Động lực năm 2026-2027: Tăng trưởng tín dụng và cải cách chính sách

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 24 3933 4693 Ext. 4869

- Cải cách mở khóa tiềm năng dài hạn: Những thay đổi chính sách năm 2025 – triển khai Basel 3, quy định trần sở hữu nước ngoài linh hoạt hơn, thị trường vàng và tài sản số được quản lý và khả năng loại bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng – nâng cao sức hấp dẫn của ngành Ngân hàng trong trung và dài hạn nhưng chỉ tác động hạn chế đến KQKD trong ngắn hạn.
- Rủi ro vẫn hiện hữu nhưng trong tầm kiểm soát. Tỷ lệ NIM được dự báo tiếp tục ổn định trước sức ép từ chi phí huy động trong khi động lực tăng trưởng giai đoạn 2025-2027 đến từ tăng trưởng tín dụng, kiểm soát chi phí hoạt động và đa dạng thu nhập phí. Theo đó, LNTT được dự báo tăng trưởng bình quân lần lượt 13,7%, 17,4% và 20,5%.
- Sau khi thị trường điều chỉnh, định giá đã trở nên hấp dẫn hơn, do đó chúng tôi nâng khuyến nghị cho 8 cổ phiếu lên Mua vào. Lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi bao gồm: CTG, MBB, TCB & VPB dựa trên triển vọng tăng trưởng trong khi ACB & VCB dựa trên giá trị trung hạn.

Rủi ro và cơ hội

Cải cách mở ra triển vọng tăng trưởng dài hạn: Những thay đổi chính sách năm 2025 - Triển khai Basel 3, quy định trần sở hữu nước ngoài linh hoạt hơn, thị trường vàng và tài sản số được quản lý và khả năng loại bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng – sẽ nâng cao sức hấp dẫn của ngành Ngân hàng trong trung và dài hạn mặc dù tác động không đáng kể đến KQKD trong ngắn hạn.

Rủi ro vẫn hiện hữu nhưng có thể kiểm soát được: Áp lực thanh khoản đang gia tăng và có thể tiếp tục tăng lên trong ngắn hạn, trong khi rủi ro tín dụng mặc dù đang ổn định nhưng có nhiều rủi ro tiềm ẩn cần phải theo dõi chặt chẽ trong năm 2026.

Triển vọng lợi nhuận cải thiện

HSC duy trì lập trường thận trọng hơn đối với triển vọng tỷ lệ NIM và kỳ vọng tỷ lệ này sẽ ổn định trong vài quý tới trong bối cảnh mặt bằng chi phí huy động tăng, trong khi khả năng tiếp tục thu hẹp có vẻ hạn chế do các NHTM có vốn nhà nước bắt đầu nâng lãi suất cho vay. Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ cùng việc tối ưu hóa chi phí hoạt động và đa dạng hóa thu nhập phí.

HSC hiện dự báo LNTT của ngành sẽ tăng trưởng lần lượt 13,7%, 17,4% và 20,5% trong giai đoạn 2025-2027, thấp hơn một chút so với dự báo trước của chúng tôi. Mặt bằng lãi suất tăng lên sẽ hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi để sbắt kịp tăng trưởng tín dụng trong năm 2026-2027, trong khi rủi ro chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát với nợ xấu mới hình thành ổn định nhưng chi phí tín dụng gia tăng.

Định giá hợp lý, ưa thích cổ phiếu tăng trưởng

Sau khi lùi thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026, chúng tôi tăng nhẹ bình quân 2,3% giá mục tiêu của 14 NHTM trong phạm vi phân tích. Sau đợt điều chỉnh bình quân khoảng 14% so với đỉnh, định giá của những ngân hàng này đã trở nên hấp dẫn hơn, trong đó tiềm năng tăng giá của 8 cổ phiếu hiện đã trở lại vùng khuyến nghị Mua vào và đã được nâng khuyến nghị gần đây, bao gồm: CTG, MBB, MSB, OCB, TCB, VCB, VIB và VPB. Cập nhật mới nhất của chúng tôi về từng cổ phiếu tại đây.

Trong 12 tháng tới, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu tăng trưởng với CTG, MBB, TCB và VPB là những lựa chọn hàng đầu. Đối với các cổ phiếu trung hạn & giá trị, chúng tôi ưa thích cổ phiếu ACB và VCB, đặc biệt là ở định giá hiện tại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/12.

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) 2025F	P/E (lần) 2026F	P/B (lần) 2025F	P/B (lần) 2026F	L.suất cổ tức (%) 2025F	L.suất cổ tức (%) 2026F
ACB	24,250	Mua vào	-	32,300	-	33.2	7.06	6.13	1.29	1.12	3.59	4.12
BID	37,100	Tăng tỷ trọng	-	41,900	-	12.9	10.1	8.84	1.61	1.39	1.21	1.21
CTG	49,000	Mua vào	-	62,800	-	28.2	8.20	7.02	1.51	1.28	0.92	1.02
HDB	32,000	Tăng tỷ trọng	-	37,500	-	17.2	7.09	6.31	1.71	1.38	1.56	1.56
LPB	48,600	Bán ra	-	25,500	-	(47.5)	13.5	12.8	3.13	2.68	5.14	2.06
MBB	23,250	Mua vào	-	30,400	-	30.8	7.44	6.20	1.40	1.17	0.98	1.29
MSB	13,150	Mua vào	-	15,700	-	19.4	7.47	7.34	0.97	0.86	0	0
OCB	12,300	Mua vào	-	14,900	-	21.1	9.05	7.96	0.98	0.89	5.27	2.44
STB	48,600	Tăng tỷ trọng	-	58,400	-	20.2	7.89	6.33	1.40	1.18	-	-
TCB	33,750	Mua vào	-	46,000	-	36.3	9.49	7.69	1.49	1.29	2.96	2.96
TPB	17,300	Tăng tỷ trọng	-	19,000	-	9.83	7.00	6.13	1.16	0.99	5.78	2.31
VCB	57,400	Mua vào	-	72,900	-	27.0	13.3	11.6	2.11	1.70	0.78	0.90
VIB	18,500	Mua vào	-	22,700	-	22.7	8.30	7.61	1.34	1.19	3.78	3.24
VPB	29,250	Mua vào	-	35,200	-	20.3	11.0	9.21	1.39	1.23	1.71	1.71

Giá cổ phiếu tại ngày 28/11/2025.
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

Rủi ro, cơ hội và những xu hướng mới xuất hiện 3
- Cải cách chính sách mang lại cơ hội trung hạn 3
- Rủi ro ngắn hạn cần theo dõi 6
- Động lực tăng trưởng cho năm 2026-27 và các năm sau 8
- Nhìn lại KQKD kể từ đầu năm 2025 10

Giai đoạn 2025-2027: Tổng lợi nhuận dự báo tăng trưởng lần lượt 13,7%, 17,4% và 20,5% 16
- Số liệu và giả định chính 16

Định giá hợp lý, ưa thích cổ phiếu tăng trưởng 20
- Sóng điều chỉnh hạ nhiệt, định giá hấp dẫn hơn 20
- Lựa chọn cổ phiếu: Ưa thích cổ phiếu tăng trưởng 21
- Báo cáo doanh nghiệp 23

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)

Rủi ro, cơ hội và những xu hướng mới xuất hiện

Nhiều cải cách chính sách năm 2025 đang hỗ trợ về mặt cấu trúc cho các NHTM Việt Nam. Mặc dù tác động đến KQKD trong ngắn hạn có thể không đáng kể, những cải cách này sẽ gia tăng sức hấp dẫn của ngành trong trung & dài hạn. Chúng tôi nhận thấy rủi ro thanh khoản đã xuất hiện và có thể sẽ tăng lên trong ngắn hạn. Trong khi đó, rủi ro tín dụng có vẻ nằm trong tầm kiểm soát nhưng vẫn tiềm ẩn rủi ro và cần được theo dõi chặt chẽ trong năm 2026.

Cải cách chính sách mang lại cơ hội trung hạn

Nhiều cải cách chính sách trong năm 2025 đang hỗ trợ về mặt cấu trúc cho các NHTM Việt Nam, bao gồm triển khai hiệp ước Basel 3, linh hoạt hơn trong quy định về trần sở hữu nước ngoài, thị trường vàng và tài sản số được quản lý và khả năng loại bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng. Mặc dù tác động đến lợi nhuận ngắn hạn có thể không đáng kể những cải cách này sẽ cải thiện sức hấp dẫn của ngành trong trung & dài hạn.

Thông tư 14/2025 về Basel 3: Áp dụng theo từng giai đoạn, nâng cao chất lượng vốn

Thông tư 14/2025 của NHNN – có hiệu lực từ ngày 15/9/2025 – thay thế Thông tư 41/2016 (Basel 2) và đặt ra lộ trình áp dụng Basel 3 theo từng giai đoạn: Áp dụng tự nguyện đến hết năm 2029, sau đó bắt buộc áp dụng kể từ ngày 1/1/2030. Chúng tôi kỳ vọng các NHTM đã tuân thủ Basel 2 sẽ chuyển sang phương pháp tiêu chuẩn trước để giảm tổng tài sản có rủi ro tín dụng (RWA) trong ngắn hạn, trong khi việc áp dụng phương pháp xếp hạng nội bộ IRB sẽ cần thêm thời gian. Tính đến tháng 10/2025, VCB, VPB và TPB đã đăng ký áp dụng sớm thông tư này.

Những thông tin chính trong Thông tư 14/2025:

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

Nhận định của HSC:

- Basel 3 tăng cường quản trị rủi ro, cải thiện tính so sánh với các ngân hàng trong khu vực và thu hẹp chiết khấu định giá liên quan đến chênh lệch về tiêu chuẩn vốn.
- Triển khai tự nguyện theo từng giai đoạn và yêu cầu dần về đệm vốn giúp giảm bớt sức ép vốn trong ngắn và trung hạn nhưng sẽ cần bổ sung vốn trong dài hạn do hầu hết các NHTM vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng cao. Các ngân hàng có đệm vốn mỏng hơn (BID, CTG, STB) sẽ phải đối mặt với áp lực lớn hơn trong việc tăng cường vốn.
- Hiệp ước Basel 3 nhìn chung mang lại lợi ích tích cực cho các NHTM - đặc biệt là những ngân hàng có thể áp dụng phương pháp IRB. Tuy nhiên, theo phương pháp tiêu chuẩn, một số ngân hàng có nhiều khoản cho vay dự án BĐS có rủi ro cao/không đạt chuẩn có thể không nhận hưởng lợi từ việc giảm RWA như các ngân hàng khác.

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)

Mời xem phân tích trong báo cáo của chúng tôi: Áp dụng Basel 3: Mục tiêu CAR & CCB đạt 10,5% vào năm 2033.

Điều chỉnh trần sở hữu nước ngoài: Mở cửa một cách có chọn lọc cho NĐT nước ngoài

Nghị định 69/2025 và Nghị định 245/2025 loại bỏ lựa chọn trước đây cho phép các công ty đại chúng đặt trần sở hữu nước ngoài dưới trần quy định – đều giúp giảm bớt rào cản và cải thiện thanh khoản.

Nghị định 69/2025 nâng có chọn lọc giới hạn sở hữu nước ngoài lên 49% đối với các NHTM tư nhân mua lại/xử lý các ngân hàng yếu kém thông qua chuyển nhượng bắt buộc (trừ các NHTM có vốn nhà nước), có hiệu lực từ ngày 19/5/2025. Những ngân hàng hưởng lợi bao gồm: HDB, MBB và VPB.

Không còn giới hạn dưới trần: Nghị định 245/2025 loại bỏ lựa chọn trước đây cho phép các công ty đại chúng đặt trần sở hữu nước ngoài dưới trần quy định của luật. Trần theo quy định của ngành vẫn là 30%; Các tổ chức hiện đang có mức trần nội bộ thấp hơn có thể duy trì hoặc nâng lên dần lên mức trần quy định của nhà nước, và không được phép hạ tỷ lệ này.

Ý nghĩa: Giảm bớt các rào cản từ việc siết chặt trần sở hữu nước ngoài, giúp thu hút tốt hơn dòng vốn nước ngoài và khả năng được định giá lại nếu còn dư địa, đặc biệt là đối với những ngân hàng lớn có dư địa hoặc đủ điều kiện áp dụng mức trần 49% (HDB, MBB, VPB).

Tài sản kỹ thuật số: Khung pháp lý đang dần hình thành

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

Các văn bản dưới luật tiếp theo dự kiến sẽ được ban hành vào giữa năm 2026; sàn giao dịch được cấp phép đầu tiên được kỳ vọng sẽ thành lập vào khoảng Q3/2026, có thể nằm ở một Trung tâm Tài chính Quốc tế (tại TP.HCM hoặc Đà Nẵng). Nghị quyết 5 nêu rõ các tiêu chuẩn cấp phép nghiêm ngặt (vốn, quản trị, công nghệ), hạn chế số lượng đơn vị đủ điều kiện nhưng tăng cường sự ổn định của hệ thống.

Chỉ những NHTM/CTCK có nền vốn và cơ sở hạ tầng công nghệ vượt trội mới có thể hưởng lợi từ sàn giao dịch tài sản số.

Trong số các NHTM, chúng tôi nhận thấy TCB, VPB và MBB là những ngân hàng hưởng lợi chính nhờ thỏa mãn các yêu cầu chính của Nghị quyết 5 và cũng đã cho thấy những chuyển động mạnh mẽ hướng tới phát triển sàn giao dịch tài sản số. Thu nhập ngoài lãi có thể tăng trưởng trong trung hạn.

Mời xem phân tích trong báo cáo của chúng tôi: Nghi quyết 5/2025 – Hướng dẫn ban đầu về tài sản số.

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

Ban hành ngày 26/8/2025 và có hiệu lực từ ngày 10/10/2025, Nghị định 232/2025 sửa đổi Nghị định 24/2012 – chấm dứt tình trạng Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, chính thức hóa các giao dịch lớn thông qua hệ thống ngân hàng và gắn kết chặt chẽ hơn thị trường vàng với hệ thống tài chính để nâng cao tính minh bạch. Cụ thể như sau:

- **Xóa bỏ độc quyền & cấp phép**: Điều 4 của Nghị định 24 (Độc quyền Nhà nước) bị bãi bỏ; Điều 11a quy định ngưỡng cấp phép: vốn điều lệ ≥ 1.000 tỷ đồng đối với doanh nghiệp và ≥ 50.000 tỷ đồng đối với NHTM để sản xuất vàng miếng.
- **Thanh toán bắt buộc không dùng tiền mặt**: Mọi giao dịch vàng ≥ 20 triệu đồng/ngày cho mỗi khách hàng phải được thanh toán qua tài khoản ngân hàng. Chính sách này nhằm mục đích chính thức hóa thị trường vàng, giúp truy xuất nguồn gốc dòng tiền và hỗ trợ tuân thủ chống rửa tiền. Các ngân hàng trở thành trung gian bắt buộc trong các giao dịch vàng lớn, cho phép cơ quan quản lý thu

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)

thập dữ liệu, phát hiện các giao dịch bất thường và tích hợp giao dịch vàng vào khuôn khổ giám sát tài chính rộng hơn.

- **Chế độ hạn ngạch**: NHNN đặt ra hạn ngạch xuất nhập khẩu hàng năm và cấp giấy phép từng trường hợp cụ thể đối với vàng thô/vàng miếng, quản lý nguồn cung phù hợp với điều kiện vĩ mô và dự trữ ngoại hối.
- **Tác động đến các ngân hàng**: Các nguồn thu phí mới (thanh toán, phân phối, tiềm năng xây dựng thương hiệu vàng miếng) và tiền gửi không kỳ hạn tăng lên do các quy định về giao dịch không sử dụng tiền mặt; khối lượng sản xuất vẫn bị hạn chế bởi hạn ngạch.

Loại bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng: Khi nào và bằng cách nào?

Lập trường chính sách của Việt Nam vẫn kiên định theo hướng ủng hộ tăng trưởng, trong đó tín dụng ngân hàng vẫn là đòn bẩy quan trọng hỗ trợ tăng trưởng GDP thông qua đầu tư & tiêu dùng. Thủ tướng Chính phủ liên tục kêu gọi NHNN xóa bỏ hạn mức tăng trưởng tín dụng cho thấy một sự chuyển dịch tiềm năng sang một khuôn khổ dựa trên tính thị trường và dự trên cân bằng lợi nhuận - rủi ro, trong đó tăng trưởng tín dụng của mỗi ngân hàng được thúc đẩy nhiều hơn nhờ nền vốn, năng lực quản trị rủi ro và chất lượng tài sản thay vì được phân bổ từ trên xuống.

Tuy nhiên, nội dung và thời điểm áp dụng vẫn chưa chắc chắn. NHNN có thể sẽ thay đổi cách điều hành theo từng bước, có khả năng thay thế hạn mức tăng trưởng cứng bằng các chỉ số thận trọng chặt chẽ hơn hoặc tăng cường giám sát.

Nếu cơ chế hạn mức tăng trưởng tín dụng được loại bỏ hoàn toàn, chúng tôi ước tính tác động đến tăng trưởng tín dụng toàn ngành sẽ chỉ ở mức vừa phải, cụ thể như sau:

- Các NHTM có vốn quốc doanh, chiếm khoảng 40% dư nợ tín dụng hệ thống, có thể sẽ tiếp tục được NHNN đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng. Hệ số CAR tương đối khiêm tốn cũng hạn chế khả năng theo đuổi mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ trong mọi trường hợp.
- Những ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ nhất trong 4-5 năm qua – HDB, MBB và VPB – đã và đang được hưởng lợi từ hạn mức tín dụng cao nhờ tham gia tái cấu trúc các ngân hàng “0 đồng”. Dù có hay không có chế độ hạn mức, chúng tôi kỳ vọng những NHTM này sẽ tiếp tục tăng trưởng trên mức trung bình; ở một mức độ nhất định, xóa bỏ hạn mức sẽ gây bất lợi nhẹ cho nhóm này.
- Các ngân hàng có hệ sinh thái mạnh và đệm vốn vững chắc sẽ có vị thế tốt hơn (TCB), trong khi các ngân hàng tập trung nhiều hơn vào phân khúc bán lẻ hoặc không có hệ sinh thái có thể sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn (ACB, OCB, VIB).

Bảng 1: Tác động của các yếu tố khác nhau đối với các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

	Gỡ bỏ hạn mức tín dụng	Đầu tư công/ hạ tầng	Thị trường BĐS phục hồi	Vàng	Tài sản số	Rủi ro thanh khoản	Basel III
ACB	Trung tính	Trung tính	Thấp hơn bình quân	Tích cực	Trung tính	Thấp hơn bình quân	Tích cực
BID	Trung tính	Tích cực	Thấp hơn bình quân	Tích cực	Trung tính	Thấp hơn bình quân	Trái chiều
CTG	Trung tính	Tích cực	Thấp hơn bình quân	Tích cực	Trung tính	Thấp hơn bình quân	Trái chiều
HDB	Tiêu cực	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trung tính	Tích cực	Thấp hơn bình quân	Trái chiều
LPB	Trung tính	Tích cực	Bình quân	Trung tính	Trung tính	Bình quân	Trái chiều
MBB	Tiêu cực	Tích cực	Bình quân	Tích cực	Tích cực	Thấp hơn bình quân	Trái chiều
MSB	Trung tính	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trung tính	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trái chiều
OCB	Tiêu cực	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trung tính	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trái chiều
STB	Trung tính	Trung tính	Thấp hơn bình quân	Trung tính	Trung tính	Bình quân	Tích cực
TCB	Tích cực	Tích cực	Cao hơn bình quân	Tích cực	Tích cực	Bình quân	Tích cực
TPB	Trung tính	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trung tính	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trái chiều
VCB	Trung tính	Tích cực	Thấp hơn bình quân	Tích cực	Trung tính	Thấp hơn bình quân	Tích cực
VIB	Tiêu cực	Trung tính	Cao hơn bình quân	Trung tính	Trung tính	Cao hơn bình quân	Tích cực
VPB	Tiêu cực	Trung tính	Cao hơn bình quân	Tích cực	Tích cực	Bình quân	Trái chiều

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)

Rủi ro ngắn hạn cần theo dõi

Rủi ro thanh khoản cần được giải quyết để nâng cao sự bền vững của hệ thống

Áp lực thanh khoản trong hệ thống ngân hàng đã và đang gia tăng, trong đó lãi suất tiền gửi đã bắt đầu tăng kể từ tháng 10/2025. Hệ số LDR căng thẳng và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đã đẩy mạnh nhu cầu vốn, nâng hệ số LDR thuần của hệ thống lên mức cao kỷ lục khoảng 110% trong Q3/2025. Kể từ đầu năm, các NHTM có vốn nhà nước phụ thuộc đáng kể vào tiền gửi của KBNN, trong khi các NHTM tư nhân ngày càng chuyển sang sử dụng giấy tờ có giá, thị trường liên ngân hàng và thị trường OMO để phục vụ nhu cầu thanh khoản.

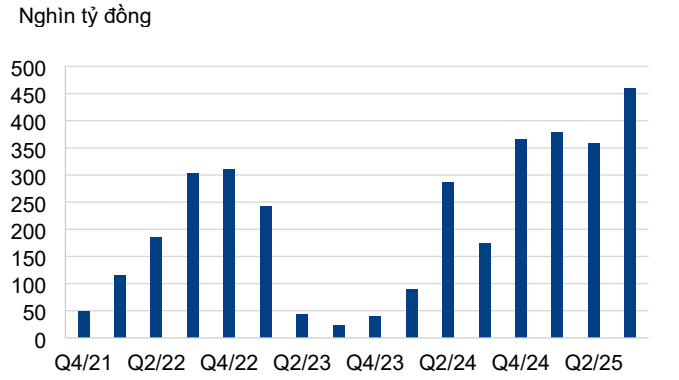
Hỗ trợ thanh khoản của Chính phủ và NHNN đã đạt mức kỷ lục 900 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 5% tín dụng hệ thống), bao gồm: (1) 450 nghìn tỷ đồng tiền gửi của KBNN, (2) 300 nghìn tỷ đồng bơm ròng vào thị trường OMO và (3) 150 nghìn tỷ đồng tái cấp vốn cho 4 ngân hàng "0 đồng". Nếu bao gồm cả khoản hỗ trợ cho Ngân hàng TMCP Sài Gòn (SCB; Tư nhân/Chưa niêm yết), tổng hỗ trợ thanh khoản có thể đạt khoảng 1.500 nghìn tỷ đồng (khoảng 8,4% tín dụng hệ thống). Tuy nhiên, chênh lệch kéo dài giữa lãi suất liên ngân hàng (5-6%) và lãi suất thị trường OMO (4-4,5%) cho thấy căng thẳng thanh khoản toàn hệ thống vẫn chưa hạ nhiệt.

Để củng cố nền tảng hệ thống nhưng vẫn hoàn thành các mục tiêu tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, rủi ro thanh khoản cần được xử lý chủ động. Một đợt tăng lãi suất vừa phải – trên cơ sở các điều kiện kinh tế cải thiện - có thể giúp hạ nhiệt áp lực huy động vốn và ổn định biến động tỷ giá.

Ngoài ra, những nỗ lực của Chính phủ nhằm xây dựng thị trường vàng và tài sản số trong nước có quản lý nhằm mục đích chuyển một phần tiền tiết kiệm đầu cơ vào các thị trường chính thức, giảm thiểu biến động liên quan đến giao dịch vàng và tiền điện tử ở nước ngoài, và theo thời gian, hỗ trợ một cơ sở tiền gửi ổn định và đa dạng hơn. Tuy nhiên, lộ trình chính sách tổng thể vẫn sẽ phụ thuộc vào các bước tiếp theo của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), đặc biệt là việc NHNN có tăng trần lãi suất cho các khoản tiền gửi dưới 6 tháng hay tiếp tục mở rộng hỗ trợ thanh khoản để duy trì lãi suất thấp. Những lựa chọn này sẽ rất quan trọng và cần được theo dõi chặt chẽ trong những tháng tới.

Biểu đồ 2: Tiền gửi của Kho bạc Nhà nước, các NHTM quốc doanh HSC khuyến nghị

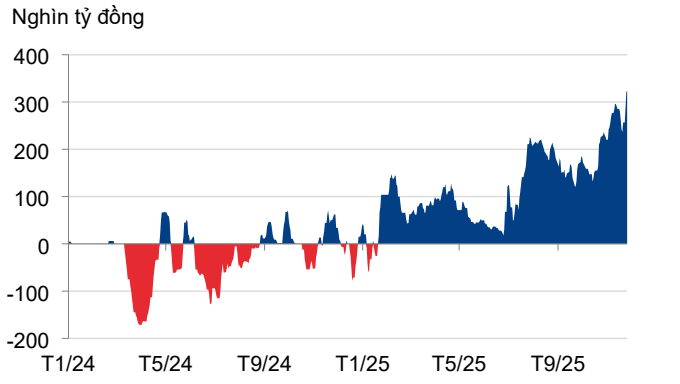
Tiền gửi của Kho bạc Nhà nước duy trì ở mức cao



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 3: Huy động ròng qua thị trường OMO, ngành Ngân hàng Việt Nam

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



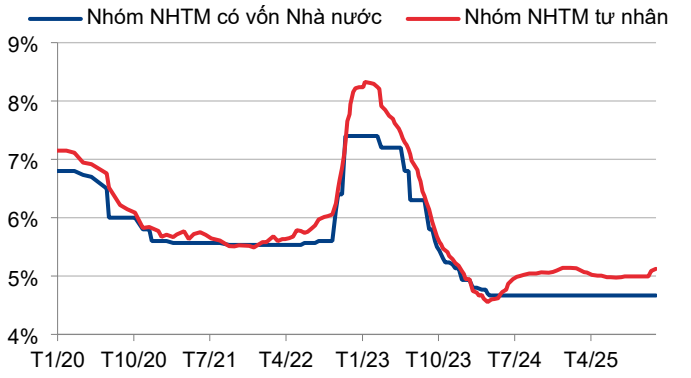
Nguồn: NHNN, HSC

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 4: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng niêm yết, 18 ngân hàng lớn

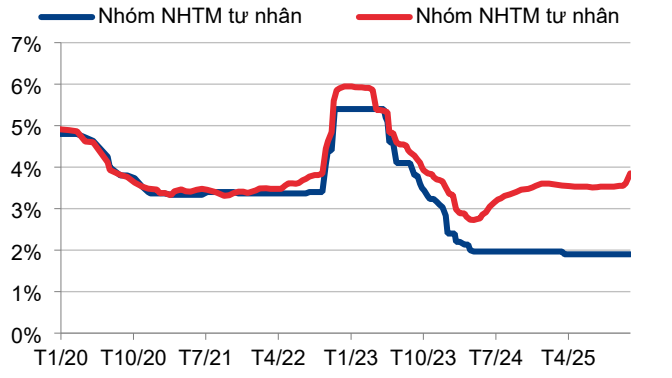
Bình quân lãi suất tiền gửi 12 tháng niêm yết đã tăng nhẹ trong tháng 10...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng niêm yết, 18 ngân hàng lớn

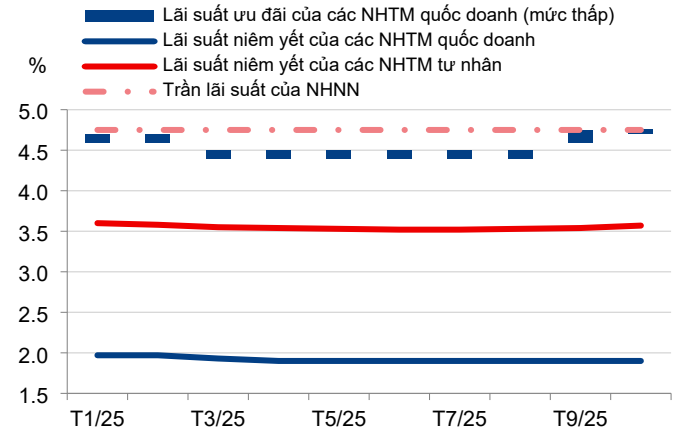
…và lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng niêm yết cũng tương tự



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 6: Lãi suất tiền gửi ưu đãi kỳ hạn 3 tháng cao nhất, ngành Ngân hàng Việt Nam

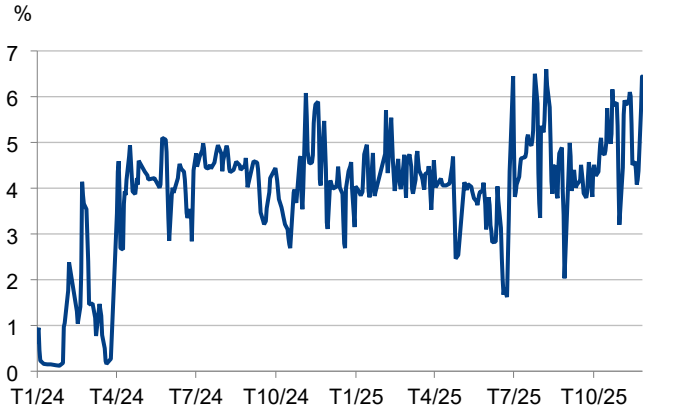
Mức lãi suất ưu đãi cao nhất đã chạm trần



Ghi chú: Lãi suất ưu đãi đề cập đến mức lãi suất áp dụng cho các khoản tiền gửi lớn và dựa trên tổng hợp & ước tính của chúng tôi.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 7: Lãi suất qua đêm, Việt Nam

Kể từ Q3/2025, lãi suất qua đêm đã tăng 50 điểm cơ bản so với nửa đầu năm 2025



Nguồn: CEIC

Biểu đồ 8: Tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi so với cùng kỳ và hệ số LDR, hệ thống ngân hàng Việt Nam

Kể từ năm 2021, tăng trưởng tiền gửi có độ trễ so với tăng trưởng tín dụng, từ đó đẩy hệ số LDR lên mức cao như hiện tại

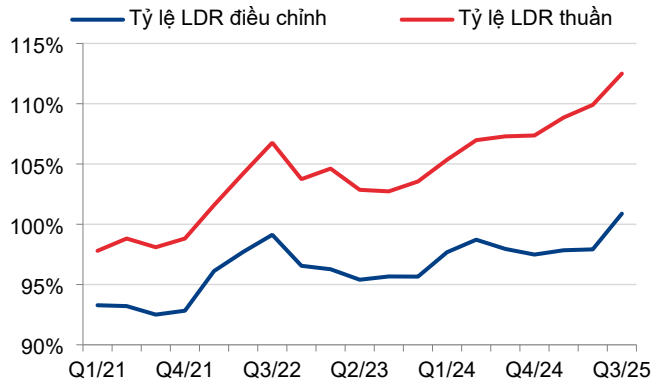
Nguồn: NHNN, HSC

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 9: Tỷ lệ LDR, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

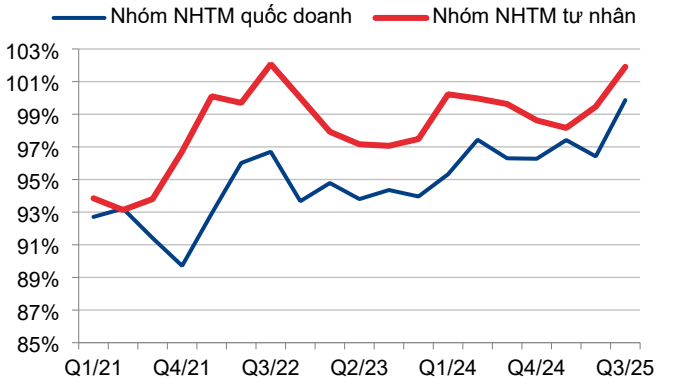
Tỷ lệ LDR điều chỉnh đã đạt mức cao mới trong Q3/2025



Ghi chú: Hệ số LDR thuần = Dư nợ cho vay KH / Tiền gửi KH; hệ số LDR điều chỉnh = Tổng tín dụng / (Tiền gửi KH + Giấy tờ có giá)
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 10: Tỷ lệ LDR điều chỉnh, nhóm NHTM có vốn Nhà nước & nhóm NHTM tư nhân của VIệt Nam

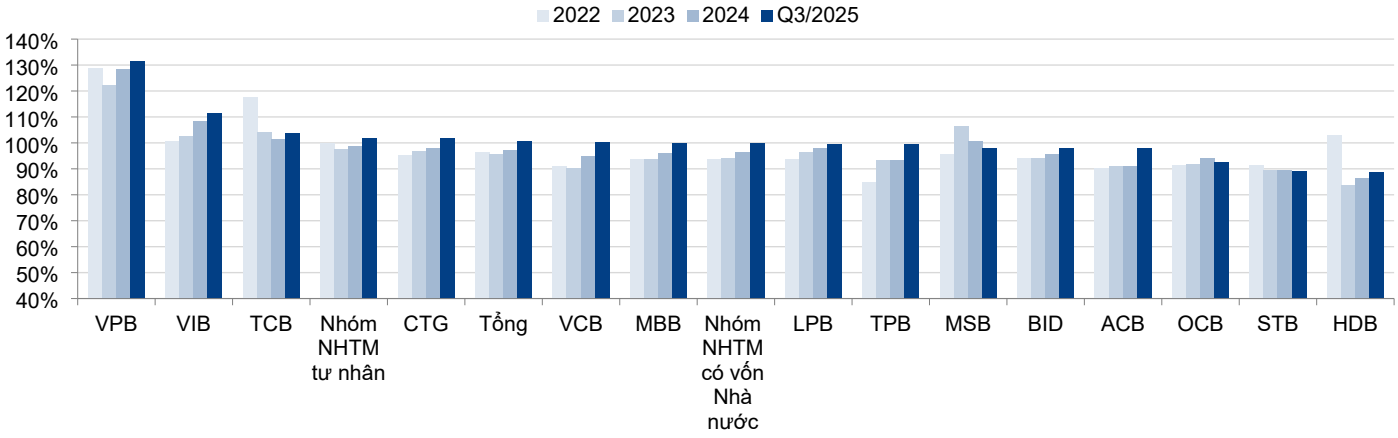
Tỷ lệ LDR của toàn bộ các ngân hàng đều tăng trong Q3/2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 11: Tỷ lệ LDR điều chỉnh, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ LDR của phần lớn các ngân hàng đều tăng trong 3 năm qua



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Chất lượng tài sản vẫn là trọng tâm

Một số biến động trong và ngoài nước mới xuất hiện vẫn chưa phản ánh đầy đủ vào số liệu của các ngân hàng. Tác động của các chính sách thuế quan mới được công bố của Mỹ đối với một số mặt hàng nhập khẩu từ châu Á có thể bắt đầu phản ánh từ năm 2026. Điều này và tình trạng gia tăng căng thẳng thương mại toàn cầu có thể gây sức ép cho một số ngành công nghiệp và các công ty định hướng xuất khẩu, ngay cả khi Việt Nam vẫn duy trì được những lợi thế quan trọng về chi phí & chuỗi cung ứng. Ngoài ra, một số phân khúc của thị trường BĐS trong nước vẫn đối mặt với rủi ro đòn bẩy tài chính cao và sự tăng lên của hoạt động đầu cơ.

Mặc dù tỷ lệ nợ xấu tổng thể hiện vẫn trong tầm kiểm soát nhưng những áp lực tiềm ẩn này cho thấy rủi ro tín dụng có thể đang tích lũy và chất lượng tài sản sẽ cần theo dõi chặt chẽ trong năm 2026.

Động lực tăng trưởng cho năm 2026-27 và các năm sau

Đẩy mạnh tín dụng để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP tham vọng

Động lực tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn sẽ tiếp tục đến từ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP cao của Việt Nam. Khi nhu cầu dần cải thiện ở các phân khúc doanh nghiệp, bán lẻ và cho vay mua nhà, các NHTM có đệm vốn và thanh khoản vững chắc sẽ có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội. Tăng trưởng

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)

tín dụng bền vững là động lực cốt lõi cho thu nhập lãi, tạo nền tảng cho triển vọng lợi nhuận thuần trong những năm tới.

Sự phát triển của ngân hàng toàn diện: Tăng cường thu nhập phí và nâng cao sự ổn định

Các ngân hàng đang dần chuyển dịch sang mô hình ngân hàng một điểm đến/toàn diện, mở rộng danh mục sản phẩm & tích hợp các dịch vụ vào hệ sinh thái. Điều này giúp giảm thất thoát ra các nhà cung cấp bên ngoài và tăng cường bán chéo giữa các dịch vụ thanh toán, quản lý tài sản, bảo hiểm, vàng, tài sản số và các dịch vụ tài chính khác. Khi sự gắn kết của khách hàng ngày càng sâu sắc, các ngân hàng có thể giành thêm thị phần và xây dựng cơ cấu lợi nhuận đa dạng & linh hoạt hơn, giúp thu nhập phí ngày càng quan trọng trong trung hạn.

Trong một vài năm qua, nhiều ngân hàng đã thành lập các công ty con mới trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư/chứng khoán, quản lý quỹ, bảo hiểm (cả nhân thọ & phi nhân thọ) và hướng tới mô hình ngân hàng toàn diện.

Bảng 12: Ngân hàng & các dịch vụ tài chính, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các ngân hàng đang mở rộng danh mục sản phẩm dịch vụ

Ngân hàng	NH nước ngoài	Cho thuê công ty	Tài chính tiêu dùng	Môi giới	Quản lý quỹ	AMC	BH nhân thọ	BH phi nhân thọ	Tài sản số	Thương hiệu vàng miếng
ACB		Có		Có	Có	Có	Banca	**Kế hoạch**		**Kế hoạch**
BID	Có	Có		Có	Kế hoạch	Có	Có	Có		**Kế hoạch**
CTG	Có	Có		Có	Có	Có	Banca	Có		**Kế hoạch**
HDB			Có	Liên kết			Banca	Bên liên quan	**Kế hoạch**	
LPB				Liên kết		**Kế hoạch**	Banca	Bên liên quan		
MBB	Có		Có	Có	Có	Có	Có	Có	**Kế hoạch**	**Kế hoạch**
MSB			Có	**Kế hoạch**	**Kế hoạch**		Banca			
OCB				Bên liên quan		Có	Banca			
STB	Có	Có		**Kế hoạch**		Có	Banca			
TCB				Có	Có	Có	Có	Có	**Kế hoạch**	**Kế hoạch**
TPB			**Kế hoạch**	Có	Có		Banca			
VCB	Có	Có		Có	Có		Banca			**Kế hoạch**
VIB				Bên liên quan		Có	Banca			
VPB			Có	Có	**Kế hoạch**	Có	**Kế hoạch**	Có	**Kế hoạch**	

Ghi chú: "Có" nghĩa là ngân hàng có công ty con hoạt động trong lĩnh vực đó; "Kế hoạch" nghĩa là ngân hàng đang có kế hoạch thành lập công ty con trong lĩnh vực đó; "Liên kết" nghĩa là ngân hàng có công ty liên kết trong lĩnh vực đó; "Bên liên quan" nghĩa là ngân hàng và công ty tương ứng có chung cổ đông kiểm soát/chủ sở hữu lớn.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Tối ưu chi phí hoạt động và số hóa hỗ trợ biên lợi nhuận

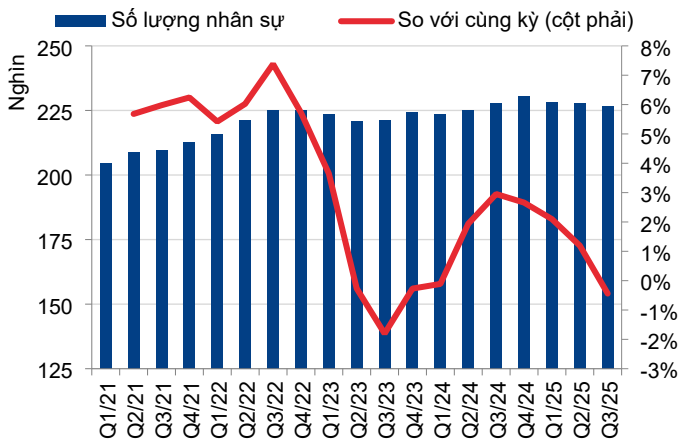
Trong bối cảnh vẫn còn nhiều thách thức, các NHTM có thể sẽ tiếp tục kiểm soát chi phí chặt chẽ, tuyển dụng chậm lại và tăng lương có chọn lọc. Nâng cao năng suất sẽ vẫn là trọng tâm chính trên cơ sở số hóa và tinh giản quy trình. Sự kết hợp giữa chi phí tăng chậm lại về mặt cấu trúc và đòn bẩy hoạt động ngày càng tăng sẽ hỗ trợ đáng kể cho tăng trưởng lợi nhuận trong trung 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 13: Số lượng nhân sự, các NHTM HSC khuyến nghị

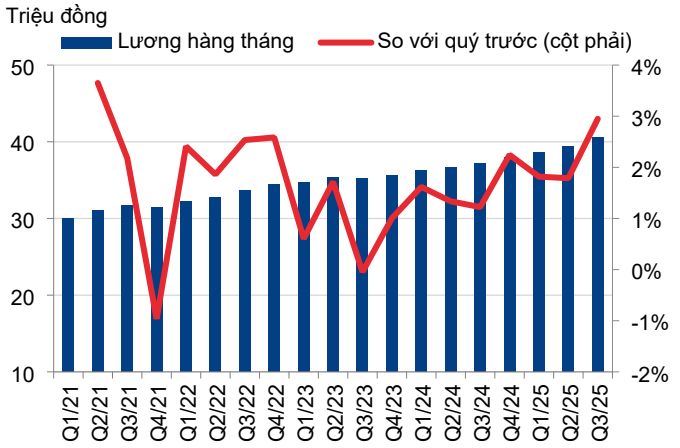
Tổng số lượng nhân sự duy trì tương đối ổn định kể từ năm 2023



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 14: Lương hàng tháng, các NHTM HSC khuyến nghị

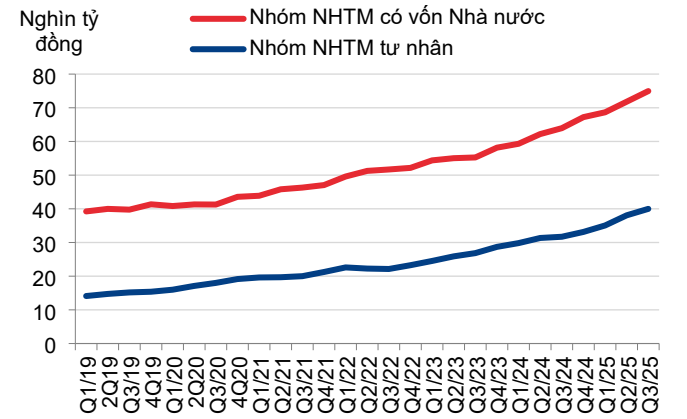
Lương nhân sự tăng nhẹ...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 15: Tín dụng bình quân mỗi nhân sự, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

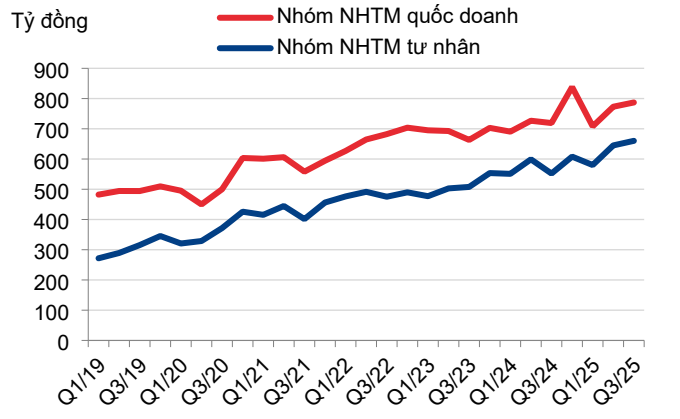
…trong khi tín dụng bình quân/nhân sự tăng mạnh



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 16: Tổng thu nhập HĐ bình quân mỗi nhân sự, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ tổng thu nhập HĐ / nhân sự cũng có xu hướng tương tự



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Nhìn lại KQKD kể từ đầu năm 2025

LNTT của 14 NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng trưởng bình quân 15,6% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025, nhưng thấp hơn một chút so với dự báo, chủ yếu do tỷ lệ NIM tiếp tục không đạt kỳ vọng. Tổng thu nhập hoạt động chỉ tăng 10% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ các khoản mục không cốt lõi mặc dù tín dụng tăng trưởng mạnh. Chi phí được kiểm soát chặt chẽ. Các xu hướng đáng chú ý bao gồm:

- **Tín dụng tăng trưởng mạnh nhưng không đồng đều**: Tăng trưởng tín dụng tăng tốc mạnh mẽ kể từ tháng 3, với tăng trưởng 9 tháng mạnh nhất trong 10 năm qua. Tuy nhiên, nhu cầu tiếp tục phục hồi không đồng đều giữa các ngành và khu vực: BĐS (nhà phát triển và cho vay mua nhà), khách hàng doanh nghiệp lớn và khu vực phía Bắc có nhu cầu mạnh hơn, trong khi phân khúc DNNVV và hộ gia đình - đặc biệt là ở miền Nam – kém tích cực hơn.
- **Áp lực lên tỷ lệ NIM vẫn tiếp diễn**, dẫn dắt bởi cạnh tranh lãi suất từ các NHTM có vốn nhà nước. Sau khi giảm mạnh trong Q1/2025, tỷ lệ NIM duy trì ổn định, trong đó các NHTM có vốn nhà nước tiếp tục giữ lãi suất thấp để hỗ trợ các mục tiêu chính sách – từ đó gia tăng sức ép lên các NHTM tập trung vào những phân khúc nhu cầu tín dụng vẫn yếu.

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)

- **Do thanh khoản thắt chặt, chi phí huy động bắt đầu tăng**: Hỗ trợ thanh khoản đạt mức kỷ lục từ tiền gửi của KBNN, thị trường mở và tái cấp vốn cho 4 ngân hàng "0 đồng". Tuy nhiên, hệ số LDR toàn hệ thống tăng lên & tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ làm tăng nhu cầu huy động, khiến chi phí huy động đã bắt đầu tăng lên.
- **Thu nhập ngoài lãi đã cải thiện** nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu và lãi hoạt động tự doanh tại các công ty con. Sự phục hồi của thị trường BĐS cùng các nỗ lực tái cấu trúc của các ngân hàng đã hỗ trợ thu nhập từ thu hồi nợ xấu, sát với dự báo của chúng tôi.
- **Chất lượng tài sản đã suy giảm nhẹ**: Chỉ có 4/14 NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi công bố tỷ lệ nợ xấu giảm so với đầu năm (chủ yếu là do tái cấu trúc nội bộ), trong khi 10 ngân hàng còn lại gia tăng. Chi phí dự phòng đi ngang để hỗ trợ lợi nhuận - một xu hướng không tích cực theo quan điểm của chúng tôi.
- **Chi phí hoạt động vẫn ở mức thấp** nhờ tổng số nhân sự giảm khoảng 2%, dẫn đầu là các NHTM tư nhân. Hệ số CIR và chi phí hoạt động/dư nợ tín dụng đã giảm xuống mức thấp kỷ lục.

Bảng 17: KQKD, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

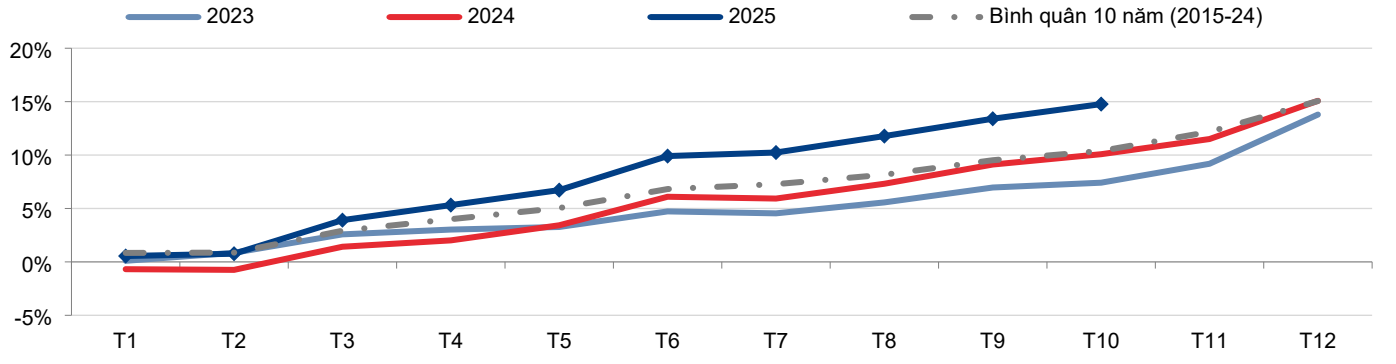
KQKD 9 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh nhờ thu nhập ngoài lãi tăng trong khi chi phí giảm

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Thu nhập lãi thuần	**111,239**	**124,274**	**11.7%**	**4.7%**	**331,242**	**355,126**	**7.2%**	**72%**
Thu nhập ngoài lãi	**27,427**	**35,296**	**28.7%**	**-7.7%**	**86,001**	**103,698**	**20.6%**	**72%**
Lãi thuần HĐ dịch vụ	13,135	15,666	19.3%	1.6%	42,290	44,265	4.7%	74%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	4,138	5,050	22.1%	-31.4%	18,076	18,764	3.8%	66%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	105	3,080	2836.6%	-23.5%	5,551	9,458	70.4%	96%
Thu nhập khác	9,633	10,946	13.6%	0.4%	18,948	29,799	57.3%	69%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	416	553	32.8%	5.7%	1,136	1,413	24.3%	81%
Tổng thu nhập HĐ	**138,666**	**159,570**	**15.1%**	**1.7%**	**417,243**	**458,824**	**10.0%**	**72%**
Chi phí HĐ	(45,152)	(49,575)	9.8%	2.1%	(130,926)	(142,662)	9.0%	71%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	**93,514**	**109,995**	**17.6%**	**1.5%**	**286,317**	**316,162**	**10.4%**	**72%**
Chi phí dự phòng	(29,689)	(31,603)	6.4%	4.1%	(91,369)	(90,183)	-1.3%	72%
LNTT	**63,825**	**78,392**	**22.8%**	**0.5%**	**194,948**	**225,979**	**15.9%**	**72%**
Lợi nhuận thuần	**50,633**	**61,926**	**22.3%**	**0.4%**	**154,809**	**178,904**	**15.6%**	**72%**

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 18: Tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ, ngành Ngân hàng Việt Nam

Tín dụng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất trong một thập kỷ qua



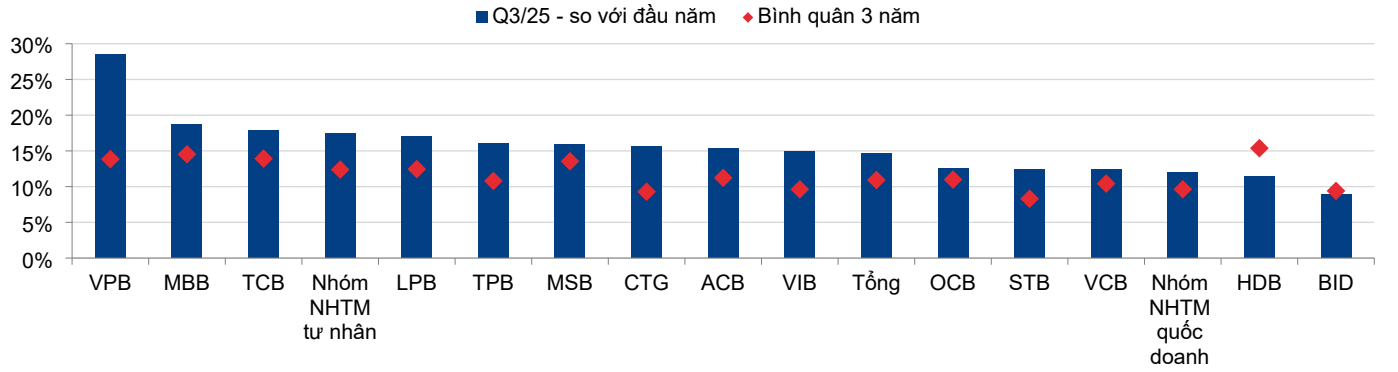
Nguồn: NHNN, HSC

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

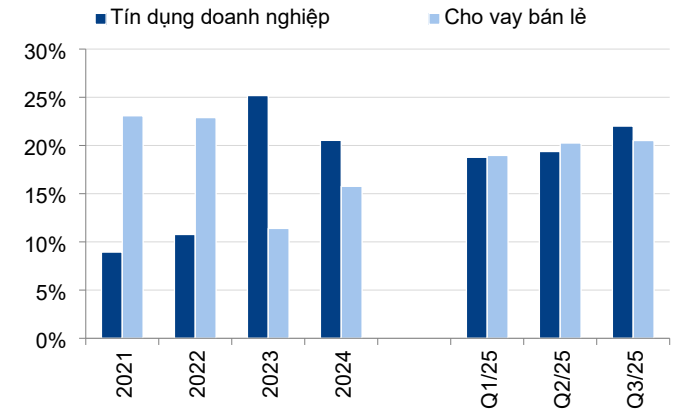
Phần lớn các ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với bình quân 3 năm qua



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 20: Tăng trưởng tín dụng so với cùng kỳ theo các phân khúc KH, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

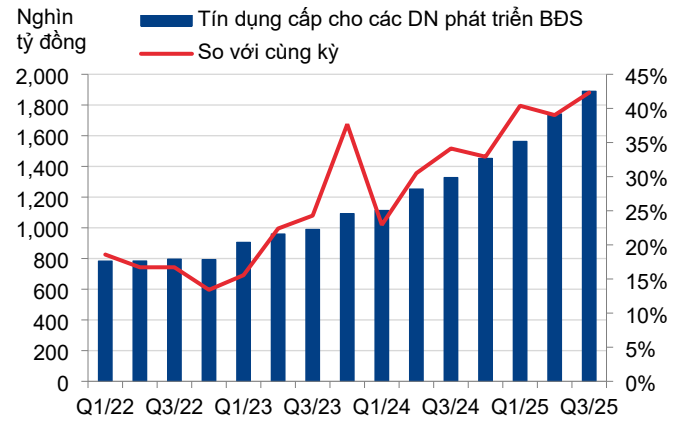
Tăng trưởng tín dụng giữa khối khách hàng doanh nghiệp & khách hàng cá nhân đã cân bằng hơn trong năm 2025



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 21: Cho vay các doanh nghiệp BĐS, ngành Ngân hàng Việt Nam

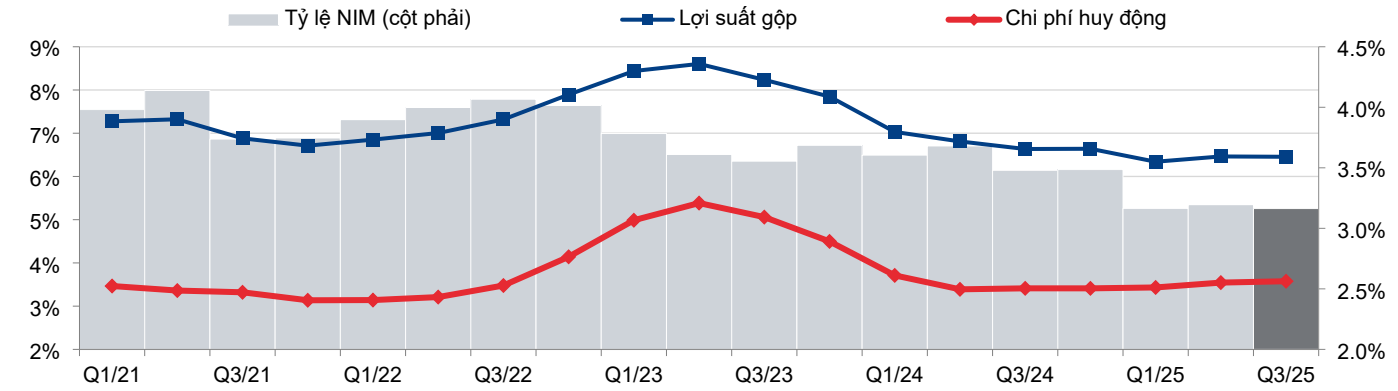
Tín dụng cho HĐKD BĐS đã trở thành động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2022-2025



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

Biểu đồ 22: Cơ cấu tỷ lệ NIM hàng quý, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ NIM duy trì ổn định so với quý trước sau khi giảm 30 điểm cơ bản trong Q1/2025



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 23: So sánh tỷ lệ NIM, lợi suất gộp & chi phí huy động trong Q3/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

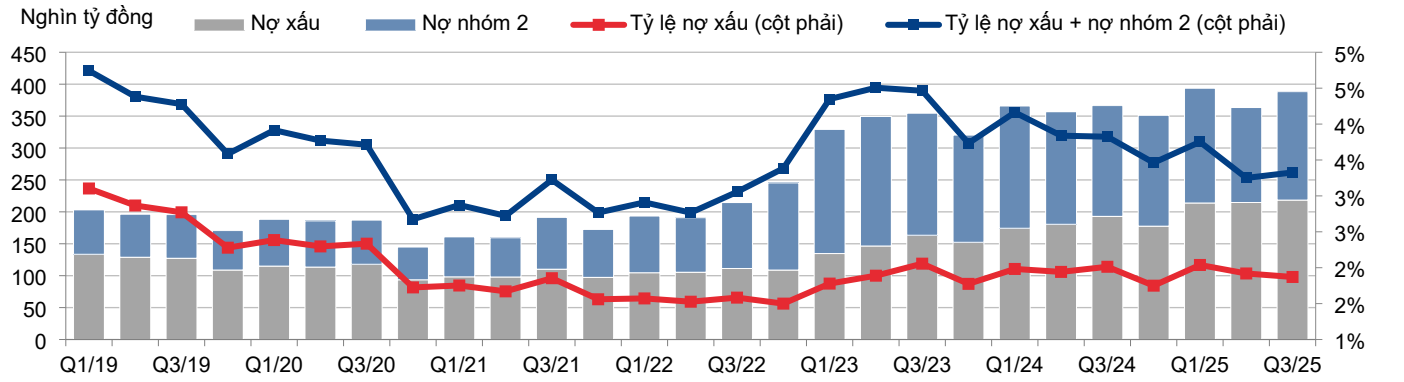
Tỷ lệ NIM giảm bình quân 32 điểm cơ bản so với cùng kỳ

	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
STB	3,9%	39,7	19,9	7,9%	52,6	61,9	4,3%	20,2	47,5
LPB	3,3%	26,4	-16,6	8,0%	53,1	29,2	5,1%	28,2	45,9
OCB	3,2%	16,9	-22,0	7,2%	29,6	-2,5	4,4%	11,3	13,4
VPB	5,5%	11,2	-52,6	9,5%	17,9	-17,0	4,7%	9,6	43,1
MSB	3,4%	9,1	2,6	6,5%	5,6	-15,5	3,5%	-6,4	11,6
CTG	2,6%	7,0	-31,7	5,6%	3,0	-19,0	3,2%	-4,9	16,1
TCB	4,1%	5,6	-31,6	7,3%	5,5	-23,2	3,5%	1,9	14,4
VIB	3,1%	1,6	-68,6	7,0%	13,9	-50,5	4,3%	12,5	13,5
Tổng	**3,2%**	**-3,2**	**-31,6**	**6,5%**	**-0,8**	**-18,0**	**3,6%**	**3,1**	**16,4**
ACB	2,9%	-4,9	-68,9	6,5%	14,1	-27,8	4,0%	20,7	41,0
BID	2,1%	-6,0	-22,8	5,3%	-8,7	-39,3	3,3%	-1,2	-14,9
VCB	2,6%	-6,6	-28,3	4,7%	-1,2	-18,8	2,4%	5,7	9,8
MBB	4,1%	-8,0	-17,8	7,0%	-10,2	-12,0	3,3%	-3,4	2,7
TPB	3,1%	-16,0	-57,2	7,5%	-23,3	-10,3	4,6%	-9,7	76,2
HDB	4,4%	-144,4	-135,5	9,1%	-157,1	-139,2	4,9%	-11,5	29,5

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 24: Tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ nợ nhóm 2, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

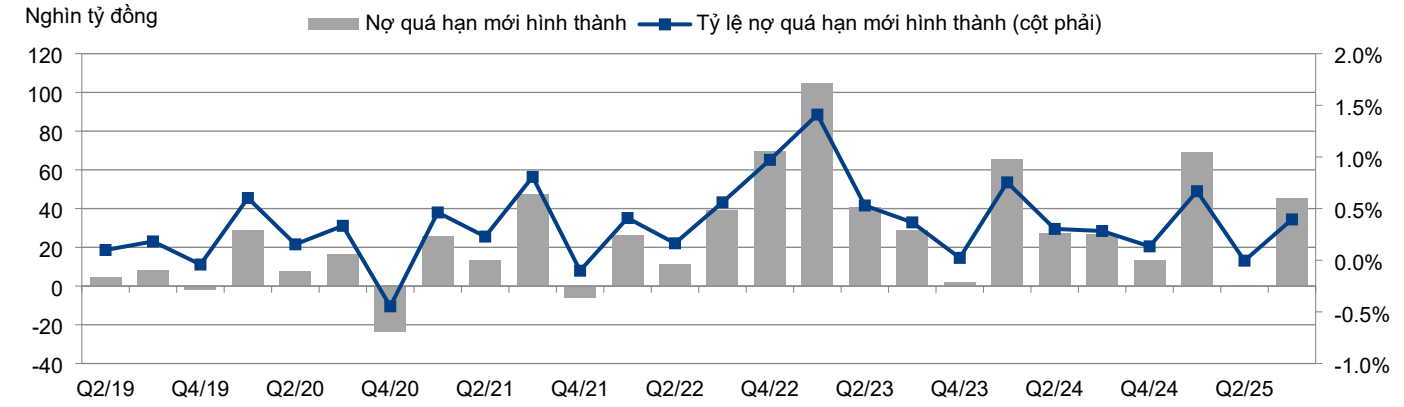
Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ so với quý trước



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

Biểu đồ 25: Các khoản nợ quá hạn mới hình thành (nhóm 2-5), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nợ quá hạn mới hình thành đã tăng trở lại trong Q3/2025



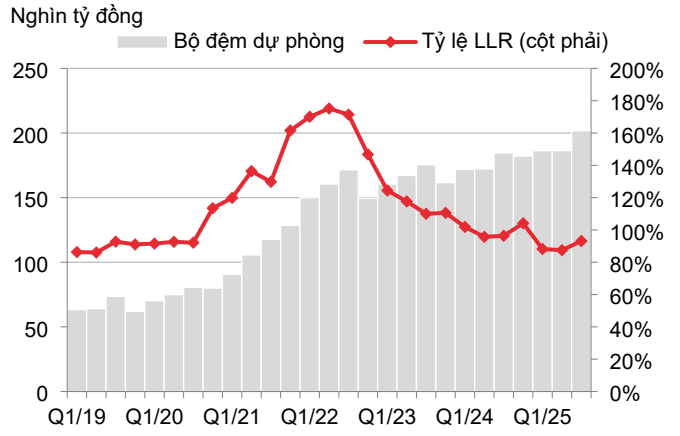
Ghi chú: Nợ quá hạn mới hình thành đo lường các khoản nợ mới thuộc nhóm 2-5 (trước khi xóa nợ) trong mỗi quý
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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 26: Bộ đệm dự phòng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

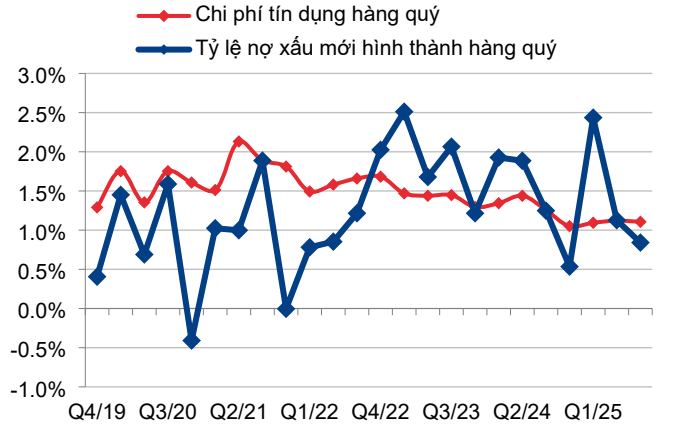
Tỷ lệ LLR cải thiện nhẹ trong Q3/2025...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 27: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

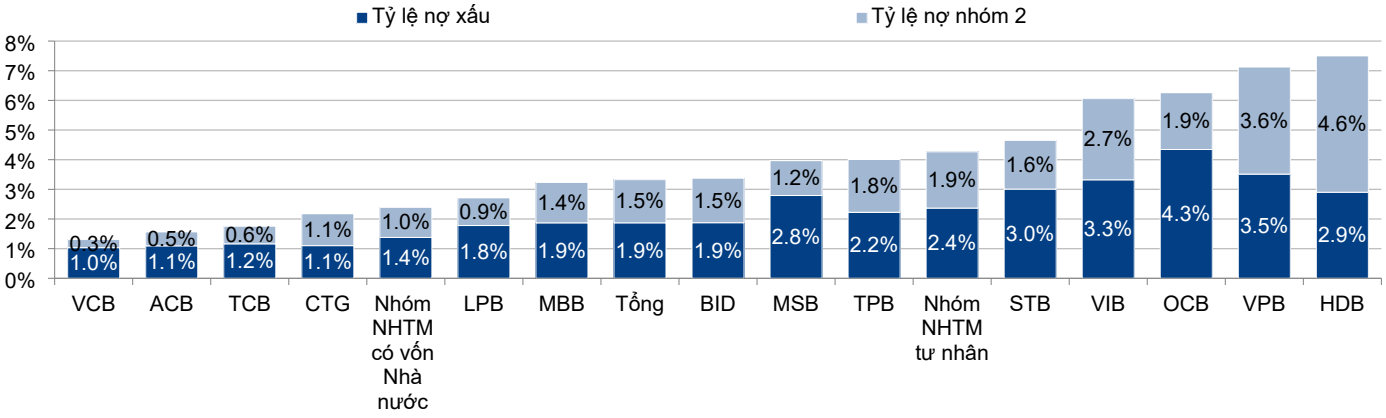
…nhờ nợ xấu mới hình thành trong quý giảm



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 28: So sánh chất lượng tài sản trong Q3/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

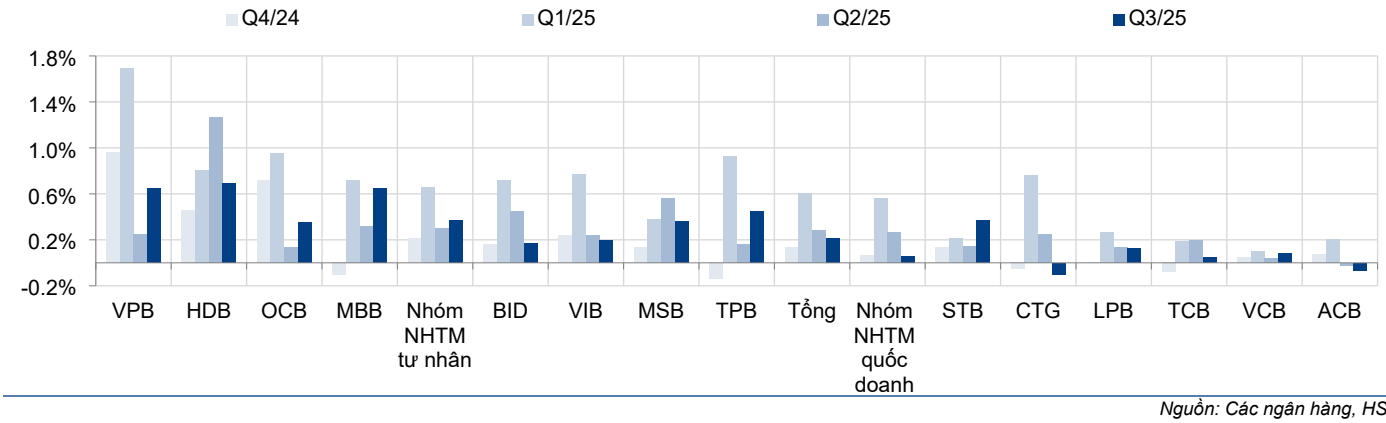
VCB, ACB, CTG, TCB hiện dẫn đầu về chất lượng tài sản



Note: We include net VAMC bond as NPLs.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 29: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) (%) trong 4 quý qua, các NHTM HSC khuyến nghị

Một số ngân hàng ghi nhận nợ xấu mới hình thành âm, cho thấy khả năng các khoản vay đã cơ cấu đang phục hồi và trở lại nhóm nợ đủ tiêu chuẩn



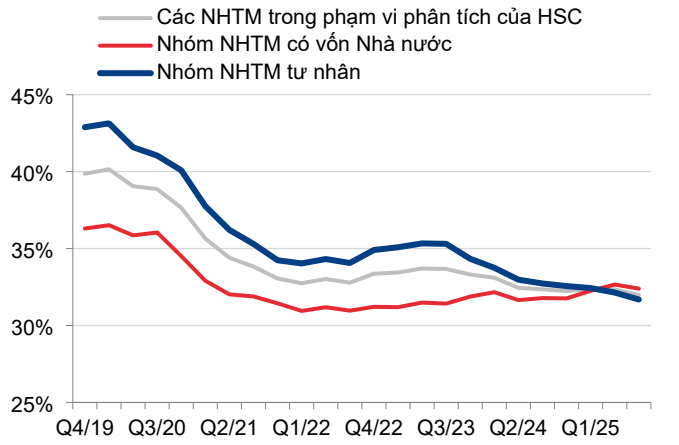
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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 30: Hệ số CIR trượt 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

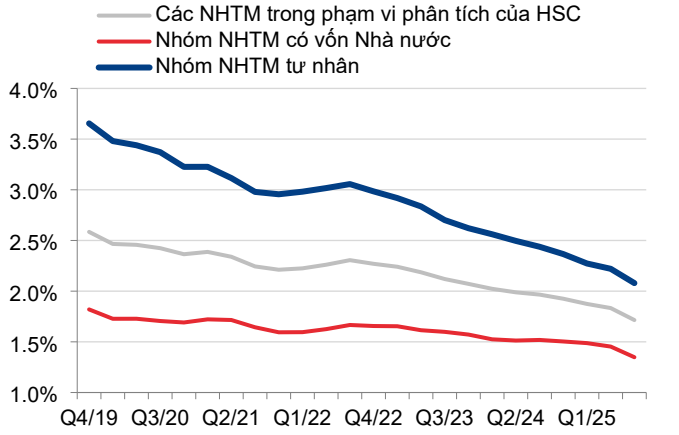
Hệ số CIR…



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 31: Tỷ lệ chi phí HĐ / tín dụng bình quân trượt 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

…& tỷ lệ chi phí HĐ / tín dụng bình quân đang có xu hướng giảm



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)

Giai đoạn 2025-2027: Tổng lợi nhuận dự báo tăng trưởng lần lượt 13,7%, 17,4% và 20,5%

HSC thay đổi lập trường theo hướng thận trọng hơn đối với triển vọng NIM và kỳ vọng tỷ lệ này sẽ ổn định trong vài quý tới trong bối cảnh mặt bằng chi phí huy động tăng, trong khi khả năng tiếp tục thu hẹp có vẻ hạn chế do các NHTM có vốn nhà nước bắt đầu nâng lãi suất cho vay. Động lực tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục đến từ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ cùng việc tối ưu hóa chi phí hoạt động và đa dạng hóa thu nhập phí. HSC hiện dự báo LNTT của ngành tăng trưởng lần lượt 13,7%, 17,4% và 20,5% trong giai đoạn 2025-2027, thấp hơn một chút so với dự báo trước của chúng tôi. Mặt bằng lãi suất tăng lên sẽ hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi theo kịp tăng trưởng tín dụng trong năm 2026-2027, trong khi rủi ro chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát với nợ xấu mới hình thành ổn định nhưng chi phí tín dụng gia tăng.

Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng tỷ lệ NIM sau khi cập nhật quan điểm của các ngân hàng, đặc biệt trong bối cảnh sức ép chi phí huy động gia tăng. Thay vì kỳ vọng phục hồi dần qua từng quý, chúng tôi hiện dự báo tỷ lệ NIM sẽ gần như đi ngang trong vài quý tới. Chúng tôi cho rằng khả năng tiếp tục thu hẹp có vẻ hạn chế do các NHTM có vốn nhà nước đã bắt đầu nâng lãi suất cho vay để bù đắp cho sự gia tăng của chi phí huy động. Do đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong 2 năm tới cùng việc tối ưu hóa chi phí hoạt động và đa dạng hóa thu nhập phí.

Chúng tôi cũng dự báo tăng trưởng sẽ phân hóa rõ ràng hơn ở cấp độ ngân hàng, phụ thuộc vào cơ cấu vốn, cơ cấu huy động và khẩu vị rủi ro. Nhìn chung, HSC hiện dự báo LNTT toàn ngành tăng trưởng lần lượt 13,7%, 17,4% và 20,5% trong giai đoạn 2025-2027, giảm nhẹ so với dự báo trước đó của chúng tôi là tăng trưởng lần lượt 15,2%, 19,8% và 19,6%.

Đối với rủi ro, chúng tôi tin rằng việc mặt bằng lãi suất tăng lên gần đây sẽ hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi bắt kịp tăng trưởng tín dụng trong năm 2026-2027, từ đó giảm bớt áp lực huy động. Rủi ro chất lượng tài sản được kỳ vọng trong tầm kiểm soát với nợ xấu mới hình thành nhìn chung ổn định nhưng chi phí tín dụng sẽ tăng nhẹ do các ngân hàng tiếp tục xử lý nợ xấu.

Số liệu và giả định chính

HSC tóm tắt những giả định chính và dự phóng cho từng ngân hàng phạm vi phân tích của chúng tôi trong Biểu đồ 32-38.

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 32: Các giả định và dự báo chính, tổng hợp các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các điều chỉnh chính gồm: nâng giả định tăng trưởng tín dụng & hạ giả định tỷ lệ NIM

		Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tỷ lệ tăng trưởng lãi & lỗ (P&L)							
Thu nhập lãi thuần	13.7%	10.7%	22.3%	20.4%	8.1%	21.0%	21.1%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	-3.5%	7.7%	15.0%	16.6%	8.0%	13.9%	16.5%
Tổng thu nhập HĐ	13.0%	11.3%	18.9%	19.1%	9.0%	17.3%	19.6%
Chi phí HĐ	9.4%	8.6%	14.4%	15.5%	6.6%	11.8%	15.7%
Chi phí dự phòng	7.0%	6.2%	24.1%	23.6%	1.9%	25.3%	24.3%
LNTT	18.6%	15.2%	19.8%	19.6%	13.7%	17.8%	20.1%
Lợi nhuận thuần	17.5%	15.3%	19.8%	19.6%	13.2%	17.8%	20.1%
Các chỉ số quan trọng							
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	18.9%	19.2%	19.0%	19.2%	19.4%	19.4%
Tăng trưởng tiền gửi	14.1%	16.5%	19.9%	20.4%	15.6%	19.2%	21.7%
Tỷ lệ NIM	3.48%	3.28%	3.43%	3.52%	3.19%	3.29%	3.39%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân	0.41%	0.38%	0.38%	0.37%	0.38%	0.37%	0.37%
Hệ số CIR	32.2%	31.5%	30.3%	29.3%	31.5%	30.0%	29.1%
Chi phí HĐ / Tín dụng bình quân	1.95%	1.79%	1.72%	1.67%	1.75%	1.64%	1.59%
Nợ xấu mới hình thành (bao gồm VAMC)	1.36%	1.24%	1.20%	1.24%	1.20%	1.17%	1.17%
Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm VAMC)	1.75%	1.71%	1.60%	1.52%	1.74%	1.65%	1.56%
Tỷ lệ LLR	104%	95%	95%	96%	95%	94%	96%
Chi phí tín dụng	1.25%	1.12%	1.16%	1.21%	1.07%	1.12%	1.17%
ROA	1.60%	1.58%	1.62%	1.66%	1.55%	1.56%	1.60%
ROE	18.3%	17.9%	18.2%	18.5%	17.9%	17.9%	18.2%

Nguồn: HSC

Bảng 33: Dự báo lợi nhuận, tổng hợp các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

HSC điều chỉnh giảm dự báo LNTT do tỷ lệ NIM thấp

		Dự báo cũ			Dự báo mới		
Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	**448,641**	**496,664**	**607,428**	**731,361**	**485,190**	**586,852**	**710,406**
Tăng trưởng	13.7%	10.7%	22.3%	20.4%	8.1%	21.0%	21.1%
Điều chỉnh					-2.3%	-3.4%	-2.9%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	**55,703**	**59,976**	**68,992**	**80,420**	**60,143**	**68,500**	**79,781**
Tăng trưởng	-3.5%	7.7%	15.0%	16.6%	8.0%	13.9%	16.5%
Điều chỉnh					0.3%	-0.7%	-0.8%
Thu nhập ngoài lãi khác	**70,914**	**83,352**	**84,614**	**94,869**	**81,720**	**80,494**	**90,088**
Tăng trưởng	25.1%	17.5%	1.5%	12.1%	15.2%	-1.5%	11.9%
Điều chỉnh					-2.0%	-4.9%	-5.0%
Tổng thu nhập HĐ	**575,258**	**639,992**	**761,034**	**906,651**	**627,053**	**735,846**	**880,276**
Tăng trưởng	13.0%	11.3%	18.9%	19.1%	9.0%	17.3%	19.6%
Điều chỉnh					-2.0%	-3.3%	-2.9%
Chi phí HĐ	**-185,457**	**-201,443**	**-230,375**	**-266,003**	**-197,722**	**-221,030**	**-255,802**
Tăng trưởng	9.4%	8.6%	14.4%	15.5%	6.6%	11.8%	15.7%
Điều chỉnh					-1.8%	-4.1%	-3.8%
Chi phí dự phòng	**-117,297**	**-124,516**	**-154,566**	**-191,022**	**-119,581**	**-149,807**	**-186,242**
Tăng trưởng	7.0%	6.2%	24.1%	23.6%	1.9%	25.3%	24.3%
Điều chỉnh					-4.0%	-3.1%	-2.5%
LNTT	**272,504**	**314,034**	**376,093**	**449,625**	**309,750**	**365,010**	**438,231**
Tăng trưởng	18.6%	15.2%	19.8%	19.6%	13.7%	17.8%	20.1%
Điều chỉnh					-1.4%	-2.9%	-2.5%
Lợi nhuận thuần	**215,585**	**248,592**	**297,731**	**356,037**	**244,144**	**287,495**	**345,350**
Tăng trưởng	17.5%	15.3%	19.8%	19.6%	13.2%	17.8%	20.1%
Điều chỉnh					-1.8%	-3.4%	-3.0%

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

Tăng trưởng lợi nhuận thuần được dự báo sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2014-24 CAGR (10 năm)	2024-27 CAGR (3 năm)	2017-27 CAGR (10 năm)
ACB	25.0%	42.5%	17.2%	4.6%	5.1%	15.1%	18.2%	33.2%	12.7%	27.5%
BID	51.1%	72.1%	18.2%	16.9%	1.5%	16.6%	18.3%	17.4%	11.9%	17.9%
CTG	3.0%	19.1%	18.6%	27.4%	26.5%	17.0%	15.3%	16.1%	19.5%	19.3%
HDB	42.5%	28.0%	30.0%	26.7%	24.2%	23.4%	20.9%	38.9%	22.8%	29.8%
LPB	58.8%	52.5%	23.5%	74.5%	10.7%	5.2%	12.5%	35.5%	9.4%	25.0%
MBB	53.7%	37.7%	18.3%	9.5%	11.2%	20.0%	29.2%	24.8%	19.9%	27.2%
MSB	100.6%	14.4%	0.6%	18.8%	-0.6%	1.8%	14.8%	44.1%	5.1%	48.6%
OCB	24.6%	-20.3%	-5.9%	-3.9%	14.0%	13.7%	16.2%	30.6%	14.6%	19.3%
STB	27.2%	47.8%	53.1%	30.7%	15.1%	24.7%	25.9%	16.4%	21.8%	31.5%
TCB	46.5%	11.6%	-10.7%	19.5%	16.8%	23.4%	25.0%	34.9%	21.7%	19.6%
TPB	37.7%	29.6%	-28.7%	36.0%	7.6%	14.1%	13.9%	27.5%	11.9%	24.3%
VCB	18.8%	36.4%	10.5%	2.4%	6.5%	18.5%	17.0%	22.2%	13.9%	18.6%
VIB	38.1%	32.1%	1.1%	-15.9%	5.2%	9.2%	22.1%	30.0%	12.0%	24.6%
VPB	12.6%	55.0%	-45.1%	58.2%	33.8%	19.3%	22.1%	28.8%	24.9%	16.9%
Tổng	**30.4%**	**33.5%**	**5.1%**	**17.5%**	**13.2%**	**17.8%**	**20.1%**	**23.7%**	**17.0%**	**21.5%**
Nhóm NHTM có vốn NN	19.1%	39.2%	14.8%	13.3%	11.0%	17.4%	16.7%	18.6%	15.0%	18.6%
Nhóm NHTM tư nhân	37.6%	30.3%	-0.6%	20.4%	14.7%	17.9%	22.2%	28.9%	18.2%	23.7%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 35: Tăng trưởng tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các NHTM tập trung cho vay BĐS được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	16.2%	16.6%	15.9%	16.2%	14.3%	17.9%	19.1%	18.8%	16.1%	16.0%
BID	12.8%	12.6%	8.1%	11.1%	12.1%	16.3%	15.5%	15.0%	14.0%	13.0%
CTG	7.4%	7.1%	6.4%	11.1%	12.1%	15.5%	16.8%	16.7%	16.0%	16.0%
HDB	17.8%	18.0%	23.0%	13.4%	25.6%	31.8%	27.0%	24.5%	29.3%	29.4%
LPB	18.5%	18.2%	25.7%	18.1%	12.8%	16.8%	20.4%	18.0%	18.0%	18.0%
MBB	17.5%	18.8%	22.9%	24.5%	25.1%	28.1%	24.5%	29.4%	29.1%	30.0%
MSB	30.3%	23.2%	25.0%	23.1%	17.8%	22.3%	17.7%	18.8%	18.5%	18.1%
OCB	19.1%	25.5%	24.9%	14.3%	18.5%	22.9%	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
STB	14.0%	15.3%	14.9%	14.0%	13.0%	10.0%	11.7%	16.0%	16.0%	15.0%
TCB	20.3%	19.0%	24.0%	26.6%	12.5%	21.5%	21.7%	20.2%	23.5%	23.5%
TPB	18.8%	21.5%	30.4%	21.5%	13.7%	19.0%	20.2%	15.7%	16.8%	15.9%
VCB	14.6%	16.0%	14.0%	15.1%	18.8%	10.7%	13.9%	16.0%	18.0%	18.0%
VIB	16.8%	31.1%	29.4%	19.1%	14.5%	14.2%	21.5%	20.0%	20.0%	18.0%
VPB	17.5%	17.6%	19.1%	19.1%	22.9%	25.1%	20.0%	33.0%	28.8%	28.6%
Tổng	**13.7%**	**14.5%**	**14.3%**	**15.3%**	**15.6%**	**17.5%**	**17.9%**	**19.2%**	**19.4%**	**19.4%**
Nhóm NHTM có vốn NN	11.3%	11.5%	9.1%	12.2%	14.0%	14.4%	15.4%	15.9%	15.8%	15.4%
Nhóm NHTM tư nhân	17.6%	19.0%	21.6%	19.3%	17.5%	21.0%	20.5%	22.7%	23.0%	23.0%

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)

Bảng 36: Tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ NIM được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ 10 điểm cơ bản trong năm 2025, cân bằng giữ nhu cầu tín dụng mạnh mẽ hơn & chi phí huy động gia tăng

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	3.67%	3.61%	3.66%	4.02%	4.26%	3.87%	3.60%	2.93%	2.91%	3.17%
BID	2.93%	2.82%	2.60%	3.01%	3.07%	2.67%	2.39%	2.16%	2.32%	2.40%
CTG	2.08%	2.91%	2.94%	3.10%	3.03%	2.91%	2.93%	2.65%	2.67%	2.73%
HDB	4.04%	4.61%	4.63%	4.44%	5.14%	5.13%	5.52%	5.09%	5.15%	5.09%
LPB	3.30%	3.44%	3.17%	3.53%	3.96%	3.23%	3.52%	3.13%	3.35%	3.63%
MBB	4.69%	4.96%	4.73%	5.04%	5.66%	4.79%	4.07%	4.05%	3.86%	3.70%
MSB	2.96%	2.52%	3.39%	3.66%	4.36%	4.10%	3.65%	3.27%	3.38%	3.46%
OCB	3.98%	3.98%	3.93%	3.69%	4.04%	3.33%	3.45%	3.14%	3.17%	3.24%
STB	2.37%	2.52%	2.79%	2.63%	3.36%	3.77%	3.64%	3.59%	3.56%	3.63%
TCB	4.22%	4.42%	4.98%	5.80%	5.37%	4.14%	4.45%	4.00%	4.25%	4.39%
TPB	3.80%	4.31%	4.49%	4.57%	4.20%	4.06%	3.67%	3.35%	3.38%	3.44%
VCB	2.75%	3.09%	2.91%	3.16%	3.38%	3.00%	2.86%	2.61%	2.80%	2.90%
VIB	3.75%	3.92%	4.04%	4.38%	4.72%	5.01%	3.75%	3.10%	3.12%	3.19%
VPB	8.84%	9.42%	8.79%	7.77%	7.70%	5.73%	5.93%	5.44%	5.35%	5.40%
Tổng	**3.30%**	**3.62%**	**3.60%**	**3.83%**	**4.02%**	**3.60%**	**3.48%**	**3.19%**	**3.29%**	**3.39%**
Nhóm NHTM có vốn NN	2.60%	2.93%	2.81%	3.09%	3.16%	2.85%	2.71%	2.46%	2.58%	2.67%
Nhóm NHTM tư nhân	4.33%	4.55%	4.58%	4.69%	4.99%	4.41%	4.26%	3.91%	3.95%	4.02%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 37: Nợ xấu mới hình thành, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nợ xấu mới hình thành được dự báo sẽ ở mức có thể kiểm soát được

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ACB	0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.9%	0.6%	0.2%	0.4%	0.4%
BID	2.1%	1.8%	1.3%	0.9%	1.3%	1.3%	1.6%	1.1%	0.9%	1.0%
CTG	2.1%	0.6%	-0.1%	1.0%	1.8%	2.0%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
HDB	0.1%	0.4%	1.0%	1.4%	1.5%	1.7%	1.5%	3.1%	2.1%	1.8%
LPB	0.5%	0.1%	0.3%	0.4%	0.9%	1.8%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%
MBB	1.3%	2.1%	1.9%	1.1%	1.5%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.3%
MSB	-10.7%	-3.5%	1.1%	1.7%	0.9%	2.2%	1.1%	1.4%	1.3%	1.2%
OCB	1.0%	1.2%	1.7%	0.7%	1.7%	3.7%	1.4%	1.3%	1.5%	1.4%
STB	-3.6%	-2.7%	-2.0%	-1.4%	-2.6%	0.4%	0.5%	0.9%	0.7%	0.8%
TCB	1.7%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	1.2%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%
TPB	0.0%	0.7%	1.2%	2.0%	1.5%	3.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
VCB	0.7%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.9%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%
VIB	1.5%	0.3%	0.6%	1.4%	0.8%	2.5%	2.0%	1.3%	1.0%	1.0%
VPB	5.6%	4.7%	5.6%	6.2%	6.9%	6.3%	3.7%	3.3%	3.5%	3.4%
Tổng	**1.2%**	**0.9%**	**0.8%**	**1.0%**	**1.3%**	**1.8%**	**1.4%**	**1.2%**	**1.2%**	**1.2%**
Nhóm NHTM có vốn NN	1.8%	1.1%	0.6%	0.8%	1.3%	1.4%	1.2%	0.9%	0.8%	0.9%
Nhóm NHTM tư nhân	0.4%	0.6%	1.1%	1.3%	1.3%	2.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 38: Phân tích Dupont, tổng hợp các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Chi phí hoạt động giảm, giúp bù đắp tác động từ việc thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ giảm, từ đó giúp hệ số ROE ổn định

% tài sản bình quân	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	3.1%	3.4%	3.4%	3.6%	3.8%	3.4%	3.3%	3.1%	3.2%	3.3%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Thu nhập ngoài lãi khác	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
Chi phí HĐ	-1.7%	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.2%
Chi phí dự phòng	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
Thuế & lợi ích của CĐTS	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
ROA	**1.1%**	**1.3%**	**1.4%**	**1.5%**	**1.7%**	**1.6%**	**1.6%**	**1.5%**	**1.6%**	**1.6%**
Tài sản / vốn CSH (lần)	15.6x	14.2x	13.3x	12.7x	12.2x	11.7x	11.5x	11.6x	11.5x	11.4x
ROE	**17.5%**	**18.6%**	**18.0%**	**19.6%**	**21.3%**	**18.4%**	**18.3%**	**17.9%**	**17.9%**	**18.2%**

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)

Định giá hợp lý, ưa thích cổ phiếu tăng trưởng

Giá cổ phiếu ngân hàng đã tăng mạnh bình quân khoảng 47% kể từ tháng 4, mặc dù nhiều cổ phiếu đã giảm nhẹ so với mức đỉnh hồi tháng 8 do NĐT chốt lời. P/B trượt dự phóng 1 năm của ngành đã được định giá lại mức đỉnh 1,6 lần và hiện ở mức 1,33 lần, nhờ giá cổ phiếu của các NHTM tư nhân có tỷ trọng cho vay ngành BĐS trên mức trung bình tăng mạnh, trong khi giá cổ phiếu của các NHTM có vốn nhà nước và NHTM bán lẻ vẫn ở dưới bình quân quá khứ. Trong 12 tháng tới, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu tăng trưởng. với CTG, MBB, TCB, VPB là những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu. Cho trung hạn và các cơ hội đầu tư giá trị, chúng tôi ưa thích cổ phiếu ACB & VCB, đặc biệt là ở định giá hiện tại.

Sóng điều chỉnh hạ nhiệt, định giá hấp dẫn hơn

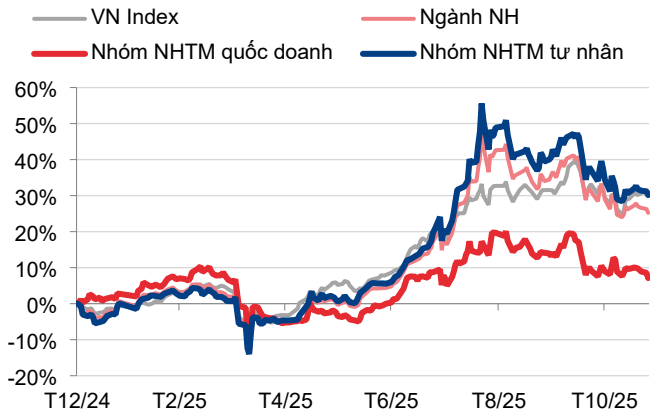
Giá cổ phiếu của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng mạnh bình quân 72% kể từ đáy (ngày 9/4/2025) lên đến đỉnh (ngày 21/8/2025) nhưng sau đó đã giảm bình quân khoảng 14% chủ yếu do hoạt động chốt lời. Kể từ đầu năm, các NHTM tư nhân đã được định giá lại mạnh hơn các NHTM có vốn nhà nước. Trong đó, diễn biến tích cực nhất bao gồm: LPB, VPB, MBB và TCB.

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh kể từ đầu năm, P/B trượt dự phóng 1 năm của ngành đã tăng lên mức đỉnh 1,6 lần từ 0,92 lần vào đáy tháng 4 và 1,21 lần tại thời điểm cuối năm 2024. Mặt bằng định giá mới này chủ yếu được thúc đẩy bởi các NHTM tư nhân lớn với khẩu vị rủi ro cao và tỷ trọng cho vay BĐS lớn hơn so với bình quân ngành.

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

Biểu đồ 39: Hiệu suất so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

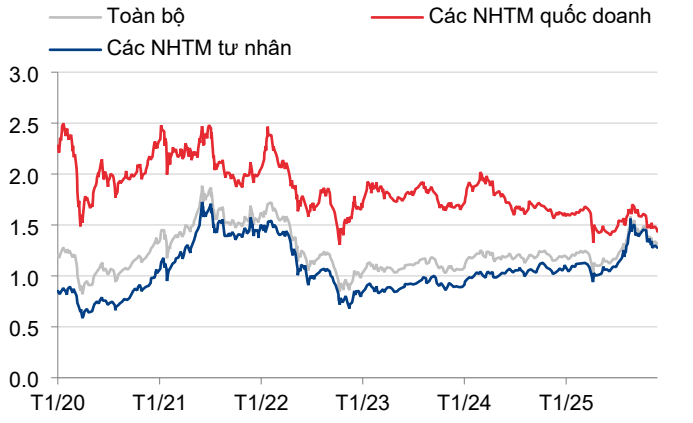
Nhịp điều chỉnh đã chậm lại kể từ tháng 11/2025



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 40: P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

P/B bình quân ngành là 1,33 lần



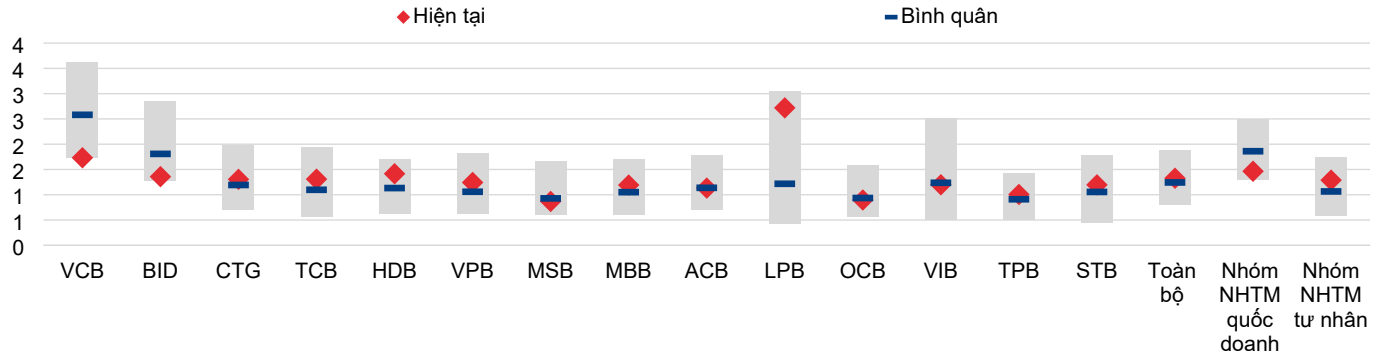
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

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

Phần lớn các ngân hàng đang giao dịch với định giá quanh mức bình quân quá khứ, ngoại trừ: VCB & BID ở mức thấp kỷ lục & LPB gần mức đỉnh



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Bảng 42: Các chỉ số hoạt động quan trọng trong Q3/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

"Càng xanh càng tốt"

	BID	CTG	VCB	MBB	VPB	TCB	ACB	STB	HDB	LPB	VIB	TPB	MSB	OCB
CAR (Q2/25)	9,6%	10,3%	12,0%	11,6%	13,8%	15,0%	11,0%	9,7%	13,0%	11,8%	12,0%	13,7%	12,1%	12,5%
Tỷ lệ vốn cấp 1 (Q2/25)	6,8%	7,2%	11,5%	9,7%	13,1%	14,3%	11,6%	8,6%	8,5%	9,5%	10,6%	10,8%	12,8%	12,1%
Tỷ lệ nợ xấu	1,9%	1,1%	1,0%	1,9%	3,5%	1,2%	1,1%	3,0%	2,9%	1,8%	3,3%	2,2%	2,8%	4,3%
Nợ nhóm 2	1,5%	1,1%	0,3%	1,4%	3,6%	0,6%	0,5%	1,6%	4,6%	0,9%	2,7%	1,8%	1,2%	1,9%
Tỷ lệ LLR	94,5%	176,5%	201,9%	79,2%	55,1%	119,2%	84,0%	93,3%	43,4%	76,1%	39,4%	61,2%	53,7%	34,6%
Tỷ trọng cho vay BĐS & xây dựng (Q2	7,1%	9,2%	10,1%	13,7%	31,8%	37,4%	4,7%	13,4%	27,9%	12,1%	3,3%	17,4%	18,4%	23,5%
Hệ số CIR	34,5%	28,1%	34,9%	28,9%	23,6%	34,0%	31,9%	45,2%	28,5%	28,7%	36,1%	38,1%	39,8%	37,4%
Chi phí HĐ / tín dụng bình quân	1,3%	1,2%	1,5%	1,9%	2,0%	2,3%	1,7%	2,7%	2,0%	1,5%	2,0%	2,3%	2,6%	2,1%
Tỷ lệ NIM	2,2%	2,7%	2,7%	4,2%	5,7%	4,0%	3,1%	3,7%	5,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,5%	3,3%
Tỷ lệ NIM - chi phí tín dụng	1,1%	1,6%	2,5%	2,3%	2,1%	3,4%	2,9%	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	2,1%	2,5%	2,2%
ROA	0,9%	1,3%	1,6%	2,0%	2,0%	2,2%	2,0%	1,6%	2,0%	2,1%	1,5%	1,6%	1,7%	1,3%
ROE	17,7%	21,6%	17,1%	20,7%	14,2%	14,4%	20,3%	21,4%	24,8%	24,2%	17,6%	17,1%	14,2%	12,1%
Tăng trưởng LNTT	12,1%	54,2%	1,4%	15,6%	62,2%	-1,9%	6,7%	43,9%	10,8%	6,5%	5,2%	34,3%	22,8%	75,8%
Tăng trưởng tín dụng	14,5%	23,8%	16,1%	30,4%	39,3%	22,0%	20,6%	15,3%	21,5%	21,3%	25,2%	22,5%	19,4%	23,3%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	10,9%	18,7%	12,2%	28,4%	31,4%	25,1%	13,6%	13,0%	21,1%	22,3%	20,7%	16,6%	26,0%	24,1%

Ghi chú: (1) Dữ liệu được trình bày trên cơ sở Q3/2025 trượt 12 tháng, (2) chúng tôi đưa trái phiếu VAMC ròng vào mục nợ xấu
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Lựa chọn cổ phiếu: Ưa thích cổ phiếu tăng trưởng

Sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026, chúng tôi tăng nhẹ bình quân 2,3% giá mục tiêu của 14 ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi. Sau đợt điều chỉnh bình quân khoảng 14% so với đỉnh, định giá của những ngân hàng này đã trở nên hấp dẫn hơn, trong đó tiềm năng tăng giá của 8 cổ phiếu hiện đã trở lại vùng khuyến nghị Mua vào và đã được nâng khuyến nghị gần đây, bao gồm: CTG, MBB, MSB, OCB, TCB, VCB, VIB và VPB. Tại định giá mới của chúng tôi, P/B dự phóng mục tiêu của ngành trong năm 2026 ở mức 1,48 lần, tiềm năng tăng giá bình quân khoảng 18%. Tuy nhiên, tiềm năng ở từng nhóm sẽ có sự chênh lệch, cụ thể như sau:

- NHTM có vốn nhà nước: Nền tảng cơ bản vững chắc nhưng tăng trưởng tín dụng chậm lại đang hạn chế tăng trưởng lợi nhuận, hệ số ROE ổn định thay vì cải thiện.
- NHTM tư nhân: Các ngân hàng nhóm 1 với thương hiệu mạnh và lợi thế cạnh tranh tốt, có thể định giá tiến sát mức đỉnh trước đó. Các ngân hàng nhóm 2 nhiều khả năng sẽ cải thiện chậm hơn, từ đó chênh lệch định giá sẽ khó thu hẹp. Theo phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi nhận thấy các NHTM có vốn nhà nước, ACB và một số NHTM quy mô trung bình như VIB và MSB vẫn có tiềm năng tăng giá hấp dẫn mặc dù tốc độ tăng trưởng vừa phải hơn so với các NHTM tư nhân nhóm 1 khác. Đối với NĐT ưa thích tăng trưởng, trên cơ sở PEG, một số ngân hàng nhóm 1 – MBB, HDB, VPB, STB, TCB – có định giá tương đối hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng.

Cổ phiếu ưa thích: Trong 12 tháng tới, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu tăng trưởng và xác định CTG, MBB, TCB, VPB là những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu. Trong trung

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)

hạn và cổ phiếu giá trị, chúng tôi ưa thích cổ phiếu ACB & VCB, đặc biệt là ở định giá hiện tại.

Bảng 43: So sánh các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Mã CK	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	Tiềm năng tăng / giảm	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)		Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)
					2025	2026	2025	2026	2025F	2026F	2026F	2027F	2026F
ACB	24,350	Mua vào	32,300	32.6%	1.30	1.12	7.2	6.2	19.4%	19.3%	15.1%	18.2%	1.49
BID	37,100	Tăng tỷ trọng	41,900	12.9%	1.61	1.39	11.8	10.1	14.5%	14.8%	16.8%	16.5%	1.57
CTG	49,000	Mua vào	62,800	28.2%	1.51	1.28	9.0	7.6	18.2%	18.2%	18.4%	16.0%	1.64
HDB	32,000	Tăng tỷ trọng	37,500	17.2%	1.71	1.39	8.2	6.6	22.7%	23.1%	23.5%	20.9%	1.63
LPB	48,600	Bán ra	25,500	-47.5%	3.13	2.68	14.2	13.5	22.8%	21.4%	5.2%	12.5%	1.41
MBB	23,250	Mua vào	30,400	30.8%	1.40	1.17	8.0	6.7	18.9%	19.0%	20.0%	29.2%	1.53
MSB	13,150	Mua vào	15,700	19.4%	0.97	0.86	7.5	7.3	13.9%	12.4%	1.8%	14.8%	1.02
OCB	12,300	Mua vào	14,900	21.1%	0.98	0.89	9.1	8.0	11.1%	11.7%	13.7%	16.2%	1.08
STB	48,600	Tăng tỷ trọng	58,400	20.2%	1.40	1.18	8.8	6.9	17.3%	18.6%	27.5%	27.3%	1.42
TCB	33,750	Mua vào	46,000	36.3%	1.49	1.29	9.5	7.7	16.4%	18.0%	23.4%	25.0%	1.76
TPB	17,300	Tăng tỷ trọng	19,000	9.8%	1.16	0.99	7.0	6.1	17.0%	17.4%	14.1%	13.9%	1.09
VCB	57,400	Mua vào	72,900	27.0%	2.11	1.70	14.5	12.6	15.5%	14.9%	14.7%	13.4%	2.16
VIB	18,500	Mua vào	22,700	22.7%	1.34	1.19	8.5	7.7	16.8%	16.3%	9.2%	22.4%	1.46
VPB	29,250	Mua vào	35,200	20.3%	1.39	1.23	11.0	9.2	13.7%	14.2%	19.3%	22.1%	1.48
Bình quân ngành				**17.9%**	**1.53**	**1.31**	**9.6**	**8.3**	**17.0%**	**17.1%**	**15.9%**	**19.2%**	**1.48**
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước				**22.7%**	**1.74**	**1.46**	**11.8**	**10.1**	**16.1%**	**16.0%**	**16.7%**	**15.3%**	**1.79**
Nhóm NHTM tư nhân				**16.6%**	**1.48**	**1.27**	**9.0**	**7.8**	**17.3%**	**17.4%**	**15.7%**	**20.2%**	**1.40**

Nguồn: HSC

Bảng 44: Các giả định định giá, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

CTG, HDB, MBB, STB, TCB và VPB có định giá tương đối rẻ dựa trên hệ số PEG

Ngân hàng	ROE bình quân 3 năm	EPS tăng trưởng kép 3 năm	PEG	P/E 2026	P/B 2026
ACB	19,5%	12,5%	0,50	6,22	1,12
BID	14,7%	10,5%	0,96	10,10	1,39
CTG	18,1%	21,2%	0,36	7,61	1,28
HDB	22,7%	22,7%	0,29	6,64	1,39
LPB	21,6%	8,0%	1,70	13,50	2,68
MBB	19,5%	19,6%	0,34	6,70	1,17
MSB	12,9%	5,1%	1,43	7,34	0,86
OCB	11,7%	14,6%	0,55	7,96	0,89
STB	18,6%	22,6%	0,30	6,88	1,18
TCB	17,9%	21,6%	0,36	7,70	1,29
TPB	17,2%	11,8%	0,52	6,13	0,99
VCB	15,0%	11,5%	1,10	12,61	1,70
VIB	16,8%	11,7%	0,66	7,75	1,19
VPB	14,4%	25,0%	0,37	9,21	1,23
Bình quân ngành	**17,2%**	**15,6%**	**0,53**	**8,31**	**1,31**
Bình quân nhóm NHTM quốc doanh	**15,9%**	**14,4%**	**0,70**	**10,11**	**1,46**
Bình quân nhóm NHTM tư nhân	**17,5%**	**15,9%**	**0,49**	**7,82**	**1,27**

Ghi chú: Hệ số PEG được tính bằng cách lấy P/E dự phóng năm 2026 chia cho tốc độ tăng trưởng kép EPS 3 năm. Hệ số PEG điều chỉnh của MSB và OCB (loại trừ khoản thu nhập không thường xuyên trong năm 2024 khỏi tốc độ tăng trưởng kép EPS 3 năm) lần lượt là 0,47 lần và 0,43 lần, thấp hơn so với mức trước khi điều chỉnh các khoản lợi nhuận không thường xuyên/ngoài lõi.

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)

Báo cáo doanh nghiệp

Mời đọc các báo cáo cập nhật của chúng tôi để có thêm phân tích chi tiết:

CTG: Solid outlook intact; u/g to Buy on valuation (báo cáo tiếng Anh)

BID: Cheap val. but lacks catalyst; maintain Add (báo cáo tiếng Anh)

VCB: Định giá hấp dẫn hơn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

ACB: Chất lượng tốt với định giá hợp lý; khuyến nghị Mua vào

HDB: Giữ vững triển vọng tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

LPB: Tăng trưởng chững lại với định giá kỷ lục; khuyến nghị Bán ra

MBB: Nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn

MSB: Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá hấp dẫn

OCB: Triển vọng hồi phục; nâng khuyến nghị lên Mua vào

STB: No catalysts in the short-term; maintain Add (báo cáo tiếng Anh)

TPB: Upgrade to Add on valuation (báo cáo tiếng Anh)

TCB: U/g to Buy on solid outlook & attractive val. (báo cáo tiếng Anh)

VIB: Hạ dự báo; khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá

VPB: Động lực tăng trưởng mạnh mẽ với tiềm năng tăng giá hấp dẫn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

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)