, chất lượng tài sản bề ngoài vẫn ổn định, nhưng dư địa hấp thụ tổn thất không còn dồi dào như trước.

Biểu đồ 17: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2, 14 NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ nợ xấu nhìn chung duy trì ổn định trong suốt năm 2025, chỉ giảm nhẹ nhờ tăng trưởng tín dụng



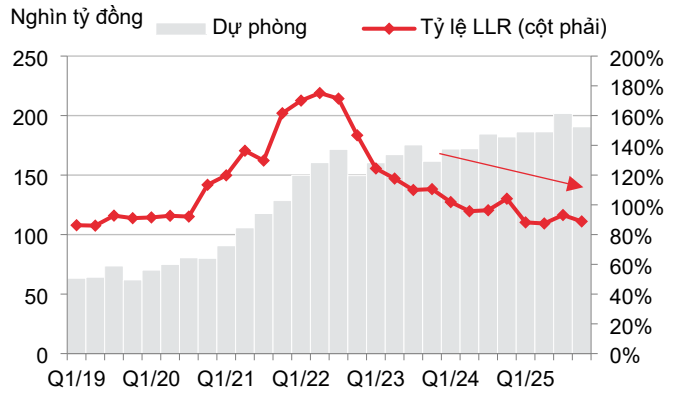
Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC ròng vào mục nợ xấu.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 18: Bộ đệm dự phòng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

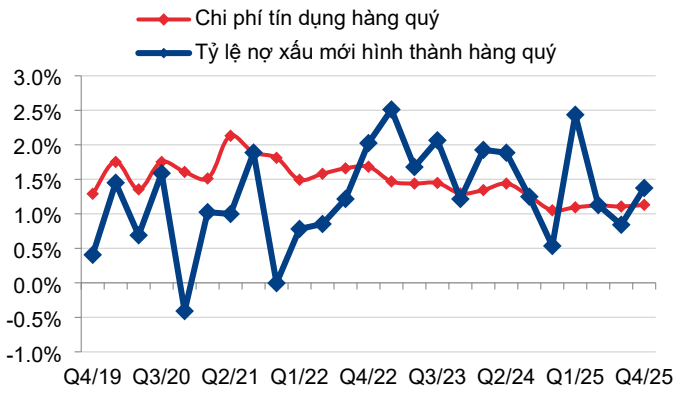
Tỷ lệ LLR giảm còn 89% so với 104% cuối năm 2024



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 19: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Chi phí tín dụng vẫn thấp hơn nợ xấu mới hình thành, làm giảm bộ đệm dự phòng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

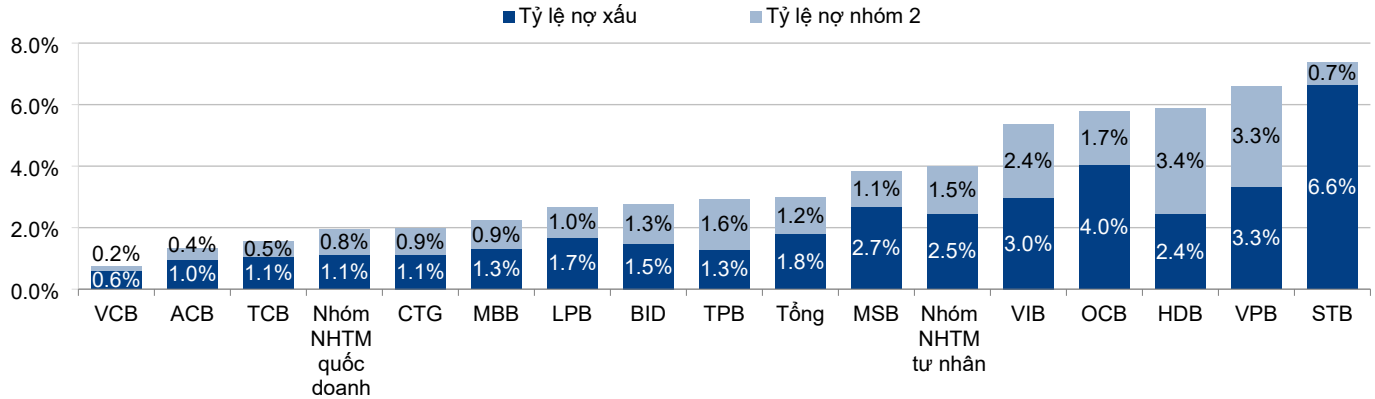
Tác động một lần từ Nghị định 86 về chi phí dự phòng

Nghị định 86/2024/NĐ-CP về phương pháp trích lập dự phòng, có hiệu lực từ tháng 7/2024, đã có một số tác động đến chi phí trích lập dự phòng của các ngân hàng. Theo nghị định này, tài sản đảm bảo dưới dạng BĐS có thời hạn hơn hai năm và các loại tài sản đảm khác có thời hạn hơn một năm sẽ không còn được khấu trừ khi tính toán dự phòng.

Theo đó, chi phí dự phòng Q4/2025 của một số ngân hàng đã gia tăng đột biến. Thời điểm này phù hợp với thực tế là nhiều khoản vay nhóm 5 được hình thành trong Q4/2022 - Q1/2023 đã chạm ngưỡng 2 năm tính đến cuối năm 2025. Ngoài ra, sự thiếu rõ ràng xung quanh quy định mới khiến một số ngân hàng không điều chỉnh, phân bổ chi phí dự phòng trước thời hạn. Chúng tôi coi đây là một mức tăng dự phòng mang tính một lần và không kỳ vọng sẽ có thêm các bất ngờ tương tự trong thời gian tới.

Biểu đồ 20: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 cuối năm 2025, 14 NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

VCB, ACB và TCB có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất, trong khi tỷ lệ nợ xấu của STB tăng mạnh trong Q4/2025



Ghi chú: Chúng tôi tính trái phiếu VAMC ròng vào nợ xấu và không xem xét chất lượng trái phiếu doanh nghiệp. Nếu tính tới chất lượng của trái phiếu doanh nghiệp, tỷ lệ nợ xấu của VCB sẽ là 0,9%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Hiệu quả hoạt động: Cải thiện mang tính cấu trúc tiếp diễn

Các ngân hàng tiếp tục thắt chặt kiểm soát chi phí và cải thiện hiệu quả hoạt động trong năm 2025 nhờ quá trình số hóa sâu rộng đồng thời tiếp tục tối ưu hóa nguồn nhân lực. 8 trong số 14 ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã cắt giảm số lượng nhân viên, đáng chú ý nhất là LPB (giảm 14,2% so với cùng kỳ), VIB (giảm 12,4%) và STB (giảm 7%), cho thấy nỗ lực tinh giản hoạt động không ngừng của ngành.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

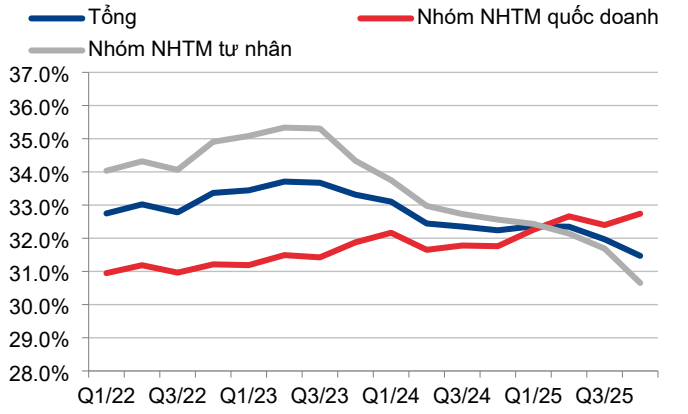
Ở cấp độ hệ thống, xu hướng kiểm soát chi phí vẫn được thể hiện rõ. Hệ số CIR của các NHTM tư nhân tiếp tục giảm xuống, trong khi các NHTM có vốn nhà nước tăng nhẹ, chủ yếu do doanh thu của VCB suy yếu. Nhìn chung, hệ số CIR ổn định hoặc cải thiện, cho thấy hiệu quả hoạt động cải thiện tại các NHTM tư nhân đã bù đắp nhiều hơn cho sự suy giảm nhẹ tại các NHTM có vốn nhà nước.

Tương tự, tỷ lệ chi phí hoạt động/tín dụng tiếp tục có xu hướng giảm trong năm 2025, cho thấy hiệu quả chi phí đang dần cải thiện so với tăng trưởng bảng CĐKT. Điều này phản ánh cả đòn bẩy hoạt động từ tăng trưởng cho vay và lợi ích hiệu quả mang tính cấu trúc từ chuyển đổi số.

Nhìn về phía trước, chúng tôi kỳ vọng OPEX sẽ tiếp tục được kiểm soát chặt trong FY26 khi các ngân hàng tiếp tục tối ưu hóa mạng lưới chi nhánh, đẩy nhanh số hóa và tinh giản nhân sự. Điều này sẽ giúp bù đắp một phần áp lực doanh thu đến từ thanh khoản thắt chặt và chi phí vốn cao hơn, qua đó hỗ trợ lợi nhuận tổng thể.

Biểu đồ 21: Hệ số CIR (trượt 12 tháng), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

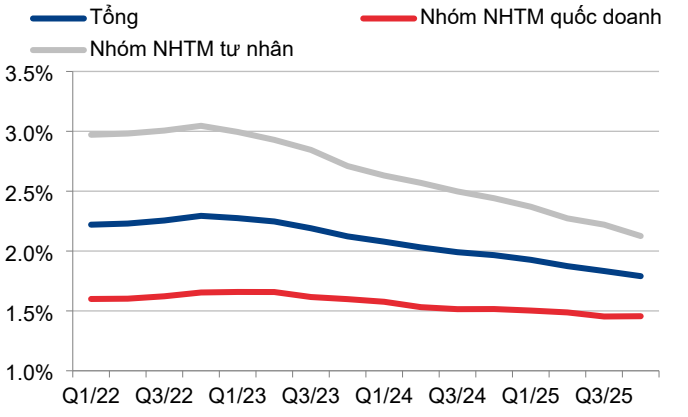
Hệ số CIR tăng nhẹ tại các NHTM có vốn Nhà nước nhưng tiếp tục giảm tại các NHTM tư nhân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 22: Tỷ lệ chi phí hoạt động (trượt 12 tháng), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

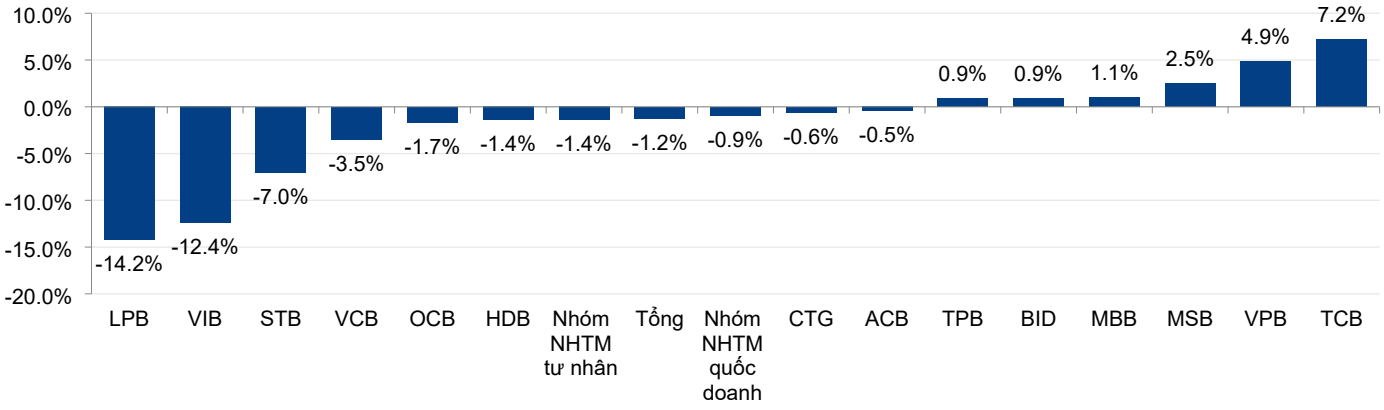
Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng tiếp tục duy trì xu hướng giảm trong năm 2025



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

Biểu đồ 23: Biến động nhân sự so với cùng kỳ trong năm 2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

8 trong số 14 NHTM trong phạm vi phân tích đã thực hiện cắt giảm nhân sự trong năm 2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Triển vọng tăng trưởng tín dụng: MBB, VPB, HDB được kỳ vọng sẽ dẫn đầu

Như đã phân tích ở trên, NHNN đã chuyển sang lập trường thận trọng hơn cho2026 với hạn mức tăng trưởng tín dụng hệ thống ban đầu đặt ra ở mức 15%, mặc dù có khả năng điều chỉnh lại trong nửa cuối năm 2026 tùy thuộc vào các điều kiện vĩ mô như tăng trưởng GDP, lạm phát và tốc độ giải ngân đầu tư công. Điều này trái ngược

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

với kỳ vọng trước đó của chúng tôi về việc NHNN tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ với việc tiếp tục bơm thanh khoản. Hạn mức tăng trưởng ban đầu của NHNN thấp hơn đáng kể so với dự báo trước đó của chúng tôi (toàn ngành 18% và các NHTM trong phạm vi phân tích 19%), khiến chúng tôi phải điều chỉnh lại dự phóng.

Kịch bản cơ sở hiện tại của chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng hệ thống đạt khoảng 16,5% trong năm 2026 với mức tăng trưởng khoảng 18% đối với các ngân hàng trong phạm vi phân tích. Kịch bản này vẫn phản ánh kỳ vọng của chúng tôi là điều kiện thanh khoản sẽ cải thiện khi mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng, cho phép NHNN nâng hạn mức tăng trưởng vào cuối năm (Q4/2026).

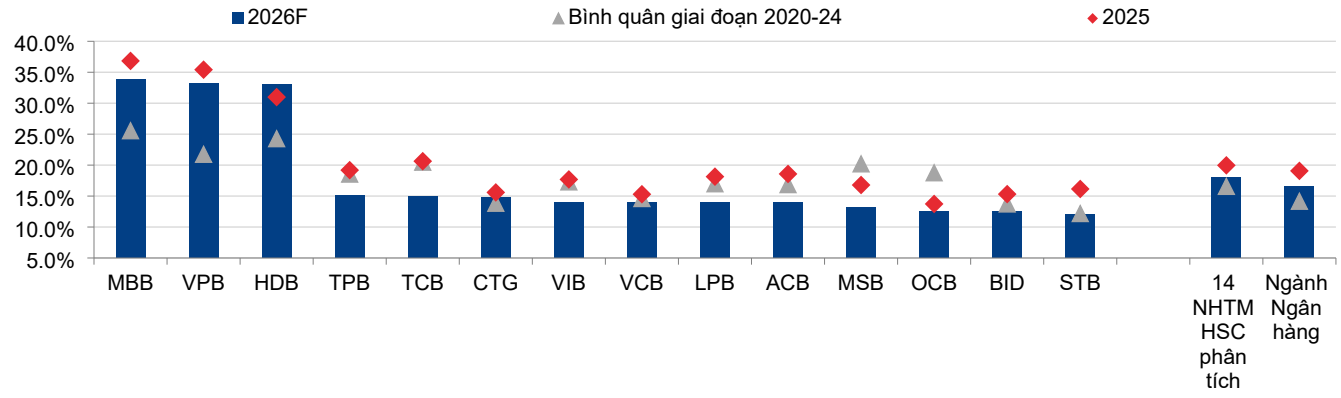
Tăng trưởng tín dụng phân hóa đáng kể trong năm 2025 và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2026-2027. Điều này ngày càng tạo lợi thế cho các NHTM tham gia tái cấu trúc các ngân hàng '0 đồng' với hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp tối đa 35%. Theo cơ chế này, HDB, MBB và VPB vẫn là những ngân hàng hưởng lợi rõ rệt nhất, trong khi hầu hết các ngân hàng khác có thể tăng trưởng bằng hoặc thấp hơn bình quân hệ thống.

Về động lực tăng trưởng, chúng tôi kỳ vọng các NHTM có vốn nhà nước sẽ tập trung nhiều hơn vào các dự án cơ sở hạ tầng và đầu tư công, phù hợp với định hướng phát triển của Chính phủ. Trong khi đó, HDB, MBB và VPB có thể giành thêm thị phần trong lĩnh vực cho vay BĐS, bao gồm cho vay mua nhà, đặc biệt là thông qua việc tái cấp vốn cho các khoản vay trước đây do các NHTM có vốn nhà nước giải ngân, vì tăng trưởng tín dụng BĐS của những ngân hàng này không bị hạn chế bởi mức trần liên quan đến tăng trưởng tín dụng tổng thể của mỗi ngân hàng như đã phân tích trong phần Vĩ mô. Các ngân hàng khác có khả năng sẽ tập trung vào các phân khúc cốt lõi và thị trường ngách riêng.

Rủi ro chính đối với dự báo tăng trưởng tín dụng của chúng tôi nằm ở phía huy động vốn hơn là phía cầu tín dụng. Nếu các ngân hàng không huy động đủ tiền gửi dù lãi suất tăng, tăng trưởng cho vay có thể thấp hơn dự báo của chúng tôi. Đây sẽ là một rủi ro quan trọng cần theo dõi chặt chẽ trong những quý tới.

Biểu đồ 24: So sánh tăng trưởng tín dụng

MBB, VPB và HDB được kỳ vọng sẽ giành thêm thị phần nhờ được phân bổ hạn mức thuận lợi



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Triển vọng tỷ lệ NIM: Ổn định ở cấp độ ngành nhưng phân hóa giữa các ngân hàng

Tỷ lệ NIM bình quân đã phục hồi 11 điểm cơ bản so với quý trước trong Q4/2025, mặc dù vẫn giảm 21 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Trong cả năm 2025, tỷ lệ NIM giảm 35 điểm cơ bản, trong đó ACB, HDB và VIB kém hiệu quả hơn với NIM giảm hơn 70 điểm cơ bản.

Dù điều kiện thanh khoản thắt chặt và chi phí vốn tăng, chúng tôi cho rằng NIM của ngành nhìn chung đã tạo đáy trong 2025, với biên lợi nhuận phần lớn ổn định từ 2Q25 đến 4Q25. Điều quan trọng là NIM đã bị co hẹp đáng kể trong 2025 do cạnh tranh cho vay gay gắt từ các NHTM quốc doanh. Gần đây, các NHTM quốc doanh đã bắt đầu tăng lãi suất cho vay, đặc biệt đối với tín dụng bất động sản, giúp giảm áp lực cạnh tranh và bù đắp một phần tác động từ chi phí vốn cao hơn. Bên cạnh đó, room tín

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

dụng thấp hơn ở cấp độ toàn hệ thống cũng sẽ giúp cải thiện quyền định giá lãi suất cho vay của các ngân hàng.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho 2026 là NIM nhìn chung ổn định. Các NHTM quốc doanh có thể ghi nhận cải thiện nhẹ, trong khi các ngân hàng có quota tăng trưởng tín dụng cao hơn nhiều khả năng sẽ chấp nhận hy sinh biên lợi nhuận để đổi lấy thị phần. Đối với đa số các ngân hàng còn lại, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ đi tương đối ổn định so với 2025.

Do chi phí huy động thường trễ hơn khoảng một quý so với biến động lãi suất việc tăng lãi suất tiền gửi vào cuối Q4/2025 và đầu Q1/2026 có thể phản ánh vào tỷ lệ NIM trong nửa đầu năm 2026 trước khi phục hồi nhờ lợi suất tài sản được điều chỉnh lại.

Tuy nhiên, rủi ro tỷ lệ NIM thực tế không đạt kỳ vọng của chúng tôi vẫn hiện hữu, trong đó một số ngân hàng dễ chịu ảnh hưởng hơn so với những ngân hàng khác trong bối cảnh thanh khoản hiện tại. Chúng tôi sẽ phân tích về những rủi ro này trong phần tiếp theo.

Biểu đồ 25: So sánh tỷ lệ NIM trong Q4/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Diễn biến NIM có sự phân hóa giữa các ngân hàng; mức giảm mạnh của STB chủ yếu do nợ xấu tăng cao trong thời gian ngắn, dẫn đến việc phải hoãn việc ghi nhận thu nhập lãi trên các khoản nợ xấu này

	Tỷ lệ NIM	So với quý trước	So với cùng kỳ	Lợi suất gộp	So với quý trước	So với cùng kỳ	Chi phí huy động	So với quý trước	So với cùng kỳ
	%	điểm cơ bản	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	điểm cơ bản
HDB	5,1%	70,1	-57,8	9,8%	73,2	-62,0	4,8%	-13,8	8,9
BID	2,5%	43,7	6,4	5,7%	45,7	0,6	3,3%	-0,6	-6,0
VPB	5,7%	24,7	-44,0	10,0%	53,9	5,3	5,1%	36,7	52,7
TCB	4,2%	15,6	17,1	7,5%	29,1	40,6	3,5%	6,1	21,1
VCB	2,7%	13,9	-7,6	4,8%	10,9	4,9	2,3%	-4,4	13,0
TPB	3,3%	12,2	-8,0	8,0%	51,3	54,2	4,9%	33,0	66,7
LPB	3,4%	11,6	-42,3	7,9%	-4,1	-6,7	5,0%	-16,5	36,6
Tổng	**3,3%**	**11,4**	**-20,8**	**6,7%**	**22,0**	**3,5**	**3,7%**	**8,8**	**25,3**
CTG	2,7%	5,5	-24,1	5,7%	10,7	-5,2	3,3%	4,3	20,7
MBB	4,1%	0,1	-17,3	7,3%	33,3	27,9	3,6%	33,5	45,2
ACB	2,9%	0,1	-57,8	6,7%	13,3	-4,9	4,1%	13,7	54,0
OCB	3,2%	-0,4	-85,4	7,4%	24,2	-34,2	4,7%	27,6	52,1
MSB	3,3%	-1,8	-84,0	6,7%	20,6	-48,5	3,7%	19,7	31,0
VIB	3,1%	-2,8	-38,7	7,3%	35,5	10,6	4,7%	40,3	48,4
STB	2,5%	-142,8	-97,8	6,5%	-141,8	-64,9	4,3%	0,3	36,4

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Rủi ro thanh khoản và lãi suất: Ngân hàng nào chịu ảnh hưởng nhiều hơn?

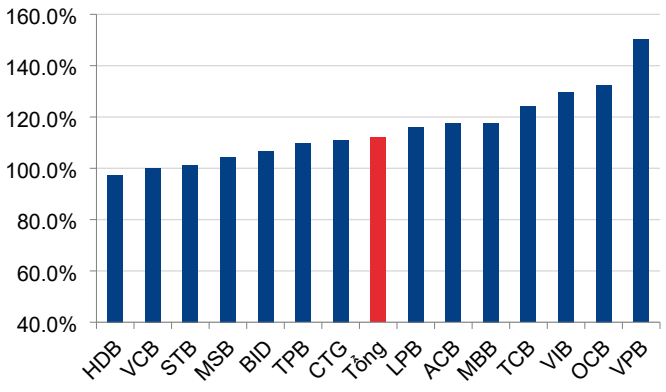
Xét trên cơ sở LDR thuần, có sự khác biệt đáng kể giữa các ngân hàng. HDB, VCB và STB dường như ở vị thế tốt nhất, trong khi VIB, OCB và VPB có vẻ căng hơn. Tuy nhiên, bức tranh thay đổi phần nào khi sử dụng LDR điều chỉnh, trong đó bao gồm các nguồn vốn ổn định hơn như trái phiếu và giấy tờ có giá. Trên cơ sở này, khoảng cách giữa các ngân hàng thu hẹp đáng kể. Điều đó phản ánh các chiến lược khác nhau mà ngân hàng đã áp dụng khi điều kiện thanh khoản trở nên chặt chẽ hơn. Một số ngân hàng tăng phát hành trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi, như TCB, MBB và ACB, trong khi một số khác dựa nhiều hơn vào các khoản vay nước ngoài từ ngân hàng và đối tác chiến lược, như TCB và VPB. Trong bối cảnh này, chúng tôi cho rằng các yếu tố định tính hữu ích hơn trong việc phân biệt rủi ro thanh khoản giữa các ngân hàng. Theo quan điểm của chúng tôi, các ngân hàng lớn có giá trị thương hiệu mạnh sẽ ở vị thế tốt hơn các ngân hàng nhỏ, trong khi các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt hơn cũng có khả năng đối mặt với rủi ro thanh khoản thấp hơn so với các ngân hàng cùng ngành.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

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

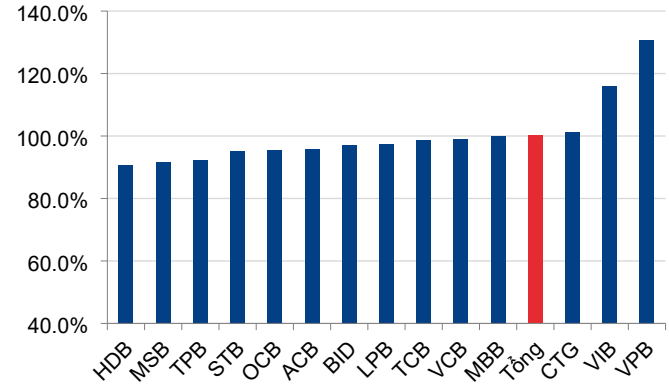
HDB, VCB và STB có hệ số LDR thuần thấp nhất



LDR thuần = Cho vay khách hàng / Tiền gửi khách hàng
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 27: Hệ số LDR điều chỉnh, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

VPB có tỷ lệ LDR cao do sử dụng nhiều nguồn vốn vay nước ngoài hơn so với các NHTM khác



LDR điều chỉnh = Cho vay khách hàng & TPDN / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Phân tích độ nhạy của lợi nhuận với lãi suất, theo số liệu quá khứ, chi phí huy động của các NHTM có vốn nhà nước và MBB ít bị ảnh hưởng bởi biến động lãi suất, cho thấy năng lực huy động vốn tốt hơn đồng thời kiểm soát tốt hơn áp lực định giá lại lãi suất tiền gửi. Ngược lại, các ngân hàng HDB, STB, OCB và VPB có độ nhạy với chi phí huy động cao hơn, trong đó chi phí huy động của hệ thống gia tăng có thể nhanh chóng phản ánh lên chi phí huy động của những ngân hàng này. Đối với tỷ lệ NIM, các ngân hàng LPB, TCB và đặc biệt là VPB là những ngân hàng dễ chịu ảnh hưởng nhất, cho thấy lãi suất tăng lên có thể làm tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh hơn. Ngược lại, các ngân hàng VIB, STB và MBB có độ nhạy với tỷ lệ NIM tương đối hạn chế, cho thấy khả năng định giá lại tài sản tốt hơn hoặc năng lực huy động vốn mạnh mẽ hơn.

Một góc nhìn khác là cấu trúc tái định giá của bảng cân đối, bổ sung thêm một tầng đánh giá nữa. Các ngân hàng bán lẻ thường định giá lại tài sản trong khoảng thời gian ngắn hơn, cho phép lợi suất cho vay điều chỉnh nhanh hơn khi lãi suất tăng. Trong khi đó, các NHTM có vốn nhà nước và các ngân hàng bán buôn có xu hướng có khoảng chênh lệch tái định giá kém thuận lợi hơn, với tài sản tái định giá chậm hơn nguồn vốn. Tuy nhiên, các NHTM có vốn nhà nước thường đưa vào hợp đồng cho vay các điều khoản cho phép nâng lãi suất cho vay, ngay cả đối với các khoản vay lãi suất cố định, nếu lãi suất tiền gửi tăng vượt một ngưỡng nhất định (ví dụ: từ 5% lên 5,5%). Do đó, số liệu trên báo cáo tài chính về khoảng chênh lệch tái định giá có thể lớn hơn so với trên thực tế đối với các NHTM có vốn nhà nước.

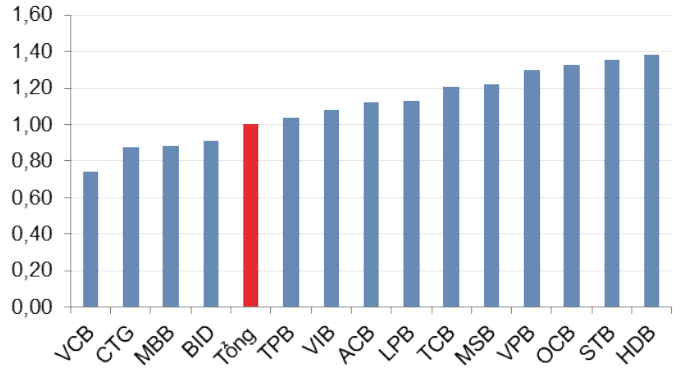
Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng các NHTM quốc doanh và các ngân hàng tư nhân top đầu có thương hiệu mạnh như MBB, hoặc có danh mục tài sản rủi ro thấp hơn như ACB, sẽ ở vị thế tốt hơn so với phần còn lại khi đối mặt với điều kiện thanh khoản căng thẳng hiện tại.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 28: Độ nhạy của biến động chi phí vốn đối với lãi suất

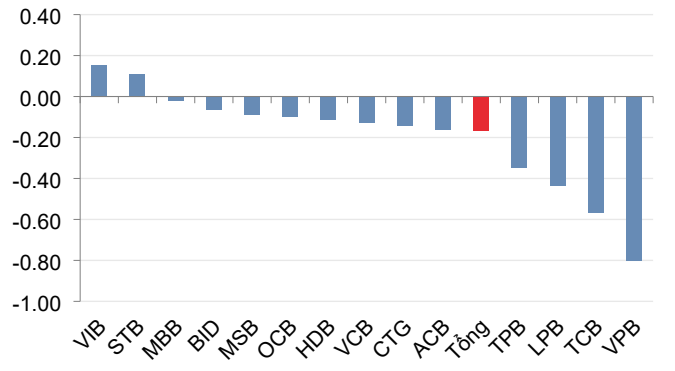
Chi phí vốn của nhóm các NHTM quốc doanh và MBB ít nhạy cảm hơn với lãi suất



Chúng tôi sử dụng chi phí huy động bình quân của các ngân hàng trong phạm vi phân tích làm đại diện cho lãi suất
Việc tính toán dựa trên dữ liệu theo quý trong giai đoạn từ Q1/2019 - Q4/2025
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 29: Độ nhạy của biến động tỷ lệ NIM đối với lãi suất

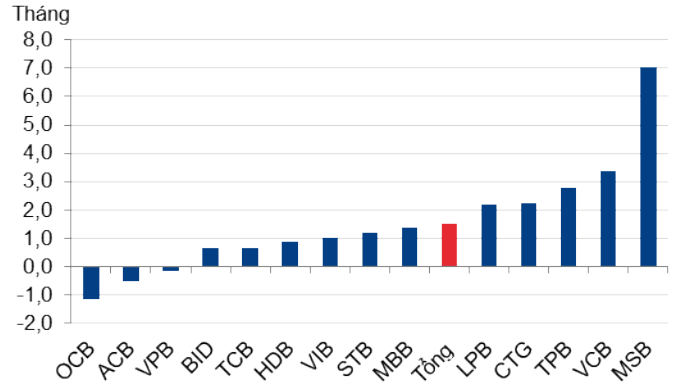
Tỷ lệ NIM của LPB, TCB và VPB nhạy cảm hơn đối với lãi suất



Chúng tôi sử dụng chi phí huy động bình quân của các ngân hàng trong phạm vi phân tích làm đại diện cho lãi suất
Việc tính toán dựa trên dữ liệu theo quý trong giai đoạn từ Q1/2019 - Q4/2025
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 30: Chênh lệch nhạy cảm với lãi suất tài sản – tổng nợ phải trả, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

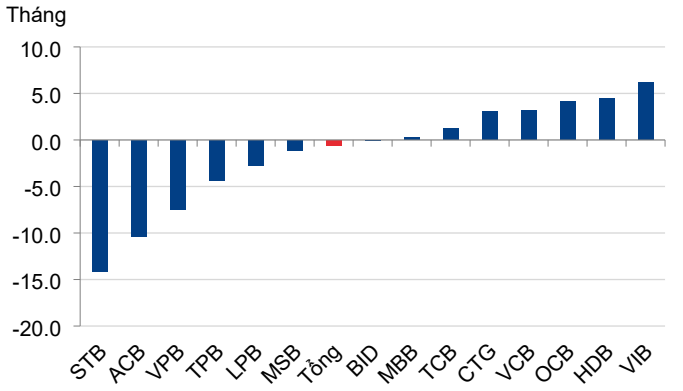
Các ngân hàng bán lẻ có thời gian định lại lãi suất của tài sản ngắn hơn so với...



Dữ liệu cuối năm 2025, càng thấp càng tốt
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 31: Chênh lệch nhạy cảm với lãi suất cho vay – tiền gửi, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

... các NHTM có vốn Nhà nước và ngân hàng bán buôn



Dữ liệu cuối năm 2025, càng thấp càng tốt
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Dự báo & giả định

Các dự báo năm 2026 của chúng tôi phản ánh tình hình thanh khoản thắt chặt hơn và lập trường thận trọng hơn của NHNN, nhưng vẫn cho thấy tăng trưởng lợi nhuận của ngành ở mức tích cực. Chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt khoảng 16,5%, tăng trưởng tín dụng của các NHTM trong phạm vi phân tích của đạt khoảng 18%, tỷ lệ NIM nhìn chung ổn định, thu nhập phí cải thiện, chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ và chi phí tín dụng tăng nhẹ. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của các NHTM trong phạm vi phân tích sẽ tăng trưởng 18% trong năm 2026 và tăng trưởng trung bình 19,6% trong 3 năm tới. Hai biến số quan trọng nhất vẫn là tăng trưởng tín dụng và NIM; kết quả lợi nhuận có thể khác biệt đáng kể tùy theo diễn biến điều kiện huy động vốn trong năm.

Dự báo kịch bản cơ sở

Sau khi phân tích triển vọng ngành, hiệu quả hoạt động của từng ngân hàng và kế hoạch của BLĐ, HSC đã điều chỉnh dự báo cho từng ngân hàng. Mặc dù chúng tôi điều chỉnh cả tăng và giảm dự báo lợi nhuận ở cấp độ từng ngân hàng nhưng lợi nhuận tổng thể cho các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi chỉ thay đổi nhẹ.

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 18% nhờ tỷ lệ NIM nhìn chung ổn định, tín dụng tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn tích cực, lãi thuần HĐ dịch vụ cải thiện, chi phí hoạt động được kiểm soát tốt và chi phí tín dụng tăng nhẹ.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 19,6% trong 3 năm tới, trong đó HDB, MBB và VPB được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh nhất (không bao gồm STB do nền so sánh thấp bất thường trong năm 2025).

Chúng tôi tóm tắt dự báo chi tiết cả ở cấp độ từng ngân hàng và tổng hợp trong các Bảng dưới đây.

Bảng 32: Các giả định quan trọng, tổng các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

	Thực tế	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Tỷ lệ tăng trưởng KQKD								
Thu nhập lãi thuần	13.7%	8.1%	21.0%	21.1%	9.4%	21.9%	19.6%	17.9%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	-3.5%	8.0%	13.9%	16.5%	11.4%	16.9%	17.2%	15.6%
Tổng thu nhập HĐ	13.0%	9.0%	17.3%	19.6%	11.6%	17.6%	18.3%	17.3%
Chi phí HĐ	9.4%	6.6%	11.8%	15.7%	8.9%	11.3%	15.6%	14.7%
Chi phí dự phòng	7.0%	1.9%	25.3%	24.3%	5.6%	25.9%	15.2%	15.5%
LNTT	18.6%	13.7%	17.8%	20.1%	15.9%	18.3%	21.2%	19.5%
Lợi nhuận thuần	17.5%	13.2%	17.8%	20.1%	15.8%	18.0%	21.3%	19.5%
Các chỉ số quan trọng								
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	19.2%	19.4%	19.4%	20.0%	18.0%	18.9%	15.5%
Tăng trưởng tiền gửi	14.1%	15.6%	19.2%	21.7%	15.2%	17.9%	20.1%	16.7%
Tỷ lệ NIM	3.48%	3.19%	3.29%	3.39%	3.16%	3.23%	3.33%	3.41%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.41%	0.38%	0.37%	0.37%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
Hệ số CIR	32.2%	31.5%	30.0%	29.1%	31.5%	29.8%	29.1%	28.5%
Chi phí HĐ / Dư nợ tín dụng bình quân	1.95%	1.75%	1.64%	1.59%	1.78%	1.67%	1.63%	1.60%
Nợ xấu mới hình thành, bao gồm VAMC	1.36%	1.20%	1.17%	1.17%	1.42%	1.15%	1.16%	1.12%
Tỷ lệ nợ xấu, bao gồm VAMC	1.75%	1.74%	1.65%	1.56%	1.79%	1.70%	1.62%	1.55%
Tỷ lệ LLR	104%	95%	94%	96%	89%	93%	93%	94%
Chi phí tín dụng	1.25%	1.07%	1.12%	1.17%	1.11%	1.17%	1.14%	1.12%
ROA	1.60%	1.55%	1.56%	1.60%	1.54%	1.53%	1.60%	1.66%
ROE	18.3%	17.9%	17.9%	18.2%	18.1%	18.0%	18.4%	18.7%

Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 33: Tăng trưởng lợi nhuận thuần, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	CAGR 3 năm
ACB	25.0%	42.5%	17.2%	4.6%	-6.9%	20.3%	22.1%	19.9%	20.7%
BID	51.1%	72.1%	18.2%	16.9%	19.2%	2.3%	17.2%	13.7%	10.9%
CTG	3.0%	19.1%	18.6%	27.4%	36.5%	20.7%	14.9%	14.9%	16.8%
HDB	42.5%	28.0%	30.0%	26.7%	29.3%	28.3%	27.2%	23.4%	26.2%
LPB	58.8%	52.5%	23.5%	74.5%	17.5%	8.2%	1.6%	13.0%	7.5%
MBB	53.7%	37.7%	18.3%	9.5%	18.3%	22.9%	25.6%	22.8%	23.8%
MSB	100.6%	14.4%	0.6%	18.8%	2.0%	12.9%	-1.1%	13.2%	8.1%
OCB	24.6%	-20.3%	-5.9%	-3.9%	27.0%	15.6%	15.0%	14.3%	15.0%
STB	27.2%	47.8%	53.1%	30.7%	-41.1%	37.3%	105.2%	29.8%	54.1%
TCB	46.5%	11.6%	-10.7%	19.5%	17.5%	21.2%	20.9%	20.0%	20.7%
TPB	37.7%	29.6%	-28.7%	36.0%	21.5%	9.3%	13.2%	16.7%	13.0%
VCB	18.8%	36.4%	10.5%	2.4%	4.0%	16.6%	19.5%	19.4%	18.5%
VIB	38.1%	32.1%	1.1%	-15.9%	1.1%	9.1%	13.4%	13.0%	11.8%
VPB	12.6%	55.0%	-45.1%	58.2%	52.0%	24.8%	22.9%	25.8%	24.5%
Tổng	**30.4%**	**33.5%**	**5.1%**	**17.5%**	**15.8%**	**18.0%**	**21.3%**	**19.5%**	**19.6%**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	**19.1%**	**39.2%**	**14.8%**	**13.3%**	**18.3%**	**13.7%**	**17.2%**	**16.2%**	**15.7%**
Nhóm NHTM tư nhân	**37.6%**	**30.3%**	**-0.6%**	**20.4%**	**14.2%**	**20.8%**	**23.8%**	**21.5%**	**22.0%**

Nguồn: HSC

Bảng 34: Tăng trưởng tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tổng mức tăng trưởng tín dụng của các NHTM chúng tôi phân tích ước tính đạt 18%, trong đó HDB, MBB và VPB đạt khoảng 33%, và các ngân hàng còn lại dao động từ 12% đến 15%

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	16.2%	14.3%	17.9%	19.1%	18.6%	14.0%	16.0%	14.0%
BID	11.1%	12.1%	16.3%	15.5%	15.3%	12.5%	12.5%	12.0%
CTG	11.1%	12.1%	15.5%	16.8%	15.6%	14.8%	15.0%	15.0%
HDB	13.4%	25.6%	31.8%	27.0%	31.0%	33.0%	32.0%	19.5%
LPB	18.1%	12.8%	16.8%	20.4%	18.1%	14.0%	18.0%	18.0%
MBB	24.5%	25.1%	28.1%	24.5%	36.8%	33.8%	30.0%	20.0%
MSB	23.1%	17.8%	22.3%	17.7%	16.8%	13.2%	14.3%	14.2%
OCB	14.3%	18.5%	22.9%	19.5%	13.7%	12.5%	14.0%	14.0%
STB	14.0%	13.0%	10.0%	11.7%	16.1%	12.0%	12.5%	13.0%
TCB	26.6%	12.5%	21.5%	21.7%	20.6%	15.0%	18.0%	18.0%
TPB	21.5%	13.7%	19.0%	20.2%	19.2%	15.2%	14.8%	13.8%
VCB	15.1%	18.8%	10.7%	13.9%	15.3%	14.0%	16.0%	16.0%
VIB	19.1%	14.5%	14.2%	21.5%	17.7%	14.0%	15.5%	15.5%
VPB	19.1%	22.9%	25.1%	20.0%	35.4%	33.2%	33.3%	15.0%
Tổng	**15.3%**	**15.6%**	**17.5%**	**17.9%**	**20.0%**	**18.0%**	**18.9%**	**15.5%**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	**12.2%**	**14.0%**	**14.4%**	**15.4%**	**15.4%**	**13.7%**	**14.3%**	**14.1%**
Nhóm NHTM tư nhân	**19.3%**	**17.5%**	**21.0%**	**20.5%**	**24.7%**	**22.1%**	**23.1%**	**16.7%**

Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 35: Tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các NHTM quốc doanh được kỳ vọng sẽ ghi nhận tỷ lệ NIM cải thiện nhẹ, trong khi tỷ suất lợi nhuận của các NHTM tư nhân nhìn chung duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	4.02%	4.26%	3.87%	3.60%	2.92%	2.92%	3.08%	3.24%
BID	3.01%	3.07%	2.67%	2.39%	2.20%	2.31%	2.36%	2.40%
CTG	3.10%	3.03%	2.91%	2.93%	2.66%	2.72%	2.80%	2.88%
HDB	4.44%	5.14%	5.13%	5.52%	4.80%	4.75%	4.80%	4.79%
LPB	3.53%	3.96%	3.23%	3.52%	2.92%	3.09%	3.38%	3.46%
MBB	5.04%	5.66%	4.79%	4.07%	3.87%	3.76%	3.61%	3.64%
MSB	3.66%	4.36%	4.10%	3.65%	3.15%	3.20%	3.28%	3.34%
OCB	3.69%	4.04%	3.33%	3.45%	3.16%	3.19%	3.26%	3.31%
STB	2.63%	3.36%	3.77%	3.64%	3.28%	3.17%	3.23%	3.30%
TCB	5.80%	5.37%	4.14%	4.45%	4.02%	4.01%	4.11%	4.20%
TPB	4.57%	4.20%	4.06%	3.67%	3.17%	3.22%	3.34%	3.41%
VCB	3.16%	3.38%	3.00%	2.86%	2.63%	2.76%	2.92%	3.00%
VIB	4.38%	4.72%	5.01%	3.75%	3.11%	3.11%	3.18%	3.24%
VPB	7.77%	7.70%	5.73%	5.93%	5.57%	5.43%	5.28%	5.25%
Tổng	**3.83%**	**4.02%**	**3.60%**	**3.48%**	**3.16%**	**3.23%**	**3.33%**	**3.41%**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	**3.09%**	**3.16%**	**2.85%**	**2.71%**	**2.47%**	**2.58%**	**2.68%**	**2.74%**
Nhóm NHTM tư nhân	**4.69%**	**4.99%**	**4.41%**	**4.26%**	**3.82%**	**3.82%**	**3.88%**	**3.94%**

Nguồn: HSC

Bảng 36: Nợ xấu mới hình thành (bao gồm VAMC), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	0.4%	0.3%	0.9%	0.6%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
BID	0.9%	1.3%	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%
CTG	1.0%	1.8%	2.0%	1.4%	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%
HDB	1.4%	1.5%	1.7%	1.5%	2.6%	2.1%	1.9%	1.7%
LPB	0.4%	0.9%	1.8%	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
MBB	1.1%	1.5%	2.1%	1.8%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%
MSB	1.7%	0.9%	2.2%	1.1%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%
OCB	0.7%	1.7%	3.7%	1.4%	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%
STB	-1.4%	-2.6%	0.4%	0.5%	5.6%	0.5%	0.6%	0.5%
TCB	0.5%	0.4%	1.2%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%
TPB	2.0%	1.5%	3.2%	1.5%	1.0%	1.3%	1.3%	1.2%
VCB	0.4%	0.5%	0.9%	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
VIB	1.4%	0.8%	2.5%	2.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%
VPB	6.2%	6.9%	6.3%	3.7%	3.1%	3.4%	3.3%	2.9%
Tổng	**1.0%**	**1.3%**	**1.8%**	**1.4%**	**1.4%**	**1.1%**	**1.2%**	**1.1%**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	**0.8%**	**1.3%**	**1.4%**	**1.2%**	**1.0%**	**0.8%**	**0.8%**	**0.8%**
Nhóm NHTM tư nhân	**1.3%**	**1.3%**	**2.3%**	**1.5%**	**1.9%**	**1.5%**	**1.5%**	**1.4%**

Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 37: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	1.0%	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%
BID	2.3%	1.7%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
CTG	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
HDB	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%
LPB	0.7%	1.4%	1.1%	0.6%	0.4%	0.5%	1.0%	1.1%
MBB	2.4%	2.0%	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%
MSB	1.7%	0.4%	1.2%	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%
OCB	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
STB	1.0%	2.1%	0.8%	0.4%	2.0%	2.3%	1.0%	0.6%
TCB	0.9%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
TPB	2.2%	1.2%	2.2%	1.8%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%
VCB	1.3%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
VIB	0.9%	0.6%	1.9%	1.5%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
VPB	5.9%	5.6%	5.0%	4.4%	3.1%	3.1%	3.0%	2.7%
Tổng	**1.8%**	**1.6%**	**1.4%**	**1.3%**	**1.1%**	**1.2%**	**1.1%**	**1.1%**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	**1.8%**	**1.5%**	**1.2%**	**1.1%**	**0.8%**	**0.8%**	**0.8%**	**0.8%**
Nhóm NHTM tư nhân	**1.9%**	**1.7%**	**1.6%**	**1.5%**	**1.5%**	**1.5%**	**1.4%**	**1.4%**

Nguồn: HSC

Bảng 38: Tỷ lệ chi phí hoạt động / dư nợ tín dụng bình quân, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	2.5%	3.0%	2.4%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
BID	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%
CTG	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
HDB	3.2%	3.6%	2.9%	3.0%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
LPB	2.6%	2.4%	2.3%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
MBB	3.4%	3.2%	2.6%	2.3%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
MSB	4.1%	3.9%	3.5%	3.2%	2.6%	3.0%	2.9%	2.8%
OCB	2.5%	2.7%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
STB	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	2.2%	1.6%	1.7%	1.7%
TCB	3.0%	3.0%	2.6%	2.5%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
TPB	3.1%	3.5%	3.3%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
VCB	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
VIB	2.8%	2.8%	2.6%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
VPB	3.0%	3.3%	2.6%	2.2%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%
Tổng	**2.2%**	**2.3%**	**2.1%**	**1.9%**	**1.8%**	**1.7%**	**1.6%**	**1.6%**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	**2.7%**	**2.8%**	**2.5%**	**2.3%**	**2.0%**	**1.9%**	**1.8%**	**1.8%**
Nhóm NHTM tư nhân	**3.0%**	**3.1%**	**2.7%**	**2.5%**	**2.1%**	**2.0%**	**2.0%**	**1.9%**

Nguồn: HSC

Kịch bản tích cực và tiêu cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai biến số dao động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để hình dung biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng sát với hạn mức ban đầu, ở mức khoảng 10-12% đối với hầu hết các ngân hàng và 25-30% đối với HDB, MBB và VPB, trong khi tỷ lệ NIM thu hẹp khoảng 20-30 điểm cơ bản, thì lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng chậm lại còn 7,2% trong năm 2026.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng cao hơn 2 điểm phần trăm so với kịch bản cơ sở của chúng tôi và tỷ lệ NIM mở rộng khoảng 10-20 điểm cơ bản, thì lợi nhuận thuần có thể tăng trưởng 26,2% trong năm 2026.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 39: Phân tích các kịch bản

Tăng trưởng LNTT 2026	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
ACB	14.2%	20.2%	32.8%
BID	-5.0%	2.4%	17.5%
CTG	9.4%	21.0%	27.7%
HDB	20.0%	28.1%	37.0%
LPB	-5.3%	8.3%	11.9%
MBB	9.6%	22.5%	28.0%
MSB	3.4%	12.6%	18.5%
OCB	4.9%	15.4%	24.7%
STB	10.0%	33.0%	48.0%
TCB	14.4%	21.0%	27.7%
TPB	4.7%	9.6%	19.4%
VCB	2.1%	16.5%	20.1%
VIB	0.7%	9.5%	19.8%
VPB	18.0%	29.1%	33.0%
Bình quân	**7.2%**	**17.8%**	**26.2%**

Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

Diễn biến giá cổ phiếu của ngành Ngân hàng mang tính trái chiều trong 12 tháng vừa qua, với nhóm các NHTM tư nhân vượt trội hơn, trong khi nhịp tăng của các NHTM quốc doanh trong tháng 1 phần lớn đã đảo chiều. Tại định giá hiện tại, HSC tiếp tục ưu tiên các ngân hàng có động lực tăng trưởng mạnh mẽ hơn (HDB, MBB, TCB, VPB) hoặc có bảng cân đối mang tính phòng thủ hơn (ACB, CTG, VCB).

Diễn biến giá cổ phiếu và định giá

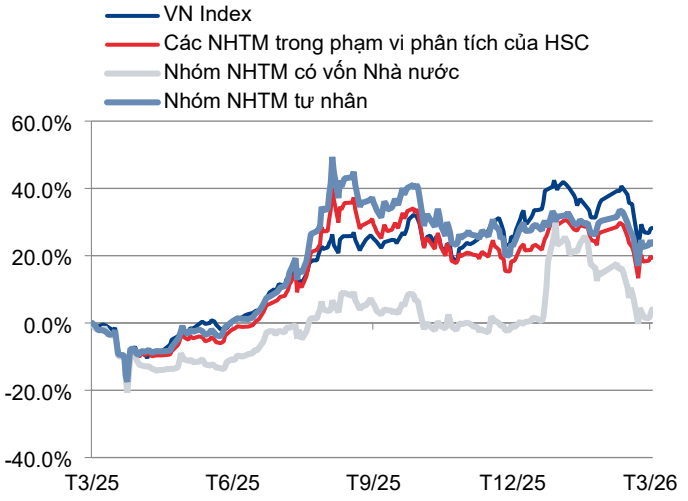
Trong 12 tháng qua, nhóm ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi mang lại mức sinh lời bình quân 21%, với nhóm ngân hàng tư nhân vượt trội rõ rệt, tăng 25%, so với khoảng 6% của các NHTM quốc doanh.

Trong tháng 1, cổ phiếu của các NHTM quốc doanh - với BID và VCB tích cực hơn CTG - đã tăng mạnh nhờ tâm lý tích cực xung quanh Nghị quyết 79, nhấn mạnh tầm quan trọng chiến lược của các NHTM quốc doanh, đợt phát hành riêng lẻ thành công của BID và KQKD vượt trội của BID & CTG. Tuy nhiên, khi tâm lý tích cực dần hạ nhiệt và tác động tiêu cực từ cuộc xung đột Iran-Mỹ ảnh hưởng đến TTCK nói chung, giá các cổ phiếu này đã sụt giảm, đánh mất phần lớn mức tăng mạnh trước đó.

Sau các diễn biến này, ngành Ngân hàng hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,25 lần, trong đó trung bình đơn giản của các NHTM quốc doanh ở mức 1,48 lần và các NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần.

Biểu đồ 40: Diễn biến giá cổ phiếu trong 12 tháng qua

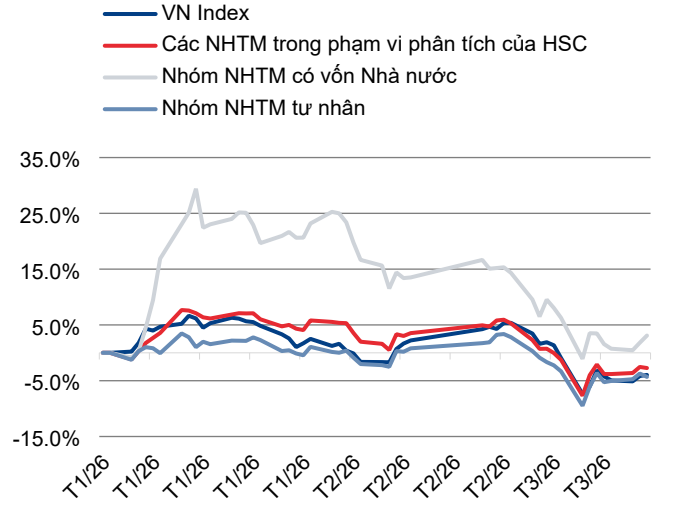
Trong 12 tháng qua, cổ phiếu của nhóm NHTM tư nhân tăng tích cực hơn so với nhóm NHTM quốc doanh



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 41: Biến động giá cổ phiếu so với đầu năm

Từ đầu năm đến nay, các NHTM quốc doanh có hiệu suất cổ phiếu vượt trội nhờ đợt tăng định giá mạnh vào tháng 1



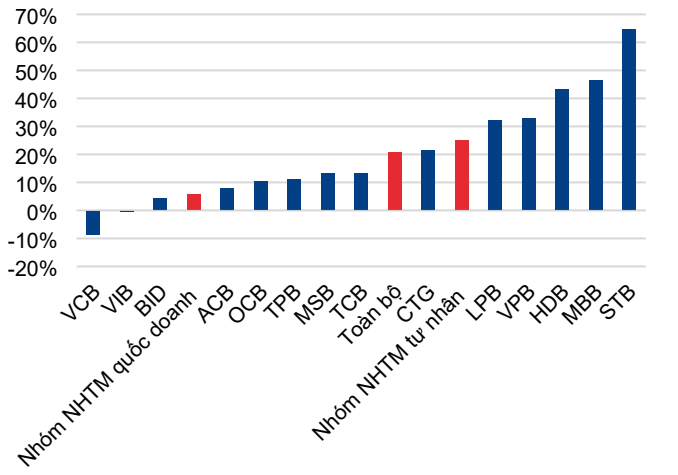
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 42: Biến động giá cổ phiếu trong 12 tháng qua

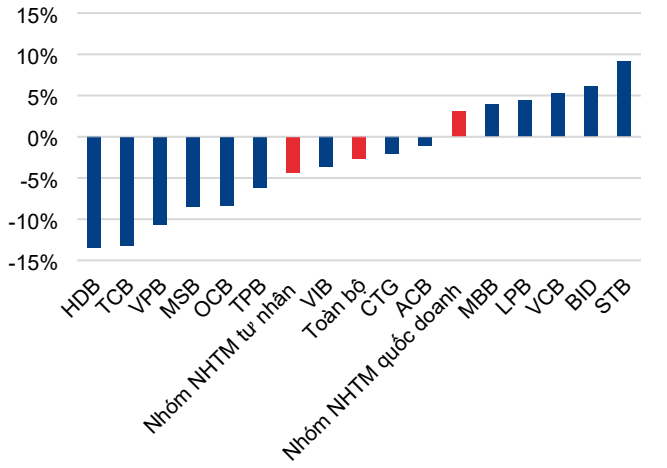
STB, MBB và HDB là những cổ phiếu có hiệu suất tốt nhất trong 12 tháng qua



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 43: Biến động giá cổ phiếu so với đầu năm

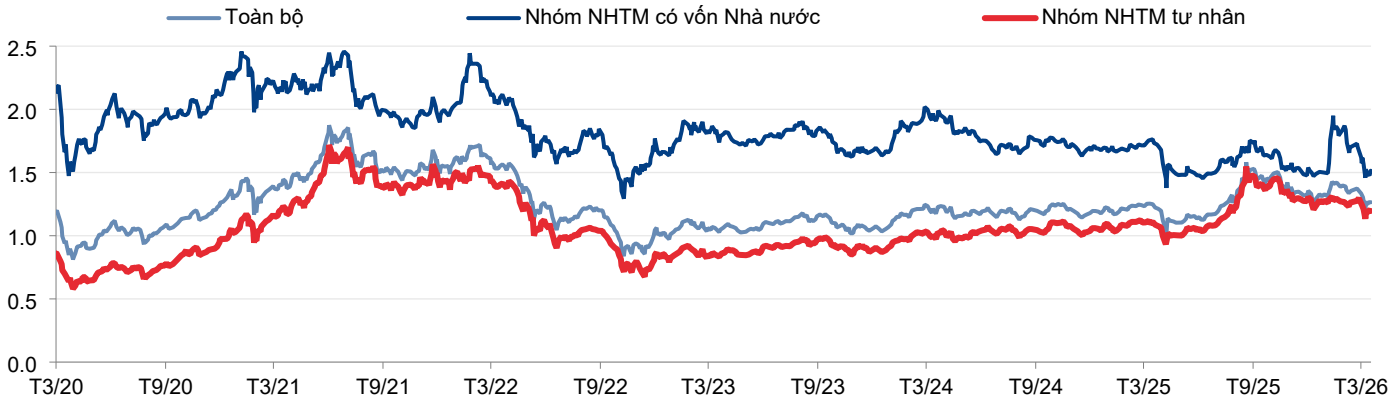
Từ đầu năm đến nay, các ngân hàng tier 1 có tỷ trọng cho vay BĐS cao và các ngân hàng tier 2 có hiệu suất kém tích cực hơn



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 44: P/B trượt dự phóng 1 năm

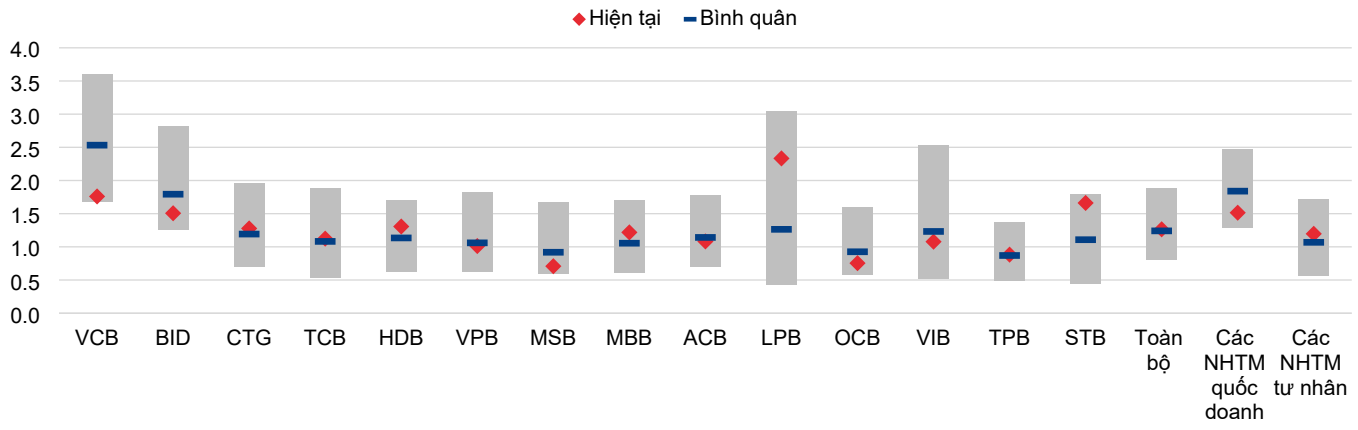
Các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC hiện đang giao dịch với P/B là 1,25 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 45: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

VCB và BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm dưới mức bình quân quá khứ, trong khi LPB và STB hiện có định giá cao hơn mức trung bình quá khứ



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Khuyến nghị và lựa chọn cổ phiếu hàng đầu

Dựa trên quan điểm của chúng tôi về triển vọng ngành, nền tảng cơ bản của từng ngân hàng và mức định giá hiện tại, những lựa chọn hàng đầu của HSC bao gồm cả những cổ phiếu tăng trưởng mạnh - HDB, MBB, TCB và VPB - và những cổ phiếu mang tính phòng thủ - ACB, CTG và VCB. HDB, MBB và VPB vẫn là những ngân hàng hưởng lợi rõ ràng nhất trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng phân hóa, trong khi TCB sở hữu thương hiệu mạnh và hiệu quả hoạt động cao. Ở nhóm phòng thủ, ACB và VCB nổi bật với bảng cân đối rủi ro thấp hơn, trong khi CTG và VCB có nguồn vốn mạnh và khả năng chống chịu thanh khoản tốt hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, những cổ phiếu này có vị thế tốt nhất để cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định trước môi trường hoạt động nhiều thách thức trong năm 2026.

Bảng 46: So sánh các NHTM chúng tôi phân tích

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu bao gồm những ngân hàng tăng trưởng mạnh là HDB, MBB, TCB và VPB & những cái tên an toàn hơn gồm ACB, CTG và VCB

Ngân hàng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/ giảm	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE			Tăng trưởng EPS		PB tại giá mục tiêu (lần)	
	Đồng		VND	%	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
ACB	23,750	Mua vào	32,000	34.7%	1.11	0.96	6.6	5.4	18.2%	19.3%	19.9%	20.3%	22.1%	1.50	1.30
BID	41,300	Tăng tỷ trọng	46,300	12.1%	1.48	1.28	11.2	9.8	14.3%	14.1%	13.9%	-3.7%	14.4%	1.65	1.44
CTG	35,000	Mua vào	48,300	38.0%	1.28	1.08	7.1	6.2	19.5%	19.0%	18.4%	21.9%	15.2%	1.77	1.50
HDB	25,700	Mua vào	33,000	28.4%	1.39	1.05	6.4	4.8	23.8%	25.0%	24.0%	27.3%	34.8%	1.79	1.35
LPB	43,650	Bán ra	25,700	-41.1%	2.33	2.01	11.1	10.9	22.8%	19.7%	19.2%	8.2%	1.6%	1.37	1.18
MBB	26,300	Mua vào	31,800	20.9%	1.27	1.03	7.0	5.5	20.1%	20.6%	20.6%	22.9%	25.6%	1.54	1.25
MSB	11,350	Mua vào	15,400	35.7%	0.73	0.64	5.6	5.6	13.9%	12.1%	12.1%	12.9%	-1.1%	0.98	0.87
OCB	10,950	Mua vào	15,300	39.7%	0.77	0.69	6.3	5.4	13.0%	13.4%	13.6%	15.6%	15.0%	1.08	0.96
STB	63,300	Giảm tỷ trọng	57,600	-9.0%	1.73	1.41	15.4	7.5	12.0%	20.7%	21.4%	30.5%	105.2%	1.58	1.28
TCB	30,300	Mua vào	44,500	46.9%	1.11	0.96	7.0	5.8	16.8%	17.7%	18.3%	21.2%	20.9%	1.63	1.41
TPB	16,050	Mua vào	20,000	24.6%	0.91	0.79	5.5	4.9	17.7%	17.3%	17.4%	9.3%	13.2%	1.13	0.98
VCB	60,500	Mua vào	73,000	20.7%	1.80	1.60	13.8	11.9	14.4%	14.2%	15.0%	12.9%	15.8%	2.17	1.93
VIB	17,100	Mua vào	20,800	21.6%	1.23	1.09	7.8	7.2	15.8%	16.1%	16.1%	4.1%	8.5%	1.50	1.33
VPB	25,600	Mua vào	37,300	45.7%	1.05	0.89	6.8	5.5	16.5%	17.4%	18.4%	24.8%	22.9%	1.52	1.30
Bình quân ngành				**22.8%**	**1.30**	**1.11**	**8.4**	**6.9**	**17.1%**	**17.6%**	**17.8%**	**16.3%**	**22.5%**	**1.52**	**1.29**
Bình quân nhóm NHTM quốc doanh				**23.6%**	**1.52**	**1.32**	**10.7**	**9.3**	**16.1%**	**15.8%**	**15.8%**	**10.4%**	**15.2%**	**1.87**	**1.62**
Bình quân nhóm NHTM tư nhân				**22.6%**	**1.24**	**1.05**	**7.8**	**6.2**	**17.3%**	**18.1%**	**18.3%**	**17.9%**	**24.4%**	**1.42**	**1.20**

Dữ liệu giá ngày 18/3/2026
Nguồn: HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

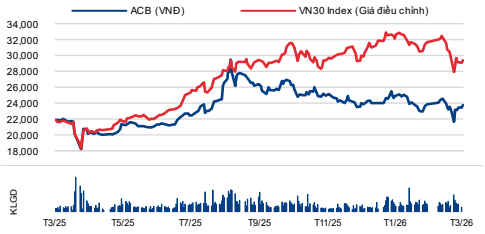
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ32,000 *(từ VNĐ32,300)*
Tiềm năng tăng/giảm: 34.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	23,750
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,214-29,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	121,994
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,641
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,137
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,541
Slg CP NN được mua (tr.đv)	143
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.2%
Tỷ lệ freefloat	77.2%
Cổ đông lớn	Capital Group Cos (3.57%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.42)	(1.04)	8.50
So với chỉ số	7.29	0.24	(19.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,621	3,940	(8.1)
2027F	4,422	4,652	(4.9)
2028F	5,300	4,975	6.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Á Châu là một trong những ngân hàng tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và DNVVN.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng lợi nhuận phục hồi; Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 32.000đ sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm lần lượt 7,5% và 4,5% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng do lập trường chính sách thận trọng hơn của NHNN và nâng dự báo chi phí hoạt động dựa trên kế hoạch của BLĐ.
- Sau khi giá cổ phiếu chỉ tăng 7,5% trong 12 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và ở mức chiết khấu kỷ lục 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu ACB là lựa chọn dài hạn ưa thích nhờ chất lượng bảng CĐKT tốt và định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh chính sách tín dụng thắt chặt hơn của NHNN. Trong đó, tăng trưởng tín dụng giảm tốc trong năm 2026 được bù đắp một phần nhờ triển vọng tỷ lệ NIM thuận lợi hơn với khả năng quyết định lãi suất tốt hơn cùng việc cạnh tranh từ các NHTM có vốn nhà nước hạ nhiệt.

Tác động: Giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC giảm lần lượt 7,5% và 4,5% dự báo LNTT năm 2026-2027 chủ yếu sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng do hạn mức tín dụng được cấp ban đầu thấp hơn kỳ vọng và nâng dự báo chi phí hoạt động theo kế hoạch của BLĐ. Điều chỉnh này được bù đắp một phần với việc nâng dự báo tỷ lệ NIM do việc thắt chặt cung tín dụng trên toàn hệ thống làm tăng năng lực đàm phán của các ngân hàng và xu hướng tăng của lãi suất cho vay gần đây từ các NHTM có vốn nhà nước cho thấy sức ép cạnh tranh đang dần hạ nhiệt.

HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với LNTT ước tính tăng trưởng trung bình 20,7% trong giai đoạn 2025-2028, tương đương tăng trưởng lần lượt 20%, 22% và 20%.

Định giá và khuyến nghị

Do chỉ tăng 7,5% trong 12 tháng qua, diễn biến giá cổ phiếu ACB kém tích cực hơn so với các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi (tăng bình quân khoảng 21%) trong bối cảnh thiếu hụt các động lực tăng trưởng ngắn hạn. Tuy nhiên, điều này khiến định giá của ACB trở nên hấp dẫn hơn với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,14 lần và chiết khấu 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức chiết khấu gần như thấp nhất kể từ năm 2020.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với mục tiêu giá gần như giữ nguyên là 32.000đ. Với chiến lược quản trị rủi ro thận trọng và tăng trưởng có kỷ luật tạo nền tảng cho khả năng sinh lời bền vững, chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu ACB cho lựa chọn đầu tư dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	27.8	26.9	31.3	37.7 ▼	45.4
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	33.5	33.8	38.5 ▼	46.5 ▼	55.6
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	16.8	15.6	18.8 ▼	22.9	27.5
EPS (đồng)	3,269	3,042	3,658 ▼	4,467	5,354
DPS (đồng)	756	870	700 ▼	1,130	1,300
BVPS (đồng)	16,248	18,401	21,323	24,615	28,616
P/E (lần)	7.27	7.81	6.49	5.32	4.44
Lợi suất cổ tức (%)	3.18	3.66	2.95	4.76	5.47
P/B (lần)	1.46	1.29	1.11	0.96	0.83
Tăng trưởng EPS (%)	4.64	(6.94)	20.3	22.1	19.9
ROAE (%)	21.7	17.6	18.4	19.4	20.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chính sách thắt chặt, khả năng cạnh tranh lãi suất cải thiện

HSC hạ giả định tăng trưởng tín dụng trong năm 2026 do hạn mức ban đầu từ NHNN thấp hơn kỳ vọng và nâng dự báo chi phí hoạt động dựa trên kế hoạch mới từ BLĐ, nhưng được bù đắp một phần nhờ nâng dự báo tỷ lệ NIM trong bối cảnh năng lực đàm phán cải thiện và tình hình cạnh tranh hạ nhiệt. Từ đó, chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với LNTT ước tính tăng trưởng mạnh mẽ trung bình 20,7% trong giai đoạn 2025-2028. Nhờ chiến lược quản lý rủi ro thận trọng, chất lượng tài sản ổn định và thu nhập phí cải thiện, ACB đang có vị thế tốt để vượt qua thách thức chính sách thắt chặt và giúp lợi nhuận phục hồi bền vững. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu gần như giữ nguyên là 32.000đ; ACB đang có định giá hấp dẫn với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và chiết khấu 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức thấp nhất trong 6 năm qua.

Dự báo mới

Hạ dự báo tăng trưởng tín dụng…

Chúng tôi điều chỉnh giả định tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại xuất phát trên cơ sở thay đổi lập trường chính sách của NHNN khi đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng cho năm 2026 nhằm giảm áp lực nguồn vốn trong hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng nhóm đầu như ACB được cấp hạn mức tín dụng ban đầu khoảng 12%, thấp hơn đáng kể so với dự báo trước đó của chúng tôi (18%). Giả định hiện tại của chúng tôi (14%) vẫn cao hơn hạn mức được cấp này vì chúng tôi kỳ vọng điều kiện huy động sẽ cải thiện sau những đợt tăng lãi suất tiền gửi gần đây và NHNN có thể nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng trong Q4/2026 để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP.

…nhưng nâng giả định tỷ suất lợi nhuận

HSC cũng tăng nhẹ (dưới 5 điểm cơ bản) dự báo tỷ lệ NIM so với dự báo tỷ lệ NIM đi ngang trước đó, bất chấp chi phí huy động đang có xu hướng tăng. Điều này là do hạn mức tín dụng toàn hệ thống thấp hơn giúp củng cố khả năng đàm phán lãi suất của các ngân hàng cũng như áp lực cạnh tranh từ các NHTM có vốn nhà nước giảm sau khi tăng đáng kể lãi suất cho vay gần đây.

Chất lượng tài sản & chi phí tín dụng

HSC giả định nợ xấu mới hình thành sẽ trở lại mức bình thường sau một năm ở mức rất thấp do điều kiện hoạt động thuận lợi và nỗ lực tái cấu trúc của các ngân hàng. Chất lượng tài sản cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi chính sách thắt chặt với tỷ lệ nợ xấu dự báo tăng lên trong năm 2026 so với thực hiện trong năm 2025. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức tốt.

Mặc dù nợ xấu mới hình thành nhiều khả năng sẽ tăng lên, HSC dự báo chi phí tín dụng sẽ giảm xuống trong năm 2026 vì sẽ không còn các khoản chi phí không thường xuyên liên quan đến Nghị định 86 như trong Q4/2025.

Thu nhập ngoài lãi

Lãi thuần HĐ dịch vụ được dự báo sẽ phục hồi nhờ cơ sở khách hàng mở rộng, hoa hồng bancassurance phục hồi (ước tính tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 29% so với quý trước trong Q4/2025) và việc triển khai các dịch vụ mới như quản lý quỹ, phân phối vàng miếng và bảo hiểm phi nhân thọ. Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối dự báo sẽ tăng trưởng mạnh 27% do Ngân hàng mở rộng sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn và FDI. Trong khi đó, lãi mua bán trái phiếu có thể gặp khó khăn trong môi trường lãi suất tăng.

Chi phí hoạt động

HSC nâng dự báo chi phí hoạt động dựa trên kế hoạch của BLĐ, tương đương tăng khoảng 18% so với cùng kỳ trong năm 2026, chủ yếu do đẩy mạnh đầu tư chuyển đổi số nhưng được bù đắp một phần nhờ những xu hướng tối ưu hóa chi phí nhân sự trên toàn ngành.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chính sách cổ tức

HSC cũng điều chỉnh giả định cổ tức sau khi tài liệu ĐHCĐ được công bố gần đây. Chúng tôi hiện giả định cổ tức tiền mặt là 700đ/cp và cổ tức bằng cổ phiếu là 13%, so với giả định trước đó lần lượt là 1.000đ/cp và 15%.

Cổ tức tiền mặt giảm xuống có thể để hỗ trợ hệ số CAR của Ngân hàng mẹ do đã thực hiện các khoản đầu tư đáng kể vào các công ty con trong những năm gần đây và kế hoạch đầu tư vào một công ty con bảo hiểm mới trong năm 2026. Những kế hoạch này đều gây áp lực lên hệ số CAR. Chúng tôi kỳ vọng chính sách cổ tức sẽ trở lại mức trước đây vào năm 2027.

LNTT dự báo tăng trưởng 20% trong năm 2026 theo kịch bản cơ sở

Nhìn chung, HSC giảm nhẹ lần lượt 7,5% và 4,5% dự báo LNTT năm 2026 và 2027 sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng trong năm 2026 và nâng dự báo chi phí hoạt động. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, theo đó LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 20,7% trong giai đoạn 2025-2028. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 20%, 22% và 20% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Các giả định và dự báo cơ sở của chúng tôi như sau:

Bảng 47: Các giả định quan trọng, ACB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng nhưng nâng giả định tỷ lệ NIM trong năm 2026

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	18.8%	16.1%	16.0%	18.6%	14.0%	16.0%	14.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	19.9%	16.1%	22.8%	12.4%	15.0%	17.2%	15.2%
Tỷ lệ NIM	2.9%	2.9%	3.2%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-3.4%	12.2%	20.0%	-2.8%	11.4%	18.0%	15.0%
Tỷ lệ nợ xấu	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%
Nợ xấu mới hình thành	0.2%	0.4%	0.4%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
Hệ số LLR	82.0%	79.2%	93.6%	114.3%	102.5%	102.5%	105.8%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
Hệ số CIR	31.2%	29.0%	29.7%	32.3%	33.5%	31.5%	31.0%

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 48: Dự báo lợi nhuận, ACB

Chúng tôi dự báo LNTT sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 20,7%

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**26,909**	**31,203**	**39,924**	**26,906**	**31,349**	**37,665**	**45,406**
Tăng trưởng	-3.2%	16.0%	27.9%	-3.2%	16.5%	20.1%	20.6%
Điều chỉnh					0.5%	-5.7%	-
Tổng thu nhập ngoài lãi	**7,418**	**7,605**	**9,233**	**6,892**	**7,186**	**8,794**	**10,212**
Tăng trưởng	29.7%	2.5%	21.4%	20.5%	4.3%	22.4%	16.1%
Điều chỉnh					-5.5%	-4.8%	-
Tổng thu nhập HĐ	**34,326**	**38,809**	**49,157**	**33,798**	**38,535**	**46,459**	**55,618**
Tăng trưởng	2.4%	13.1%	26.7%	0.8%	14.0%	20.6%	19.7%
Điều chỉnh					-0.7%	-5.5%	-
Chi phí HĐ	**-10,727**	**-11,267**	**-14,595**	**-10,924**	**-12,891**	**-14,612**	**-17,227**
Tăng trưởng	-1.6%	5.0%	29.5%	0.2%	18.0%	13.4%	17.9%
Điều chỉnh					14.4%	0.1%	-
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**23,600**	**27,542**	**34,562**	**22,873**	**25,644**	**31,847**	**38,391**
Tăng trưởng	4.4%	16.7%	25.5%	1.2%	12.1%	24.2%	20.5%
Điều chỉnh					-6.9%	-7.9%	-
Chi phí dự phòng	**-1,517**	**-2,147**	**-4,545**	**-3,335**	**-2,157**	**-3,167**	**-4,015**
Tăng trưởng	-5.6%	41.5%	111.7%	107.6%	-35.3%	46.8%	26.8%
Điều chỉnh					0.5%	-30.3%	-
LNTT	**22,083**	**25,395**	**30,017**	**19,539**	**23,487**	**28,680**	**34,376**
Tăng trưởng	5.1%	15.0%	18.2%	-7.0%	20.2%	22.1%	19.9%
Điều chỉnh					-7.5%	-4.5%	-
Lợi nhuận thuần	**17,649**	**20,316**	**24,013**	**15,625**	**18,790**	**22,944**	**27,501**
Tăng trưởng	5.1%	15.1%	18.2%	-6.9%	20.3%	22.1%	19.9%
Điều chỉnh					-7.5%	-4.5%	-

Nguồn: HSC

Bảng 49: Dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thu nhập ngoài lãi sau khi hạ giả định lãi thuần từ HĐKD ngoại hối

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**3,127**	**3,508**	**4,209**	**3,147**	**3,507**	**4,138**	**4,759**
Tăng trưởng	-3.4%	12.2%	20.0%	-2.8%	11.4%	18.0%	15.0%
Điều chỉnh					0.0%	-1.7%	-
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	**2,104**	**2,596**	**3,027**	**1,732**	**2,195**	**2,712**	**3,214**
Tăng trưởng	79.7%	23.4%	16.6%	47.9%	26.7%	23.6%	18.5%
Điều chỉnh					-15.5%	-10.4%	-
Lãi thuần mua bán trái phiếu	**903**	**468**	**624**	**871**	**429**	**563**	**657**
Tăng trưởng	38.7%	-48.1%	33.4%	33.9%	-50.8%	31.3%	16.7%
Điều chỉnh					-8.5%	-9.9%	-
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	**85**	**85**	**85**	**119**	**119**	**119**	**119**
Tăng trưởng	136.1%	0.0%	0.0%	229.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					39.4%	39.4%	-
Thu nhập khác	**1,198**	**948**	**1,288**	**1,023**	**937**	**1,262**	**1,463**
Tăng trưởng	92.0%	-20.9%	35.9%	64.1%	-8.5%	34.7%	15.9%
Điều chỉnh					-1.2%	-2.0%	-
Tổng thu nhập ngoài lãi	**7,418**	**7,605**	**9,233**	**6,892**	**7,186**	**8,794**	**10,212**
Tăng trưởng	29.7%	2.5%	21.4%	20.5%	4.3%	22.4%	16.1%
Điều chỉnh					-5.5%	-4.8%	-

Nguồn: HSC

Phân tích kịch bản

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản cơ sở: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 14% và tỷ lệ NIM đi ngang, lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo sẽ tăng trưởng 20%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 12% và tỷ lệ NIM giảm khoảng 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng sẽ chậm lại ở mức 14% trong năm 2026.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 16% và tỷ lệ NIM tăng khoảng 20 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo sẽ tăng trưởng 33%.

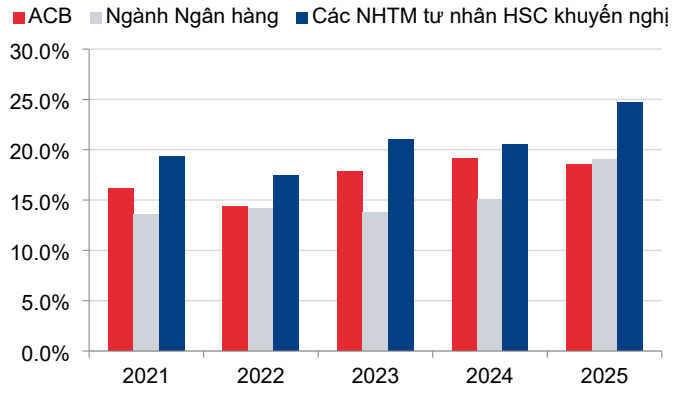
KQKD năm 2025 so với ngành

Lợi nhuận thuần năm 2025 của ACB thấp hơn 11% so với dự báo của chúng tôi do các khoản mục không thường xuyên (Mời xem: LNTT Q4 không đạt kỳ vọng do trích lập dự phòng một lần). Năm 2025 là một năm đầy thách thức đối với các ngân hàng bán lẻ do nhu cầu vẫn chưa phục hồi đáng kể trong khi phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các NHTM có vốn nhà nước. Theo đó, chúng tôi đánh giá kết quả được cho là "đáng thất vọng" của ACB là khá tốt, trong đó quy mô bảng cân đối mở rộng vừa phải, tổng thu nhập hoạt động ổn định và chất lượng tài sản & thanh khoản được kiểm soát thận trọng. Trong khi đó, khoản chi phí dự phòng một lần giúp xây dựng một mức nền thấp cho tăng trưởng lợi nhuận năm 2026.

Chúng tôi so sánh kết quả năm 2025 của ACB với các ngân hàng khác như sau:

Biểu đồ 50: Tăng trưởng tín dụng, ACB & các NHTM khác

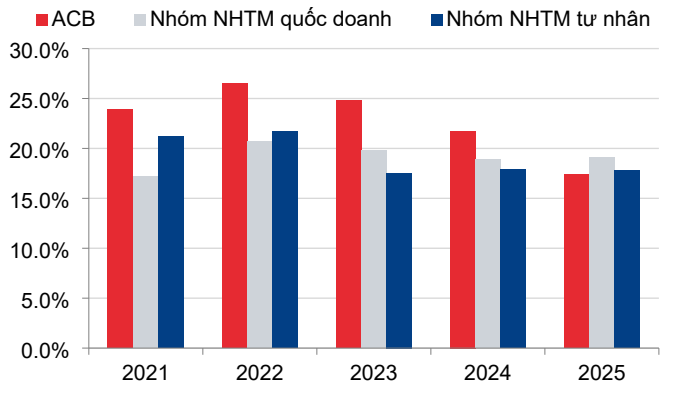
Việc hạn chế cho vay BĐS đã phần nào kiềm hãm tăng trưởng tín dụng trong năm 2025



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 51: Hệ số ROE, ACB & các NHTM khác

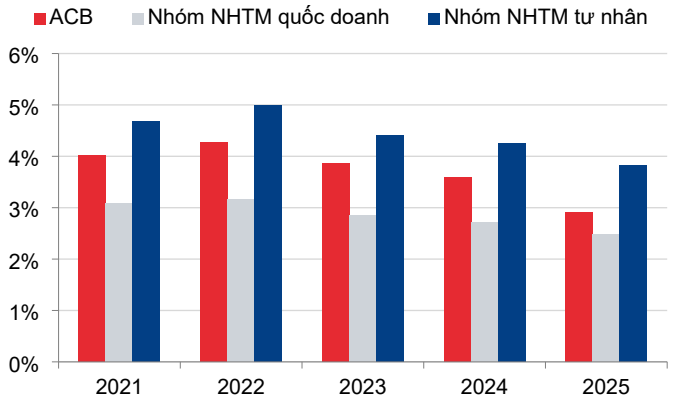
Khoản dự phòng không thường xuyên khiến ROE bất ngờ giảm trong năm 2025



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản khen thưởng và phúc lợi được trích từ lợi nhuận thuần
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 52: Tỷ lệ NIM, ACB & các NHTM khác

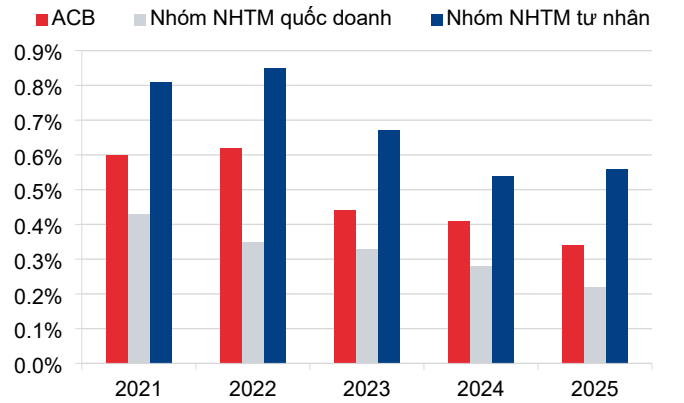
Tỷ lệ NIM giảm mạnh hơn do nhu cầu yếu tại các phân khúc khách hàng mục tiêu



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 53: Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân, ACB & các NHTM khác

Lãi thuần HĐ dịch vụ của ACB thấp hơn so với các NHTM tư nhân khác do mảng banca chưa phục hồi



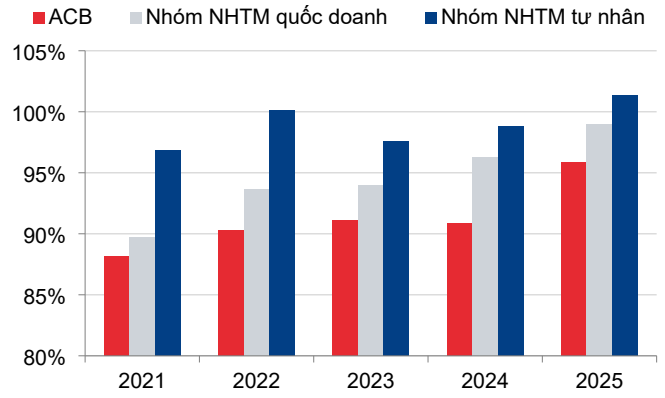
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 54: Hệ số LDR điều chỉnh, ACB & các NHTM khác

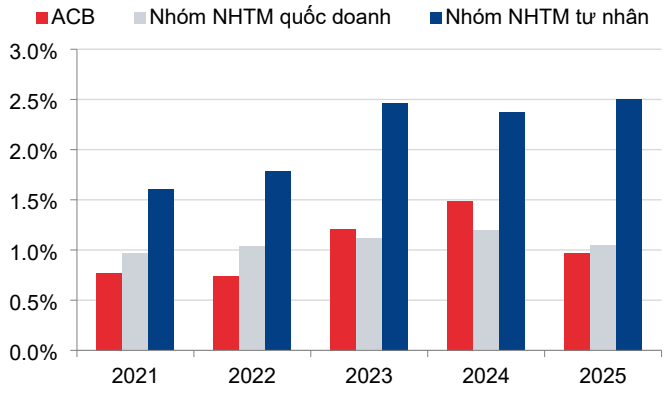
ACB duy trì thanh khoản...



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 55: Tỷ lệ nợ xấu, ACB & các NHTM khác

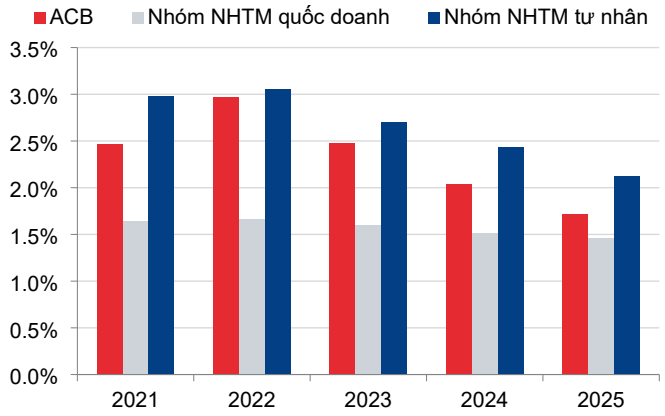
...cũng như quản lý chất lượng tài sản thận trọng hơn



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 56: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, ACB & các NHTM khác

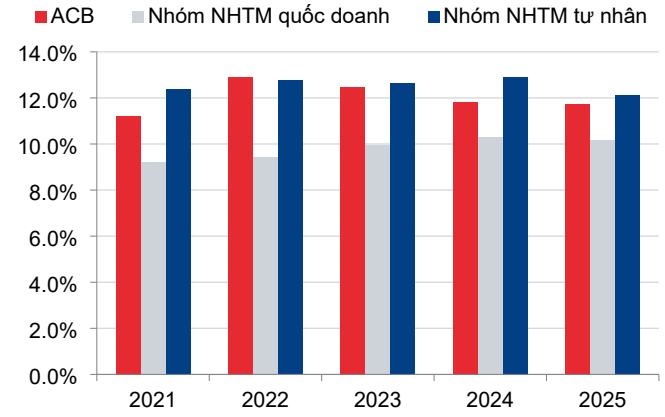
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đang cải thiện, sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 57: Hệ số CAR, ACB & các NHTM khác

Hệ số CAR giảm, phản ánh việc đầu tư vào các công ty con và việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 32.000đ sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận, trong khi triển vọng dài hạn và các giả định định giá khác vẫn được giữ nguyên. chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu ACB cho lựa chọn đầu tư dài hạn nhờ chiến lược quản trị rủi ro thận trọng và hệ số ROE/ROA mạnh mẽ. ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,07 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và chiết khấu thấp kỷ lục 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mang đến cơ hội tích lũy hấp dẫn cho NĐT.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 32.000đ (từ 32.300đ) sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi cũng giữ nguyên phương pháp định giá thu nhập thặng dư với giả định COE không đổi ở mức 13,6%.

Kết quả thực hiện năm 2025 thấp hơn dự báo không làm thay đổi quan điểm của chúng tôi về ACB. Cổ phiếu này vẫn là một trong những lựa chọn đầu tư dài hạn ưa thích của chúng tôi nhờ chiến lược quản trị rủi ro thận trọng và lợi nhuận cao ổn định (thể hiện hệ số ROE & ROA bình quân). Mặc dù cách tiếp cận thận trọng này có thể hạn chế tiềm năng tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn trong một thị trường đang tìm kiếm các cơ hội tăng trưởng, chúng tôi tin rằng chiến lược này sẽ được đền đáp trong dài hạn với tốc độ tăng trưởng kép lợi nhuận thuần bền vững hơn.

Bảng 58: Giả định chi phí vốn CSH, ACB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	1.10	Không đổi
Chi phí vốn CSH	**13.63%**	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 59: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, ACB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	**18,602**	**22,715**	**27,226**	**32,527**	**35,748**	**37,586**	**37,834**	**35,888**
Chi phí vốn CSH	-12,878	-14,923	-17,227	-20,027	-23,413	-27,081	-30,292	-32,328
Lợi nhuận thặng dư	**5,724**	**7,792**	**9,999**	**12,500**	**12,335**	**10,505**	**7,543**	**3,559**
Giá trị dài hạn								**34,502**
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026		88.0%	77.5%	68.2%	60.0%	52.8%	46.5%	40.9%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026		**6,858**	**7,745**	**8,521**	**7,400**	**5,547**	**3,505**	**15,566**
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	55,141							
Giá trị sổ sách cuối 2026	109,526							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	**164,667**							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,137							
Giá mục tiêu cuối 2026	**32,000**							

Nguồn: HSC

Bảng 60: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, ACB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH	**7.75%**	35,900	34,900	33,900	33,000	32,200
	8.25%	34,800	33,800	32,900	32,100	31,300
	8.75%	33,700	32,800	**32,000**	31,200	30,400
	9.25%	32,800	31,900	31,100	30,400	29,600
	9.75%	31,800	31,100	30,300	29,600	28,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu ACB chỉ tăng 7,5% trong 12 tháng qua và kém tích cực hơn so với các ngân hàng khác trong phạm vi phân tích của chúng tôi (tăng bình quân 21%) do lợi nhuận thuần tăng trưởng khiêm tốn và thiếu vắng chất xúc tác trong ngắn hạn. ACB

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,14 lần và chiết khấu 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức thấp nhất trong 6 năm qua, cho thấy định giá hấp dẫn.

Biểu đồ 61: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần...

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

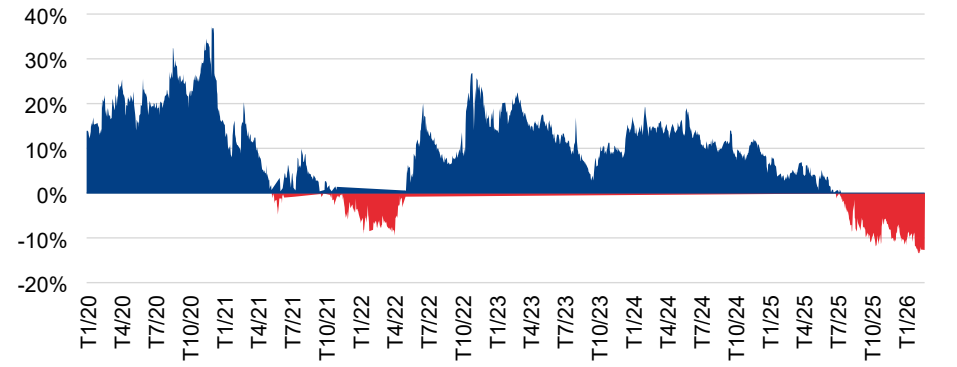
Biểu đồ 62: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ACB

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 1,14 lần

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 63: Thặng dư/chiết khấu định giá so với các NHTM tư nhân khác, ACB

ACB đang giao dịch với mức chiết khấu so với các NHTM tư nhân khác sâu nhất kể từ 2020



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	50.9	58.8	74.2	82.0	94.0
Chi phí lãi	(23.1)	(31.9)	(42.9)	(44.3)	(48.6)
Thu nhập lãi thuần	**27.8**	**26.9**	**31.3**	**37.7**	**45.4**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3.24	3.15	3.51	4.14	4.76
Lãi thuần HĐ KDNH	1.17	1.73	2.19	2.71	3.21
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.65	0.87	0.43	0.56	0.66
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.04	0.12	0.12	0.12	0.12
Thu nhập khác	0.62	1.02	0.94	1.26	1.46
Tổng thu nhập HĐ	**33.5**	**33.8**	**38.5**	**46.5**	**55.6**
Chi phí HĐ	(10.9)	(10.9)	(12.9)	(14.6)	(17.2)
LN trước dự phòng	**22.6**	**22.9**	**25.6**	**31.8**	**38.4**
Chi phí dự phòng	(1.61)	(3.33)	(2.16)	(3.17)	(4.01)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**21.0**	**19.5**	**23.5**	**28.7**	**34.4**
Chi phí thuế TNDN	(4.22)	(3.91)	(4.70)	(5.74)	(6.88)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**16.8**	**15.6**	**18.8**	**22.9**	**27.5**
EPS (đồng)	3,269	3,042	3,658	4,467	5,354
DPS (đồng)	756	870	700	1,130	1,300
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,137	5,137	5,137	5,137	5,137
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,137	5,137	5,137	5,137	5,137
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,137	5,137	5,137	5,137	5,137

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	20.2	18.7	14.2	13.6	15.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	19.1	18.3	14.0	16.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	11.3	8.91	15.8	21.5	19.3
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	19.4	12.4	15.0	17.2	15.2
Tăng trưởng VCSH (%)	17.6	13.2	15.9	15.4	16.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	11.4	(3.20)	16.5	20.1	20.6
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	0.26	0.20	18.0	13.4	17.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	3.38	1.16	12.1	24.2	20.5
Tăng trưởng LNTT (%)	4.67	(6.98)	20.2	22.1	19.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	4.64	(6.94)	20.3	22.1	19.9
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.23	3.58	3.51	3.72	3.89
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.38)	(1.16)	(1.17)	(1.17)	(1.20)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.7	97.7	97.7	97.9	98.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.52	2.55	2.91	3.19	3.47
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	43.3	40.2	48.2	56.0	65.5
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.27	7.81	6.49	5.32	4.44
P/B (lần)	1.46	1.29	1.11	0.96	0.83
Lợi suất cổ tức (%)	3.18	3.66	2.95	4.76	5.47

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	5.70	8.62	7.43	8.72	10.0
Tiền gửi tại NHNN	25.2	16.6	20.7	24.2	33.5
Tiền gửi tại các TCTD khác	118	150	169	165	195
Chứng khoán kinh doanh	3.88	6.54	6.93	8.15	9.36
Các công cụ tài chính phái sinh	0.06	0.32	0.32	0.32	0.32
Số dư cho vay thuần	**574**	**679**	**774**	**898**	**1,024**
Tổng dư nợ cho vay	581	687	783	909	1,036
Dự phòng rủi ro	(6.74)	(7.62)	(8.83)	(10.2)	(11.5)
Chứng khoán đầu tư	**121**	**144**	**171**	**201**	**231**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	109	133	156	184	211
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	12.2	11.4	14.2	16.7	19.2
Dự phòng rủi ro	0	(0.01)	(0.01)	0	0
Đầu tư dài hạn	0.12	0.07	0.07	0.07	0.07
Tài sản cố định	5.59	5.59	5.79	6.29	6.79
Tài sản khác	10.5	14.8	15.9	17.6	20.2
Tổng tài sản	**864**	**1,026**	**1,171**	**1,330**	**1,531**
Nợ phải trả	**781**	**931**	**1,062**	**1,203**	**1,384**
Tiền gửi của NHNN	7.95	33.0	35.3	0.02	0.02
Tiền gửi của các TCTD khác	112	155	173	200	228
Tổng tiền gửi KH	537	585	677	823	982
Trái phiếu và CCTG	102	133	149	145	134
Nợ khác	22.0	24.9	27.5	34.6	39.5
Vốn chủ sở hữu	**83.5**	**94.5**	**110**	**126**	**147**
Vốn điều lệ	44.7	51.4	58.0	66.8	76.8
Thặng dư vốn cổ phần	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
Lợi nhuận giữ lại	23.7	25.3	30.5	34.9	40.9
Quỹ & vốn khác của CSH	14.8	17.6	20.7	24.5	29.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**864**	**1,026**	**1,171**	**1,330**	**1,531**
BVPS (đồng)	16,248	18,401	21,323	24,615	28,616

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	50.1	46.2	48.8	49.4	49.4
ROAA (%)	2.12	1.65	1.71	1.83	1.92
ROAE (%)	21.7	17.6	18.4	19.4	20.1
Chi phí huy động BQ (%)	3.34	3.83	4.42	4.02	3.87
Lợi suất gộp BQ (%)	6.58	6.37	6.92	6.69	6.71
Lợi suất thuần (%)	3.24	2.54	2.50	2.67	2.84
Tỷ lệ NIM (%)	3.60	2.92	2.92	3.08	3.24
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.66	9.31	9.10	8.91	8.56
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	82.9	79.6	81.4	81.1	81.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	7.40	11.1	9.55	10.0	9.80
Tỷ lệ CIR (%)	32.5	32.3	33.5	31.5	31.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	23.1	28.6	19.1	25.3	24.3
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.8	13.3	11.7	12.0	12.2
VCSH/Tổng TS (%)	9.66	9.21	9.35	9.51	9.60
Đòn bẩy vốn (lần)	10.4	10.9	10.7	10.5	10.4
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.49	0.97	1.10	1.10	1.05
Hệ số LLR (%)	77.9	114	103	103	106
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	108	117	116	110	106
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.9	17.7	17.3	17.1	17.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.2	66.9	66.9	68.3	67.7
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	388	389	390	410	420
Số lượng nhân viên	13,290	13,229	13,229	14,552	16,007

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

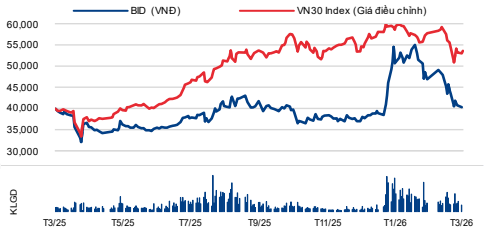
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ46,300 *(từ VNĐ41,900)*
Tiềm năng tăng/giảm: 14.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	40,450
Mã Bloomberg	BID VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,093-55,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,467
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	284,014
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	10,805
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,021
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,106
Slg CP NN được mua (tr.đv)	892
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.3%
Tỷ lệ freefloat	4.01%
Cổ đông lớn	Ngân hàng Nhà nước (76.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(13.8)	6.45	1.36
So với chỉ số	(7.08)	7.83	(24.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,699	4,038	(8.4)
2027F	4,232	4,744	(10.8)
2028F	4,787	4,744	0.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam là ngân hàng thương mại lớn nhất tại Việt Nam xét trên quy mô tổng tài sản.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Trở về vùng giá trị; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 11% giá mục tiêu cho BID lên 46.300đ (tiềm năng tăng giá 14%) sau khi lợi nhuận năm 2025 vượt dự báo của chúng tôi và nền vốn được củng cố sau khi huy động vốn, nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu sụt giảm vì thị trường hạ nhiệt.
- Chúng tôi tăng nhẹ bình quân 2,5% dự báo LNTT năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, trong đó tác động tích cực từ việc nâng dự báo thu nhập lãi thuần gần như bị bù trừ với tác động tiêu cực từ việc nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng. LNTT ước tính tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới.
- BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,42 lần, cao hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM ở mức 1,24 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,68 lần, cao hơn 12% so với bình quân ngành.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

BID đạt kết quả vững chắc trong năm 2025 với LNTT tăng trưởng 21% đạt 37,8 nghìn tỷ đồng (đứng thứ ba trong ngành, chỉ sau VCB và CTG). Ngân hàng cũng đã huy động thành công đợt phát hành riêng lẻ thứ hai, ước tính thu về 10,2 nghìn tỷ đồng (khoảng 6,2% vốn CSH năm 2025) trong Q1/2026.

Trong giai đoạn 2026-2028, HSC kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ trở lại bình thường so với mức nền cao trong năm 2025: Thu nhập lãi thuần sẽ cải thiện trong khi thu nhập ngoài lãi giảm dần, cả chi phí hoạt động và chi phí dự phòng sẽ tăng dần.

Tác động: Tăng bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC tăng nhẹ bình quân 2,5% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 do tác động tích cực từ việc nâng dự báo thu nhập lãi thuần phần lớn được bù đắp với tác động tiêu cực từ việc nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Những điều chỉnh này không làm thay đổi quan điểm của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận của BID; theo đó, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE điều chỉnh bình quân ở mức 14,1%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu của BID đã tăng mạnh trong tháng 1 sau đợt phát hành riêng lẻ, tâm lý tích cực xung quanh Nghị quyết 79 và KQKD Q4/2025 vượt kỳ vọng, mặc dù giá cổ phiếu sau đó đã giảm xuống khi tâm lý NĐT hạ nhiệt và định giá thắt chặt hơn. Theo đó, BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,42 lần, thấp hơn 18% so với VCB (1,74 lần) và cao hơn 15% so với bình quân ngành (1,24 lần). Chúng tôi tin rằng định giá thặng dư của BID có thể được duy trì trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, khả năng định giá tiếp tục tăng có thể hạn chế do tăng trưởng lợi nhuận trở lại bình thường với tốc độ tăng trưởng bình quân giai đoạn 2025-2028 dự báo đạt 11%/năm, thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021-2025 sau khi tái cấu trúc (31%).

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 là 1,68 lần, cao hơn 12% so với bình quân ngành ở mức 1,5 lần và thấp hơn 23% so với VCB (2,17 lần).

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	58.0	63.4	76.1 ▲	85.9	96.3
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	81.1	91.3	95.7	107	121
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	25.2	30.2	30.6	35.9	40.8
EPS (đồng)	3,655	4,335	4,285	4,851	5,427
DPS (đồng)	0	450	0 ▼	400 ▼	500
BVPS (đồng)	20,250	23,933	27,988 ▲	32,179	36,466
P/E (lần)	11.1	9.33	9.44	8.34	7.45
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.11	0	0.99	1.24
P/B (lần)	2.00	1.69	1.45	1.26	1.11
Tăng trưởng EPS (%)	16.0	18.6	(1.16)	13.2	11.9
ROAE (%)	19.6	19.6	16.5	16.1	15.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi tâm lý NĐT hạ nhiệt

Lợi nhuận của BID tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025 nhờ thu nhập lãi thuần vững chắc và thu nhập ngoài lãi vượt trội, chủ yếu nhờ thanh lý tài sản. Ngân hàng cũng củng cố nền vốn thông qua đợt phát hành riêng lẻ thứ hai diễn ra trong Q1/2026. Chúng tôi tăng nhẹ 2,5%/năm dự báo LNTT cho năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới, nhìn chung không thay đổi, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE điều chỉnh bình quân (không bao gồm tiền thưởng & phúc lợi) đạt 14,1%. Động lực đằng sau dự báo này bao gồm: Thu nhập lãi thuần cải thiện trong khi thu nhập ngoài lãi sẽ trở lại bình thường từ mức nền cao và cả chi phí hoạt động & chi phí dự phòng sẽ tăng dần. Tăng trưởng lợi nhuận của BID khó có thể cạnh tranh được với các NHTM có vốn nhà nước khác như VCB và CTG, với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt lần lượt 18% và 17%.

Dự báo mới

Tăng trưởng tín dụng

HSC dự báo tăng trưởng tín dụng đạt lần lượt 12,5%, 12,5% và 12% trong giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi giả định tài sản của BID sẽ tăng trưởng chậm lại do hạn mức tín dụng thận trọng hơn từ NHNN, bảng CĐKT của BID đã có quy mô lớn trong khi đệm dự phòng vẫn tương đối khiêm tốn.

Hệ số CAR dự báo sẽ cải thiện từ 9,03% vào tháng 1/2026 (trước đợt phát hành riêng lẻ) lên 9,81% tại thời điểm cuối năm 2026, 10,37% tại thời điểm cuối năm 2027 và 10,34% tại thời điểm cuối năm 2028. Mặc dù BID đã hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ và lên kế hoạch phát hành đại chúng bổ sung nhưng hệ số an toàn vốn của Ngân hàng nhiều khả năng vẫn thấp hơn bình quân nhóm NHTM có vốn nhà nước (10,9% tại thời điểm cuối năm 2026) và bình quân ngành (11,6%), điều này tiếp tục hạn chế khả năng mở rộng bảng CĐKT của BID.

Tăng trưởng tiền gửi

HSC giả định tăng trưởng tiền gửi đạt lần lượt 14%, 13% và 12% trong giai đoạn 2026-2028. BID có thể sẽ cần đẩy nhanh huy động để giảm bớt áp lực từ hệ số LDR điều chỉnh đang ở mức cao (97% tại thời điểm cuối năm 2025).

Tỷ lệ NIM

HSC tiếp tục cho rằng tỷ lệ NIM sẽ dần cải thiện trong giai đoạn dự báo nhờ:

- Đóng góp thu nhập lãi thuần trong cả năm sau khi tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025;
- Mặt bằng lãi suất trong danh mục cho vay mua nhà điều chỉnh lại, trong đó các khoản vay lãi suất cố định ở mức thấp được phát hành cách đây 12-24 tháng đáo hạn và chuyển sang lãi suất thả nổi hoặc lãi suất tái cấp vốn cao hơn; và
- Áp lực chi phí huy động được bù đắp một phần nhờ nguồn vốn giá rẻ sau đợt phát hành riêng lẻ gần đây (10,2 nghìn tỷ đồng dự kiến thu về trong Q1/2026).

Theo đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM của BID sẽ tăng lên lần lượt 2,33%, 2,36% và 2,4% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Thu nhập ngoài lãi

HSC tăng nhẹ dự báo thu nhập ngoài lãi, mặc dù dựa trên mức nền cao của thu nhập khác. Thu nhập ngoài lãi năm 2026 được dự báo sẽ giảm 30% so với cùng kỳ, sau đó phục hồi 10-15% trong năm 2027-2028. Sự sụt giảm trong năm 2026 chủ yếu do thu nhập khác giảm mạnh từ mức nền cao năm 2025 (giảm 56% so với cùng kỳ) dựa trên giả định hoạt động thanh lý tài sản sẽ giảm tốc trong bối cảnh lãi suất tăng cao và điều kiện tín dụng BĐS thắt chặt. Trong khi đó, lãi thuần HĐ dịch vụ dự báo tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Lợi nhuận thuần

Nhìn chung, HSC tăng bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 do tác động tích cực từ việc nâng dự báo thu nhập lãi thuần phần lớn đã bù trừ với tác động tiêu cực từ việc nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 11% trong giai đoạn 2025-2028 từ mức nền cao trong năm 2025 với hệ số ROE điều chỉnh bình quân 3 năm (không bao gồm tiền thưởng & phúc lợi) đạt 14,1%.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 11% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 4,9% so với cùng kỳ.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 15% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 17,5% trong năm 2026.

Bảng 64: Các giả định quan trọng, BID

HSC điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng tín dụng trong khi tăng nhẹ giả định chi phí tín dụng

Tỷ đồng		Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2025	2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng cho vay	15.4%	15.0%	14.0%	13.0%	12.5%	12.5%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi	13.8%	14.0%	14.0%	13.0%	14.0%	13.0%	12.0%
Tỷ lệ NIM	2.24%	2.18%	2.32%	2.40%	2.33%	2.36%	2.40%
Tỷ lệ nợ xấu	1.47%	1.60%	1.40%	1.30%	1.40%	1.30%	1.30%
Chi phí tín dụng	1.04%	0.99%	0.97%	1.01%	1.07%	1.06%	1.12%
Nợ xấu mới hình thành	0.89%	1.01%	0.85%	0.91%	1.04%	0.96%	1.04%

Nguồn: BID, HSC dự báo

Bảng 65: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, BID

Chúng tôi tăng nhẹ 2% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm trong giai đoạn 2026-27, phản ánh tác động cân bằng giữa việc nâng giả định tổng thu nhập HĐ & tăng giả định chi phí HĐ & chi phí trích lập dự phòng

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**63,357**	**59,870**	**71,968**	**83,572**	**76,124**	**85,899**	**96,312**
Tăng trưởng	9.2%	3.2%	20.2%	16.1%	20.2%	12.8%	12.1%
Điều chỉnh					*5.8%*	*2.8%*	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**6,945**	**6,720**	**7,546**	**8,463**	**7,546**	**8,463**	**9,478**
Tăng trưởng	-1.9%	-5.0%	12.3%	12.2%	8.7%	12.2%	12.0%
Điều chỉnh					*0.0%*	*0.0%*	
Thu nhập ngoài lãi	**27,969**	**21,876**	**18,917**	**20,542**	**19,602**	**21,479**	**24,846**
Tăng trưởng	21.1%	-5.1%	-13.5%	8.6%	-29.9%	9.6%	15.7%
Điều chỉnh					*3.6%*	*4.6%*	
Tổng thu nhập HĐ	**91,326**	**81,746**	**90,885**	**104,114**	**95,727**	**107,378**	**121,158**
Tăng trưởng	12.6%	0.8%	11.2%	14.6%	4.8%	12.2%	12.8%
Điều chỉnh					*5.3%*	*3.1%*	
Chi phí HĐ	**(30,465)**	**(27,370)**	**(28,217)**	**(29,970)**	**(30,063)**	**(31,912)**	**(33,881)**
Tăng trưởng	8.9%	-2.1%	3.1%	6.2%	-1.3%	6.1%	6.2%
Điều chỉnh					*6.5%*	*6.5%*	
Chi phí dự phòng	**(22,997)**	**(21,781)**	**(24,633)**	**(29,135)**	**(26,924)**	**(30,044)**	**(35,622)**
Tăng trưởng	9.3%	3.2%	13.1%	18.3%	17.1%	11.6%	18.6%
Điều chỉnh					*9.3%*	*3.1%*	
LNTT	**37,864**	**32,594**	**38,035**	**45,009**	**38,752**	**45,415**	**51,655**
Tăng trưởng	18.0%	1.9%	16.7%	18.3%	*2.3%*	*17.2%*	*13.7%*
Điều chỉnh					*1.9%*	*0.9%*	
Lợi nhuận thuần	**30,188**	**25,516**	**29,757**	**35,201**	**30,644**	**35,903**	**40,809**
Tăng trưởng	19.7%	3.5%	16.6%	18.3%	*1.5%*	*17.2%*	*13.7%*
Điều chỉnh					*3.0%*	*2.0%*	

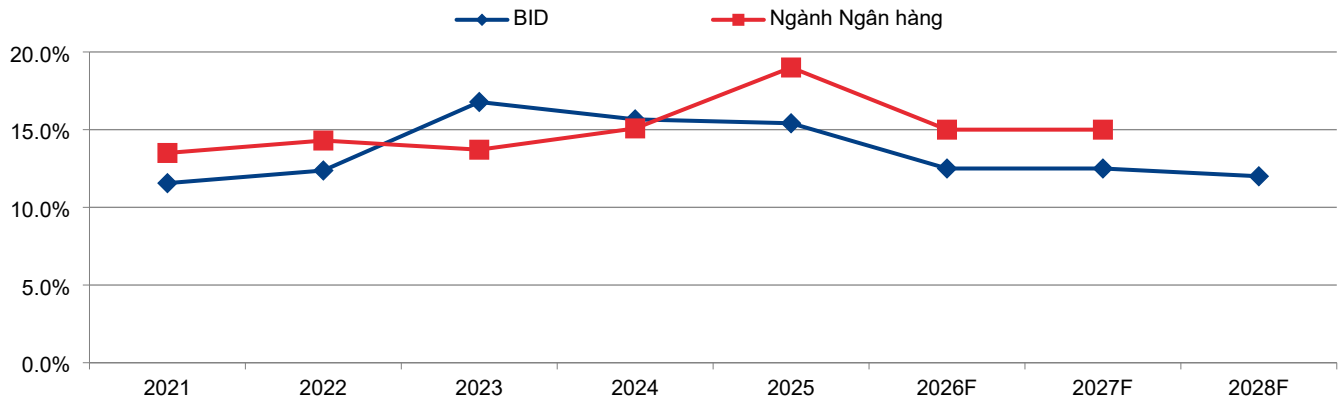
Nguồn: BID, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 66: So sánh tăng trưởng tín dụng, BID & ngành Ngân hàng

BID sẽ duy trì tăng trưởng tín dụng thấp hơn mức bình quân ngành trong giai đoạn 2026-28 do quy mô lớn và hệ số CAR vẫn còn hạn chế



Nguồn: BID, HSC dự báo

Bảng 67: Các đợt tăng vốn của BID, giai đoạn 2025-28

Chúng tôi nâng giả định hệ số CAR nhờ đợt phát hành riêng lẻ thứ hai thành công vào đầu năm 2026

	2025A	2026F	2027F	2028F
Dự báo cũ				
Số lượng cổ phiếu phát hành (triệu)	123.8	140.7	238.7	
Cổ phần	1.80%	2.04%	3.40%	
Phương thức huy động vốn	Phát hành riêng lẻ	Phát hành riêng lẻ	Chào bán công khai	
Số tiền thu được (tỷ đồng)	4,803	5,628	9,787	
Hệ số CAR cuối năm dự kiến	9.03%	9.53%	10.05%	
Dự báo mới				-
Số lượng cổ phiếu phát hsành (triệu)	123.8	260.0	238.7	-
Cổ phần	1.80%	3.77%	3.40%	-
Phương thức huy động vốn	Phát hành riêng lẻ	Phát hành riêng lẻ	Chào bán công khai	-
Số tiền thu được (tỷ đồng)	4,803	10,115	9,787	-
Hệ số CAR cuối năm dự kiến	9.03%	9.81%	10.37%	10.34%

Nguồn: BID, HSC dự báo

KQKD năm 2025 so với ngành

LNTT Q4/2025 của BID mạnh mẽ nhờ thu nhập lãi thuần tăng mạnh, thu nhập từ thu hồi nợ xấu cũng tăng lên trong khi chi phí dự phòng giảm xuống. Theo đó, LNTT cả năm 2025 đạt tổng cộng 37,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21%), vượt 16% dự báo trước đó của chúng tôi. Chúng tôi đã phân tích chi tiết kết quả này trong báo cáo trước đó (Q4/2025: Vượt đáng kể dự báo nhờ thu nhập khác).

BID cũng đã huy động thành công đợt phát hành riêng lẻ thứ 2, ước tính thu được 10,2 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026.

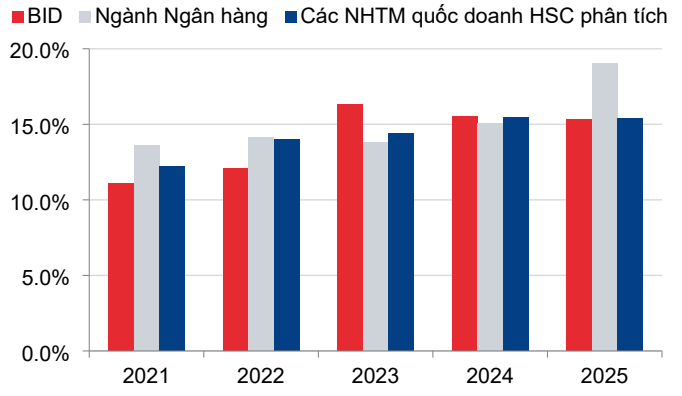
Khả năng sinh lời của BID đã cải thiện đáng kể trong những năm gần đây, tiến sát mức bình quân ngành, chủ yếu nhờ kiểm soát nợ xấu hiệu quả và chi phí tín dụng giảm dần. Thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ trở lại bình thường từ mức nền cao trong năm 2025 - với quy mô lợi nhuận thuần đứng thứ ba trong ngành (chỉ sau VCB và CTG). Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động có thể giảm tốc do cơ sở tín dụng lớn, hạn mức tín dụng chặt chẽ hơn và hệ số CAR tương đối khiêm tốn, tất cả những yếu tố này có thể hạn chế tiềm năng tăng trưởng bảng CĐKT của BID.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 68: Tăng trưởng tín dụng, BID & các NHTM khác

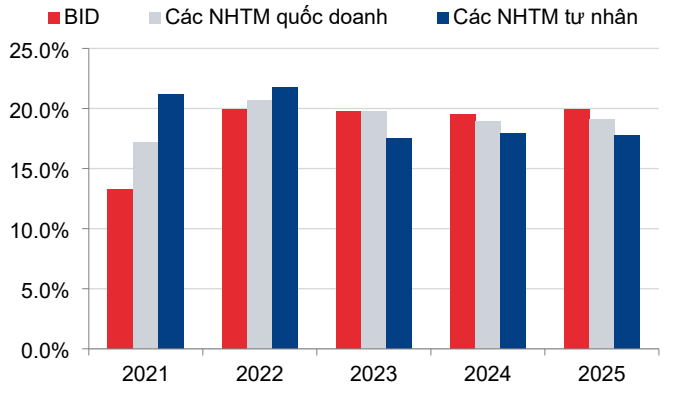
Trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng đã phục hồi tương đương mức của các ngân hàng có vốn Nhà nước



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 69: Hệ số ROE, BID & các NHTM khác

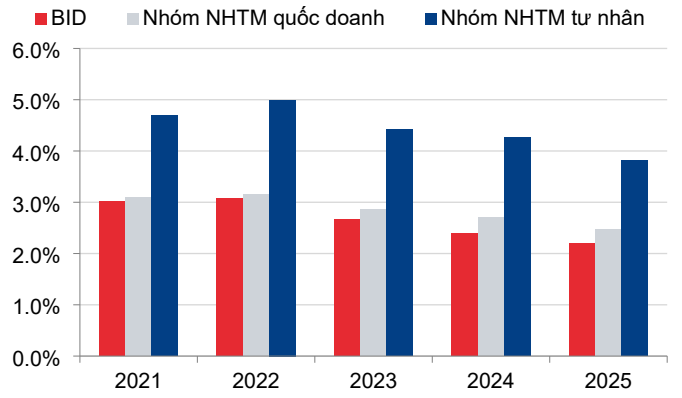
Khả năng sinh lời đã bắt kịp ngành sau một thời gian dài tái cơ cấu



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản khen thưởng và phúc lợi được trích từ lợi nhuận thuần
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 70: Tỷ lệ NIM, BID & các NHTM khác

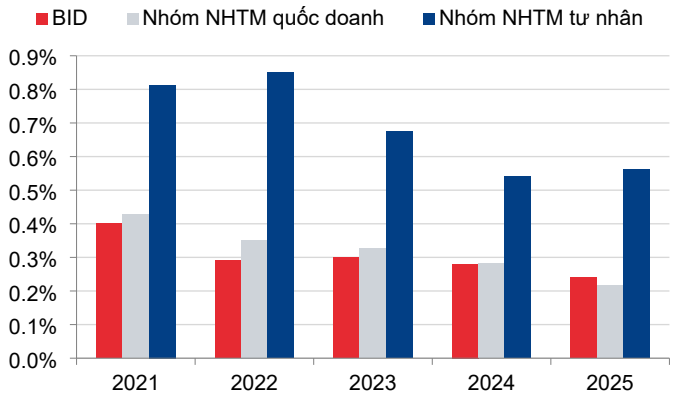
BID duy trì tỷ lệ NIM thấp nhằm hỗ trợ khách hàng...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 71: Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân, BID & các NHTM khác

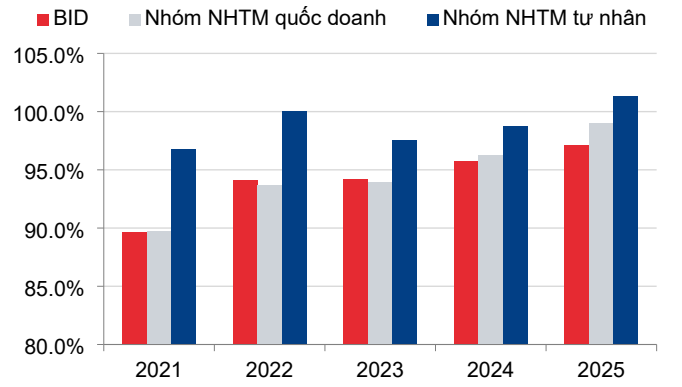
... cũng như thu nhập phí



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 72: Hệ số LDR điều chỉnh, BID & các NHTM khác

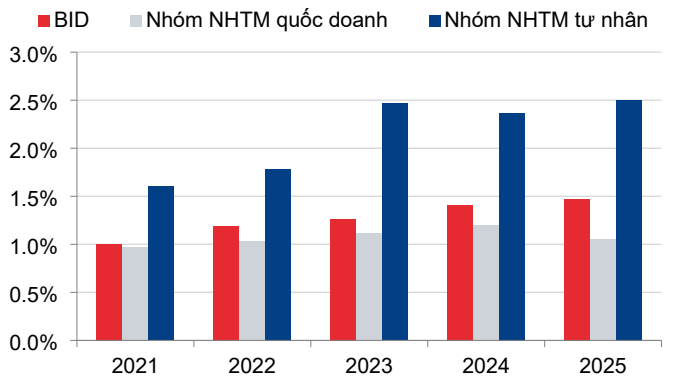
BID duy trì tỷ lệ LDR sát với các NHTM quốc doanh khác...



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 73: Tỷ lệ nợ xấu (chỉ tính trên dư nợ cho vay khách hàng), BID & các NHTM khác

... nhưng chất lượng tài sản của BID



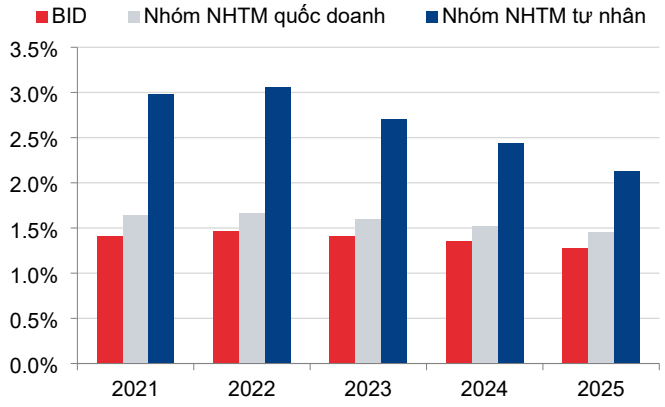
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 74: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, BID & các NHTM khác

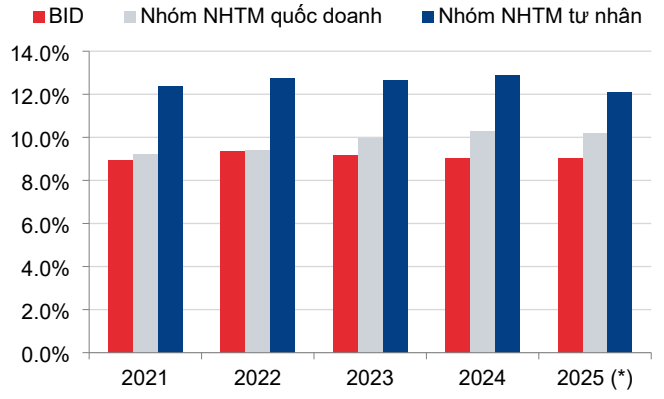
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đang cải thiện, sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 75: Hệ số CAR, BID & các NHTM khác

Hệ số CAR duy trì ở mức nền thấp so với ngành



(*) Tỷ lệ được tính tại tháng 1/2026
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 11% giá mục tiêu cho BID lên 46.300đ chủ yếu do KQKD năm 2025 vượt 16% dự báo và nền vốn cải thiện sau đợt phát hành riêng lẻ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu sụt giảm do tâm lý thị trường hạ nhiệt. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm trung lập về tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn của BID, hiện vẫn bị hạn chế một phần do các yếu tố mang tính cấu trúc bao gồm quy mô, hạn mức tăng trưởng tín dụng và hệ số CAR. BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,42 lần, cao hơn 15% so với bình quân ngành và thấp hơn 18% so với VCB (1,74 lần). Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,68 lần.

Phương pháp định giá

HSC tăng 11% giá mục tiêu cho BID lên 46.300đ (tiềm năng tăng giá 2%) với 3 điều chỉnh chính như sau:

- Vốn CSH tại thời điểm cuối năm 2025 của BID cao hơn 4% so với dự báo trước đó của chúng tôi nhờ lợi nhuận Q4/2025 vượt kỳ vọng.
- Tăng 7% dự báo vốn CSH tại thời điểm cuối năm 2026 của BID chủ yếu do kết quả huy động trong đợt phát hành riêng lẻ của BID vượt kỳ vọng.

Chúng tôi tóm tắt số liệu chi tiết như sau.

Bảng 76: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, BID

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	26,456	31,322	35,999	45,868	53,183	59,514	61,894
- Chi phí vốn CSH	20,691	25,092	29,795	34,227	39,686	45,798	47,630
Lợi nhuận thặng dư	5,766	6,230	6,204	11,641	13,497	13,716	14,265
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư							171,606
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.12	1.26	1.42	1.59	1.79	2.01	2.01
Giá trị hiện tại	5,134	4,939	4,379	7,316	7,553	6,834	85,499
Giá mục tiêu (đồng)	**46,351**						

Nguồn: BID, HSC

Bảng 77: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chính, BID

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	7.75%	**8.25%**	**8.75%**	**9.25%**	**9.75%**
3.0%	70,929	59,128	**54,421**	50,315	46,705
3.5%	64,263	54,191	**50,113**	46,527	43,352
4.0%	**58,600**	**49,913**	**46,351**	**43,195**	**40,384**
4.5%	53,736	46,175	**43,039**	40,245	37,741
5.0%	49,517	42,884	**40,106**	37,616	35,375

Nguồn: BID

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của BID đã tăng mạnh trong tháng 1 sau khi phát hành riêng lẻ thành công, tâm lý tích cực xung quanh Nghị quyết 79 và KQKD Q4/2025 vượt kỳ vọng, mặc dù đà tăng sau đó đã giảm bớt vì tâm lý NĐT hạ nhiệt và định giá thắt chặt hơn. Theo đó, BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,42 lần, thấp hơn 18% so với VCB (1,74 lần) và cao hơn 15% so với bình quân ngành (1,24 lần).

HSC tin rằng định giá thặng dư của BID có thể được duy trì trong ngắn hạn vì thị trường đã lấy lại niềm tin về khả năng huy động vốn của Ngân hàng. Tuy nhiên, khả năng định giá tiếp tục gia tăng có thể sẽ hạn chế do tăng trưởng lợi nhuận trở lại bình thường với tốc độ CAGR LNTT giai đoạn 2025-2028 được dự báo đạt 11%/năm, thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021-2025 (31%).

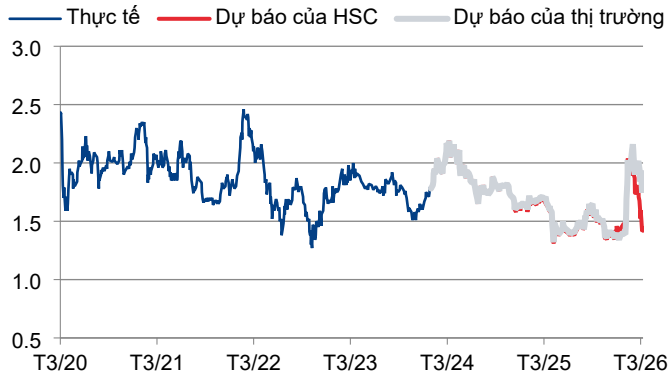
Tại giá mục tiêu mới, P/B mục tiêu cho năm 2026 là 1,68 lần, cao hơn 12% so với bình quân ngành là 1,5 lần và thấp hơn 23% so với VCB (2,17 lần).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 78: P/B trượt dự phóng 1 năm, BID

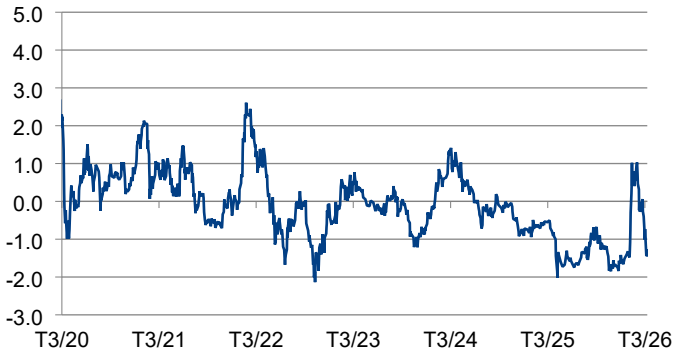
BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,42 lần, giảm đáng kể so với mức định giá cao hồi tháng 1/2026...



Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 79: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BID

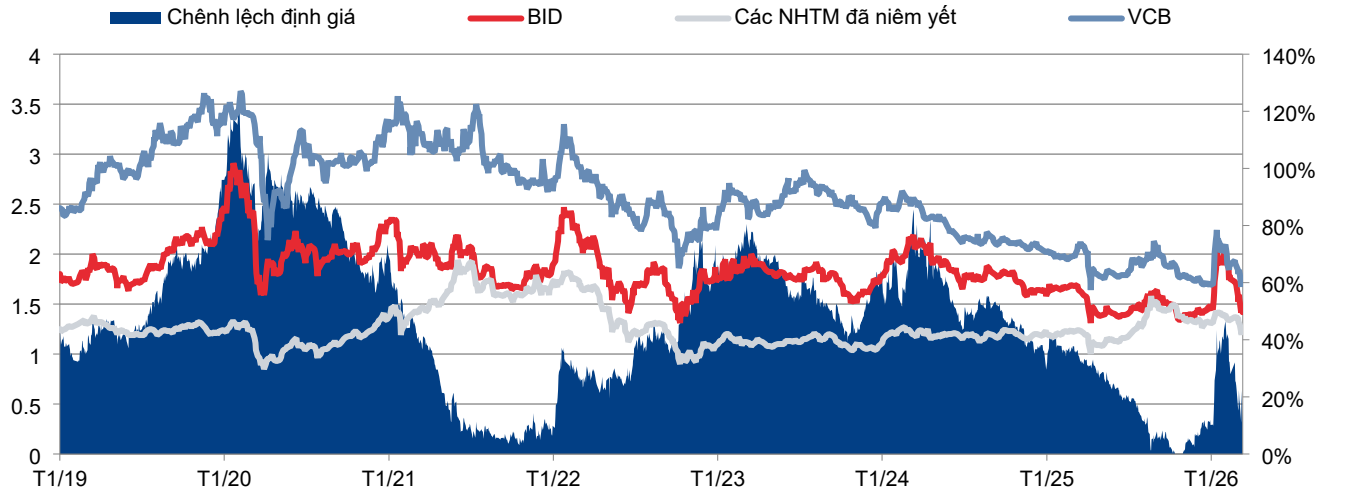
... và thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm



Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 80: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ của BID so với bình quân nhóm NHTM đã niêm yết

Tại mức P/B trượt dự phóng 1 năm hiện tại (1,42 lần), BID đang giao dịch với thặng dư định giá là 15% so với các NHTM đã niêm yết; trong khi đó, chênh lệch định giá của BID và VCB là 18% (1,74 lần)



Nguồn: BID, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	138	155	197	222	248
Chi phí lãi	(80.3)	(91.7)	(121)	(136)	(151)
Thu nhập lãi thuần	**58.0**	**63.4**	**76.1**	**85.9**	**96.3**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7.08	6.94	7.55	8.46	9.48
Lãi thuần HĐ KDNH	5.36	3.81	4.11	4.44	4.79
Lãi/lỗ từ mua bán CK	5.18	2.98	1.09	1.17	1.26
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.45	1.10	1.21	1.33	1.46
Thu nhập khác	5.02	13.1	5.66	6.07	7.86
Tổng thu nhập HĐ	**81.1**	**91.3**	**95.7**	**107**	**121**
Chi phí HĐ	(28.0)	(30.5)	(30.1)	(31.9)	(33.9)
LN trước dự phòng	**53.1**	**60.9**	**65.7**	**75.5**	**87.3**
Chi phí dự phòng	(21.0)	(23.0)	(26.9)	(30.0)	(35.6)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**32.1**	**37.9**	**38.8**	**45.4**	**51.7**
Chi phí thuế TNDN	(6.40)	(7.39)	(7.75)	(9.08)	(10.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.47)	(0.30)	(0.36)	(0.43)	(0.51)
Lợi nhuận thuần	**25.2**	**30.2**	**30.6**	**35.9**	**40.8**
EPS (đồng)	3,655	4,335	4,285	4,851	5,427
DPS (đồng)	0	450	0	400	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	6,898	6,959	7,151	7,401	7,520
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	6,898	7,021	7,281	7,520	7,520
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	6,898	7,021	7,281	7,520	7,520

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	20.0	20.6	8.50	10.6	10.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.7	15.4	12.5	12.5	12.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	14.6	13.8	14.0	13.0	12.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.6	13.8	12.9	12.1	11.2
Tăng trưởng VCSH (%)	18.4	20.3	21.3	18.7	13.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	2.85	9.23	20.2	12.8	12.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	11.6	8.88	(1.32)	6.15	6.17
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	10.2	14.6	7.91	14.9	15.7
Tăng trưởng LNTT (%)	16.0	18.0	2.35	17.2	13.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	16.0	19.7	1.57	17.2	13.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.20	3.00	2.76	2.82	2.89
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.11)	(1.00)	(0.87)	(0.84)	(0.81)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.5	92.8	94.2	95.5	95.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.69	2.94	3.00	3.26	3.58
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	20.4	23.7	23.4	26.6	29.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	11.1	9.33	9.44	8.34	7.45
P/B (lần)	2.00	1.69	1.45	1.26	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.11	0	0.99	1.24

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	10.8	13.1	9.63	10.4	10.6
Tiền gửi tại NHNN	92.3	124	81.1	91.6	96.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	280	457	467	476	485
Chứng khoán kinh doanh	12.7	30.2	33.0	36.0	39.4
Các công cụ tài chính phái sinh	0.67	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	**2,018**	**2,338**	**2,628**	**2,959**	**3,314**
Tổng dư nợ cho vay	2,056	2,373	2,670	3,003	3,364
Dự phòng rủi ro	(38.0)	(34.9)	(41.6)	(44.6)	(49.9)
Chứng khoán đầu tư	**278**	**285**	**312**	**339**	**369**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	158	172	186	200	216
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	121	114	127	139	153
Dự phòng rủi ro	(1.20)	(0.05)	(0.21)	(0.19)	(0.18)
Đầu tư dài hạn	3.42	4.37	4.42	4.46	4.51
Tài sản cố định	12.1	13.1	13.8	14.5	15.2
Tài sản khác	52.9	65.7	65.7	65.7	65.7
Tổng tài sản	**2,761**	**3,331**	**3,614**	**3,997**	**4,400**
Nợ phải trả	**2,616**	**3,157**	**3,405**	**3,749**	**4,120**
Tiền gửi của NHNN	168	219	147	152	171
Tiền gửi của các TCTD khác	233	418	422	426	430
Tổng tiền gửi KH	1,953	2,223	2,534	2,864	3,208
Trái phiếu và CCTG	199	225	230	235	239
Nợ khác	50.5	59.8	59.8	59.8	59.8
Vốn chủ sở hữu	**140**	**168**	**204**	**242**	**274**
Vốn điều lệ	69.0	70.2	72.8	75.2	75.2
Thặng dư vốn cổ phần	15.4	18.9	26.4	33.8	33.8
Lợi nhuận giữ lại	36.2	44.8	68.6	91.8	118
Quỹ & vốn khác của CSH	19.1	34.1	36.0	41.2	47.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.23	5.57	5.58	5.80	6.02
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**2,761**	**3,331**	**3,614**	**3,997**	**4,400**
BVPS (đồng)	20,250	23,933	27,988	32,179	36,466

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	31.1	33.0	32.0	33.4	33.7
ROAA (%)	1.00	0.99	0.88	0.94	0.97
ROAE (%)	19.6	19.6	16.5	16.1	15.8
Chi phí huy động BQ (%)	3.44	3.25	3.76	3.88	3.92
Lợi suất gộp BQ (%)	5.78	5.48	6.02	6.10	6.16
Lợi suất thuần (%)	2.34	2.23	2.26	2.23	2.24
Tỷ lệ NIM (%)	2.43	2.24	2.33	2.36	2.40
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.73	7.60	7.88	7.88	7.82
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	71.5	69.4	79.5	80.0	79.5
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	19.8	23.0	12.6	12.1	12.7
Tỷ lệ CIR (%)	34.5	33.4	31.4	29.7	28.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.4	0	8.25	9.21
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.03	9.03	9.82	10.4	10.4
VCSH/Tổng TS (%)	5.06	5.05	5.64	6.05	6.23
Đòn bẩy vốn (lần)	19.8	19.8	17.7	16.5	16.0
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.41	1.47	1.40	1.30	1.30
Hệ số LLR (%)	131	99.9	111	114	114
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	105	107	105	105	105
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	9.77	14.6	13.2	12.1	11.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	74.5	71.2	73.9	75.1	76.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,234	1,271	1,309	1,348	1,388
Số lượng nhân viên	30,110	31,013	31,943	32,902	33,889

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

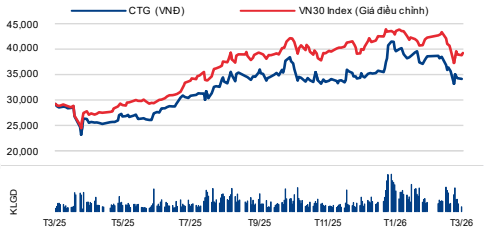
NHTMCP Công thương Việt Nam (CTG - HSX)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ48,300 *(từ VNĐ43,419)*
Tiềm năng tăng/giảm: 40.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	34,400
Mã Bloomberg	CTG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,182-41,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,183
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	267,183
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	10,165
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,767
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,330
Slg CP NN được mua (tr.đv)	357
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.4%
Tỷ lệ freefloat	15.8%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (64.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(10.9)	(0.86)	17.7
So với chỉ số	(3.98)	0.42	(12.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,908	4,421	11.0
2027F	5,655	5,201	8.7
2028F	6,513	6,560	(0.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietinbank là ngân hàng vốn nhà nước lớn thứ hai tại Việt Nam với danh mục cho vay cân bằng giữa các phân khúc khách hàng.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

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

Vị thế tốt cho chu kỳ sắp tới; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho CTG và tăng 11,2% giá mục tiêu lên 48.300đ sau khi KQKD năm 2025 vượt dự báo và nâng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027.
- Chúng tôi tăng bình quân 11,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 chủ yếu nhờ hạ dự báo chi phí dự phòng trong bối cảnh chất lượng tài sản của Ngân hàng cải thiện. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 20,7%, 14,9% và 14,9% trong giai đoạn 2026-2028.
- Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 40% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,77 lần. Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 16,8% trong giai đoạn 3 năm tới 2025-2028 với hệ số ROE bình quân đạt 19%. CTG có triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ và vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

CTG ghi nhận KQKD năm 2025 tích cực và vượt đáng kể dự báo của chúng tôi nhờ chi phí dự phòng thấp hơn dự báo trong bối cảnh chất lượng tài sản cải thiện. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh lại dự báo trên cơ sở lập trường thận trọng hơn của NHNN về tăng trưởng tín dụng và kế hoạch cập nhật năm 2026 của BLĐ.

Tác động: Tăng bình quân 11,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC nâng bình quân 11,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, tương đương mức tăng trưởng lần lượt 20,7% và 14,9%, chủ yếu sau khi hạ giả định chi phí dự phòng nhờ chất lượng tài sản cải thiện. Theo dự báo lần đầu cho năm 2028 của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 14,9%.

Chúng tôi tin rằng nền tảng khách hàng vững mạnh, danh mục tín dụng đa dạng, lợi thế huy động mạnh cùng chất lượng tài sản cải thiện sẽ giúp Ngân hàng có vị thế tốt trong chu kỳ tăng trưởng tiếp theo, cùng với việc đẩy mạnh cho vay lĩnh vực cơ sở hạ tầng và thu nhập phí.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi thị trường điều chỉnh giảm gần đây, CTG đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,22 lần, cao hơn 6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và chiết khấu 16% so với ngân hàng tương đồng nhất BID (1,45 lần).

HSC tăng 11% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 48.300đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 40% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,77 lần với hệ số ROE năm 2026 đạt 19,6%. Lợi nhuận thuần của CTG dự báo tăng trưởng trung bình 16,8% trong 3 năm tới (giai đoạn 2025-2028) so với lần lượt 10,9% và 18% của BID và VCB. Nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc, CTG tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	62.4	66.5	78.0	91.6	107
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	81.9	87.3	101	116	134
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	25.3	34.6	41.8 ▲	48.0 ▲	55.2
EPS (đồng)	3,264	4,454	5,378 ▲	6,180 ▲	7,101
DPS (đồng)	0	450	500 ▲	500 ▲	500
BVPS (đồng)	18,995	22,974	27,279	32,287	38,363
P/E (lần)	10.5	7.72	6.40	5.57	4.84
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.31	1.45	1.45	1.45
P/B (lần)	1.81	1.50	1.26	1.07	0.90
Tăng trưởng EPS (%)	27.4	36.5	20.7	14.9	14.9
ROAE (%)	18.6	21.2	21.4	20.8	20.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nâng dự báo lợi nhuận nhờ chất lượng tài sản cải thiện

HSC tăng bình quân 11,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 chủ yếu sau khi hạ dự báo chi phí dự phòng nhờ chất lượng tài sản cải thiện đáng kể. Theo dự báo mới cho năm 2026-2027 và dự báo lần đầu cho năm 2028, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 20,7%, 14,9% và 14,9%. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng Ngân hàng có vị thế tốt cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo nhờ cơ sở khách hàng vững chắc, danh mục cho vay đa dạng, lợi thế huy động mạnh mẽ và chất lượng tài sản cải thiện, cùng với việc tập trung đẩy mạnh tín dụng cho lĩnh vực cơ sở hạ tầng và thu nhập phí.

Triển vọng và dự báo giai đoạn 2026-2028

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD năm 2025 và cập nhật mới nhất từ BLĐ, chúng tôi điều chỉnh dự phóng như sau: giảm nhẹ dự báo tăng trưởng tín dụng, nâng nhẹ dự báo NIM, tăng thu nhập ngoài lãi, hạ dự báo chi phí tín dụng và nâng giả định hệ số CIR để phản ánh việc đầu tư công nghệ của Ngân hàng. Nhìn chung, chúng tôi tăng bình quân 11,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra lần đầu cho năm 2028, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 20,7%, 14,9% và 14,9% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Tăng trưởng tín dụng

Triển vọng năm 2026: CTG được NHNN cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng ban đầu khoảng 11% cho năm 2026, BLĐ cho biết hạn mức này có thể được điều chỉnh vào giữa năm tùy thuộc vào kết quả nửa đầu năm và điều kiện kinh tế vĩ mô.

Danh mục cho vay của CTG vẫn phù hợp với các ưu tiên chính sách với tỷ trọng tín dụng BĐS (chủ đầu tư và cho vay mua nhà) chiếm khoảng 20% tổng dư nợ và khoảng 80% còn lại dành cho hoạt động sản xuất, kinh doanh và cho vay tiêu dùng. Điều này làm giảm sự phụ thuộc vào các chu kỳ BĐS và có thể giúp cải thiện khả năng được nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng. Do hạn mức ban đầu thấp, CTG dự kiến sẽ ưu tiên các khách hàng có khả năng sinh lời (ROE) cao, đồng thời đẩy mạnh xây dựng quan hệ khách hàng theo hướng cung cấp giải pháp, thay vì cạnh tranh về lãi suất, qua đó gia tăng cơ hội bán chéo và mở rộng nguồn thu phí.

Điều chỉnh & dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm 1 điểm phần trăm giả định tăng trưởng tín dụng xuống 15% trong bối cảnh điều kiện thanh khoản thắt chặt và điều hành tăng trưởng tín dụng thận trọng.

Tỷ lệ NIM, xu hướng lãi suất, thanh khoản

Triển vọng năm 2026: Theo định hướng sơ bộ của BLĐ, NIM dự kiến sẽ ít nhất duy trì ổn định trong năm 2026, với dư địa phục hồi dần trong kịch bản thuận lợi hơn. CTG cho biết rằng xu hướng tháng 1 rất khả quan, củng cố quan điểm tỷ lệ NIM đã chạm đáy. Tuy nhiên, BLĐ ước tính chi phí huy động sẽ tăng 30-50 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2026, phản ánh áp lực lãi suất tiền gửi tăng. Theo kịch bản cơ sở của CTG, lãi suất sẽ chịu áp lực trong nửa đầu năm 2026 sau đó ổn định vào cuối năm khi NHNN duy trì lập trường linh hoạt tập trung sự ổn định của tỷ giá & lãi suất.

Đối với thanh khoản, hệ số LDR điều chỉnh của CTG ở mức khoảng 83%, so với ngưỡng trần quy định là 85%, trong khi hệ số LDR thuần ở mức 111%, cho thấy ít dư địa để tiếp tục hỗ trợ tỷ lệ NIM thông qua việc tăng LDR.

Các yếu tố chính ảnh hưởng đến tỷ lệ NIM bao gồm:

- Tối ưu hóa chi phí huy động nhờ tỷ lệ CASA cao hơn, với xu hướng tiếp tục ghi nhận cải thiện kể từ đầu năm.
- Điều chỉnh lại lợi suất tài sản.
- Nâng tỷ trọng tín dụng trung & dài hạn. Cơ cấu cho vay hiện tại có hệ số SML thấp (nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn) ở mức 22% (so với mức trần 30%), cho thấy còn dư địa tăng lên.

Điều chỉnh và dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ lệ NIM, tăng nhẹ lần lượt 3 điểm cơ bản và 5 điểm cơ bản cho năm 2026

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

và 2027. Chúng tôi hiện dự báo tỷ lệ NIM lần lượt ở mức 2,71%, 2,80% và 2,88% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Thu nhập ngoài lãi

Triển vọng năm 2026: CTG đặt mục tiêu thu nhập từ thu hồi nợ xấu hồi phục lên 10-12 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, so với 10 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, được kỳ vọng tiếp tục là một động lực đáng kể cho lợi nhuận cùng với chi phí dự phòng ổn định. Đối với thu nhập phí, BLĐ nhấn mạnh sẽ tiếp tục đầu tư vào ngân hàng giao dịch và hệ sinh thái, đặc biệt là đối với các DNNVV, thông qua các giải pháp thanh toán và quản lý tiền mặt mạnh hơn, tích hợp API và các sản phẩm số như iPay, đồng thời liên kết hệ sinh thái chuỗi cung ứng. Về mặt chiến lược, điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng thu nhập phí thông qua việc xây dựng mối quan hệ sâu rộng hơn với khách hàng chính và gia tăng tỷ trọng sử dụng dịch vụ, thay vì chỉ tập trung vào các sản phẩm riêng lẻ.

Điều chỉnh và dự báo giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi tăng bình quân khoảng 5% dự báo thu nhập ngoài lãi nhờ đà tăng trưởng của thu nhập phí và thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Chúng tôi cũng đưa ra ước tính lần đầu về khoản lãi 1 nghìn tỷ đồng từ việc bán tòa nhà đang xây dựng của VietinBank tại Hà Nội.

Chất lượng tài sản và chi phí dự phòng

Triển vọng năm 2026: Kế hoạch năm 2026 của CTG đặt mục tiêu chi phí dự phòng ổn định ở mức khoảng 17 nghìn tỷ đồng, nhìn chung tương đương năm 2025, cho thấy BLĐ kỳ vọng xu hướng chất lượng tài sản sẽ tiếp tục được kiểm soát. Ngân hàng tái khẳng định chính sách quản trị rủi ro thận trọng, bao gồm định giá tài sản đảm bảo chặt chẽ, trong đó các tài sản thiếu cơ sở pháp lý đầy đủ được coi là có giá trị thu hồi tối thiểu cho mục đích trích lập dự phòng. Cùng với các tín hiệu cải thiện trong Q4/2025, bao gồm phân loại khoản vay & xu hướng nợ nhóm 2 cải thiện, điều này củng cố triển vọng chi phí tín dụng ổn định.

Điều chỉnh và dự báo giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm lần lượt 25 và 21 điểm cơ bản giả định chi phí tín dụng trong năm 2026 và 2027 nhờ chất lượng tài sản cải thiện đáng kể và lập trường trích lập dự phòng thận trọng của CTG.

Hiệu quả hoạt động, đầu tư vào công nghệ

Triển vọng năm 2026: CTG đặt kế hoạch hệ số CIR năm 2026 ở mức 30-32%, nhìn chung tương đương năm 2025 (30,4%) nhưng cao hơn năm 2023-2024 (khoảng 28%), phản ánh chu kỳ đầu tư công nghệ đang diễn ra kể từ năm 2025. BLĐ xem đây là khoản đầu tư mang tính dài hạn nhằm xây dựng năng lực cốt lõi, bao gồm các hệ thống không thể tự phát triển in-house và đầu tư bổ sung vào nhân lực CNTT & phân tích dữ liệu, theo lộ trình có cấu trúc được khởi xướng vào năm 2023. Khoản chi tiêu này có thể được xem là khoản đầu tư chiến lược để nâng cao chất lượng dịch vụ và năng lực cạnh tranh dài hạn, đặc biệt là ở lĩnh vực ngân hàng giao dịch và DNNVV, với hiệu quả được kỳ vọng tích lũy dần theo thời gian thay vì ghi nhận ngay.

Điều chỉnh và dự báo giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi tăng lần lượt 3,7 và 4,5 điểm phần trăm giả định hệ số CIR trong năm 2026 và 2027, phù hợp với kế hoạch đầu tư công nghệ của BLĐ kể từ năm 2025.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 11% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 9,4%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 16% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 27,7%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 81: Các giả định quan trọng, CTG

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ dự báo tăng trưởng tín dụng, hạ giả định chi phí tín dụng và hệ số LLR, đồng thời nâng giả định hệ số CIR

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng cho vay	16.9%	17.0%	16.0%	16.0%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	13.8%	14.0%	15.0%	15.0%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%
Tỷ lệ NIM	2.93%	2.65%	2.67%	2.73%	2.65%	2.71%	2.80%	2.88%
Tỷ lệ nợ xấu	1.25%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
Chi phí tín dụng	1.73%	1.23%	1.17%	1.16%	0.93%	0.84%	0.85%	0.90%
Nợ xấu mới hình thành	1.37%	1.03%	1.03%	1.00%	0.99%	0.73%	0.84%	0.84%
Hệ số LLR	170.7%	178.0%	172.5%	169.4%	158.8%	155.1%	143.9%	138.0%
Hệ số CIR	27.5%	27.6%	26.3%	25.0%	30.4%	30.2%	29.8%	29.1%

Nguồn: HSC

Bảng 82: Dự báo lợi nhuận, CTG

HSC nâng lần lượt 9% và 6,9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-27

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	**62,403**	**65,824**	**75,698**	**87,816**	**66,453**	**78,014**	**91,557**	**106,833**
Tăng trưởng	17.8%	5.5%	15.0%	16.0%	6.5%	17.4%	17.4%	16.7%
Điều chỉnh						3.1%	4.3%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**6,696**	**6,398**	**7,015**	**7,716**	**6,329**	**7,156**	**8,363**	**9,788**
Tăng trưởng	-5.9%	-4.5%	9.6%	10.0%	-5.5%	13.1%	16.9%	17.0%
Điều chỉnh						2.0%	8.4%	
Thu nhập ngoài lãi khác	**12,810**	**15,037**	**15,665**	**15,670**	**14,513**	**15,936**	**16,070**	**17,225**
Tăng trưởng	22.3%	17.4%	4.2%	0.0%	13.3%	9.8%	0.8%	7.2%
Điều chỉnh						1.7%	2.6%	
Tổng thu nhập HĐ	**81,909**	**87,259**	**98,377**	**111,202**	**87,295**	**101,106**	**115,989**	**133,847**
Tăng trưởng	16.1%	6.5%	12.7%	13.0%	6.6%	15.8%	14.7%	15.4%
Điều chỉnh						2.8%	4.3%	
Chi phí HĐ	**(22,546)**	**(24,073)**	**(25,837)**	**(27,746)**	**(26,551)**	**(30,531)**	**(34,561)**	**(39,004)**
Tăng trưởng	10.3%	6.8%	7.3%	7.4%	17.8%	15.0%	13.2%	12.9%
Điều chỉnh						18.2%	24.6%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**59,363**	**63,185**	**72,541**	**83,455**	**60,744**	**70,575**	**81,428**	**94,842**
Tăng trưởng	18.5%	6.4%	14.8%	15.0%	2.3%	16.2%	15.4%	16.5%
Điều chỉnh						-2.7%	-2.4%	
Chi phí dự phòng	**(27,599)**	**(22,920)**	**(25,471)**	**(29,220)**	**(17,298)**	**(18,015)**	**(21,058)**	**(25,511)**
Tăng trưởng	9.9%	-17.0%	11.1%	14.7%	-37.3%	4.1%	16.9%	21.1%
Điều chỉnh						-29.3%	-27.9%	
LNTT	**31,764**	**40,265**	**47,069**	**54,235**	**43,446**	**52,560**	**60,370**	**69,332**
Tăng trưởng	27.1%	26.8%	16.9%	15.2%	36.8%	21.0%	14.9%	14.8%
Điều chỉnh						11.7%	11.3%	
Lợi nhuận thuần	**25,348**	**32,071**	**37,507**	**43,233**	**34,591**	**41,768**	**48,002**	**55,157**
Tăng trưởng	27.4%	26.5%	17.0%	15.3%	36.5%	20.7%	14.9%	14.9%
Điều chỉnh						11.4%	11.0%	

Nguồn: CTG, HSC

KQKD năm 2025 so với ngành

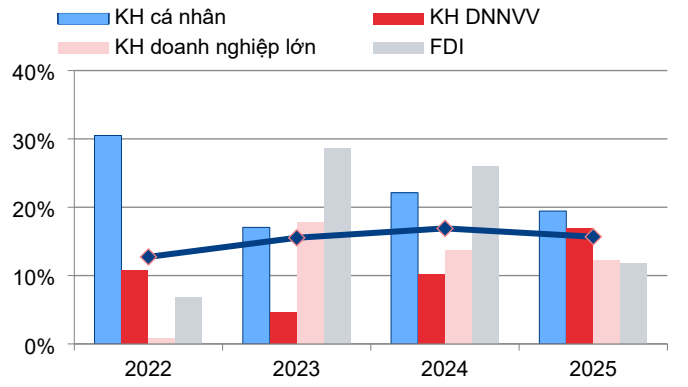
CTG đã công bố KQKD Q4/2025 khả quan với LNTT đạt 13,9 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ và tăng 31% so với quý trước, vượt đáng kể dự báo của chúng tôi, chủ yếu nhờ chi phí dự phòng giảm mạnh 86% so với cùng kỳ, trong bối cảnh chất lượng tài sản cải thiện và đệm dự phòng dồi dào. Cho năm 2025, LNTT đạt 43,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 37%, hoàn thành 108% dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi đã phân tích chi tiết kết quả này trong báo cáo trước đó (Q4/2025: Vượt đáng kể dự báo nhờ chi phí dự phòng giảm).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 83: Tăng trưởng tín dụng theo phân khúc KH, CTG

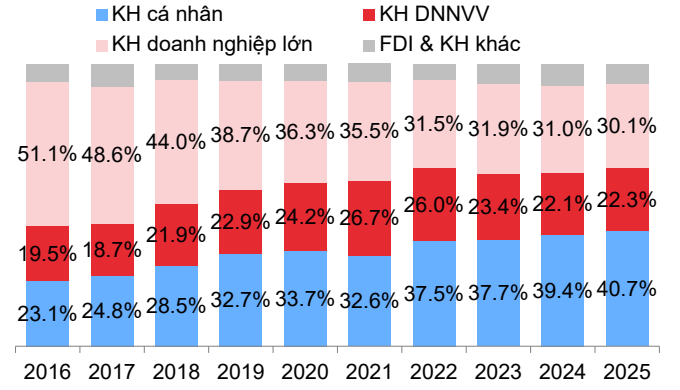
Nhóm khách hàng cá nhân và DNNVV là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2025



Nguồn: CTG

Biểu đồ 84: Danh mục cho vay theo phân khúc KH, CTG

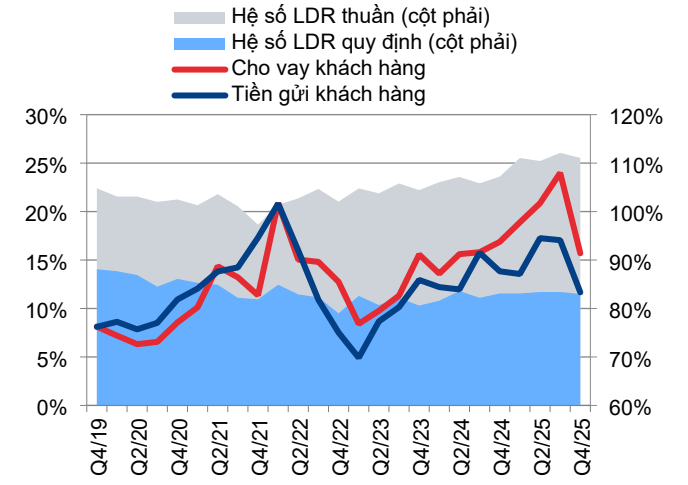
Danh mục cho vay của CTG được phân bổ cân bằng giữa các phân khúc



Nguồn: CTG

Biểu đồ 85: Tăng trưởng cho vay và tăng trưởng tiền gửi & hệ số LDR, CTG

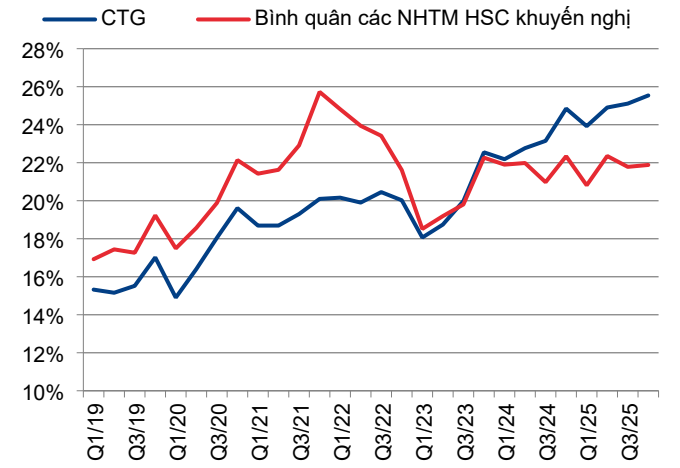
Đà tăng trưởng trong Q4/2025 chậm lại khi CTG đã sử dụng gần hết hạn mức tín dụng vào cuối Q3/2025



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 86: So sánh tỷ lệ CASA

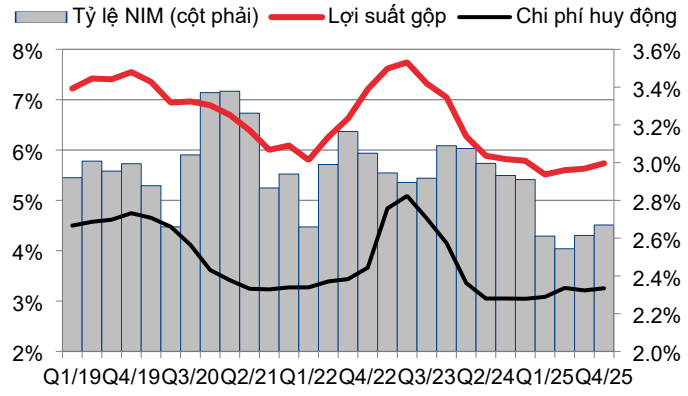
Tỷ lệ CASA của CTG đã cải thiện đáng kể trong 5 năm qua



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 87: Tỷ lệ NIM hàng quý, CTG

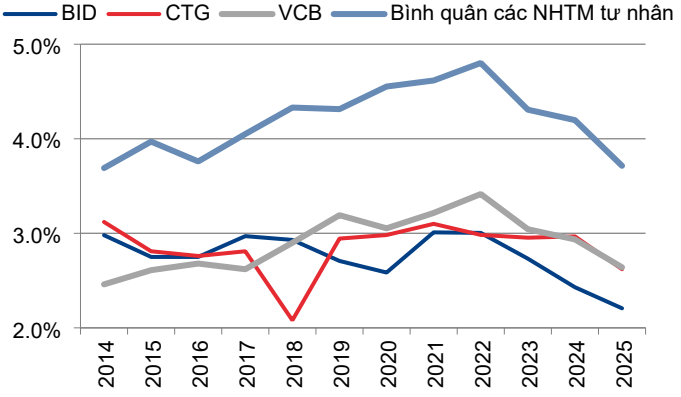
Tỷ lệ NIM năm 2025 giảm 35 điểm cơ bản so với năm 2024 nhưng đã ghi nhận sự cải thiện trong 6 tháng cuối năm



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 88: So sánh tỷ lệ NIM

Tỷ lệ NIM của CTG tương đồng với VCB, cao hơn BID và thấp hơn nhiều so với các NHTM tư nhân



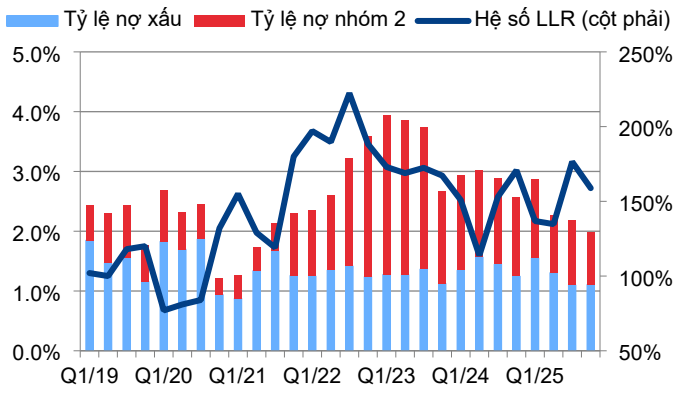
Nguồn: CTG, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 89: Tỷ lệ nợ xấu và hệ số LLR, CTG

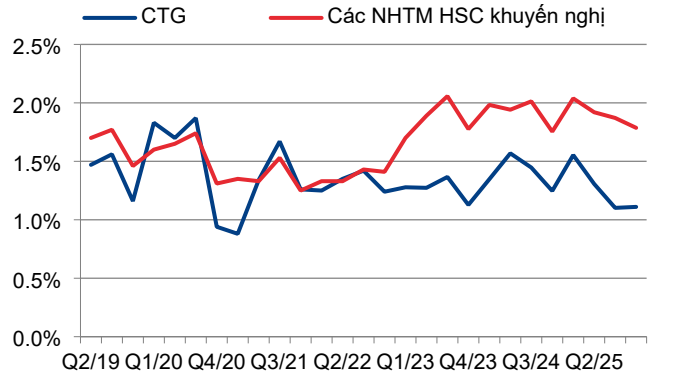
Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 có xu hướng giảm sau khi đạt đỉnh vào Q1/2023



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 90: So sánh tỷ lệ nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu của CTG thấp hơn nhiều so với bình quân các NHTM tư nhân



Nguồn: CTG, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG và tăng 11,2% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 48.300đ nhờ KQKD năm 2025 vượt dự báo và điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Sau đợt điều chỉnh giảm gần đây của thị trường, CTG đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,22 lần, cao hơn 6% bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 16% so với BID (1,45 lần). Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,77 lần, cao hơn một chút so với BID, nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ hơn & tăng trưởng trung hạn vững chắc hơn.

Tăng 11% giá mục tiêu

HSC tăng 11% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 48.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 42% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,77 lần, với hệ số ROE năm 2026 là 19,6%. Lợi nhuận thuần của CTG dự báo tăng trưởng trung bình 16,8% trong 3 năm tới (2025-2028), so với lần lượt 10,9% và 18% của BID và VCB (từ mức nền thấp). CTG có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc và tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Điều chỉnh giá mục tiêu của chúng tôi phản ánh:

- Tăng bình quân 11,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027.
- Lợi nhuận năm 2025 vượt kỳ vọng, giúp BVPS tăng thêm khoảng 3%.

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư và phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày dưới đây.

Bảng 91: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, CTG

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	38,122	43,918	50,583	56,613	62,107	68,413	76,020	85,568	96,054	108,230	112,559
- Chi phí vốn CSH	24,546	29,146	34,497	40,988	47,997	54,872	62,279	70,340	79,237	89,028	92,589
Lợi nhuận thặng dư	13,576	14,772	16,086	15,624	14,109	13,541	13,741	15,228	16,817	19,202	19,970
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư										228,231	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.14	1.29	1.47	1.67	1.90	2.16	2.44			
Giá trị hiện tại	13,576	12,986	12,430	10,614	8,426	7,121	6,375	6,244			
Vốn CSH đầu tư	211,875										
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	163,536										
Giá trị vốn CSH	375,412										
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	7,767										
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	**48,300**										

Nguồn: HSC

Bảng 92: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CTG

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH				
	7.75%	**8.25%**	**8.75%**	**9.25%**	**9.50%**
3.0%	70,700	63,800	57,800	52,600	50,200
3.5%	64,000	58,000	52,800	48,200	46,100
4.0%	58,200	52,900	**48,300**	44,300	42,400
4.5%	53,100	48,500	44,400	40,800	39,200
5.0%	48,600	44,600	41,000	37,700	36,300

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 93: P/B trượt dự phóng 1 năm, CTG

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,18 lần...

Nguồn: HSC

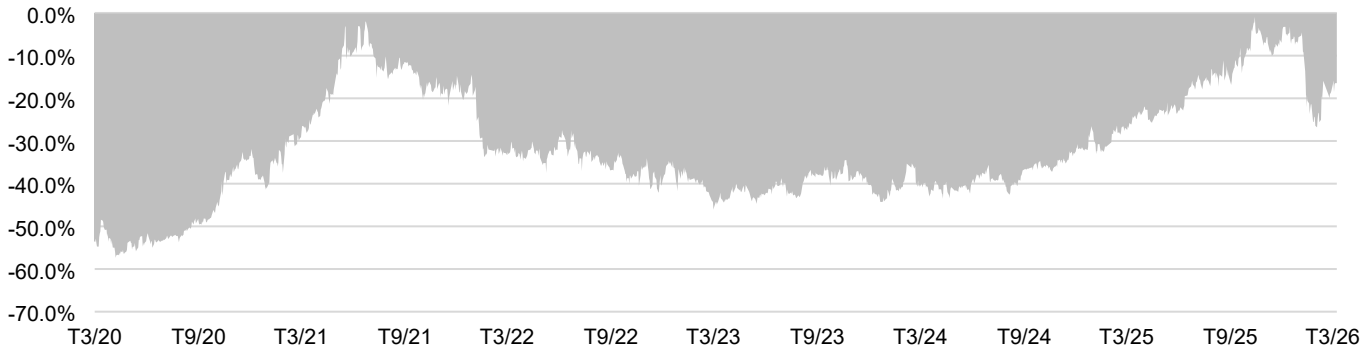
Biểu đồ 94: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, CTG

…sát với giá trị bình quân là 1,19 lần

Nguồn: HSC

Biểu đồ 95: Chiết khấu định giá của CTG so với BID

Chênh lệch định giá của CTG so với BID đã giảm dần theo thời gian, tuy nhiên khoảng cách này gần đây lại nới rộng sau khi BID được tái định giá (re-rate) đáng kể nhờ đợt tăng vốn



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	124	143	180	196	222
Chi phí lãi	(62.1)	(76.7)	(102)	(104)	(115)
Thu nhập lãi thuần	**62.4**	**66.5**	**78.0**	**91.6**	**107**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6.70	6.33	7.16	8.36	9.79
Lãi thuần HĐ KDNH	4.20	3.12	3.74	4.31	4.95
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.20)	0.86	0.60	0.60	0.60
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.39	0.44	0.46	0.49	0.51
Thu nhập khác	8.42	10.1	11.1	10.7	11.2
Tổng thu nhập HĐ	**81.9**	**87.3**	**101**	**116**	**134**
Chi phí HĐ	(22.5)	(26.6)	(30.5)	(34.6)	(39.0)
LN trước dự phòng	**59.4**	**60.7**	**70.6**	**81.4**	**94.8**
Chi phí dự phòng	(27.6)	(17.3)	(18.0)	(21.1)	(25.5)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**31.8**	**43.4**	**52.6**	**60.4**	**69.3**
Chi phí thuế TNDN	(6.28)	(8.59)	(10.5)	(12.1)	(13.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.13)	(0.27)	(0.28)	(0.29)	(0.31)
Lợi nhuận thuần	**25.3**	**34.6**	**41.8**	**48.0**	**55.2**
EPS (đồng)	3,264	4,454	5,378	6,180	7,101
DPS (đồng)	0	450	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	7,767	7,767	7,767	7,767	7,767
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	7,767	7,767	7,767	7,767	7,767
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	7,767	7,767	7,767	7,767	7,767

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	17.4	16.0	13.7	13.5	13.5
Tăng trưởng cho vay KH (%)	16.9	15.7	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.9	11.7	15.0	15.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.2	11.9	14.6	14.6	14.4
Tăng trưởng VCSH (%)	18.0	20.9	18.7	18.4	18.8
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	17.8	6.49	17.4	17.4	16.7
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	10.3	17.8	15.0	13.2	12.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	18.5	2.33	16.2	15.4	16.5
Tăng trưởng LNTT (%)	27.1	36.8	21.0	14.9	14.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	27.4	36.5	20.7	14.9	14.9
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.71	3.39	3.42	3.45	3.51
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.02)	(1.03)	(1.03)	(1.03)	(1.02)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	96.3	97.4	97.4	97.3	97.4
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	3.31	3.49	4.01	4.55	5.20
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	22.7	31.0	37.4	43.0	49.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	10.5	7.72	6.40	5.57	4.84
P/B (lần)	1.81	1.50	1.26	1.07	0.90
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.31	1.45	1.45	1.45

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	11.1	12.6	13.8	16.4	18.3
Tiền gửi tại NHNN	34.4	35.2	41.3	47.4	54.6
Tiền gửi tại các TCTD khác	378	476	524	587	657
Chứng khoán kinh doanh	2.80	2.94	3.02	3.15	3.29
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.23	0.25	0.28	0.30
Số dư cho vay thuần	**1,685**	**1,957**	**2,252**	**2,593**	**2,984**
Tổng dư nợ cho vay	1,722	1,992	2,291	2,635	3,030
Dự phòng rủi ro	(36.7)	(34.8)	(39.1)	(41.7)	(46.0)
Chứng khoán đầu tư	**215**	**212**	**240**	**250**	**261**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	189	204	213	224	235
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	26.6	8.81	26.6	26.6	26.6
Dự phòng rủi ro	(0.59)	(0.53)	(0.55)	(0.55)	(0.55)
Đầu tư dài hạn	3.93	4.43	3.94	3.94	3.94
Tài sản cố định	10.0	10.8	11.1	11.4	11.2
Tài sản khác	44.7	55.6	56.7	57.9	59.0
Tổng tài sản	**2,385**	**2,768**	**3,146**	**3,571**	**4,054**
Nợ phải trả	**2,237**	**2,588**	**2,932**	**3,318**	**3,754**
Tiền gửi của NHNN	154	145	149	153	158
Tiền gửi của các TCTD khác	276	418	466	512	564
Tổng tiền gửi KH	1,606	1,794	2,063	2,372	2,728
Trái phiếu và CCTG	152	174	191	211	227
Nợ khác	48.1	58.0	63.6	69.7	76.5
Vốn chủ sở hữu	**148**	**178**	**212**	**251**	**298**
Vốn điều lệ	53.7	77.7	77.7	77.7	77.7
Thặng dư vốn cổ phần	8.97	8.97	8.97	8.97	8.97
Lợi nhuận giữ lại	58.4	58.2	80.8	111	147
Quỹ & vốn khác của CSH	26.5	33.6	44.4	53.0	64.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.97	1.21	1.49	1.78	2.09
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**2,385**	**2,768**	**3,146**	**3,571**	**4,054**
BVPS (đồng)	18,995	22,974	27,279	32,287	38,363

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	30.9	39.6	41.3	41.4	41.2
ROAA (%)	1.15	1.34	1.41	1.43	1.45
ROAE (%)	18.6	21.2	21.4	20.8	20.1
Chi phí huy động BQ (%)	3.07	3.25	3.77	3.41	3.32
Lợi suất gộp BQ (%)	5.85	5.71	6.24	5.99	5.98
Lợi suất thuần (%)	2.78	2.45	2.47	2.59	2.65
Tỷ lệ NIM (%)	2.93	2.65	2.71	2.80	2.88
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.17	7.25	7.08	7.21	7.31
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.2	76.1	77.2	78.9	79.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	15.6	16.6	15.8	13.9	12.9
Tỷ lệ CIR (%)	27.5	30.4	30.2	29.8	29.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.1	9.30	8.09	7.04
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.54	10.4	10.8	11.1	12.0
VCSH/Tổng TS (%)	6.18	6.45	6.74	7.02	7.35
Đòn bẩy vốn (lần)	16.2	15.5	14.8	14.2	13.6
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.25	1.10	1.10	1.10	1.10
Hệ số LLR (%)	171	159	155	144	138
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	107	111	111	111	111
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.6	17.5	17.1	16.6	16.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.2	72.0	72.8	73.8	74.7
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
Số lượng nhân viên	24,731	24,978	25,228	25,480	25,735

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

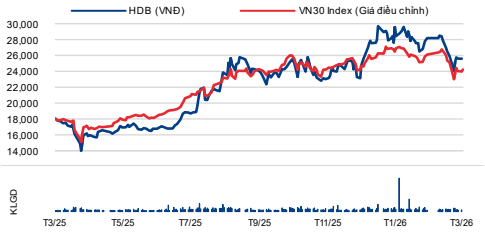
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ33,000 *(từ VNĐ28,915)*
Tiềm năng tăng/giảm: 28.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	25,700
Mã Bloomberg	HDB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,034-29,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	128,636
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,894
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,005
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,351
Slg CP NN được mua (tr.đv)	208
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	27.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.8%
Tỷ lệ freefloat	71.4%
Cổ đông lớn	Sovico (9.99%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.87)	3.83	42.4
So với chỉ số	(1.81)	5.18	6.04
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,990	4,252	(6.2)
2027F	5,378	5,307	1.3
2028F	6,635	9,291	(28.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HDB là một ngân hàng có sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận và giữa ngân hàng truyền thống và cho vay tiêu dùng

Đà tăng trưởng được củng cố; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị cho HDB lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 14% giá mục tiêu lên 33.000đ chủ yếu sau khi nâng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027.
- Chúng tôi tăng bình quân khoảng 11% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 do tác động tích cực từ việc nâng dự báo tăng trưởng tín dụng và hạ dự báo chi phí tín dụng lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo tỷ lệ NIM. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 26,2% trong 3 năm tới, cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 19%.
- HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,79 lần, cao hơn 27% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, phù hợp với triển vọng tăng trưởng & khả năng sinh lời vượt trội, hệ số CAR vững chắc và trần sở hữu nước ngoài 49% của Ngân hàng.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

Trong bối cảnh thanh khoản hệ thống căng thẳng và lập trường thận trọng hơn NHNN đối với tăng trưởng tín dụng năm 2026, HDB vẫn là một trong số ít ngân hàng không bị ràng buộc bởi hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp. Ngoài ra, chúng tôi đã đánh giá lại triển vọng ngắn & trung hạn của Ngân hàng dựa trên KQKD năm 2025 và kế hoạch năm 2026 của BLĐ.

Tác động: Tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC tăng bình quân khoảng 11% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 28,3%, 27,2% và 23,4% trong giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng trung bình 26,2% trong 3 năm tới, so với bình quân ngành ở mức 19%. Điều chỉnh dự báo của chúng tôi chủ yếu bao gồm: Nâng giả định tăng trưởng tín dụng, giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM và hạ dự báo chi phí tín dụng.

Dự báo năm 2026-2027 của chúng tôi nhìn chung sát với thị trường, trong khi dự báo cho năm 2028 thấp hơn đáng kể so với thị trường do không có nhiều CTCK đưa ra dự báo cho năm 2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 10% trong 1 tháng qua, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần.

HSC nâng khuyến nghị cho HDB lên Mua vào và tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 33.000đ, nhờ kết quả vượt kỳ vọng trong năm 2025 và điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027. Tại giá mục tiêu điều chỉnh, P/B dự phóng năm 2026 là 1,79 lần, cao hơn 27% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Theo chúng tôi, mức định giá thặng dư này là phù hợp với triển vọng tăng trưởng & lợi nhuận vượt trội, nền vốn mạnh mẽ và lợi thế chiến lược từ việc đủ điều kiện nâng trần sở hữu nước ngoài lên 49%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	30.9	34.7	44.3	56.2 ▲	68.5
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	34.0	42.7	53.2	66.9 ▲	80.8
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	12.8	16.5	21.2 ▲	26.9 ▲	33.2
EPS (đồng)	2,835	3,574	4,229 ▲	5,378 ▲	6,635
DPS (đồng)	1,000	0	500 ▲	500 ▲	500
BVPS (đồng)	12,086	15,094	18,731	23,641	29,815
P/E (lần)	9.06	7.19	6.08	4.78	3.87
Lợi suất cổ tức (%)	3.89	0	1.95	1.95	1.95
P/B (lần)	2.13	1.70	1.37	1.09	0.86
Tăng trưởng EPS (%)	26.7	26.1	18.3	27.2	23.4
ROAE (%)	25.8	25.4	25.0	25.4	24.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Bảo Ngọc
Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Triển vọng lợi nhuận tích cực hơn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD năm 2025 và kế hoạch mới nhất của BLĐ, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng, giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM và hạ dự báo chi phí tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi tăng khoảng 11% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 28,3%, 27,2% và 23,4%. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 26,2% trong 3 năm tới, so với bình quân ngành ở mức 19%.

Dự báo và triển vọng giai đoạn 2026-2028

Tăng trưởng tín dụng

Hạn mức tăng trưởng tín dụng 35% của HDB cho giai đoạn 2025-2027 giúp Ngân hàng nổi bật so với hầu hết các NHTM khác. Do hạn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống thấp hơn, chúng tôi tin rằng HDB đang có vị thế tốt để tận dụng phần lớn hạn mức đã được phê duyệt. Danh mục cho vay của HDB vẫn đa dạng, trong đó cho vay khách hàng doanh nghiệp chiếm 70,6% và cho vay bán lẻ chiếm 29,4%. BLĐ cũng nhấn mạnh sự phục hồi ở mảng cho vay mua nhà và cho vay tiêu dùng trong nửa cuối năm 2025.

Điều chỉnh và dự báo giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi tăng bình quân khoảng 5 điểm phần trăm giả định tăng trưởng tín dụng cho năm 2026-2027 lên khoảng 33-34% và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 ở mức khoảng 20%, vẫn tăng trưởng nhanh hơn bình quân ngành (khoảng 15%), hỗ trợ bởi hệ số CAR cao.

Tỷ lệ NIM, xu hướng lãi suất, thanh khoản

Thách thức chính trong ngắn hạn vẫn là vấn đề thanh khoản và chi phí huy động. Dư nợ tín dụng toàn hệ thống tiếp tục tăng nhanh hơn so với tăng trưởng tiền gửi, gây sức ép mạnh lên lãi suất tiền gửi. Trên cơ sở kế hoạch tăng trưởng quy mô bảng cân đối mạnh mẽ cùng áp lực huy động, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ thu hẹp nhẹ trong năm 2026.

Điều chỉnh & dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm 30 điểm cơ bản giả định tỷ lệ NIM cho năm 2026 xuống 4,8%, tương đương thu hẹp 10 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Sau đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ duy trì ổn định trong năm 2027-2028.

Chất lượng tài sản và chi phí dự phòng

Chất lượng tài sản đã cải thiện so với quý trước với tỷ lệ nợ xấu hợp nhất giảm xuống 2,44% từ 2,9%. Ngân hàng cũng đã xây dựng đệm dự phòng với tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 54,4% từ 43,4%. BLĐ cho biết khoảng 95% các khoản vay có tài sản đảm bảo với giá trị tài sản đảm bảo vượt trên 100% tổng nợ xấu.

Điều chỉnh & dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm 20 điểm cơ bản dự báo chi phí tín dụng năm 2026-2027 xuống 1,8-1,7%, tương đương giảm khoảng 6% chi phí dự phòng.

Kế hoạch huy động và các sáng kiến doanh nghiệp khác

HDB đã triển khai một số hành động và sáng kiến chiến lược nhằm củng cố nền vốn, cải thiện cơ cấu cổ đông và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.

Sau khi chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi trị giá 160 triệu USD thành 349,27 triệu cổ phiếu với giá 10.600 đồng/cp (tương đương bổ sung 3,7 nghìn tỷ đồng vào vốn chủ sở hữu), cùng với việc bán 15,8 triệu cổ phiếu quỹ với giá bình quân 30.876 đồng/cp (ghi nhận thêm 466 tỷ đồng vào vốn chủ sở hữu trong Q4/2025), và kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2025, hệ số CAR của HDB đã tăng từ 14,0% lên 16,7%, trong khi vốn cấp 1 tăng từ 8,7% lên 10,8%. Mặc dù việc phát hành cổ phiếu với mức giá chiết khấu khiến BVPS giảm khoảng 2,2%, chúng tôi cho rằng lợi ích từ nền tảng vốn được củng cố - qua đó hỗ trợ kế hoạch mở rộng bảng cân đối - sẽ vượt trội so với tác động pha loãng này.

Kế hoạch vốn dự kiến cho năm 2026 bao gồm:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- Theo ước tính của chúng tôi, chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi trị giá 165 triệu USD sang khoảng 300 triệu cổ phiếu, tương đương khoảng 4,3 nghìn tỷ đồng.
- Phát hành riêng lẻ 15% cổ phần cho một cổ đông chiến lược, mặc dù hiện chưa có thông tin về thời gian, giá phát hành hoặc bên mua tiềm năng.
- Khả năng IPO HDSaison (công ty con; HDB sở hữu 50% cổ phần) và HDSecurities (công ty liên kết; HDB sở hữu khoảng 30% cổ phần).

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 25% và tỷ lệ NIM giảm 20 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 20%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 35% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 37%.

Bảng 96: Điều chỉnh các giả định chính, HDB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: nâng dự báo tăng trưởng tín dụng giúp bù đắp cho tác động từ việc hạ giả định tỷ lệ NIM, giảm giả định chi phí tín dụng

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	27.0%	24.5%	29.3%	29.4%	25.7%	34.4%	33.0%	19.9%
Tỷ lệ NIM	5.5%	5.1%	5.1%	5.1%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
Tỷ lệ nợ xấu	1.9%	2.7%	2.5%	2.1%	2.4%	2.4%	2.3%	0.0%
Chi phí tín dụng	1.4%	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%
Hệ số CIR	35.2%	26.7%	26.8%	26.7%	27.2%	26.7%	26.6%	26.6%

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 97: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận hợp nhất, HDB

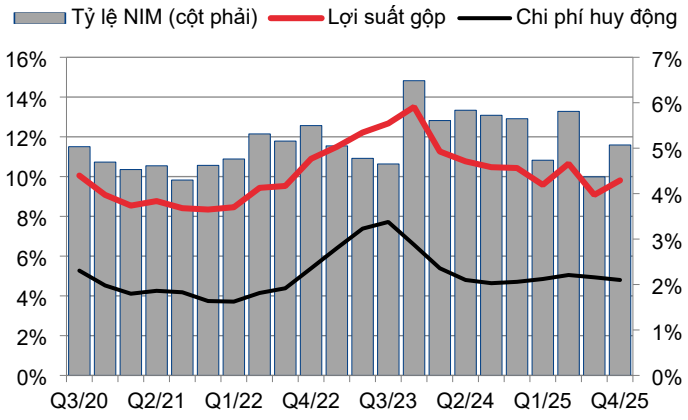
Dự báo mới dự đoán lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 26,2% trong 3 năm, chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và thu nhập ngoài lãi cải thiện

(Tỷ đồng)	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**30,906**	**34,434**	**42,467**	**52,140**	**34,746**	**44,256**	**56,216**	**68,486**
Tăng trưởng	39.3%	11.4%	23.3%	22.8%	12.4%	27.4%	27.0%	21.8%
Điều chỉnh					0.9%	4.2%	7.8%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**1,417**	**4,757**	**5,920**	**6,830**	**4,126**	**5,169**	**6,428**	**7,417**
Tăng trưởng	-35.3%	235.8%	24.5%	15.4%	191.3%	25.3%	24.3%	15.4%
Điều chỉnh					-13.3%	-12.7%	-5.9%	
Thu nhập ngoài lãi khác	**1,687**	**3,100**	**3,173**	**3,598**	**3,815**	**3,817**	**4,299**	**4,907**
Tăng trưởng	-17.4%	83.8%	2.3%	13.4%	126.1%	0.1%	12.6%	14.2%
Điều chỉnh					23.0%	20.3%	19.5%	
Tổng thu nhập HĐ	**34,010**	**42,291**	**51,560**	**62,569**	**42,687**	**53,243**	**66,942**	**80,810**
Tăng trưởng	28.8%	24.3%	21.9%	21.4%	25.5%	24.7%	25.7%	20.7%
Điều chỉnh					0.9%	3.3%	7.0%	
Chi phí HĐ	**(11,981)**	**(11,290)**	**(13,824)**	**(16,677)**	**(11,614)**	**(14,211)**	**(17,819)**	**(21,474)**
Tăng trưởng	31.2%	-5.8%	22.4%	20.6%	-3.1%	22.4%	25.4%	20.5%
Điều chỉnh					2.9%	2.8%	6.9%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**22,029**	**31,002**	**37,737**	**45,892**	**31,073**	**39,031**	**49,123**	**59,337**
Tăng trưởng	27.5%	40.7%	21.7%	21.6%	41.1%	25.6%	25.9%	20.8%
Điều chỉnh					0.2%	3.4%	7.0%	
Chi phí dự phòng	**(5,321)**	**(10,443)**	**(12,481)**	**(15,450)**	**(9,751)**	**(11,725)**	**(14,510)**	**(16,683)**
Tăng trưởng	24.7%	96.2%	19.5%	23.8%	83.2%	20.2%	23.8%	15.0%
Điều chỉnh					-6.6%	-6.1%	-6.1%	
LNTT	**16,708**	**20,559**	**25,256**	**30,442**	**21,322**	**27,306**	**34,613**	**42,654**
Tăng trưởng	28.4%	23.0%	22.8%	20.5%	27.6%	28.1%	26.8%	23.2%
Điều chỉnh					3.7%	8.1%	13.7%	
Lợi nhuận thuần	**12,881**	**15,848**	**19,558**	**23,640**	**16,503**	**21,168**	**26,917**	**33,210**
Tăng trưởng	27.9%	23.0%	23.4%	20.9%	28.1%	28.3%	27.2%	23.4%
Điều chỉnh					4.1%	8.2%	13.9%	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 98: Tỷ lệ NIM, HDB hợp nhất

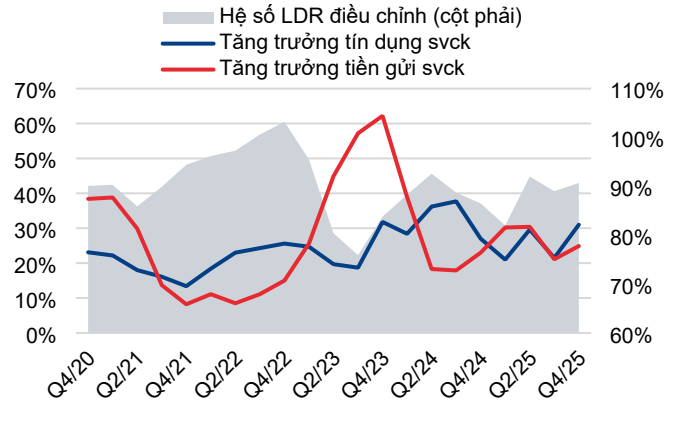
NIM năm 2025 biến động theo quý và tương quan chặt chẽ với tăng trưởng tín dung hàng quý



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 99: Hệ số LDR điều chỉnh, HDB hợp nhất

HDB hiện có hệ số LDR điều chỉnh thoải mái hơn so với các NHTM khác



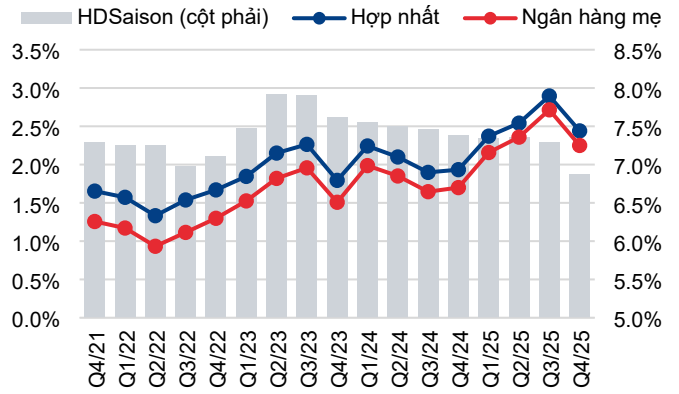
Nguồn: HDB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 100: Tỷ lệ nợ xấu, HDB

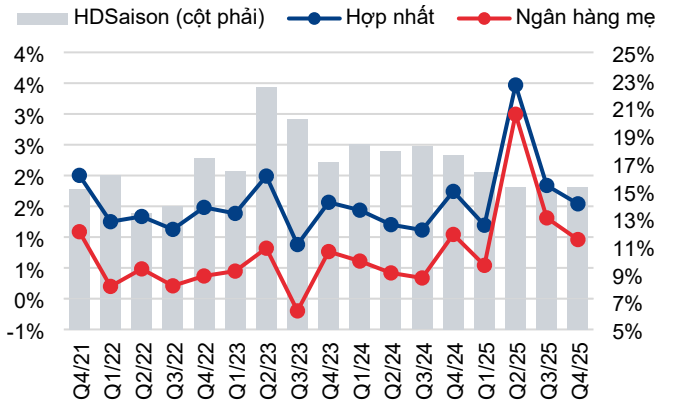
Tỷ lệ nợ xấu giảm trong Q4/2025



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 101: Chi phí tín dụng, HDB

Chi phí tín dụng (quy năm) giảm trong 6 tháng cuối năm 2025 sau khi đạt đỉnh trong Q2/2025



Nguồn: HDB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị cho HDB lên Mua vào và tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 33.000đ chủ yếu nhờ lợi nhuận năm 2025 vượt 4% dự báo của chúng tôi và điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,79 lần, cao hơn 27% bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý cho triển vọng tăng trưởng & lợi nhuận vượt trội, hệ số CAR cao và trần sở hữu nước ngoài có thể nâng lên 49%.

Tăng 14% giá mục tiêu

HSC tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 33.000đ nhờ lợi nhuận năm 2025 vượt 4% so với dự báo và điều chỉnh tăng khoảng 11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Các giả định định giá khác được giữ nguyên.

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư và phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày dưới đây.

Bảng 102: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Giá mục tiêu cuối năm 2026 của chúng tôi là 33.000đ/cp (trên cơ sở pha loãng toàn phần, đã tính đến việc chuyển đổi 165 triệu USD trái phiếu chuyển đổi, nhưng chưa bao gồm khả năng phát hành riêng lẻ bổ sung)

(Tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	21,168	26,917	33,210	36,562	39,159	43,476	46,941	52,282	60,517	62,937
- Chi phí vốn CSH	11,993	14,883	18,785	23,690	28,741	34,096	39,990	46,292	53,255	55,385
Lợi nhuận thặng dư	9,175	12,034	14,425	12,871	10,418	9,380	6,951	5,990	7,262	7,552
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									66,250	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.34	1.56	1.80	2.09	2.41	2.79	3.22	3.72	
Giá trị hiện tại	7,918	8,962	9,271	7,139	4,991	3,884	2,490	1,858	19,761	
Vốn CSH đầu tư =	98,080								Bao gồm 165 triệu USD trái phiếu chuyển đổi	
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	76,797									
Giá trị của vốn CSH =	174,877									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	5,306.0								Bao gồm 300 triệu cổ phiếu phát hành bổ sung (theo ước tính của chúng tôi) nếu 165 triệu USD trái phiếu chuyển đổi được quy đổi	
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	**33,000**									

Nguồn: HSC

Bảng 103: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chính (đồng), HDB

HSC đưa ra giá mục tiêu 33.000 đ/cp dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,5%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	45,200	41,200	37,800	34,700	32,000
	3.5%	41,900	38,300	35,200	32,500	30,000
	4.0%	38,900	35,800	**33,000**	30,500	28,200
	4.5%	36,300	33,400	30,900	28,600	26,600
	5.0%	33,900	31,300	29,000	26,900	25,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Tại định giá hiện tại, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,79 lần, cao hơn 27% bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi tin rằng mức thặng dư định giá này là phù hợp lý nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn của HDB (26,2% so với 19% bình quân ngành) và khả năng sinh lời cao hơn (hệ số ROE bình quân 25% so với 17,5%) trong giai đoạn 2026-2028, cùng hệ số CAR cao và trần sở hữu nước ngoài tăng lên 49%. Đây là lợi

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

thế mang tính cấu trúc mà không nhiều NHTM tư nhân có được, điều này sẽ hỗ trợ hoạt động tăng vốn và mở rộng quy mô bảng cân đối của Ngân hàng trong tương lai. Mặc dù điều này có tác động pha loãng cổ phiếu vừa phải, chúng tôi tin rằng những lợi ích chiến lược - tính linh hoạt về vốn cao hơn, khả năng tiếp cận nhà đầu tư rộng hơn và triển vọng tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ hơn - vượt trội hơn so với chi phí.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào và tiếp tục cho rằng HDB là một trong những ngân hàng có vị thế tốt trong nhóm NHTM tư nhân.

Biểu đồ 104: P/B trượt dự phóng 1 năm, HDB

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần...

Nguồn: HSC

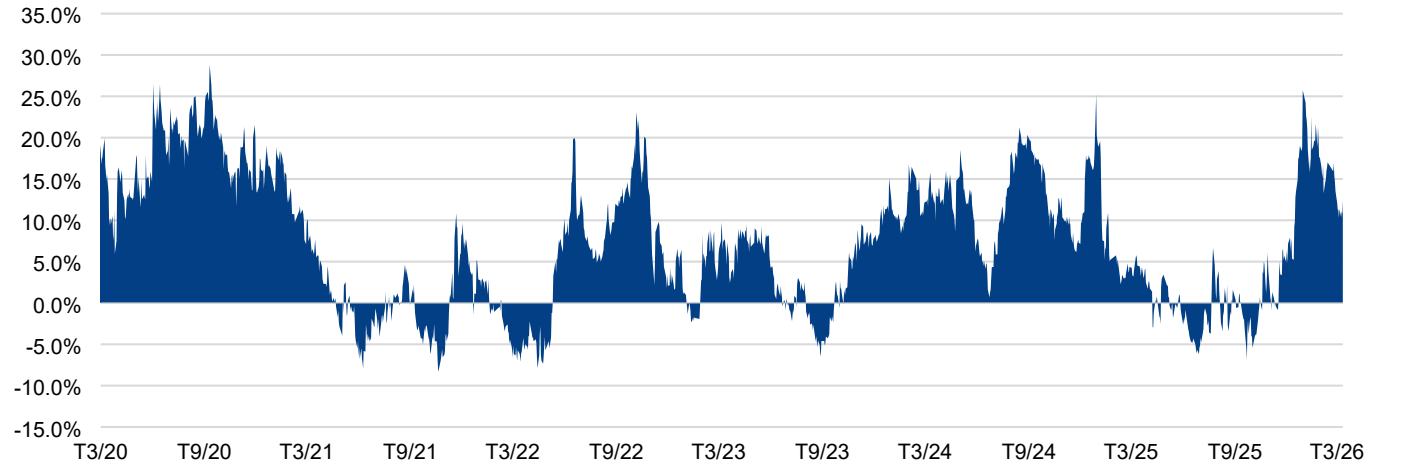
Biểu đồ 105: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

... cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,13 lần

Nguồn: HSC

Biểu đồ 106: Chênh lệch định giá giữa HDB và các NHTM tư nhân

HDB đang giao dịch với thặng dư định giá khoảng 10% so với các NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	58.0	68.0	94.5	116	140
Chi phí lãi	(27.1)	(33.2)	(50.3)	(59.7)	(71.1)
Thu nhập lãi thuần	**30.9**	**34.7**	**44.3**	**56.2**	**68.5**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1.42	4.13	5.17	6.43	7.42
Lãi thuần HĐ KDNH	0.84	1.27	1.54	1.87	2.26
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.14	1.50	1.00	1.00	1.00
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.07	0.31	0.37	0.45	0.54
Thu nhập khác	0.71	0.74	0.90	0.98	1.11
Tổng thu nhập HĐ	**34.0**	**42.7**	**53.2**	**66.9**	**80.8**
Chi phí HĐ	(12.0)	(11.6)	(14.2)	(17.8)	(21.5)
LN trước dự phòng	**22.1**	**31.1**	**39.0**	**49.1**	**59.3**
Chi phí dự phòng	(5.32)	(9.75)	(11.7)	(14.5)	(16.7)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**16.7**	**21.3**	**27.3**	**34.6**	**42.7**
Chi phí thuế TNDN	(3.48)	(4.27)	(5.46)	(6.92)	(8.53)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.48)	(0.55)	(0.68)	(0.77)	(0.91)
Lợi nhuận thuần	**12.8**	**16.5**	**21.2**	**26.9**	**33.2**
EPS (đồng)	2,835	3,574	4,229	5,378	6,635
DPS (đồng)	1,000	0	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	4,502	4,618	5,005	5,005	5,005
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	4,509	5,005	5,005	5,005	5,005
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,123	5,306	5,306	5,005	5,005

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	15.8	33.5	22.2	25.8	17.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	28.9	28.8	33.0	31.4	19.5
Tăng trưởng huy động KH (%)	18.0	28.2	28.0	33.0	20.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	23.0	24.9	25.6	30.3	19.0
Tăng trưởng VCSH (%)	22.5	38.6	24.1	26.2	26.1
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	39.1	12.6	27.4	27.0	21.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	31.2	(3.06)	22.4	25.4	20.5
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	27.6	40.9	25.6	25.9	20.8
Tăng trưởng LNTT (%)	28.5	27.4	28.1	26.8	23.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	26.7	29.3	28.3	27.2	23.4
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.24	5.24	5.15	5.21	5.18
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.84)	(1.43)	(1.37)	(1.39)	(1.38)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	85.9	87.4	89.0	91.2	91.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.84	2.19	2.61	3.12	3.59
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	34.6	43.5	55.1	69.2	84.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.06	7.19	6.08	4.78	3.87
P/B (lần)	2.13	1.70	1.37	1.09	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	3.89	0	1.95	1.95	1.95

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.11	4.13	7.18	9.55	11.5
Tiền gửi tại NHNN	26.7	59.9	36.1	47.9	57.5
Tiền gửi tại các TCTD khác	102	184	198	208	218
Chứng khoán kinh doanh	22.0	0.49	0.54	0.59	0.65
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0.26	0.29	0.32
Số dư cho vay thuần	**437**	**563**	**749**	**985**	**1,178**
Tổng dư nợ cho vay	442	570	758	996	1,190
Dự phòng rủi ro	(5.88)	(7.30)	(8.59)	(11.0)	(12.8)
Chứng khoán đầu tư	**48.8**	**76.8**	**99.1**	**128**	**165**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	31.4	72.9	94.8	123	160
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	17.4	4.04	4.44	4.89	5.38
Dự phòng rủi ro	(0.09)	(0.13)	(0.15)	(0.16)	(0.18)
Đầu tư dài hạn	0.86	1.15	1.15	1.15	1.15
Tài sản cố định	1.77	1.86	1.98	2.08	2.19
Tài sản khác	56.0	39.7	43.8	48.1	52.8
Tổng tài sản	**697**	**931**	**1,137**	**1,431**	**1,687**
Nợ phải trả	**641**	**853**	**1,040**	**1,308**	**1,533**
Tiền gửi của NHNN	0.02	11.4	9.14	9.60	9.60
Tiền gửi của các TCTD khác	99.5	169	192	210	231
Tổng tiền gửi KH	438	561	718	955	1,145
Trái phiếu và CCTG	81.3	87.4	96.1	106	117
Nợ khác	22.4	21.3	25.4	28.2	29.2
Vốn chủ sở hữu	**54.5**	**75.5**	**93.8**	**118**	**149**
Vốn điều lệ	35.1	50.1	50.1	50.1	50.1
Thặng dư vốn cổ phần	0.54	1.27	1.27	1.27	1.27
Lợi nhuận giữ lại	13.0	17.1	32.1	52.7	78.6
Quỹ & vốn khác của CSH	6.31	7.08	10.3	14.4	19.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.17	2.72	3.39	4.17	5.08
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**697**	**931**	**1,137**	**1,431**	**1,687**
BVPS (đồng)	12,086	15,094	18,731	23,641	29,815

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	37.5	38.7	39.8	40.2	41.1
ROAA (%)	1.96	2.03	2.05	2.10	2.13
ROAE (%)	25.8	25.4	25.0	25.4	24.8
Chi phí huy động BQ (%)	4.71	4.59	5.45	5.20	5.11
Lợi suất gộp BQ (%)	10.4	9.56	10.3	9.90	9.76
Lợi suất thuần (%)	5.67	4.96	4.82	4.70	4.65
Tỷ lệ NIM (%)	5.52	4.88	4.81	4.80	4.79
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	4.16	9.67	9.71	9.60	9.18
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	90.7	81.4	83.1	84.0	84.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	5.17	8.94	7.17	6.42	6.07
Tỷ lệ CIR (%)	35.2	27.2	26.7	26.6	26.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.3	0	11.8	9.30	7.54
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	14.0	16.7	16.4	15.3	14.5
VCSH/Tổng TS (%)	7.81	8.11	8.24	8.27	8.85
Đòn bẩy vốn (lần)	12.8	12.3	12.1	12.1	11.3
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.93	2.34	2.30	2.20	2.12
Hệ số LLR (%)	68.7	54.8	49.3	50.3	50.7
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	101	102	106	104	104
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.1	20.7	19.1	16.5	15.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.5	61.2	66.6	69.6	70.6
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	369	379	384	389	394
Số lượng nhân viên	18,533	19,460	20,433	21,454	22,527

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

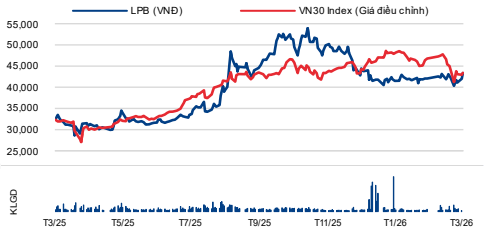
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bán ra *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ25,700 *(từ VNĐ25,500)*
Tiềm năng tăng/giảm: -40.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	43,350
Mã Bloomberg	LPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,690-53,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	42,283
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	129,499
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,927
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,987
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	149
Slg CP NN được mua (tr.đv)	126
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	5.00%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.80%
Tỷ lệ freefloat	93.5%
Cổ đông lớn	VNPost (6.54%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.09	(1.48)	34.1
So với chỉ số	11.1	(0.20)	(0.15)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,932	3,623	8.5
2027F	3,994	4,197	(4.8)
2028F	4,513	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng Lộc Phát là ngân hàng quy mô vừa, được thành lập vào năm 2008, tập trung cho vay bán lẻ và doanh nghiệp SME.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Gồng mình cho tăng trưởng; duy trì khuyến nghị Bán ra

- HSC duy trì khuyến nghị Bán ra với giá mục tiêu gần như giữ nguyên ở mức 25.700đ. Những thách thức đang gia tăng bao gồm hạn mức tăng trưởng giảm, sức ép lên tỷ lệ NIM do chi phí huy động gia tăng và chi phí hoạt động & chi phí dự phòng tăng lên.
- Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tăng 9% dự báo LNTT của Ngân hàng trong năm 2026, tương đương tăng trưởng 8,3%, nhờ kiểm soát chặt chẽ chi phí dự phòng nhưng đánh đổi với tỷ lệ nợ xấu tăng lên, cùng với tỷ lệ NIM hồi phục vừa phải.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,5% trong 3 tháng qua, LPB vẫn đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm cao là 2,2 lần, cao hơn 90% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là không hợp lý.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh lập trường tín dụng thắt chặt hơn của NHNN và KQKD Q4/2025 vượt kỳ vọng ở một số hạng mục nhưng không hoàn thành ở những hạng mục khác.

Tác động: Tăng 9% dự báo LNTT năm 2026 sau khi hạ dự báo chi phí dự phòng

Nhìn chung, HSC vẫn dự báo LNTT của LPB sẽ tăng trưởng 8,3% trong năm 2026 (sau khi điều chỉnh tăng 9% dự báo) nhưng phải đánh đổi với tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên để kiềm chế áp lực trích lập dự phòng trong ngắn hạn. Điều này bù đắp một phần cho việc hạ giả định tăng trưởng tín dụng sau khi hạn mức tín dụng được cấp ban đầu thấp hơn kỳ vọng và triển vọng tỷ lệ NIM thận trọng của các NHTM quy mô vừa trong bối cảnh cạnh tranh huy động gay gắt.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với LNTT tăng trưởng lần lượt 8,3%, 1,6% và 13% trong giai đoạn 2026-2028. Việc nới lỏng các giả định trích lập dự phòng cho năm 2026 đánh đổi với áp lực gia tăng trong năm 2027, giải thích cho tăng trưởng lợi nhuận thuần khiêm tốn trong năm này.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,5% trong 3 tháng qua, LPB vẫn đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm khá cao là 2,2 lần, cao hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 90% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, bất chấp tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại cùng những khó khăn mang tính cấu trúc ngày càng lớn.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Bán ra với giá mục tiêu 25.700đ theo phương pháp thu nhập thặng dư với giả định chi phí vốn CSH giữ nguyên ở mức 13%. Chúng tôi tin rằng định giá cổ phiếu đang cao hơn nhiều so với giá trị nội tại.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	15,394	16,034	19,464	24,109	28,737
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	19,932	21,881	24,666	28,715	34,131
LN thuần (tỷ đồng)	9,721	11,422	12,364 ▲	12,560	14,190
EPS (đồng)	3,254	3,824	4,139 ▲	4,205	4,750
DPS (đồng)	0	2,500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,508	15,798	18,730	21,724	25,237
P/E (lần)	13.3	11.3	10.5	10.3	9.13
Lợi suất cổ tức (%)	0	5.77	2.31	2.31	2.31
P/B (lần)	2.99	2.74	2.31	2.00	1.72
Tăng trưởng EPS (%)	74.5	17.5	8.25	1.58	13.0
ROAE (%)	25.1	25.2	24.0	20.8	20.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Những thách thức ngày càng lớn đối với triển vọng tăng trưởng trong năm 2026

Chúng tôi điều chỉnh dự báo cho LPB dựa trên chính sách tín dụng thắt chặt của NHNN và KQKD Q4/2025. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm lợi nhuận sẽ chịu áp lực ngày càng lớn trong năm 2026; tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 8,3% (sau khi điều chỉnh tăng 9% dự báo) vì Ngân hàng có thể chấp nhận tỷ lệ nợ xấu nội bảng cao hơn để giảm bớt áp lực trích lập dự phòng trong ngắn hạn. Động lực duy trì tăng trưởng bao gồm: Mở rộng bảng CĐKT, tỷ lệ NIM phục hồi nhẹ và chi phí dự phòng chỉ tăng nhẹ. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương LNTT tăng trưởng khiêm tốn lần lượt 8,3%, 1,6% và 13% trong giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Bán ra với giá mục tiêu gần như giữ nguyên ở mức 25.700đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, LPB vẫn đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm khá cao là 2,2 lần, cao hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 90% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Áp lực & những điều cần đánh đổi cho tăng trưởng

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh lập trường chính sách mới của NHNN cũng như KQKD thực hiện của Ngân hàng trong Q4/2025:

- **Điều chỉnh do thay đổi chính sách**: NHNN đã áp dụng lập trường tăng trưởng tín dụng thận trọng hơn với hạn mức ban đầu chỉ 15%, thấp hơn so với giả định trước đó của chúng tôi là 18%. Các NHTM không tham gia chương trình hỗ trợ ngân hàng "0 đồng" được cấp hạn mức ban đầu khoảng 11%-12%. Theo đó, chúng tôi giảm giả định tăng trưởng tín dụng năm 2026 của LPB từ 18% xuống 14%. Giả định mới của chúng tôi vẫn cao hơn hạn mức ban đầu của NHNN vì chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi tăng lên sẽ giúp thu hẹp chênh lệch giữa dư nợ tín dụng và tiền gửi của hệ thống, từ đó tạo thêm dư địa cho NHNN nâng hạn mức vào Q4/2026.
- **Điều chỉnh dựa trên KQKD thực hiện**: KQKD Q4/2025 của LPB vượt dự báo của chúng tôi nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu và chất lượng tài sản tốt hơn một chút so với dự báo. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM và thu nhập phí không đạt kỳ vọng, trong khi chi phí hoạt động tăng mạnh hơn dự báo do số lượng nhân viên tăng trở lại và tiền lương bình quân tăng lên. Do đó, chúng tôi điều chỉnh các giả định cho phù hợp với tình hình hiện tại của Ngân hàng.

Chúng tôi nhận thấy những thách thức ngày càng lớn đối với triển vọng lợi nhuận thuần năm 2026:

- **Chi phí huy động gây áp lực lên triển vọng mở rộng tỷ lệ NIM**: Là một NHTM quy mô trung bình, chi phí huy động của LPB có thể sẽ phải đối mặt với áp lực ngày càng lớn trong bối cảnh cạnh tranh huy động ngày càng căng thẳng. Mặc dù chúng tôi vẫn kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ phục hồi trong năm 2026 từ mức nền thấp nhờ xu hướng tăng của lãi suất cho vay trên toàn ngành, chúng tôi vẫn điều chỉnh giảm 20 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM năm 2026.
- **Chi phí hoạt động tăng lên**: Số lượng nhân viên đã phục hồi kể từ Q3/2025 trong khi tiền lương bình quân tăng nhanh hơn dự báo. Tuy nhiên, chênh lệch tiền lương giữa nhân viên LPB và bình quân nhóm NHTM tư nhân vẫn ở mức 25%, cho thấy áp lực sẽ tiếp tục tăng lên đối với chi phí lao động.
- **Rủi ro chất lượng tài sản & chi phí dự phòng**: Mặc dù chất lượng tài sản tốt hơn so với dự báo của chúng tôi trong năm 2025 nhưng tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng vẫn ở mức thấp bất thường trong 2 năm qua, tiềm ẩn rủi ro giảm đối với lợi nhuận thuần năm 2026 nếu các chỉ số này trở lại mức bình thường. Lãi suất & biến động kinh tế vĩ mô gia tăng cũng đem lại rủi ro đối với chất lượng tài sản của toàn ngành.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng LNTT năm 2026 sẽ tăng trưởng 8,3% (điều chỉnh tăng 9% so với dự báo trước đó). Điều này có thể đánh đổi với tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên nhưng có thể giúp giảm bớt áp lực trích lập dự phòng trong ngắn hạn. Chúng hiện tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm cuối năm 2026 tăng lên 2% từ 1,7% tại thời

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

điểm cuối năm 2025, vẫn ở mức chấp nhận được so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 2,5% tại thời điểm cuối Q4/2025. Tuy nhiên, điều này có thể gây áp lực lên chi phí dự phòng trong những năm tiếp theo và hạn chế triển vọng tăng trưởng năm 2027. Nhìn chung, động lực tăng trưởng lợi nhuận thuần bao gồm: Bảng CĐKT mở rộng, tỷ lệ NIM phục hồi nhẹ và chi phí dự phòng tăng vừa phải.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương tăng trưởng lần lượt 8,3%, 1,6% và 13% trong giai đoạn 2026-2028.

Các giả định và dự báo cơ sở của chúng tôi như sau:

Bảng 107: Các giả định quan trọng, LPB

Các điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026, giảm giả định tỷ lệ NIM, giả định chi phí tín dụng, đồng thời nâng giả định tỷ lệ nợ xấu và giả định hệ số CIR

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	18.0%	18.0%	18.0%	18.1%	14.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	15.6%	18.0%	22.9%	18.6%	11.2%	20.4%	20.5%
Tỷ lệ NIM	3.1%	3.3%	3.6%	2.9%	3.1%	3.4%	3.5%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-4.6%	1.3%	-9.2%	-0.4%	2.2%	-16.6%	1.1%
Tỷ lệ nợ xấu	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	2.0%	1.9%	1.8%
Chi phí tín dụng	0.5%	0.9%	1.2%	0.4%	0.6%	1.1%	1.2%
Nợ xấu mới hình thành	0.9%	1.0%	1.2%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
Hệ số LLR	73.2%	73.2%	75.5%	73.9%	69.3%	75.4%	77.6%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
Hệ số CIR	27.8%	27.6%	28.4%	28.3%	28.2%	28.8%	29.6%

Nguồn: HSC

Bảng 108: Dự báo lợi nhuận, LPB

Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% dự báo LNTT năm 2026 sau khi hạ giả định chi phí dự phòng

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**16,345**	**19,869**	**25,188**	**16,034**	**19,464**	**24,109**	**28,737**
Tăng trưởng	6.2%	21.6%	26.8%	4.2%	21.4%	23.9%	19.2%
Điều chỉnh				-1.9%	-2.0%	-4.3%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	**4,638**	**4,393**	**4,708**	**5,847**	**5,202**	**4,606**	**5,394**
Tăng trưởng	2.2%	-5.3%	7.2%	28.8%	-11.0%	-11.5%	17.1%
Điều chỉnh				26.1%	18.4%	-2.2%	
Tổng thu nhập HĐ	**20,984**	**24,263**	**29,896**	**21,881**	**24,666**	**28,715**	**34,131**
Tăng trưởng	5.3%	15.6%	23.2%	9.8%	12.7%	16.4%	18.9%
Điều chỉnh				4.3%	1.7%	-3.9%	
Chi phí HĐ	**-5,825**	**-6,685**	**-8,484**	**-6,190**	**-6,960**	**-8,273**	**-10,107**
Tăng trưởng	0.2%	14.8%	26.9%	6.5%	12.4%	18.9%	22.2%
Điều chỉnh				6.3%	4.1%	-2.5%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**15,159**	**17,578**	**21,412**	**15,691**	**17,706**	**20,442**	**24,024**
Tăng trưởng	7.3%	16.0%	21.8%	11.1%	12.8%	15.5%	17.5%
Điều chỉnh				3.5%	0.7%	-4.5%	
Chi phí dự phòng	**-1,714**	**-3,428**	**-5,486**	**-1,422**	**-2,250**	**-4,742**	**-6,286**
Tăng trưởng	-12.3%	100.0%	60.1%	-27.2%	58.2%	110.7%	32.6%
Điều chỉnh				-17.0%	-34.4%	-13.6%	
LNTT	**13,445**	**14,150**	**15,926**	**14,269**	**15,455**	**15,700**	**17,738**
Tăng trưởng	10.5%	5.2%	12.5%	17.3%	8.3%	1.6%	13.0%
Điều chỉnh				6.1%	9.2%	-1.4%	
Lợi nhuận thuần	**10,758**	**11,320**	**12,741**	**11,422**	**12,364**	**12,560**	**14,190**
Tăng trưởng	10.7%	5.2%	12.5%	17.5%	8.2%	1.6%	13.0%
Điều chỉnh				6.2%	9.2%	-1.4%	

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 109: Dự báo thu nhập ngoài lãi, LPB

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2026 sau khi nâng giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**3,062**	**3,103**	**2,818**	**3,199**	**3,267**	**2,726**	**2,757**
Tăng trưởng	-4.6%	1.3%	-9.2%	-0.4%	2.2%	-16.6%	1.1%
Điều chỉnh				4.5%	5.3%	-3.3%	
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	**311**	**342**	**604**	**348**	**382**	**584**	**862**
Tăng trưởng	13.7%	10.0%	76.7%	27.2%	10.0%	52.7%	47.5%
Điều chỉnh				11.9%	11.9%	-3.3%	
Lãi thuần mua bán trái phiếu	**30**	**46**	**71**	**138**	**45**	**68**	**83**
Tăng trưởng	-27.5%	53.9%	52.9%	233.0%	-67.5%	50.8%	22.4%
Điều chỉnh				359.0%	-3.1%	-4.4%	
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	**61**	**61**	**61**	**112**	**112**	**112**	**112**
Tăng trưởng	-19.3%	0.0%	0.0%	48.7%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh				84.2%	84.2%	84.2%	
Thu nhập khác	**1,175**	**841**	**1,154**	**2,051**	**1,395**	**1,116**	**1,581**
Tăng trưởng	25.3%	-28.4%	37.2%	118.7%	-32.0%	-20.0%	41.6%
Điều chỉnh				74.5%	65.9%	-3.3%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	**4,638**	**4,393**	**4,708**	**5,847**	**5,202**	**4,606**	**5,394**
Tăng trưởng	2.2%	-5.3%	7.2%	28.8%	-11.0%	-11.5%	17.1%
Điều chỉnh				26.1%	18.4%	-2.2%	

Nguồn: HSC

Phân tích kịch bản

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản cơ sở: Giả định tăng trưởng tín dụng 14% và tỷ lệ NIM tăng 15 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng 8,3%.
- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng 12% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 5% so với cùng kỳ.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng 16% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 12%.

KQKD năm 2025 so với ngành

LNTT năm 2025 tăng trưởng 17%, vượt dự báo của chúng tôi chủ yếu do các khoản mục không thường xuyên. Mặc dù tăng trưởng có vẻ mạnh mẽ nhưng bức tranh thực tế cho thấy lợi nhuận cốt lõi chỉ cải thiện khiêm tốn với tỷ lệ NIM phục hồi chậm hơn kỳ vọng và thu nhập phí cốt lõi kém tích cực (Mời xem: Lợi nhuận Q4/2025 vượt kỳ vọng nhờ các khoản mục không thường xuyên).

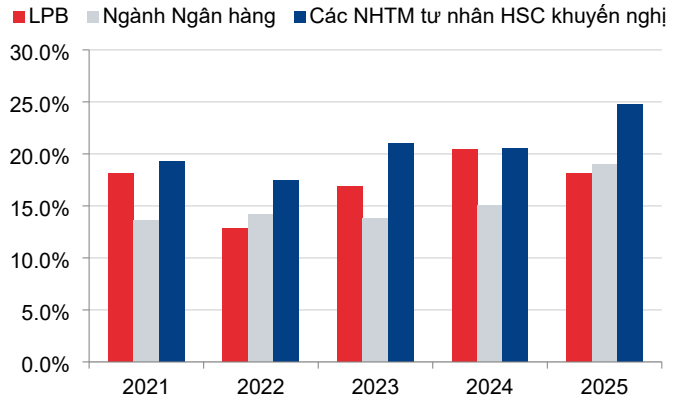
LPB ghi nhận kết quả tích cực hơn so với bình quân ngành trong 2 năm qua nhờ cắt giảm chi phí hoạt động (chủ yếu do cắt giảm số lượng nhân viên) và chi phí dự phòng ở mức rất thấp. Chúng tôi tin rằng cả hai yếu tố này đã đạt đến giới hạn và có thể gây áp lực lên lợi nhuận thuần trong tương lai, như đã phân tích ở trên.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 110: Tăng trưởng tín dụng, LPB & các NHTM khác

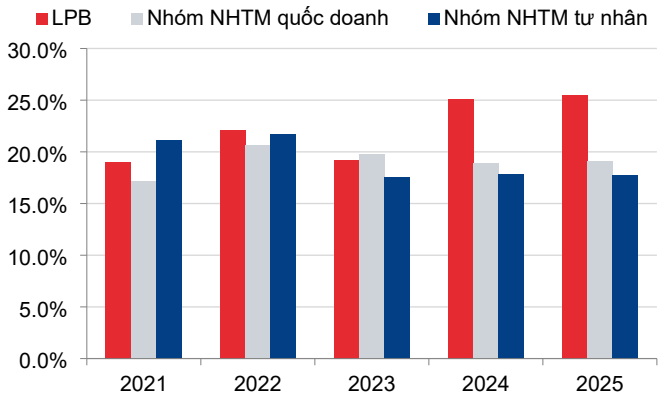
Tăng trưởng tín dụng của LPB cao hơn so với bình quân ngành trong 5 năm qua



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 111: Hệ số ROE, LPB & các NHTM khác

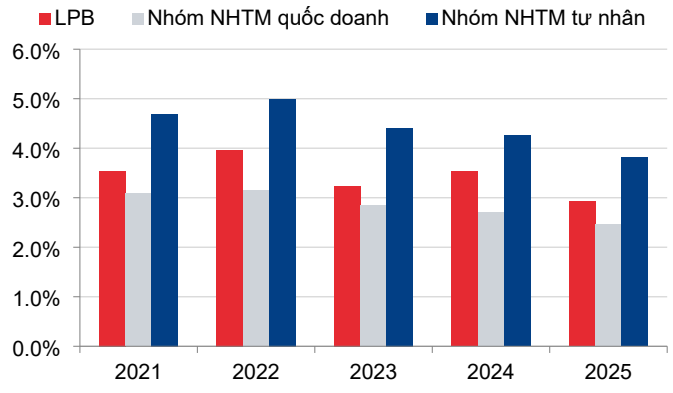
Hệ số ROE cao nhờ Ngân hàng cắt giảm chi phí hoạt động và chi phí dự phòng thấp bất thường



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản khen thưởng và phúc lợi được trích từ lợi nhuận thuần
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 112: Tỷ lệ NIM, LPB & các NHTM khác

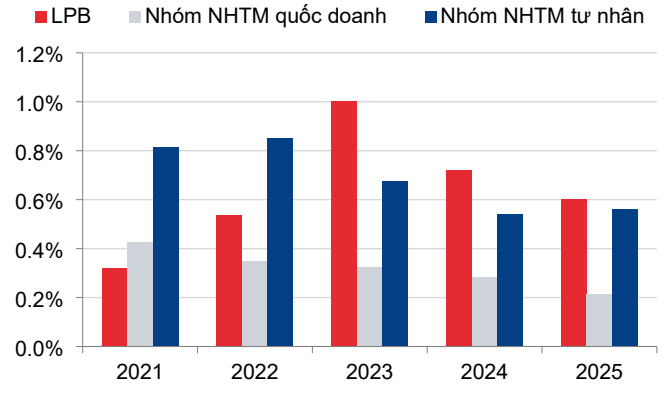
Tỷ lệ NIM nằm ở nhóm giữa



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 113: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân, LPB & các NHTM khác

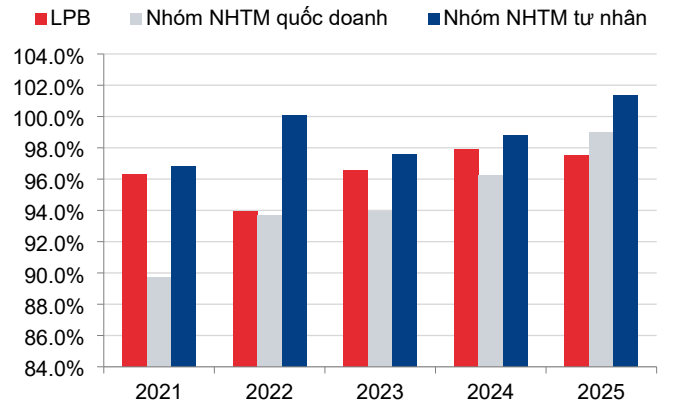
Lãi thuần HĐ dịch vụ ở mức cao nhờ khoản phí upfront bancassurance và các khoản phí liên quan đến tín dụng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 114: Hệ số LDR điều chỉnh, LPB & các NHTM khác

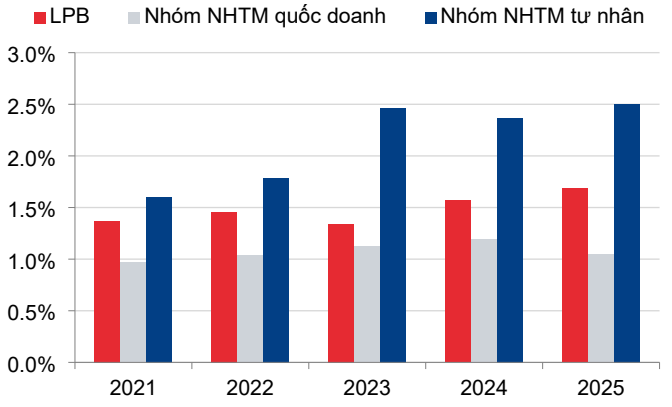
Trong năm 2025, LPB duy trì hệ số LDR thận trọng hơn so với các NHTM khác



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 115: Tỷ lệ nợ xấu, LPB & các NHTM khác

Tỷ lệ nợ xấu nằm ở nhóm giữa



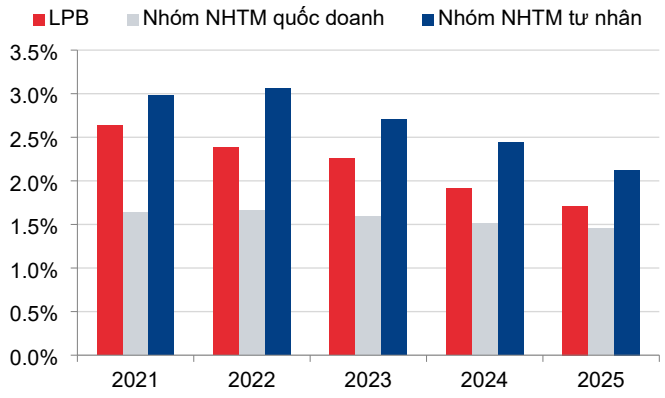
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 116: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, LPB & các NHTM khác

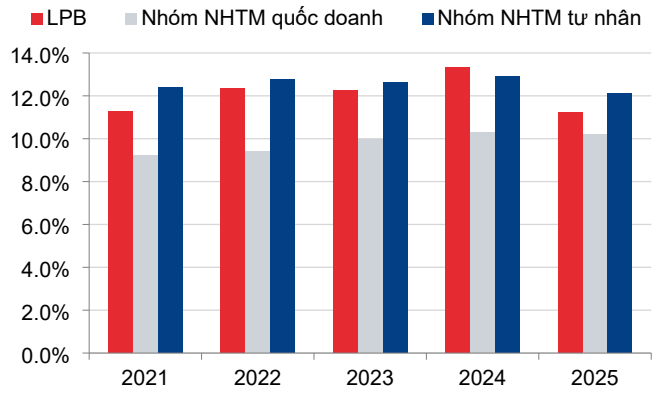
Chi phí HĐ được kiểm soát chặt chẽ trong 2 năm gần đây



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 117: CAR, LPB & các NHTM khác

Hệ số CAR giảm trong năm 2025 do trả cổ tức tiền mặt lớn



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra và gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 25.700đ. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá thu nhập thặng dư với giả định chi phí vốn CSH giữ nguyên ở mức 13%. LPB vẫn đang giao dịch với định giá cao với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ và cao hơn 90% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, trong khi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong bối cảnh thách thức ngày càng gia tăng.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra và gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 25.700đ (tăng nhẹ từ 25.500đ) do KQKD năm 2025 cao hơn một chút so với dự báo giúp nâng cao BVPS, cùng với việc điều chỉnh tăng nhẹ dự báo LNTT năm 2026. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá thu nhập thặng dư với giả định chi phí vốn CSH ở mức 13%.

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng đối với LPB: Ngân hàng đang giao dịch với định giá cao, thiếu lợi thế cạnh tranh rõ ràng và tốc độ tăng trưởng chậm lại.

Định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 118: Giả định chi phí vốn CSH, LPB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.00%	Thêm 0,25% phần bù rủi ro đặc thù cho ngân hàng cỡ vừa, không đổi
Beta	1.00	Không đổi
Chi phí vốn CSH	**13.00%**	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 119: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, LPB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	**11,746**	**11,932**	**13,481**	**15,515**	**18,510**	**19,001**	**19,204**	**18,414**
Chi phí vốn CSH	-6,135	-7,274	-8,437	-9,801	-11,429	-13,447	-15,917	-18,414
Lợi nhuận thặng dư	**5,611**	**4,658**	**5,044**	**5,714**	**7,081**	**5,554**	**3,287**	**0**
Giá trị dài hạn								**0**
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026		88.5%	78.3%	69.3%	61.3%	54.3%	48.0%	42.5%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026		**4,122**	**3,950**	**3,960**	**4,343**	**3,014**	**1,579**	**0**
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2027	20,969							
Giá trị sổ sách cuối năm 2026	55,951							
Giá trị vốn CSH cuối năm 2026	**76,921**							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,987							
Giá mục tiêu cuối năm 2026	**25,700**							

Nguồn: HSC

Bảng 120: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, LPB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH	**8.00%**	28,000	27,400	26,800	26,200	25,700
	8.50%	27,400	26,800	26,200	25,700	25,200
	9.00%	26,800	26,200	**25,700**	25,200	24,700
	9.50%	26,200	25,700	25,200	24,700	24,100
	10.00%	25,700	25,200	24,700	24,100	23,700

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,5% trong 3 tháng qua, LPB vẫn đang giao dịch với định giá cao với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần, cao hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,25 lần và cao hơn 90% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, bất chấp tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại. Điều này cho thấy định giá cổ phiếu đang cao hơn giá trị.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 121: P/B trượt dự phóng 1 năm, LPB

LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,2 lần...

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 122: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, LPB

...cao hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,25 lần

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 123: Thặng dư định giá so với các NHTM tư nhân, LPB

LPB đang giao dịch với thặng dư định giá 90% so với các NHTM tư nhân khác

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	34,137	39,292	49,967	55,011	64,830
Chi phí lãi	(18,743)	(23,257)	(30,503)	(30,901)	(36,092)
Thu nhập lãi thuần	**15,394**	**16,034**	**19,464**	**24,109**	**28,737**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,211	3,199	3,267	2,726	2,757
Lãi thuần HĐ KDNH	273	348	382	584	862
Lãi/lỗ từ mua bán CK	41.6	138	44.9	67.8	83.0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	75.0	112	112	112	112
Thu nhập khác	938	2,051	1,395	1,116	1,581
Tổng thu nhập HĐ	**19,932**	**21,881**	**24,666**	**28,715**	**34,131**
Chi phí HĐ	(5,810)	(6,190)	(6,960)	(8,273)	(10,107)
LN trước dự phòng	**14,122**	**15,691**	**17,706**	**20,442**	**24,024**
Chi phí dự phòng	(1,954)	(1,422)	(2,250)	(4,742)	(6,286)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**12,168**	**14,269**	**15,455**	**15,700**	**17,738**
Chi phí thuế TNDN	(2,447)	(2,847)	(3,091)	(3,140)	(3,548)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**9,721**	**11,422**	**12,364**	**12,560**	**14,190**
EPS (đồng)	3,254	3,824	4,139	4,205	4,750
DPS (đồng)	0	2,500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	32.8	19.1	11.5	14.7	17.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	20.4	18.1	14.0	18.0	18.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	19.3	19.2	12.4	20.4	20.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	18.7	18.6	11.2	20.4	20.5
Tăng trưởng VCSH (%)	27.0	8.89	18.6	16.0	16.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	37.4	4.16	21.4	23.9	19.2
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	0.88	6.53	12.4	18.9	22.2
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	43.1	11.1	12.8	15.5	17.5
Tăng trưởng LNTT (%)	72.9	17.3	8.32	1.58	13.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	74.5	17.5	8.25	1.58	13.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.47	3.93	3.85	3.96	4.05
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.30)	(1.11)	(1.09)	(1.14)	(1.20)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.0	98.5	98.4	98.4	98.4
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.78	2.28	2.45	2.59	2.80
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	9.02	10.8	11.7	12.5	14.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	13.3	11.3	10.5	10.3	9.13
P/B (lần)	2.99	2.74	2.31	2.00	1.72
Lợi suất cổ tức (%)	0	5.77	2.31	2.31	2.31

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,162	1,085	2,233	2,689	3,239
Tiền gửi tại NHNN	14,370	35,404	6,699	16,132	19,432
Tiền gửi tại các TCTD khác	96,455	116,332	150,547	143,115	166,538
Chứng khoán kinh doanh	660	631	122	759	913
Các công cụ tài chính phái sinh	9.14	231	231	231	231
Số dư cho vay thuần	**327,276**	**386,867**	**440,403**	**519,433**	**613,145**
Tổng dư nợ cho vay	331,606	391,746	446,591	526,977	621,833
Dự phòng rủi ro	(4,330)	(4,879)	(6,188)	(7,545)	(8,688)
Chứng khoán đầu tư	**58,080**	**52,768**	**60,799**	**75,155**	**90,402**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	58,080	52,768	60,799	75,155	90,402
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	549	999	999	999	999
Tài sản cố định	2,732	3,260	3,660	4,160	4,660
Tài sản khác	7,037	8,007	9,235	11,225	13,234
Tổng tài sản	**508,330**	**605,584**	**674,927**	**773,897**	**912,793**
Nợ phải trả	**464,992**	**558,392**	**618,976**	**709,001**	**837,403**
Tiền gửi của NHNN	1,271	17,704	17,865	0.98	0.98
Tiền gửi của các TCTD khác	115,349	127,848	142,909	158,093	174,113
Tổng tiền gửi KH	283,172	337,583	379,602	457,072	550,582
Trái phiếu và CCTG	55,459	64,097	66,989	80,660	97,161
Nợ khác	9,741	11,160	11,611	13,174	15,546
Vốn chủ sở hữu	**43,338**	**47,192**	**55,951**	**64,896**	**75,390**
Vốn điều lệ	25,576	29,873	29,873	29,873	29,873
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	12,122	9,509	15,795	22,267	30,249
Quỹ & vốn khác của CSH	5,640	7,810	10,283	12,756	15,268
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**508,330**	**605,585**	**674,927**	**773,897**	**912,793**
BVPS (đồng)	14,508	15,798	18,730	21,724	25,237

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	48.8	52.2	50.1	43.7	41.6
ROAA (%)	2.18	2.05	1.93	1.73	1.68
ROAE (%)	25.1	25.2	24.0	20.8	20.2
Chi phí huy động BQ (%)	4.74	4.64	5.28	4.74	4.76
Lợi suất gộp BQ (%)	7.82	7.16	7.93	7.72	7.81
Lợi suất thuần (%)	3.08	2.52	2.64	2.97	3.05
Tỷ lệ NIM (%)	3.53	2.92	3.09	3.38	3.46
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	16.1	14.6	13.2	9.49	8.08
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	77.2	73.3	78.9	84.0	84.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	6.66	12.1	7.84	6.55	7.73
Tỷ lệ CIR (%)	29.2	28.3	28.2	28.8	29.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	65.4	24.2	23.8	21.1
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	13.3	11.2	11.9	11.8	11.5
VCSH/Tổng TS (%)	8.53	7.79	8.29	8.39	8.26
Đòn bẩy vốn (lần)	11.7	12.8	12.1	11.9	12.1
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.57	1.68	2.00	1.90	1.80
Hệ số LLR (%)	83.3	73.9	69.3	75.4	77.6
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	117	116	118	115	113
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	25.4	24.1	24.2	22.7	21.2
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	65.2	64.7	66.2	68.1	68.1
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,078	1,053	1,053	1,003	953
Số lượng nhân viên	11,189	9,597	10,077	11,085	12,194

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB - HSX)

Báo cáo doanh nghiệp

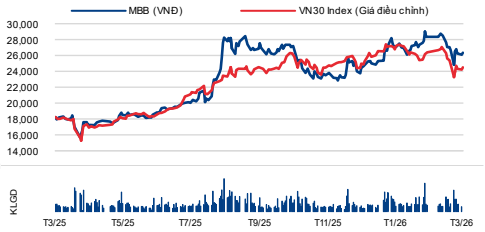
Ngày 27/3/2026

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ31,800 *(từ VNĐ30,400)*
Tiềm năng tăng/giảm: 20.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	26,350
Mã Bloomberg	MBB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,500-29,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	212,250
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,075
Slg CP lưu hành (tr.đv)	8,055
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,933
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0.10
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	24.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	51.3%
Cổ đông lớn	Viettel (19.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.89)	7.99	44.5
So với chỉ số	0.31	9.39	7.55
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,780	3,750	0.8
2027F	4,748	4,583	3.6
2028F	5,829	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MBB là một ngân hàng có nguồn gốc từ quân đội và hiện sở hữu quy mô tài sản và tín dụng lớn nhất trong nhóm NH tư nhân. MBB hướng đến phát triển mô hình ngân hàng đa năng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng tăng trưởng vững chắc; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 4,6% giá mục tiêu lên 31.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi tăng bình quân 7,4% dự báo LNTT năm 2026-2027, chủ yếu sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng cho năm 2026, nhưng bị bù trừ một phần với việc thận trọng hơn về giả định chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 22,5%, 25,3% và 22,6% cho giai đoạn 2026-2028.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 43% trong 12 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ và cao hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, định giá hợp lý nhờ vị thế thuận lợi hỗ trợ bởi cơ chế chính sách hiện hành.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh hạn mức tăng trưởng tín dụng chặt chẽ hơn của NHNN, theo đó các ngân hàng tham gia chương trình tái cấu trúc ngân hàng "0 đồng" sẽ không chịu hạn chế siết chặt này. MBB là một trong số ít các ngân hàng hưởng lợi từ chính sách này.

Tác động: Tăng bình quân 7,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC tăng bình quân 7,4% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng tín dụng do MBB được phân bổ hạn mức cao và triển vọng giành thêm thị phần trong một hệ thống đang thắt chặt.

Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, theo đó LNTT dự báo tăng trưởng lần lượt 22,5%, 25,3% và 22,6% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ bảng CĐKT liên tục mở rộng và lợi nhuận cốt lõi ổn định. Tuy nhiên, những động lực tích cực này bị bù trừ một phần trước sức ép huy động ngắn hạn, hệ số CAR tương đối thấp và lập trường thận trọng hơn về chi phí tín dụng trong môi trường thanh khoản căng thẳng hiện nay.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 43% trong 12 tháng qua, vượt trội đáng kể so với bình quân ngành, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,05 lần nhưng chỉ cao hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi tin rằng mức thặng dư hiện tại là phù hợp và có thể giữ vững hoặc mở rộng do MBB có vị thế thuận lợi mang tính cấu trúc để nắm bắt các cơ hội tăng trưởng trong bối cảnh chính sách hiện hành nhờ thương hiệu mạnh, cơ sở khách hàng lớn cùng các động lực tăng trưởng lợi nhuận đa dạng.

Chúng tôi tăng 4,6% giá mục tiêu lên 31.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	41.2	51.6	68.7 ▲	84.6 ▲	105
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	55.4	67.7	86.0 ▲	106 ▲	131
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	22.6	26.8	32.9 ▲	41.3 ▲	50.8
EPS (đồng)	2,834	3,325	4,087 ▲	5,133 ▲	6,302
DPS (đồng)	331	227	0 ▼	0 ▼	0
BVPS (đồng)	13,923	16,901	20,681	25,429 ▲	31,258
P/E (lần)	9.30	7.93	6.45	5.13	4.18
Lợi suất cổ tức (%)	1.26	0.86	0	0	0
P/B (lần)	1.89	1.56	1.27	1.04	0.84
Tăng trưởng EPS (%)	8.50	17.3	22.9	25.6	22.8
ROAE (%)	22.1	21.6	21.7	22.3	22.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Sự bất đối xứng về hạn mức có lợi cho MBB

MBB là một trong những ngân hàng hưởng lợi chính từ chính sách hạn mức tín dụng mới của NHNN. Theo đó, chúng tôi nâng giả định tăng trưởng tín dụng năm 2026 và tăng bình quân 7,4% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 22,5%, 25,3% và 22,6% trong giai đoạn 2026-2028. Bất chấp những hạn chế về huy động/hệ số CAR trong ngắn hạn cùng một số biến động về chất lượng tài sản, MBB vẫn có vị thế tốt để giành thêm thị phần trong bối cảnh các NHTM khác phải đối mặt với hạn mức chặt chẽ hơn. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng giá nhờ hưởng lợi từ chính sách hạn mức tín dụng đã được phản ánh một phần vào định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 4,6% giá mục tiêu lên 31.800đ. MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ và cao hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức thặng dư bền vững và thậm chí có thể tăng lên nhờ vị thế thuận lợi của MBB trong bối cảnh chính sách hiện hành.

Dự báo mới

Tăng trưởng tín dụng

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh những thay đổi chính sách gần đây. Chúng tôi tin rằng việc NHNN siết chặt kiểm soát hạn mức tín dụng – theo đó các ngân hàng tham gia chương trình hỗ trợ các ngân hàng "0 đồng" được miễn trừ – đem lại cơ hội đáng kể cho MBB mở rộng bảng CĐKT. Trên cơ sở đó, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng cho Ngân hàng mẹ từ 30% lên 35% (phù hợp với hạn mức của MBB) và nâng dự báo tăng trưởng tín dụng hợp nhất lên 34% từ 29% trước đó.

Trong ngắn hạn, sau khi lãi suất cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS tại các NHTM có vốn nhà nước tăng mạnh, MBB đang có vị thế tốt để tái tài trợ cho các khách hàng phù hợp với khẩu vị rủi ro của Ngân hàng (bao gồm cả khách hàng vay mua nhà và các doanh nghiệp phát triển) và mở rộng danh mục cho vay trong năm 2026. Ngoài ra, việc phân bổ hạn mức tín dụng thấp hơn cho các ngân hàng khác có thể hạn chế khả năng đáp ứng đầy đủ nhu cầu của khách hàng, mở ra cơ hội cho MBB thu hút khách hàng mới và giành thêm thị phần vào năm 2026. Trong khi đó, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm phân khúc khách hàng doanh nghiệp và các lĩnh vực liên quan đến đầu tư công (ví dụ: xây dựng & năng lượng) sẽ là các lĩnh vực trọng tâm chính của MBB trong 3 năm tới.

Vốn huy động

Áp lực huy động và hệ số CAR tương đối thấp có thể cản trở tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng MBB có vị thế tốt để huy động đủ vốn nhờ thương hiệu mạnh & cơ sở khách hàng rộng lớn (khoảng 30 triệu khách hàng, với khoảng 50% khách hàng active). Phát hành trái phiếu thứ cấp có thể giúp giải quyết cả những hạn chế về nguồn vốn và hệ số CAR. Trong mô hình dự báo, chúng tôi giả định MBB sẽ không chi trả cổ tức trong 3 năm tới để củng cố hệ số CAR. BLĐ đã chỉ ra khả năng tăng vốn CSH nhưng chúng tôi chưa bao gồm giả định này do Ngân hàng chưa công bố kế hoạch cụ thể.

Tỷ lệ NIM

MBB đang ưu tiên việc giành thị phần thay vì mở rộng tỷ lệ NIM, sử dụng lãi suất cạnh tranh để thu hút khách hàng mới, đặc biệt là các tập đoàn lớn.

HSC dự báo tỷ lệ NIM sẽ có xu hướng giảm trong năm 2026-2027 (giai đoạn MBB đủ điều kiện hưởng hạn mức tăng trưởng tín dụng cao) sau đó ổn định kể từ năm 2028.

Chất lượng tài sản & chi phí tín dụng

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định chi phí tín dụng do chất lượng tài sản cũng có thể chịu một số áp lực trong môi trường hoạt động thắt chặt.

Thu nhập phí

HSC dự báo hoa hồng bancassurance sẽ tiếp tục phục hồi và đóng góp từ các dịch vụ mới, như dịch vụ BaaS (bank-as-a-service), sàn giao dịch vàng và phí tư vấn, sẽ

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

tăng lên. Tuy nhiên, phí hoạt động thanh toán có thể tăng chậm do mức nền cao và cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Chi phí hoạt động

MBB được dự báo sẽ tiếp tục kiểm soát chi phí chặt chẽ nhờ đẩy mạnh số hóa và theo xu hướng chung của ngành.

Công ty con

Cả mảng tài chính tiêu dùng (Mcredit, Chưa niêm yết) và mảng môi giới chứng khoán (MBS, Chưa khuyến nghị) đều tăng trưởng vừa phải. MBB vẫn đang hoàn thiện chiến lược cho lĩnh vực tài chính tiêu dùng.

LNTT năm 2026 dự báo tăng trưởng 23% theo kịch bản cơ sở

Nhìn chung, HSC tăng bình quân 7,4% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 chủ yếu sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương LNTT tăng trưởng trung bình 23,4% trong 3 năm tới.

Chúng tôi tóm tắt các giả định & dự báo chính bên dưới:

Bảng 124: Các giả định quan trọng, MBB

Điều chỉnh quan trọng là nâng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2026

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	29.4%	29.1%	30.0%	36.8%	33.8%	30.0%	20.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	24.5%	34.5%	38.7%	31.5%	33.9%	32.7%	23.8%
Tỷ lệ NIM	4.1%	3.9%	3.7%	3.9%	3.8%	3.6%	3.6%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	33.8%	13.9%	19.7%	50.6%	18.2%	23.0%	20.5%
Tỷ lệ nợ xấu	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
Chi phí tín dụng	1.8%	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%
Nợ xấu mới hình thành	1.9%	1.8%	1.5%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%
Hệ số LLR	85.6%	80.3%	87.9%	93.9%	94.2%	95.9%	100.9%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.1%	1.9%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
Hệ số CIR	29.8%	29.5%	28.8%	29.1%	28.1%	28.4%	28.3%

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 125: Dự báo lợi nhuận, MBB

HSC điều chỉnh tăng bình quân 7,4% dự báo LNTT cho năm 2026-2027

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**50,709**	**62,785**	**79,270**	**51,610**	**68,663**	**84,601**	**104,679**
Tăng trưởng	23.2%	23.8%	26.3%	25.4%	33.0%	23.2%	23.7%
Điều chỉnh					9.4%	6.7%	-
Tổng thu nhập ngoài lãi	**14,628**	**15,928**	**20,280**	**16,083**	**17,336**	**21,621**	**26,820**
Tăng trưởng	2.6%	8.9%	27.3%	12.8%	7.8%	24.7%	24.0%
Điều chỉnh					8.8%	6.6%	-
Tổng thu nhập HĐ	**65,337**	**78,714**	**99,550**	**67,693**	**86,000**	**106,222**	**131,499**
Tăng trưởng	17.9%	20.5%	26.5%	22.2%	27.0%	23.5%	23.8%
Điều chỉnh					9.3%	6.7%	-
Chi phí HĐ	**-19,491**	**-23,227**	**-28,688**	**-19,681**	**-24,178**	**-30,139**	**-37,170**
Tăng trưởng	14.6%	19.2%	23.5%	15.7%	22.8%	24.7%	23.3%
Điều chỉnh					4.1%	5.1%	-
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**45,846**	**55,487**	**70,862**	**48,012**	**61,822**	**76,084**	**94,329**
Tăng trưởng	19.4%	21.0%	27.7%	25.0%	28.8%	23.1%	24.0%
Điều chỉnh					11.4%	7.4%	-
Chi phí dự phòng	**-13,622**	**-16,951**	**-21,221**	**-13,744**	**-19,841**	**-23,489**	**-29,870**
Tăng trưởng	42.2%	24.4%	25.2%	43.5%	44.4%	18.4%	27.2%
Điều chỉnh					17.1%	10.7%	-
LNTT	**32,225**	**38,536**	**49,641**	**34,268**	**41,980**	**52,594**	**64,459**
Tăng trưởng	11.8%	19.6%	28.8%	18.9%	22.5%	25.3%	22.6%
Điều chỉnh					8.9%	5.9%	-
Lợi nhuận thuần	**25,177**	**30,201**	**39,022**	**26,779**	**32,920**	**41,344**	**50,763**
Tăng trưởng	11.2%	20.0%	29.2%	18.3%	22.9%	25.6%	22.8%
Điều chỉnh					9.0%	6.0%	-

Nguồn: HSC

Bảng 126: Dự báo thu nhập ngoài lãi, MBB

Chúng tôi nâng dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**5,847**	**6,660**	**7,973**	**6,579**	**7,778**	**9,563**	**11,520**
Tăng trưởng	33.8%	13.9%	19.7%	50.6%	18.2%	23.0%	20.5%
Điều chỉnh					16.8%	19.9%	-
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	**2,150**	**2,667**	**3,585**	**1,757**	**2,718**	**3,757**	**4,884**
Tăng trưởng	7.5%	24.0%	34.4%	-12.2%	54.7%	38.2%	30.0%
Điều chỉnh					1.9%	4.8%	-
Lãi thuần mua bán trái phiếu	**1,357**	**665**	**2,036**	**2,259**	**593**	**1,758**	**2,314**
Tăng trưởng	-70.2%	-51.0%	206.1%	-50.4%	-73.8%	196.7%	31.6%
Điều chỉnh					-10.9%	-13.6%	-
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	**62**	**62**	**62**	**174**	**174**	**174**	**174**
Tăng trưởng	17.9%	0.0%	0.0%	233.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					182.8%	182.8%	-
Thu nhập khác	**5,212**	**5,875**	**6,624**	**5,314**	**6,074**	**6,369**	**7,928**
Tăng trưởng	58.9%	12.7%	12.7%	62.0%	14.3%	4.9%	24.5%
Điều chỉnh					3.4%	-3.8%	-
Tổng thu nhập ngoài lãi	**14,628**	**15,928**	**20,280**	**16,083**	**17,336**	**21,621**	**26,820**
Tăng trưởng	2.6%	8.9%	27.3%	12.8%	7.8%	24.7%	24.0%
Điều chỉnh					8.8%	6.6%	-

Nguồn: HSC

Phân tích kịch bản

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản cơ sở: Giả định tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng mẹ đạt 35% và tỷ lệ NIM giảm khoảng 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng 22,9%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

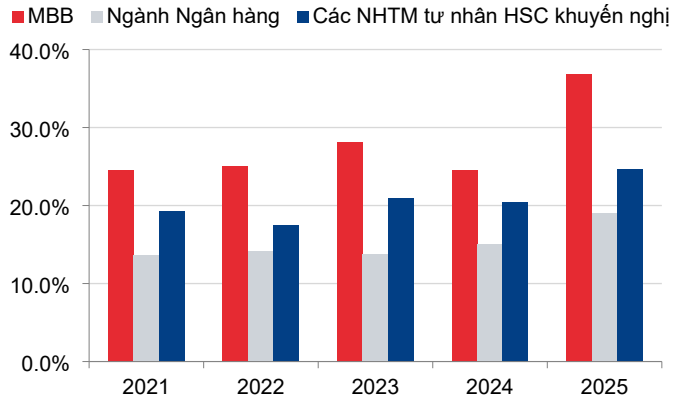
- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng đạt 25% (do áp lực huy động) và tỷ lệ NIM giảm khoảng 20 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 9,6%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng đạt 35% và tỷ lệ NIM đi ngang, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng 28%

KQKD năm 2025 so với ngành

MBB đã công bố KQKD mạnh mẽ trong năm 2025 với LNTT tăng trưởng 19%, vượt đáng kể dự báo của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng và lãi mua bán trái phiếu (Mời xem: LNTT Q4 tăng 37,5%, vượt đáng kể dự báo). Trong 5 năm qua, MBB là ngân hàng tích cực nhất trong việc mở rộng bảng CĐKT với hệ số ROE liên tục cao hơn bình quân ngành. Chúng tôi so sánh KQKD của MBB với các NHTM khác ở bên dưới.

Biểu đồ 127: Tăng trưởng tín dụng, MBB & các NHTM khác

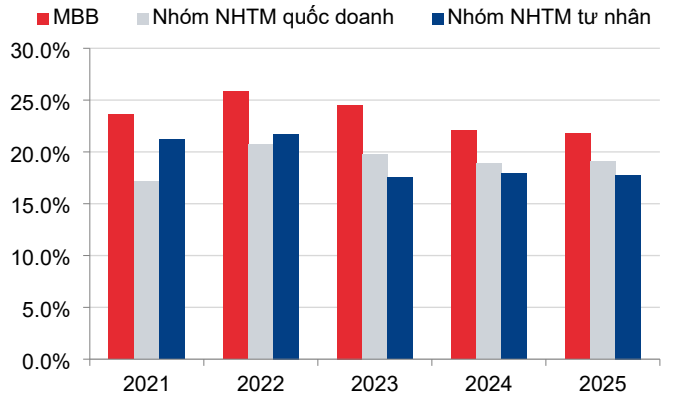
So với các NHTM khác, MBB tích cực hơn trong việc mở rộng bảng CĐKT



Nguồn: NHNN, MBB, HSC

Biểu đồ 128: Hệ số ROE, MBB & các NHTM khác

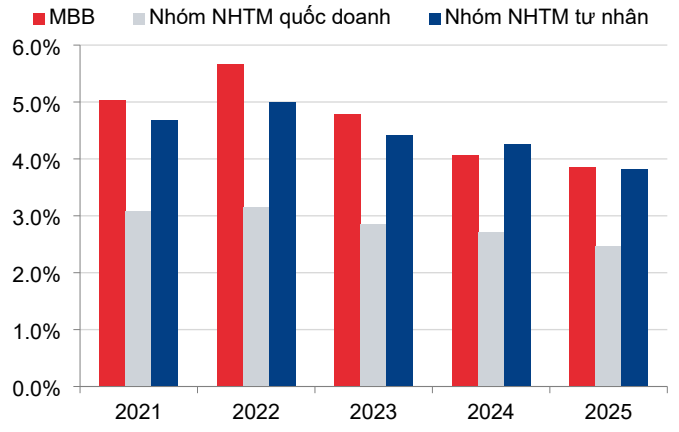
Hệ số ROE của MBB liên tục ở mức cao hơn so với các NHTM khác



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản khen thưởng và phúc lợi được trích từ lợi nhuận thuần
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 129: Tỷ lệ NIM, MBB & các NHTM khác

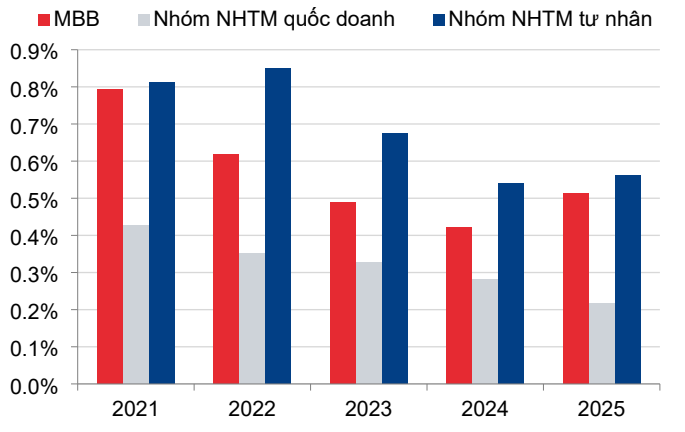
Tỷ lệ NIM giảm do Ngân hàng ưu tiên mở rộng thị phần



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 130: Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân, MBB & các NHTM khác

Thu nhập phí của MBB ở mức cao so với các NHTM khác



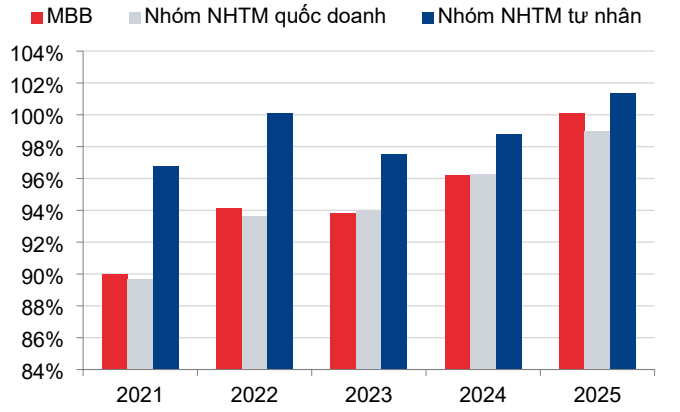
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 131: Hệ số LDR điều chỉnh, MBB & các NHTM khác

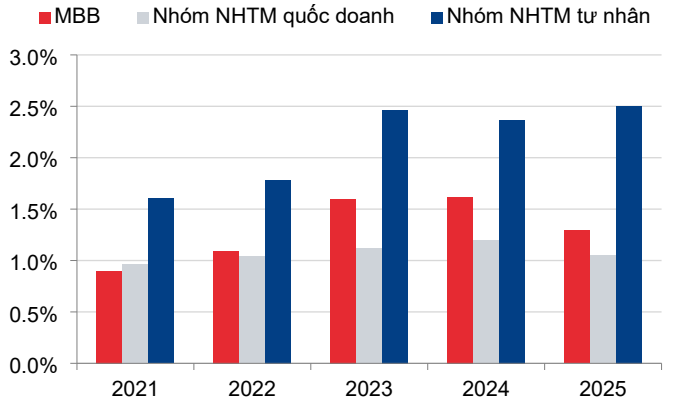
MBB duy trì hệ số LDR điều chỉnh tương đồng với các NHTM có vốn Nhà nước



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 132: Tỷ lệ nợ xấu, MBB & các NHTM khác

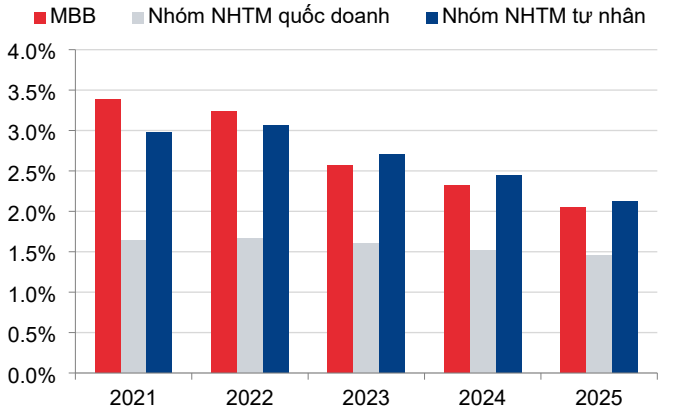
So với các NHTM Nhà nước và NHTM tư nhân, tỷ lệ nợ xấu của MBB ở mức trung bình



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 133: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, MBB & các NHTM khác

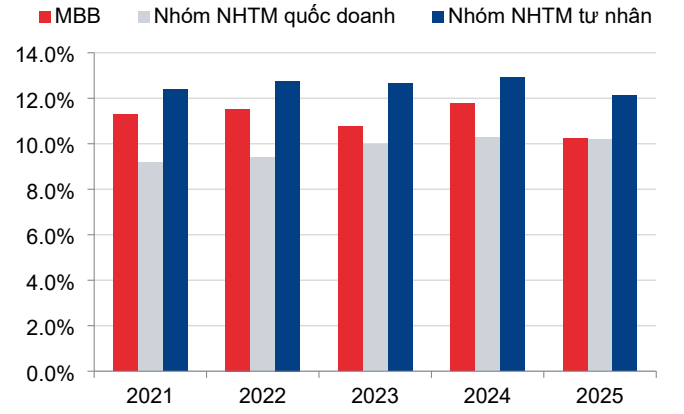
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đang cải thiện, sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 134: Hệ số CAR, MBB & các NHTM khác

Hệ số CAR chịu áp lực từ chiến lược tăng trưởng mạnh mẽ của Ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 4,6% giá mục tiêu lên 31.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và duy trì khuyến nghị Mua vào. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn đối với MBB nhờ định hướng tăng trưởng, cơ cấu tài sản đa dạng và hệ số ROE mạnh mẽ về mặt cấu trúc so với cả các NHTM có vốn nhà nước và các NHTM tư nhân. MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ và cao hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi tin rằng định giá thặng dư của MBB là bền vững và có thể tiếp tục tăng lên nhờ triển vọng hưởng lợi từ chính sách hiện hành.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 4,6% giá mục tiêu lên 31.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi duy trì giả định và phương pháp định giá thu nhập thặng dư với giả định chi phí vốn CSH ở mức 13,9%.

Chúng tôi vẫn lạc quan về cơ hội đầu tư đối với MBB. Ngân hàng này có chiến lược định hướng tăng trưởng với cơ cấu tài sản đa dạng hơn so với hầu hết các NHTM tư nhân khác và khả năng sinh lời vượt trội so với cả các NHTM có vốn nhà nước và NHTM tư nhân, liên tiếp nằm trong số những ngân hàng có hệ số ROE cao nhất. Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong 3 năm tới vẫn rất hấp dẫn với mục tiêu tăng trưởng tín dụng đầy tham vọng. Mặc dù chất lượng tài sản có thể biến động trong ngắn hạn nhưng triển vọng đầu tư dài hạn của MBB vẫn nguyên vẹn.

Bảng 135: Giả định chi phí vốn CSH, MBB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.00%	Bổ sung 25 điểm cơ bản phần bù rủi ro chất lượng tài sản, không đổi
Beta	1.10	Không đổi
Chi phí vốn CSH	**13.9%**	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 136: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MBB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	**30,451**	**38,244**	**46,956**	**54,099**	**62,187**	**66,510**	**70,781**	**73,070**
Chi phí vốn CSH	-18,923	-23,156	-28,471	-34,998	-41,551	-49,082	-58,327	-68,166
Lợi nhuận thặng dư	**11,528**	**15,088**	**18,485**	**19,101**	**20,636**	**17,428**	**12,454**	**4,904**
Giá trị dài hạn								**51,694**
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		87.8%	77.1%	67.7%	59.4%	52.2%	45.8%	40.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		**13,247**	**14,248**	**12,926**	**12,261**	**9,091**	**5,704**	**22,758**
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	90,236							
Giá trị sổ sách cuối 2026 (điều chỉnh)	166,587							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	**256,823**							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,055							
Giá mục tiêu cuối 2026	**31,800**							

Nguồn: HSC

Bảng 137: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MBB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH	**8.0%**	35,600	34,600	33,700	32,800	32,000
	8.5%	34,500	33,600	32,800	31,900	31,100
	9.0%	33,500	32,700	**31,800**	31,000	30,300
	9.5%	32,600	31,800	31,000	30,200	29,400
	10.0%	31,700	30,900	30,100	29,400	28,600

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu MBB đã tăng hơn 40% trong 12 tháng qua và vượt trội đáng kể so với bình quân ngành nhờ nền tảng cơ bản mạnh mẽ, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,05 lần và cao hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng định giá thặng dư hiện tại là bền vững và có thể tiếp tục tăng lên nhờ vị thế hưởng lợi từ chính sách hiện hành của MBB.

Biểu đồ 138: P/B trượt dự phóng 1 năm, MBB

MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần...

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 139: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MBB

... cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,05 lần

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	69.1	89.1	133	163	200
Chi phí lãi	(27.9)	(37.5)	(64.5)	(78.2)	(95.0)
Thu nhập lãi thuần	**41.2**	**51.6**	**68.7**	**84.6**	**105**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	4.37	6.58	7.78	9.56	11.5
Lãi thuần HĐ KDNH	2.00	1.76	2.72	3.76	4.88
Lãi/lỗ từ mua bán CK	4.56	2.26	0.59	1.76	2.31
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.05	0.17	0.17	0.17	0.17
Thu nhập khác	3.28	5.31	6.07	6.37	7.93
Tổng thu nhập HĐ	**55.4**	**67.7**	**86.0**	**106**	**131**
Chi phí HĐ	(17.0)	(19.7)	(24.2)	(30.1)	(37.2)
LN trước dự phòng	**38.4**	**48.0**	**61.8**	**76.1**	**94.3**
Chi phí dự phòng	(9.58)	(13.7)	(19.8)	(23.5)	(29.9)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**28.8**	**34.3**	**42.0**	**52.6**	**64.5**
Chi phí thuế TNDN	(5.88)	(6.89)	(8.40)	(10.5)	(12.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.32)	(0.60)	(0.66)	(0.73)	(0.80)
Lợi nhuận thuần	**22.6**	**26.8**	**32.9**	**41.3**	**50.8**
EPS (đồng)	2,834	3,325	4,087	5,133	6,302
DPS (đồng)	331	227	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	7,985	8,055	8,055	8,055	8,055
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	8,055	8,055	8,055	8,055	8,055
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	8,055	8,055	8,055	8,055	8,055

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	19.5	43.1	32.0	24.6	20.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	26.9	39.7	34.5	30.5	20.2
Tăng trưởng huy động KH (%)	25.8	29.0	32.2	37.5	23.8
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	21.5	31.5	33.9	32.7	23.8
Tăng trưởng VCSH (%)	20.9	21.4	22.4	23.0	22.9
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	6.38	25.4	33.0	23.2	23.7
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	14.0	15.7	22.8	24.7	23.3
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	18.6	25.0	28.8	23.1	24.0
Tăng trưởng LNTT (%)	9.59	18.9	22.5	25.3	22.6
Tăng trưởng LN thuần (%)	9.46	18.3	22.9	25.6	22.8
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.34	4.93	4.59	4.43	4.48
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.64)	(1.43)	(1.29)	(1.26)	(1.27)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.4	97.3	97.4	97.8	98.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.97	3.59	3.97	4.54	5.40
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	71.0	81.6	99.8	122	145
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.30	7.93	6.45	5.13	4.18
P/B (lần)	1.89	1.56	1.27	1.04	0.84
Lợi suất cổ tức (%)	1.26	0.86	0	0	0

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.35	4.97	7.42	9.85	12.2
Tiền gửi tại NHNN	29.8	68.5	29.7	39.4	48.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	76.8	183	277	221	268
Chứng khoán kinh doanh	7.93	4.65	3.13	4.37	5.36
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	**766**	**1,073**	**1,443**	**1,883**	**2,265**
Tổng dư nợ cho vay	778	1,086	1,462	1,907	2,293
Dự phòng rủi ro	(11.7)	(13.2)	(18.3)	(23.8)	(27.8)
Chứng khoán đầu tư	**210**	**226**	**310**	**432**	**530**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	206	222	307	429	525
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	4.61	4.30	3.13	4.37	5.36
Dự phòng rủi ro	(0.48)	(0.23)	(0.42)	(0.54)	(0.59)
Đầu tư dài hạn	0.61	0.47	0.47	0.47	0.47
Tài sản cố định	5.66	5.84	6.04	6.54	7.04
Tài sản khác	29.0	49.5	56.0	60.9	73.7
Tổng tài sản	**1,129**	**1,616**	**2,133**	**2,658**	**3,210**
Nợ phải trả	**1,012**	**1,474**	**1,960**	**2,447**	**2,953**
Tiền gửi của NHNN	8.16	47.5	59.4	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	110	248	327	386	417
Tổng tiền gửi KH	714	921	1,218	1,674	2,073
Trái phiếu và CCTG	129	187	267	295	366
Nợ khác	50.1	68.9	88.6	90.8	96.6
Vốn chủ sở hữu	**112**	**136**	**167**	**205**	**252**
Vốn điều lệ	53.1	80.5	96.7	116	139
Thặng dư vốn cổ phần	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
Lợi nhuận giữ lại	40.7	32.6	42.8	56.7	74.1
Quỹ & vốn khác của CSH	17.1	21.7	25.8	30.8	37.2
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.91	5.89	5.89	5.89	5.89
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**1,129**	**1,616**	**2,133**	**2,658**	**3,210**
BVPS (đồng)	13,923	16,901	20,681	25,429	31,258

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	40.8	39.6	38.3	38.9	38.6
ROAA (%)	2.18	1.95	1.76	1.73	1.73
ROAE (%)	22.1	21.6	21.7	22.3	22.2
Chi phí huy động BQ (%)	3.18	3.17	3.94	3.70	3.64
Lợi suất gộp BQ (%)	6.84	6.67	7.30	6.95	6.95
Lợi suất thuần (%)	3.66	3.50	3.36	3.25	3.30
Tỷ lệ NIM (%)	4.07	3.87	3.76	3.61	3.64
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	7.88	9.72	9.04	9.00	8.76
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	74.3	76.2	79.8	79.6	79.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	17.9	14.0	11.1	11.4	11.6
Tỷ lệ CIR (%)	30.7	29.1	28.1	28.4	28.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	11.7	6.84	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.8	10.2	9.28	8.71	8.76
VCSH/Tổng TS (%)	9.94	8.43	7.81	7.71	7.84
Đòn bẩy vốn (lần)	10.1	11.9	12.8	13.0	12.8
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.62	1.29	1.33	1.30	1.20
Hệ số LLR (%)	92.9	93.9	94.2	95.9	101
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	109	118	120	114	111
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	11.6	18.3	18.0	16.4	14.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	68.9	67.2	68.5	71.7	71.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	319	328	330	340	350
Số lượng nhân viên	18,639	18,836	21,661	23,394	24,330

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Ngân hàng TMCP Hàng hải Việt Nam (MSB - HSX)

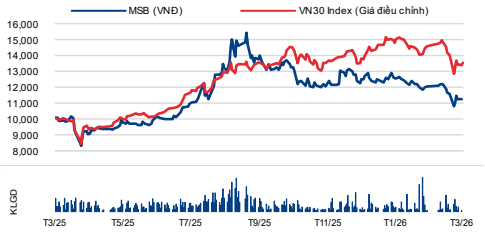
Báo cáo doanh nghiệp

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ15,400 *(từ VNĐ15,700)*
Tiềm năng tăng/giảm: 35.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	11,350
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,333-15,416
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,283
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	38,635
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,470
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,404
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	991
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.1%
Tỷ lệ freefloat	64.8%
Cổ đông lớn	VNPT (6.05%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.81)	(8.84)	12.6
So với chỉ số	1.48	(7.65)	(16.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,037	1,896	7.4
2027F	2,015	2,174	(7.3)
2028F	2,280	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam là ngân hàng tư nhân quy mô vừa và nhỏ tại Việt Nam, tập trung vào mảng bất động sản và cho vay mua nhà.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Ngọc
Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ định giá hấp dẫn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.400đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 0,99 lần với hệ số ROE đạt 13,9 %.
- Chúng tôi tăng 14% dự báo LNTT năm 2026 nhưng giảm 2% dự báo cho năm 2027 sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng do NHNN thắt chặt hạn mức tăng trưởng, triển vọng tỷ lệ NIM thận trọng hơn, lãi hoạt động nguồn vốn giảm xuống, tỷ lệ nợ xấu tăng lên, đồng thời bao gồm khoản thu nhập không thường xuyên bị đẩy lùi so với dự kiến ban đầu hoàn thành trong năm 2025.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,8 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

Là một ngân hàng quy mô trung bình được cấp hạn mức tăng trưởng hạn chế, MSB nhiều khả năng sẽ tập trung tối ưu hóa tỷ lệ NIM và mở rộng danh mục sản phẩm thu phí. Do đó, mặc dù tăng trưởng tín dụng có thể chậm lại, lợi nhuận sẽ được củng cố nhờ tỷ lệ NIM dần phục hồi, thu nhập phí gia tăng và hiệu quả hoạt động cải thiện. Chất lượng tài sản vẫn cần theo dõi chặt chẽ và chúng tôi dự báo áp lực trích lập dự phòng sẽ gia tăng trong thời gian tới. Cuối cùng, một khoản mục không thường xuyên được lên kế hoạch ban đầu vào năm 2025 hiện nhiều khả năng sẽ được ghi nhận trong năm 2026.

Tác động: Tăng 14% dự báo lợi nhuận năm 2026 nhưng giảm 2% dự báo năm 2027

HSC tăng 14% dự báo LNTT năm 2026 nhưng giảm 2% dự báo cho năm 2027 đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2026 chủ yếu do khoản thu nhập không thường xuyên (tăng trưởng LNTT năm 2026 dự báo đạt 13% nhưng LNTT cốt lõi gần như đi ngang), trong khi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo trong các năm tiếp theo để phản ánh tốc độ tăng trưởng tín dụng giảm tốc, triển vọng tỷ lệ NIM thận trọng hơn, lãi hoạt động nguồn vốn yếu hơn và các giả định rủi ro nợ xấu tăng. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 8% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.400đ sau khi điều chỉnh trái chiều dự báo lợi nhuận - tăng dự báo cho năm 2026 do các khoản mục không thường xuyên và giảm nhẹ dự báo trong những năm tiếp theo. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá cổ phiếu hấp dẫn. Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ và thấp hơn khoảng 40% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 0,99 lần với hệ số ROE là 13,9%.

Bên cạnh định giá hấp dẫn của MSB, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ dần cải thiện và rủi ro chất lượng tài sản sẽ được kiểm soát tốt hơn. Ngân hàng đang trong quá trình hoàn thiện hệ sinh thái dịch vụ tài chính, điều này có thể tiếp tục củng cố tiềm năng tăng trưởng.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	10,243	10,947	12,861	14,669	16,879
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	14,218	14,045	17,034 ▲	18,291	20,692
LN thuần (tỷ đồng)	5,520	5,629	6,356 ▲	6,287	7,115
EPS (đồng)	1,769	1,804	2,037 ▲	2,015	2,280
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	11,800	13,605	15,642	17,657	19,937
P/E (lần)	6.42	6.29	5.57	5.63	4.98
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.96	0.83	0.73	0.64	0.57
Tăng trưởng EPS (%)	18.4	1.97	12.9	(1.09)	13.2
ROAE (%)	16.2	14.2	13.9	12.1	12.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá hấp dẫn với sự cải thiện dần dần

HSC tăng 14% dự báo LNTT năm 2026 nhưng giảm 2% dự báo cho năm 2027 đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2026 chủ yếu do khoản thu nhập không thường xuyên, trong khi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo trong các năm tiếp theo để phản ánh tốc độ tăng trưởng tín dụng giảm tốc, triển vọng tỷ lệ NIM thận trọng hơn, lãi hoạt động nguồn vốn suy yếu và tỷ lệ nợ xấu gia tăng. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT của MSB sẽ tăng trưởng trung bình 8% trong 3 năm tới nhờ tỷ lệ NIM dần phục hồi, thu nhập phí khởi sắc và hiệu quả hoạt động cải thiện. Chất lượng tài sản tiếp tục là mối quan tâm chính và chúng tôi dự báo áp lực trích lập dự phòng sẽ tiếp tục kéo dài. Chúng tôi giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.400đ nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Dự báo mới

Trong bối cảnh hạn mức tín dụng được kiểm soát chặt chẽ, chúng tôi tin rằng động lực tăng trưởng của MSB sẽ đến từ sự phục hồi của tỷ lệ NIM thông qua tối ưu hóa cả nguồn vốn và cơ cấu cho vay, cùng với dư địa từ hệ số LDR vẫn dồi dào. Triển vọng thu nhập phí vẫn tích cực cùng hiệu quả hoạt động cải thiện, mặc dù lãi hoạt động nguồn vốn có thể suy yếu. Chất lượng tài sản vẫn cần theo dõi chặt chẽ. Chúng tôi nhận thấy những rủi ro liên quan đến nợ xấu và việc tỷ lệ lãi dự thu trên tổng tài sản ngày càng tăng, điều này có thể tiềm ẩn một số rủi ro đối với chất lượng lợi nhuận. Áp lực trích lập dự phòng cũng có thể tiếp diễn khi Ngân hàng tiếp tục xử lý các rủi ro về chất lượng tài sản và làm sạch bảng CĐKT.

Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT của MSB sẽ tăng trưởng trung bình 8% trong 3 năm tới. Trong đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng 13% trong năm 2026 chủ yếu nhờ một khoản mục không thường xuyên; nếu không bao gồm khoản mục này, tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi sẽ chỉ đạt 1 %.

Tăng trưởng tín dụng

NHNN đã đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ở mức 15% cho năm 2026 và phân bổ hạn mức tín dụng ban đầu khoảng 13% cho hầu hết các NHTM, điều này phản ánh lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn. Theo phân bổ hạn mức tín dụng cả năm của NHNN, MSB được cấp hạn mức ban đầu là 10,5%, chúng tôi tin rằng hạn mức này có thể được tăng lên trong nửa cuối năm nếu thanh khoản hệ thống cải thiện.

Ở cấp độ Ngân hàng mẹ, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng xuống lần lượt 12,5% và 14% trong năm 2026-2027 từ 18% trước đó. Chúng tôi giữ nguyên giả định tăng trưởng tín dụng cho TNEX Finance lần lượt ở mức 50% và 25% trong năm 2026-2027 mặc dù đóng góp của công ty này vẫn khiêm tốn.

Tỷ lệ NIM

Mặc dù MSB nằm trong số những ngân hàng chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất do lãi suất LNH duy trì ở mức cao kể từ năm 2024 do vị thế vay ròng trên thị trường liên ngân hàng, chúng tôi tin rằng tỷ lệ NIM của Ngân hàng vẫn có thể cải thiện dựa trên một số yếu tố như sau:

- Tối ưu hóa chi phí huy động nhờ nâng cao tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn & tỷ lệ tiền gửi khách hàng doanh nghiệp.
- Tỷ trọng cho vay bán lẻ và cho vay dài hạn, bao gồm cho vay mua nhà và các khoản vay liên quan đến lĩnh vực BĐS, đang cải thiện sau khi tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025.
- Hệ số LDR điều chỉnh đã giảm dần xuống 92% từ mức đỉnh 109% trong Q1/2024, bổ sung dư địa cho việc mở rộng tỷ lệ NIM.

HSC hạ giả định tỷ lệ NIM sau KQKD thực hiện năm 2025 không đạt kỳ vọng nhưng duy trì quan điểm về triển vọng cải thiện của tỷ lệ NIM. Chúng tôi giảm 18 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2026-2027 xuống lần lượt 3,2% và 3,28%, tương đương tăng lần lượt 5 và 8 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2026-2027. Lưu ý

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

rằng ngay cả sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo thu nhập lãi thuần vì trong năm 2025, MSB đã củng cố tổng tài sản sinh lãi vượt kỳ vọng (tăng trưởng 25% so với 15% trong dự báo trước đó), điều này sẽ bù đắp cho việc hạ giả định tỷ lệ NIM.

Thu nhập phí

Trong cuộc họp báo KQKD gần đây, MSB đã chia sẻ về định hướng đẩy mạnh sản phẩm L/C và các khoản vay nước ngoài – đều là những sản phẩm không bị tính vào hạn mức tăng trưởng tín dụng – trong bối cảnh hạn mức tín dụng hạn chế hiện nay. Chúng tôi tin rằng những sáng kiến này có thể giúp mở rộng cơ sở thu nhập phí của Ngân hàng.

HSC tăng lần lượt lần lượt 25% và 18% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ cho năm 2026-2027, tương đương tăng trưởng lần lượt 12% và 15% trong năm 2026-2027.

Thu nhập ngoài lãi khác

- **Lãi hoạt động kinh doanh nguồn vốn**: Chúng tôi hạ dự báo lãi mua bán trái phiếu và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối dựa trên thông tin cập nhật từ KQKD Q4/2025.
- **Thu nhập khác**: MSB không ghi nhận thu nhập không thường xuyên trong năm 2025 như kế hoạch nhưng BLĐ kỳ vọng sẽ hoàn thành vào Q1/2026. Chúng tôi giữ nguyên giả định thu nhập khác đạt 800 tỷ đồng.

Chất lượng tài sản

HSC nâng giả định tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu mới hình thành cho năm 2026-2027 do chất lượng tài sản không đạt kỳ vọng trong năm 2025 và áp lực tiềm ẩn trong bối cảnh lãi suất gia tăng. Chúng tôi dự báo áp lực trích lập dự phòng sẽ gia tăng do áp lực nợ xấu và đệm dự phòng mỏng hơn sau khi MSB giảm trích lập dự phòng trong năm 2025.

Chúng tôi nâng giả định về nợ xấu mới hình thành năm 2026-2027 lên lần lượt 1,7% và 1,55% (từ lần lượt 1,4% và 1,35%) và nâng dự báo chi phí tín dụng lên lần lượt 1,17% và 1,28% (từ lần lượt 1,13% và 1,24%). Nhìn chung, quá trình làm sạch bảng CĐKT có thể mất nhiều thời gian hơn dự báo mặc dù chúng tôi không nhận thấy rủi ro lớn về chất lượng tài sản trong giai đoạn này.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng đạt 11% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ chậm lại ở mức 3,5%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 16% và tỷ lệ NIM tăng 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 18,5%.

Giả định và dự báo cho kịch bản cơ sở của chúng tôi như sau:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 140: Các giả định quan trọng, MSB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng, hạ giả định tỷ lệ NIM, nâng giả định nợ xấu mới hình thành và giả định tỷ lệ nợ xấu

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng	18.8%	18.5%	18.1%	16.8%	13.2%	14.3%	14.2%
Tăng trưởng tiền gửi	23.5%	16.1%	15.6%	27.2%	9.2%	14.3%	14.2%
Tỷ lệ NIM	3.27%	3.38%	3.46%	3.15%	3.20%	3.28%	3.34%
Tỷ lệ nợ xấu	2.60%	2.50%	2.30%	2.69%	2.80%	2.75%	2.60%
Nợ xấu mới hình thành	1.50%	1.40%	1.35%	1.65%	1.70%	1.55%	1.45%
Chi phí tín dụng	0.94%	1.13%	1.24%	1.01%	1.17%	1.28%	1.35%
Tỷ lệ LLR	55%	55%	58%	52%	45%	46%	50%
Hệ số CIR	41%	42%	41%	36%	38%	40%	38%
Tỷ lệ chi phí HĐ	3.09%	2.99%	2.90%	2.64%	2.96%	2.88%	2.77%
Tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro	2.34%	2.25%	2.22%	2.15%	2.02%	2.00%	1.99%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.42%	0.40%	0.42%	0.48%	0.46%	0.48%	0.46%
ROA	1.60%	1.41%	1.40%	1.55%	1.50%	1.33%	1.34%
ROE	13.88%	12.40%	12.56%	14.20%	13.93%	12.10%	12.13%

Nguồn: MSB, HSC

Bảng 141: Dự báo lợi nhuận, MSB

Chúng tôi điều chỉnh tăng 14% dự báo lợi nhuận năm 2026 nhằm phản ánh khoản thu nhập không thường xuyên được bị đẩy lùi từ năm 2025; đồng thời điều chỉnh giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027 sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng, giả định tỷ lệ NIM và giả định lãi kinh doanh nguồn vốn

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	**10,854**	**12,909**	**15,387**	**10,947**	**12,861**	**14,669**	**16,879**
Tăng trưởng	6.0%	18.9%	19.2%	6.9%	17.5%	14.1%	15.1%
Điều chỉnh				0.9%	-0.4%	-4.7%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**1,436**	**1,565**	**1,908**	**1,753**	**1,962**	**2,251**	**2,462**
Tăng trưởng	6.1%	8.9%	21.9%	29.5%	11.9%	14.7%	9.4%
Điều chỉnh				22.0%	25.4%	18.0%	
Thu nhập ngoài lãi khác	**2,419**	**1,981**	**1,990**	**1,344**	**2,211**	**1,372**	**1,351**
Tăng trưởng	-7.7%	-18.1%	0.5%	-48.7%	64.5%	-38.0%	-1.5%
Điều chỉnh				-44.4%	11.6%	-31.1%	
Tổng thu nhập HĐ	**14,710**	**16,455**	**19,285**	**14,045**	**17,034**	**18,291**	**20,692**
Tăng trưởng	3.5%	11.9%	17.2%	-1.2%	21.3%	7.4%	13.1%
Điều chỉnh				-4.5%	3.5%	-5.2%	
Chi phí HĐ	**-5,998**	**-6,883**	**-7,903**	**-5,068**	**-6,526**	**-7,235**	**-7,953**
Tăng trưởng	14.7%	14.8%	14.8%	-3.1%	28.8%	10.9%	9.9%
Điều chỉnh				-15.5%	-5.2%	-8.5%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**8,712**	**9,572**	**11,382**	**8,977**	**10,508**	**11,056**	**12,739**
Tăng trưởng	-3.1%	9.9%	18.9%	-0.1%	17.1%	5.2%	15.2%
Điều chỉnh				3.0%	9.8%	-2.9%	
Chi phí dự phòng	**-1,812**	**-2,588**	**-3,363**	**-1,918**	**-2,564**	**-3,198**	**-3,845**
Tăng trưởng	-13.0%	42.8%	29.9%	-7.9%	33.6%	24.7%	20.2%
Điều chỉnh				5.9%	-0.9%	-4.9%	
LNTT	**6,900**	**6,984**	**8,019**	**7,058**	**7,945**	**7,858**	**8,894**
Tăng trưởng	-0.1%	1.2%	14.8%	2.2%	12.6%	-1.1%	13.2%
Điều chỉnh				2.3%	13.8%	-2.0%	
Lợi nhuận thuần	**5,489**	**5,587**	**6,415**	**5,629**	**6,356**	**6,287**	**7,115**
Tăng trưởng	-0.6%	1.8%	14.8%	2.0%	12.9%	-1.1%	13.2%
Điều chỉnh				2.5%	13.8%	-2.0%	

Nguồn: MSB, HSC

KQKD năm 2025 so với ngành

Trong năm 2025, LNTT đạt 7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 2% (Mời xem: LNTT Q4 tăng 15% nhờ cắt giảm chi phí). Lợi nhuận thuần nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, trái với giả định của chúng tôi, Ngân hàng không ghi nhận thu nhập

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

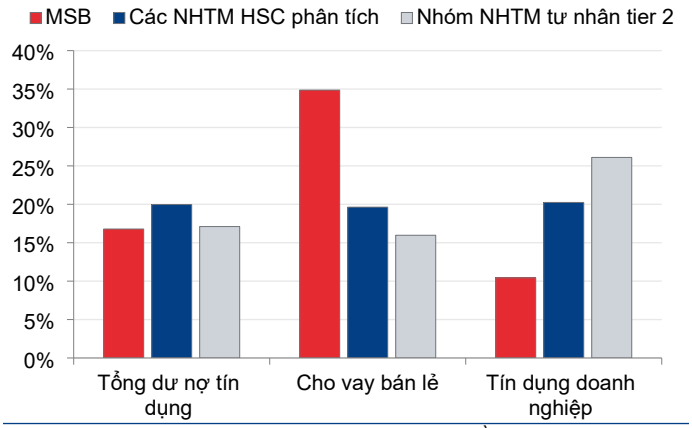
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

không thường xuyên theo kế hoạch của BLĐ mà thay vào đó dựa vào việc thắt chặt chi phí lao động để hỗ trợ lợi nhuận.

Chúng tôi tóm tắt chỉ số kinh doanh chính, so sánh với các ngân hàng khác và nhận xét như bên dưới:

Biểu đồ 142: Tăng trưởng tín dụng năm 2025 theo phân khúc khách hàng, MSB & các NHTM khác

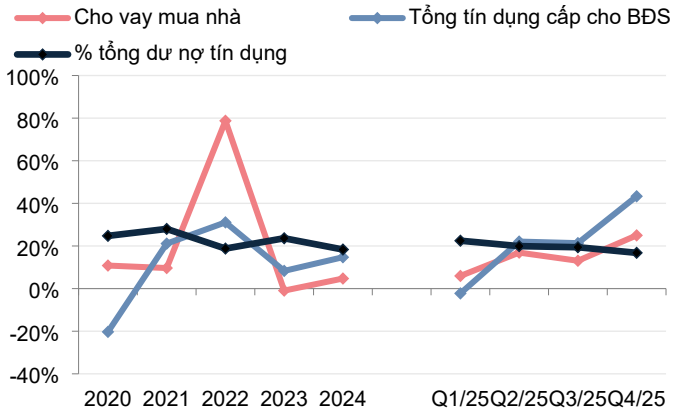
Tăng trưởng tín dụng của MSB đạt 16,8% (Ngân hàng mẹ: 15,8%, công ty tài chính tiêu dùng TNEX: 114,5%). Các khoản cho vay khách hàng cá nhân đóng vai trò là động lực chính, tăng 34,9%



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 143: Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực BĐS so với tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng, MSB

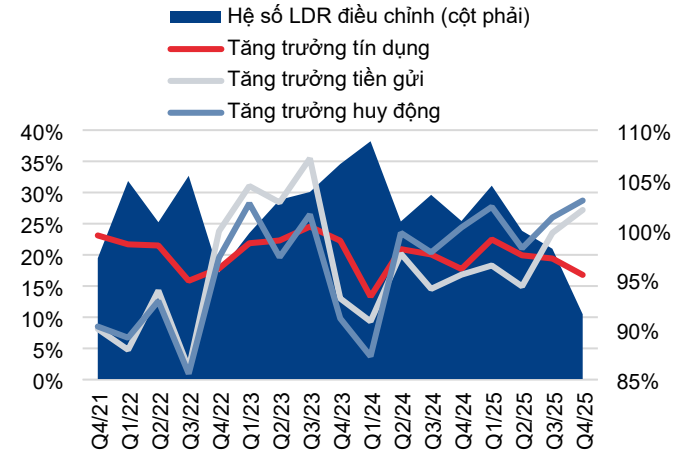
Tín dụng cấp cho BĐS, bao gồm cho vay các doanh nghiệp phát triển BĐS & cho vay mua nhà, hồi phục mạnh mẽ trong Q4/2025



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 144: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng vốn huy động, MSB

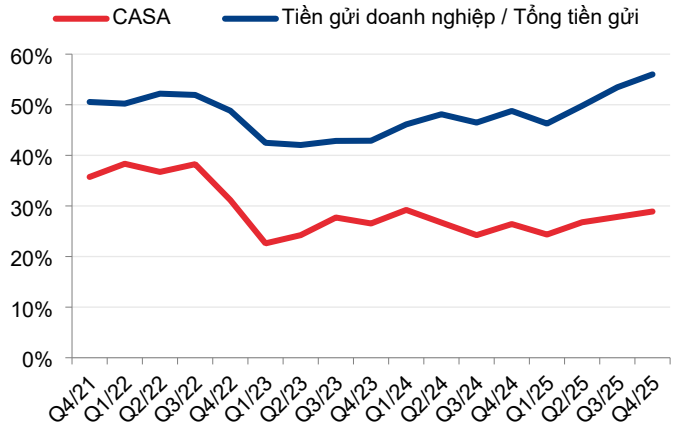
Tỷ lệ LDR giảm khi tăng trưởng tiền gửi và tăng trưởng vốn huy động (bao gồm tiền gửi và giấy tờ có giá) đều cao hơn tăng trưởng tín dụng trong Q4/2024



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 145: CASA và tỷ trọng tiền gửi doanh nghiệp, MSB

Việc gia tăng tỷ trọng nguồn vốn chi phí thấp – bao gồm CASA và tiền gửi doanh nghiệp – sẽ góp phần giảm áp lực chi phí huy động



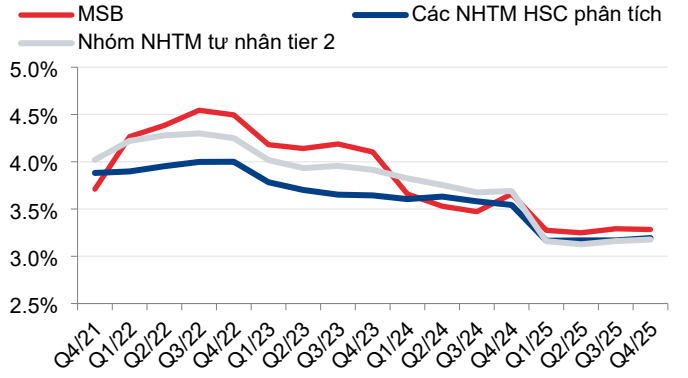
Nguồn: MSB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 146: Tỷ lệ NIM so với đầu năm, MSB & các NHTM khác

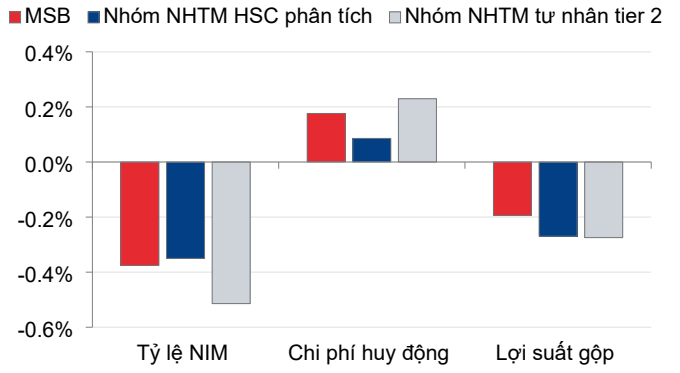
Tỷ lệ NIM giảm mạnh trong Q1/2025 trước khi phục hồi nhẹ sau đó. Tỷ lệ NIM cốt lõi cả năm 2025 đạt 3,15%, giảm 31 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 147: Biến động tỷ lệ NIM, lợi suất và chi phí huy động so với đầu năm, MSB & các NHTM khác

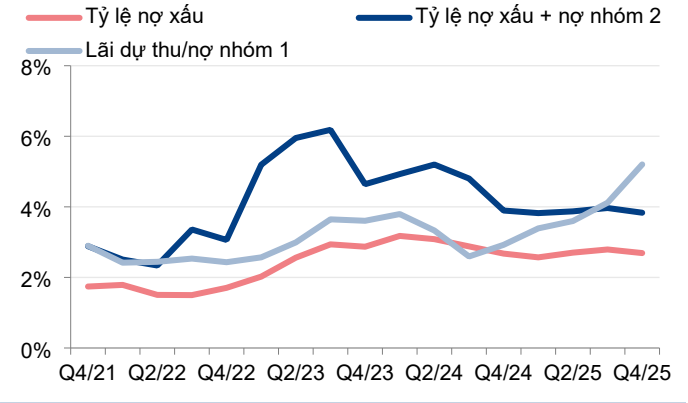
Chi phí huy động được kiểm soát tốt hơn so với các NHTM khác nhờ tăng trưởng CASA và tiền gửi doanh nghiệp. Trong khi đó, lợi suất gộp duy trì ổn định hơn, nhiều khả năng nhờ tỷ trọng cho vay bán lẻ và các khoản vay dài hạn gia tăng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 148: Tỷ lệ nợ quá hạn / Tổng dư nợ, MSB

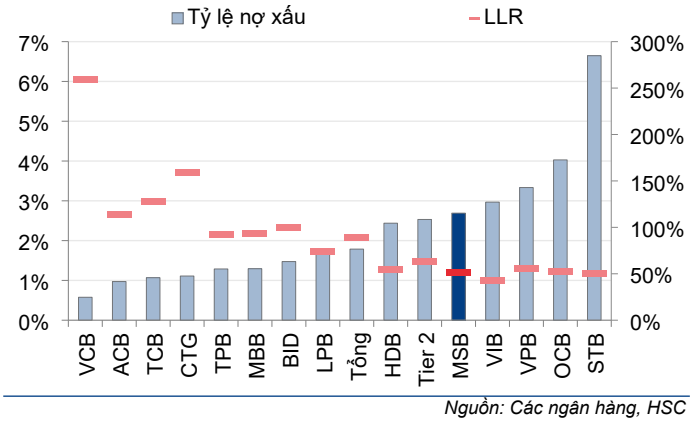
Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 duy trì tương đối ổn định kể từ Q4/2024. Tuy nhiên, tỷ trọng lãi dự thu tiếp tục tăng, cho thấy tỷ trọng lãi dự thu trong thu nhập ngày càng lớn và phản ánh rủi ro tiềm ẩn đối với chất lượng tài sản



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 149: Nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng, MSB

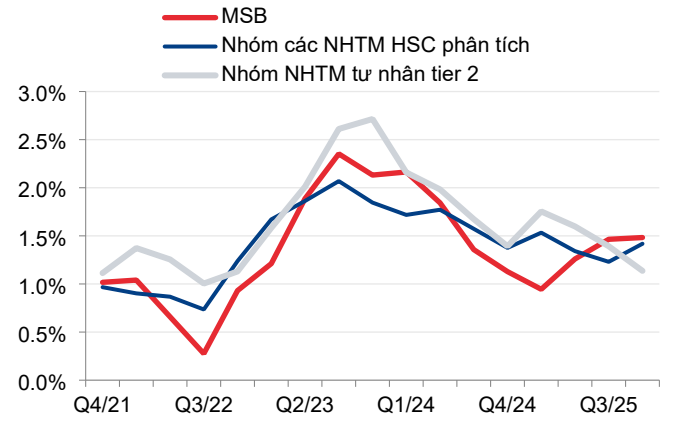
Tỷ lệ nợ xấu và hệ số LLR vẫn kém hơn so với các NHTM khác



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 150: Nợ xấu mới hình thành trượt 12 tháng, MSB

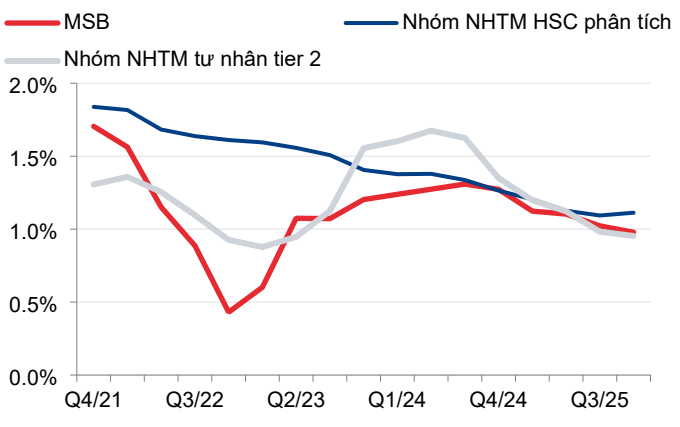
Nợ xấu mới hình thành có xu hướng tăng chậm lại sau khi tăng mạnh từ mức đáy, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh ghi nhận trong giai đoạn chất lượng tài sản chịu áp lực từ năm 2023 đến nửa đầu 2024



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 151: Chi phí tín dụng trượt 12 tháng, MSB

Nợ xấu mới hình thành tăng nhẹ nhưng chi phí tín dụng vẫn giảm dần



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.400đ nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Mua vào. MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và thấp hơn khoảng 40% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu MSB tại định giá hiện tại và duy trì quan điểm nền tảng cơ bản sẽ cải thiện ngay cả khi hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 0,99 lần với hệ số ROE đạt 13,9 %.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.400đ nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Mua vào. Trong đó:

- Điều chỉnh trái chiều dự báo LNTT: Tăng 14% dự báo cho năm 2026 nhờ khoản lãi không thường xuyên trong khi giảm nhẹ dự báo cho các năm tiếp theo do tăng trưởng tín dụng thấp, tỷ lệ NIM thận trọng hơn, thu nhập từ kinh doanh nguồn vốn sụt giảm và quá trình làm sạch bảng CĐKT kéo dài hơn, điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận trong dài hạn.
- Giảm 0,47 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH sau khi hạ giả định beta từ 1,15 xuống 1,1.

Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 0,99 lần với hệ số ROE đạt 13,9%.

Bảng 152: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MSB

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận thuần	6,356	6,287	7,115	9,027	10,644	12,154	13,491	14,667	15,612	16,262
(-) Chi phí vốn CSH	6,133	7,052	7,960	8,988	10,293	11,831	13,220	14,470	15,506	16,262
Lợi nhuận thặng dư	**222**	**-765**	**-845**	**38**	**351**	**323**	**271**	**198**	**106**	**0**
Giá trị dài hạn										**0**
(x) Hệ số chiết khấu đến cuối 2026	1.00	0.87	0.76	0.67	0.58	0.51	0.44	0.39	0.34	0.30
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	**222**	**-669**	**-645**	**25**	**205**	**165**	**120**	**77**	**36**	**0**
Giá trị sổ sách cuối năm	48,802									
Giá trị vốn CSH cuối 2026	**48,116**									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	3,120									
Giá mục tiêu cuối 2026	**15,400**									

Nguồn: HSC

Bảng 153: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MSB

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	**8.50%**	17,200	16,800	16,300	15,900	15,500
	9.00%	16,700	16,300	15,900	15,500	15,100
	9.50%	16,200	15,800	**15,400**	15,000	14,600
	10.00%	15,800	15,400	15,000	14,600	14,200
	10.50%	15,300	14,900	14,600	14,200	13,800

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,8 lần, thấp hơn 0,82 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Tại định giá chiết khấu sâu so với giá trị sổ sách và P/B thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ, chúng tôi ưa thích cổ phiếu MSB. Trong ngắn hạn, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận có thể được thúc đẩy nhờ khoản lãi không thường xuyên liên quan đến xử lý tài sản tồn đọng trong năm 2026. Nhìn chung về nền tảng cơ bản, chúng tôi kỳ vọng HĐKD của MSB sẽ dần cải thiện nhờ tỷ lệ NIM phục hồi và lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng tích cực bất chấp môi trường tín dụng thắt chặt hơn. Triển vọng chất lượng tài sản thận trọng hơn nhưng chúng tôi tin rằng rủi ro vẫn trong tầm kiểm soát.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

MSB cũng đang phát triển hệ sinh thái dịch vụ tài chính, từ đó có thể củng cố tiềm năng tăng giá.

Biểu đồ 154: P/B trượt dự phóng 1 năm, MSB

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần...

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

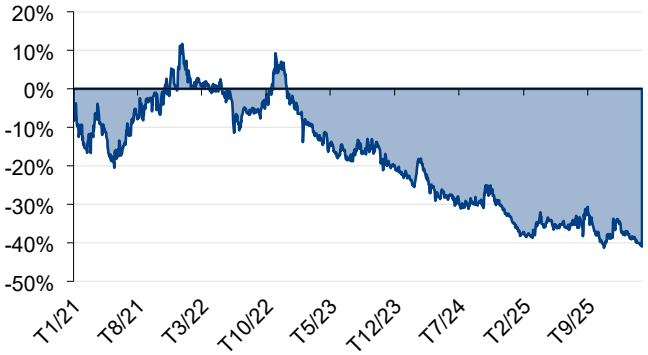
Biểu đồ 155: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MSB

...thấp hơn 0,82 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 0,92 lần

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 156: Chênh lệch định giá, MSB & bình quân nhóm NHTM tư nhân

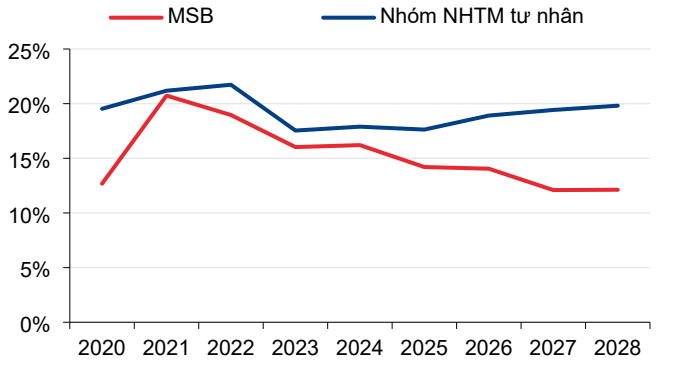
MSB đang giao dịch với chiết khấu 40% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân là 1,17 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 157: Hệ số ROE, MSB & bình quân nhóm NHTM tư nhân

ROE của MSB dự kiến sẽ ở mức thấp hơn: bình quân 3 năm đạt 12,8% - so với bình quân nhóm NHTM tư nhân là 19,2%



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

s

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	18,681	21,601	27,488	30,621	35,110
Chi phí lãi	(8,438)	(10,654)	(14,627)	(15,952)	(18,231)
Thu nhập lãi thuần	**10,243**	**10,947**	**12,861**	**14,669**	**16,879**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,354	1,753	1,962	2,251	2,462
Lãi thuần HĐ KDNH	1,056	845	1,114	1,072	1,071
Lãi/lỗ từ mua bán CK	273	(76.7)	(53.2)	0	0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0	0	0	0
Thu nhập khác	1,292	576	1,150	300	280
Tổng thu nhập HĐ	**14,218**	**14,045**	**17,034**	**18,291**	**20,692**
Chi phí HĐ	(5,230)	(5,068)	(6,526)	(7,235)	(7,953)
LN trước dự phòng	**8,988**	**8,977**	**10,508**	**11,056**	**12,739**
Chi phí dự phòng	(2,084)	(1,918)	(2,564)	(3,198)	(3,845)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**6,904**	**7,058**	**7,945**	**7,858**	**8,894**
Chi phí thuế TNDN	(1,384)	(1,430)	(1,589)	(1,572)	(1,779)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**5,520**	**5,629**	**6,356**	**6,287**	**7,115**
EPS (đồng)	1,769	1,804	2,037	2,015	2,280
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	19.9	27.3	8.32	13.3	12.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	18.3	16.3	13.3	14.4	14.3
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.8	27.2	9.19	14.3	14.2
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	24.4	28.7	9.07	14.3	14.2
Tăng trưởng VCSH (%)	17.6	15.3	15.0	12.9	12.9
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	11.5	6.88	17.5	14.1	15.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.68	(3.11)	28.8	10.9	9.93
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	20.7	(0.12)	17.1	5.22	15.2
Tăng trưởng LNTT (%)	18.4	2.24	12.6	(1.09)	13.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	18.9	1.97	12.9	(1.09)	13.2
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.84	3.86	4.01	3.88	3.88
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.78)	(1.39)	(1.54)	(1.54)	(1.49)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.6	95.5	94.8	94.9	94.9
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.13	2.10	2.55	2.74	3.10
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	nm	nm	nm	nm	nm
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.42	6.29	5.57	5.63	4.98
P/B (lần)	0.96	0.83	0.73	0.64	0.57
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,203	1,459	1,651	1,886	2,154
Tiền gửi tại NHNN	5,495	9,820	11,115	9,378	10,706
Tiền gửi tại các TCTD khác	60,936	73,969	86,762	99,142	107,062
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	**173,467**	**202,358**	**229,579**	**262,638**	**300,003**
Tổng dư nợ cho vay	176,493	205,209	232,532	265,989	303,930
Dự phòng rủi ro	(3,026)	(2,851)	(2,953)	(3,351)	(3,927)
Chứng khoán đầu tư	**65,570**	**97,293**	**88,339**	**100,665**	**114,643**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	65,605	97,308	88,354	100,680	114,658
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(34.9)	(14.7)	(14.7)	(14.7)	(14.7)
Đầu tư dài hạn	12.0	1.24	1.40	1.61	1.84
Tài sản cố định	433	498	563	536	612
Tài sản khác	13,032	22,276	23,590	26,209	29,955
Tổng tài sản	**320,148**	**407,674**	**441,600**	**500,456**	**565,137**
Nợ phải trả	**283,331**	**365,228**	**392,799**	**445,367**	**502,933**
Tiền gửi của NHNN	9,204	23,067	11,725	13,398	6,118
Tiền gửi của các TCTD khác	92,189	108,610	124,915	139,263	162,662
Tổng tiền gửi KH	154,612	196,672	214,746	245,386	280,132
Trái phiếu và CCTG	21,211	29,634	32,089	36,667	41,859
Nợ khác	5,384	6,812	8,207	9,378	10,706
Vốn chủ sở hữu	**36,817**	**42,446**	**48,802**	**55,089**	**62,204**
Vốn điều lệ	26,000	31,200	31,200	31,200	31,200
Thặng dư vốn cổ phần	33.0	33.5	33.5	33.5	33.5
Lợi nhuận giữ lại	7,495	6,818	12,346	17,680	23,851
Quỹ & vốn khác của CSH	3,289	4,394	5,222	6,176	7,119
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**320,148**	**407,674**	**441,600**	**500,456**	**565,137**
BVPS (đồng)	11,800	13,605	15,642	17,657	19,937

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.8	40.1	37.3	34.4	34.4
ROAA (%)	1.88	1.55	1.50	1.33	1.34
ROAE (%)	16.2	14.2	13.9	12.1	12.1
Chi phí huy động BQ (%)	3.34	3.35	3.95	3.90	3.94
Lợi suất gộp BQ (%)	6.66	6.22	6.83	6.85	6.94
Lợi suất thuần (%)	3.32	2.86	2.88	2.95	3.00
Tỷ lệ NIM (%)	3.65	3.15	3.20	3.28	3.34
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.52	12.5	11.5	12.3	11.9
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	72.0	77.9	75.5	80.2	81.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	18.4	9.57	13.0	7.50	6.53
Tỷ lệ CIR (%)	36.8	36.1	38.3	39.6	38.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.4	12.7	12.3	13.3	13.3
VCSH/Tổng TS (%)	11.5	10.4	11.1	11.0	11.0
Đòn bẩy vốn (lần)	8.70	9.60	9.05	9.08	9.09
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.67	2.69	2.80	2.75	2.60
Hệ số LLR (%)	64.1	51.6	45.4	45.8	49.7
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	114	104	108	108	108
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	34.4	32.4	33.6	33.1	33.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	55.1	50.3	52.7	53.1	53.8
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	0	0	0	0	0
Số lượng nhân viên	6,678	6,678	6,678	6,678	6,678

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

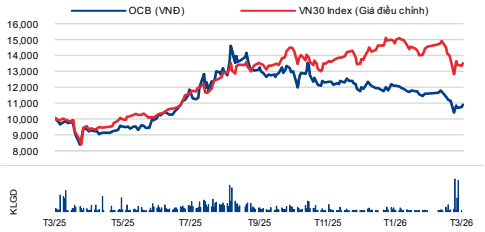
Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB - HSX)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ15,300 *(từ VNĐ14,900)*
Tiềm năng tăng/giảm: 40.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	10,900
Mã Bloomberg	OCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,378-14,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	10,783
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,027
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,104
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,663
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	586
Slg CP NN được mua (tr.đv)	64.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.6%
Tỷ lệ freefloat	48.0%
Cổ đông lớn	Ngân hàng Aozora (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.03)	(8.40)	8.40
So với chỉ số	1.24	(7.22)	(19.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,749	1,621	7.9
2027F	2,012	1,916	5.0
2028F	2,300	2,380	(3.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

OCB là một NH quy mô vừa tập trung cho vay lĩnh vực bất động sản, xây dựng và tín dụng xanh. Ngân hàng có CAR và ROE tầm trung.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Ngọc
Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá hấp dẫn; triển vọng giữ vững

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3% giá mục tiêu lên 15.300đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,08 lần với hệ số ROE dự phóng 2026 là 13%.
- Chúng tôi tăng bình quân 13% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng do NHNN thắt chặt hạn mức tăng trưởng, được bù đắp với việc tỷ lệ NIM ổn định, đóng góp thu nhập phí tăng lên và chi phí được kiểm soát tốt.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và chiết khấu thấp kỷ lục 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu hiện có định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh việc NHNN thắt chặt hạn mức tín dụng, điều này nhiều khả năng sẽ hạn chế tăng trưởng bảng CĐKT trên toàn hệ thống. Là một ngân hàng quy mô trung bình được cấp hạn mức tăng trưởng hạn chế, OCB có thể sẽ áp dụng chiến lược tăng trưởng chọn lọc hơn tập trung vào tối ưu khả năng sinh lời trong năm 2026 - cụ thể là tỷ lệ NIM, hiệu quả thu nhập phí và quản lý chi phí - thay vì đẩy mạnh mở rộng quy mô.

Tác động: Tăng bình quân 12,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC tăng lần lượt 13% và 12% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong giai đoạn 2026-2028 phản ánh tốc độ tăng trưởng tín dụng thấp theo lập trường thận trọng hơn của NHNN, được bù đắp với việc tỷ lệ NIM ổn định và thu nhập phí mở rộng. Chất lượng tài sản sẽ vẫn ở mức có thể kiểm soát, giúp hạn chế áp lực trích lập dự phòng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 0,93 lần và thấp hơn 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Theo chúng tôi, định giá hiện tại của OCB vẫn khá thấp so với bình quân ngành và chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tỷ lệ NIM ổn định, cơ sở thu nhập phí ngày càng tăng và chất lượng tài sản nằm trong kiểm soát. Mặc dù môi trường hoạt động không thuận lợi như những năm trước đây, chúng tôi tin rằng OCB vẫn duy trì được các động lực tăng trưởng rõ ràng & khả quan. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 15.300đ, tương đương P/B tại thời điểm cuối năm 2026 là 1,08 lần với hệ số ROE năm 2026 đạt 13%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	8.61	9.25	10.6	12.3	14.2
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	10.1	11.6	13.0	14.8	16.9
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	3.17	4.03	4.66 ▲	5.36 ▲	6.12
EPS (đồng)	1,192	1,513	1,749 ▲	2,012 ▲	2,300
DPS (đồng)	0	648	300	300	300
BVPS (đồng)	11,893	12,746	14,196	15,908	17,908
P/E (lần)	9.15	7.20	6.23	5.42	4.74
Lợi suất cổ tức (%)	0	5.95	2.75	2.75	2.75
P/B (lần)	0.92	0.86	0.77	0.69	0.61
Tăng trưởng EPS (%)	(3.91)	26.9	15.6	15.0	14.3
ROAE (%)	10.5	12.3	13.0	13.4	13.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá hấp dẫn với triển vọng lành mạnh

HSC hạ dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026 cho OCB do NHNN thắt chặt hạn mức tăng trưởng tín dụng. Bất chấp môi trường tín dụng thắt chặt, chúng tôi kỳ vọng OCB sẽ duy trì được đà tăng trưởng lợi nhuận nhờ tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi tăng trưởng vững chắc, dẫn dắt bởi thu nhập phí tư vấn trái phiếu. Chất lượng tài sản được dự báo sẽ vẫn trong tầm kiểm soát, giúp hạn chế áp lực trích lập dự phòng. Chúng tôi tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong giai đoạn 2026-2028 sau kết quả mạnh mẽ trong năm 2025. Chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 15.300đ và duy trì khuyến nghị Mua vào.

Dự báo mới

Sau khi NHNN siết chặt hạn mức tăng trưởng tín dụng trong năm 2026, OCB đang hoạt động trong một môi trường thận trọng hơn thay vì cho phép nới lỏng mạnh mẽ. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Ngân hàng đang có **vị thế tốt để giữ vững tăng trưởng lợi nhuận** nhờ tỷ lệ NIM ổn định – được củng cố nhờ khả năng quyết định lãi suất cải thiện trong bối cảnh nguồn cung tín dụng thắt chặt – và triển vọng thu nhập phí tích cực nhờ năng lực tư vấn phát hành trái phiếu và nhu cầu mạnh mẽ từ các khách hàng lớn. Chúng tôi nhận thấy rủi ro tiềm ẩn về chất lượng tài sản trong bối cảnh lãi suất gia tăng vẫn trong tầm kiểm soát và áp lực trích lập dự phòng sẽ ở mức vừa phải. Nhìn chung, mặc dù điều kiện hoạt động kém thuận lợi hơn, OCB vẫn duy trì các động lực tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng & khả quan. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới sau năm 2025 tăng trưởng mạnh mẽ, vượt đáng kể dự báo của chúng tôi.

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc do hạn mức thắt chặt

NHNN đã đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ở mức 15% cho năm 2026 và phân bổ hạn mức tín dụng ban đầu tối đa 13% cho hầu hết các NHTM, cho thấy lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn. Chúng tôi ước tính OCB đã nhận được hạn mức ban đầu khoảng 11% và có khả năng được bổ sung hạn mức trong nửa cuối năm nếu thanh khoản hệ thống cải thiện.

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng xuống lần lượt 12,5% và 14% so với giả định trước đó là 18% trong năm 2026-2027.

Tỷ lệ NIM cải thiện khiêm tốn

Chi phí huy động đang có dấu hiệu tăng lên trong bối cảnh điều kiện thanh khoản thắt chặt, đặc biệt là đối với các ngân hàng quy mô trung bình như OCB. Chúng tôi nhận thấy lãi suất cho vay đã được điều chỉnh để bắt kịp chi phí huy động. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ chỉ cải thiện khiêm tốn do (1) mức nền cao trong năm 2025 nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu mạnh mẽ, điều khó có thể lặp lại trong năm 2026 trong bối cảnh thanh khoản BĐS suy yếu trước tình hình lãi suất gia tăng và (2) hệ số LDR ở mức cao mà chúng tôi kỳ vọng sẽ được kiểm soát để giảm xuống.

Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên các giả định về tỷ lệ NIM, tăng 2 điểm cơ bản dự báo cho năm 2026-2027 lên lần lượt 3,19% và 3,26%, tương đương mở rộng lần lượt 3 (từ mức nền cao) và 7 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2026-2027.

Lãi thuần HĐ dịch vụ: Động lực sắp tới đến từ sự hồi phục của hoa hồng bancassurance và phí tư vấn

Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi vẫn là trọng tâm chiến lược của OCB, trong đó chúng tôi kỳ vọng động lực sẽ đến từ thu nhập phí tăng trưởng mạnh. Hoa hồng bancassurance được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi mạnh mẽ như trong năm 2025, dẫn dắt bởi các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ. Một nguồn phí quan trọng khác mà BLĐ dự kiến sẽ tập trung phát triển trong năm 2026 là tư vấn phát hành trái phiếu, nhằm phục vụ nhu cầu vốn mạnh mẽ của nhóm khách hàng doanh nghiệp trong bối cảnh hạn mức tín dụng ngân hàng bị thắt chặt.

HSC tăng lần lượt 6% và 4% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ năm 2026-2027, tương đương tăng trưởng lần lượt 27% và 16% trong năm 2026-2027.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Thu nhập từ thu hồi nợ xấu: Triển vọng suy yếu trong một thị trường BĐS chậm lại

Mặc dù thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã tăng gấp khoảng năm lần trong năm 2025 và vượt đáng kể dự báo, HSC kỳ vọng kết quả khiêm tốn hơn trong những năm tới vì lãi suất tăng lên có thể cản trở hoạt động thanh lý tài sản đảm bảo là BĐS.

HSC nhìn chung vẫn duy trì dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu cho năm 2026-2027, tương đương giảm lần lượt 25% và 10% so với cùng kỳ trong năm 2026-2027.

Chất lượng tài sản: Nợ xấu, chi phí dự phòng khả năng nằm trong kiểm soát

Kết quả năm 2025 vượt dự báo của chúng tôi, cho thấy chất lượng tài sản và sức chống chịu của danh mục cho vay hiện tại đã cải thiện. Mặc dù môi trường lãi suất gia tăng có thể đem lại những thách thức, chúng tôi dự báo tốc độ tăng lãi suất trong năm 2026 vẫn sẽ trong tầm kiểm soát, giúp hạn chế nợ xấu mới hình thành trong cả năm.

HSC dự kiến chi phí tín dụng sẽ chỉ chịu áp lực nhẹ khi OCB xử lý dần tài sản tồn đọng – các khoản vay đang chờ xử lý và trái phiếu VAMC. Trong Q4/2025, OCB đã bán nợ xấu tổng trị giá 1,3 nghìn tỷ đồng – chủ yếu là các khoản vay đang chờ xử lý – cho VAMC. Điều này giúp giảm áp lực trích lập dự phòng thông qua kéo dài thời gian trích lập dự phòng lên tới tối đa 5 năm: chúng tôi ước tính OCB sẽ trích lập dự phòng cho khoản trái phiếu VAMC ở mức 260 tỷ đồng/năm trong 5 năm tới.

Chúng tôi hạ giả định nợ xấu hình thành gộp trong năm 2026-2027 xuống lần lượt 1,18% và 1,08% (từ lần lượt 1,44% và 1,3%) và hạ dự báo chi phí tín dụng năm 2026-2027 xuống lần lượt 1,22% và 1,24% (từ lần lượt 1,31% và 1,37%), phản ánh áp lực trích lập dự phòng có thể hạ nhiệt nhờ chất lượng tài sản cải thiện.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 11% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm tốc ở mức 5%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 16% và tỷ lệ NIM tăng 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 25%.

Giả định và dự báo cho kịch bản cơ sở của chúng tôi như sau:

Bảng 158: Các giả định quan trọng, OCB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và hạ giả định nợ xấu mới hình thành

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng	18.0%	18.0%	18.0%	13.7%	12.5%	14.0%	14.0%
Tăng trưởng tiền gửi	17.9%	18.0%	19.3%	5.3%	20.3%	14.0%	14.0%
Tỷ lệ NIM	3.14%	3.17%	3.24%	3.16%	3.19%	3.26%	3.31%
Tỷ lệ nợ xấu gộp	3.90%	3.50%	2.90%	3.94%	3.44%	3.09%	2.87%
Nợ xấu mới hình thành gộp	1.85%	1.44%	1.30%	1.44%	1.18%	1.08%	1.20%
Tỷ lệ nợ xấu báo cáo	3.50%	3.30%	2.90%	3.13%	2.90%	2.80%	2.70%
Nợ xấu mới hình thành báo cáo	2.20%	1.60%	1.50%	1.30%	1.40%	1.30%	1.30%
Chi phí tín dụng	1.19%	1.31%	1.37%	1.25%	1.22%	1.24%	1.24%
Tỷ lệ LLR	40%	42%	44%	57%	52%	53%	55%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.16%	2.14%	2.08%	2.18%	2.10%	2.07%	2.07%
CIR	38%	38%	37%	36%	35%	34%	34%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.36%	0.35%	0.35%	0.33%	0.38%	0.38%	0.38%
ROA	1.20%	1.19%	1.18%	1.33%	1.36%	1.39%	1.39%
ROE	11.10%	11.69%	12.30%	12.28%	12.99%	13.37%	13.60%

Ghi chú: Nợ xấu gộp bao gồm nợ xấu báo cáo, các khoản nợ chờ xử lý và trái phiếu VAMC ròng.
Nguồn: OCB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 159: Dự báo lợi nhuận, OCB

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 12,7% dự báo LNTT trong năm 2026-27

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	**9,175**	**10,716**	**12,762**	**9,249**	**10,647**	**12,298**	**14,225**
Tăng trưởng	6.6%	15.9%	19.1%	7.5%	15.1%	15.5%	15.7%
Điều chỉnh				0.8%	-0.6%	-3.6%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**1,070**	**1,209**	**1,423**	**1,011**	**1,282**	**1,481**	**1,688**
Tăng trưởng	14.9%	19.6%	17.8%	8.6%	26.9%	15.5%	14.0%
Điều chỉnh				-5.6%	6.1%	4.1%	
Thu nhập ngoài lãi khác	**836**	**1,194**	**1,192**	**1,354**	**1,112**	**1,063**	**1,028**
Tăng trưởng	57.3%	-11.8%	-0.1%	154.8%	-17.9%	-4.4%	-3.3%
Điều chỉnh				62.0%	-6.8%	-10.8%	
Tổng thu nhập HĐ	**11,081**	**13,118**	**15,378**	**11,613**	**13,041**	**14,842**	**16,941**
Tăng trưởng	10.1%	13.0%	17.2%	15.3%	12.3%	13.8%	14.1%
Điều chỉnh				4.8%	-0.6%	-3.5%	
Chi phí HĐ	**-4,249**	**-4,972**	**-5,692**	**-4,203**	**-4,576**	**-5,110**	**-5,825**
Tăng trưởng	11.7%	18.3%	14.5%	10.5%	8.9%	11.7%	14.0%
Điều chỉnh				-1.1%	-8.0%	-10.2%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**6,832**	**8,146**	**9,686**	**7,411**	**8,466**	**9,732**	**11,116**
Tăng trưởng	9.0%	9.9%	18.9%	18.3%	14.2%	15.0%	14.2%
Điều chỉnh				8.5%	3.9%	0.5%	
Chi phí dự phòng	**-2,296**	**-3,004**	**-3,714**	**-2,365**	**-2,642**	**-3,033**	**-3,460**
Tăng trưởng	1.6%	27.0%	23.6%	4.7%	11.7%	14.8%	14.1%
Điều chỉnh				3.0%	-12.1%	-18.3%	
LNTT	**4,536**	**5,141**	**5,972**	**5,046**	**5,824**	**6,699**	**7,656**
Tăng trưởng	13.2%	1.9%	16.2%	25.9%	15.4%	15.0%	14.3%
Điều chỉnh				11.2%	13.3%	12.2%	
Lợi nhuận thuần	**3,617**	**4,113**	**4,778**	**4,029**	**4,659**	**5,359**	**6,125**
Tăng trưởng	14.0%	2.1%	16.2%	26.9%	15.6%	15.0%	14.3%
Điều chỉnh				11.4%	13.3%	12.2%	

Nguồn: OCB, HSC

KQKD năm 2025 so với ngành

Lợi nhuận năm 2025 vượt dự báo của chúng tôi với mức tăng trưởng ấn tượng 26% sau 3 năm sụt giảm liên tiếp (Mời xem: Q4/2025: Vượt đáng kể dự báo nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu). Kết quả này được thúc đẩy nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu mạnh mẽ trong bối cảnh thị trường BĐS thuận lợi. Thu nhập từ thu hồi nợ xấu và thu nhập lãi quá hạn mạnh mẽ đã bù đắp sự giảm tốc của tăng trưởng tín dụng và sự sụt giảm của tỷ lệ NIM. Áp lực chất lượng tài sản đã hạ nhiệt với tỷ lệ nợ xấu mới hình thành giảm xuống và thu hồi nợ xấu nội và ngoại bảng mạnh mẽ. Điều này một phần phản ánh chất lượng của danh mục bán lẻ - chiếm khoảng 80% tổng nợ xấu - được kiểm soát tốt hơn, có thể nhờ thị trường BĐS khởi sắc và môi trường lãi suất thuận lợi.

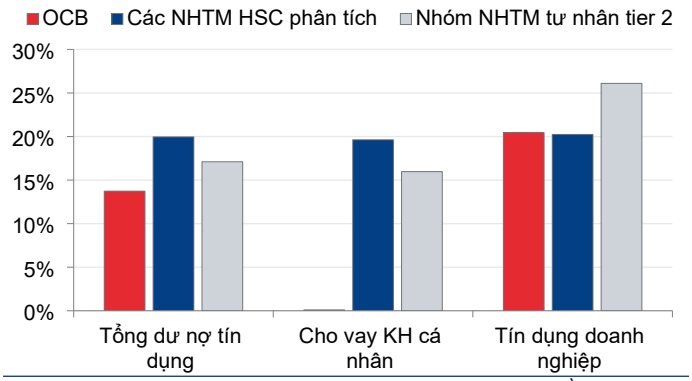
Chúng tôi tóm tắt chỉ số kinh doanh chính, so sánh với các ngân hàng khác và nhận xét như bên dưới:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 160: Tăng trưởng tín dụng năm 2025 theo phân khúc khách hàng, OCB & các NHTM khác

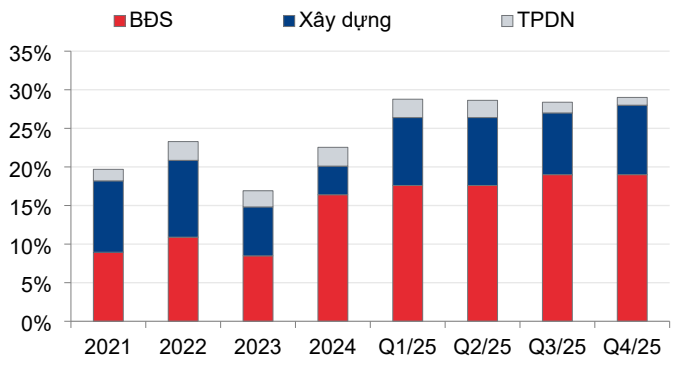
Tăng trưởng tín dụng của OCB ở mức thấp 13,7%, thấp hơn so với mức bình quân gần 20% 5 năm trước và thấp hơn so với các NHTM khác. Cho vay bán lẻ đi ngang



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 161: Tỷ trọng cho vay BĐS, xây dựng & TPDN, OCB

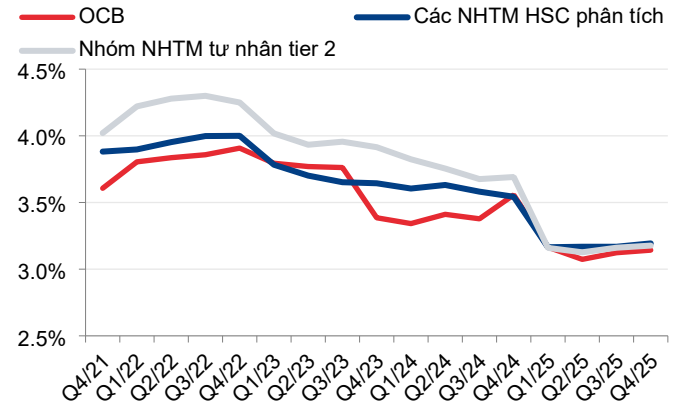
Tỷ trọng cho vay ngành Xây dựng tăng so với cuối năm 2024



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 162: Tỷ lệ NIM YTD, OCB & các NHTM khác

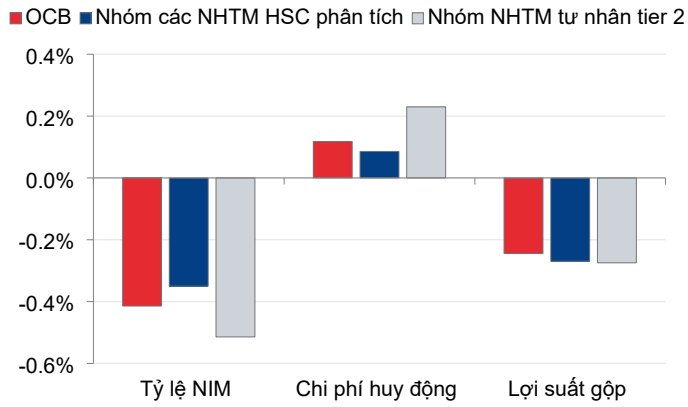
Sau khi chạm đáy vào Q2/2025, tỷ lệ NIM đã dần cải thiện dù vẫn giảm mạnh so với cùng kỳ



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 163: Thay đổi so với cùng kỳ của NIM, chi phí huy động và lợi suất gộp YTD, OCB & các NHTM khác

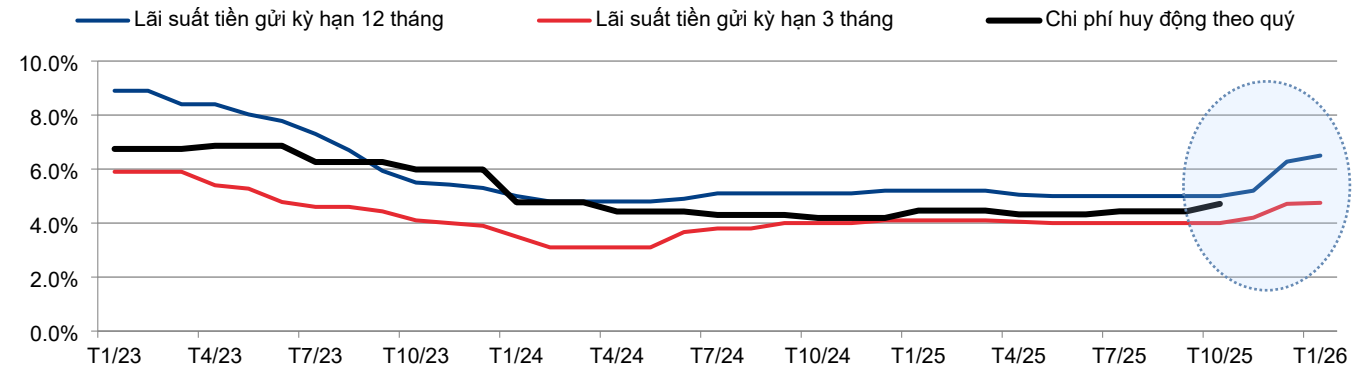
Trong năm 2025, OCB kiểm soát tốt chi phí vốn nhờ chủ động huy động vốn sớm trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thuận lợi trong nửa đầu năm, đồng thời cải thiện tỷ lệ CASA. Lợi suất gộp cũng giảm ít hơn so với các NHTM khác, một phần nhờ thu hồi nợ xấu tích cực



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 164: Lãi suất tiền gửi niêm yết và chi phí huy động hàng quý, OCB

Chi phí huy động vốn thường có độ trễ khoảng một quý so với biến động của lãi suất huy động niêm yết



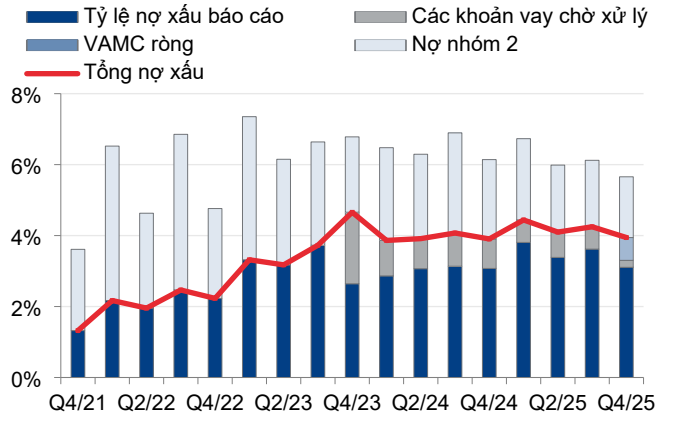
Nguồn: OCB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 165: Tỷ lệ nợ quá hạn / Tổng dư nợ cho vay, OCB

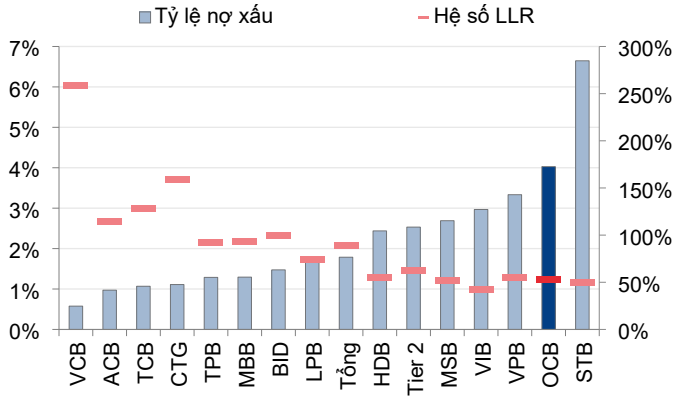
Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC) đi ngang so với cùng kỳ nhưng cải thiện 30 điểm cơ bản so với quý trước, xuống còn 3,9%. Trong Q4/2025, OCB đã bán phần lớn các khoản nợ chờ xử lý cho VAMC, qua đó giảm áp lực trích lập dự phòng nhờ được phép phân bổ chi phí dự phòng trong tối đa 5 năm



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 166: Nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng, OCB

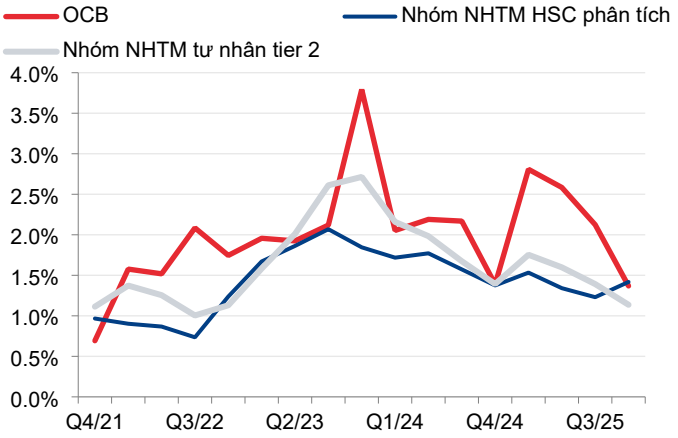
Tỷ lệ nợ xấu và hệ số LLR vẫn yếu hơn so với các NHTM khác



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 167: Nợ xấu mới hình thành trượt 12 tháng, OCB

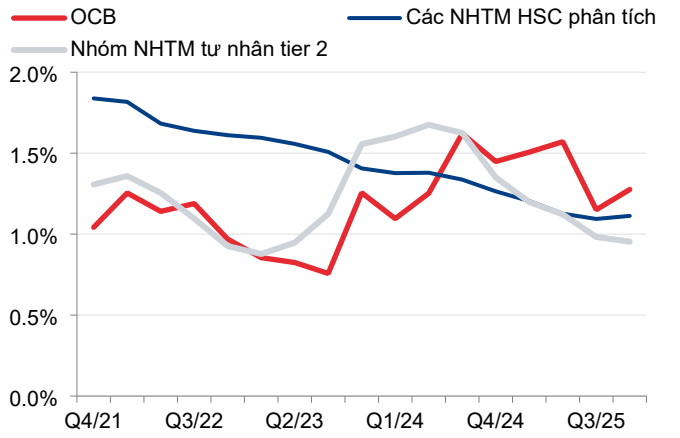
Nợ xấu mới hình thành đã dần cải thiện trong suốt năm 2025 và duy trì thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh năm 2023. Điều này cho thấy chất lượng danh mục cho vay bán lẻ (chiếm khoảng 80% tổng nợ xấu) đã lành mạnh hơn, được hỗ trợ nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 168: Chi phí tín dụng trượt 12 tháng, OCB

Chi phí tín dụng năm 2025 giảm nhẹ so với năm trước (còn 1,3% từ mức 1,4%), một phần phản ánh sự cải thiện về chất lượng tài sản



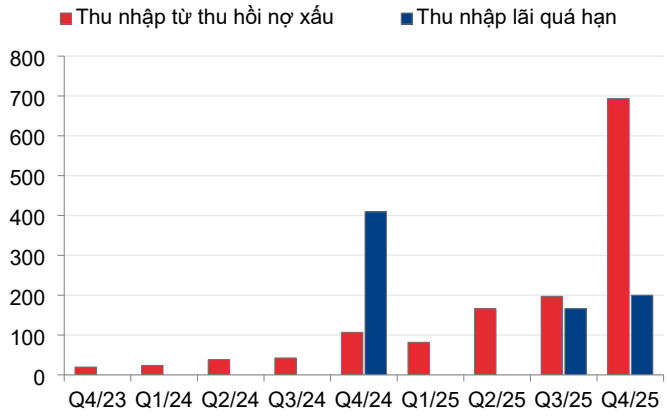
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 169: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu (tỷ đồng), OCB

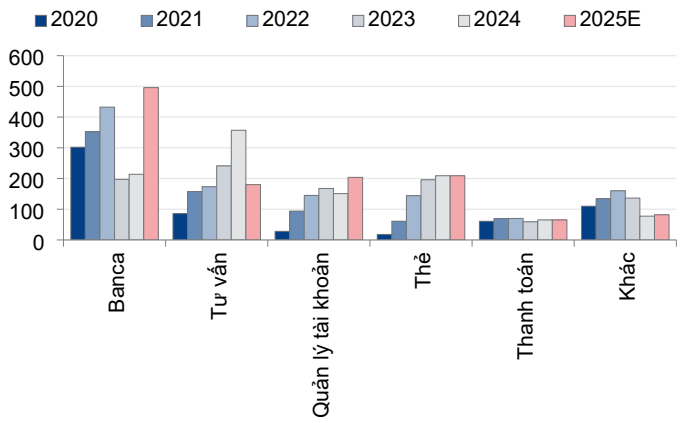
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng rất mạnh trong năm 2025, bao gồm một khoản thu hồi lớn từ khách hàng doanh nghiệp. Công tác thu lãi quá hạn cũng đạt kết quả khả quan, qua đó hỗ trợ tỷ lệ NIM. Kết quả tích cực này chủ yếu nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 170: Thu nhập phí theo các mảng dịch vụ chính (tỷ đồng), OCB

Nhìn chung, tỷ lệ lãi thuần HĐ dịch vụ/tài sản bình quân của OCB vẫn ở mức khiêm tốn so với các NHTM khác. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số động lực tăng trưởng tích cực bao gồm: (1) phí bancassurance phục hồi mạnh mẽ; (2) phí tư vấn có khả năng cải thiện; và (3) nguồn đóng góp ổn định từ dịch vụ quản lý tài khoản, dịch vụ thẻ và thanh toán



Nguồn: OCB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 15.300đ và duy trì khuyến nghị Mua vào. OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 0,93 lần và thấp hơn 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – một trong những mức chiết khấu sâu nhất trong 5 năm qua. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu OCB nhờ định giá hấp dẫn và các động lực tăng trưởng rõ ràng, trong đó tỷ lệ NIM ổn định và các mảng thu phí chính tiếp tục mở rộng. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,08 lần với hệ số ROE dự phóng năm 2026 ở mức 13%.

Tăng giá mục tiêu lên 15.300đ

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 15.300đ và duy trì khuyến nghị Mua vào sau khi tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Chúng tôi vẫn giữ nguyên các giả định định giá chính.

Bảng 171: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, OCB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận thuần	4,659	5,359	6,125	7,013	7,788	8,613	9,339	9,995	10,483	10,769
Chi phí vốn CSH	-4,389	-4,888	-5,478	-6,166	-6,970	-7,873	-8,725	-9,547	-10,242	-10,769
Lợi nhuận thặng dư	**270**	**471**	**647**	**847**	**818**	**739**	**614**	**448**	**240**	**0**
Giá trị dài hạn										**0**
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026	100.0%	88.6%	78.4%	69.4%	61.5%	54.4%	48.2%	42.7%	37.8%	33.5%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026	270	417	507	588	503	403	296	191	91	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	**2,997**									
Giá trị sổ sách cuối 2026	**37,803**									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,663									
Giá mục tiêu cuối 2026	**15,300**									

Nguồn: HSC

Bảng 172: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, OCB

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	**8.5%**	16,900	16,500	16,100	15,700	15,300
	9.0%	16,500	16,100	15,700	15,300	14,900
	9.5%	16,100	15,700	**15,300**	14,900	14,600
	10.0%	15,700	15,300	15,000	14,600	14,200
	10.5%	15,400	15,000	14,600	14,200	13,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần, thấp hơn 0,87 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 0,93 lần và chiết khấu thấp kỷ lục 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,17 lần. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu OCB nhờ định giá rẻ, động lực tăng trưởng rõ ràng với tỷ lệ NIM và phí các hoạt động dịch vụ ổn định – phí tư vấn và hoa hồng bancassurance, rủi ro chất lượng tài sản được kiểm soát.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 173: P/B trượt dự phóng 1 năm, OCB

OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,74 lần...

Nguồn: HSC

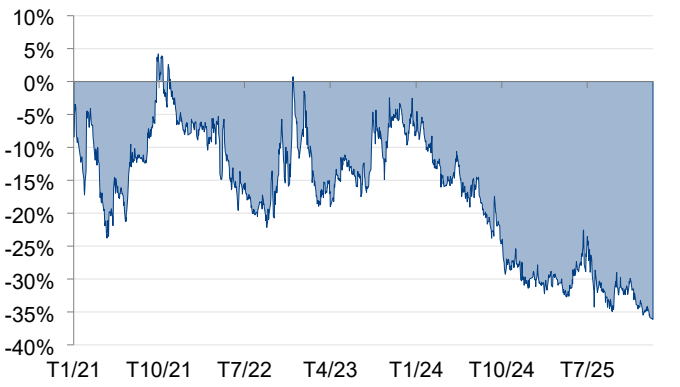
Biểu đồ 174: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, OCB

...thấp hơn 0,87 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 0,93 lần

Nguồn: HSC

Biểu đồ 175: Chênh lệch định giá, OCB & bình quân nhóm NHTM tư nhân

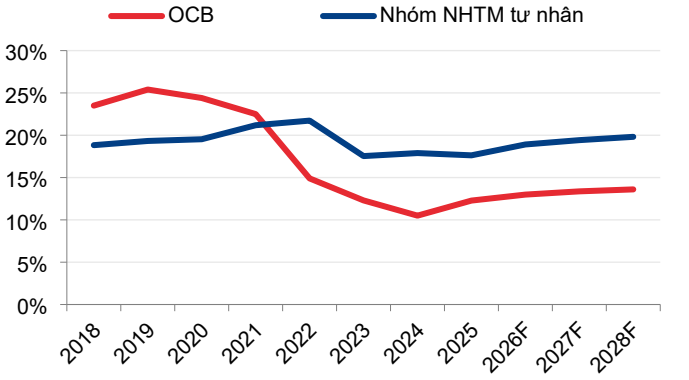
OCB đang giao dịch với chiết khấu định giá 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 176: Hệ số ROE, OCB & bình quân nhóm NHTM tư nhân

HSC dự báo ROE bình quân 3 năm tới của OCB đạt 13,3%, thấp hơn so với mức bình quân 19,2% của nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	18.0	21.1	26.1	29.8	34.3
Chi phí lãi	(9.35)	(11.9)	(15.4)	(17.5)	(20.1)
Thu nhập lãi thuần	**8.61**	**9.25**	**10.6**	**12.3**	**14.2**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.93	1.01	1.28	1.48	1.69
Lãi thuần HĐ KDNH	0.31	0.22	0.22	0.25	0.28
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.19)	(0.27)	0	0	0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0.00	0	0	0
Thu nhập khác	0.41	1.41	0.90	0.82	0.75
Tổng thu nhập HĐ	**10.1**	**11.6**	**13.0**	**14.8**	**16.9**
Chi phí HĐ	(3.80)	(4.20)	(4.58)	(5.11)	(5.83)
LN trước dự phòng	**6.27**	**7.41**	**8.47**	**9.73**	**11.1**
Chi phí dự phòng	(2.26)	(2.36)	(2.64)	(3.03)	(3.46)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**4.01**	**5.05**	**5.82**	**6.70**	**7.66**
Chi phí thuế TNDN	(0.83)	(1.02)	(1.16)	(1.34)	(1.53)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**3.17**	**4.03**	**4.66**	**5.36**	**6.12**
EPS (đồng)	1,192	1,513	1,749	2,012	2,300
DPS (đồng)	0	648	300	300	300
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,663	2,663	2,663	2,663	2,663
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,663	2,663	2,663	2,663	2,663
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,663	2,663	2,663	2,663	2,663

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	16.9	15.1	11.5	14.5	13.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	19.1	15.4	12.6	14.1	14.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.1	5.31	20.3	14.0	14.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.9	15.1	16.8	14.0	14.0
Tăng trưởng VCSH (%)	11.0	7.17	11.4	12.1	12.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	27.2	7.46	15.1	15.5	15.7
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	19.9	10.5	8.87	11.7	14.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	8.65	18.3	14.2	15.0	14.2
Tăng trưởng LNTT (%)	(3.22)	25.9	15.4	15.0	14.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	(3.91)	26.9	15.6	15.0	14.3
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.87	3.85	3.82	3.84	3.85
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.46)	(1.39)	(1.34)	(1.32)	(1.32)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.8	97.1	97.8	97.7	97.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.43	1.50	1.53	1.75	1.99
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	18.1	21.0	22.3	25.6	29.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.15	7.20	6.23	5.42	4.74
P/B (lần)	0.92	0.86	0.77	0.69	0.61
Lợi suất cổ tức (%)	0	5.95	2.75	2.75	2.75

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	0.79	1.16	1.25	1.43	1.63
Tiền gửi tại NHNN	2.38	2.88	4.51	3.09	3.52
Tiền gửi tại các TCTD khác	39.1	53.1	41.7	50.9	56.9
Chứng khoán kinh doanh	0	0.05	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.09	0.09	0	0
Số dư cho vay thuần	**173**	**199**	**225**	**257**	**293**
Tổng dư nợ cho vay	176	203	229	261	298
Dự phòng rủi ro	(2.59)	(3.61)	(3.43)	(3.90)	(4.44)
Chứng khoán đầu tư	**52.6**	**58.4**	**78.4**	**88.6**	**100**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	52.6	57.1	77.4	89.2	101
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	1.31	1.31	0	0
Dự phòng rủi ro	(0.05)	(0.03)	(0.29)	(0.55)	(0.81)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	0.63	0.69	0.69	0.69	0.69
Tài sản khác	11.9	7.29	8.39	10.5	12.0
Tổng tài sản	**281**	**323**	**360**	**412**	**468**
Nợ phải trả	**249**	**289**	**322**	**370**	**421**
Tiền gửi của NHNN	3.47	7.90	5.43	1.54	1.62
Tiền gửi của các TCTD khác	45.0	54.8	55.4	65.7	75.0
Tổng tiền gửi KH	142	150	181	206	235
Trái phiếu và CCTG	44.0	64.7	70.2	80.0	91.2
Nợ khác	7.79	5.36	4.61	10.5	12.0
Vốn chủ sở hữu	**31.7**	**33.9**	**37.8**	**42.4**	**47.7**
Vốn điều lệ	24.7	26.6	26.6	26.6	26.6
Thặng dư vốn cổ phần	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Lợi nhuận giữ lại	3.74	3.23	7.09	11.7	17.0
Quỹ & vốn khác của CSH	3.22	4.03	4.03	4.03	4.03
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**281**	**323**	**360**	**412**	**468**
BVPS (đồng)	11,893	12,746	14,196	15,908	17,908

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	31.5	34.7	35.7	36.1	36.2
ROAA (%)	1.22	1.33	1.36	1.39	1.39
ROAE (%)	10.5	12.3	13.0	13.4	13.6
Chi phí huy động BQ (%)	4.35	4.63	5.24	5.28	5.32
Lợi suất gộp BQ (%)	7.20	7.21	7.80	7.91	7.98
Lợi suất thuần (%)	2.85	2.57	2.57	2.63	2.66
Tỷ lệ NIM (%)	3.45	3.16	3.19	3.26	3.31
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.25	8.70	9.83	9.98	9.97
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	85.5	79.6	81.6	82.9	84.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	5.28	11.7	8.53	7.16	6.07
Tỷ lệ CIR (%)	37.8	36.2	35.1	34.4	34.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	42.8	17.1	14.9	13.0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.1	12.6	11.4	11.2	11.1
VCSH/Tổng TS (%)	11.3	10.5	10.5	10.3	10.2
Đòn bẩy vốn (lần)	8.86	9.52	9.53	9.73	9.82
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	4.16	3.32	3.00	2.80	2.70
Hệ số LLR (%)	35.3	53.4	50.0	53.4	55.2
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	123	135	127	127	127
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	19.4	20.3	18.1	18.7	18.7
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	62.7	62.9	63.5	63.3	63.6
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	175	192	209	209	209
Số lượng nhân viên	7,026	7,728	8,500	8,500	8,500

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

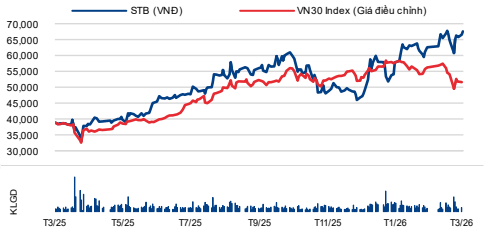
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Giảm tỷ trọng *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ57,600 *(từ VNĐ58,400)*
Tiềm năng tăng/giảm: -14.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	67,600
Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	33,100-67,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	66,667
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	127,441
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,848
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,885
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	566
Slg CP NN được mua (tr.đv)	128
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.8%
Tỷ lệ freefloat	41.9%
Cổ đông lớn	Quỹ đầu tư PYN (4.86%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.99	43.2	74.0
So với chỉ số	16.3	45.1	29.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,110	6,809	(39.6)
2027F	8,435	10,392	(18.8)
2028F	10,719	10,763	(0.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

STB là một trong những ngân hàng tư nhân có tổng tài sản lớn nhất. Ngân hàng tập trung vào cho vay mua nhà, ô tô, kinh doanh hộ gia đình và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá cao; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 57.600đ (rủi ro giảm giá 14,8%) do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực từ việc điều chỉnh định giá, đồng thời hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) do định giá cao.
- Chúng tôi giảm bình quân 26% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi nâng dự báo chi phí dự phòng và hạ dự báo thu nhập lãi thuần, được bù đắp một phần nhờ hạ dự báo chi phí hoạt động. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 53% trong 3 năm tới từ mức nền thấp năm 2025 với hệ số ROE dự phóng năm 2026 đạt 12%, sau đó hồi phục lên 21,4% trong năm 2028.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 43% trong 3 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,8 lần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,58 lần, cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần và cao hơn một chút so với ACB (1,49 lần).

Sự kiện: Phân tích lợi nhuận năm 2025 và triển vọng

STB đã công bố KQKD Q4/2025 kém tích cực với tỷ lệ nợ xấu gia tăng, tỷ lệ NIM thấp, chi phí dự phòng lớn và lỗ trước thuế 3,4 nghìn tỷ đồng. Do đó, LNTT cả năm 2025 đạt 7,6 nghìn tỷ đồng (giảm 40% so với cùng kỳ), chỉ hoàn thành 53% so với dự báo cả năm trước đó của chúng tôi.

Ngoài ra, kế hoạch năm 2026 của Ngân hàng vẫn thận trọng với kế hoạch LNTT chỉ tăng trưởng 6,2%, cho thấy chi phí dự phòng tiếp tục ở mức cao. Do đó, chúng tôi dự báo hạn mức tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM sẽ hạn chế hơn cũng như chi phí dự phòng sẽ cao hơn.

Tác động: Giảm bình quân 26% dự báo LNTT năm 2026-2027

HSC giảm bình quân 26% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi nâng dự báo chi phí dự phòng và hạ dự báo thu nhập lãi thuần, một phần được bù đắp nhờ giảm mạnh dự báo chi phí hoạt động. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 53% trong 3 năm tới (từ mức nền thấp năm 2025) với hệ số ROE dự phóng năm 2026 đạt 12%, trước khi phục hồi lên 21,4% trong năm 2028.

Dự báo năm 2026-2027 của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với thị trường do chúng tôi bao gồm kế hoạch xử lý nợ xấu đáng kể của STB sớm hơn so với thị trường. Chênh lệch này sẽ thu hẹp đáng kể sau khi thị trường cập nhật dự báo.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu của STB đã tăng 43% trong 3 tháng qua, vượt trội so với bình quân cổ phiếu của các NHTM tư nhân khác (tăng bình quân 2%), do tâm lý lạc quan xung quanh BLĐ mới đã áp đảo KQKD kém tích cực trong Q4/2025.

STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,8 lần - cao hơn 50% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,2 lần và cao hơn khoảng 66% so với ACB (1,08 lần). Mặc dù kỳ vọng về triển vọng lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ tiếp tục hỗ trợ tâm lý thị trường nhưng sự không chắc chắn về chất lượng tài sản và việc trì hoãn thương vụ đấu giá cổ phần - yếu tố chính để hoàn tất quá trình tái cấu trúc - sẽ hạn chế khả năng duy trì mức định giá cao này; chúng tôi kỳ vọng chênh lệch định giá sẽ tiếp tục thu hẹp trong thời gian tới.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, rủi ro giảm giá là 14,8% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,58 lần, cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần và cao hơn một chút so với ACB (1,49 lần). Do đó, chúng tôi đánh giá STB tương đối kém hấp dẫn so với ACB ở giai đoạn này.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	24.5	26.7	30.2 ▼	34.4 ▼	39.3
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	28.7	32.1	36.4 ▲	40.9 ▲	46.2
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	10.1	5.94	8.16 ▼	16.7 ▼	21.7
EPS (đồng)	5,351	3,150	4,326 ▼	8,879 ▼	11,526
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	29,160	31,756	36,506 ▼	44,941 ▼	55,084
P/E (lần)	12.6	21.5	15.6	7.61	5.86
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.32	2.13	1.85	1.50	1.23
Tăng trưởng EPS (%)	30.7	(41.1)	37.3	105	29.8
ROAE (%)	20.0	10.3	12.7	21.8	23.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chúng tôi giảm 26% dự báo LNTT năm 2026-2027 do lợi nhuận năm 2025 không đạt dự báo trong khi Ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng

STB lỗ đáng kể trong Q4/2025 do nợ xấu tăng cao, tỷ lệ NIM thấp và chi phí dự phòng lớn. Theo đó, LNTT cả năm 2025 (giảm 40% so với cùng kỳ) chỉ hoàn thành 53% dự báo của chúng tôi. Ngoài ra, kế hoạch năm 2026 của BLĐ vẫn thận trọng với LNTT chỉ tăng trưởng 6,2%, cho thấy Ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng. Từ đó, chúng tôi giảm bình quân 26% dự báo LNTT năm 2026-2027, chủ yếu do nâng dự báo chi phí dự phòng và hạ dự báo thu nhập lãi thuần, nhưng được bù đắp một phần nhờ hạ dự báo chi phí hoạt động. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 53% trong 3 năm tới (từ mức nền thấp trong năm 2025) với hệ số ROE phục hồi lên 21,4% vào năm 2028. Đối với động lực tăng giá, chúng tôi tiếp tục chờ đợi thông tin cập nhật về kế hoạch đấu giá cổ phần của ông Trầm Bê tại ĐHCĐ sắp tới.

Dự báo mới

Phân tích kế hoạch năm 2026 – kế hoạch rất thận trọng

STB đã công bố kế hoạch lợi nhuận năm 2026 với ngày 9/3/2026 với những mục tiêu chính như sau:

- LNTT đạt 8.100 tỷ đồng (tăng trưởng 6,2%).
- Tổng tài sản tăng trưởng 10,2%.
- Tổng dư nợ tín dụng đạt 699,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 11,7%.
- Tổng vốn huy động đạt 921,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 10,2%.
- Tỷ lệ nợ xấu dưới 5%, kế hoạch vẫn ở mức cao

Nhìn chung, kế hoạch LNTT của STB rất thận trọng, thấp hơn đáng kể so với dự báo trước đó của chúng tôi (18,1 nghìn tỷ đồng) cũng như dự báo của thị trường (bình quân 16,5 nghìn tỷ đồng), phản ánh quyết tâm mạnh mẽ của BLĐ mới trong việc xử lý nợ xấu, điều này sẽ làm tăng đáng kể chi phí dự phòng.

Trì hoãn thời điểm tái cấu trúc

Trong tài liệu ĐHCĐ của STB, Ngân hàng trình cổ đông gia hạn thời gian tái cấu trúc đến cuối năm 2030 (thay vì cuối năm 2025) do tỷ lệ nợ xấu cao và quá trình pháp lý chậm chạp trong việc giải quyết các tài sản tồn đọng. Do đó, chúng tôi tin rằng thương vụ đấu giá cổ phần sẽ chưa thể thực hiện trong năm 2026.

Dựa trên kế hoạch năm 2026 và quan điểm thận trọng hơn về tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ NIM và nợ xấu, HSC giảm lần lượt 33% và 9% dự báo LNTT năm 2026 và 2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028.

Những giả định chính như sau:

Tăng trưởng tín dụng

HSC dự báo tín dụng của STB sẽ chỉ tăng trưởng khiêm tốn trong giai đoạn 2026-2028 lần lượt ở mức 12%, 12,5% và 13% so với bình quân ngành là 15%/năm. Động lực đằng sau triển vọng này bao gồm:

- Hạn mức tăng trưởng tín dụng thận trọng hơn cho toàn ngành so với năm 2025; và
- Tỷ lệ nợ xấu cao của STB tại thời điểm cuối năm 2025 (STB đã phân loại nợ xấu mới tổng giá trị 24 nghìn tỷ đồng trong Q4/2025, nâng tỷ lệ nợ xấu lên 6,41% tại thời điểm cuối Q4/2025), điều này sẽ hạn chế hạn mức tăng trưởng tín dụng của STB so với toàn ngành.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tỷ lệ NIM

Tỷ lệ NIM của STB nhiều khả năng sẽ phục hồi chậm do chi phí huy động tăng cao, hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp và không có thu nhập lãi từ các khoản nợ xấu mới phát sinh trong Q4/2025. Chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ phục hồi lên lần lượt 3,17%, 3,34% và 3,3% trong năm 2026, 2027 và 2028, so với 3,1% trong năm 2025 (không bao gồm khoản hoàn nhập thu nhập lãi từ dự án KCN Phong Phú).

Tỷ lệ nợ xấu

Sau khi nợ xấu bất ngờ tăng mạnh trong Q4/2025, tỷ lệ nợ xấu của STB đã tăng lên 6,41% tại thời điểm cuối Q4/2025. Chúng tôi giả định Ngân hàng sẽ cần 2-3 năm để hạ tỷ lệ nợ xấu xuống dưới 3%, điều này cho thấy chi phí tín dụng sẽ tăng cao trong giai đoạn này. Chúng tôi hiện giả định tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm xuống lần lượt 4,2%, 3,1% và 2,4% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Chi phí tín dụng

HSC dự báo chi phí tín dụng lần lượt ở mức 2,3%, 0,96% và 0,6% trong giai đoạn 2026-2028 do Ngân hàng nâng cao tỷ lệ xóa nợ (lên lần lượt 3%, 1,2% và 0,8%) để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu.

HSC đã bao gồm khoản hoàn nhập dự phòng liên quan đến thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần trong mô hình dự báo: 1,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 và 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2028. Nếu không bao gồm khoản hoàn nhập này, chi phí tín dụng cốt lõi của Ngân hàng sẽ lần lượt ở mức 2,3%, 1,11% và 0,77%.

Chi phí hoạt động

Chúng tôi giảm bình quân 32% dự báo chi phí hoạt động cho năm 2026-2027 nhờ hệ số CIR giảm mạnh dưới sự lãnh đạo của đội ngũ mới. Theo dự báo mới, hệ số CIR giảm từ 41% trong năm 2025 xuống khoảng 30-31% trong giai đoạn 2026-2028.

Nỗ lực cắt giảm chi phí bắt đầu từ Q4/2025 khi chi phí hoạt động giảm 42% so với cùng kỳ và giảm 55% so với quý trước, tương đương hệ số CIR hàng quý giảm xuống 23% từ khoảng 45% trước đó.

Thu nhập khác

Thu nhập từ thu hồi nợ xấu được kỳ vọng sẽ tăng lên kể từ năm 2026 sau khi Ngân hàng trích lập nợ xấu đáng kể trong năm 2025 và có thể đã tịch thu các tài sản đảm bảo liên quan. Tuy nhiên, số tiền thu hồi có thể ở mức khiêm tốn so với quy mô trích lập dự phòng. Chúng tôi dự báo thu nhập khác đạt lần lượt 1,5 nghìn tỷ đồng, 1 nghìn tỷ đồng và 0,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028.

Dự báo LNTT & tiềm năng vượt dự báo

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 53% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE tăng lên 21,4% vào năm 2028 từ 12% trong năm 2026. Theo đó, sau hai năm sụt giảm mạnh, lợi nhuận của STB sẽ phục hồi trong dài hạn nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh mẽ, hiệu quả chi phí cải thiện cùng xu hướng giảm của chi phí tín dụng.

Mặc dù dự báo năm 2026 mới của chúng tôi vẫn cao hơn so với kế hoạch của STB, chúng tôi tin rằng Ngân hàng vẫn có thể giảm bớt trích lập dự phòng để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

Các rủi ro tiềm ẩn (không định lượng trong mô hình dự báo của chúng tôi) bao gồm:

- Tỷ lệ NIM tăng trưởng mạnh mẽ hơn kỳ vọng dựa trên chiến lược chấp nhận rủi ro cao hơn;
- Chi phí cắt giảm mạnh hơn dự báo (bao gồm cả số lượng lao động); và
- Thu nhập từ thu hồi nợ xấu vượt kỳ vọng.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 10% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm tốc xuống 51%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng đạt 15% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 74%.

Giả định và dự báo cho kịch bản cơ sở của chúng tôi như sau:

Bảng 177: Các giả định quan trọng, STB

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng tín dụng & giả định tỷ lệ NIM, đồng thời nâng giả định tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng

		Dự báo cũ			Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025	2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng cho vay	16.1%	16.0%	16.0%	15.0%	12.0%	12.5%	13.0%
Tăng trưởng tiền gửi	9.1%	14.5%	15.0%	15.0%	11.0%	12.5%	14.0%
Tỷ lệ NIM	3.28% (*)	3.60%	3.56%	3.63%	3.17%	3.23%	3.30%
Tỷ lệ nợ xấu	6.41%	2.40%	2.10%	1.90%	4.20%	3.10%	2.40%
Chi phí tín dụng	1.95%	0.51%	0.42%	0.41%	2.30%	0.96%	0.60%
Chi phí tín dụng mảng ngân hàng cốt lõi	1.95%	1.28%	0.78%	0.87%	2.67%	1.12%	0.78%
Nợ xấu mới hình thành	5.19%	1.11%	0.66%	0.77%	0.68%	0.57%	0.46%
Tài sản tồn đọng	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(*) Nếu loại trừ khoản thu nhập lãi từ KCN Phong Phú, tỷ lệ NIM ước tính đạt 3,1% (được trình bày trong phần tính toán NIM tại Bảng 6).

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 178: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, STB

HSC giảm 26% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm trong giai đoạn 2026-27, chủ yếu do điều chỉnh giảm giả định tổng thu nhập HĐ, nâng giả định chi phí dự phòng (tuy được bù đắp một phần từ việc hạ giả định chi phí HĐ)

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**26,681**	**27,932**	**31,803**	**37,138**	**30,210**	**34,379**	**39,285**
Tăng trưởng	*8.8%*	*13.9%*	*13.9%*	*16.8%*	13.2%	13.8%	14.3%
Điều chỉnh					*-5.0%*	*-7.4%*	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**2,978**	**3,285**	**3,992**	**4,968**	**3,528**	**4,204**	**4,671**
Tăng trưởng	*0.0%*	*10.3%*	*21.5%*	*24.5%*	14.6%	19.2%	11.1%
Điều chỉnh					*-11.6%*	*-15.4%*	
Thu nhập ngoài lãi khác	**2,298**	**1,308**	**1,704**	**2,018**	**2,691**	**2,321**	**2,250**
Tăng trưởng	*-44.6%*	*10.8%*	*24.0%*	*22.7%*	17.1%	-13.8%	-3.1%
Điều chỉnh					*58.0%*	*15.0%*	
Tổng thu nhập HĐ	**31,957**	**32,525**	**37,499**	**44,125**	**36,430**	**40,904**	**46,206**
Tăng trưởng	*11.4%*	*13.4%*	*15.3%*	*17.7%*	13.6%	12.3%	13.0%
Điều chỉnh					*-2.9%*	*-7.3%*	
Chi phí HĐ	**(13,045)**	**(15,070)**	**(16,549)**	**(18,175)**	**(10,936)**	**(12,793)**	**(13,962)**
Tăng trưởng	*-6.7%*	*7.8%*	*9.8%*	*9.8%*	-16.2%	17.0%	9.1%
Điều chỉnh					*-33.9%*	*-29.6%*	
Chi phí dự phòng	**(11,384)**	**(2,943)**	**(2,845)**	**(3,160)**	**(15,299)**	**(7,187)**	**(5,083)**
Tăng trưởng	*476.6%*	*49.0%*	*-3.3%*	*11.1%*	34.4%	-53.0%	-29.3%
Điều chỉnh					*437.7%*	*127.4%*	
LNTT	**7,528**	**14,513**	**18,104**	**22,790**	**10,194**	**20,924**	**27,161**
Tăng trưởng	*-40.8%*	*14.1%*	*24.7%*	*25.9%*	33.6%	105.2%	29.8%
Điều chỉnh					*-43.7%*	*-8.2%*	
Lợi nhuận thuần	**5,839**	**11,610**	**14,483**	**18,232**	**8,155**	**16,739**	**21,729**
Tăng trưởng	*-42.1%*	*15.1%*	*24.7%*	*25.9%*	37.3%	105.2%	29.8%
Điều chỉnh					*-43.7%*	*-8.2%*	

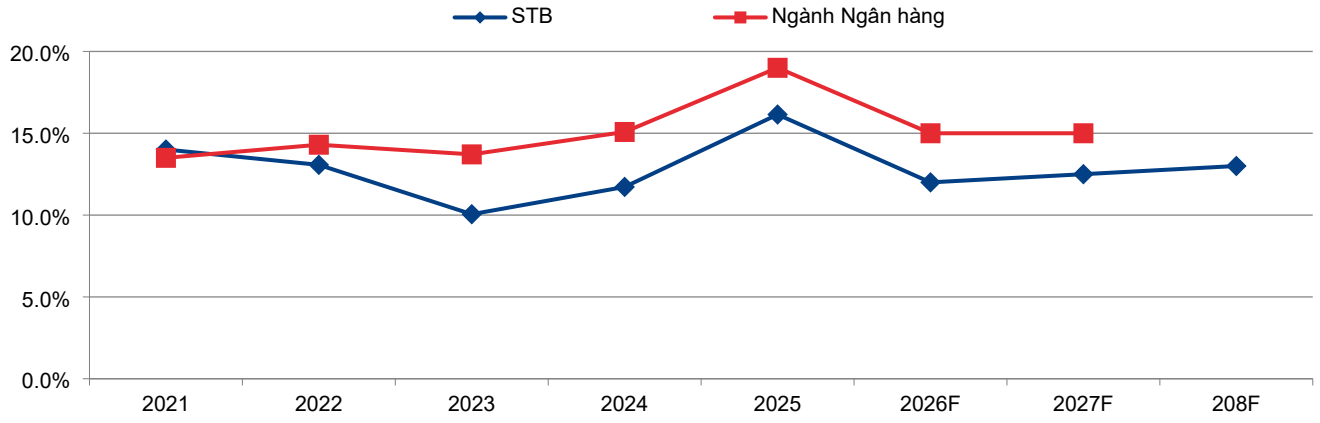
Nguồn: STB, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 179: So sánh tăng trưởng tín dụng, STB & ngành Ngân hàng

STB dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn bình quân ngành trong giai đoạn 2026–28 do tỷ lệ nợ xấu cao hơn mặt bằng chung



Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 180: Tỷ lệ NIM trên tài sản sinh lãi hiệu quả (IEA), STB

Chúng tôi loại trừ các khoản nợ xấu (chiếm 6,41% tổng dư nợ) khỏi tài sản sinh lãi để tính tỷ lệ NIM trên tài sản đang hoạt động

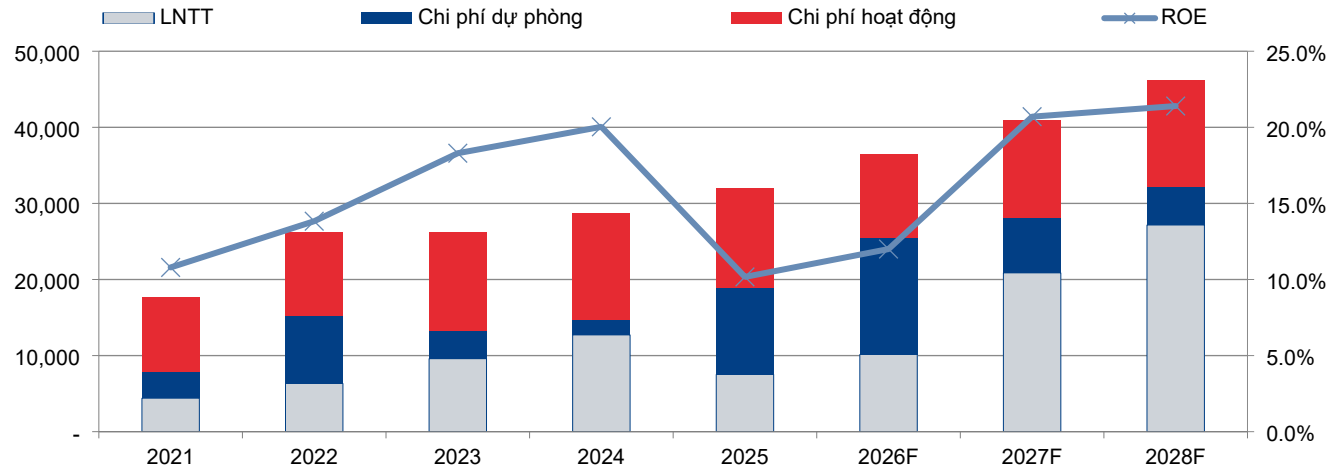
Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi	49,989	57,481	71,188	80,419	91,410
Thu nhập lãi thuần	24,532	26,681	30,210	34,379	39,285
Tài sản sinh lãi hiệu quả	726,458	899,114	1,005,230	1,123,262	1,259,711
Lợi suất tài sản	7.41%	6.89%	7.48%	7.56%	7.67%
Tỷ lệ NIM	3.64%	3.10% (*)	3.17%	3.23%	3.30%
Tài sản sinh lãi hiệu quả không bao gồm nợ xấu	700,247	850,895	962,486	1,085,079	1,224,969
Lợi suất tài sản không bao gồm nợ xấu	7.71%	7.22%	7.85%	7.86%	7.91%
Tỷ lệ NIM của tài sản sinh lãi hiệu quả không bao gồm nợ xấu	3.78%	3.25% (*)	3.32%	3.33%	3.37%

(*) Chúng tôi đã loại trừ khoản thu nhập lãi không thường xuyên phát sinh từ thương vụ đấu giá khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú (ước tính đạt 1.500 tỷ đồng)

Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 181: Kết quả thực hiện trong giai đoạn 2021-2025 và lợi nhuận dự báo cho giai đoạn 2026-2028, STB

Với tổng thu nhập hoạt động vững chắc, chi phí hoạt động và chi phí dự phòng suy giảm, STB được kỳ vọng sẽ bước vào giai đoạn phục hồi lợi nhuận từ năm 2026



Nguồn: STB, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 182: Tài sản tồn đọng liên quan đến ông Trầm Bê, STB

Các khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú và các khoản nợ khác đã được tất toán hoàn toàn trong Q3/2025, hiện chỉ còn lại các khoản nợ liên quan đến cổ phần của ông Trầm Bê

Tỷ đồng	Nợ gốc	Tiền lãi	Tổng	Nhận định / Cập nhật
Cuối năm 2016	35,400	12,919	48,319	Thời điểm chốt để xác định tổng tài sản tồn đọng cần xử lý trong kế hoạch tổng thể
Lãi dự thu trong giai đoạn 2017-24		44,686		Nghĩa vụ bổ sung nếu giá trị tài sản thế chấp tăng nhằm bù đắp số nợ gốc theo kế hoạch tổng thể
Cuối năm 2024	35,400	57,605	93,005	
Bao gồm:				
Các khoản vay được bảo đảm bằng 32,5% cổ phần STB	**6,611**	13,450	20,061	Giá trị tiềm năng STB có thể thu hồi sau khi đấu giá 32% cổ phần, dự kiến thực hiện trong 6 tháng cuối năm 2026
Các khoản vay được bảo đảm bằng KCN Phong Phú	5,134	11,062	16,196	Đã bán (qua đấu giá công khai) với giá 7,9 nghìn tỷ đồng, đã thu 1,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024; 6,3 nghìn tỷ đồng còn lại đã thu hồi trong tháng 8/2025 **1,2-1,5 nghìn tỷ đồng được ghi nhận vào thu nhập lãi thuần trong Q3/2025** **4,5 nghìn tỷ đồng đã được sử dụng để trích lập dự phòng tới Q3/2025**
Các khoản vay khác	23,655	33,093	56,748	Số nợ gốc chủ yếu đã được thu hồi trong giai đoạn 2017-2024 thông qua xử lý tài sản đảm bảo, trong khi phần lãi được ghi nhận ngoài bảng cân đối kế toán
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong kịch bản cơ sở	**5,000**			Chúng tôi hiện đã đưa khoản lợi nhuận này vào dự báo cho năm 2027-28

Nguồn: STB, HSC

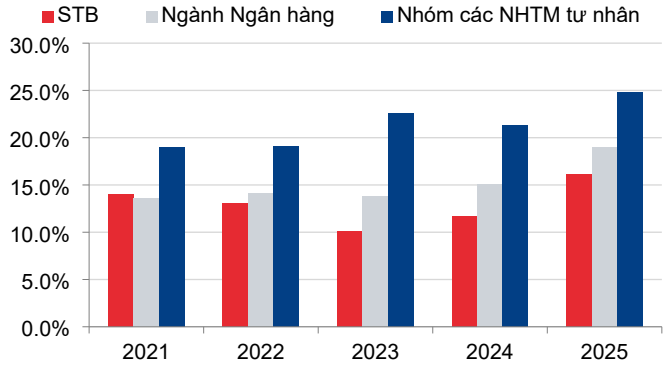
KQKD năm 2025 so với ngành

STB đã công bố KQKD Q4/2025 kém tích cực với nợ xấu gia tăng, chi phí dự phòng lớn và lỗ trước thuế 3,4 nghìn tỷ đồng, trong khi các chỉ số cốt lõi khác vẫn ổn định. Theo đó, LNTT cả năm 2025 đạt 7,6 nghìn tỷ đồng, giảm 40% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 53% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi. Chúng tôi đã phân tích chi tiết kết quả này trong báo cáo trước đó (Q4/2025: Chi phí dự phòng lớn, nợ xấu tăng cao và lỗ trước thuế).

KQKD năm 2025 của STB kém tích cực hơn so với các ngân hàng khác chủ yếu do gánh nặng nợ xấu mới hình thành. Trong dài hạn, năng lực huy động tiền gửi và cơ sở khách hàng bán lẻ & DNNVV vững chắc của STB sẽ củng cố tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động, tạo dư địa để xử lý nợ xấu và khôi phục tăng trưởng lợi nhuận.

Biểu đồ 183: Tăng trưởng tín dụng, STB & các NHTM khác

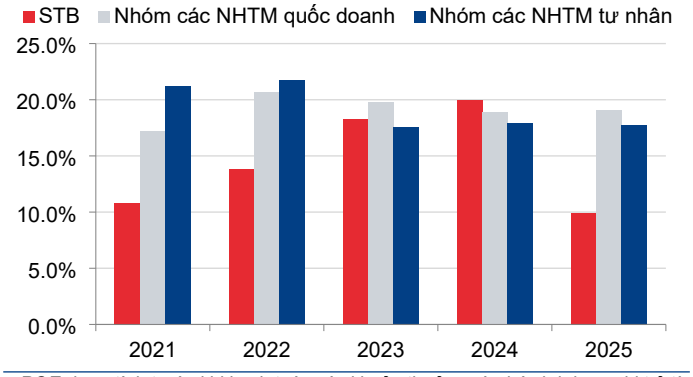
Tăng trưởng tín dụng của STB thấp hơn so với ngành và các NHTM tư nhân khác



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 184: Hệ số ROE, STB & các NHTM khác

Khả năng sinh lời giảm và thấp hơn mức bình quân ngành do chi phí dự phòng lớn



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản thưởng và phúc lợi được chi trả từ lợi nhuận thuần

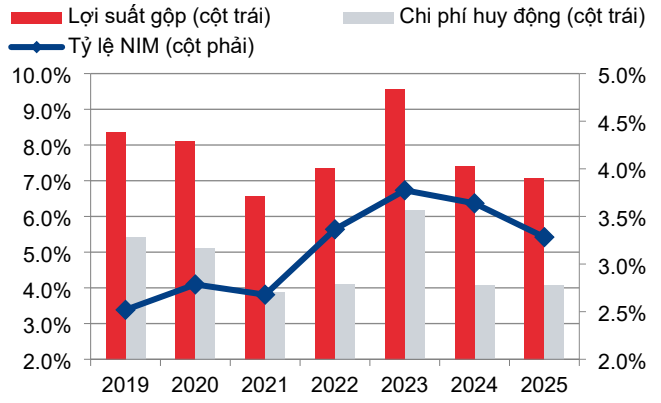
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 185: Tỷ lệ NIM hàng năm, STB

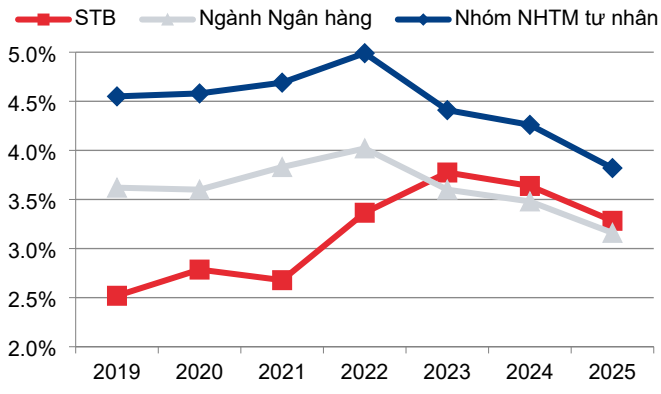
Tỷ lệ NIM giảm còn 3,28% trong năm 2025...



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 186: So sánh tỷ lệ NIM hàng năm, STB & các NHTM tư nhân khác

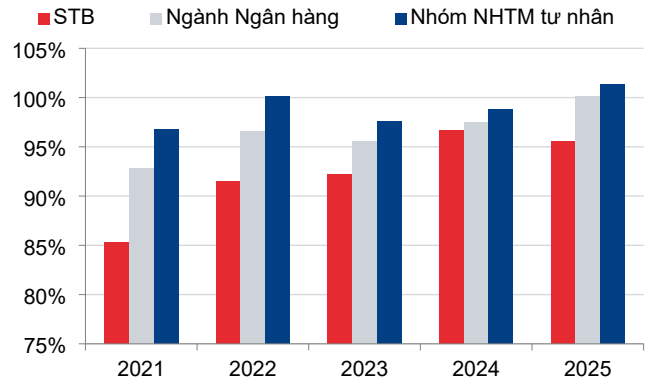
…và duy trì ở mức thấp hơn so với các NHTM tư nhân khác



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 187: Hệ số LDR, STB & các NHTM tư nhân khác

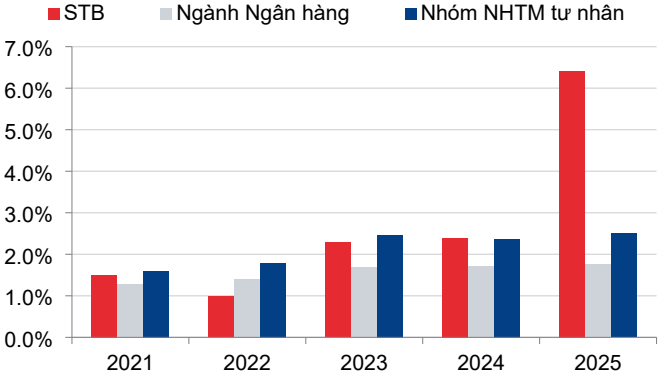
STB duy trì tỷ lệ LDR ở mức thận trọng hơn do đang trong quá trình tái cơ cấu các tài sản tồn đọng



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 188: Tỷ lệ nợ xấu (chỉ tính trên dư nợ cho vay khách hàng), STB & các NHTM tư nhân khác

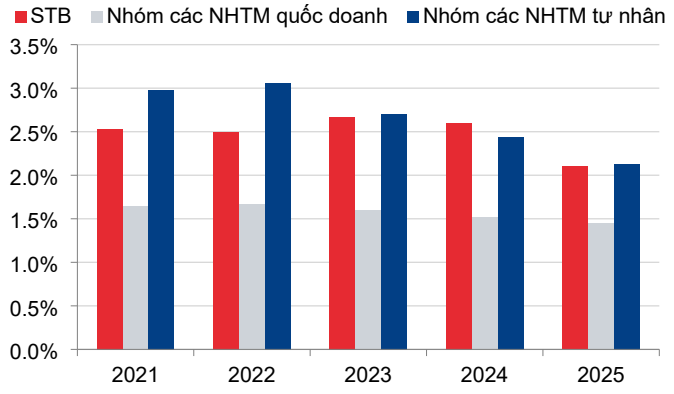
Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh trong năm 2025 khi Ngân hàng phân loại các khoản nợ xấu mới



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 189: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, STB & các NHTM tư nhân khác

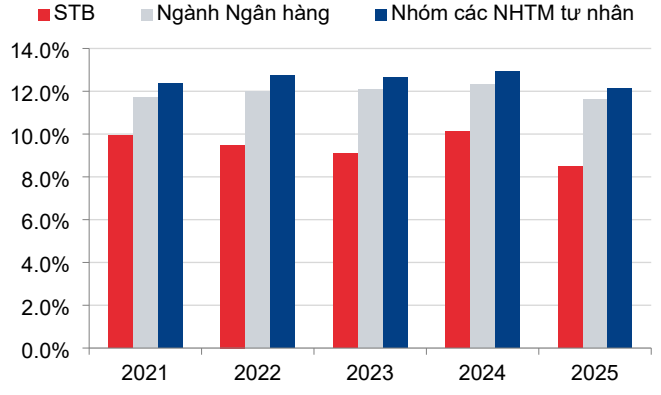
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ sát với xu hướng của các NHTM tư nhân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 190: Hệ số CAR, STB & các NHTM tư nhân khác

Hệ số CAR giảm trong năm 2025, phản ánh ROE thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 57.600đ (rủi ro giảm giá 14,8%) do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực từ việc điều chỉnh định giá, đồng thời hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) do định giá cao. STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,8 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,2 lần. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,58 lần – cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần và cao hơn một chút so với ngân hàng tương đồng nhất ACB (1,49 lần). STB đang giao dịch với định giá cao trong khi nền tảng hỗ trợ ngắn hạn hoặc động lực tăng giá rõ ràng còn hạn chế.

Giảm 2% giá mục tiêu

HSC giảm 2% giá mục tiêu cho STB xuống 57.600đ (rủi ro giảm giá 14,8%) và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) sau những điều chỉnh chính như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 26%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027.
- Vốn CSH tại thời điểm cuối năm 2025 của STB thấp hơn 9% so với dự báo trước đó của chúng tôi do khoản lỗ trong Q4 /2025.
- Giả định định giá: Chúng tôi hạ giả định beta điều chỉnh trong ngắn hạn xuống 0,9 (từ 1 trước đó) theo cập nhật từ Bloomberg. Chúng tôi cũng hạ giả định beta dài hạn xuống 1,15 (từ 1,2 trước đó).

Bảng 191: Giả định chi phí vốn CSH, STB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	9.25%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	0.9	Giảm 0,1 điểm phần trăm
Beta trong dài hạn	1.15	Giảm 0,05 điểm phần trăm
Chi phí vốn CSH	**12.3%**	Giảm 0,9 điểm phần trăm

Nguồn: HSC

Bảng 192: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, STB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	9,653	16,574	20,737	21,890	23,132	25,246	24,559
- Chi phí vốn CSH	7,379	8,658	10,598	13,651	16,883	20,530	21,146
Lợi nhuận thặng dư	2,274	7,916	10,139	8,239	6,250	4,716	3,413
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư							29,327
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.12	1.26	1.42	1.60	1.83	2.09	2.09
Giá trị hiện tại	2,025	6,274	7,154	5,141	3,424	2,254	14,018
Giá mục tiêu	**57,694**						

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 193: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, STB

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.25%	8.75%	9.25%	9.75%	10.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	74,546	69,426	**64,883**	60,828	57,190
	3.5%	69,805	65,211	**61,114**	57,440	54,130
	4.0%	**65,544**	**61,404**	**57,694**	**54,352**	**51,330**
	4.5%	61,698	57,951	**54,578**	51,529	48,760
	5.0%	58,211	54,807	**51,730**	48,939	46,396

Nguồn: STB, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá cao nhưng thiếu nền tảng cơ bản hoặc động lực hợp lý – hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

Giá cổ phiếu của STB đã tăng 43% trong 3 tháng qua (tăng 69% trong 1 năm qua), vượt trội so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (tăng lần lượt 2% và 25%) nhờ tâm lý tích cực xung quanh sự xuất hiện của BLĐ mới bù đắp cho KQKD kém tích cực trong Q4/2025. STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,8 lần - cao hơn 50% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,20 lần và cao hơn khoảng 66% so với ACB (1,08 lần). Mặc dù kỳ vọng về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục hỗ trợ tâm lý thị trường nhưng sự không chắc chắn về chất lượng tài sản và việc trì hoãn đấu giá cổ phần - yếu tố then chốt để hoàn tất quá trình tái cấu trúc - sẽ hạn chế tính bền vững của mức định giá cao hiện tại; chúng tôi kỳ vọng chênh lệch định giá sẽ tiếp tục thu hẹp trong thời gian tới.

Chúng tôi tin rằng định giá hiện tại không hợp lý dựa trên cả nền tảng cơ bản và sự bền vững của việc định giá lại theo tâm lý thị trường:

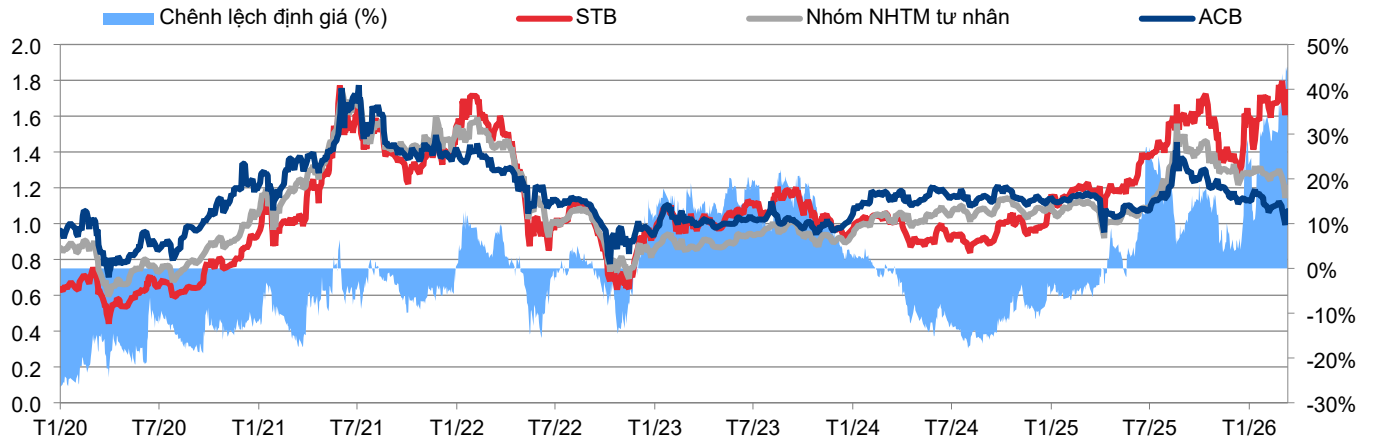
- **Nền tảng tài chính yếu hơn so với ACB**: Vốn hóa thị trường của STB hiện tương đương ACB nhưng LNTT năm 2026 thấp hơn đáng kể và vốn CSH nhỏ hơn. Ngoài ra, chất lượng tài sản của STB vẫn kém hơn đáng kể so với ACB.
- **Động lực chính vẫn không chắc chắn**: Động lực chính cho cổ phiếu STB – thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần – vẫn chưa rõ ràng, bao gồm thời điểm, số lượng cổ phần được đấu giá và cơ chế định giá.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, rủi ro giảm giá là 14,8% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,58 lần, cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần và cao hơn một chút so với ACB (1,49 lần). Do đó, chúng tôi đánh giá cổ phiếu STB tương đối kém hấp dẫn so với cổ phiếu ACB trong giai đoạn này.

Nếu bao gồm cả giá trị gốc của thương vụ đấu giá cổ phần (ước tính 11 nghìn tỷ đồng sau thuế) vào vốn CSH, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu điều chỉnh năm 2026 của STB sẽ tăng 15%. Từ đó, P/B dự phóng năm 2026 "phù hợp" của Ngân hàng là 1,55 lần, vẫn chưa phù hợp cho việc định giá lại và chưa phải là điểm vào hấp dẫn, chưa kể đến việc trì hoãn thương vụ đấu giá cổ phần sẽ khóa phần giá trị này trong thời gian dài hơn.

Biểu đồ 194: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB & các NHTM khác

Thặng dư định giá của STB so với các NHTM tư nhân khác đã lần đầu tiên nới rộng lên 45% vào tháng 3/2026



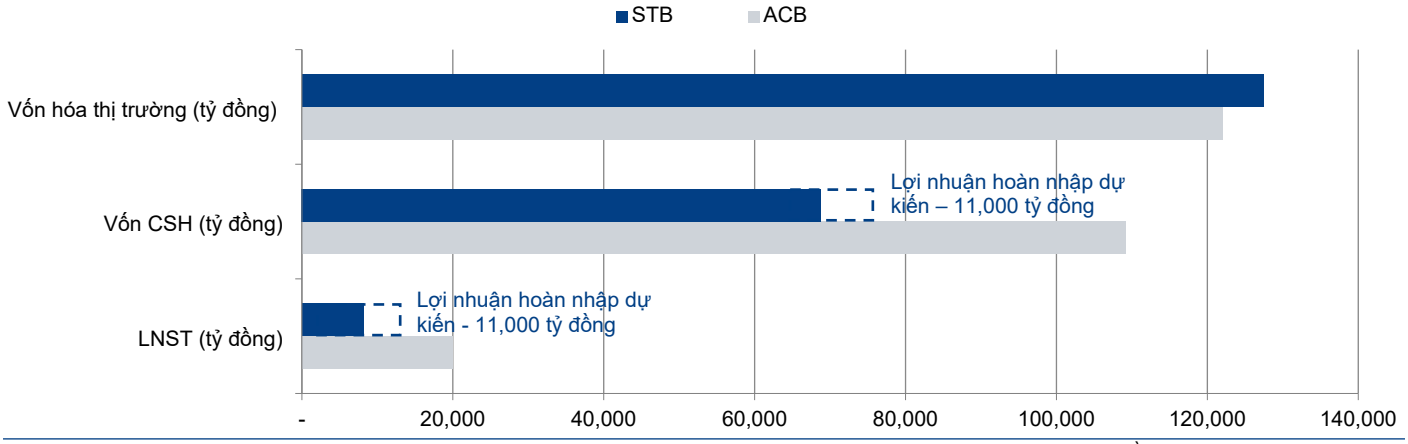
Nguồn: STB, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 195: So sánh định giá và tỷ suất lợi nhuận, STB và ACB

Cổ phiếu STB đã có mức vốn hóa tương đương với ACB trong khi nền vốn chủ sở hữu cũng như lợi nhuận thấp hơn nhiều
Ngay cả khi chúng tôi đưa giả định hoàn nhập dự phòng cho việc đấu giá cổ phần STB vào dự phóng, nền vốn của STB vẫn quá thấp để chứng minh cho vốn hóa cao như hiện tại



Nguồn: Các ngân hàng, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	50.0	57.5	71.2	80.4	91.4
Chi phí lãi	(25.5)	(30.8)	(41.0)	(46.0)	(52.1)
Thu nhập lãi thuần	**24.5**	**26.7**	**30.2**	**34.4**	**39.3**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.98	3.08	3.53	4.20	4.67
Lãi thuần HĐ KDNH	1.11	1.02	1.12	1.24	1.36
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.06	(0.01)	0	0	0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
Thu nhập khác	0.00	1.26	1.55	1.06	0.87
Tổng thu nhập HĐ	**28.7**	**32.1**	**36.4**	**40.9**	**46.2**
Chi phí HĐ	(14.0)	(13.0)	(10.9)	(12.8)	(14.0)
LN trước dự phòng	**14.7**	**19.0**	**25.5**	**28.1**	**32.2**
Chi phí dự phòng	(1.97)	(11.4)	(15.3)	(7.19)	(5.08)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**12.7**	**7.63**	**10.2**	**20.9**	**27.2**
Chi phí thuế TNDN	(2.63)	(1.69)	(2.04)	(4.18)	(5.43)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**10.1**	**5.94**	**8.16**	**16.7**	**21.7**
EPS (đồng)	5,351	3,150	4,326	8,879	11,526
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	10.9	22.6	10.8	11.8	12.4
Tăng trưởng cho vay KH (%)	11.7	16.1	12.0	12.5	13.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	11.0	9.08	11.0	12.5	14.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.8	8.93	10.9	12.5	13.5
Tăng trưởng VCSH (%)	20.2	8.90	15.0	23.1	22.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	11.1	8.76	13.2	13.8	14.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.48	(6.70)	(16.2)	17.0	9.13
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	10.6	29.4	34.1	10.3	14.7
Tăng trưởng LNTT (%)	32.6	(40.0)	33.6	105	29.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	30.7	(41.1)	37.3	105	29.8
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.03	3.85	3.77	3.80	3.83
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.97)	(1.57)	(1.13)	(1.19)	(1.16)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.8	97.6	98.5	98.9	98.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.41	1.50	1.63	1.74	1.87
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	18.2	10.7	14.7	30.3	39.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	12.6	21.5	15.6	7.61	5.86
P/B (lần)	2.32	2.13	1.85	1.50	1.23
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	8.21	5.40	4.80	4.63	5.28
Tiền gửi tại NHNN	17.6	18.1	7.21	6.26	7.79
Tiền gửi tại các TCTD khác	88.2	173	186	201	217
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.23	0.23	0.23	0.23
Số dư cho vay thuần	**530**	**606**	**683**	**772**	**875**
Tổng dư nợ cho vay	539	626	702	789	892
Dự phòng rủi ro	(8.87)	(20.1)	(18.3)	(17.1)	(16.4)
Chứng khoán đầu tư	**85.6**	**92.1**	**108**	**123**	**141**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	23.6	33.0	39.6	45.6	52.4
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	75.4	67.2	77.7	87.2	98.1
Dự phòng rủi ro	(13.3)	(8.10)	(9.78)	(9.78)	(9.78)
Đầu tư dài hạn	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Tài sản cố định	7.36	7.06	7.27	7.49	7.71
Tài sản khác	10.5	15.3	19.6	21.1	22.6
Tổng tài sản	**748**	**917**	**1,016**	**1,136**	**1,277**
Nợ phải trả	**693**	**857**	**948**	**1,051**	**1,173**
Tiền gửi của NHNN	0.05	22.2	17.8	16.0	13.6
Tiền gửi của các TCTD khác	70.7	156	178	190	204
Tổng tiền gửi KH	567	618	686	772	880
Trái phiếu và CCTG	36.8	39.2	43.1	48.3	51.2
Nợ khác	18.3	20.9	21.9	24.1	24.1
Vốn chủ sở hữu	**55.0**	**59.9**	**68.8**	**84.7**	**104**
Vốn điều lệ	18.9	18.9	18.9	18.9	18.9
Thặng dư vốn cổ phần	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Lợi nhuận giữ lại	28.4	31.3	39.9	53.3	69.2
Quỹ & vốn khác của CSH	5.94	7.97	8.32	10.8	14.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**748**	**917**	**1,016**	**1,136**	**1,277**
BVPS (đồng)	29,160	31,756	36,506	44,941	55,084

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	35.2	18.5	22.4	40.9	47.0
ROAA (%)	1.42	0.71	0.84	1.56	1.80
ROAE (%)	20.0	10.3	12.7	21.8	23.0
Chi phí huy động BQ (%)	4.07	4.08	4.65	4.72	4.79
Lợi suất gộp BQ (%)	7.41	7.07	7.48	7.56	7.67
Lợi suất thuần (%)	3.35	2.99	2.82	2.84	2.88
Tỷ lệ NIM (%)	3.64	3.28	3.17	3.23	3.30
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.4	9.60	9.69	10.3	10.1
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	85.5	83.2	82.9	84.0	85.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	4.07	7.17	7.39	5.67	4.87
Tỷ lệ CIR (%)	48.8	40.7	30.0	31.3	30.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	10.1	9.20	9.01	9.54	10.2
VCSH/Tổng TS (%)	7.35	6.53	6.77	7.46	8.13
Đòn bẩy vốn (lần)	13.6	15.3	14.8	13.4	12.3
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.40	6.41	4.20	3.10	2.40
Hệ số LLR (%)	68.4	50.0	62.0	69.8	76.7
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	95.1	101	102	102	101
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	10.5	19.2	19.6	18.8	17.9
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.1	68.3	69.0	69.5	69.8
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	553	553	553	553	553
Số lượng nhân viên	20,326	21,342	22,409	23,530	24,706

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

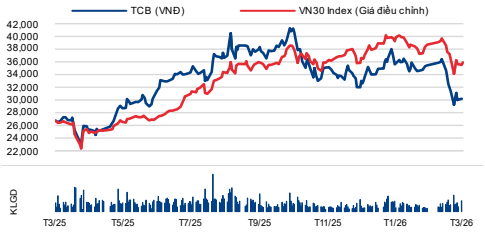
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ44,500 *(từ VNĐ46,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 46.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	30,300
Mã Bloomberg	TCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,991-41,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	214,713
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,169
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,086
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,597
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.5%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.5%
Tỷ lệ freefloat	60.0%
Cổ đông lớn	h và người liên quan (19.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(14.5)	(7.06)	13.3
So với chỉ số	(7.91)	(5.85)	(15.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,319	4,241	1.8
2027F	5,222	5,230	(0.1)
2028F	6,270	5,976	4.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Một trong những ngân hàng dẫn đầu & tập trung vào lĩnh vực cho vay BĐS. Hiện tại TCB có chỉ số CAR, ROA, CASA thuộc nhóm cao nhất ngành.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

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

Đa dạng hóa, tăng trưởng tiền gửi không kỳ hạn & lãi thuần HĐ dịch vụ là trọng tâm

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 44.500đ sau khi giảm nhẹ dự báo năm 2026-2027.
- Chúng tôi giảm lần lượt 1,2% và 4,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 sau khi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng cùng với sức ép nhẹ lên tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần với việc nâng dự báo thu nhập ngoài lãi và hạ dự báo chi phí tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 20,7% trong 3 năm tới, cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.
- Sau diễn biến kém tích cực gần đây, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,08 lần, thấp hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn so với khả năng sinh lời mạnh mẽ cùng cơ cấu lợi nhuận cải thiện.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC đánh giá lại triển vọng ngắn & trung hạn của TCB trong bối cảnh tình hình thanh khoản hệ thống căng thẳng, lập trường thận trọng hơn của NHNN về tăng trưởng tín dụng và kế hoạch năm 2026 của BLĐ – tập trung vào đa dạng hóa danh mục cho vay, mở rộng cơ sở thu nhập phí và nâng cao tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn.

Tác động: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận

HSC giảm lần lượt 1,2% và 4,4% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 21,2%, 20,9% và 20% trong năm 2026, 2027 và 2028 sau khi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng, giảm nhẹ dự báo tỷ lệ NIM, nâng dự báo thu nhập ngoài lãi suất và hạ giả định chi phí tín dụng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 44.500đ chủ yếu sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026-2027.

Chúng tôi tin rằng TCB vẫn duy trì vị thế tốt để vượt qua những thách thức về thanh khoản & nguồn vốn hiện tại, nhờ nền tảng mạnh mẽ bao gồm: 1) nền tảng thu phí dịch vụ giúp đa dạng hóa cơ cấu thu nhập mang tính cấu trúc, 2) cơ sở tiền gửi không kỳ hạn mạnh mẽ hỗ trợ sự ổn định của chi phí huy động và 3) danh mục cho vay đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro tập trung.

TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,08 lần, sát với bình quân quá khứ và thấp hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, giảm từ thặng dư khoảng 23% gần đây. Chúng tôi đánh giá đây là mức định giá hấp dẫn trên cơ sở: 1) Cơ sở vốn lớn với hệ số CAR khoảng 15%, 2) khả năng sinh lời hàng đầu với hệ số ROA khoảng 2,3% và 3) triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 20,7% trong 3 năm tới, cao hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức khoảng 19%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	35.5	38.2	44.3 ▼	52.2 ▼	61.9
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	47.0	53.4	63.0	74.6 ▼	88.1
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	21.5	25.3	30.6	37.0	44.5
EPS (đồng)	3,054	3,569	4,325	5,228	6,276
DPS (đồng)	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	20,583	23,996	27,315	31,538	36,807
P/E (lần)	9.92	8.49	7.01	5.80	4.83
Lợi suất cổ tức (%)	4.95	3.30	3.30	3.30	3.30
P/B (lần)	1.47	1.26	1.11	0.96	0.82
Tăng trưởng EPS (%)	19.5	16.9	21.2	20.9	20.0
ROAE (%)	15.6	16.0	16.9	17.8	18.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tốc độ tăng quy mô bảng cân đối chậm lại, lợi nhuận vẫn vững chắc

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD năm 2025 của TCB và kế hoạch mới nhất của BLĐ, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng, giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM, nâng dự báo thu nhập ngoài lãi và hạ dự báo chi phí tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi giảm lần lượt 1,2% và 4,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 21,2%, 20,9% và 20% trong giai đoạn 2026-2028.

Dự báo và triển vọng giai đoạn 2026-2028

Tăng trưởng tín dụng

Triển vọng năm 2026: Khởi đầu là hạn mức tăng trưởng tín dụng được NHNN cấp ở mức 12%, mặc dù BLĐ kỳ vọng hạn mức tăng trưởng cả năm sẽ cao hơn nếu điều kiện vẫn thuận lợi. Giả định theo kế hoạch cho thấy tăng trưởng tín dụng có thể đạt khoảng 20% trong điều kiện thuận lợi.

Cơ cấu cho vay nhiều khả năng sẽ tiếp tục chuyển dịch khỏi các khoản vay khách hàng doanh nghiệp và BĐS truyền thống sang bán lẻ, cho vay mua nhà, cho vay tín chấp, cơ sở hạ tầng & y tế. Ngoài ra, Ngân hàng cho thấy việc ngày càng sẵn sàng sử dụng cấu trúc cho vay hợp vốn và mô hình phát hành đến phân phối (originate-to-distribute), điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng mà không gây áp lực lên bảng CĐKT.

Điều chỉnh và dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm lần lượt 8,5 và 5,5 điểm phần trăm giả định tăng trưởng tín dụng cho năm 2026 (tăng trưởng 15%) và 2027 (tăng trưởng 18%) do điều kiện thanh khoản thắt chặt và môi trường tăng trưởng tín dụng thận trọng.

Tỷ lệ NIM, xu hướng lãi suất, thanh khoản

Triển vọng năm 2026: Thách thức chính trong ngắn hạn tiếp tục là vấn đề thanh khoản và chi phí huy động. Dư nợ tín dụng toàn hệ thống tiếp tục tăng nhanh hơn so với tăng trưởng tiền gửi, gây sức ép mạnh lên lãi suất tiền gửi. Chi phí huy động của TCB nhiều khả năng sẽ tăng 50-60 điểm cơ bản trong năm tới.

BLĐ cũng cho biết áp lực chi phí huy động có thể gia tăng vào Q1/2026, cho thấy xu hướng lợi nhuận có thể giảm nhẹ vào đầu năm trước khi cải thiện vào giai đoạn sau nhờ:

- Điều chỉnh lại lợi suất tài sản
- Cải thiện cơ cấu lợi suất tài sản
- Duy trì sự ổn định của tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn
- Thắt chặt kỷ luật bảng CĐKT

Điều chỉnh và dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm khoảng 25 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2026-2027. Theo đó, tỷ lệ NIM năm 2026 sẽ duy trì ở mức tương đối ổn định khoảng 4%, trước khi phục hồi nhẹ lên khoảng 4,1% trong năm 2027.

Phí & thu nhập ngoài lãi khác

Triển vọng năm 2026: Tỷ trọng thu nhập phí nhiều khả năng sẽ có đóng góp lớn hơn vào lợi nhuận trong năm 2026, vừa là động lực tăng trưởng vừa là bộ đệm giảm thiểu tác động của áp lực tỷ lệ NIM. Động lực cốt lõi bao gồm: Ngân hàng đầu tư, bancassurance, phát hành trái phiếu và công cụ vốn, tài chính chuỗi cung ứng, ngân hàng giao dịch và bán chéo các sản phẩm quản lý tài sản. TCBS vẫn là một nguồn đóng góp quan trọng thông qua nghiệp vụ tư vấn trái phiếu, phân phối sản phẩm, môi giới chứng khoán và cho vay ký quỹ. Các lĩnh vực mới như vàng và sản phẩm tiền điện tử là một phần trong chiến lược dài hạn của Ngân hàng nhưng chưa thể đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trong năm 2026. Trong ngắn hạn, tăng trưởng thu nhập phí sẽ chủ yếu đến từ các mảng kinh doanh hiện hữu.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Điều chỉnh và dự báo giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi tăng khoảng 14-15% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và tăng khoảng 16-18% dự báo thu nhập ngoài lãi khác cho năm 2026-2027. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 24,5% trong 3 năm tới, trong khi thu nhập ngoài lãi khác sẽ tăng trưởng khoảng 12,9%.

Chất lượng tài sản và chi phí dự phòng

Triển vọng năm 2026: TCB kết thúc năm 2025 với kết quả tương đối tích cực: Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,13%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 128% và chi phí rủi ro duy trì ở mức khoảng 0,6%, hoặc 0,4% sau khi trừ các khoản thu hồi. Dư nợ nợ xấu và nợ nhóm 2 đều giảm mặc dù tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ. BLĐ kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu năm 2026 sẽ duy trì ở mức thấp quanh 1%, với chi phí tín dụng khoảng 0,6% (hoặc 0,4% sau khi trừ đi các khoản thu hồi). Điều này cho thấy Ngân hàng lạc quan có thể mở rộng sang các phân khúc có lợi suất cao hơn như cho vay tín chấp mà không cần nới lỏng đáng kể trích lập dự phòng.

Điều chỉnh và dự báo năm 2026-2028: Chúng tôi giảm nhẹ giả định chi phí tín dụng, từ 0,66-0,67% xuống khoảng 0,63% cho năm 2026–2027. Kết hợp với việc hạ giả định tăng trưởng tín dụng, chúng tôi giảm lần lượt 7,9% và 13,6% dự báo chi phí dự phòng cho năm 2026-2027.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 12% và tỷ lệ NIM giảm 20 điểm cơ bản xuống 3,8%, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ chậm lại ở mức 14,4%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 18% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản lên 4,2%, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 27,7%.

Bảng 196: Các giả định quan trọng

HSC điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng tín dụng, giả định tỷ lệ NIM và giả định chi phí tín dụng trong khi nâng dự báo thu nhập ngoài lãi

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng (%)	21.7%	20.2%	23.5%	23.5%	20.6%	15.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá (%)	24.9%	15.8%	21.3%	19.8%	23.8%	14.3%	17.0%	17.1%
Tỷ lệ NIM (%)	4.45%	4.00%	4.25%	4.39%	4.01%	4.01%	4.11%	4.20%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.12%	1.10%	1.20%	1.20%	1.07%	1.20%	1.20%	1.20%
Chi phí tín dụng (%)	0.71%	0.65%	0.66%	0.67%	0.63%	0.63%	0.63%	0.64%
Nợ xấu mới hình thành (%)	0.60%	0.47%	0.71%	0.62%	0.41%	0.72%	0.65%	0.58%
Hệ số CIR (%)	32.7%	31.2%	29.2%	27.0%	30.8%	29.3%	27.8%	26.6%
ROA	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%
ROE	15.6%	16.4%	18.0%	19.3%	16.0%	16.9%	17.8%	18.4%

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 197: Dự báo lợi nhuận, TCB

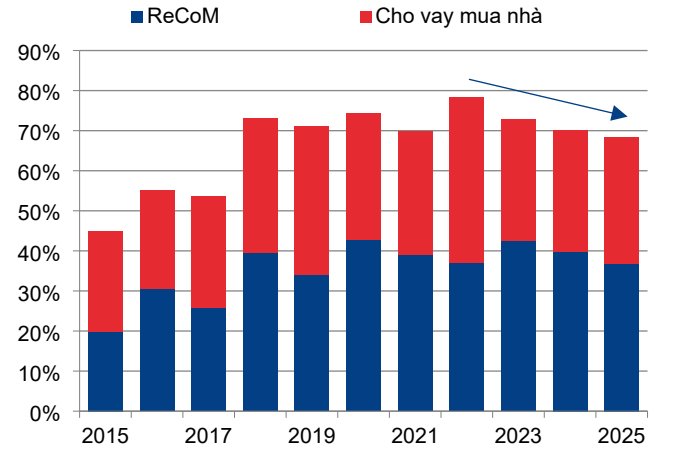
Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2025-2028 là 20,7%

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	**35,508**	**37,610**	**47,593**	**58,573**	**38,155**	**44,250**	**52,205**	**61,877**
Tăng trưởng	28.2%	5.9%	26.5%	23.1%	7.5%	16.0%	18.0%	18.5%
Điều chỉnh					1.4%	-7.0%	-10.9%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**8,042**	**8,813**	**9,960**	**12,299**	**8,772**	**11,311**	**14,124**	**16,916**
Tăng trưởng	-7.7%	9.6%	13.0%	23.5%	9.1%	28.9%	24.9%	19.8%
Điều chỉnh					-0.5%	13.6%	14.8%	
Thu nhập ngoài lãi khác	**3,440**	**6,846**	**6,424**	**6,785**	**6,464**	**7,488**	**8,247**	**9,311**
Tăng trưởng	-5.9%	99.0%	-6.2%	5.6%	87.9%	15.8%	10.1%	12.9%
Điều chỉnh					-5.6%	16.6%	21.5%	
Tổng thu nhập HĐ	**46,990**	**53,270**	**63,976**	**77,657**	**53,391**	**63,049**	**74,576**	**88,104**
Tăng trưởng	17.3%	13.4%	20.1%	21.4%	13.6%	18.1%	18.3%	18.1%
Điều chỉnh					0.2%	-1.4%	-4.0%	
Chi phí HĐ	**(15,370)**	**(16,624)**	**(18,689)**	**(20,976)**	**(16,432)**	**(18,490)**	**(20,763)**	**(23,398)**
Tăng trưởng	16.0%	8.2%	12.4%	12.2%	6.9%	12.5%	12.3%	12.7%
Điều chỉnh					-1.2%	-1.1%	-1.0%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**31,621**	**36,646**	**45,287**	**56,681**	**36,959**	**44,559**	**53,813**	**64,707**
Tăng trưởng	17.9%	15.9%	23.6%	25.2%	16.9%	20.6%	20.8%	20.2%
Điều chỉnh					0.9%	-1.6%	-5.1%	
Chi phí dự phòng	**(4,082)**	**(4,532)**	**(5,615)**	**(7,063)**	**(4,421)**	**(5,174)**	**(6,102)**	**(7,295)**
Tăng trưởng	4.1%	11.0%	23.9%	25.8%	8.3%	17.0%	17.9%	19.5%
Điều chỉnh					-2.5%	-7.9%	-13.6%	
LNTT	**27,538**	**32,114**	**39,672**	**49,617**	**32,538**	**39,386**	**47,711**	**57,412**
Tăng trưởng	20.3%	16.6%	23.5%	25.1%	18.2%	21.0%	21.1%	20.3%
Điều chỉnh					1.3%	-0.7%	-3.8%	
Lợi nhuận thuần	**21,523**	**25,136**	**31,016**	**38,756**	**25,291**	**30,645**	**37,046**	**44,470**
Tăng trưởng	19.5%	16.8%	23.4%	25.0%	17.5%	21.2%	20.9%	20.0%
Điều chỉnh					0.6%	-1.2%	-4.4%	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 198: Tỷ trọng cho vay ReCoM và cho vay mua nhà, TCB

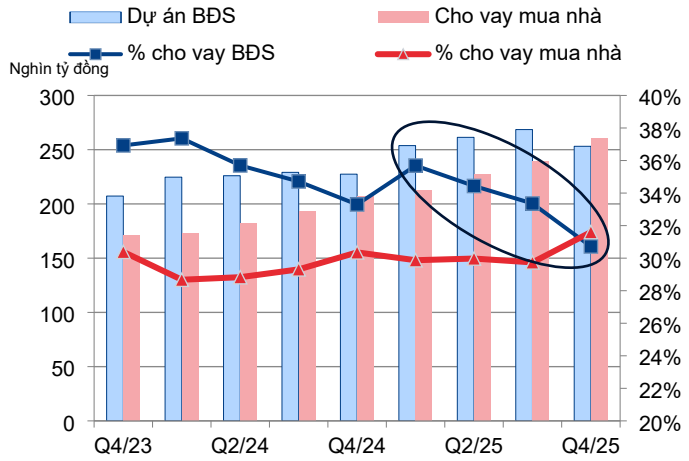
Tỷ trọng cho vay liên quan đến BĐS đã giảm 10 điểm phần trăm so với mức đỉnh năm 2022



Ghi chú: ReCoM bao gồm BĐS, Xây dựng và Vật liệu
Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 199: Tỷ trọng cho vay BĐS và cho vay mua nhà, TCB

Tỷ trọng cho vay BĐS (dự án/các doanh nghiệp phát triển BĐS) có xu hướng giảm đáng kể



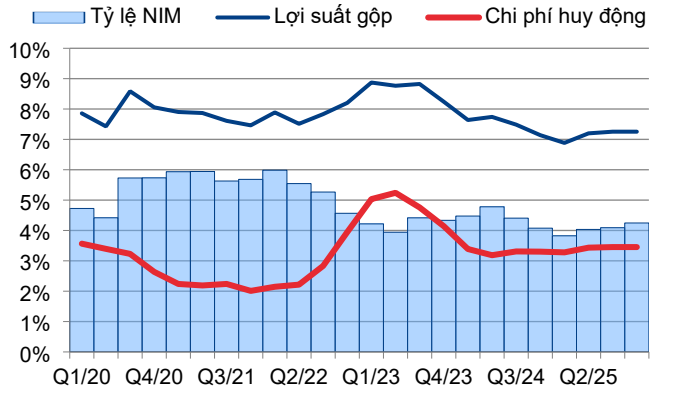
Nguồn: TCB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 200: Tỷ lệ NIM, TCB

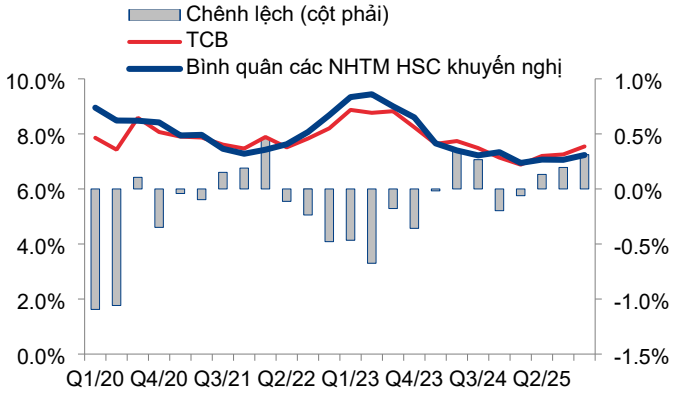
Tỷ lệ NIM dần cải thiện từ mức đáy trong Q1/2025



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 201: So sánh lợi suất tài sản

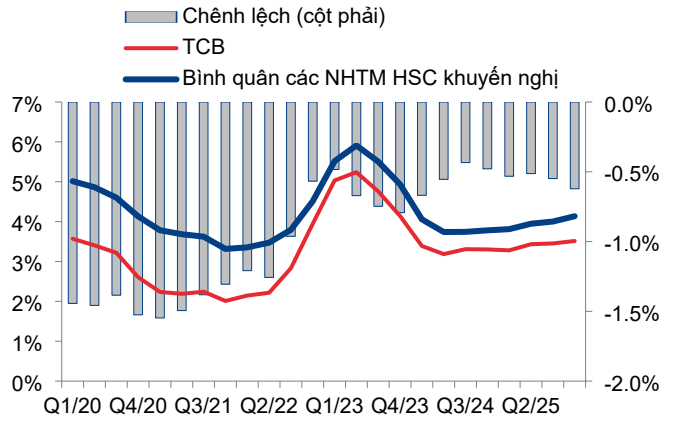
Chênh lệch về lợi suất tài sản giữa TCB và bình quân nhóm NHTM đã nới rộng trong năm 2025



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 202: So sánh chi phí huy động

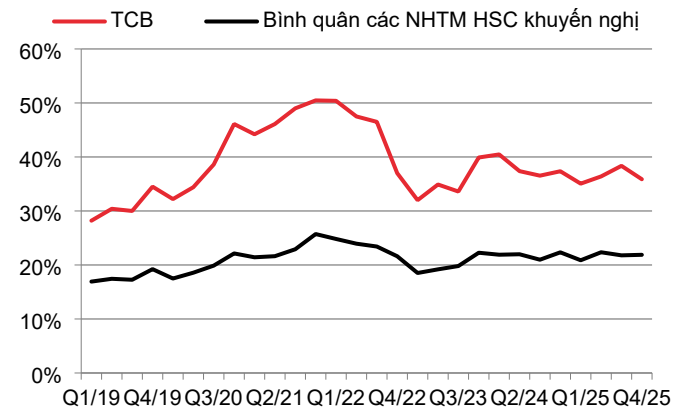
TCB duy trì lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn...



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 203: So sánh tỷ lệ CASA

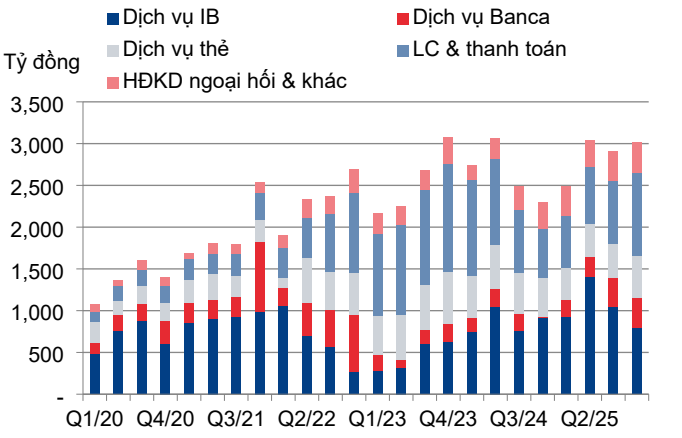
...nhờ tỷ lệ CASA vượt trội so với các NHTM khác



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 204: Cơ cấu thu nhập phí, TCB

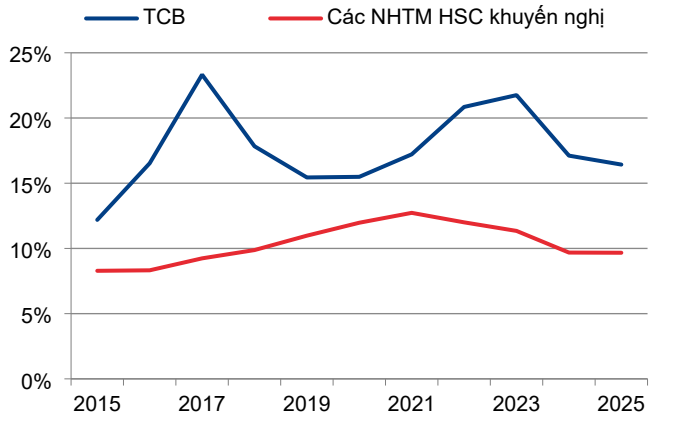
Các mảng dịch vụ đều ghi nhận kết quả tích cực



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 205: So sánh tỷ lệ lãi thuần HĐ dịch vụ/tổng thu nhập HĐ

TCB vượt trội so với các NHTM khác về khả năng tạo thu nhập phí



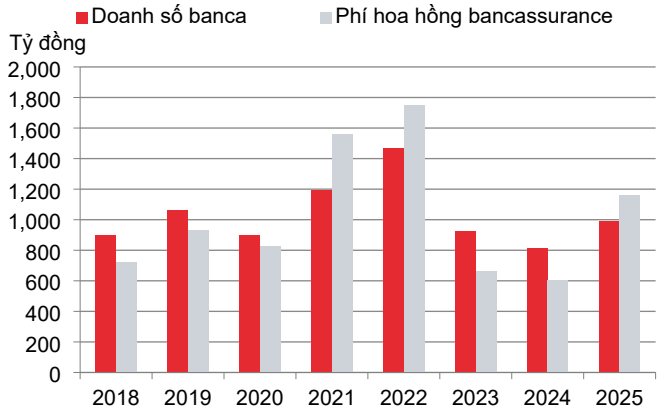
Nguồn: TCB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 206: Mảng bancassurance, TCB

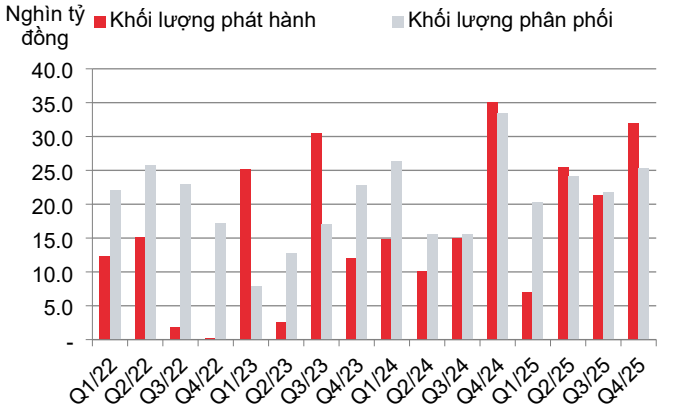
Mảng bancassurance đã phục hồi từ mức đáy



Nguồn: TCB

Biểu đồ 207: Hoạt động tư vấn và phân phối TPDN, TCB

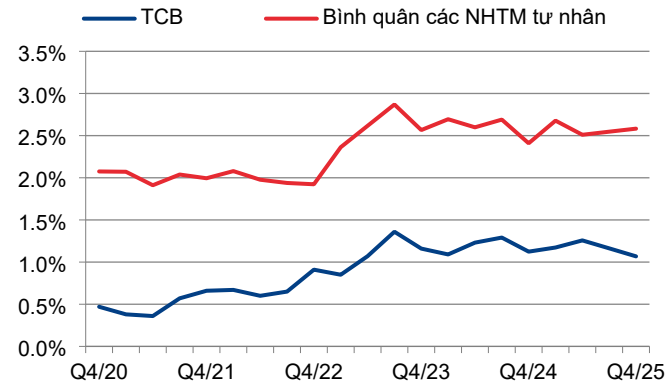
Mảng TPDN đạt kết quả tích cực trong năm 2025



Nguồn: TCB

Biểu đồ 208: So sánh tỷ lệ nợ xấu

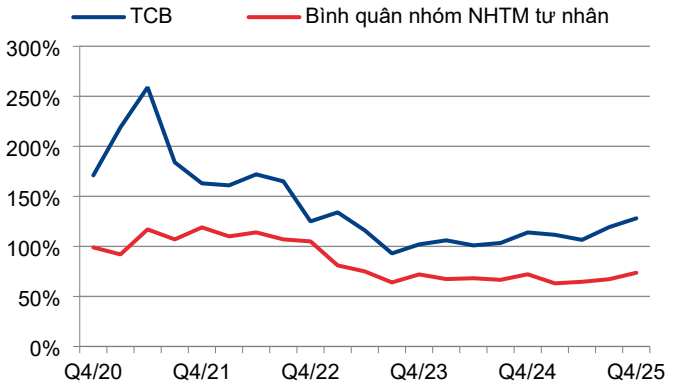
TCB duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp hơn nhiều...



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 209: Hệ số LLR

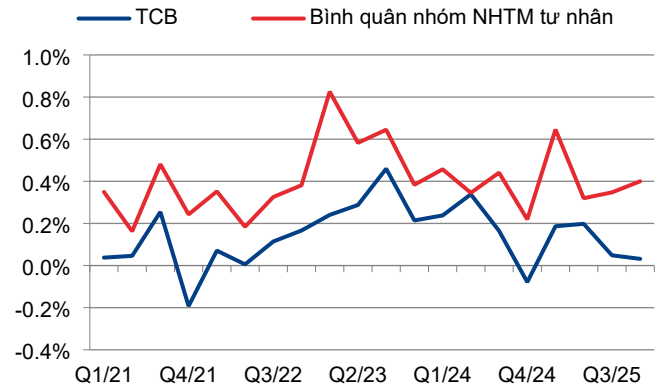
...và hệ số LLR cao hơn đáng kể so với bình quân các NHTM tư nhân khác



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 210: Nợ xấu mới hình thành, TCB

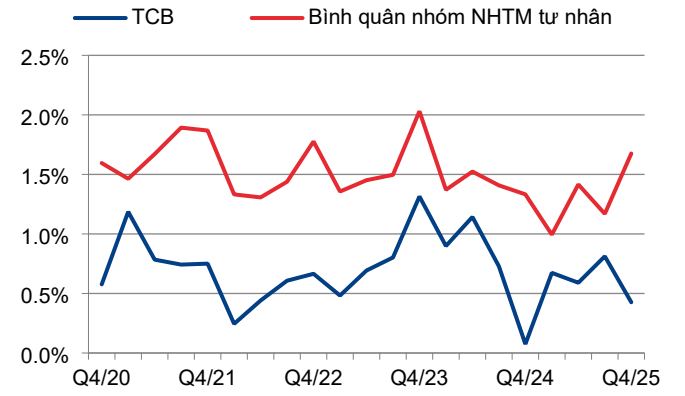
Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành (nợ xấu mới phát sinh / dư nợ cho vay bình quân) thấp hơn các NHTM khác...



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 211: Chi phí tín dụng

... qua đó giúp duy trì chi phí tín dụng ở mức thấp (chi phí dự phòng / dư nợ cho vay bình quân)



Nguồn: TCB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 44.500đ sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 1 tháng qua, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,08 lần, thấp hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn trên cơ sở: 1) Quy mô vốn lớn với hệ số CAR khoảng 14,6%, 2) Khả năng sinh lời hàng đầu với hệ số ROA khoảng 2,3% và 3) Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng CAGR lợi nhuận thuần 3 năm tới đạt 20,7%, cao hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức khoảng 19%.

Giảm 3% giá mục tiêu

Chúng tôi giảm 3% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 44.500đ, tương đương P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần với hệ số ROE ước tính đạt 16,9%.

Những điều chỉnh chính đối với giả định đầu vào của chúng tôi bao gồm:

- Giảm bình quân khoảng 2,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 do tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm hơn và áp lực vừa phải lên tỷ lệ NIM.

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư và phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày dưới đây.

Bảng 212: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TCB

VNDbn	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	30,645	37,046	44,470	50,861	57,723	66,339	74,485	85,062	98,077	102,000
- Chi phí vốn CSH	24,895	28,338	32,718	38,185	44,535	51,794	60,148	69,543	80,287	83,498
Lợi nhuận thặng dư	5,750	8,708	11,752	12,676	13,188	14,545	14,336	15,519	17,790	18,502
Giá trị dài hạn									72,349	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.15	1.31	1.51	1.73	1.98	2.27	2.60	2.99	3.43	
Giá trị hiện tại	5,016	6,626	7,800	7,339	6,659	6,405	5,504	5,193	55,458	
Vốn CSH đầu tư =	193,563									
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	121,519									
Giá trị vốn CSH =	315,082									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	7,086									
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	**44,500**									

Nguồn: HSC

Bảng 213: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chính (đồng), TCB

HSC đưa ra giá mục tiêu 44.500đ/cp dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,5%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	8.5%	9.0%	9.50%	10.0%	10.5%
3.0%	59,400	54,500	50,200	46,400	43,000
3.5%	55,900	51,300	47,300	43,700	40,400
4.0%	52,500	48,300	**44,500**	41,100	38,000
4.5%	49,300	45,300	41,800	38,600	35,800
5.0%	46,300	42,500	39,200	36,200	33,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Bất chấp KQKD khả quan, diễn biến giá cổ phiếu TCB vẫn kém tích cực hơn so với các NHTM tư nhân khác kể từ đầu năm, giảm 13% so với mức giảm 6% bình quân ngành.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Diễn biến kém tích cực này phản ánh triển vọng thận trọng hơn đối với tăng trưởng tín dụng do Ngân hàng thận trọng hơn đối với hoạt động cho vay lĩnh vực BĐS - mặc dù đang giảm - nhưng vẫn chiếm một tỷ trọng đáng kể trên bảng CĐKT.

Sau đợt điều chỉnh gần đây, TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,08 lần, sát với bình quân quá khứ trong khi thấp hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (giảm từ mức đỉnh gần đây là khoảng 23%). Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 47% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,63 lần.

Chúng tôi tin rằng TCB vẫn đang có vị thế tốt để vượt qua những thách thức về thanh khoản và nguồn vốn hiện tại, dựa trên 3 lợi thế như sau:

- Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn mạnh mẽ củng cố sự ổn định của chi phí huy động

TCB tiếp tục hưởng lợi từ thương hiệu tiền gửi mạnh mẽ và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn hàng đầu trong ngành, từ đó giúp Ngân hàng có vị thế tốt hơn để giữ vững chi phí huy động trong bối cảnh áp lực thanh khoản trên toàn hệ thống và cạnh tranh lãi suất tiền gửi ngày càng tăng.

- Nền tảng phí dịch vụ đem lại sự đa dạng về mặt cấu trúc của thu nhập

TCB giữ vững vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực tư vấn & phân phối TPDN, cho vay ký quỹ cổ phiếu, bancassurance và quản lý tài sản. Nền tảng phí dịch vụ đa dạng này sẽ giúp giảm thiểu sức ép lên tỷ lệ NIM và hỗ trợ mở rộng hệ số ROA và ROE bền vững trong trung hạn.

- Đa dạng hóa danh mục cho vay giúp hạn chế rủi ro tập trung

BLĐ đã chủ động tái cân bằng rủi ro cho vay, chuyển hướng khỏi sự tập trung vào lĩnh vực BĐS truyền thống sang các lĩnh vực như cơ sở hạ tầng, tiêu dùng nhanh (FMCG) và cho vay bán lẻ không có tài sản đảm bảo. Sự chuyển dịch chiến lược này thể hiện rõ trong xu hướng cơ cấu cho vay và được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng bảng CĐKT bền vững hơn.

Biểu đồ 214: P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB

TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,08 lần...

Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 215: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCB

...tương đương với mức bình quân

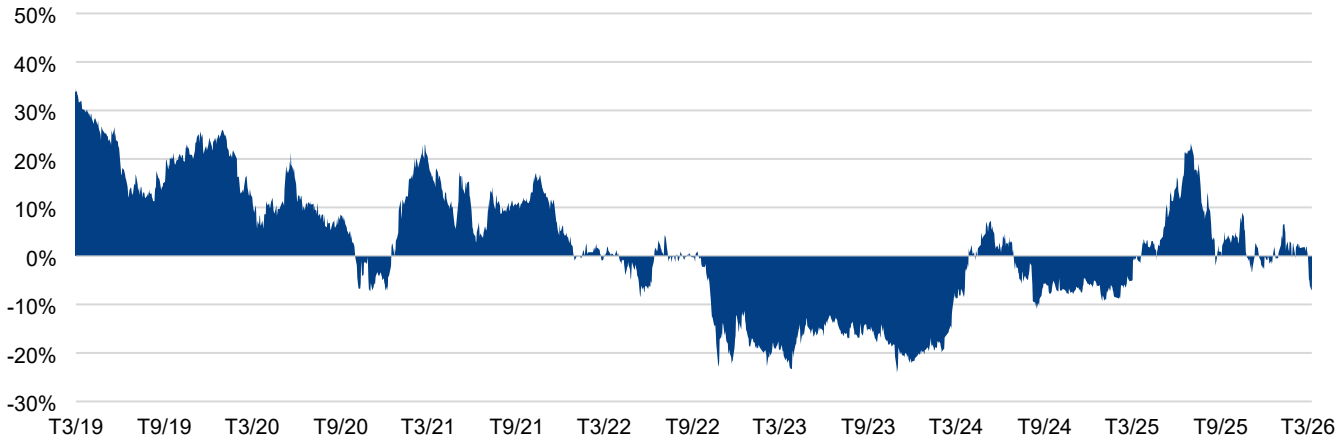
Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 216: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB và các NHTM tư nhân khác

TCB đang giao dịch với chiết khấu định giá 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, giảm so với mức đỉnh gần đây là 23%



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	60.1	68.0	86.2	95.0	110
Chi phí lãi	(24.6)	(29.9)	(42.0)	(42.8)	(48.0)
Thu nhập lãi thuần	**35.5**	**38.2**	**44.3**	**52.2**	**61.9**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8.04	8.77	11.3	14.1	16.9
Lãi thuần HĐ KDNH	0.59	1.64	1.89	2.08	2.29
Lãi/lỗ từ mua bán CK	2.44	2.90	3.34	3.51	3.70
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.06	0.04	0.04	0.04	0.05
Thu nhập khác	0.34	1.88	2.22	2.61	3.28
Tổng thu nhập HĐ	**47.0**	**53.4**	**63.0**	**74.6**	**88.1**
Chi phí HĐ	(15.4)	(16.4)	(18.5)	(20.8)	(23.4)
LN trước dự phòng	**31.6**	**37.0**	**44.6**	**53.8**	**64.7**
Chi phí dự phòng	(4.08)	(4.42)	(5.17)	(6.10)	(7.29)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**27.5**	**32.5**	**39.4**	**47.7**	**57.4**
Chi phí thuế TNDN	(5.78)	(6.58)	(7.88)	(9.54)	(11.5)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.24)	(0.66)	(0.86)	(1.12)	(1.46)
Lợi nhuận thuần	**21.5**	**25.3**	**30.6**	**37.0**	**44.5**
EPS (đồng)	3,054	3,569	4,325	5,228	6,276
DPS (đồng)	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	7,047	7,086	7,086	7,086	7,086
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	7,065	7,086	7,086	7,086	7,086
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	7,065	7,086	7,086	7,086	7,086

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	15.2	21.8	12.3	15.4	16.2
Tăng trưởng cho vay KH (%)	21.8	21.5	15.0	18.0	18.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	17.3	16.0	14.0	16.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	24.9	23.8	14.3	17.0	17.1
Tăng trưởng VCSH (%)	11.6	16.9	13.8	15.5	16.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.2	7.46	16.0	18.0	18.5
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	16.0	6.91	12.5	12.3	12.7
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	17.9	16.9	20.6	20.8	20.2
Tăng trưởng LNTT (%)	20.3	18.2	21.0	21.1	20.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	19.5	17.5	21.2	20.9	20.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.14	4.92	4.98	5.17	5.28
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.68)	(1.51)	(1.46)	(1.44)	(1.40)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	87.8	87.7	87.2	88.1	88.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	3.97	4.42	5.11	5.93	6.87
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	71.3	83.7	101	123	147
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.92	8.49	7.01	5.80	4.83
P/B (lần)	1.47	1.26	1.11	0.96	0.82
Lợi suất cổ tức (%)	4.95	3.30	3.30	3.30	3.30

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.38	4.36	9.44	11.4	12.4
Tiền gửi tại NHNN	54.4	82.2	56.4	49.1	57.0
Tiền gửi tại các TCTD khác	84.6	115	121	127	133
Chứng khoán kinh doanh	9.00	4.82	6.02	7.21	7.93
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	**624**	**757**	**871**	**1,028**	**1,214**
Tổng dư nợ cho vay	632	768	883	1,042	1,229
Dự phòng rủi ro	(8.09)	(10.5)	(12.0)	(13.2)	(15.6)
Chứng khoán đầu tư	**149**	**146**	**167**	**189**	**214**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	142	146	167	189	214
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	6.90	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(0.48)	(0.42)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
Đầu tư dài hạn	3.10	3.25	3.25	3.25	3.25
Tài sản cố định	12.5	12.1	13.3	14.7	16.1
Tài sản khác	39.5	68.0	91.8	115	138
Tổng tài sản	**979**	**1,192**	**1,339**	**1,544**	**1,795**
Nợ phải trả	**831**	**1,013**	**1,135**	**1,309**	**1,521**
Tiền gửi của NHNN	0.01	4.32	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	132	145	151	158	174
Tổng tiền gửi KH	533	619	706	818	949
Trái phiếu và CCTG	140	215	248	297	357
Nợ khác	23.9	26.9	30.9	35.5	40.9
Vốn chủ sở hữu	**145**	**170**	**194**	**223**	**261**
Vốn điều lệ	70.6	70.9	70.9	70.9	70.9
Thặng dư vốn cổ phần	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Lợi nhuận giữ lại	42.2	62.8	81.5	106	136
Quỹ & vốn khác của CSH	32.6	36.4	41.2	46.9	53.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.52	9.46	10.3	11.4	12.9
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**979**	**1,192**	**1,339**	**1,544**	**1,795**
BVPS (đồng)	20,583	23,996	27,315	31,538	36,807

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	45.8	47.4	48.6	49.7	50.5
ROAA (%)	2.35	2.33	2.42	2.57	2.66
ROAE (%)	15.6	16.0	16.9	17.8	18.4
Chi phí huy động BQ (%)	3.28	3.34	4.02	3.60	3.49
Lợi suất gộp BQ (%)	7.49	7.14	7.81	7.48	7.46
Lợi suất thuần (%)	4.21	3.80	3.79	3.89	3.97
Tỷ lệ NIM (%)	4.42	4.01	4.01	4.11	4.20
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	17.1	16.4	17.9	18.9	19.2
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	75.6	71.5	70.2	70.0	70.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	7.32	12.1	11.9	11.1	10.6
Tỷ lệ CIR (%)	32.7	30.8	29.3	27.8	26.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	49.1	28.0	23.1	19.1	15.9
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	15.4	14.6	15.0	14.8	14.7
VCSH/Tổng TS (%)	14.9	14.3	14.5	14.5	14.5
Đòn bẩy vốn (lần)	6.73	7.01	6.92	6.91	6.88
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.12	1.07	1.20	1.20	1.20
Hệ số LLR (%)	114	128	113	106	106
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	118	124	125	127	129
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.4	14.8	13.7	12.4	11.8
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	64.6	64.4	65.9	67.5	68.5
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	302	302	302	302	302
Số lượng nhân viên	11,848	12,085	12,327	12,573	12,825

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

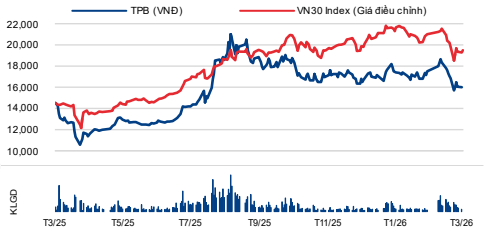
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ20,000 *(từ VNĐ19,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 24.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	16,100
Mã Bloomberg	TPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,388-21,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	44,661
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,699
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	832
Slg CP NN được mua (tr.đv)	147
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.7%
Tỷ lệ freefloat	54.3%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Doji (6.97%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.00)	(2.42)	10.9
So với chỉ số	(0.88)	(1.16)	(17.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,908	2,820	3.1
2027F	3,292	3,237	1.7
2028F	3,843	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2008, TPB được thừa hưởng thế mạnh một cơ cấu cổ đông đặc biệt, bao gồm nhiều tập đoàn, công ty hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Gần mức định giá quá bán; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC tăng 4% giá mục tiêu cho TPB lên 20.000đ/cp sau khi điều chỉnh tăng dự báo, và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) nhờ định giá hấp dẫn.
- Chúng tôi tăng bình quân 8%/năm dự báo LNTT năm 2026-2027 do tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động lớn hơn tác động tiêu cực từ việc nâng dự báo chi phí dự phòng và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE bình quân đạt 17%.
- TPB đang giao dịch với P/B dự phóng 1 năm là 0,88 lần, thấp hơn 25% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,18 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,13 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,41 lần. Tuy nhiên, tiềm năng định giá lại vẫn hạn chế do khả năng sinh lời khiêm tốn của TPB cùng tài sản tồn đọng của ORS.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

TPB đã công bố KQKD khả quan trong Q4/2025 nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng, chi phí hoạt động giảm mạnh và chi phí dự phòng giảm xuống. LNTT cả năm 2025 tăng trưởng 21% đạt 9,2 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 113% dự báo trước đó của chúng tôi.

Bước sang năm 2026, động lực tăng trưởng lợi nhuận của TPB bao gồm: Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh mẽ, chi phí được kiểm soát tốt hơn và chất lượng tài sản được quản lý hiệu quả. Bảng CĐKT của ORS đã cho thấy dấu hiệu cải thiện nhưng để xử lý hoàn toàn các khoản phải thu tồn đọng vẫn sẽ cần thêm thời gian.

Tác động: Tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC tăng bình quân 8% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi hạ giả định chi phí hoạt động bù đắp cho việc nâng dự báo chi phí dự phòng. Theo dự báo điều chỉnh của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17%, nhìn chung sát với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

P/B trượt dự phóng 1 năm của TPB đã tăng lên 0,88 lần, vẫn thấp hơn 25% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,18 lần. Mức chiết khấu này đã duy trì trong 1 năm qua, phản ánh những lo ngại của thị trường về chất lượng tài sản của TPB sau các vấn đề liên quan đến Bamboo Capital (BCG, Chưa khuyến nghị) và ORS (Chưa niêm yết) bắt đầu từ tháng 7/2025.

TPB đã kế thừa các khoản nợ tồn đọng của ORS trong Q4/2025 sau đợt phát hành riêng lẻ nâng tỷ lệ sở hữu từ 9% lên 51%; Ngân hàng có thể sẽ mất vài năm để xử lý hoàn toàn các tài sản có vấn đề này.

Một động lực để cổ phiếu có thể định giá lại đáng kể phụ thuộc vào tốc độ xử lý các khoản nợ liên quan đến ORS. Ngay cả khi khoản nợ tồn đọng đó được loại bỏ, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng giá của Ngân hàng vẫn hạn chế do khả năng sinh lời của TPB chỉ ở mức vừa phải so với bình quân ngành.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	12,905	13,368	15,796	18,461	21,158
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	18,037	18,978	22,080 ▲	25,349 ▲	28,714
LN thuần (tỷ đồng)	6,074	7,380	8,067 ▲	9,133 ▲	10,662
EPS (đồng)	2,299	2,660	2,908	3,292	3,843
DPS (đồng)	500	1,000	500 ▲	500	500
BVPS (đồng)	14,230	15,242	17,650	20,442	23,786
P/E (lần)	7.00	6.05	5.54	4.89	4.19
Lợi suất cổ tức (%)	3.11	6.21	3.11	3.11	3.11
P/B (lần)	1.13	1.06	0.91	0.79	0.68
Tăng trưởng EPS (%)	36.1	15.7	9.31	13.2	16.7
ROAE (%)	17.3	18.5	17.7	17.3	17.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nâng dự báo lợi nhuận những tài sản tồn đọng vẫn cần xử lý

HSC tăng bình quân 8% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 sau khi hạ dự báo chi phí hoạt động bù trừ với việc nâng dự báo chi phí dự phòng. Theo dự báo điều chỉnh, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17%. Trong khi đó, các khoản phải thu tồn đọng của TPB thừa hưởng từ ORS sau thương vụ sáp nhập ở mức 3,2 nghìn tỷ đồng, tương đương 0,6% tổng tài sản của Ngân hàng. Các khoản nợ này vẫn còn khá lớn và có thể sẽ cần thêm nhiều thời gian để xử lý.

Dự báo mới

Bước sang năm 2026, HSC tăng bình quân 8% dự báo LNTT năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 dựa trên triển vọng tăng trưởng doanh thu vững chắc, tiềm năng cắt giảm chi phí hoạt động và khả năng kiểm soát nợ xấu hiệu quả. Các giả định chính như sau:

Tăng trưởng tín dụng

HSC dự báo tăng trưởng tín dụng của TPB đạt lần lượt 15%, 15% và 14% trong giai đoạn 2026-2028, nhìn chung sát với bình quân ngành ở mức 15%/năm. Chúng tôi giảm 2-3 điểm phần trăm giả định tăng trưởng tín dụng để phản ánh lập trường thận trọng hơn của NHNN đối với hạn mức tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là đối với các ngân hàng không tham gia chương trình tái cấu trúc các ngân hàng '0 đồng'.

Về mặt tích cực, nếu NHNN nới lỏng lập trường tín dụng trong nửa cuối năm 2026, tăng trưởng tín dụng của TPB có thể tăng tốc nhờ hệ số CAR cao (14,29% tại thời điểm đến cuối Q3/2025) và tỷ lệ nợ xấu thấp (1,29% tại thời điểm cuối Q4/2025).

Tỷ lệ NIM

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM của TPB sẽ dần phục hồi trong bối cảnh chi phí huy động tăng cao. Chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ phục hồi nhẹ từ 3,18% trong năm 2025 lên lần lượt 3,22%, 3,34% và 3,41% trong năm 2026, 2027 và 2028.

Mặc dù chúng tôi giảm lần lượt 10 và 16 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2026 và 2027 nhưng chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo thu nhập lãi thuần vì TPB kết thúc năm 2025 với dư nợ tín dụng cao hơn kỳ vọng, điều này bù đắp cho việc hạ giả định tỷ lệ NIM.

Chi phí hoạt động

HSC giảm khoảng 11%/năm dự báo chi phí hoạt động cho năm 2026-2027 phản ánh việc kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn như đã được thể hiện trong năm 2025. Theo dự báo mới của chúng tôi, hệ số CIR ước tính sẽ duy trì ở mức khoảng 33-35% trong giai đoạn 2026-2028 so với 34% trong năm 2025.

Tỷ lệ nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu của TPB đã giảm xuống 1,29% trong năm 2025 từ 2,05% trong năm 2023, phản ánh nỗ lực đáng kể của BLĐ trong việc xử lý nợ xấu trong 3 năm qua với chi phí tín dụng bình quân ở mức 1,71%. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng nhẹ lên lần lượt 1,4%, 1,45% và 1,6% trong năm 2026, 2027 và 2028 nhưng chúng tôi cho rằng nợ xấu vẫn trong tầm kiểm soát.

Chi phí tín dụng

HSC dự báo chi phí tín dụng lần lượt ở mức 1,39%, 1,45% và 1,25% trong giai đoạn 2026-2028, mặc dù thấp hơn so với giai đoạn 2023–2025, nhưng vẫn đủ để kiềm chế nợ xấu mới hình thành đồng thời hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

Chúng tôi cũng bao gồm chi phí dự phòng liên quan đến các khoản phải thu tồn đọng của ORS. Các khoản phải thu này có giá trị 3,2 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2025, giảm từ 6,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2025. Chúng tôi thận trọng giả định các khoản phải thu này là những tài sản có vấn đề và có thể dần trích lập. Cụ thể, chúng tôi giả định chi phí dự phòng lần lượt ở mức 400 tỷ đồng, 600 tỷ đồng và

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

700 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028. Nếu không bao gồm các khoản dự phòng này, chi phí tín dụng cốt lõi của TPB sẽ lần lượt ở mức 1,26%, 1,3% và 1,09%.

Dự báo LNTT & tiềm năng vượt dự báo

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 13% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE bình quân 3 năm ở mức 17,2%. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động sẽ trở lại bình thường do hạn mức tăng trưởng tín dụng hạn chế cùng áp lực tiếp tục gia tăng lên tỷ lệ NIM, trong khi các khoản phải thu tồn đọng của ORS có thể gây thêm sức ép lên chi phí tín dụng.

Các rủi ro tiềm ẩn (không được định lượng trong dự báo của chúng tôi) bao gồm:

- Tỷ lệ NIM mở rộng mạnh mẽ hơn theo chiến lược chấp nhận rủi ro cao hơn;
- Chi phí dự phòng thấp hơn dự báo nếu các đối tác của ORS thanh toán nhiều hơn so với giả định. Trong trường hợp đó, LNTT của TPB sẽ tăng trưởng trung bình 12,9% trong 3 năm tới, so với kịch bản cơ sở là tăng trưởng 11%.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 13% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ chậm lại ở mức 4,7%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 17% và tỷ lệ NIM tăng 20 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 19,4%.

Giả định và dự báo cho kịch bản cơ sở của chúng tôi như sau:

Bảng 217: Các giả định quan trọng, TPB

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng tín dụng & giả định tỷ lệ NIM, đồng thời hạ giả định tỷ lệ nợ xấu & điều chỉnh tăng giả định chi phí tín dụng

		Dự báo cũ			Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025	2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng cho vay	22.2%	18.0%	17.0%	16.0%	15.0%	15.0%	14.0%
Tăng trưởng tiền gửi	14.9%	19.0%	18.0%	18.0%	16.0%	17.0%	16.0%
Tỷ lệ NIM	3.18%	3.35%	3.38%	3.44%	3.22%	3.34%	3.41%
Tỷ lệ nợ xấu	1.29%	2.00%	1.90%	1.70%	1.40%	1.45%	1.60%
Chi phí tín dụng	1.15%	1.23%	1.35%	1.33%	1.39%	1.45%	1.25%
Chi phí tín dụng từ HĐKD cốt lõi (*)	1.15%	1.23%	1.35%	1.33%	1.26%	1.30%	1.09%
Nợ xấu mới hình thành	0.64%	1.31%	1.19%	1.11%	1.23%	1.23%	1.29%

(*) loại trừ khoản dự phòng cho các khoản phải thu của ORS
Nguồn: TPB, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 218: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, TPB

HSC điều chỉnh tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho giai đoạn 2026-2027, chủ yếu do tác động từ việc hạ dự báo chi phí HĐ giúp bù đắp cho việc nâng giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**13,368**	**13,678**	**15,805**	**18,324**	**15,797**	**18,464**	**21,160**
Tăng trưởng	*3.6%*	*6.0%*	*15.5%*	*15.9%*	18.2%	16.9%	14.6%
Điều chỉnh					*0.1%*	*0.9%*	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**4,158**	**4,027**	**4,766**	**5,398**	**4,768**	**5,352**	**6,000**
Tăng trưởng	*23.6%*	*19.7%*	*18.3%*	*13.3%*	*14.7%*	*12.2%*	*12.1%*
Điều chỉnh					*0.0%*	*-0.9%*	
Thu nhập ngoài lãi khác	**1,452**	**1,079**	**1,469**	**1,399**	**1,516**	**1,536**	**1,556**
Tăng trưởng	*-17.9%*	*-39.0%*	*36.1%*	*-4.8%*	*4.4%*	*1.3%*	*1.3%*
Điều chỉnh					*3.2%*	*9.8%*	
Tổng thu nhập HĐ	**18,978**	**18,784**	**22,039**	**25,121**	**22,081**	**25,351**	**28,716**
Tăng trưởng	*5.2%*	*4.1%*	*17.3%*	*14.0%*	*16.4%*	*14.8%*	*13.3%*
Điều chỉnh					*0.2%*	*0.9%*	
Chi phí HĐ	**(6,573)**	**(7,266)**	**(8,390)**	**(9,530)**	**(7,440)**	**(8,435)**	**(9,578)**
Tăng trưởng	*4.7%*	*15.7%*	*15.5%*	*13.6%*	*13.2%*	*13.4%*	*13.6%*
Điều chỉnh					*-11.3%*	*-11.5%*	
Chi phí dự phòng	**(3,201)**	**(3,351)**	**(4,326)**	**(4,970)**	**(4,556)**	**(5,498)**	**(5,809)**
Tăng trưởng	*-23.0%*	*-19.4%*	*29.1%*	*14.9%*	*42.3%*	*20.7%*	*5.6%*
Điều chỉnh					*5.3%*	*10.6%*	
LNTT	**9,203**	**8,167**	**9,323**	**10,621**	**10,085**	**11,418**	**13,330**
Tăng trưởng	*21.1%*	*7.5%*	*14.1%*	*13.9%*	*9.6%*	*13.2%*	*16.7%*
Điều chỉnh					*8.2%*	*7.5%*	
Lợi nhuận thuần	**7,380**	**6,534**	**7,458**	**8,497**	**8,068**	**9,135**	**10,664**
Tăng trưởng	*21.5%*	*7.6%*	*14.1%*	*13.9%*	*9.3%*	*13.2%*	*16.7%*
Điều chỉnh					*8.2%*	*7.5%*	

Nguồn: TPB, HSC dự báo

KQKD năm 2025 so với ngành

TPB đã công bố KQKD khả quan trong Q4/2025 với LNTT đạt 3.155 tỷ đồng (tăng 48% so với cùng kỳ), nhờ thu nhập lãi thuần tăng 17% so với cùng kỳ, chi phí hoạt động giảm mạnh 32% so với cùng kỳ và chi phí dự phòng giảm 18% so với cùng kỳ. LNTT cả năm 2025 của TPB đạt 9.203 tỷ đồng, tăng trưởng 21%, hoàn thành 113% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi. HSC đã phân tích chi tiết trong báo cáo "Lợi nhuận Q4 vượt dự báo nhờ cắt giảm chi phí". Tăng trưởng lợi nhuận của TPB vượt trội so với bình quân ngành trong năm 2025 nhờ kiểm soát tốt cả chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.

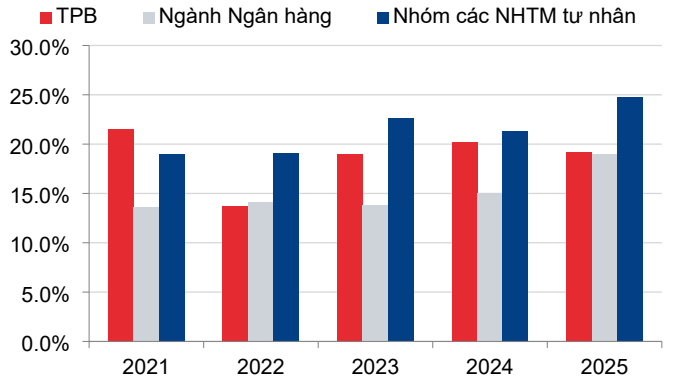
Đối với bảng CĐKT của ORS, vốn CSH tăng 3,6 nghìn tỷ đồng sau đợt phát hành riêng lẻ cho TPB, tương đương TPB sẽ nắm giữ 51% cổ phần kiểm soát. Trong khi đó, các khoản phải thu giảm xuống 3,2 nghìn tỷ đồng, tương đương 22% tổng tài sản, từ 6,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 58% tổng tài sản, tại thời điểm cuối Q3/2025, số lượng đối tác phải thu giảm xuống 7 đơn vị từ 14 đơn vị tại thời điểm cuối Q2/2025. Những xu hướng này cho thấy diễn biến tích cực trong việc cải thiện chất lượng tài sản của ORS, mặc dù các khoản phải thu còn lại vẫn khá lớn và có thể sẽ cần thêm thời gian để giải quyết.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 219: Tăng trưởng tín dụng, TPB & các NHTM khác

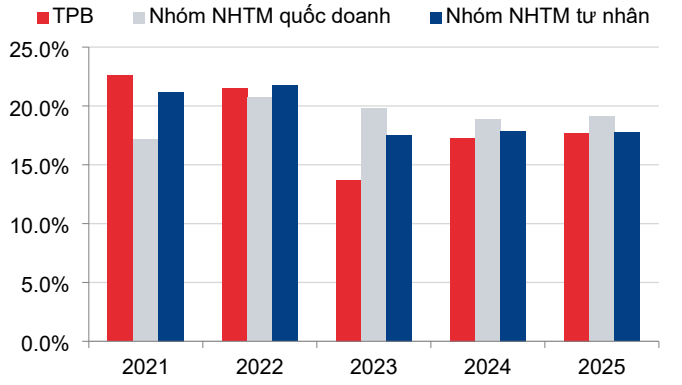
Tăng trưởng tín dụng của TPB thấp hơn so với các NHTM tư nhân nhưng cao hơn so với nhóm NHTM có vốn Nhà nước



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 220: Hệ số ROE, TPB & các NHTM khác

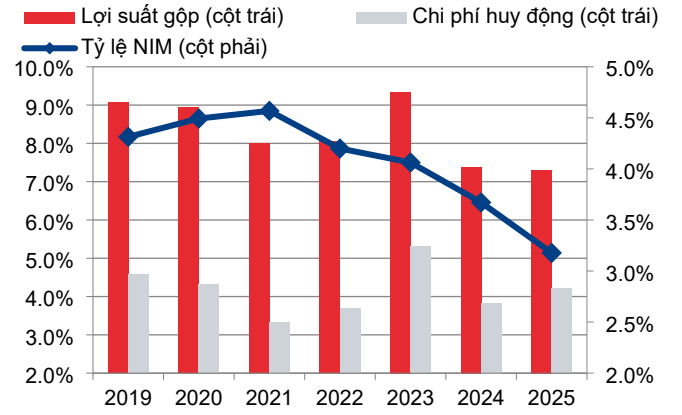
Khả năng sinh lời thấp hơn so với ngành do chi phí HĐ và chi phí dự phòng cao



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản khen thưởng và phúc lợi được chi từ lợi nhuận thuần
Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 221: Tỷ lệ NIM hàng năm, TPB

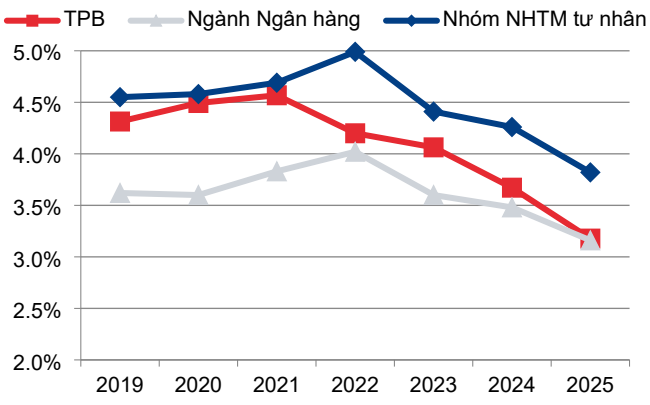
Tỷ lệ NIM giảm còn 3,18% trong năm 2025...



Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 222: So sánh tỷ lệ NIM hàng năm, TPB & các NHTM tư nhân khác

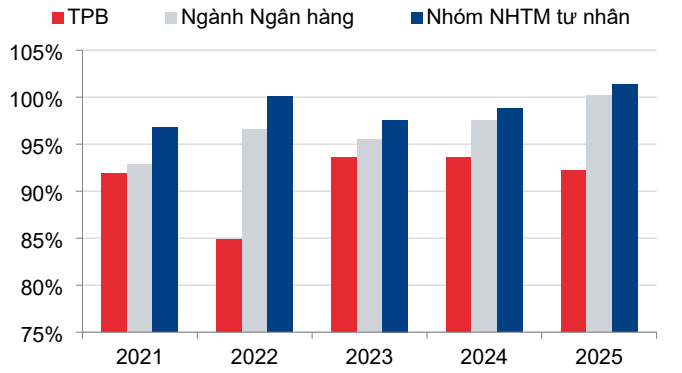
… và duy trì thấp hơn so với nhóm các NHTM tư nhân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC dự báo

Biểu đồ 223: Hệ số LDR điều chỉnh, TPB & các NHTM khác

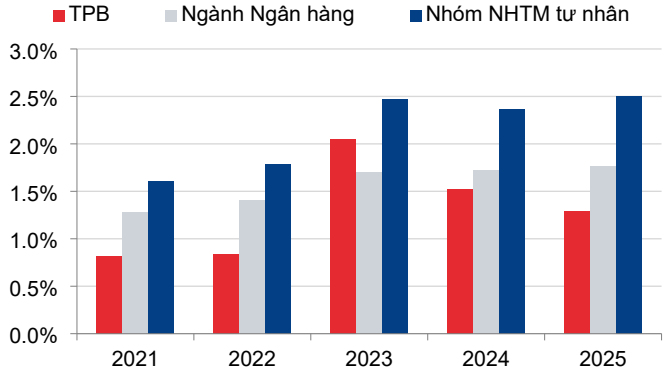
TPB giảm hệ số LDR đồng thời tăng số dư giấy tờ có giá



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 224: Tỷ lệ nợ xấu (chỉ tính trên dư nợ cho vay), TPB & các NHTM khác

Tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát ở mức thấp hơn bình quân ngành & thấp hơn nhóm các NHTM tư nhân



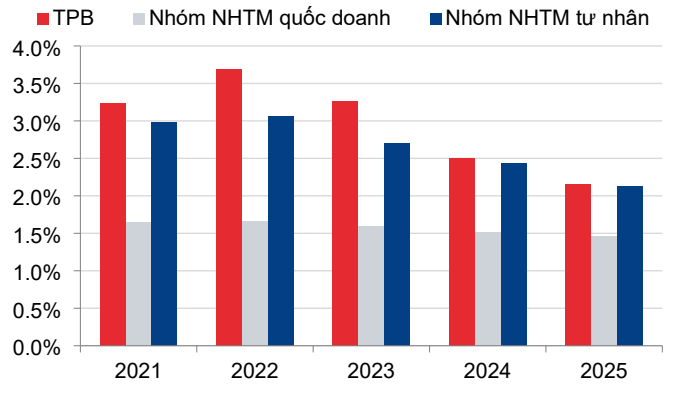
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 225: Tỷ lệ chi phí HĐ / dư nợ tín dụng, TPB & các NHTM khác

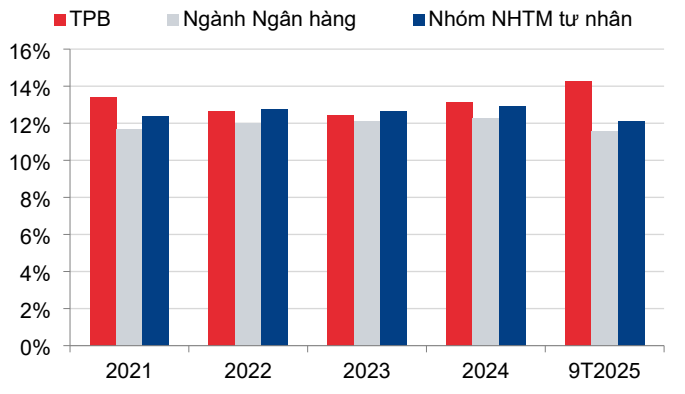
Công tác quản lý chi phí hoạt động đã cải thiện, tương đồng với các NHTM tư nhân khác



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 226: Hệ số CAR, TPB & các NHTM khác

Hệ số CAR được duy trì trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng bình quân tương đương với hệ số ROE trung bình



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 227: Tóm tắt bảng cân đối kế toán theo quý của ORS

Các khoản phải thu của ORS giảm mạnh, chiếm 22% tổng tài sản (so với mức 58% cuối Q3/2025)

Tỷ đồng	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Nhận định về biến động so với quý trước
Tiền mặt	**533**	**994**	**485**	**908**	**5,981**	**Tăng mạnh nhờ đợt phát hành riêng lẻ**
FVTPL	**3,772**	**3,117**	**2,889**	**1,797**	**2,066**	**Tăng**
- Chứng chỉ tiền gửi	1,210	590	240	-		
- Cổ phiếu đã niêm yết	478	452	-	8	13	
- Trái phiếu đã niêm yết	1,294	559	262	350	449	
- Cổ phiếu chưa niêm yết	-	-	6	6	6	
- Trái phiếu chưa niêm yết	789	1,530	2,404	1,440	,1589	
HTM	**2,265**	**1,173**	**713**	**953**	**1,309**	**Tăng**
Cho vay ký quỹ	**2,880**	**1,880**	**879**	**1,046**	**1,460**	**Tăng**
Các khoản phải thu từ HĐ dịch vụ	**1,290**	**4,993**	**5,742**	**6,672**	**3,245**	Giảm mạnh so với mức nền cao cuối Q3/2025. Danh sách các bên phải thu thu hẹp còn 7 đơn vị so với 14 đơn vị trong Q3/25
Tài sản ngắn hạn khác	941	287	112	305	150	
Tài sản dài hạn	53	47	48	41	40	
Tổng nợ	7,278	8,578	7,218	7,781	6,698	
Số dư vốn CSH	**3,920**	**3,913**	**3,807**	**3,941**	**7,638**	**Tăng 36 nghìn tỷ đồng thông qua đợt phát hành riêng lẻ cho TPB**

Nguồn: ORS, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 20.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận, đồng thời nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,88 lần, thấp hơn 25% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hợp lý. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 sẽ phục hồi lên 1,13 lần, vẫn thấp hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,41 lần. Tuy nhiên, khả năng định giá lại vẫn hạn chế do khả năng sinh lời ở mức trung bình của TPB cùng các rủi ro tồn đọng của ORS.

Tăng 4% giá mục tiêu

HSC tăng 4% giá mục tiêu cho TPB lên 20.000đ/cp sau khi tăng bình quân 8% dự báo.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 24% và P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 là 1,13 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,41 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Bảng 228: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TPB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	8,068	9,135	10,664	11,990	11,991	12,470
- Chi phí vốn CSH	6,068	7,026	8,357	9,870	11,903	12,379
Lợi nhuận thặng dư	2,000	2,108	2,307	2,121	88	91
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						743
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.14	1.31	1.50	1.73	2.02	2.02
Giá trị hiện tại	1,739	1,603	1,529	1,217	410	367
Giá trị hợp lý cuối năm	**19,992**					

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 229: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, TPB

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 20.000đ/cp dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	25,141	23,481	**22,012**	20,701	19,525
	3.5%	23,732	22,234	**20,900**	19,703	18,622
	4.0%	**22,461**	**21,102**	**19,992**	**18,786**	**17,790**
	4.5%	21,308	20,069	**18,953**	17,941	17,019
	5.0%	20,257	19,122	**18,094**	17,159	16,303

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

P/B trượt dự phóng 1 năm của TPB đã tăng lên 0,88 lần, vẫn thấp hơn 25% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,18 lần. Mức chiết khấu này đã duy trì trong 1 năm qua, phản ánh những lo ngại của thị trường về chất lượng tài sản của TPB sau các vấn đề liên quan đến Bamboo Capital (BCG, Chưa khuyến nghị) và ORS (Chưa niêm yết) kể từ tháng 7/2025.

TPB đã kế thừa các khoản phải thu tồn đọng của ORS trong Q4/2025 sau đợt phát hành riêng lẻ, nâng tỷ lệ sở hữu từ 9% lên 51%; Ngân hàng sẽ cần một vài năm để xử lý hoàn toàn các tài sản có vấn đề này.

Một động lực để cổ phiếu có thể định giá lại đáng kể phụ thuộc vào tốc độ xử lý các khoản nợ liên quan đến ORS. Ngay cả khi khoản nợ tồn đọng đó được loại bỏ, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng giá của Ngân hàng vẫn hạn chế do khả năng sinh lời của TPB chỉ ở mức vừa phải so với bình quân ngành.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 230: P/B trượt dự phóng 1 năm, TPB

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,88 lần...

Nguồn: TPB, HSC

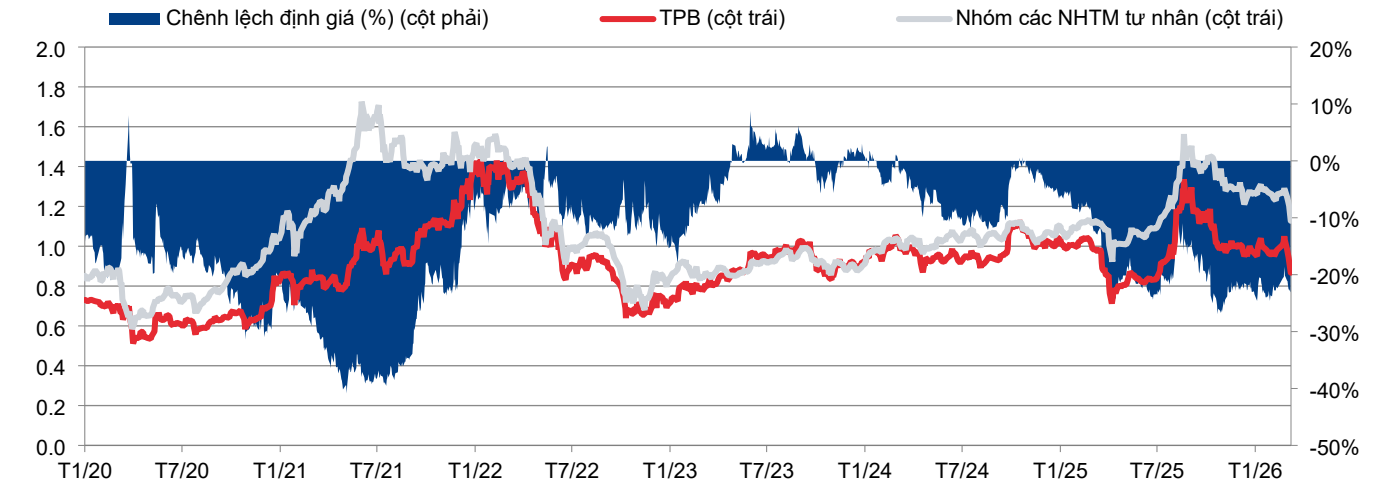
Biểu đồ 231: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TPB

…sát với giá trị bình quân quá khứ

Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 232: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Chiết khấu định giá của TPB duy trì ở mức hơn 20% kể từ Q2/2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	25,948	30,747	38,426	44,113	50,753
Chi phí lãi	(13,042)	(17,379)	(22,630)	(25,652)	(29,595)
Thu nhập lãi thuần	**12,905**	**13,368**	**15,796**	**18,461**	**21,158**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,364	4,158	4,768	5,352	6,000
Lãi thuần HĐ KDNH	319	694	694	694	694
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1,096	168	300	320	440
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.04	128	22.5	22.0	22.0
Thu nhập khác	354	462	500	500	400
Tổng thu nhập HĐ	**18,037**	**18,978**	**22,080**	**25,349**	**28,714**
Chi phí HĐ	(6,278)	(6,573)	(7,440)	(8,435)	(9,578)
LN trước dự phòng	**11,759**	**12,404**	**14,640**	**16,914**	**19,136**
Chi phí dự phòng	(4,159)	(3,201)	(4,556)	(5,498)	(5,809)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**7,600**	**9,203**	**10,084**	**11,416**	**13,327**
Chi phí thuế TNDN	(1,526)	(1,823)	(2,017)	(2,283)	(2,665)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**6,074**	**7,380**	**8,067**	**9,133**	**10,662**
EPS (đồng)	2,299	2,660	2,908	3,292	3,843
DPS (đồng)	500	1,000	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,642	2,774	2,774	2,774	2,774
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,642	2,774	2,774	2,774	2,774
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,642	2,774	2,774	2,774	2,774

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	17.2	21.0	11.1	12.2	12.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	22.3	22.2	14.9	15.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.6	14.9	16.0	17.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	20.2	20.9	15.0	15.8	15.1
Tăng trưởng VCSH (%)	14.8	12.5	15.8	15.8	16.4
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	3.87	3.58	18.2	16.9	14.6
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(6.28)	4.71	13.2	13.4	13.6
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	23.3	5.48	18.0	15.5	13.1
Tăng trưởng LNTT (%)	36.0	21.1	9.57	13.2	16.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	36.1	21.5	9.31	13.2	16.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.66	4.11	4.13	4.25	4.29
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.62)	(1.42)	(1.39)	(1.41)	(1.43)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	90.8	91.1	91.8	92.6	92.8
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.33	2.43	2.80	3.18	3.57
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	50.2	61.0	66.7	75.5	88.1
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.00	6.05	5.54	4.89	4.19
P/B (lần)	1.13	1.06	0.91	0.79	0.68
Lợi suất cổ tức (%)	3.11	6.21	3.11	3.11	3.11

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,293	1,705	1,217	1,963	2,919
Tiền gửi tại NHNN	22,708	20,460	24,277	29,541	35,146
Tiền gửi tại các TCTD khác	70,521	103,388	108,558	113,986	119,685
Chứng khoán kinh doanh	0	2,098	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	333	333	333	333
Số dư cho vay thuần	**248,005**	**303,272**	**347,352**	**399,262**	**455,858**
Tổng dư nợ cho vay	251,104	306,922	352,805	405,570	462,203
Dự phòng rủi ro	(3,098)	(3,649)	(5,454)	(6,308)	(6,345)
Chứng khoán đầu tư	**59,472**	**51,613**	**58,439**	**66,249**	**75,129**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	59,549	52,051	58,920	66,729	75,610
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	44.7	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(122)	(438)	(481)	(481)	(481)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1,222	1,213	1,273	1,337	1,404
Tài sản khác	14,807	21,789	20,699	18,008	16,568
Tổng tài sản	**418,028**	**505,871**	**562,149**	**630,679**	**707,042**
Nợ phải trả	**380,432**	**459,853**	**509,451**	**570,235**	**637,323**
Tiền gửi của NHNN	238	1,642	1,970	2,364	2,837
Tiền gửi của các TCTD khác	94,514	112,055	110,935	109,825	108,727
Tổng tiền gửi KH	242,806	279,050	323,698	378,727	439,323
Trái phiếu và CCTG	36,633	58,825	64,708	71,178	78,296
Nợ khác	6,016	8,140	8,140	8,140	8,140
Vốn chủ sở hữu	**37,596**	**42,284**	**48,963**	**56,709**	**65,984**
Vốn điều lệ	26,420	27,740	27,741	27,741	27,741
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7,455	9,607	15,077	21,453	29,129
Quỹ & vốn khác của CSH	3,722	4,936	6,145	7,515	9,115
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	3,734	3,735	3,735	3,735
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**418,028**	**505,871**	**562,149**	**630,679**	**707,042**
BVPS (đồng)	14,230	15,242	17,650	20,442	23,786

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	33.7	38.9	36.5	36.0	37.1
ROAA (%)	1.57	1.60	1.51	1.53	1.59
ROAE (%)	17.3	18.5	17.7	17.3	17.4
Chi phí huy động BQ (%)	3.78	4.21	4.75	4.82	4.97
Lợi suất gộp BQ (%)	7.38	7.31	7.84	7.99	8.18
Lợi suất thuần (%)	3.61	3.10	3.09	3.16	3.21
Tỷ lệ NIM (%)	3.67	3.18	3.22	3.34	3.41
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	18.6	21.9	21.6	21.1	20.9
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	71.5	70.4	71.5	72.8	73.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	9.80	7.65	6.87	6.06	5.42
Tỷ lệ CIR (%)	34.8	34.6	33.7	33.3	33.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.7	37.6	17.2	15.2	13.0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	13.2	13.6	13.3	13.0	12.3
VCSH/Tổng TS (%)	8.99	8.36	8.71	8.99	9.33
Đòn bẩy vốn (lần)	11.1	12.0	11.5	11.1	10.7
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.51	1.28	1.40	1.45	1.31
Hệ số LLR (%)	81.5	92.7	111	108	105
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	103	110	109	107	105
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	25.3	24.9	22.2	19.6	17.4
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	60.1	60.7	62.8	64.3	65.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	121	121	121	121	121
Số lượng nhân viên	7,732	7,810	7,888	7,967	8,046

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

NHTMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB - HSX)

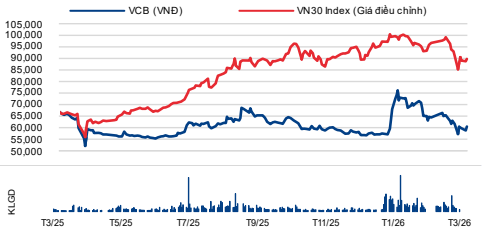
Báo cáo doanh nghiệp — Ngày 27/3/2026

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ73,000 *(từ VNĐ72,900)*
Tiềm năng tăng/giảm: 20.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	60,500
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,122-76,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	59,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	505,519
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	19,232
Slg CP lưu hành (tr.đv)	8,356
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,507
Slg CP NN được mua (tr.đv)	790
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.6%
Tỷ lệ freefloat	6.64%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (74.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.06)	6.70	(9.45)
So với chỉ số	1.21	8.09	(32.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,374	4,473	(2.2)
2027F	5,067	5,318	(4.7)
2028F	6,047	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCB là ngân hàng lớn thứ 4 tại Việt Nam xét trên quy mô tài sản và dư nợ. VCB là ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn, quản trị rủi ro thận trọng và chất lượng tài sản hàng đầu.

Chuyên viên phân tích

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

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng ổn định, duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 73.000đ do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận ngắn hạn bù trừ với tác động tích cực từ khả năng sinh lời trong dài hạn cải thiện.
- Chúng tôi giảm bình quân 2,9% dự báo LNTT năm 2026-2027, chủ yếu do hạ dự báo tăng trưởng tín dụng trong bối cảnh NHNN thắt chặt chính sách và kế hoạch thận trọng của BLĐ, bù đắp một phần với việc hạ dự báo chi phí tín dụng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ nhưng cao hơn 40% so với bình quân ngành; chúng tôi tin rằng mức thặng dư định giá là bền vững nhưng cần động lực rõ ràng hơn để gia tăng chênh lệch.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh dự báo để phản ánh chính sách tiền tệ thắt chặt hơn của NHNN. Mặc dù không chịu giới hạn của hạn mức, VCB vẫn là một NHTM có tầm quan trọng hệ thống và là kênh truyền dẫn chính sách quan trọng của NHNN, do đó Ngân hàng này sẽ tiếp tục áp dụng lập trường tăng trưởng thận trọng hơn so với các ngân hàng khác.

Tác động: Giảm bình quân 2,9% dự báo năm 2026-2027

HSC giảm bình quân 2,9% dự báo LNTT năm 2026 và 2027 chủ yếu sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng trong môi trường điều hành thắt chặt cùng kế hoạch tăng trưởng thận trọng của VCB (ở mức 13-14% cho năm 2026). Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương LNTT tăng trưởng lần lượt 16,5%, 19,5% và 19,3% trong giai đoạn 2026-2028 trên cơ sở tín dụng tăng trưởng vừa phải, tỷ lệ NIM mở rộng và thu nhập phí phục hồi. Chúng tôi cũng hạ giả định chi phí tín dụng trong dài hạn do Ngân hàng đã xây dựng được bộ đệm dự phòng đáng kể và tỷ lệ nợ xấu của danh mục cho vay tốt hơn kỳ vọng.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu đã tăng 38% trong nửa đầu tháng 1 nhờ tâm lý tích cực đến từ Nghị quyết 79 của Chính phủ về doanh nghiệp nhà nước nhưng sau đó đã giảm mạnh do tâm lý suy yếu và KQKD Q4/2025 không đạt kỳ vọng. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 2,53 lần, nhưng cao hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM. Chúng tôi tin rằng mức định giá thặng dư hiện tại là bền vững nhờ vị thế cạnh tranh mạnh mẽ, chi phí huy động thấp, HĐKD ngoại hối & tài trợ thương mại hàng đầu cùng chất lượng tài sản vượt trội. Tuy nhiên, triển vọng mở rộng thặng dư định giá phụ thuộc vào động lực tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng hơn.

HSC giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 73.000đ do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận trong ngắn hạn được bù đắp với tác động tích cực từ khả năng sinh lời trong dài hạn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	55.4	58.7	71.9	85.6	99.6
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	68.6	72.4	86.8 ▼	103	120
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.8	35.2	41.0	49.0	58.5
EPS (đồng)	4,049	4,210	4,754	5,507	6,573
DPS (đồng)	0	450	516	848	1,013
BVPS (đồng)	23,799	27,223	33,574	37,793	42,827
P/E (lần)	14.9	14.4	12.7	11.0	9.20
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.74	0.85	1.40	1.67
P/B (lần)	2.54	2.22	1.80	1.60	1.41
Tăng trưởng EPS (%)	2.42	3.98	12.9	15.8	19.4
ROAE (%)	18.6	16.5	15.6	15.4	16.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tỷ lệ NIM cải thiện hỗ trợ lợi nhuận thuần

Do NHNN thắt chặt kiểm soát hạn mức tăng trưởng tín dụng, HSC hạ giả định tăng trưởng tín dụng năm 2026 và giảm bình quân 2,9% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 16,5%, 19,5% và 19,3% trong giai đoạn 2026-2028. Mặc dù triển vọng tăng trưởng ngắn hạn hạn chế do chiến lược mở rộng bảng CĐKT thận trọng, VCB vẫn có vị thế tốt để khôi phục lợi nhuận nhờ mở rộng tỷ lệ NIM và giảm chi phí tín dụng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 73.000đ; VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ nhưng cao hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM, mức định giá bền vững nhờ vị thế cạnh tranh mạnh mẽ và chất lượng tài sản vượt trội.

Dự báo mới

Tăng trưởng tín dụng

Do NHNN thắt chặt hạn mức tín dụng - trong đó hạn mức tăng trưởng toàn hệ thống ban đầu ở mức 15% (so với dự báo trước đó của chúng tôi là 18%) - và các NHTM không tham gia tái cấu trúc ngân hàng “0 đồng” chỉ được cấp hạn mức khoảng 12%, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng cho VCB. Dù là một trong số các ngân hàng nhận chuyển giao ngân hàng "0 đồng" và vì vậy không bị hạn chế bởi hạn mức của NHNN, VCB vẫn là một NHTM có vốn nhà nước có tầm quan trọng hệ thống, đồng thời là kênh truyền dẫn chính sách chính của NHNN. Ngoài ra, bản thân VCB không quá ưu tiên tăng trưởng mà ưu tiên chất lượng khách hàng và quản trị rủi ro. Ngân hàng chỉ đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 13-14% trong năm 2026, từ đó chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng cho VCB.

Tỷ lệ NIM

HSC vẫn duy trì quan điểm triển vọng mở rộng tỷ lệ NIM sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026 vì có những dấu hiệu cho thấy lãi suất cho vay đang tăng nhanh hơn, cạnh tranh đang hạ nhiệt và sức ép nguồn vốn của VCB giảm bớt nhờ sự hỗ trợ từ NHNN và KBNN.

Chất lượng tài sản & chi phí tín dụng

Về chất lượng tài sản, việc hạ cấp một khoản TPDN xuống Nhóm 4 trong Q4/2025 nhiều khả năng liên quan đến việc tái cơ cấu lịch trả nợ. Khoản vay này được kỳ vọng có thể quay trở lại Nhóm 1 nếu khách hàng đáp ứng được lịch thanh toán mới. Do đó, VCB sẽ có dư địa để tăng nhẹ tỷ lệ nợ xấu danh mục cho vay lên khoảng 0,9% (từ 0,6% trong Q4/2025), điều này có thể giúp giảm bớt áp lực lên chi phí tín dụng. Theo đó, chúng tôi hạ giả định chi phí tín dụng cho năm 2026 và cũng hạ giả định chi phí tín dụng trong dài hạn do Ngân hàng đã tích lũy được đệm dự phòng đáng kể và đạt tỷ lệ nợ xấu tốt hơn kỳ vọng.

Thu nhập ngoài lãi

HSC điều chỉnh một chút dự báo thu nhập ngoài lãi sau khi cập nhật KQKD Q4/2025. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng thu nhập phí sẽ phục hồi và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối sẽ tiếp tục tăng mạnh.

LNTT dự báo tăng trưởng 16,5% trong năm 2026

Nhìn chung, HSC giảm bình quân 2,9% dự báo LNTT chủ yếu do hạ giả định tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với LNTT tăng trưởng lần lượt 16,5%, 19,5% và 19,3% trong 3 năm tới.

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi bao gồm: (1) vai trò hỗ trợ kinh tế theo chỉ đạo của NHNN làm giảm lợi nhuận; và (2) Ngân hàng chủ động tăng cường đệm dự phòng làm tăng chi phí dự phòng.

Giả định và dự báo cho kịch bản cơ sở của chúng tôi như sau:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 233: Các giả định quan trọng, VCB

Điều chỉnh quan trọng là hạ dự báo tăng trưởng tín dụng

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	16.0%	18.0%	18.0%	15.3%	14.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	12.2%	20.5%	20.5%	10.5%	15.1%	18.4%	18.5%
Tỷ lệ NIM	2.6%	2.8%	2.9%	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-31.3%	15.0%	26.3%	-32.4%	15.0%	24.5%	23.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	0.9%	0.9%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%
Chi phí tín dụng	0.2%	0.5%	0.6%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
Nợ xấu mới hình thành (bao gồm TPDN)	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.0%	0.4%	0.4%
Hệ số LLR (chỉ tính trên dư nợ cho vay)	198.3%	200.2%	189.1%	258.8%	210.3%	199.2%	188.1%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
Hệ số CIR	34.0%	31.1%	31.0%	34.8%	32.9%	31.9%	30.9%

Nguồn: HSC

Bảng 234: Dự báo lợi nhuận, VCB

Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 2,9% dự báo LNTT cho năm 2026-2027

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	**58,690**	**73,659**	**87,921**	**58,674**	**71,922**	**85,587**	**99,627**
Tăng trưởng	5.9%	25.5%	19.4%	5.9%	22.6%	19.0%	16.4%
Điều chỉnh					-2.4%	-2.7%	-
Tổng thu nhập ngoài lãi	**14,533**	**15,597**	**18,489**	**13,683**	**14,884**	**17,113**	**20,168**
Tăng trưởng	10.3%	7.3%	18.5%	3.9%	8.8%	15.0%	17.9%
Điều chỉnh					-4.6%	-7.4%	-
Tổng thu nhập HĐ	**73,224**	**89,256**	**106,410**	**72,358**	**86,806**	**102,699**	**119,795**
Tăng trưởng	6.8%	21.9%	19.2%	5.5%	20.0%	18.3%	16.6%
Điều chỉnh					-2.7%	-3.5%	-
Chi phí HĐ	**-24,865**	**-27,770**	**-32,984**	**-25,152**	**-28,519**	**-32,809**	**-37,022**
Tăng trưởng	8.0%	11.7%	18.8%	9.2%	13.4%	15.0%	12.8%
Điều chỉnh					2.7%	-0.5%	-
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**48,358**	**61,486**	**73,426**	**47,205**	**58,287**	**69,890**	**82,773**
Tăng trưởng	6.2%	27.1%	19.4%	3.6%	23.5%	19.9%	18.4%
Điều chỉnh					-5.2%	-4.8%	-
Chi phí dự phòng	**-3,356**	**-8,087**	**-10,970**	**-3,185**	**-6,991**	**-8,599**	**-9,622**
Tăng trưởng	1.2%	140.9%	35.6%	-3.9%	119.5%	23.0%	11.9%
Điều chỉnh					-13.6%	-21.6%	-
LNTT	**45,002**	**53,399**	**62,456**	**44,020**	**51,296**	**61,292**	**73,151**
Tăng trưởng	6.5%	18.7%	17.0%	4.2%	16.5%	19.5%	19.3%
Điều chỉnh					-3.9%	-1.9%	-
Lợi nhuận thuần	**36,039**	**42,696**	**49,940**	**35,178**	**41,015**	**49,009**	**58,494**
Tăng trưởng	6.5%	18.5%	17.0%	4.0%	16.6%	19.5%	19.4%
Điều chỉnh					-3.9%	-1.9%	-

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 235: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thu nhập ngoài lãi sau khi hạ giả định lãi thuần HĐKD ngoại hối và thu nhập từ thu hồi nợ xấu

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**3,529**	**4,058**	**5,126**	**3,470**	**3,990**	**4,968**	**6,124**
Tăng trưởng	-31.3%	15.0%	26.3%	-32.4%	15.0%	24.5%	23.3%
Điều chỉnh					-1.7%	-3.1%	-
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	**6,842**	**8,127**	**9,791**	**6,165**	**7,547**	**9,316**	**10,806**
Tăng trưởng	29.3%	18.8%	20.5%	16.5%	22.4%	23.4%	16.0%
Điều chỉnh					-7.1%	-4.9%	-
Lãi thuần mua bán trái phiếu	**152**	**75**	**92**	**175**	**73**	**85**	**101**
Tăng trưởng	131.5%	-50.6%	22.2%	166.5%	-58.4%	17.4%	18.4%
Điều chỉnh					-3.0%	-6.8%	-
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	**321**	**321**	**321**	**282**	**282**	**282**	**282**
Tăng trưởng	4.6%	0.0%	0.0%	-8.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					-12.3%	-12.3%	-
Thu nhập khác	**3,689**	**3,016**	**3,158**	**3,592**	**2,991**	**2,461**	**2,855**
Tăng trưởng	55.5%	-18.2%	4.7%	51.4%	-16.7%	-17.7%	16.0%
Điều chỉnh					-0.8%	-22.1%	-
Tổng thu nhập ngoài lãi	**14,533**	**15,597**	**18,489**	**13,683**	**14,884**	**17,113**	**20,168**
Tăng trưởng	10.3%	7.3%	18.5%	3.9%	8.8%	15.0%	17.9%
Điều chỉnh					-4.6%	-7.4%	-

Nguồn: VCB, HSC

Phân tích kịch bản

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản cơ sở: Giả định tăng trưởng tín dụng đạt 14% và tỷ lệ NIM mở rộng khoảng 12 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng 16,5%.
- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng đạt 12% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ chậm lại ở mức 2%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng 16% và tỷ lệ NIM mở rộng 20 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 20%

KQKD năm 2025 so với ngành

VCB đã công bố LNTT Q4/2025 tăng 1,7% so với cùng kỳ nhưng giảm 3,1% so với quý trước, do thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh mẽ bù trừ với thu nhập ngoài lãi suy yếu và chi phí dự phòng tăng lên. LNTT cả năm 2025 đạt 44.000 tỷ đồng, hoàn thành 97,8% dự báo và thấp hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi. Tín dụng tăng 15,3% so với cùng kỳ, dẫn dắt bởi các khoản vay trung và dài hạn, trong khi huy động tăng 10,5% so với cùng kỳ, tương đương hệ số LDR tăng lên 100,1%. Tỷ lệ NIM cải thiện so với quý trước lên 2,71% (tăng 14 điểm cơ bản). Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,58% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 259%, mặc dù chất lượng TPDN suy yếu (LNTT Q4 đi ngang, thấp hơn một chút so với dự báo).

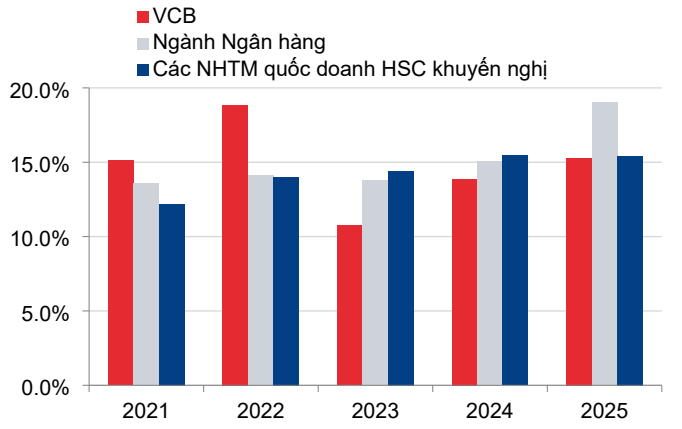
KQKD của VCB kém tích cực hơn so với ngành trong những năm gần đây, chủ yếu do vai trò hỗ trợ nền kinh tế. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm VCB có lợi thế về chi phí tốt nhất trong ngành (chi phí huy động và chi phí tín dụng thấp nhất) và còn nhiều dư địa để nâng cao lợi nhuận trong dài hạn thông qua mở rộng tỷ lệ NIM và tăng trưởng thu nhập phí.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 236: Tăng trưởng tín dụng, VCB & các NHTM khác

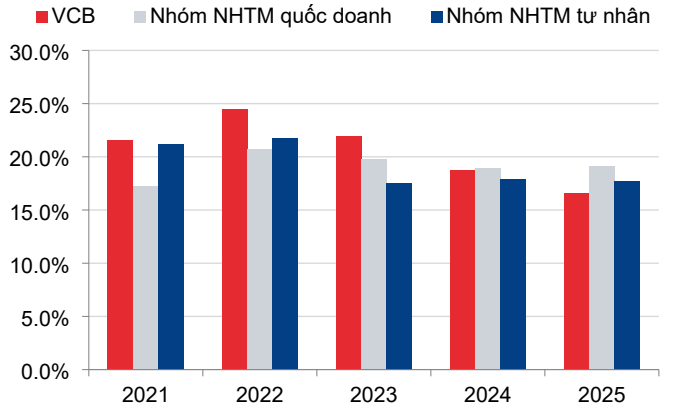
Trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng phục hồi về mức tương đương nhóm NHTM có vốn Nhà nước



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 237: Hệ số ROE, VCB & các NHTM khác

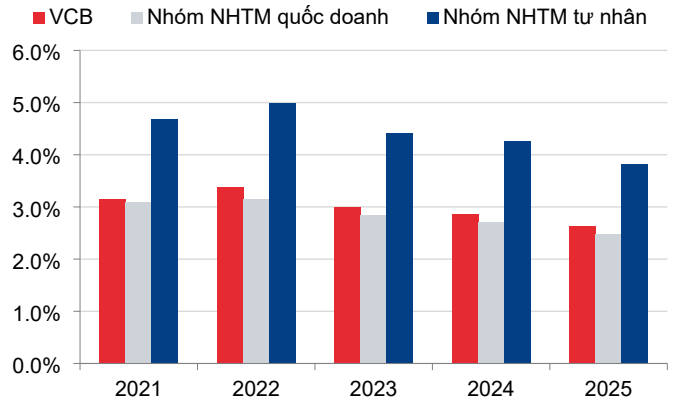
Ngân hàng chủ động điều chỉnh giảm khả năng sinh lời để góp phần hỗ trợ nền kinh tế



ROE được tính trước khi hạch toán các khoản khen thưởng và phúc lợi được trích từ lợi nhuận thuần
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 238: Tỷ lệ NIM, VCB & các NHTM khác

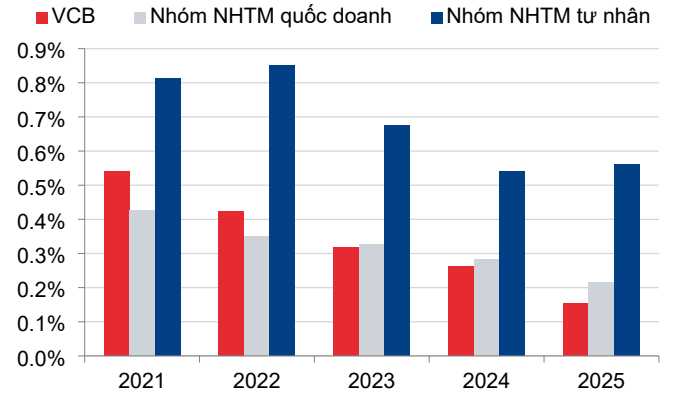
...bao gồm sự sụt giảm ở tỷ lệ NIM



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 239: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân, VCB & các NHTM khác

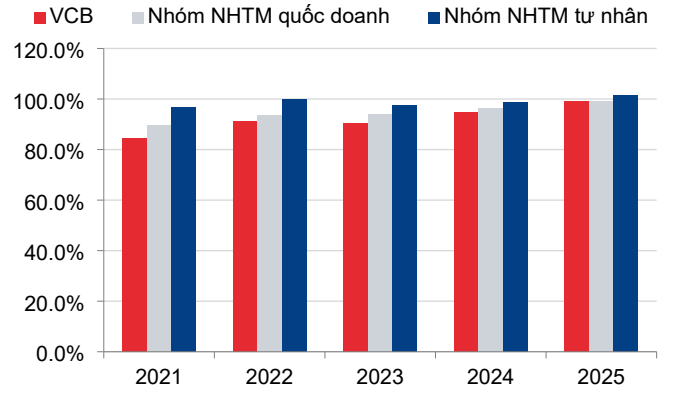
... và thu nhập phí



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 240: Hệ số LDR điều chỉnh, VCB & các NHTM khác

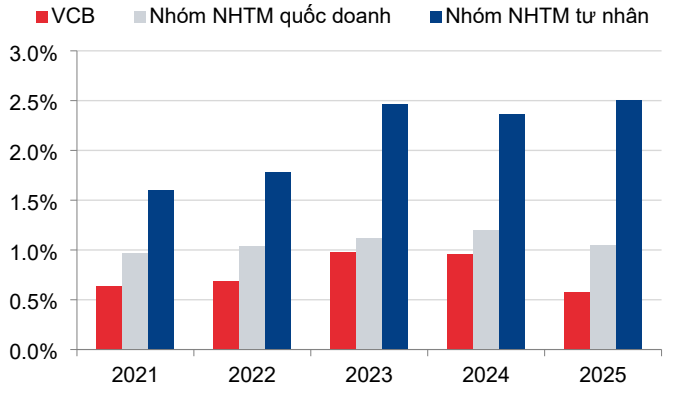
VCB duy trì thanh khoản...



Hệ số LDR điều chỉnh = Tổng dư nợ tín dụng / Tiền gửi KH & giấy tờ có giá
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 241: Tỷ lệ nợ xấu (chỉ tính trên dư nợ cho vay), VCB & các NHTM khác

... cũng như quản lý chất lượng tài sản thận trọng hơn



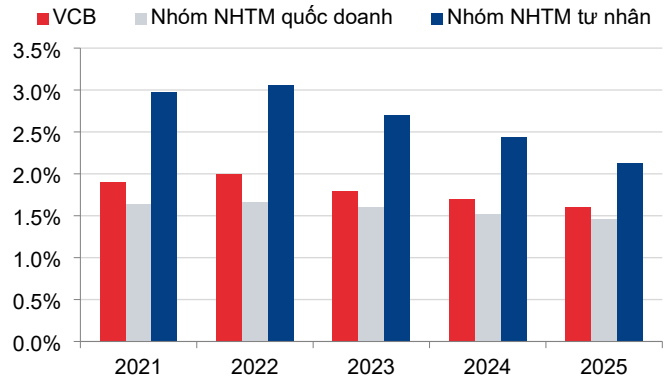
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 242: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, VCB & các NHTM khác

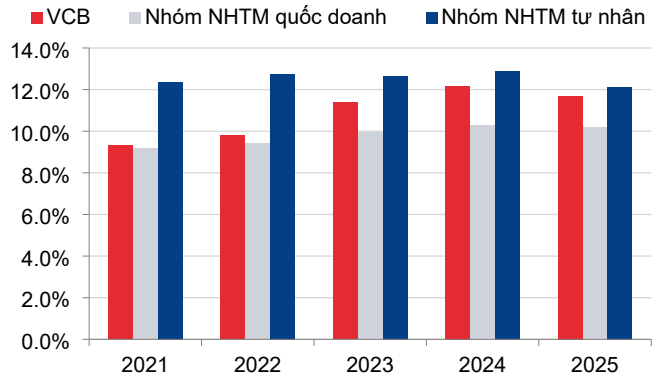
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đang cải thiện, sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 243: Hệ số CAR, VCB & các NHTM khác

Hệ số CAR giảm do chi trả cổ tức tiền mặt



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 73.000đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ngắn hạn nhưng được bù đắp nhờ nâng dự báo lợi nhuận dài hạn, đồng thời giữ nguyên các giả định định giá. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào và duy trì quan điểm tích cực đối với VCB trong dài hạn nhờ lợi thế cạnh tranh mang tính cấu trúc của Ngân hàng. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, thấp hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,53 lần nhưng cao hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM, mức định giá bền vững nhờ vị thế cạnh tranh mạnh mẽ và chất lượng tài sản vượt trội của VCB.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 73.000đ do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo LNTT ngắn hạn được bù đắp với tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận dài hạn, nhờ hạ giả định chi phí tín dụng như đã phân tích ở trên. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư và giữ nguyên các giả định định giá với chi phí vốn CSH ở mức 11%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VCB.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về những lợi thế cấu trúc của VCB, bao gồm chi phí huy động thấp, HĐKD ngoại hối & tài trợ thương mại mạnh mẽ và danh mục cho vay rủi ro thấp, đem lại nhiều dư địa tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn thông qua mở rộng tỷ lệ NIM và giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR.

Bảng 244: Giả định chi phí vốn CSH, VCB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	0.8	Không đổi
Chi phí vốn CSH	**11.0%**	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 245: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VCB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	**37,734**	**45,088**	**53,814**	**65,449**	**81,584**	**90,674**	**102,573**	**110,563**
Chi phí vốn CSH	-25,021	-32,864	-36,994	-41,922	-47,937	-55,471	-65,446	-73,709
Lợi nhuận thặng dư	**12,713**	**12,224**	**16,820**	**23,528**	**33,647**	**35,202**	**37,127**	**36,854**
Giá trị dài hạn								**474,500**
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026		90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%	53.5%	48.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026		**11,012**	**13,652**	**17,203**	**22,164**	**20,891**	**19,850**	**246,298**
Hệ số pha loãng từ phát hành riêng lẻ		93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%
Giá trị hiện tại điều chỉnh đến cuối 2026		**10,340**	**12,819**	**16,153**	**20,812**	**19,616**	**18,638**	**231,266**
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	329,644							
Giá trị sổ sách cuối 2026 (điều chỉnh)	**280,533**							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	610,176							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,356							
Giá mục tiêu cuối 2026	**73,000**							

Nguồn: HSC

Bảng 246: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VCB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH	**7.75%**	88,500	83,400	79,000	75,100	71,600
	8.25%	84,400	79,900	75,900	72,300	69,100
	8.75%	80,700	76,600	**73,000**	69,700	66,700
	9.25%	77,400	73,700	70,300	67,300	64,500
	9.75%	74,400	71,000	67,800	65,000	62,400

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 38% trong nửa đầu tháng 1 nhờ tâm lý lạc quan xung quanh Nghị quyết 79 của Chính phủ về khu vực nhà nước, giá cổ phiếu VCB đã điều chỉnh mạnh sau đó khi tâm lý thị trường hạ nhiệt và lợi nhuận Q4/2025 không đạt kỳ vọng. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, thấp hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng vẫn cao hơn 40% so với bình quân nhóm NHTM. Nhờ lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ và chất lượng tài sản vững chắc, chúng tôi tin rằng mức định giá thặng dư hiện tại là bền vững; tuy nhiên, khả năng mở rộng thặng dư định giá sẽ phụ thuộc vào triển vọng tăng trưởng lợi nhuận rõ hơn.

Biểu đồ 247: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần...

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

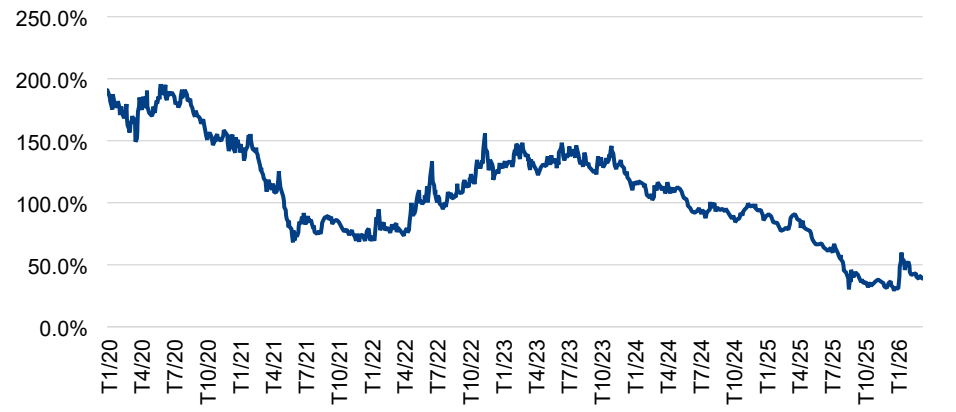
Biểu đồ 248: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCB

...thấp hơn 2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 2,54 lần

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 249: Thặng dư định giá so với các NHTM khác, VCB

VCB đang giao dịch với thặng dư định giá chỉ 40% so với bình quân các NHTM khác



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	93.7	105	131	157	189
Chi phí lãi	(38.2)	(46.4)	(59.0)	(71.7)	(89.8)
Thu nhập lãi thuần	**55.4**	**58.7**	**71.9**	**85.6**	**99.6**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.14	3.47	3.99	4.97	6.12
Lãi thuần HĐ KDNH	5.29	6.17	7.55	9.32	10.8
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.07	0.17	0.07	0.09	0.10
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.31	0.28	0.28	0.28	0.28
Thu nhập khác	2.37	3.59	2.99	2.46	2.85
Tổng thu nhập HĐ	**68.6**	**72.4**	**86.8**	**103**	**120**
Chi phí HĐ	(23.0)	(25.2)	(28.5)	(32.8)	(37.0)
LN trước dự phòng	**45.6**	**47.2**	**58.3**	**69.9**	**82.8**
Chi phí dự phòng	(3.31)	(3.19)	(6.99)	(8.60)	(9.62)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**42.2**	**44.0**	**51.3**	**61.3**	**73.2**
Chi phí thuế TNDN	(8.38)	(8.82)	(10.3)	(12.3)	(14.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)
Lợi nhuận thuần	**33.8**	**35.2**	**41.0**	**49.0**	**58.5**
EPS (đồng)	4,049	4,210	4,754	5,507	6,573
DPS (đồng)	0	450	516	848	1,013
Slg CP bình quân (triệu đv)	8,356	8,356	8,627	8,899	8,899
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.4	17.1	15.7	9.79	16.7
Tăng trưởng cho vay KH (%)	14.1	15.5	14.1	16.1	16.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	8.52	10.4	15.1	18.5	18.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	8.70	10.5	15.1	18.4	18.5
Tăng trưởng VCSH (%)	20.6	14.4	31.3	12.6	13.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	3.33	5.90	22.6	19.0	16.4
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	5.08	9.23	13.4	15.0	12.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(0.56)	3.63	23.5	19.9	18.4
Tăng trưởng LNTT (%)	2.41	4.22	16.5	19.5	19.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	2.42	3.98	16.6	19.5	19.4
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.49	3.20	3.30	3.46	3.56
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.17)	(1.11)	(1.08)	(1.11)	(1.10)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.8	98.7	98.8	98.8	98.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.82	3.08	3.66	4.17	4.50
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	52.3	54.4	63.1	73.1	86.0
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	14.9	14.4	12.7	11.0	9.20
P/B (lần)	2.54	2.22	1.80	1.60	1.41
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.74	0.85	1.40	1.67

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	14.3	15.5	17.6	20.8	24.7
Tiền gửi tại NHNN	49.3	37.4	48.9	57.9	68.6
Tiền gửi tại các TCTD khác	389	522	632	549	649
Chứng khoán kinh doanh	4.58	11.5	10.2	7.16	8.44
Các công cụ tài chính phái sinh	1.31	0.37	0.37	0.37	0.37
Số dư cho vay thuần	**1,418**	**1,649**	**1,873**	**2,176**	**2,528**
Tổng dư nợ cho vay	1,449	1,674	1,909	2,216	2,571
Dự phòng rủi ro	(31.2)	(25.0)	(36.1)	(39.7)	(43.5)
Chứng khoán đầu tư	**167**	**162**	**193**	**232**	**274**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	86.8	143	163	192	226
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	80.8	22.4	30.6	40.8	48.0
Dự phòng rủi ro	(0.25)	(3.36)	(0.22)	(0.26)	(0.29)
Đầu tư dài hạn	2.23	2.26	2.26	2.26	2.26
Tài sản cố định	8.09	8.23	8.63	9.13	9.63
Tài sản khác	30.9	34.0	39.7	48.0	56.3
Tổng tài sản	**2,085**	**2,442**	**2,826**	**3,103**	**3,621**
Nợ phải trả	**1,886**	**2,214**	**2,527**	**2,766**	**3,240**
Tiền gửi của NHNN	78.2	160	165	0.89	1.03
Tiền gửi của các TCTD khác	235	321	364	400	438
Tổng tiền gửi KH	1,515	1,673	1,925	2,281	2,703
Trái phiếu và CCTG	24.1	27.1	31.2	34.7	41.2
Nợ khác	34.8	33.5	42.2	48.9	56.7
Vốn chủ sở hữu	**199**	**227**	**299**	**336**	**381**
Vốn điều lệ	55.9	83.6	89.0	89.0	89.0
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	37.6	37.6	37.6
Lợi nhuận giữ lại	111	102	130	161	199
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	36.9	42.2	48.3	55.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.10	0.07	0.07	0.07	0.07
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**2,085**	**2,442**	**2,826**	**3,103**	**3,621**
BVPS (đồng)	23,799	27,223	33,574	37,793	42,827

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	49.3	48.6	47.2	47.7	48.8
ROAA (%)	1.72	1.55	1.56	1.65	1.74
ROAE (%)	18.6	16.5	15.6	15.4	16.3
Chi phí huy động BQ (%)	2.20	2.30	2.53	2.76	3.04
Lợi suất gộp BQ (%)	4.83	4.70	5.03	5.37	5.71
Lợi suất thuần (%)	2.63	2.40	2.50	2.62	2.67
Tỷ lệ NIM (%)	2.86	2.63	2.76	2.92	3.00
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	7.49	4.80	4.60	4.84	5.11
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	80.8	81.1	82.9	83.3	83.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	11.7	14.1	12.5	11.8	11.7
Tỷ lệ CIR (%)	33.6	34.8	32.9	31.9	30.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.7	10.8	15.4	15.4
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.2	11.3	12.9	13.2	12.9
VCSH/Tổng TS (%)	9.54	9.31	10.6	10.8	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	10.5	10.7	9.46	9.23	9.50
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.96	0.58	0.90	0.90	0.90
Hệ số LLR (%)	223	259	210	199	188
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	95.7	100	99.2	97.1	95.1
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.2	15.9	15.7	14.7	13.8
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.5	68.5	67.6	71.4	71.0
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	647	647	650	670	680
Số lượng nhân viên	24,306	23,457	23,692	24,640	26,611

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

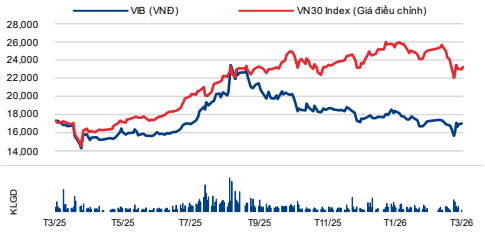
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam (VIB - HSX)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ20,800 *(từ VNĐ22,700)*
Tiềm năng tăng/giảm: 22.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	17,000
Mã Bloomberg	VIB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,302-23,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	57,868
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,202
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,404
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	168
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	4.99%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.94%
Tỷ lệ freefloat	50.7%
Cổ đông lớn	Chủ tịch , liên quan (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.45)	(3.41)	(1.72)
So với chỉ số	6.18	(2.16)	(26.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,185	2,580	(15.3)
2027F	2,371	3,041	(22.0)
2028F	2,679	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VIB là một ngân hàng bán lẻ tầm trung tại Việt Nam, tập trung vào các lĩnh vực cho vay mua nhà, ô tô và bancassurance.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Ngọc
Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá thấp nhưng thách thức vẫn hiện hữu

- HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 20.800đ và duy trì khuyến nghị Mua vào sau khi giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027.
- Chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng do NHNN thắt chặt chính sách và hạ dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng trung bình 12% trong 3 năm tới chủ yếu nhờ tỷ lệ NIM ổn định hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,23 lần và thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – một trong những mức chiết khấu cao nhất trong 5 năm qua.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

HSC cập nhật dự báo để phản ánh lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn của NHNN. Mặt bằng lãi suất cao sẽ kém thuận lợi cho VIB vì nhu cầu mua BĐS suy yếu và chi tiêu tiêu dùng lớn giảm có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng cho vay bán lẻ, tỷ lệ NIM và thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Mặc dù VIB vẫn là một ngân hàng định hướng bán lẻ, BLĐ đặt mục tiêu tiếp tục chuyển trọng tâm tăng trưởng sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp trong 2-3 năm tới. Điều này sẽ giúp duy trì tăng trưởng bảng CĐKT và tiếp tục củng cố chất lượng tài sản.

VIB gần đây đã công bố kế hoạch kinh doanh năm 2026 với mục tiêu LNTT tăng trưởng 27% nhờ tỷ lệ NIM phục hồi, thu nhập từ thu hồi nợ xấu mạnh mẽ và chi phí hoạt động được tối ưu hóa. Kế hoạch đặt mục tiêu cao hơn so với dự báo của chúng tôi ở các chỉ số chính do chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ gặp khó khăn về NIM và hoạt động thu hồi nợ.

Tác động: Giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giảm lần lượt 4% và 11% – trung bình là 7% – dự báo LNTT cho năm 2026-2027 chủ yếu sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng & thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 9%, 14% và 13% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ tỷ lệ NIM ổn định.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,23x và thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức chiết khấu sâu nhất trong 5 năm. Với hệ số ROE dự phóng đạt 16% và rủi ro tiềm ẩn thấp, chúng tôi nhận thấy VIB đang có định giá dưới giá trị nội tại. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,37 lần với hệ số ROE dự phóng năm 2026 đạt 16,1%.

Một động lực quan trọng thúc đẩy giá cổ phiếu đến từ sự tham gia của một nhà đầu tư chiến lược mới sau khi CBA thoái vốn. Mặc dù Ngân hàng chưa đưa ra thông báo chính thức, việc này có thể giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	16,750	16,092	18,096	21,149 ▼	24,914
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	20,569	20,007	22,310	25,709 ▼	29,687
LN thuần (tỷ đồng)	7,204	7,285	7,949	9,018 ▼	10,187
EPS (đồng)	2,127	2,143	2,227 ▼	2,414 ▼	2,727
DPS (đồng)	1,250	700	900 ▲	600	700
BVPS (đồng)	12,330	13,779	13,847 ▼	15,617 ▼	17,596
P/E (lần)	7.99	7.93	7.63	7.04	6.23
Lợi suất cổ tức (%)	7.35	4.12	5.29	3.53	4.12
P/B (lần)	1.38	1.23	1.23	1.09	0.97
Tăng trưởng EPS (%)	(16.0)	0.77	3.90	8.41	13.0
ROAE (%)	18.1	16.4	16.1	16.4	16.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Hạ dự báo lợi nhuận do tăng trưởng tín dụng giảm tốc và thu nhập từ thu hồi nợ xấu suy yếu

Do NHNN thắt chặt kiểm soát hạn mức tín dụng, chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng năm 2026 và giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 9%, 14% và 13% trong giai đoạn 2026-2028. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng nền tảng cơ bản sẽ dần cải thiện nhờ tỷ lệ NIM ổn định, chất lượng tài sản tốt hơn, thu nhập phí phục hồi và hiệu quả hoạt động cải thiện. Tuy nhiên, lợi nhuận ngắn hạn có thể vẫn chịu áp lực trong môi trường lãi suất cao, từ đó tiếp tục ảnh hưởng đến nhu cầu vay mua BĐS và thanh lý tài sản đảm bảo. Chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu xuống 20.800đ nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn.

Dự báo mới

Tỷ lệ NIM ổn định sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ NIM đã chạm đáy vào năm 2025 và sẽ duy trì ổn định trước khi cải thiện dần trong giai đoạn dự báo do hạn mức tín dụng thắt chặt có thể giúp nâng cao khả năng nâng lãi suất dù việc này sẽ bị bù trừ một phần do chiến lược nâng tỷ trọng phân khúc khách hàng doanh nghiệp có lợi suất thấp. Chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát nhờ chiến lược tiếp tục đa dạng sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp.

Tuy nhiên, HSC dự báo tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực trong môi trường lãi suất cao hiện tại – môi trường này không thuận lợi cho nhu cầu vay mua BĐS và thanh lý tài sản đảm bảo. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 12% trong 3 năm tới sau khi giảm bình quân 5% trong giai đoạn 2022-2025.

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc do hạn mức tăng trưởng thắt chặt hơn

NHNN đã đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ở mức 15% cho năm 2026 và phân bổ hạn mức tín dụng ban đầu tối đa 13% cho hầu hết các ngân hàng, cho thấy lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn. VIB được cấp hạn mức tăng trưởng ban đầu là 12% nhưng chúng tôi tin rằng hạn mức này có thể được điều chỉnh lên 14% trong nửa cuối năm 2026.

HSC hạ dự báo tăng trưởng tín dụng cho VIB, trên cơ sở lập trường thắt chặt hiện tại, xuống lần lượt 14% và 15,5% trong năm 2026-2027, từ lần lượt 20% và 18% trước đó.

Tỷ lệ NIM tiếp tục gặp sức ép

HSC dự báo chi phí huy động sẽ tăng lên trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt hiện tại. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng lợi suất tài sản nếu tăng lên sẽ chủ yếu bù đắp cho phần gia tăng của chi phí huy động. Mặc dù Ngân hàng đã điều chỉnh lãi suất cho vay, chúng tôi tin rằng các sản phẩm có tỷ lệ NIM cao hơn, chủ yếu là cho vay mua nhà, sẽ gặp thách thức do thị trường BĐS khó khăn hơn. Ngoài ra, việc VIB tiếp tục tập trung mở rộng phân khúc khách hàng doanh nghiệp với lợi suất thấp hơn trong 2-3 năm tới có thể hạn chế khả năng tiếp tục cải thiện của lợi suất tài sản. Hệ số LDR cao kỷ lục của Ngân hàng cũng gây thêm sức ép lên tỷ lệ NIM.

HSC giữ nguyên dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2026-2027 lần lượt ở mức 3,11% (đi ngang so với cùng kỳ) và 3,18% (tăng 7 điểm cơ bản so với cùng kỳ) trong năm 2026 và 2027.

Thu nhập từ thu hồi nợ xấu: Triển vọng kém tích cực trước những thách thức trên thị trường BĐS

HSC giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu sẽ giảm nhẹ do lãi suất tăng cao gây áp lực lên thanh khoản của thị trường BĐS khiến người mua trở nên chọn lọc hơn, từ đó kéo dài thời gian thanh lý tài sản đảm bảo.

Chúng tôi giảm lần lượt 4% và 8% dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu cho năm 2026-2027, tương đương giảm lần lượt 18% và 10% so với cùng kỳ trong năm 2026-2027.

Chất lượng tài sản: Thận trọng hơn nhưng vẫn trong tầm kiểm soát do tăng tỷ trọng cho vay khách hàng doanh nghiệp

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chất lượng tài sản nhiều khả năng sẽ dần cải thiện. Dù rủi ro nợ xấu vẫn hiện hữu nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Lãi suất tăng có thể ảnh hưởng đến chất lượng tài sản phân khúc bán lẻ, đặc biệt là các khoản vay mua nhà, hiện vẫn là sản phẩm chính chiếm tỷ trọng lớn nhất của VIB. Do đó, chúng tôi có quan điểm thận trọng đối với danh mục cho vay mua nhà của VIB. Tuy nhiên, rủi ro này sẽ được bù đắp một phần nhờ chiến lược đa dạng hóa hướng tới phân khúc khách hàng doanh nghiệp – chủ yếu là cho vay DNNVV, CTCK và BĐS – tập trung vào các kỳ hạn ngắn hơn và thường có chất lượng tài sản tốt hơn.

HSC nâng giả định về tỷ lệ nợ xấu mới hình thành trong năm 2026-2027 lên 1,15% (từ 1,1%) và nâng dự báo chi phí tín dụng lên lần lượt 0,99% và 1,1% (từ lần lượt 0,97%/1,01%). Do đệm dự phòng mỏng, chi phí tín dụng của VIB có độ nhạy lớn với những thay đổi về chất lượng tài sản. Chúng tôi cũng kỳ vọng Ngân hàng sẽ dần tích lũy lại đệm dự phòng từ mức thấp hiện tại.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 12% và tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ đi ngang so với cùng kỳ.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 17% và tỷ lệ NIM tăng 10 điểm cơ bản, lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng trưởng 19%.

Giả định và dự báo cho kịch bản cơ sở của chúng tôi như sau:

Bảng 250: Các giả định quan trọng, VIB

Điều chỉnh quan trọng là hạ dự báo tăng trưởng tín dụng

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng	20.0%	20.0%	18.0%	17.7%	14.0%	15.5%	15.5%
Tăng trưởng tiền gửi	17.5%	20.0%	19.1%	6.6%	23.2%	16.6%	17.7%
Tỷ lệ NIM	3.10%	3.12%	3.19%	3.11%	3.11%	3.18%	3.24%
Tỷ lệ nợ xấu	3.20%	2.80%	2.60%	2.97%	2.80%	2.70%	2.50%
Nợ xấu mới hình thành	1.25%	1.00%	1.00%	1.21%	1.15%	1.15%	1.10%
Chi phí tín dụng	0.88%	0.97%	1.01%	0.98%	0.99%	1.10%	1.15%
Tỷ lệ LLR	44%	46%	51%	43%	42%	46%	51%
Hệ số CIR	37%	38%	36%	37%	37%	36%	36%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.10%	2.04%	2.00%	2.10%	2.03%	1.98%	1.98%
Tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro	2.22%	2.14%	2.19%	2.12%	2.11%	2.08%	2.08%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.34%	0.35%	0.36%	0.40%	0.42%	0.43%	0.41%
ROA	1.44%	1.35%	1.38%	1.39%	1.34%	1.34%	1.31%
ROE	17.09%	16.59%	17.77%	16.41%	16.12%	16.39%	16.42%

Nguồn: VIB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 251: Dự báo lợi nhuận, VIB

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 4% & 7% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 (tương đương giảm bình quân 7%)

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	**16,182**	**18,945**	**23,196**	**16,092**	**18,096**	**21,149**	**24,914**
Tăng trưởng	-3.4%	17.1%	22.4%	-3.9%	12.5%	16.9%	17.8%
Điều chỉnh				-0.6%	-4.5%	-8.8%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	**3,947**	**4,318**	**4,753**	**3,914**	**4,214**	**4,561**	**4,773**
Tăng trưởng	3.4%	9.4%	10.1%	2.5%	7.6%	8.2%	4.7%
Điều chỉnh				-0.8%	-2.4%	-4.0%	
Tổng thu nhập HĐ	**20,127**	**23,260**	**27,941**	**20,007**	**22,310**	**25,709**	**29,687**
Tăng trưởng	-2.1%	15.6%	20.1%	-2.7%	11.5%	15.2%	15.5%
Điều chỉnh				-0.6%	-4.1%	-8.0%	
Chi phí HĐ	**-7,504**	**-8,742**	**-10,176**	**-7,435**	**-8,315**	**-9,279**	**-10,717**
Tăng trưởng	4.1%	16.5%	16.4%	3.1%	11.8%	11.6%	15.5%
Điều chỉnh				-0.9%	-4.9%	-8.8%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**12,623**	**14,518**	**17,765**	**12,572**	**13,994**	**16,430**	**18,969**
Tăng trưởng	-5.5%	15.0%	22.4%	-5.9%	11.3%	17.4%	15.5%
Điều chỉnh				-0.4%	-3.6%	-7.5%	
Chi phí dự phòng	**-3,147**	**-4,169**	**-5,127**	**-3,467**	**-4,058**	**-5,158**	**-6,236**
Tăng trưởng	-27.7%	32.5%	23.0%	-20.4%	17.0%	27.1%	20.9%
Điều chỉnh				10.2%	-2.7%	0.6%	
LNTT	**9,476**	**10,349**	**12,638**	**9,105**	**9,936**	**11,272**	**12,734**
Tăng trưởng	5.2%	9.2%	22.1%	1.1%	9.1%	13.4%	13.0%
Điều chỉnh				-3.9%	-4.0%	-10.8%	
Lợi nhuận thuần	**7,431**	**8,128**	**9,945**	**7,135**	**7,799**	**8,859**	**10,007**
Tăng trưởng	4.6%	9.4%	22.4%	0.4%	9.3%	13.6%	13.0%
Điều chỉnh				-4.0%	-4.0%	-10.9%	

Nguồn: VIB, HSC

KQKD năm 2025 so với ngành

Lợi nhuận của VIB đi ngang trong năm 2025 (LNTT tăng 1% so với cùng kỳ) sau khi sụt giảm trong năm 2024 và đi ngang trong năm 2023 (Mời xem: LNTT Q4 giảm 14% do tổng thu nhập hoạt động đi ngang & chi phí tăng). Mặc dù tăng trưởng tín dụng vẫn khá tốt ở mức 17,7%, nhưng tăng trưởng tín dụng bán lẻ lại thấp hơn so với bình quân ngành. Áp lực lên tỷ lệ NIM là thách thức chính, giảm 64 điểm cơ bản xuống 3,1%, ảnh hưởng đến lợi nhuận. Tuy nhiên, VIB vẫn ghi nhận một số cải thiện đáng khích lệ với chất lượng tài sản phục hồi và thu nhập từ thu hồi nợ xấu khả quan, nhờ chiến lược chuyển dịch sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp và thị trường BĐS cải thiện. Trong bối cảnh áp lực lên tỷ lệ NIM, việc kiểm soát chi phí chặt chẽ cho thấy nỗ lực của BLĐ trong việc hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận thuần.

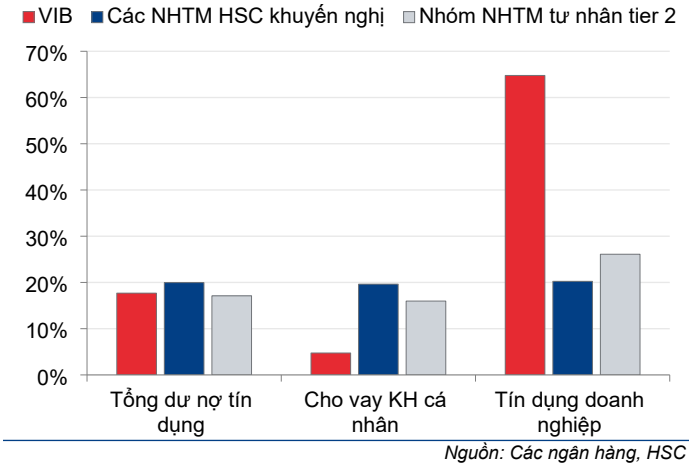
Chúng tôi tóm tắt chỉ số kinh doanh chính, so sánh với các ngân hàng khác và nhận xét như bên dưới:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 252: Tăng trưởng tín dụng năm 2025 theo phân khúc khách hàng, VIB và các NHTM khác

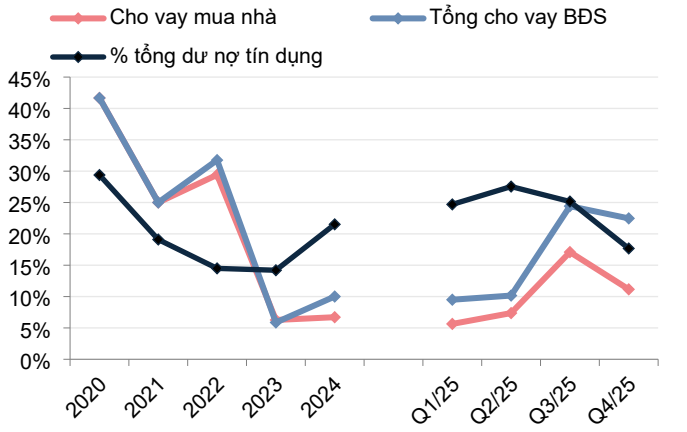
VIB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng khá tích cực đạt 17,7% - thấp hơn mức chung của toàn ngành nhưng nhỉnh hơn so với các ngân hàng có quy mô tương đồng. Tuy nhiên, tăng trưởng cho vay KH cá nhân vẫn duy trì ở mức thấp



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 253: Tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng và cho vay BĐS, VIB

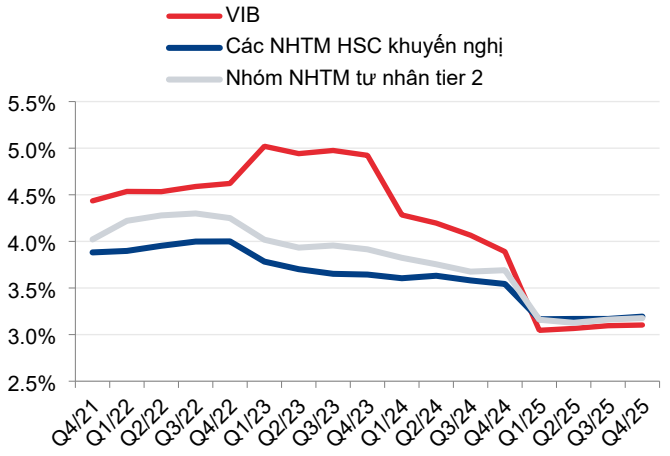
Trong giai đoạn 2023 – nửa đầu năm 2025, cho vay mua nhà (NIM cao) không còn là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng của VIB. Bước sang 6 tháng cuối năm 2025, cho vay mua nhà bắt đầu cho thấy dấu hiệu phục hồi, trong khi cho vay các doanh nghiệp bất động sản tăng mạnh



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 254: Tỷ lệ NIM YTD, VIB & các NHTM khác

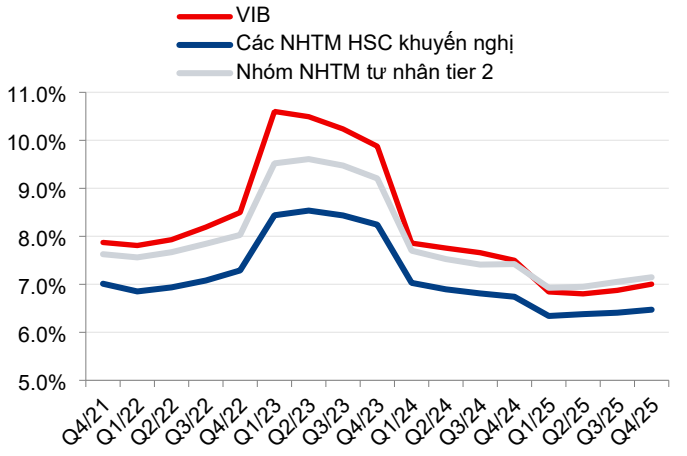
Tỷ lệ NIM đã chạm đáy kể từ Q1/2025, mặc dù vẫn giảm mạnh so với cùng kỳ. So với các NHTM khác, tỷ lệ NIM của VIB giảm mạnh hơn so với cùng kỳ chịu áp lực từ cả chi phí huy động và lợi suất gộp



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 255: Lợi suất gộp YTD, VIB & các NHTM khác

Lợi suất gộp giảm mạnh, phản ánh sự chuyển dịch sang cho vay doanh nghiệp, nhưng đã ổn định lại. Lợi suất gộp bắt đầu chạm đáy kể từ Q1/2025 về sát với nhóm NHTM tư nhân



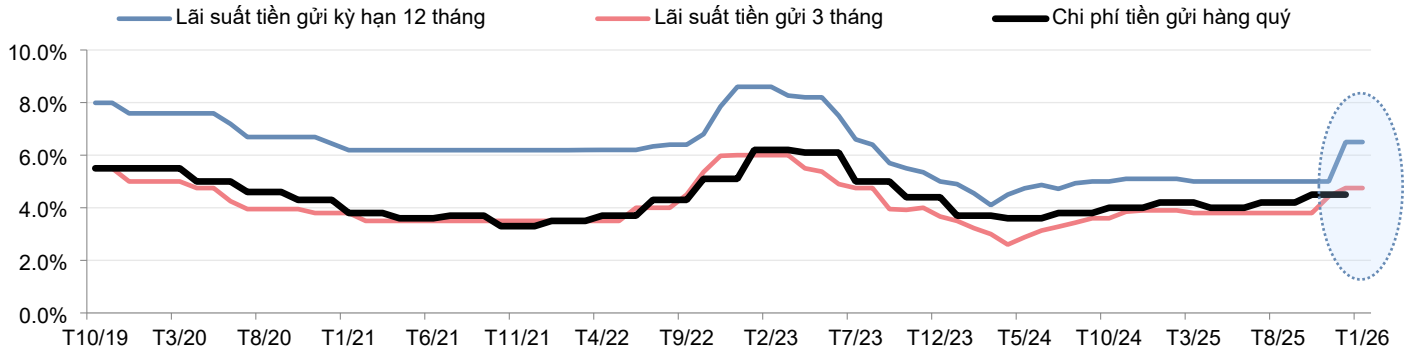
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 256: Lãi suất tiền gửi niêm yết và chi phí huy động theo quý, VIB

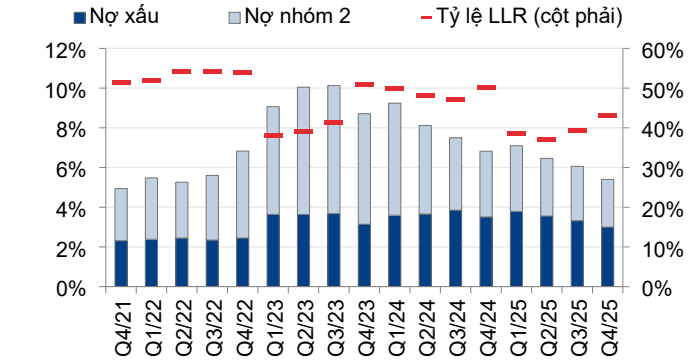
Chi phí huy động thường có độ trễ khoảng một quý so với biến động của lãi suất tiền gửi niêm yết. Mặc dù chi phí vốn tăng nhẹ trong năm 2025 (do (1) tỷ trọng nguồn vốn trung và dài hạn tăng - bao gồm tiền gửi kỳ hạn trên một năm và giấy tờ có giá - nhằm cải thiện tỷ lệ SML, và (2) việc gia tăng sử dụng nguồn vốn huy động từ thị trường liên ngân hàng), áp lực chi phí huy động vẫn còn



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 257: Tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ nợ quá hạn và hệ số LLR, VIB

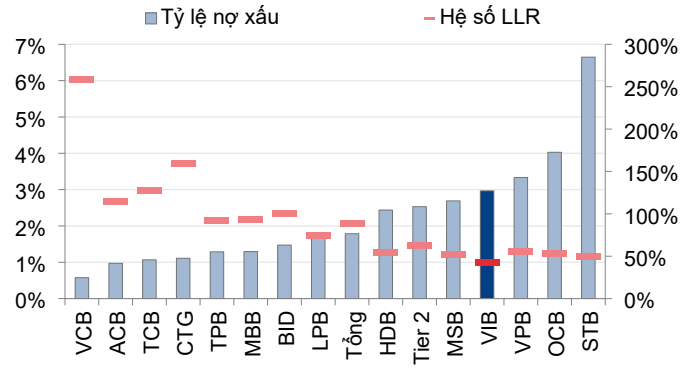
Tỷ lệ nợ xấu giảm 54 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống còn 3% trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm 92 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống còn 2,4%. Hệ số LLR tăng nhẹ so với quý trước lên 43%...



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 258: Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ LLR, VIB & các NHTM khác

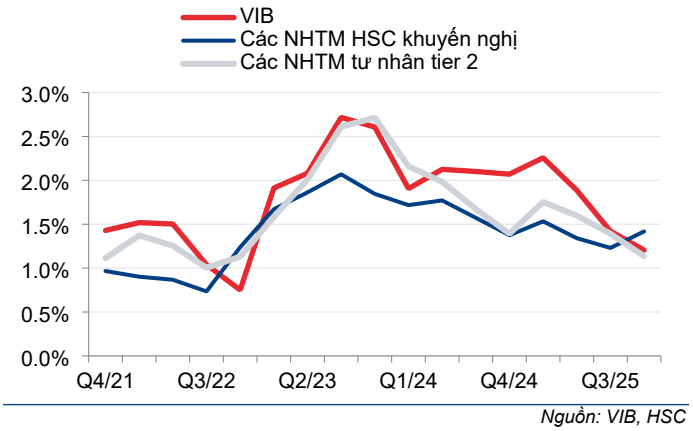
... Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn kém tích cực hơn so với các NHTM khác. Chúng tôi cho rằng các vấn đề còn tồn tại về chất lượng tài sản sẽ cần thêm vài năm để xử lý



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 259: Nợ xấu mới hình thành trượt 12 tháng, VIB & các NHTM khác

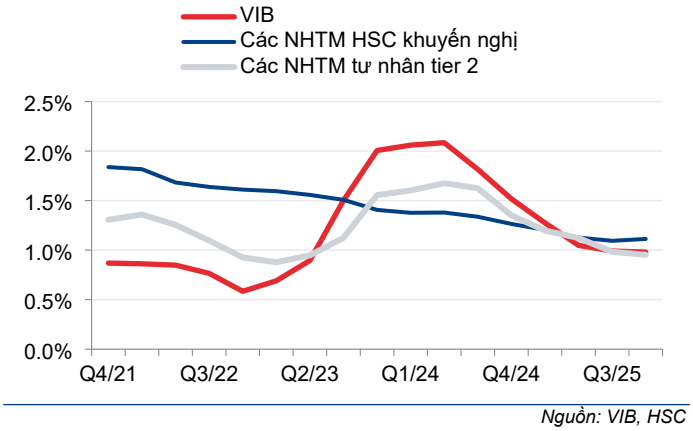
Nợ xấu hình thành mới đã trở lại mức bình thường trong năm 2025, giảm về ngưỡng lành mạnh hơn sau hai năm chịu áp lực. Sự cải thiện này đến từ (1) việc chuyển dịch sang cho vay khách hàng doanh nghiệp với tỷ lệ nợ xấu thấp hơn và (2) chất lượng tài sản của danh mục bán lẻ được cải thiện nhờ thị trường bất động sản phục hồi



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 260: Chi phí tín dụng trượt 12 tháng, VIB & các NHTM khác

Chi phí tín dụng giảm mạnh sau giai đoạn trích lập dự phòng lớn trong hai năm gần đây, phần nào phản ánh sự cải thiện của chất lượng tài sản. Tuy nhiên, chi phí tín dụng vẫn thấp hơn mức nợ xấu hình thành mới, từ đó kéo giảm tỷ lệ LLR xuống còn 43% (từ mức 50% trong Q4/2024)



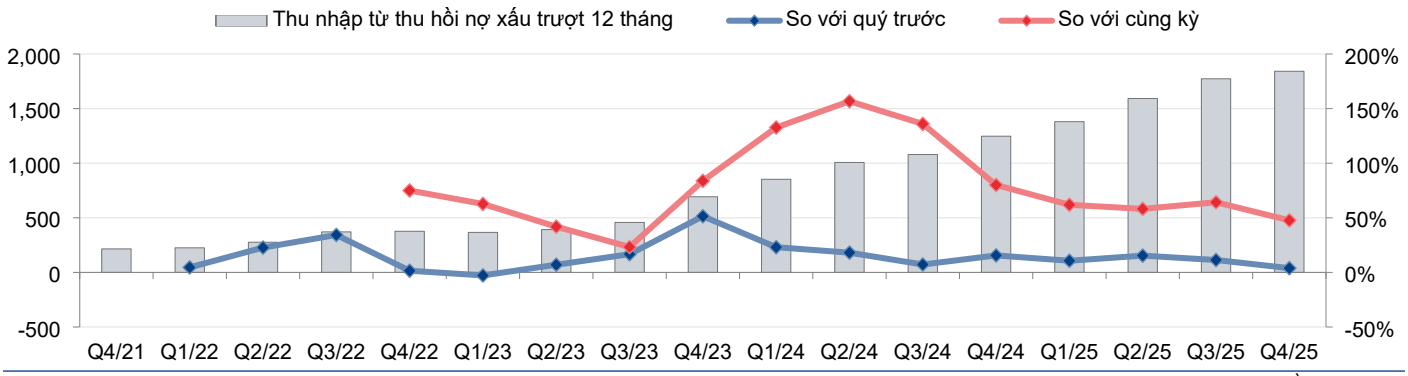
Nguồn: VIB, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 261: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu trượt 12 tháng, VIB

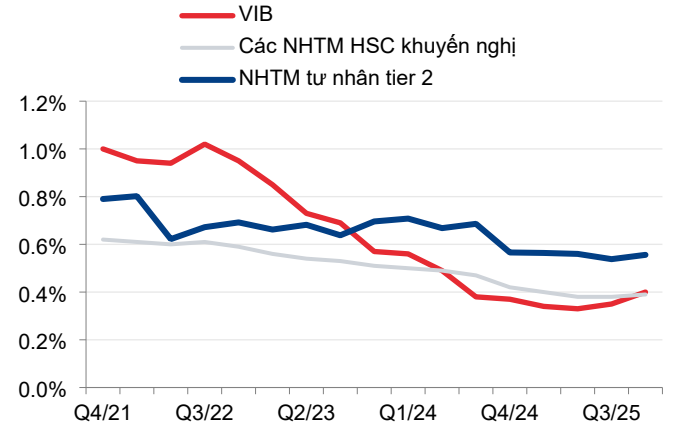
Thu nhập thu hồi nợ xấu duy trì ở mức tích cực, hỗ trợ thu nhập ngoài lãi trong suốt giai đoạn 2024-2025 sau giai đoạn trích lập dự phòng mạnh để xử lý nợ xấu, hỗ trợ bởi Nghị quyết 42 được luật hóa và thị trường BĐS cải thiện. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng đã chậm lại



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 262: Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân trượt 12 tháng, VIB & các NHTM khác

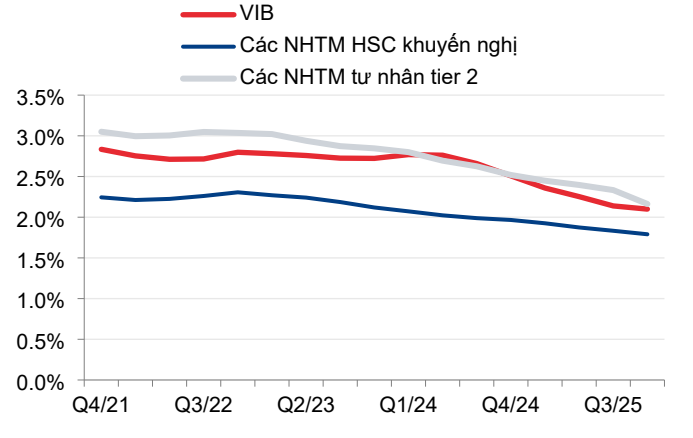
Tỷ lệ lãi thuần HĐ dịch vụ/bình quân tổng tài sản cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2025, được đánh dấu bởi sự phục hồi của phí banca



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 263: Chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng bình quân trượt 12 tháng, VIB & các NHTM khác

Hiệu quả hoạt động cải thiện trong giai đoạn 2024-2025, dần tiệm cận mức của các NHTM tư nhân khác chủ yếu nhờ cắt giảm nhân sự



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Kế hoạch năm 2026: Tăng trưởng LNTT đạt 27% - tham vọng và vượt dự báo của chúng tôi

VIB đã công bố báo cáo và đề xuất của HĐQT và Ban Kiểm soát cho ĐHCĐ năm 2026, bao gồm kế hoạch kinh doanh năm 2026, kế hoạch huy động vốn và chính sách cổ tức. Thông tin chính như sau:

- Tăng trưởng tín dụng: 15%
- Tăng trưởng tổng vốn huy động (tiền gửi + giấy tờ có giá): 26%. Chúng tôi tin rằng kế hoạch huy động vốn mạnh mẽ này có thể hỗ trợ mục tiêu giảm hệ số LDR hiện đang ở mức cao (116%) và giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn bán buôn có chi phí cao, từ đó tối ưu hóa chi phí huy động.
- Tăng trưởng LNTT: 27%
- Cổ tức: 9% tiền mặt & 9,5% cổ phiếu
- ESOP: 0,24%

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 264: Kế hoạch kinh doanh năm 2026, VIB

Kế hoạch kinh doanh của VIB cao hơn so với dự báo của chúng tôi

	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng	% HSCF
Tổng tài sản	637,826	15%	102%
Tổng dư nợ tín dụng	439,273	15%	101%
Tổng vốn huy động (tiền gửi + giấy tờ có giá)	415,968	26%	103%
LNTT	11,550	27%	116%
Tỷ lệ nợ xấu (NHNN)	<3.0%		

Nguồn: VIB, HSC

Nhận định của HSC: Chúng tôi đánh giá kế hoạch năm 2026 của Ngân hàng là tham vọng, vượt dự báo của chúng tôi ở các chỉ số chính. Tại buổi họp công bố KQKD năm 2025, BLĐ đã đặt kế hoạch kinh doanh mạnh mẽ trong năm 2026, trên cơ sở: tỷ lệ NIM phục hồi, thu nhập từ thu hồi nợ xấu mạnh mẽ (mục tiêu 2-3 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 9-63%) và cắt giảm chi phí với hệ số CIR cải thiện lên 30-35% (từ 37% trong năm 2025). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng có nhiều thách thức để đạt kế hoạch, đặc biệt là về triển vọng mở rộng tỷ lệ NIM và thu nhập từ thu hồi nợ xấu, như đã phân tích ở trên.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 20.800đ nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Mua vào. VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Với hệ số ROE dự phóng ở mức 16% và rủi ro tiềm ẩn hạn chế, chúng tôi tin rằng định giá cổ phiếu VIB đang dưới giá trị. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,37 lần với hệ số ROE dự phóng năm 2026 đạt 16,1%.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 20.800đ và duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ tiềm năng tăng giá hấp dẫn. Những điều chỉnh chính bao gồm: Giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 trong khi giữ nguyên các giả định định giá khác.

Môi trường hiện tại kém thuận lợi đối với một ngân hàng tập trung vào bán lẻ như VIB, trong đó các khoản vay bán lẻ đóng góp khoảng 70% tổng dư nợ tín dụng. Lãi suất cao đã làm giảm nhu cầu mua BĐS & chi tiêu tiêu dùng lớn, từ đó gây sức ép lên tỷ suất lợi nhuận và hạn chế thu nhập từ hoạt động thu hồi tài sản đảm bảo. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng định giá của cổ phiếu VIB đang dưới giá trị với triển vọng hệ số ROE của Ngân hàng đạt 16% và rủi ro tiềm ẩn thấp.

Bảng 265: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VIB

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận thuần	7,799	8,859	10,007	12,008	14,017	15,476	16,767	17,714	18,234	18,275
(-) Chi phí vốn CSH	6,332	6,983	7,876	8,874	10,117	11,631	13,143	14,509	15,638	16,447
Lợi nhuận thặng dư	**1,467**	**1,876**	**2,131**	**3,134**	**3,900**	**3,845**	**3,624**	**3,205**	**2,596**	**1,827**
Giá trị dài hạn										**14,359**
(x) Hệ số chiết khấu đến cuối 2026	1.00	0.88	0.78	0.68	0.60	0.53	0.47	0.41	0.36	0.32
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	**1,467**	**1,653**	**1,654**	**2,144**	**2,350**	**2,042**	**1,695**	**1,321**	**943**	**5,178**
Giá trị sổ sách cuối năm	51,727									
Giá trị vốn CSH cuối 2026	**70,706**									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	3,404									
Giá mục tiêu cuối 2026	**20,800**									

Nguồn: HSC

Bảng 266: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VIB

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	**8.50%**	26,900	25,100	23,500	22,100	20,800
	9.00%	25,100	23,500	22,100	20,800	19,600
	9.50%	23,500	22,100	**20,800**	19,600	18,500
	10.00%	22,100	20,800	19,600	18,500	17,500
	10.50%	20,800	19,600	18,500	17,500	16,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn 0,46 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Trước những thách thức sắp tới cùng triển vọng hệ số ROE thấp hơn so với ngành, VIB có thể sẽ tiếp tục giao dịch với định giá chiết khấu. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng mức định giá hiện tại của cổ phiếu là hấp dẫn. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,37 lần với hệ số ROE là 16,1%. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Mua vào.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 267: P/B trượt dự phóng 1 năm, VIB

VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần...

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 268: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VIB

...thấp hơn 0,46 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,23 lần

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

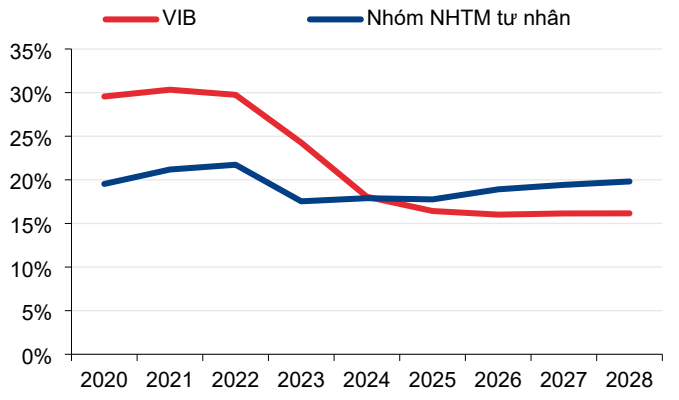
Biểu đồ 269: Chênh lệch định giá, VIB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

VIB đang giao dịch với chiết khấu 9% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (1,17 lần), mức cao nhất trong thời gian gần đây

Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 270: Hệ số ROE, VIB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

Chênh lệch định giá của VIB so với các NHTM khác đã chuyển từ mức thặng dư sang chiết khấu khi VIB đánh mất lợi thế về ROE. Chúng tôi dự báo ROE bình quân 3 năm tới của VIB đạt 16,1%, thấp hơn mức 19,2% của nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	32,443	36,324	44,236	51,511	60,467
Chi phí lãi	(15,693)	(20,232)	(26,140)	(30,363)	(35,553)
Thu nhập lãi thuần	**16,750**	**16,092**	**18,096**	**21,149**	**24,914**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,765	2,105	2,501	2,892	3,195
Lãi thuần HĐ KDNH	501	(154)	208	251	290
Lãi/lỗ từ mua bán CK	248	79.8	0	69.9	81.9
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	3.75	2.75	2.75	2.75	2.75
Thu nhập khác	1,300	1,881	1,501	1,345	1,203
Tổng thu nhập HĐ	**20,569**	**20,007**	**22,310**	**25,709**	**29,687**
Chi phí HĐ	(7,211)	(7,435)	(8,315)	(9,279)	(10,717)
LN trước dự phòng	**13,358**	**12,572**	**13,994**	**16,430**	**18,969**
Chi phí dự phòng	(4,353)	(3,467)	(4,058)	(5,158)	(6,236)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**9,004**	**9,105**	**9,936**	**11,272**	**12,734**
Chi phí thuế TNDN	(1,800)	(1,819)	(1,987)	(2,254)	(2,547)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**7,204**	**7,285**	**7,949**	**9,018**	**10,187**
EPS (đồng)	2,127	2,143	2,227	2,414	2,727
DPS (đồng)	1,250	700	900	600	700
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,388	3,400	3,570	3,736	3,736
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,395	3,404	3,736	3,736	3,736
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,395	3,404	3,736	3,736	3,736

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	20.3	12.8	12.7	15.4	15.7
Tăng trưởng cho vay KH (%)	21.6	17.9	14.0	15.5	15.5
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.8	6.61	23.2	16.6	17.7
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.0	10.0	22.3	16.6	17.7
Tăng trưởng VCSH (%)	10.3	12.0	10.3	12.8	12.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(9.38)	(3.93)	12.5	16.9	17.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	9.08	3.10	11.8	11.6	15.5
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(14.1)	(5.89)	11.3	17.4	15.5
Tăng trưởng LNTT (%)	(15.9)	1.11	9.13	13.4	13.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	(15.9)	1.12	9.11	13.4	13.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.56	3.81	3.77	3.81	3.80
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.60)	(1.42)	(1.41)	(1.37)	(1.37)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	99.0	98.8	98.4	98.6	98.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.75	1.95	2.28	2.63	3.04
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	37.7	38.1	41.6	47.2	53.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.99	7.93	7.63	7.04	6.23
P/B (lần)	1.38	1.23	1.23	1.09	0.97
Lợi suất cổ tức (%)	7.35	4.12	5.29	3.53	4.12

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,639	3,553	2,258	2,540	2,934
Tiền gửi tại NHNN	9,909	8,998	9,248	10,059	11,618
Tiền gửi tại các TCTD khác	105,589	104,411	108,863	125,737	145,226
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	822	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	**318,325**	**377,118**	**430,378**	**496,724**	**573,463**
Tổng dư nợ cho vay	324,019	381,976	435,453	502,948	580,905
Dự phòng rủi ro	(5,694)	(4,859)	(5,075)	(6,225)	(7,442)
Chứng khoán đầu tư	**50,344**	**51,150**	**64,512**	**75,207**	**88,519**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	50,346	51,150	64,512	75,207	88,519
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	42.4	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(43.9)	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	69.5	69.5	81.1	108	124
Tài sản cố định	798	849	978	1,006	1,162
Tài sản khác	5,663	9,951	10,669	12,312	14,232
Tổng tài sản	**493,158**	**556,098**	**626,986**	**723,693**	**837,279**
Nợ phải trả	**451,297**	**509,194**	**575,258**	**665,353**	**771,548**
Tiền gửi của NHNN	18,587	10,981	13,064	12,574	11,618
Tiền gửi của các TCTD khác	123,201	157,509	145,524	170,153	192,154
Tổng tiền gửi KH	276,308	294,578	362,878	423,041	497,919
Trái phiếu và CCTG	23,263	35,071	40,320	47,005	55,324
Nợ khác	9,938	10,950	13,049	12,582	14,532
Vốn chủ sở hữu	**41,862**	**46,905**	**51,727**	**58,339**	**65,731**
Vốn điều lệ	29,791	34,040	37,356	37,356	37,356
Thặng dư vốn cổ phần	1.77	1.95	1.95	1.95	1.95
Lợi nhuận giữ lại	7,735	7,516	7,582	13,399	19,889
Quỹ & vốn khác của CSH	4,333	5,347	6,788	7,583	8,484
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**493,158**	**556,098**	**626,986**	**723,693**	**837,279**
BVPS (đồng)	12,330	13,779	13,847	15,617	17,596

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	35.0	36.4	35.6	35.1	34.3
ROAA (%)	1.60	1.39	1.34	1.34	1.31
ROAE (%)	18.1	16.4	16.1	16.4	16.4
Chi phí huy động BQ (%)	3.92	4.31	4.93	5.00	5.04
Lợi suất gộp BQ (%)	7.26	7.01	7.60	7.73	7.85
Lợi suất thuần (%)	3.34	2.70	2.66	2.73	2.81
Tỷ lệ NIM (%)	3.75	3.11	3.11	3.18	3.24
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.58	10.5	11.2	11.2	10.8
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	81.4	80.4	81.1	82.3	83.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	9.98	9.04	7.68	6.49	5.31
Tỷ lệ CIR (%)	35.1	37.2	37.3	36.1	36.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	58.8	32.7	40.4	24.9	25.7
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.4	12.4	11.5	11.2	11.0
VCSH/Tổng TS (%)	8.49	8.43	8.25	8.06	7.85
Đòn bẩy vốn (lần)	11.8	11.9	12.1	12.4	12.7
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	3.51	2.97	2.80	2.70	2.50
Hệ số LLR (%)	50.1	42.9	41.6	45.8	51.2
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	117	130	120	119	117
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	29.1	32.3	26.5	26.6	25.8
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	65.7	68.7	69.5	69.5	69.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	191	191	191	191	191
Số lượng nhân viên	11,736	10,278	9,764	9,764	9,764

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

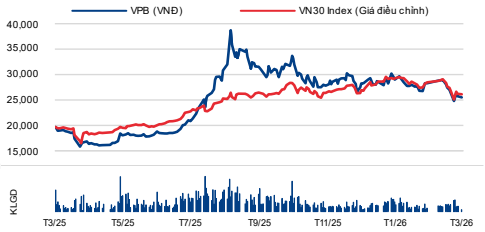
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ37,300 *(từ VNĐ35,200)*
Tiềm năng tăng/giảm: 45.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	25,700
Mã Bloomberg	VPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,527-38,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	203,902
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,757
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,934
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,380
Slg CP NN được mua (tr.đv)	406
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.9%
Tỷ lệ freefloat	58.3%
Cổ đông lớn	ing , người liên quan (19.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.19)	(8.21)	30.7
So với chỉ số	(2.16)	(7.02)	(2.70)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,774	3,374	11.9
2027F	4,639	4,016	15.5
2028F	5,833	4,946	17.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VPB hiện có quy mô tổng tài sản lớn thứ hai trong nhóm các NH tư nhân. Với chiến lược xây dựng một NH đa năng, VPB cung cấp toàn diện các giải pháp và dịch vụ tài chính bao gồm NH thương mại, chứng khoán, cho vay tiêu dùng, và bảo hiểm.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Bảo Ngọc
Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Đà tăng trưởng mạnh mẽ, định giá hấp dẫn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 6% giá mục tiêu sau khi lợi nhuận năm 2025 vượt dự báo và điều chỉnh tăng dự báo năm 2026-2027.
- Chúng tôi tăng bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng, tăng nhẹ dự báo tỷ lệ NIM và hạ dự báo chi phí tín dụng, sau những cải thiện trong năm 2025. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 24,5%, cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM ở mức 19%.
- VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ, khả năng sinh lời và chất lượng tài sản cải thiện.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

Trong bối cảnh thanh khoản hệ thống thắt chặt và lập trường thận trọng hơn về tăng trưởng tín dụng của NHNN trong năm 2026, VPB vẫn là một trong số ít ngân hàng không bị ràng buộc bởi hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp, tạo ra lợi thế so với các NHTM khác. Ngoài ra, chúng tôi đã đánh giá lại triển vọng ngắn & trung hạn của Ngân hàng dựa trên KQKD năm 2025 và kế hoạch năm 2026 của BLĐ.

Tác động: Tăng bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

HSC tăng khoảng 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 24,9%, 22,9% và 25,8% trong giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng trung bình 24,5% trong 3 năm, cao hơn so với bình quân ngành (tăng trưởng 19%). Cụ thể, chúng tôi nâng giả định tăng trưởng tín dụng & tỷ lệ NIM và hạ giả định chi phí tín dụng.

Dự báo EPS của chúng tôi hiện cao hơn đáng kể so với dự báo của thị trường, có thể do thị trường chưa cập nhật đầy đủ sau kết quả năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 6% giá mục tiêu lên 37.300đ do KQKD năm 2025 vượt kỳ vọng và tăng khoảng 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027.

Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 10% trong 1 tháng qua, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ và thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và nền tảng cơ bản cải thiện của Ngân hàng.

Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 45% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,5 lần với hệ số ROE bình quân 3 năm ở mức 17,5% và P/E dự phóng năm 2026 là 9,9 lần với EPS tăng trưởng trung bình 24,5% trong 3 năm tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	49.1	58.6	76.7 ▲	97.0 ▲	116
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	62.2	74.5	94.6 ▲	118 ▲	140
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	15.8	24.0	29.9 ▲	36.8 ▲	46.3
EPS (đồng)	1,988	3,024	3,774 ▲	4,639 ▲	5,833
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500
BVPS (đồng)	17,886	21,163	24,489	28,686 ▲	34,598
P/E (lần)	12.9	8.50	6.81	5.54	4.41
Lợi suất cổ tức (%)	3.89	1.95	1.95	1.95	1.95
P/B (lần)	1.44	1.21	1.05	0.90	0.74
Tăng trưởng EPS (%)	38.7	52.1	24.8	22.9	25.8
ROAE (%)	11.4	15.5	16.5	17.4	18.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Động lực tăng trưởng mạnh mẽ với tiềm năng tăng giá cao; duy trì khuyến nghị Mua vào

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD năm 2025 và kế hoạch mới nhất của BLĐ, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng, tăng nhẹ giả định tỷ lệ NIM và hạ giả định chi phí tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi tăng bình quân khoảng 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 24,9%, 22,9% và 25,8% trong giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng trung bình 24,5% trong 3 năm tới, so với bình quân ngành ở mức 19 %.

Triển vọng giai đoạn 2026-2028 và dự báo

Tăng trưởng tín dụng

Triển vọng năm 2026: Hạn mức tăng trưởng tín dụng cao (35%) của VPB trong giai đoạn 2025-2027 đem lại lợi thế vượt trội cho Ngân hàng so với mặt bằng chung của ngành. Trong bối cảnh hạn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống thấp hơn, chúng tôi tin rằng VPB đang có vị thế thuận lợi hơn, đối mặt với ít cạnh tranh hơn và có khả năng tận dụng phần lớn hạn mức được cấp. BLĐ cho rằng đây là cơ hội để tiếp tục tái cân bằng danh mục cho vay, chuyển dịch khỏi lĩnh vực BĐS và hướng tới các phân khúc có tỷ suất sinh lời cao hơn, đặc biệt là phân khúc bán lẻ và DNNVV, đồng thời giành thêm thị phần ở các phân khúc khách hàng.

Ngân hàng bán lẻ được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026. BLĐ cho biết tăng trưởng tín dụng bán lẻ có thể đạt 38% nhờ các khoản vay mua nhà, vay mua ô tô, tài trợ xe điện, vay kinh doanh hộ gia đình, cũng như cho vay tín chấp và thẻ tín dụng. Trong lĩnh vực cho vay tín chấp & thẻ tín dụng, Ngân hàng cũng đặt mục tiêu tăng trưởng khoảng 38% nhờ đẩy mạnh áp dụng trí tuệ nhân tạo (AI) và số hóa để cải thiện trải nghiệm khách hàng và nâng cao hiệu quả hoạt động.

Điều chỉnh và dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi tăng 5 điểm cơ bản giả định tăng trưởng tín dụng cho năm 2026-2027 lên khoảng 33,5%. Theo dự báo lần đầu cho năm 2028, chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 15%, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ tăng trưởng tương đương với ngành tại thời điểm đó.

Tỷ lệ NIM, xu hướng lãi suất, thanh khoản

Triển vọng năm 2026: Thách thức chính trong ngắn hạn vẫn là vấn đề thanh khoản và chi phí huy động. Dư nợ tín dụng toàn hệ thống tiếp tục tăng nhanh hơn so với tăng trưởng tiền gửi, gây sức ép mạnh lên lãi suất tiền gửi. BLĐ nhấn mạnh CASA và tăng trưởng tiền gửi là những ưu tiên hàng đầu của Ngân hàng nhằm duy trì thanh khoản và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng ở tất cả các phân khúc. Các sáng kiến quan trọng bao gồm: Tăng khoảng 2 triệu khách hàng active trong năm 2026, nâng cao các tính năng tài khoản thanh toán, mở rộng chương trình "Super Sinh Lời" và tăng cường ngân hàng giao dịch và các kênh thu hút khách hàng. Nhìn chung, dựa trên kế hoạch tăng trưởng bảng CĐKT mạnh mẽ và áp lực huy động, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ thu hẹp nhẹ trong năm 2026.

Điều chỉnh và dự báo giai đoạn 2026-2028: Sau kết quả năm 2025, với tỷ lệ NIM bình quân đạt 5,6%, cao hơn một chút so với dự báo thận trọng trước đó của chúng tôi (5,4%), HSC tăng 10 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM năm 2026 lên 5,4%, tương đương thu hẹp 20 điểm cơ bản so với cùng kỳ.

Chất lượng tài sản và chi phí dự phòng

Triển vọng năm 2026: HSC kỳ vọng nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng sẽ được kiểm soát tốt dựa trên các xu hướng tích cực trong năm 2025. Mặc dù việc tín dụng tăng mạnh có thể tiềm ẩn rủi ro làm tăng tỷ lệ nợ xấu, đặc biệt là trong môi trường lãi suất tăng, chúng tôi vẫn kỳ vọng chi phí tín dụng sẽ có xu hướng giảm khi đóng góp của FE Credit vào tổng danh mục cho vay giảm xuống và khi VPB tiếp tục thắt chặt quản trị rủi ro sau giai đoạn 2021-2023.

Điều chỉnh và dự báo cho giai đoạn 2026-2028: Chúng tôi giảm 10 điểm cơ bản giả định chi phí tín dụng, từ 3,2-3,1% xuống 3,1-3% cho năm 2026-2027.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Dự báo lợi nhuận thuần

Nhìn chung, HSC tăng bình quân khoảng 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, theo đó kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 24,9%, 22,9% và 25,8%, tương đương tăng trưởng trung bình 24,5% trong 3 năm, so với bình quân ngành ở mức 19%.

Phân tích độ nhạy: Lợi nhuận năm 2026 theo kịch bản tiêu cực và tích cực

HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy đơn giản xoay quanh hai yếu tố biến động chính - tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM - để xác định biên độ lợi nhuận trong năm 2026.

- Kịch bản tiêu cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 25% và tỷ lệ NIM giảm 30 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ chậm lại ở mức 18%.
- Kịch bản tích cực: Giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 35% và tỷ lệ NIM tăng 10 điểm cơ bản, tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng tốc lên 33%.

Bảng 271: Điều chỉnh các giả định quan trọng, VPB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: nâng giả định tăng trưởng tín dụng, nâng giả định tỷ lệ NIM nhưng dự kiến dần thu hẹp, hạ giả định nợ xấu mới hình thành và giả định chi phí tín dụng

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng	18.7%	34.7%	28.8%	28.6%	35.8%	33.1%	33.4%	15.0%
Tỷ lệ NIM	5.9%	5.4%	5.3%	5.4%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
Tỷ lệ nợ xấu	4.2%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%
Nợ xấu mới hình thành	3.4%	3.0%	3.2%	3.2%	2.5%	3.0%	3.0%	2.8%
Chi phí tín dụng	4.4%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	2.7%
Hệ số CIR	23.0%	24.3%	22.8%	22.4%	24.8%	22.4%	22.1%	22.1%

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 272: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận hợp nhất, VPB

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 24,5%, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng vững chắc

(Tỷ đồng)	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	**49,080**	**56,976**	**71,431**	**89,195**	**58,636**	76,667	97,027	115,720
Tăng trưởng	28.6%	16.1%	25.4%	24.9%	19.5%	30.8%	26.6%	19.3%
Điều chỉnh					2.9%	7.3%	8.8%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**6,124**	**6,263**	**7,031**	**8,001**	**7,408**	8,747	10,005	11,473
Tăng trưởng	-15.1%	2.3%	12.3%	13.8%	21.0%	18.1%	14.4%	14.7%
Điều chỉnh					18.3%	24.4%	25.0%	
Thu nhập ngoài lãi khác	**7,042**	**8,150**	**9,173**	**10,676**	**8,411**	9,138	11,271	12,443
Tăng trưởng	61.8%	15.7%	12.5%	16.4%	19.5%	8.6%	23.3%	10.4%
Điều chỉnh					3.2%	-0.4%	5.6%	
Tổng thu nhập HĐ	**62,246**	**71,389**	**87,635**	**107,872**	**74,456**	94,552	118,302	139,636
Tăng trưởng	25.1%	14.7%	22.8%	23.1%	19.6%	27.0%	25.1%	18.0%
Điều chỉnh					4.3%	7.9%	9.7%	
Chi phí HĐ	**(14,340)**	**(17,370)**	**(19,977)**	**(24,206)**	**(18,432)**	(21,201)	(26,095)	(30,821)
Tăng trưởng	2.9%	21.1%	15.0%	21.2%	28.5%	15.0%	23.1%	18.1%
Điều chỉnh					6.1%	6.1%	7.8%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	**47,906**	**54,019**	**67,658**	**83,666**	**56,023**	73,351	92,207	108,815
Tăng trưởng	33.8%	12.8%	25.2%	23.7%	16.9%	30.9%	25.7%	18.0%
Điều chỉnh					3.7%	8.4%	10.2%	
Chi phí dự phòng	**(27,903)**	**(26,147)**	**(34,062)**	**(42,818)**	**(25,399)**	(33,825)	(43,921)	(48,207)
Tăng trưởng	11.6%	-6.3%	30.3%	25.7%	-9.0%	33.2%	29.8%	9.8%
Điều chỉnh					-2.9%	-0.7%	2.6%	
LNTT	**20,004**	**27,873**	**33,596**	**40,848**	**30,625**	39,526	48,285	60,608
Tăng trưởng	85.2%	39.3%	20.5%	21.6%	53.1%	29.1%	22.2%	25.5%
Điều chỉnh					9.9%	17.7%	18.2%	
Lợi nhuận thuần	**15,770**	**21,118**	**25,203**	**30,773**	**23,990**	29,941	36,802	46,281
Tăng trưởng	58.1%	33.9%	19.3%	22.1%	52.1%	24.8%	22.9%	25.8%
Điều chỉnh					13.6%	18.8%	19.6%	

Nguồn: HSC

Bảng 273: Dự báo LNTT theo cơ cấu doan nghiệp, VPB

Việc điều chỉnh tăng dự báo chủ yếu đến từ Ngân hàng mẹ

	Dự báo cũ			Dự báo mới				Điều chỉnh	
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2028	2026	2027
VPB	23,253	26,775	33,014	26,364	32,787	40,599	51,534	22.5%	23.0%
FE	710	1,064	1,280	611	1,046	1,155	1,558	-1.7%	-9.8%
VPBS	4,490	6,296	7,035	4,476	6,331	7,033	7,859	0.6%	0.0%
OPES	556	644	753	638	823	958	1,114	27.9%	27.2%
Hợp nhất	27,873	33,596	40,848	30,625	39,526	48,285	60,608	17.7%	18.2%

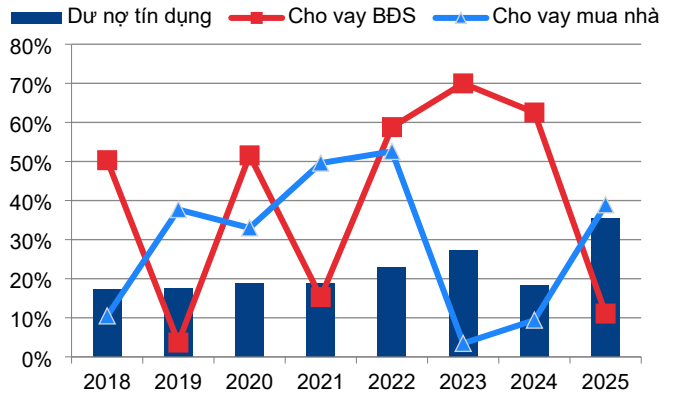
Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 274: Tăng trưởng tín dụng, cho vay BĐS và cho vay mua nhà

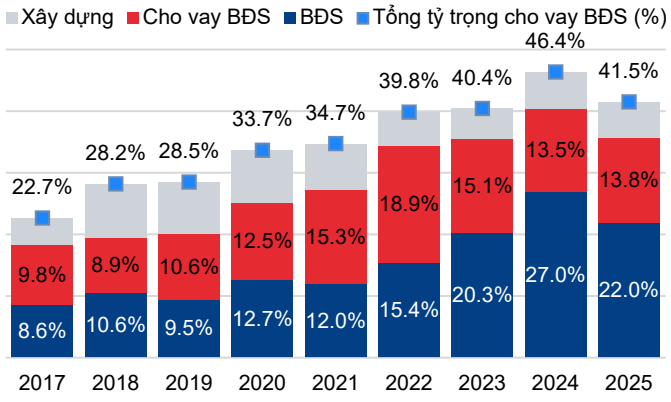
Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh 2022-2024, hoạt động cho vay BĐS đã giảm đáng kể trong năm 2025



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 275: Tỷ trọng cho vay BĐS, Xây dựng và cho vay mua nhà

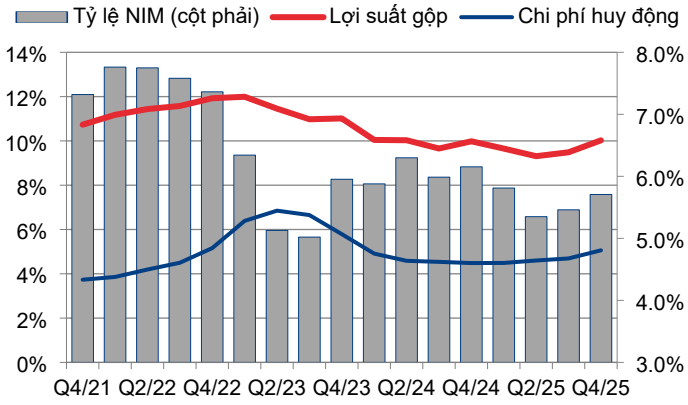
Tỷ trọng cho vay BĐS giảm từ mức đỉnh 27% xuống còn 22% trong năm 2025, xếp thứ 2 trong số các NHTM HSC khuyến nghị



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 276: Tỷ lệ NIM hàng quý, VPB hợp nhất

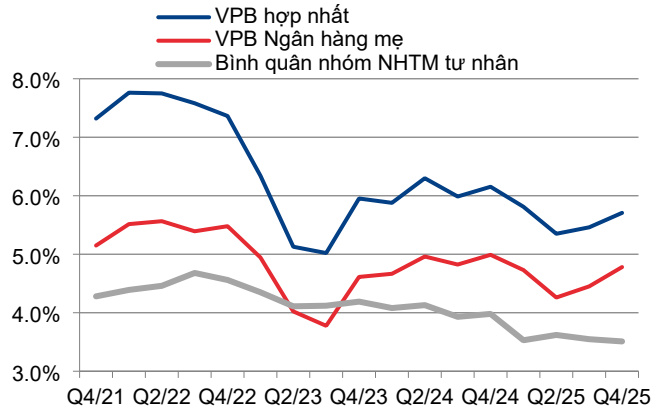
Tỷ lệ NIM Q4/2025 đã phục hồi 25 điểm cơ bản so với quý trước, nhưng tỷ lệ NIM cả năm 2025 vẫn thấp hơn 30 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 277: So sánh tỷ lệ NIM, VPB & các NHTM khác

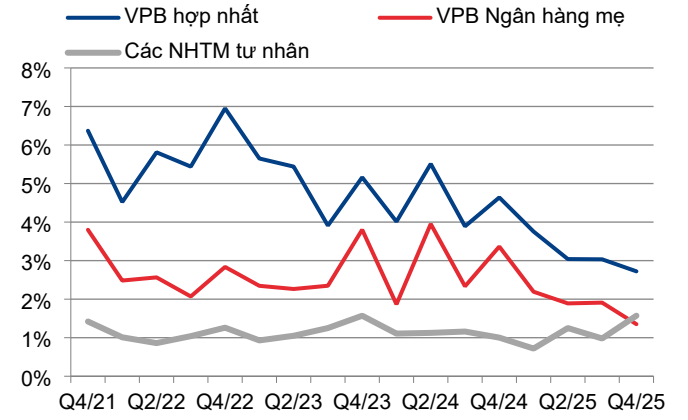
Tỷ lệ NIM của VPB đã suy giảm đáng kể trong 4-5 năm qua, một phần do đóng góp từ FE Credit giảm



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 278: So sánh chi phí tín dụng, VPB & các NHTM khác

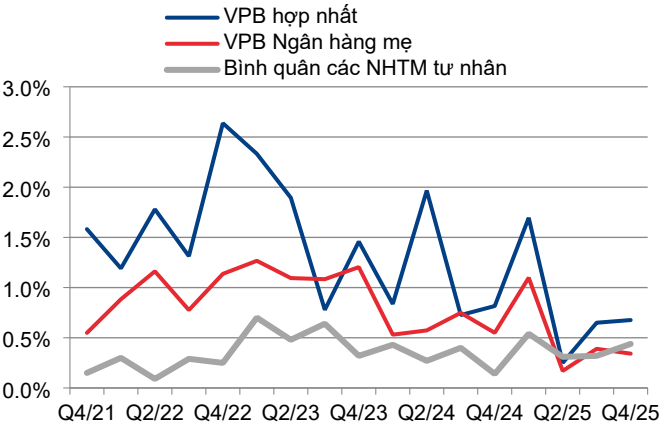
Khẩu vị rủi ro cao hơn mức trung bình của VPB dẫn đến chi phí tín dụng cao hơn so với các NHTM khác – tuy nhiên đã bắt đầu ổn định từ năm 2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 279: So sánh tỷ lệ nợ xấu mới hình thành, VPB & các NHTM khác

Nợ xấu mới hình thành của VPB giảm mạnh trong Q2/2025 và duy trì ở mức tương đương các NHTM tư nhân kể từ đó



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 6% giá mục tiêu lên 37.300đ sau KQKD năm 2025 vượt dự báo và tăng khoảng 19% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027. Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 10% trong 1 tháng qua, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ và thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn nếu xét tới triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và nền tảng cơ bản đang dần cải thiện. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 45% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,5 lần với hệ số ROE bình quân 3 năm đạt 17,5% và P/E dự phóng năm 2026 là 9,9 lần với EPS tăng trưởng trung bình 24,5% trong 3 năm tới.

Tăng 6% giá mục tiêu

HSC tăng 6% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 37.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 45% so với thị giá hiện tại. Những điều chỉnh như sau:

- Nâng dự báo lợi nhuận: Tăng bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2027.
- Lợi nhuận năm 2025 vượt dự báo của chúng tôi
- Nâng giả định beta lên 1,15 (cập nhật từ Bloomberg) từ 1,12 trước đó.

Chúng tôi tóm tắt định giá và phân tích độ nhạy đối với các giả định đầu vào chính như sau.

Bảng 280: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	29,941	36,802	46,281	52,155	59,291	67,276	76,189	86,117	95,628	98,052
- Chi phí vốn CSH	25,060	28,999	33,968	40,969	47,196	54,275	62,308	71,405	80,408	83,624
Lợi nhuận thặng dư	4,882	7,803	12,313	11,186	12,095	13,001	13,881	14,712	15,220	14,428
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									132,061	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.15	1.32	1.52	1.74	2.00	2.30	2.65	3.04	3.50	
Giá trị hiện tại	4,248	5,908	8,112	6,412	6,033	5,643	5,242	4,834	42,113	
Vốn CSH đầu tư =	194,296									
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	101,761									
Giá trị của vốn CSH =	296,057									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	7,934									
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	**37,300**									

Nguồn: HSC

Bảng 281: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), VPB

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 37.300đ/cp dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,5%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
3.0%	51,600	47,100	43,100	39,600	36,500
3.5%	47,600	43,600	40,100	36,900	34,100
4.0%	44,100	40,500	**37,300**	34,500	31,900
4.5%	41,000	37,700	34,800	32,200	29,900
5.0%	38,100	35,200	32,500	30,200	28,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi được tái định giá (re-rate) mạnh mẽ vào tháng 7-8/2025 nhờ (1) các kế hoạch mở rộng đầy tham vọng mới, (2) thông báo IPO của VPX và (3) sự cải thiện rõ rệt về nền tảng cơ bản của VPB, giá cổ phiếu đã sụt giảm mạnh mặc dù không có thông tin hoặc diễn biến tiêu cực đáng kể nào.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Theo đó, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Theo dự báo mới của chúng tôi, với hệ số ROE bình quân 3 năm ở mức 17,5%, nhìn chung sát với bình quân ngành, và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận 3 năm mạnh mẽ hơn (24,5% so với 19%), chúng tôi tin rằng cổ phiếu VPB xứng đáng với mức định giá cao hơn.

Biểu đồ 282: P/B trượt dự phóng 1 năm, VPB

VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần...

Nguồn: HSC

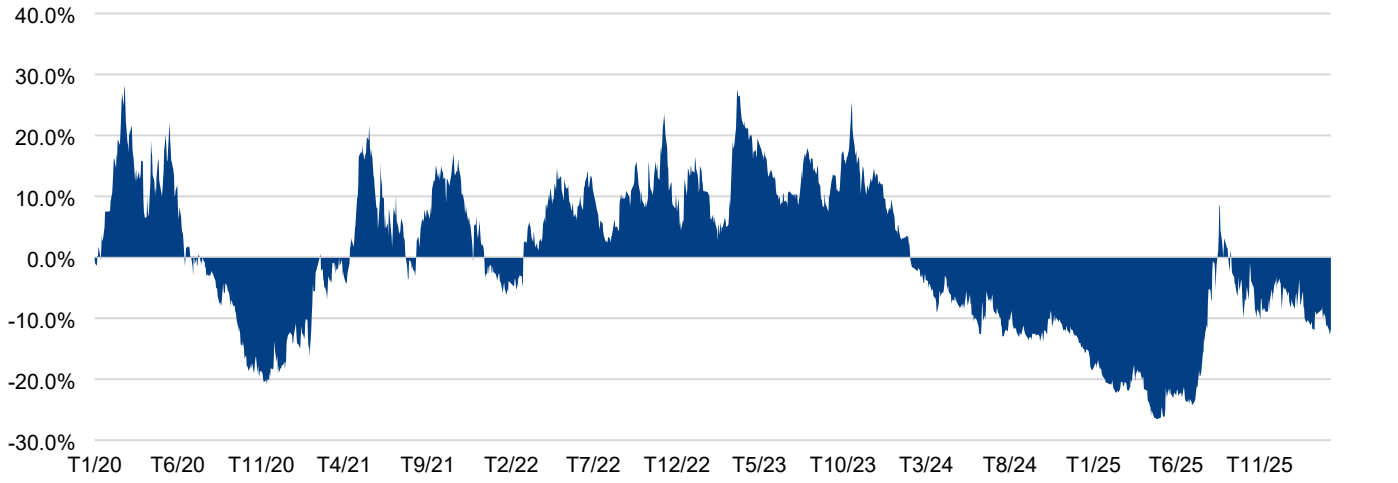
Biểu đồ 283: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VPB

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

Nguồn: HSC

Biểu đồ 284: Chênh lệch định giá (P/B trượt dự phóng 1 năm), VPB và nhóm các NHTM tư nhân

VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm chiết khấu 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	80.1	101	144	182	216
Chi phí lãi	(31.0)	(42.6)	(67.3)	(84.8)	(100)
Thu nhập lãi thuần	**49.1**	**58.6**	**76.7**	**97.0**	**116**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6.12	7.41	8.75	10.0	11.5
Lãi thuần HĐ KDNH	0.83	0.30	0.33	0.33	0.34
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.82	1.57	1.80	1.88	1.98
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.01	0.04	0.02	0.03	0.03
Thu nhập khác	5.38	6.51	6.99	9.02	10.1
Tổng thu nhập HĐ	**62.2**	**74.5**	**94.6**	**118**	**140**
Chi phí HĐ	(14.3)	(18.4)	(21.2)	(26.1)	(30.8)
LN trước dự phòng	**47.9**	**56.0**	**73.4**	**92.2**	**109**
Chi phí dự phòng	(27.9)	(25.4)	(33.8)	(43.9)	(48.2)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	**20.0**	**30.6**	**39.5**	**48.3**	**60.6**
Chi phí thuế TNDN	(4.03)	(6.27)	(7.91)	(9.66)	(12.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.21	0.36	1.68	1.83	2.21
Lợi nhuận thuần	**15.8**	**24.0**	**29.9**	**36.8**	**46.3**
EPS (đồng)	1,988	3,024	3,774	4,639	5,833
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.0	36.4	31.7	27.7	13.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	22.3	36.3	33.4	33.3	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	9.79	29.3	33.9	35.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	12.7	33.0	37.6	34.4	14.8
Tăng trưởng VCSH (%)	5.40	18.3	15.7	17.1	20.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.6	19.5	30.8	26.6	19.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	2.86	28.5	15.0	23.1	18.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	33.8	16.9	30.9	25.7	18.0
Tăng trưởng LNTT (%)	85.2	53.1	29.1	22.2	25.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	58.1	52.1	24.8	22.9	25.8
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	7.15	6.82	6.48	6.26	6.16
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.65)	(1.69)	(1.45)	(1.38)	(1.36)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.0	96.6	96.9	97.2	97.3
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.27	2.59	3.13	3.73	2.15
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	54.8	81.6	100	121	150
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	12.9	8.50	6.81	5.54	4.41
P/B (lần)	1.44	1.21	1.05	0.90	0.74
Lợi suất cổ tức (%)	3.89	1.95	1.95	1.95	1.95

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.15	2.77	8.60	14.4	19.1
Tiền gửi tại NHNN	14.3	13.6	16.9	22.8	26.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	135	186	248	272	299
Chứng khoán kinh doanh	13.1	24.0	37.1	40.8	44.9
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	**677**	**928**	**1,239**	**1,652**	**1,900**
Tổng dư nợ cho vay	694	945	1,261	1,681	1,933
Dự phòng rủi ro	(16.3)	(17.4)	(22.3)	(28.9)	(32.8)
Chứng khoán đầu tư	**52.8**	**64.4**	**66.9**	**70.2**	**73.7**
CK đầu tư sẵn sàng để bán	51.9	64.5	65.9	69.2	72.6
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0.99	0	1.05	1.05	1.05
Dự phòng rủi ro	(0.07)	(0.03)	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Tài sản cố định	2.02	2.03	2.12	2.24	2.37
Tài sản khác	27.3	39.1	41.6	44.9	48.9
Tổng tài sản	**924**	**1,260**	**1,660**	**2,120**	**2,415**
Nợ phải trả	**777**	**1,080**	**1,452**	**1,876**	**2,124**
Tiền gửi của NHNN	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
Tiền gửi của các TCTD khác	202	295	401	470	510
Tổng tiền gửi KH	486	628	841	1,135	1,305
Trái phiếu và CCTG	67.0	107	171	225	256
Nợ khác	22.1	48.7	38.5	45.5	51.5
Vốn chủ sở hữu	**142**	**168**	**194**	**228**	**274**
Vốn điều lệ	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3
Thặng dư vốn cổ phần	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
Lợi nhuận giữ lại	24.0	46.0	68.0	96.0	136
Quỹ & vốn khác của CSH	14.6	18.6	23.0	28.3	35.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.37	12.4	14.1	15.9	16.5
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**924**	**1,260**	**1,660**	**2,120**	**2,415**
BVPS (đồng)	17,886	21,163	24,489	28,686	34,598

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	25.3	32.2	31.7	31.1	33.1
ROAA (%)	1.81	2.20	2.05	1.95	2.04
ROAE (%)	11.4	15.5	16.5	17.4	18.4
Chi phí huy động BQ (%)	4.42	4.77	5.51	5.23	5.14
Lợi suất gộp BQ (%)	9.69	9.59	10.2	9.90	9.79
Lợi suất thuần (%)	5.27	4.82	4.66	4.66	4.65
Tỷ lệ NIM (%)	5.94	5.56	5.42	5.28	5.25
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.84	9.95	9.25	8.46	8.22
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	78.8	78.8	81.1	82.0	82.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	11.3	11.3	9.66	9.53	8.91
Tỷ lệ CIR (%)	23.0	24.8	22.4	22.1	22.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	50.3	16.5	13.2	10.8	8.57
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	15.5	14.3	12.9	11.9	12.3
VCSH/Tổng TS (%)	15.4	13.3	11.7	10.7	11.4
Đòn bẩy vốn (lần)	6.51	7.51	8.54	9.31	8.80
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	4.19	3.33	3.16	3.06	3.04
Hệ số LLR (%)	56.2	55.4	56.0	56.2	55.8
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	143	151	150	148	148
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	26.7	28.7	28.4	25.7	24.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	75.1	75.0	76.0	79.3	80.0
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	288	294	299	304	309
Số lượng nhân viên	27,428	28,768	30,206	31,717	65,019

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

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, 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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)