

Chênh lệch huy động-tín dụng là tâm điểm, sức ép thanh khoản tiếp diễn

Phạm Liên Hà, CFA

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

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

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

Lê Khánh Tùng

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

Nguyễn Bảo Ngọc

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

- Thanh khoản tiếp tục là rào cản chính. Hệ số LDR hệ thống đạt 115% vào tháng 4 khi tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt tăng trưởng tiền gửi mặc dù lãi suất tiền gửi đã tăng lên. Khi hỗ trợ của NHNN và KBNN tiệm cận giới hạn, các ngân hàng sẽ cần phụ thuộc nhiều hơn vào năng lực huy động nội tại. Trong khi đó, lãi suất có thể vẫn duy trì ở mức cao trong trung hạn.
- Chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng & tỷ lệ NIM, tuy nhiên tăng trưởng lợi nhuận được dự phóng vẫn tích cực. Lợi nhuận thuần của các NHTM trong phạm vi phân tích được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 14,6%, 19,1% và 20,5% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ thắt chặt chi phí hoạt động và chi phí dự phòng vẫn trong tầm kiểm soát.
- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CTG, ACB & VCB với lựa chọn phòng thủ, TCB, VPB & HDB với lựa chọn rủi ro hơn nhưng tăng trưởng mạnh hơn và MBB là lựa chọn cân bằng, kết hợp sự ổn định và tăng trưởng; tất cả đều được khuyến nghị Mua vào.

Thanh khoản tiếp tục là rào cản chính

Thanh khoản hệ thống vẫn căng thẳng mặc dù lãi suất tiền gửi đã tăng lên do tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục nhanh hơn tăng trưởng tiền gửi. Hệ số LDR toàn hệ thống đạt mức kỷ lục 115% vào tháng 4 trong khi hỗ trợ thanh khoản từ NHNN và KBNN có vẻ đã chạm giới hạn. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào năng lực huy động nội tại. Theo đó, năng lực huy động tiền gửi, khả năng duy trì tiền gửi không kỳ hạn và kỷ luật bảng cân đối ngày càng trở nên quan trọng.

Sức ép lên NIM là nguyên nhân chính khiến KQKD Q1/2026 gây thất vọng

KQKD Q1/2026 khá tốt nhưng thấp hơn một chút so với kỳ vọng, với tổng LNTT tăng 18,4% so với cùng kỳ và hoàn thành 22% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM bình quân thu hẹp 22 điểm cơ bản so với quý trước xuống 3,06%, mức thấp nhất trong nhiều năm, do chi phí huy động tăng nhanh hơn lợi suất tài sản. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cũng giảm 1 điểm phần trăm so với quý trước xuống 23%, cũng có quan điểm của chúng tôi rằng áp lực từ phía nguồn vốn vẫn là rủi ro chính đối với lợi nhuận.

Hạ dự báo nhưng lợi nhuận vẫn tăng trưởng tích cực

HSC điều chỉnh giảm dự báo ngành sau khi hạ dự phóng tăng trưởng tín dụng và hạ giả định tỷ lệ NIM. Đối với các NHTM trong phạm vi phân tích, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt lần lượt 15,5%, 18% và 15,4% trong giai đoạn 2026-2028 với tỷ lệ NIM đạt lần lượt 3,1%, 3,18% và 3,27%. Lợi nhuận thuần ước tính tăng trưởng lần lượt 14,6%, 19,1% và 20,5%, tương đương tốc độ CAGR 3 năm đạt 18,1%.

Chọn lọc cổ phiếu, với các lựa chọn phòng thủ hoặc tăng trưởng/beta cao

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CTG & VCB nhờ năng lực huy động tiền gửi tốt hơn, cơ sở khách hàng lớn, được hỗ trợ bởi chính sách, và đã có những tín hiệu sớm về ổn định NIM. Trong nhóm NHTM tư nhân, ACB & MBB nổi bật với sự ổn định về nguồn vốn, chiều sâu hệ sinh thái và tính phòng thủ về chất lượng tài sản. Đối với NĐT có khẩu vị rủi ro cao hơn, TCB, VPB & HDB mang lại tăng trưởng lợi nhuận hấp dẫn ở mức định giá hiện tại nhờ hệ sinh thái mạnh, đệm vốn dày, và tỷ suất sinh lời cao, mặc dù rủi ro cho vay BĐS & độ nhạy huy động cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ACB	25,100	Mua vào	-	32,600	1.88	29.9	7.18	6.05	1.19	1.04	2.79	4.50
BID	41,700	Tăng tỷ trọng	-	46,500	0.43	11.5	9.65	8.85	1.49	1.30	0	0.96
CTG	33,850	Mua vào	-	48,300	-	42.7	6.42	5.65	1.25	1.06	1.48	1.48
HDB	24,900	Mua vào	-	33,000	-	32.5	5.99	4.79	1.36	1.09	2.01	2.01
LPB	50,900	Bán ra	-	24,900	(3.11)	(51.1)	13.4	13.3	3.07	2.64	5.89	1.96
MBB	24,650	Mua vào	-	31,800	-	29.0	6.47	5.40	1.20	1.00	4.06	0
MSB	14,300	Tăng tỷ trọng	Mua vào	15,800	2.60	10.5	7.04	7.04	0.91	0.81	0	0
OCB	11,550	Mua vào	-	14,700	(3.92)	27.3	6.88	6.01	0.80	0.71	0	0
STB	66,600	Giảm tỷ trọng	-	61,000	5.90	(8.41)	17.0	8.28	1.84	1.52	0	0
TCB	31,900	Mua vào	-	44,500	-	39.5	7.51	6.27	1.16	1.01	2.19	3.13
TPB	15,600	Mua vào	-	19,800	(1.00)	26.9	5.46	4.85	0.89	0.77	3.21	3.21
VCB	61,600	Mua vào	-	75,600	3.56	22.7	13.4	11.9	1.85	1.66	0.79	1.33
VIB	15,800	Mua vào	-	20,000	(3.85)	26.6	6.48	6.08	1.03	0.92	5.70	3.80
VPB	26,450	Mua vào	-	36,800	(1.34)	39.1	7.25	5.71	1.09	0.93	1.89	1.89

Giá cổ phiếu tại ngày 2/6/2026.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Quan điểm thận trọng hơn với ưu tiên ổn định hệ thống	3
Thanh khoản vẫn căng thẳng mặc dù lãi suất neo cao	3
Định hướng chính sách: Bảo vệ sự ổn định	7
Diễn biến và xu hướng của ngành	9
Tổng LNTT Q1/2026 tăng 18% so với cùng kỳ nhưng NIM là nguyên nhân khiến kết quả thấp hơn kỳ vọng	9
Tín dụng doanh nghiệp và BĐS dẫn dắt tăng trưởng tín dụng	10
Tỷ lệ NIM thu hẹp do áp lực chi phí huy động	12
Chất lượng tài sản trong tầm kiểm soát mặc dù nợ xấu gia tăng mang tính thời điểm	14
Thu nhập phí tăng trưởng tích cực nhưng phân hóa	15
Điều chỉnh dự báo	17
Áp lực NIM rõ nét từ phía nguồn vốn	17
Chất lượng tài sản cũng là một điểm quan trọng cần theo dõi	18
Ngân hàng nào đang có vị thế tốt hơn?	19
Hạ dự báo do điều chỉnh giảm tăng trưởng tín dụng và NIM	19
Định giá và khuyến nghị	23
Diễn biến giá cổ phiếu và định giá hiện tại	23
Khuyến nghị và cổ phiếu ưu tiên hàng đầu	25
Báo cáo thành phần	
Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)	26
NHTMCP ĐT và PT Việt Nam (BID)	35
NHTMCP Phát triển TP HCM (HDB)	44
NHTMCP Lộc Phát Việt Nam (LPB)	51
Ngân hàng TMCP Hàng hải Việt Nam (MSB)	59
Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)	68
Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB)	76
NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (STB)	84
NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB)	92
Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB)	100
NHTMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	108
NHTMCP Công thương Việt Nam (CTG)	116
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam (VIB)	123
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)	130

Quan điểm thận trọng hơn với ưu tiên ổn định hệ thống

Thanh khoản hệ thống vẫn căng thẳng mặc dù lãi suất ở mức cao do tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao hơn tăng trưởng tiền gửi trong khi hỗ trợ thanh khoản từ NHNN & KBNN có vẻ đang tiệm cận giới hạn. Do chi phí huy động duy trì ở mức cao, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn thu hẹp và các ngân hàng không còn nhiều dư địa để chuyển phần gánh nặng chi phí sang khách hàng vay do định hướng duy trì lãi suất cho vay hợp lý, chúng tôi giảm bình quân 3,7% dự báo giai đoạn 2026-2028 do tăng trưởng tín dụng chậm lại và áp lực lên NIM gia tăng. Chất lượng tài sản cũng cần được theo dõi chặt chẽ trong bối cảnh lãi suất cho vay tăng lên, thanh khoản thị trường BĐS chậm lại cùng những bất ổn về vĩ mô.

Thanh khoản vẫn căng thẳng mặc dù lãi suất neo cao

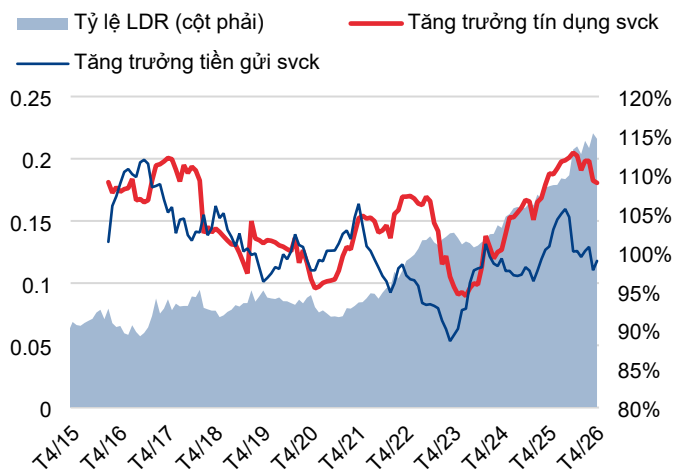
Hệ số LDR tiếp tục tăng cao kỷ lục

Hệ số LDR toàn hệ thống cao kỷ lục. Thanh khoản hệ thống vẫn chịu sức ép khi hệ số LDR của ngành ngân hàng tiếp tục tăng lên mức cao kỷ lục vào tháng 4. Tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt tốc độ tăng trưởng tiền gửi, nới rộng đáng kể chênh lệch tín dụng-tiền gửi kể từ cuối năm 2022. Điều này cho thấy tốc độ huy động tiền gửi chưa theo kịp nhu cầu vay vốn, mặc dù lãi suất tiền gửi đã tăng lên từ mức đáy.

Sức ép diện rộng trên toàn hệ thống. Áp lực cũng phản ánh rõ ràng ở cấp độ từng ngân hàng. Hệ số LDR thuần tăng lên ở hầu hết các ngân hàng trong Q1/2026, trong đó nhiều NHTM tư nhân đã và đang ở mức cao. Hệ số LDR điều chỉnh - bao gồm TPDN & giấy tờ có giá - cũng cho thấy bức tranh tương tự, tăng lên so với Q4/2025 ở hầu hết các NHTM trong phạm vi phân tích. Số liệu cơ cấu nguồn vốn phản ánh sự phụ thuộc ngày càng lớn vào các nguồn vốn ngoài tiền gửi. Các NHTM có vốn nhà nước ngày càng phụ thuộc vào tiền gửi KBNN trong khi các NHTM tư nhân sử dụng nhiều hơn kênh giấy tờ có giá và nguồn vốn liên ngân hàng.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ LDR hệ thống, ngành Ngân hàng Việt Nam

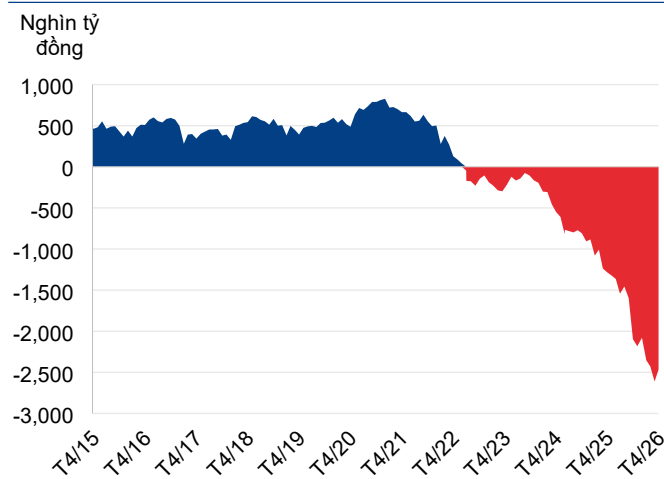
Hệ số LDR đã tăng lên mức 115% trong tháng 4



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 2: Chênh lệch tín dụng – tiền gửi, ngành Ngân hàng Việt Nam

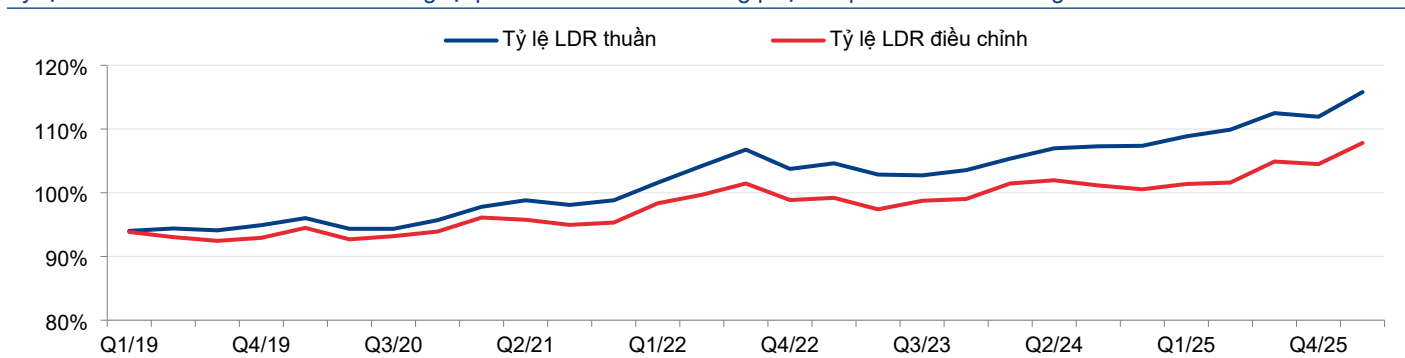
Khoảng cách giữa tín dụng và tiền gửi đã nới rộng đáng kể



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ LDR & LDR điều chỉnh, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ LDR thuần và LDR điều chỉnh tăng tại phần lớn các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi

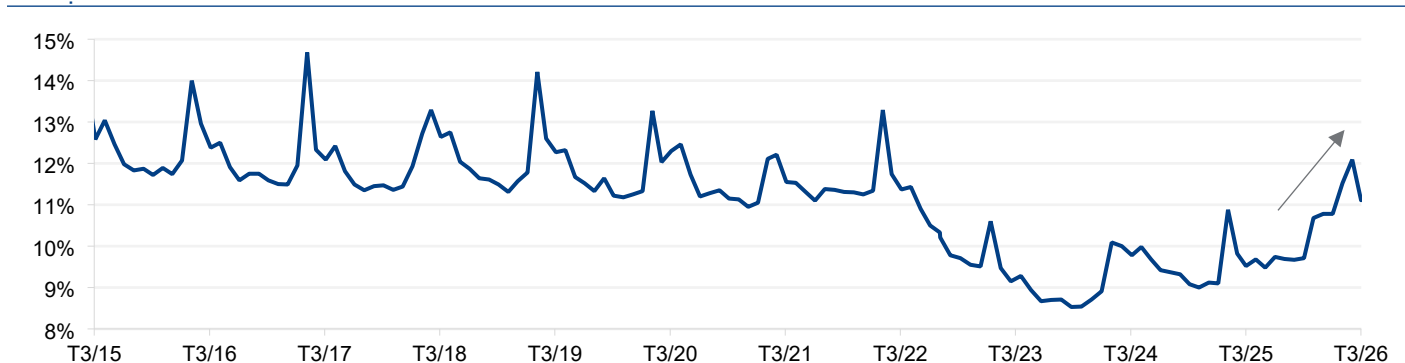


Ghi chú: Tỷ lệ LDR điều chỉnh = Tổng tín dụng / (Tiền gửi + giấy tờ có giá, loại trừ các khoản nắm giữ chéo).
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Thất thoát tiền mặt làm gia tăng thêm áp lực trong ngắn hạn. Số liệu cập nhật của NHNN cho thấy tiền mặt trong lưu thông tăng từ mức bình quân dưới 10% lên đỉnh 12% vào tháng 2/2026. Điều này có thể phản ánh xu hướng tăng lượng tiền mặt nắm giữ của hộ gia đình & doanh nghiệp sau khi luật thuế mới có hiệu lực. Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố mang tính tạm thời và làm trầm trọng thêm áp lực thanh khoản, mặc dù không thể giải thích đầy đủ hiện tượng rộng hơn này. Chúng tôi cho rằng lượng tiền mặt này sẽ quay trở lại hệ thống ngân hàng khi hộ gia đình và doanh nghiệp thích nghi với luật thuế mới với sự hỗ trợ tích cực từ các ngân hàng và cơ quan quản lý. Các đối tượng nhận tiền bồi thường đất bằng tiền mặt cũng có xu hướng gửi tiền vào ngân hàng để đảm bảo an toàn và hưởng lãi suất hấp dẫn khi nhiều ngân hàng đang nhắm vào nhóm khách hàng này để huy động tiền gửi.

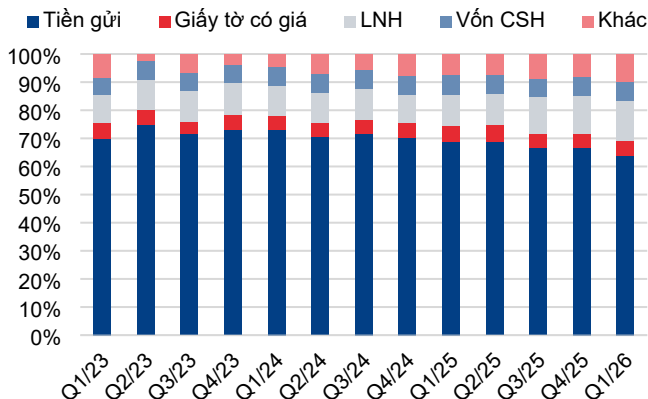
Biểu đồ 4: Lượng tiền mặt trong lưu thông, ngành Ngân hàng Việt Nam

Tiền mặt trong lưu thông đã tăng kể từ tháng 10/2025, trùng với giai đoạn lãi suất tiền gửi thấp và việc siết chặt quản lý thuế đối với các hộ kinh doanh



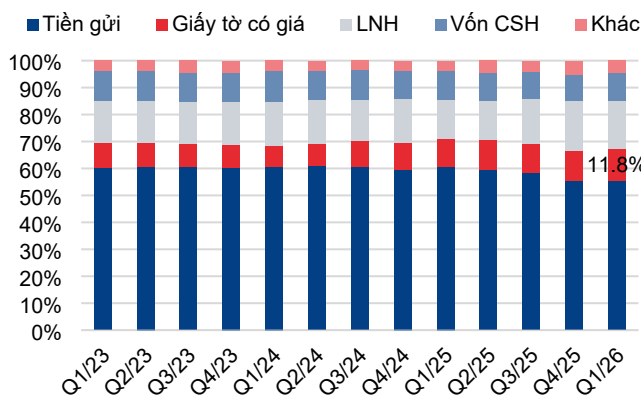
Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 5: Cơ cấu nguồn vốn, các NHTM có vốn Nhà nước
 Các NHTM quốc doanh ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào tiền gửi Kho bạc Nhà nước (được bao gồm trong mục “Khác”)



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 6: Cơ cấu nguồn vốn, các NHTM tư nhân
 Các NHTM tư nhân cũng gia tăng sử dụng giấy tờ có giá và vay liên ngân hàng



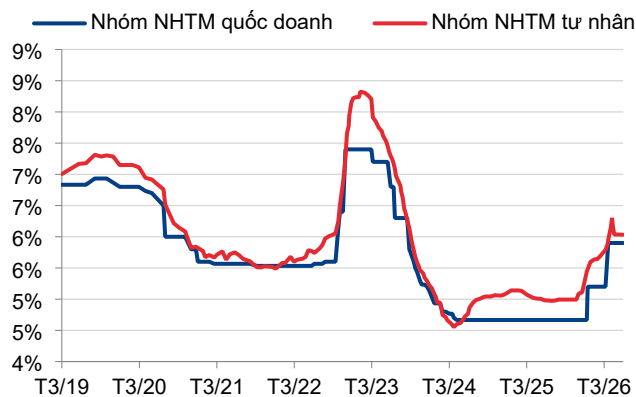
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Lãi suất tiền gửi đã tăng lên nhưng thanh khoản chưa cải thiện

Lãi suất tiền gửi tăng lên đáng kể. Lãi suất tiền gửi đã tăng mạnh từ đáy, trong đó lãi suất kỳ hạn 12 tháng niêm yết hiện dao động quanh 6% đối với cả NHTM có vốn nhà nước và tư nhân, tăng gần 150 điểm cơ bản so với đáy. Trong khi đó, lãi suất kỳ hạn 3 tháng của các NHTM tư nhân dao động quanh mức 4,4%, tăng 170 điểm cơ bản so với mức đáy.

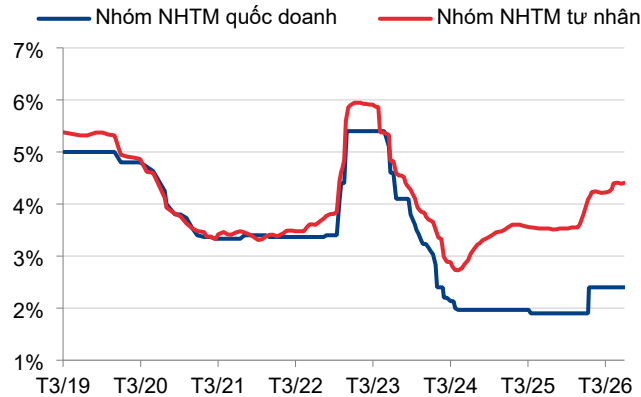
Cạnh tranh tiền gửi thực tế gay gắt hơn so với lãi suất niêm yết. Thị trường lãi suất tiền gửi đã trở nên nhộn nhịp và đa dạng hơn nhiều ở giai đoạn này. Lãi suất tiền gửi trên các ứng dụng số, lãi suất đàm phán trực tiếp tại chi nhánh và các chương trình ưu đãi cho khoản tiền gửi lớn hiện cao hơn đáng kể so với lãi suất niêm yết. Khách hàng có thể nhận lãi suất ở mức trần quy định 4,75% với kỳ hạn dưới 6 tháng hoặc thậm chí lợi suất thực tế cao hơn thông qua các sản phẩm cấu trúc như tài khoản sinh lời tự động hoặc chứng chỉ tiền gửi bán lẻ từ các CTCK trực thuộc. Đối với kỳ hạn 12 tháng, lãi suất có thể đạt 6,8% tại các NHTM có vốn nhà nước và trên 8% tại các NHTM tư nhân. Nhìn chung, lãi suất tiền gửi hiện tại tương đương năm 2019 nhưng vẫn thấp hơn khoảng 100-150 điểm cơ bản so với đỉnh năm 2022.

Biểu đồ 7: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, 18 ngân hàng lớn tại Việt Nam
 Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng đã tăng kể từ tháng 10/2025 nhưng giảm nhẹ vào tháng 4 năm nay sau khi NHNN yêu cầu hạ lãi suất



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

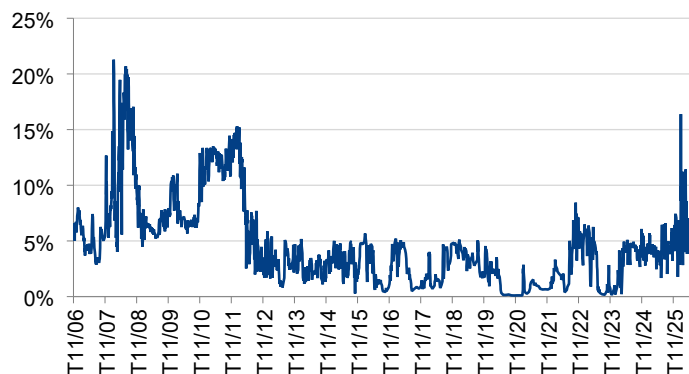
Biểu đồ 8: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 3 tháng, 18 ngân hàng lớn tại Việt Nam
 Tuy nhiên, lãi suất ngắn hạn vẫn đang trong đà tăng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 9: Lãi suất qua đêm, ngành Ngân hàng Việt Nam

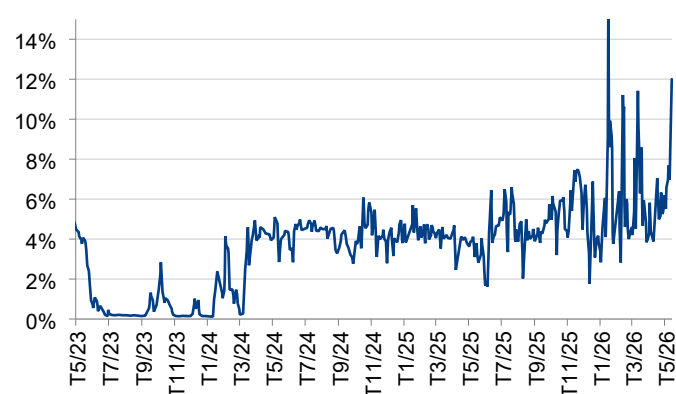
Lãi suất qua đêm tăng mạnh lên mức cao kỷ lục kể từ năm 2012



Nguồn: Dữ liệu thị trường

Biểu đồ 10: Lãi suất qua đêm, ngành Ngân hàng Việt Nam

Lãi suất qua đêm liên tục duy trì ở mức trên 5% kể từ Q2/2024



Nguồn: Dữ liệu thị trường

Lãi suất LNH phản ánh căng thẳng thanh khoản. Lãi suất LNH cũng phản ánh tình trạng căng thẳng thanh khoản. Lãi suất cho vay qua đêm duy trì ở mức cao khoảng 6%, cao hơn khoảng 100 điểm cơ bản so với trước đó và có lúc tăng mạnh đột biến, đặc biệt là tại thời điểm đầu và cuối tháng khi các ngân hàng phải báo cáo hệ số an toàn và dự trữ bắt buộc.

Việc hạ lãi suất niêm yết có tác động hạn chế. Sau chỉ đạo của NHNN đầu tháng 4 nhằm hạ lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng, các ngân hàng trong hệ thống đã giảm khoảng 50 điểm cơ bản lãi suất tiền gửi niêm yết đối với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên. Đáng chú ý, các NHTM có vốn nhà nước chỉ giảm lãi suất đối với kỳ hạn từ 24 tháng trở lên - vốn là các kỳ hạn ít phổ biến và chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng tiền gửi. Quan trọng hơn là lãi suất thực nhận, các ưu đãi và những sản phẩm không phải là khoản huy động tiền gửi trên bề mặt như tài khoản sinh lời tự động. Cạnh tranh tiền gửi vẫn diễn ra sôi động, trong đó một số ngân hàng đã hạ điều kiện để hưởng lãi suất ưu đãi.

Áp lực lên lãi suất vẫn hiện hữu. Khi huy động vốn chưa cải thiện mặc dù lãi suất đã ở mức cao, chúng tôi nhận thấy rủi ro lãi suất tiền gửi có thể tiếp tục tăng nếu nhu cầu tín dụng vẫn lớn và khả năng hỗ trợ thanh khoản hạn chế hơn.

Hỗ trợ thanh khoản có thể đã chạm giới hạn

Hỗ trợ thanh khoản đã ở mức kỷ lục. Chúng tôi ước tính tổng hỗ trợ thanh khoản từ KBNN & NHNN đã tăng lên mức kỷ lục mới, chủ yếu bao gồm:

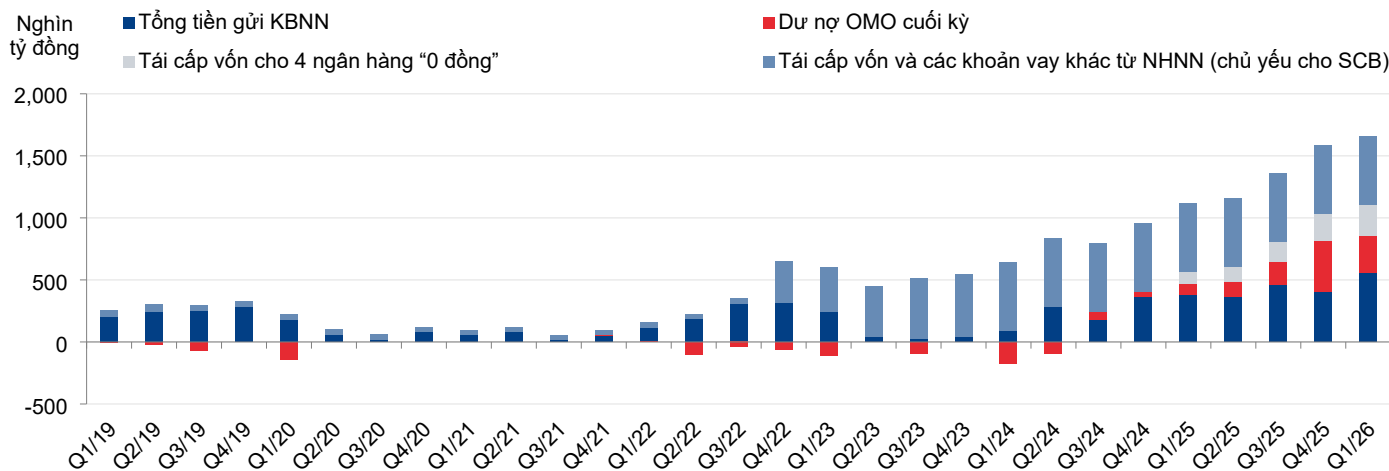
- Tiền gửi KBNN tại 3 NHTM lớn đạt mức kỷ lục khoảng 555 nghìn tỷ đồng;
- Số dư OMO đang lưu hành duy trì ở mức cao khoảng 300 nghìn tỷ đồng, mặc dù đã giảm so với mức đỉnh gần 500 nghìn tỷ đồng gần đây;
- Tái cấp vốn cho các khoản vay chuyển nhượng cho 4 ngân hàng "0 đồng", đạt khoảng 240 nghìn tỷ đồng.

Chênh lệch thanh khoản vẫn lớn hơn mức hỗ trợ chính thức. Tổng hỗ trợ từ NHNN & KBNN ước tính khoảng 1.600 nghìn tỷ đồng, vẫn thấp hơn tổng chênh lệch thanh khoản ở mức 2.500 nghìn tỷ đồng. Phần còn lại được bù đắp bằng một phần vốn CSH của các ngân hàng, vay quốc tế và trái phiếu & chứng chỉ tiền gửi do khách hàng nắm giữ. NHNN cũng hoán đổi USD/VND ngắn hạn để hỗ trợ thanh khoản VND, kỳ hạn thường kéo dài khoảng 2 tuần mỗi lần nhưng tổng quy mô hỗ trợ chưa được công bố.

Chúng tôi tin rằng hỗ trợ từ NHNN và KBNN đang chạm giới hạn khi tổng hỗ trợ duy trì ở mức tương đối ổn định trong 2 quý gần đây. Hỗ trợ bổ sung thông qua các công cụ khác như tái cấp vốn trực tiếp cho các ngân hàng sẽ cần Chính phủ phê duyệt và chúng tôi chưa thấy các quy định mới về vấn đề này. Thời gian tới, các ngân hàng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào năng lực huy động nội tại và phụ thuộc ít hơn vào hỗ trợ thanh khoản từ NHNN.

Biểu đồ 11: Tổng hỗ trợ thanh khoản, ngành Ngân hàng Việt Nam

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



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Định hướng chính sách: Bảo vệ sự ổn định

NHNN đang ưu tiên ổn định thay vì nới lỏng diện rộng. Chúng tôi nhận thấy sự nhất quán trong lập trường chính sách của NHNN, nhấn mạnh sự ổn định hệ thống và duy trì lãi suất ở mức chấp nhận được, thay vì theo đuổi nới lỏng tiền tệ trên diện rộng. Nhà điều hành NHNN cũng nhấn mạnh rằng tăng trưởng GDP nên phụ thuộc nhiều hơn vào chính sách tài khóa thay vì chính sách tiền tệ. Các định hướng chính sách chính bao gồm:

Kiểm soát tăng trưởng tín dụng

Hạn mức tăng trưởng tín dụng vẫn là công cụ chính sách. NHNN tiếp tục duy trì mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ở mức 15% nhưng có thể linh hoạt điều chỉnh tăng hoặc giảm tùy thuộc vào điều kiện vĩ mô, diễn biến rủi ro & điều kiện thanh khoản.

Tín dụng BĐS tiếp tục được kiểm soát chặt chẽ. Tín dụng lĩnh vực BĐS vẫn được kiểm soát chặt, ngoại trừ phân khúc nhà ở xã hội và bất động sản KCN. Điều này giúp hạn chế rủi ro tăng trưởng tín dụng quá nóng trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng, vốn có thể chậm ngòi cho cuộc đua đua lãi suất tiền gửi và làm gia tăng rủi ro hệ thống.

Ngăn chặn cuộc đua lãi suất

Cạnh tranh tiền gửi đang được kiểm chế thông qua biện pháp hành chính. Một mục tiêu chính khác của NHNN là duy trì lãi suất ở mức chấp nhận được. Để đạt được điều này, NHNN đã sử dụng biện pháp hành chính và kiểm soát hạn mức tín dụng, theo đó các ngân hàng tăng lãi suất tiền gửi mạnh có thể bị giảm hạn mức tăng trưởng tín dụng.

Nới lỏng quy mô lớn khó có thể xảy ra. Điều này cho thấy NHNN nhiều khả năng sẽ không bơm thêm thanh khoản chỉ để hạ lãi suất. Thay vào đó, lập trường chính sách của cơ quan này nhằm duy trì lãi suất xung quanh mức hiện tại, ngay cả khi tăng trưởng tín dụng giảm tốc. Điều này cũng cố quan điểm của chúng tôi rằng NHNN đang ưu tiên ổn định hệ thống và hướng đến ổn định lãi suất thay vì nới lỏng tiền tệ mạnh hoặc bơm thanh khoản quy mô lớn. Trong bối cảnh áp lực lạm phát gia tăng, chúng tôi cho rằng định hướng này là phù hợp hơn. Tuy nhiên, các biện pháp hành chính có thể kém hiệu quả nếu tình hình thanh khoản vẫn căng thẳng, như đã từng xảy ra trong các chu kỳ trước.

Dự thảo quy định thanh khoản chặt chẽ hơn được công bố để lấy ý kiến

Các quy định thanh khoản đang hướng tới tiêu chuẩn Basel III. NHNN vừa công bố dự thảo thông tư để thay thế Thông tư 22, giới thiệu khung quản lý thanh khoản sát hơn với tiêu chuẩn Basel III. Mặc dù dự thảo vẫn đang trong giai đoạn lấy ý kiến và có thể thay đổi trước khi chính thức ban hành, chúng tôi tin rằng định hướng chính

sách đã rõ ràng: các yêu cầu thanh khoản đang trở nên chặt chẽ hơn. Mời xem báo cáo chi tiết của chúng tôi: [Khung quản lý thanh khoản chặt chẽ hơn đang thành hình](#).

Hệ số CDR gây sức ép ngắn hạn. Hệ số CDR (tỷ lệ tín dụng/huy động) là thay đổi trọng yếu nhất trong ngắn hạn, dự kiến có hiệu lực ngay khi thông tư mới được ban hành và duy trì cho đến khi các ngân hàng đáp ứng yêu cầu về hệ số LCR và NSFR. So với quy định về hệ số LDR hiện tại, hệ số CDR mở rộng định nghĩa phạm vi tín dụng trong khi thắt chặt cơ sở huy động thông qua việc loại trừ nguồn vốn huy động chéo nhau giữa các ngân hàng. Các ngân hàng phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn LNH, nắm giữ chéo lượng lớn chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu và đệm vốn CSH mỏng hơn sẽ đối mặt với nhiều áp lực hơn.

Công tác chuẩn bị có thể làm gia tăng cạnh tranh huy động. Trong ngắn hạn, áp lực huy động có khả năng trở nên rõ rệt hơn khi các ngân hàng chuẩn bị nguồn vốn để đảm bảo tuân thủ các quy định mới, ngay cả khi thông tư chính thức có thể đưa ra lộ trình triển khai nhiều năm cho các yêu cầu theo tiêu chuẩn Basel III.

Hỗ trợ tạm thời trong ngắn hạn

Thông tư 08 mang lại hỗ trợ tạm thời trong ngắn hạn. Trong cùng khoảng thời gian, NHNN đã ban hành Thông tư 08/2026, sửa đổi Thông tư 22/2019, cho phép các ngân hàng cộng thêm 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào cơ sở tiền gửi khi tính toán hệ số LDR. Thông tư 08/2026 có hiệu lực từ ngày 15/5/2026. Điều này đảo ngược một phần quy định cũ chặt chẽ hơn có hiệu lực từ ngày 1/1/2026, theo đó 100% tiền gửi Kho bạc bị loại khỏi cơ sở tiền gửi.

Các NHTM có vốn nhà nước sẽ được hưởng lợi nhiều nhất. Chúng tôi nhận thấy điều chỉnh này hỗ trợ thanh khoản tạm thời cho hệ thống ngân hàng trong khi thông tư quản lý thanh khoản mới theo tiêu chuẩn Basel III vẫn đang được thảo luận. Các NHTM có vốn nhà nước được hưởng lợi trực tiếp do tiền gửi KBNN chủ yếu được gửi tại các ngân hàng này. Dựa trên số liệu cuối Q1/2026, chúng tôi ước tính điều chỉnh này sẽ cộng thêm khoảng 111 nghìn tỷ đồng vào cơ sở tiền gửi của 3 NHTM có vốn nhà nước trong phạm vi phân tích, tương đương 1,3% tiền gửi của BID, 1,5% của CTG và 1,8% của VCB.

Tác động ở cấp độ hệ thống khá khiêm tốn. Ở cấp độ toàn hệ thống, tác động có vẻ khiêm tốn, chỉ khoảng 0,7% tổng tiền gửi theo ước tính của chúng tôi. Do đó, mặc dù Thông tư 08 mang lại hỗ trợ ngắn hạn nhưng không thay đổi định hướng chung về tăng cường quản lý thanh khoản và giảm phụ thuộc vào hỗ trợ nguồn vốn tạm thời.

Diễn biến và xu hướng của ngành

KQKD Q1/2026 khá tốt nhưng thấp hơn so với dự báo của chúng tôi chủ yếu do tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo. Tỷ lệ NIM giảm bình quân 22 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 11 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 3,06%, mức thấp nhất trong nhiều năm, khi thanh khoản căng thẳng kéo dài khiến chi phí huy động cao hơn dự báo trong khi lợi suất tài sản tăng chậm. Các NHTM có vốn nhà nước là điểm sáng hiếm hoi với hai ngân hàng ghi nhận NIM mở rộng. Chất lượng tài sản tổng thể nhìn chung được kiểm soát tốt, tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ và chưa có dấu hiệu xấu đi đáng kể. Tuy nhiên, rủi ro vẫn hiện hữu do lãi suất cho vay tăng lên, bất ổn vĩ mô và đệm dự phòng thu hẹp.

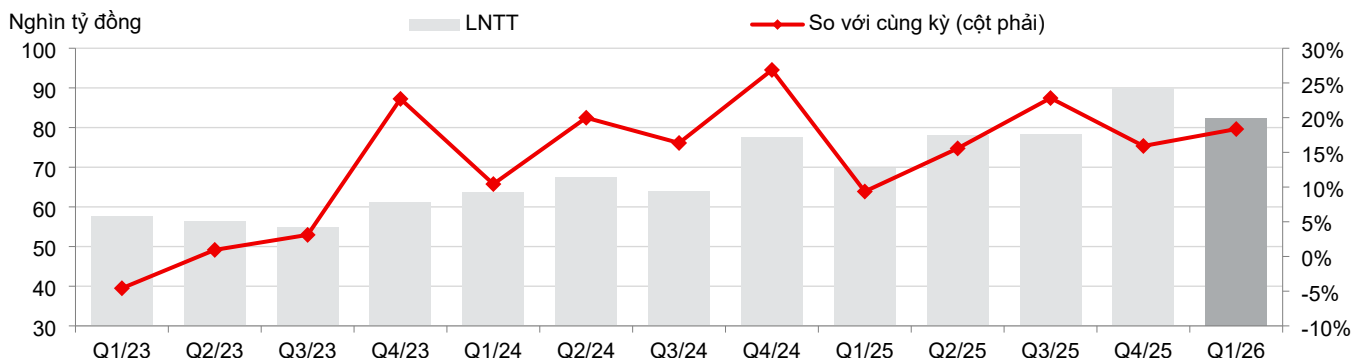
Tổng LNTT Q1/2026 tăng 18% so với cùng kỳ nhưng NIM là nguyên nhân khiến kết quả thấp hơn kỳ vọng

Tăng trưởng LNTT khá cao nhưng thấp hơn kỳ vọng. Tổng LNTT tăng 18,4% so với cùng kỳ trong Q1/2026, hoàn thành 22% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi. Cả tổng thu nhập hoạt động và chi phí đều thấp hơn dự báo, phản ánh tỷ lệ NIM và kinh doanh nguồn vốn thấp hơn dự báo, cũng như chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ hơn giả định trước đó của chúng tôi.

Hầu hết các ngân hàng không hoàn thành dự báo Q1 do tỷ lệ NIM yếu. KQKD Q1/2026 của 11 trong 14 NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi thấp hơn dự báo, hai ngân hàng sát kỳ vọng và một ngân hàng vượt kỳ vọng. LPB, STB và TPB là những trường hợp gây thất vọng nhất. Tỷ lệ NIM thấp là tình trạng chung với ngoại lệ hiếm hoi ở CTG và VCB - đều ghi nhận NIM cải thiện so với quý trước.

Biểu đồ 12: Tổng LNTT, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tổng LNTT tăng mạnh 18,4% nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 13: Tổng KQKD của các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Động lực tăng trưởng lợi nhuận đến từ thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ tích cực, cùng với kiểm soát chi phí HĐ chặt chẽ. Tuy nhiên, cả tổng thu nhập hoạt động và chi phí đều thấp hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	% 2026 HSCF cũ
Thu nhập lãi thuần	112,161	132,637	18.3%	-2.4%	22.2%
Thu nhập ngoài lãi	30,174	34,036	12.8%	-27.7%	21.8%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	13,185	18,242	38.4%	2.7%	25.2%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	6,356	5,365	-15.6%	34.6%	19.3%
Lãi tự doanh	2,351	285	-87.9%	-92.3%	3.1%
Thu nhập khác	7,946	9,611	21.0%	-52.7%	21.9%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	336	534	58.9%	-60.6%	18.8%
Tổng thu nhập HĐ	142,335	166,673	17.1%	-8.9%	22.1%
Chi phí HĐ	(44,524)	(49,075)	10.2%	-17.3%	21.8%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	97,811	117,598	20.2%	-4.9%	22.2%
Chi phí dự phòng	(28,222)	(35,235)	24.8%	4.6%	22.6%
LNTT	69,589	82,363	18.4%	-8.4%	22.0%
Lợi nhuận thuần	55,311	64,923	17.4%	-8.1%	22.0%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 14: KQKD của các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Phần lớn các ngân hàng ghi nhận tỷ lệ NIM thấp hơn kỳ vọng, từ đó tạo áp lực lên lợi nhuận

	LNTT			% HSCF	Nhận định của HSC
	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước		
ACB	5,368	16.8%	54.8%	22.9%	Lợi nhuận nhìn chung sát với dự báo. NIM thấp hơn dự kiến được bù đắp nhờ thu nhập phí vượt kỳ vọng và chi phí HĐ được kiểm soát chặt chẽ hơn
BID	8,572	15.6%	-39.4%	22.1%	Nhìn chung sát với dự báo, là quý thường ghi nhận KQKD thấp do yếu tố mùa vụ
CTG	11,139	63.3%	-19.9%	21.2%	Thấp hơn dự báo một chút do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến, bất chấp việc tổng thu nhập HĐ vượt kỳ vọng nhờ NIM cải thiện
HDB	6,107	14.0%	-6.7%	22.4%	Thấp hơn một chút so với dự báo. Cả tổng thu nhập HĐ và chi phí đều thấp hơn dự kiến
LPB	2,826	-11.0%	-39.3%	18.3%	Thấp hơn đáng kể so với dự báo do NIM thấp hơn dự kiến
MBB	9,628	14.8%	-13.5%	22.9%	Thấp hơn một chút so với kỳ vọng do NIM và thu nhập từ kinh doanh nguồn vốn thấp hơn dự kiến
MSB	1,890	15.9%	-17.7%	23.8%	Thấp hơn kỳ vọng do không ghi nhận khoản thu nhập không thường xuyên. Xu hướng của các chỉ tiêu cốt lõi sát với dự báo
OCB	1,224	37.0%	-23.1%	21.0%	Thấp hơn một chút so với kỳ vọng do NIM và thu nhập phí thấp hơn dự kiến
STB	2,106	-42.7%	-162.7%	20.7%	Thấp hơn một chút so với dự báo do NIM không đạt kỳ vọng
TCB	8,870	22.6%	-3.1%	22.5%	Thấp hơn một chút so với dự báo do NIM không đạt kỳ vọng
TPB	2,106	-0.1%	-33.8%	20.9%	Thấp hơn một chút so với dự báo do NIM không đạt kỳ vọng và chi phí hoạt động cao hơn dự kiến
VCB	11,803	8.7%	8.4%	23.0%	Thấp hơn một chút so với kỳ vọng do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến, mặc dù tổng thu nhập HĐ và kết quả HĐKD cốt lõi vẫn duy trì tích cực
VIB	2,803	15.8%	36.2%	28.2%	Lợi nhuận vượt kỳ vọng nhờ khoản thu nhập phí không thường xuyên, trong khi các chỉ tiêu cốt lõi, bao gồm tăng trưởng tín dụng và NIM, đều thấp hơn dự kiến
VPB	7,921	57.9%	-22.6%	20.0%	Thấp hơn dự báo một chút do áp lực NIM. Tuy nhiên vẫn đang đi đúng hướng để hoàn thành dự báo cả năm 2026 của chúng tôi
Tổng	89,902	18.4%	-8.4%	22.0%	Thấp hơn dự báo một chút

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Tín dụng doanh nghiệp và BĐS dẫn dắt tăng trưởng tín dụng

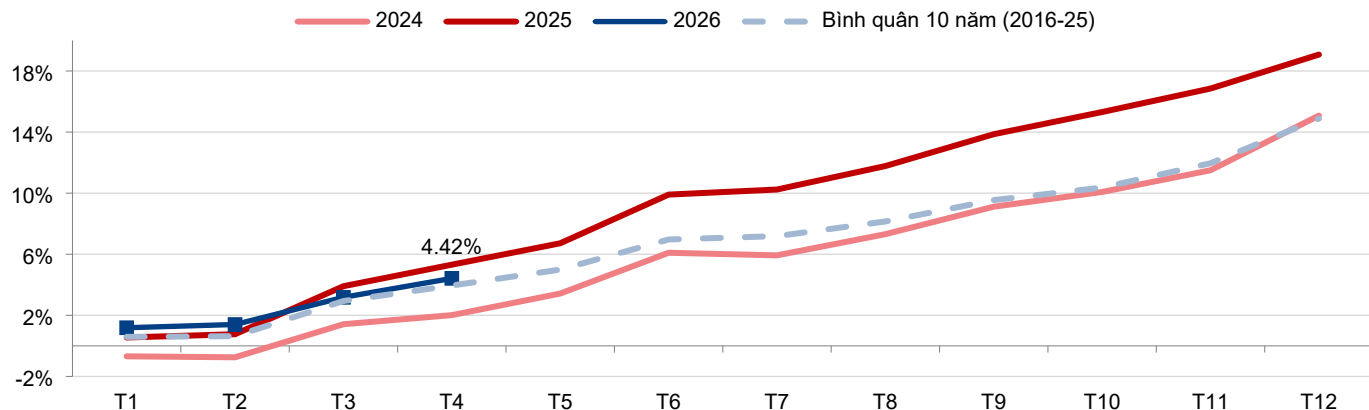
Nhu cầu tín dụng vẫn tích cực. Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 4,42% kể từ đầu năm tính đến cuối tháng 4, thấp hơn một chút so với năm 2025 nhưng nhìn chung phù hợp với xu hướng quá khứ. Hầu hết các ngân hàng đã sử dụng hết hạn mức tăng trưởng tín dụng Q1, cho thấy nhu cầu tín dụng vẫn tích cực. Tuy nhiên, nhu cầu khác nhau giữa các ngành và phân khúc, và áp lực chính đã chuyển dịch sang phía nguồn vốn khi một số ngân hàng không đủ khả năng huy động để hỗ trợ tăng trưởng.

Tín dụng phân khúc khách hàng doanh nghiệp và lĩnh vực BĐS dẫn dắt tăng trưởng. Cơ cấu theo phân khúc, cho vay khách hàng doanh nghiệp tiếp tục vượt tín dụng bán lẻ, trong khi cho vay DNNVV vẫn kém tích cực. Cơ cấu theo ngành, cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS vẫn tăng mạnh, trong đó lĩnh vực BĐS và xây dựng vẫn là động lực tăng trưởng chính tại nhiều ngân hàng. Dựa trên số liệu ngành gần nhất tính đến cuối tháng 2, tín dụng lĩnh vực BĐS tăng 3,49% kể từ đầu năm, cao hơn tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (1,4%).

Tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS giải thích sự phân hóa tăng trưởng. Trong phạm vi phân tích, các ngân hàng có tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS lớn hơn và khẩu vị rủi ro cao hơn ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh hơn. Mặc dù NHNN đã yêu cầu tốc độ tăng trưởng tín dụng BĐS không được vượt tốc độ tăng trưởng tín dụng tổng thể, nhưng mức trần này không áp dụng cho 4 ngân hàng tham gia hỗ trợ các ngân hàng "0 đồng". Điều này có thể giải thích một phần nguyên nhân tín dụng liên quan đến lĩnh vực BĐS vẫn tăng trưởng nhanh hơn so với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống.

Biểu đồ 15: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành Ngân hàng Việt Nam

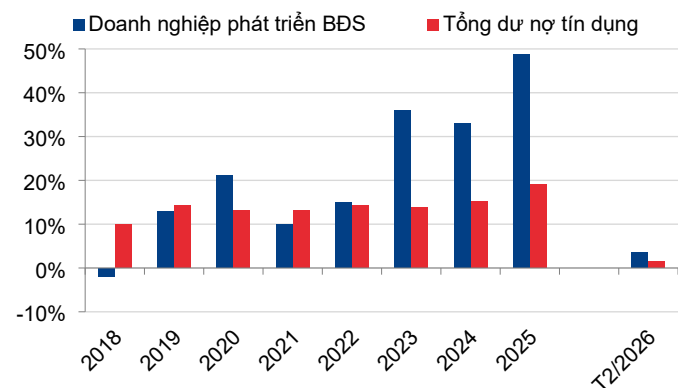
Tăng trưởng tín dụng đạt 4,42% vào cuối tháng 4, thấp hơn một chút so với năm 2025 nhưng sát với xu hướng tăng trưởng bình quân 10 năm



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 16: Tăng trưởng tín dụng cấp cho BĐS so với tăng trưởng tổng tín dụng kể từ đầu năm, Việt Nam

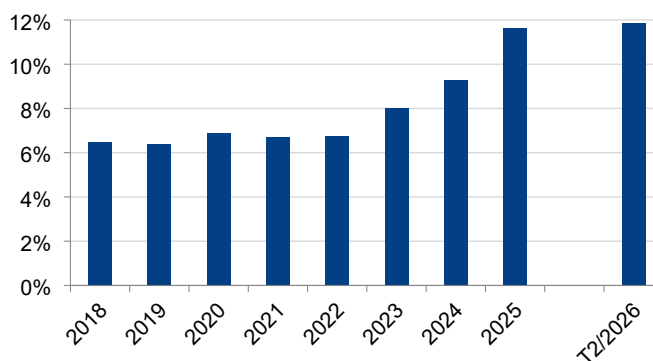
Tín dụng cấp cho các doanh nghiệp phát triển BĐS tăng nhanh hơn mức tăng trưởng toàn hệ thống...



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng, HSC

Biểu đồ 17: Tín dụng cấp cho BĐS / tổng dư nợ tín dụng, Việt Nam

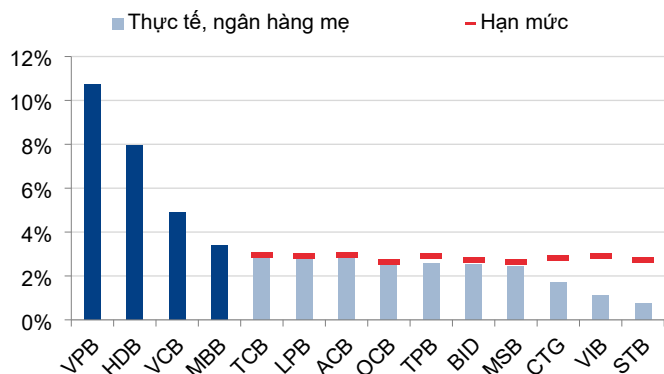
...Tuy nhiên, đà tăng trưởng đã chậm lại



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng, HSC

Biểu đồ 18: Tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

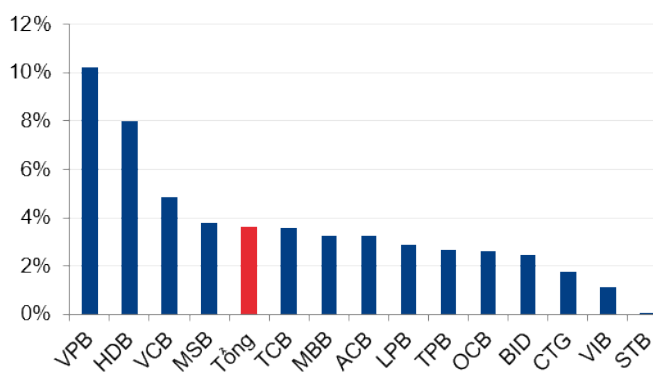
Phần lớn các ngân hàng đã sử dụng hết hạn mức tín dụng Q1



Ghi chú: Hạn mức tín dụng theo quý không áp dụng đối với VCB, MBB, VPB và HDB.
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 19: Tăng trưởng tín dụng hợp nhất của các ngân hàng so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

VPB, HDB và VCB dẫn đầu về tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Tỷ lệ NIM thu hẹp do áp lực chi phí huy động

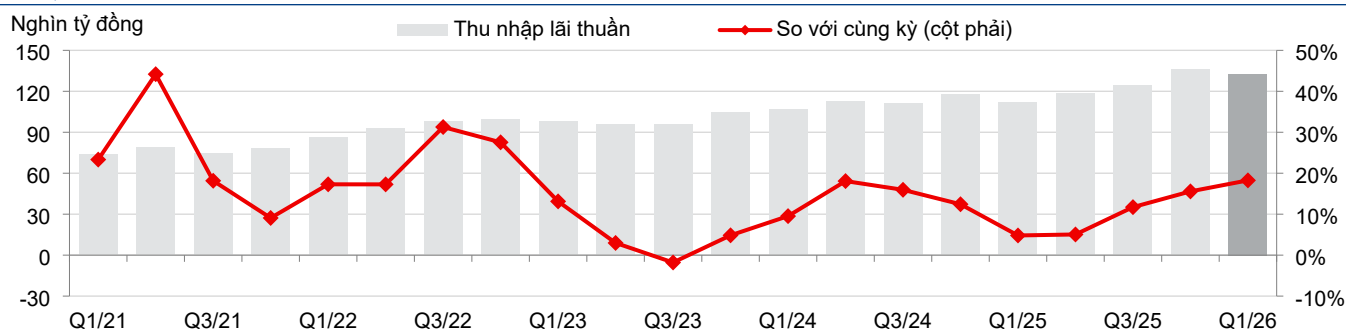
Chi phí huy động gia tăng khiến NIM thu hẹp. Tỷ lệ NIM giảm bình quân 22 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 11 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 3,06%, mức thấp nhất trong nhiều năm. Chi phí huy động tăng mạnh 30 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 53 điểm cơ bản so với cùng kỳ trước áp lực lãi suất tiền gửi liên tục gia tăng. Ngoài ra, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn của hầu hết các NHTM trong phạm vi phân tích đã sụt giảm trong Q1/2026 do khách hàng chuyển sang các sản phẩm có lợi suất cao hơn, từ đó càng làm gia tăng áp lực lên chi phí huy động. Trong khi đó, lợi suất tài sản tăng chậm hơn, tăng 7 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 40 điểm cơ bản so với cùng kỳ, một phần phản ánh chênh lệch về thời điểm điều chỉnh lãi suất giữa tài sản và nợ.

Biến động lợi suất khác nhau giữa ngân hàng khiến áp lực gia tăng. Tỷ lệ NIM của hầu hết các ngân hàng đã sụt giảm, trong đó thu hẹp mạnh nhất tại HDB, LPB và BID. Tuy nhiên, điều này phản ánh diễn biến lợi suất tài sản khác nhau giữa ngân hàng thay vì chỉ do chi phí huy động. Tỷ lệ NIM và lợi suất gộp của BID đều thu hẹp mạnh so với quý trước, có thể do mức nền cao trong Q4/2025 khi ngân hàng này có thể đã ghi nhận thu nhập từ thu hồi nợ xấu rất cao, có thể từ khoản thu hồi lãi một lần sau khi nợ xấu được xử lý.

Biên lợi nhuận của các NHTM có vốn nhà nước cho thấy những dấu hiệu ổn định ban đầu. Các NHTM có vốn nhà nước ghi nhận kết quả vượt trội, trong đó biên lợi nhuận của hai trên ba ngân hàng nhóm này cải thiện. Ngoại trừ STB – NIM phục hồi so với quý trước từ mức nền thấp nhưng vẫn giảm mạnh nhất so với cùng kỳ trong số các ngân hàng trong phạm vi phân tích – tỷ lệ NIM của CTG và VCB đã chạm đáy, cải thiện lần lượt 14 và 13 điểm cơ bản so với quý trước. Sự phục hồi này được thúc đẩy nhờ lợi suất tài sản ổn định trở lại trong khi phần gia tăng của chi phí huy động được kiểm soát tốt hơn nhờ lợi thế huy động tiền gửi. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy các NHTM có vốn nhà nước đã có thể nâng lãi suất cho vay thay vì cạnh tranh gay gắt như trong các giai đoạn trước.

Biểu đồ 20: Tổng thu nhập lãi thuần, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

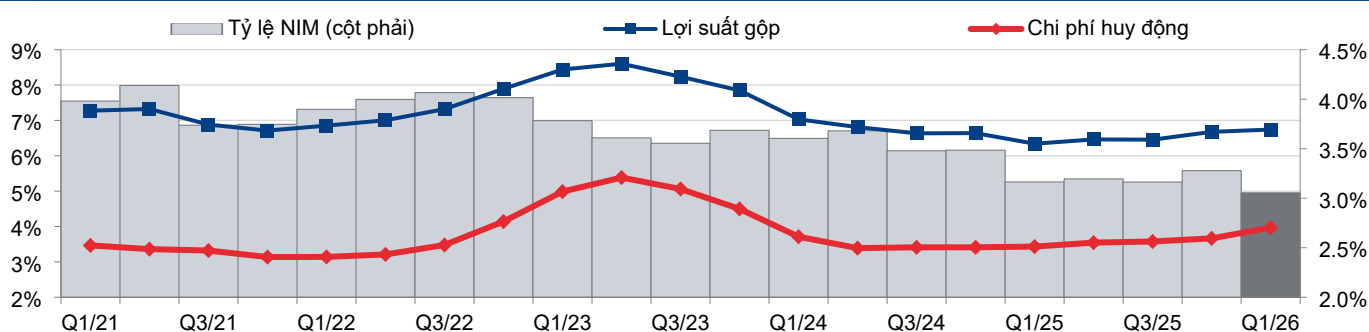
Thu nhập lãi thuần tăng tích cực nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ vào cuối năm 2025, từ đó giúp mở rộng quy mô tài sản sinh lãi cho Q1/2026



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 21: Cơ cấu tỷ lệ NIM theo quý, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Trong Q1, tỷ lệ NIM giảm 22 điểm cơ bản so với quý trước xuống còn 3,06%, phản ánh áp lực lớn từ chi phí huy động trong khi việc định giá lại tài sản diễn ra chậm hơn



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 22: So sánh tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

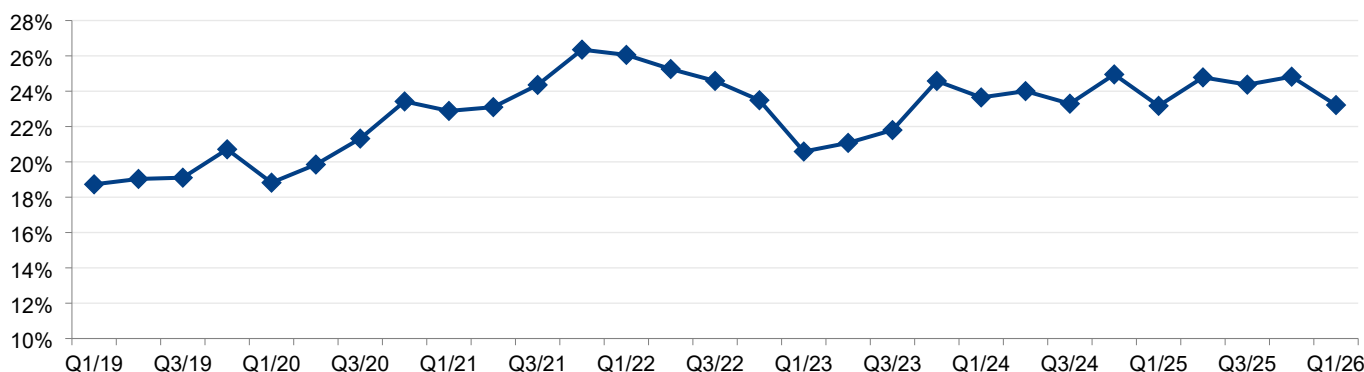
Tỷ lệ NIM của HDB và LPB giảm mạnh nhất. Chỉ có 3/14 ngân hàng (2 NHTM có vốn Nhà nước) ghi nhận NIM cải thiện, lần lượt là STB, CTG và VCB

	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	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản
STB	2.8%	28.7		-104.0	7.0%	44.4		-62.9	4.5%	18.3		51.6						
CTG	2.8%	15.7		19.6	6.0%	29.8		52.0	3.4%	16.4		33.6						
VCB	2.9%	13.0		22.3	5.2%	38.2		46.5	2.6%	27.5		25.2						
MSB	3.3%	4.0		3.4	7.0%	27.6		58.5	4.0%	28.3		45.7						
ACB	2.8%	-16.1		-17.5	6.9%	18.3		65.8	4.5%	37.8		89.5						
VIB	2.9%	-17.0		-11.0	7.6%	22.1		70.8	5.1%	40.0		83.4						
Tổng	3.1%	-22.3		-10.9	6.7%	6.6		40.1	4.0%	30.2		53.4						
OCB	2.9%	-26.0		-24.1	7.6%	17.5		45.6	5.2%	48.7		73.5						
MBB	3.8%	-26.0		-39.0	7.4%	9.5		36.5	4.0%	37.0		76.5						
TPB	2.9%	-34.3		-74.1	7.9%	-15.3		49.9	5.1%	18.7		126.8						
VPB	5.4%	-35.2		-45.1	10.0%	-6.3		31.8	5.4%	33.2		90.2						
TCB	3.7%	-54.2		-11.9	7.7%	12.0		78.0	4.2%	64.7		88.2						
BID	2.0%	-54.4		-11.4	5.4%	-35.5		10.5	3.5%	18.8		21.8						
LPB	2.7%	-71.3		2.6	7.4%	-50.4		57.6	5.2%	19.3		53.3						
HDB	3.9%	-118.6		-85.1	9.1%	-69.2		-46.3	5.4%	56.2		50.9						

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 23: Tỷ lệ CASA, tổng các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

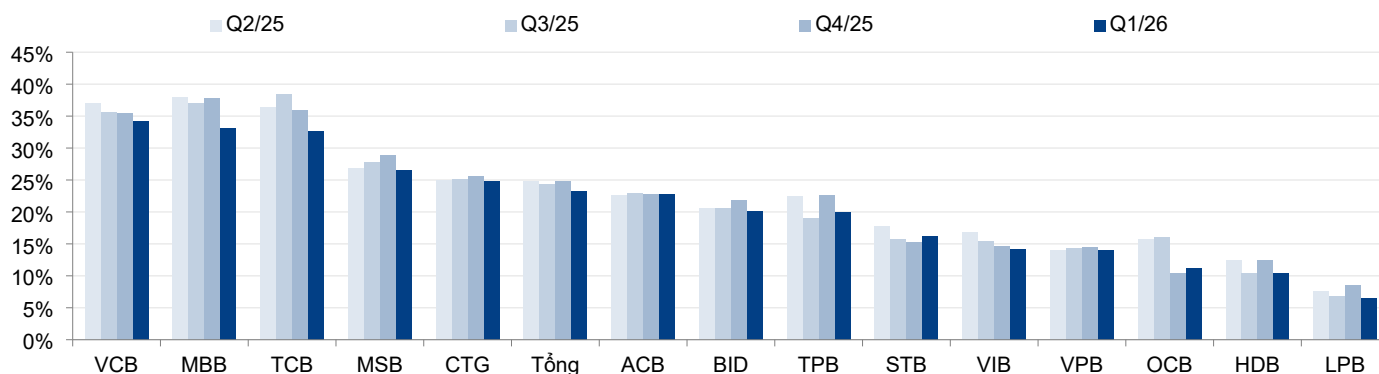
Tỷ lệ CASA giảm 1 điểm phần trăm xuống còn 23% trong Q1/2026 – so với bình quân 8 tháng qua là khoảng 24% - gây áp lực lên chi phí huy động



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 24: So sánh tỷ lệ CASA trong 4 quý vừa qua, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

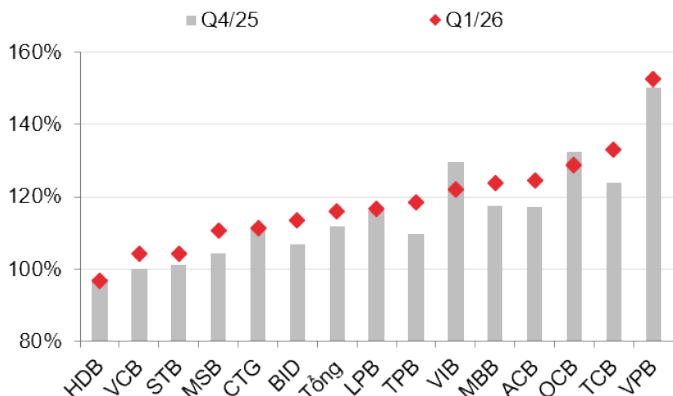
VCB, MBB và TCB vẫn duy trì vị thế dẫn đầu



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 25: Hệ số LDR thuần, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

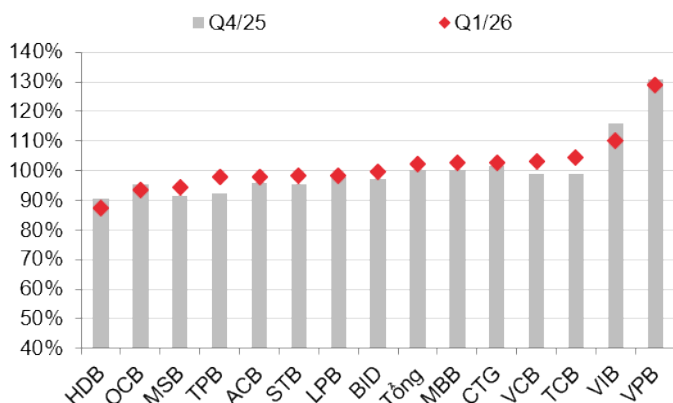
Tỷ lệ LDR thuần của phần lớn các ngân hàng tăng



Ghi chú: Tỷ lệ LDR thuần = Cho vay KH / Tiền gửi KH.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

Hệ số LDR điều chỉnh cũng tương tự



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

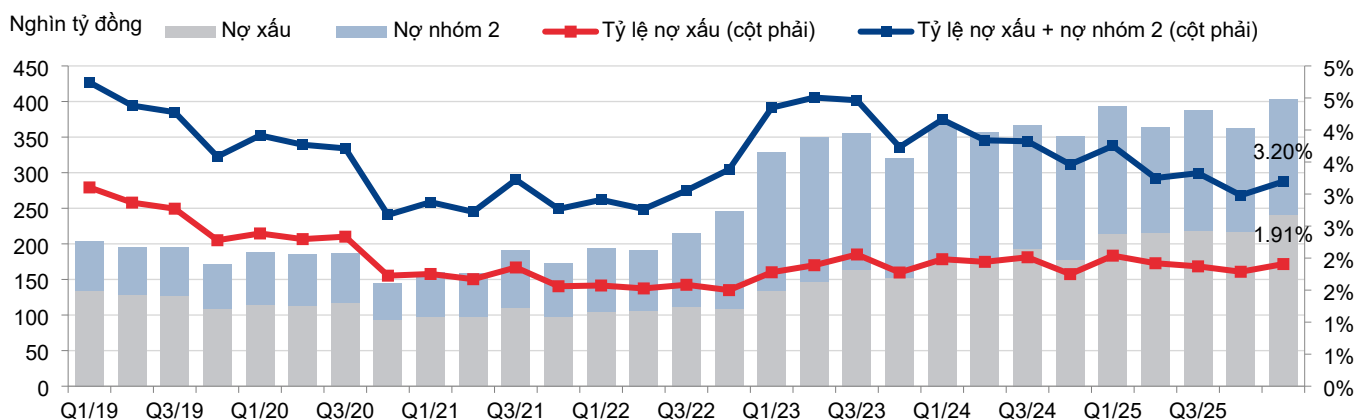
Chất lượng tài sản trong tầm kiểm soát mặc dù nợ xấu gia tăng mang tính thời điểm

Nợ xấu tăng lên theo chu kỳ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Tỷ lệ nợ xấu bình quân tăng 22 điểm cơ bản so với quý trước lên 1,91%, trong khi tỷ lệ nợ xấu mới hình thành cũng tăng nhẹ so với quý trước lên 1,47% nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với Q1/2025 (2,44%). Nợ xấu gia tăng trong Q1 mang tính chu kỳ trong những năm gần đây. Nhìn chung, chất lượng tài sản tổng thể vẫn ở mức có thể kiểm soát, không có dấu hiệu xấu đi đáng lo ngại.

Đệm dự phòng thu hẹp. Chi phí tín dụng tăng nhẹ lên 1,14%, so với mức bình quân hàng quý trong năm 2025 là 1,11%. Tuy nhiên, điều này chỉ được ghi nhận ở một số ngân hàng bao gồm CTG, VCB, LPB, STB và VIB, trong khi hầu hết các ngân hàng chưa đẩy mạnh trích lập dự phòng để duy trì lợi nhuận. Chi phí tín dụng vẫn thấp hơn tỷ lệ nợ xấu mới hình thành khiến đệm dự phòng tiếp tục giảm xuống 85%, thấp hơn một chút so với trước COVID-19.

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

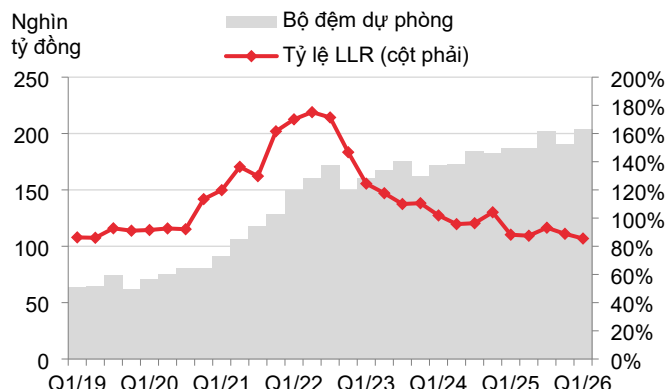
Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ so với quý trước nhưng vẫn ở mức được kiểm soát



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

Biểu đồ 28: Bộ đệm dự phòng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

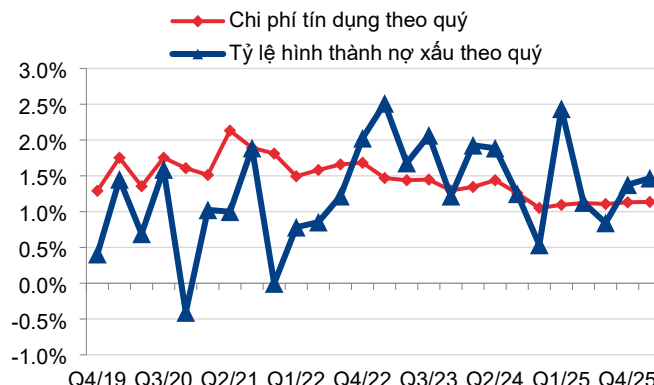
Tỷ lệ LLR giảm nhẹ trong Q1/2026...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 29: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

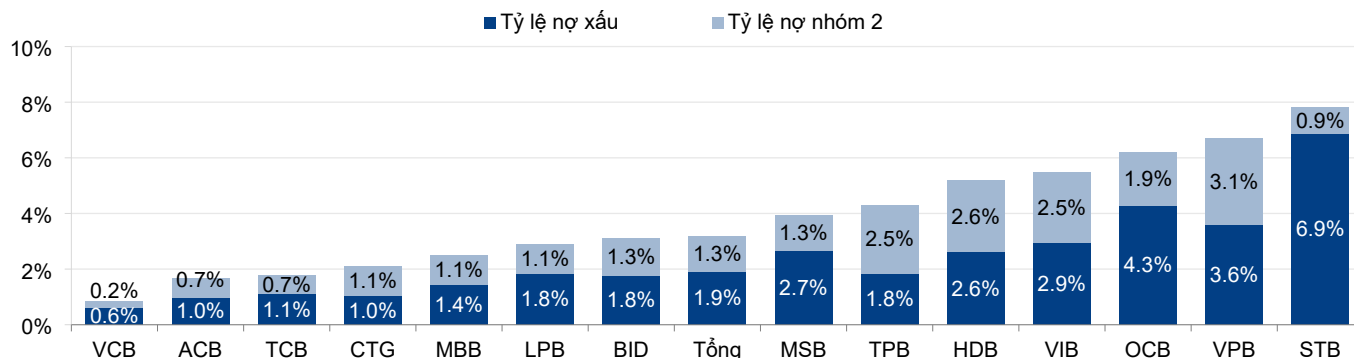
...do nợ xấu mới hình thành tăng nhanh hơn chi phí tín dụng trong quý



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 30: Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC) và nợ nhóm 2, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

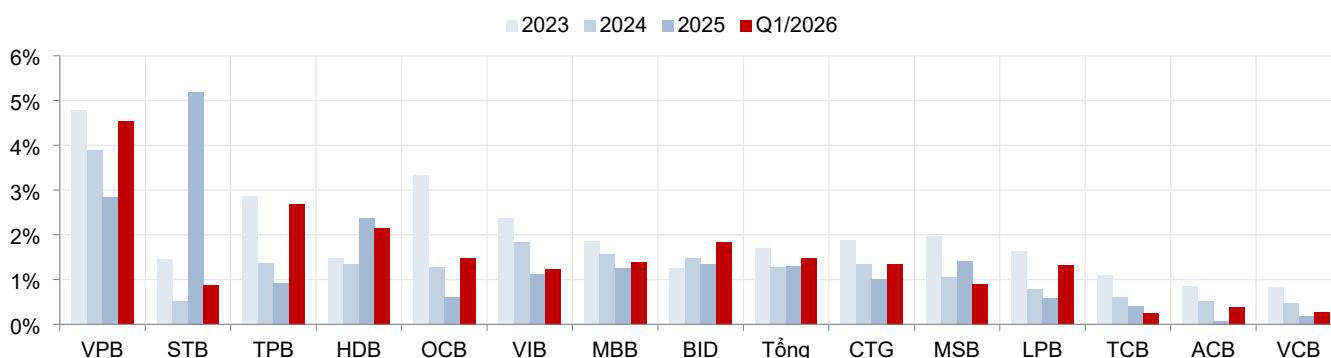
VCB, ACB và TCB có tỷ lệ nợ xấu...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 31: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

... và nợ xấu mới hình thành thấp nhất, trong khi VPB và STB là những ngân hàng ghi nhận mức cao nhất. Phần lớn các ngân hàng có đều ghi nhận nợ xấu mới hình thành tăng mạnh trong Q1, giống với xu hướng trong quá khứ



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Thu nhập phí tăng trưởng tích cực nhưng phân hóa

Lãi thuần HĐ dịch vụ là điểm sáng. Tổng lãi thuần HĐ dịch vụ tăng mạnh 38,4% so với cùng kỳ trong Q1/2026, giúp nâng cao đóng góp lãi thuần HĐ dịch vụ vào tổng thu nhập hoạt động và hiệu quả thu phí – xác định dựa trên tỷ lệ lãi thuần HĐ dịch vụ trên tổng tài sản bình quân - từ mức nền thấp trước đó. Xu hướng rộng hơn tại các ngân

hàng là mở rộng hệ sinh thái dịch vụ tài chính, trong đó nhiều ngân hàng lấy lại đà tăng trưởng thu nhập phí thông qua các CTCK và công ty bảo hiểm trực thuộc.

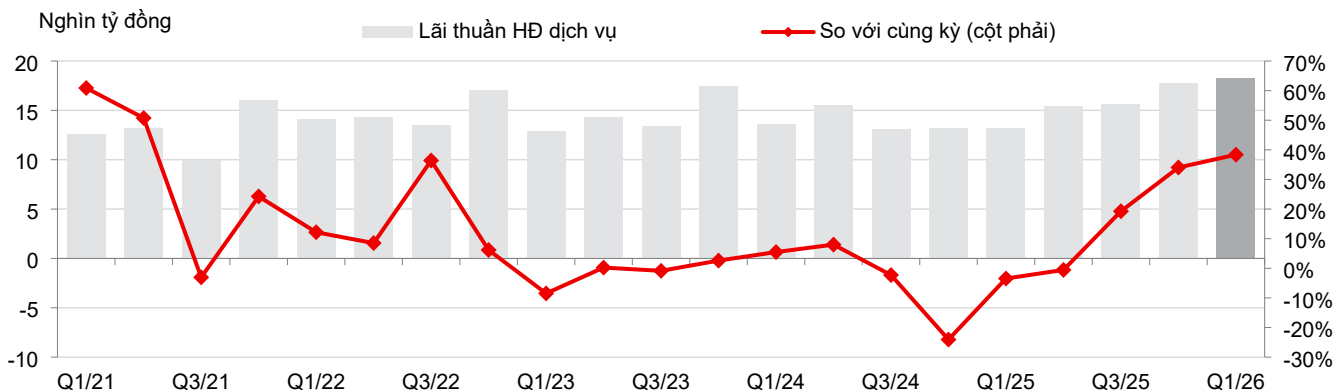
Phí thanh toán và hoa hồng bancassurance hỗ trợ sự phục hồi của tổng thu nhập phí. Phí thanh toán cũng trở thành một động lực chính, phục hồi sau nhiều năm kém tích cực do chính sách miễn phí. Hoa hồng bancassurance phục hồi nhẹ ở một số ngân hàng. Trong khi đó, các loại phí khác - có thể liên quan đến hoạt động cấp tín dụng - cũng đóng góp đáng kể vào đà phục hồi.

Thu nhập phí phục hồi tập trung ở một số ngân hàng nhất định. VIB, VPB và TCB ghi nhận tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ mạnh nhất trong Q1/2026, tăng lần lượt 427%, 77% và 72% so với cùng kỳ. Trong đó, tăng trưởng đột biến của VIB chủ yếu nhờ một khoản phí có tính chất một lần quy mô lớn. Trong khi đó, TCB và VPB hưởng lợi từ sự phục hồi phí bảo hiểm, cùng với phí liên quan đến tín dụng gia tăng, bao gồm phí LC và phí cam kết cấp tín dụng.

Lãi thuần HĐ dịch vụ giúp bù đắp áp lực lên thu nhập lãi thuần. Thu nhập phí nhìn chung sát với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi tin rằng các ngân hàng sẽ tập trung đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi, với lãi thuần HĐ dịch vụ là trụ cột chính, để bù đắp áp lực lên thu nhập lãi thuần do hạn mức tăng trưởng tín dụng bị siết và dư địa mở rộng NIM hạn chế.

Biểu đồ 32: Tổng lãi thuần HĐ dịch vụ, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

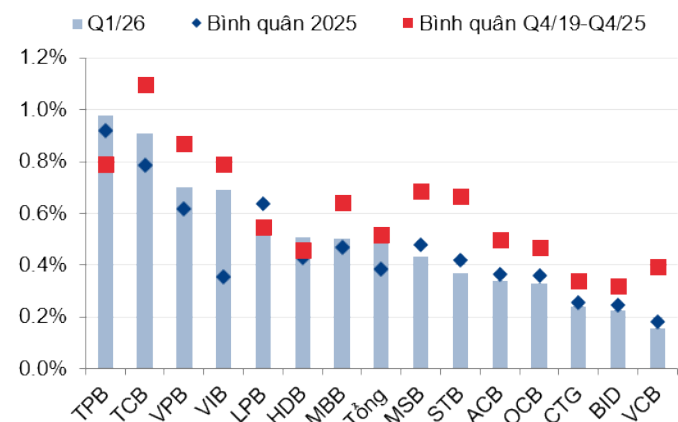
Lãi thuần HĐ dịch vụ phục hồi đáng kể, dẫn dắt bởi các ngân hàng 'universal bank' với hệ sinh thái dịch vụ tài chính phát triển



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 33: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

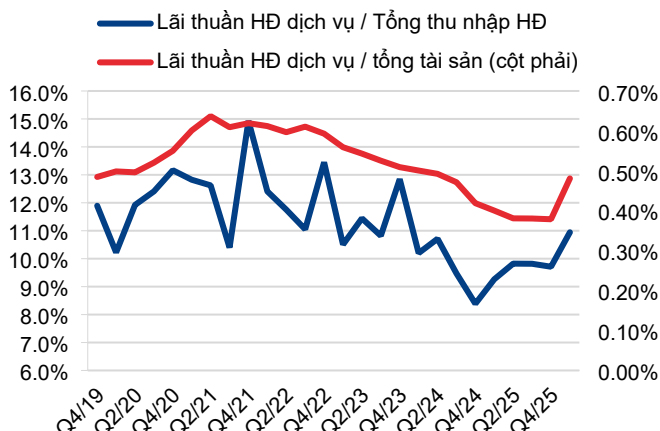
Thu nhập HĐ dịch vụ cốt lõi của TCB và VPB cải thiện tốt nhất, chủ yếu nhờ phí bảo hiểm và phí liên quan đến HĐ tín dụng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 34: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tổng thu nhập HĐ & tài sản bình quân, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ lệ lãi thuần HĐ dịch vụ / tổng thu nhập HĐ và hiệu quả thu phí đều phục hồi từ đáy



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Điều chỉnh dự báo

Hạ dự báo phản ánh tăng trưởng & NIM thu hẹp. Chúng tôi hạ dự báo giai đoạn 2026-2028 để phản ánh tăng trưởng tín dụng chậm lại và áp lực lên NIM gia tăng trong bối cảnh chi phí huy động vẫn ở mức cao và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn tiếp tục giảm. Các ngân hàng cũng có ít dư địa để chuyển hoàn toàn phần chi phí huy động gia tăng sang khách hàng vay do định hướng từ Chính phủ và NHNN về việc duy trì lãi suất cho vay hợp lý. Chất lượng tài sản vẫn là điểm chính cần theo dõi khi lãi suất cho vay tăng lên, thanh khoản thị trường BĐS chậm lại và bất ổn vĩ mô ảnh hưởng đến khả năng thanh toán nợ. Trong môi trường này, chúng tôi ưa thích các ngân hàng có lợi thế huy động tốt hơn, tiền gửi không kỳ hạn ổn định, hệ sinh thái toàn diện và tỷ trọng cho vay BĐS thấp hơn. Nhìn chung, các ngân hàng có thể sẽ thắt chặt chi phí hoạt động và quản lý trích lập dự phòng chủ động hơn để bù đắp tăng trưởng doanh thu giảm tốc.

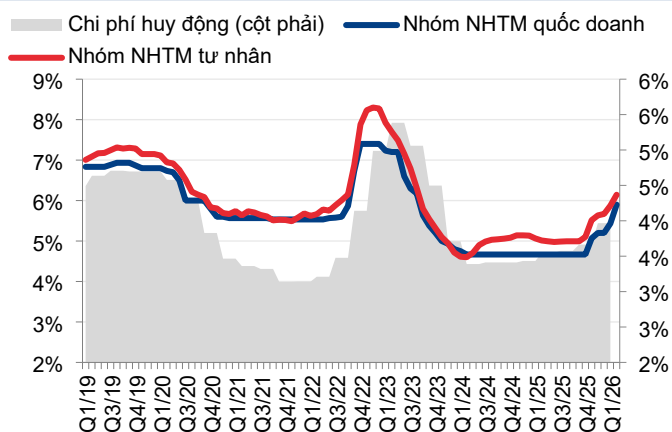
Áp lực NIM rõ nét từ phía nguồn vốn

Áp lực phía nguồn vốn vẫn là rủi ro chính. Tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo trong Q1/2026 và chúng tôi nhận thấy rủi ro ngày càng gia tăng. Áp lực chi phí huy động vẫn hiện hữu khi lãi suất tiền gửi đã tăng đáng kể từ đây, trong khi tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn tiếp tục thu hẹp trong môi trường lãi suất cao. Điều này cho thấy chi phí huy động của các ngân hàng có thể vẫn chịu áp lực trong những quý tới, đặc biệt là khi cạnh tranh tiền gửi vẫn gay gắt.

Khả năng chuyển phần chi phí gia tăng sang lợi suất tài sản bị hạn chế. Về phía lợi suất tài sản, các ngân hàng không có nhiều dư địa để chuyển hoàn toàn phần gia tăng của chi phí huy động sang khách hàng vay. Chính phủ và NHNN đã nhiều lần kêu gọi các ngân hàng duy trì lãi suất cho vay ở mức hợp lý để hỗ trợ hoạt động kinh doanh và tăng trưởng kinh tế. Các NHTM có vốn nhà nước - với vai trò là cánh tay nối dài của NHNN trong việc thực thi chính sách tiền tệ - có thể sẽ tuân thủ định hướng này chặt chẽ hơn.

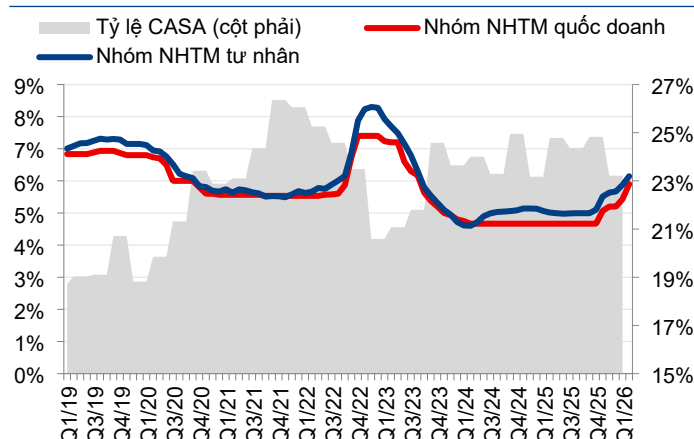
Rủi ro giảm NIM cao hơn đối với các ngân hàng có nền tảng huy động yếu hơn. Do đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm NIM tăng lên, đặc biệt là các ngân hàng có tiền gửi không kỳ hạn thấp hơn, độ nhạy chi phí huy động lớn hơn hoặc tỷ trọng cho vay theo định hướng chính sách cao hơn. Dựa trên số liệu quá khứ, tỷ lệ NIM có xu hướng chịu áp lực khi lãi suất tiền gửi tăng lên trong khi lãi suất cho vay được điều hành ở mức hợp lý. Do đó, chúng tôi hạ tương ứng giả định tỷ lệ NIM.

Biểu đồ 35: Chi phí huy động và lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC
Chi phí huy động thường có độ trễ khoảng 1 quý so với lãi suất tiền gửi



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 36: Tỷ lệ CASA và lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC
Tỷ lệ CASA có xu hướng giảm khi lãi suất tăng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Chất lượng tài sản cũng là một điểm quan trọng cần theo dõi

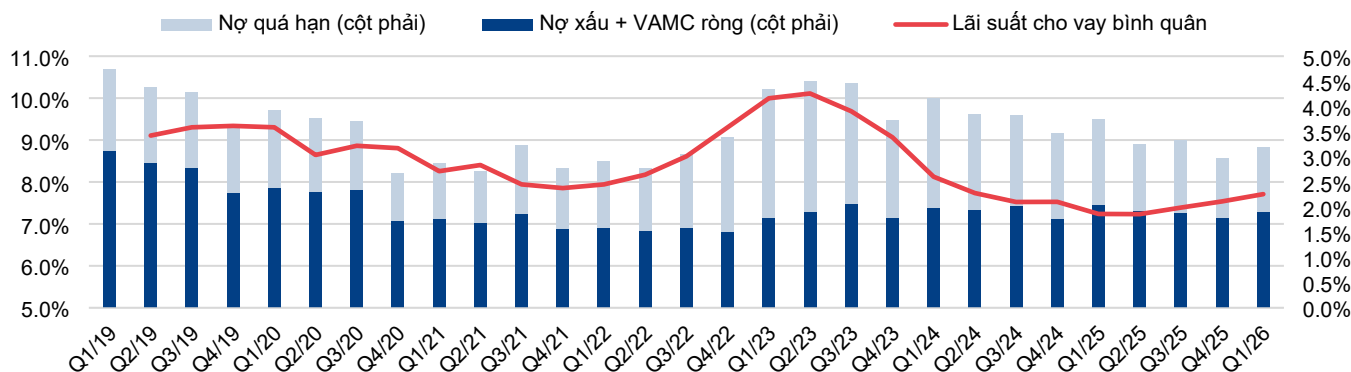
Lãi suất gia tăng có thể gây áp lực lên chất lượng tài sản. Xu hướng tăng của lãi suất nhìn chung không thuận lợi cho ngành Ngân hàng. Trong quá khứ, các giai đoạn lãi suất tăng mạnh – bất kể do thắt chặt tiền tệ hay các cú sốc bên ngoài - thường dẫn đến các chu kỳ hình thành nợ xấu mới. Lãi suất cho vay hiện đang tăng từ mức nền thấp trong giai đoạn 2024-2025 và đang tiến sát mức trước COVID. Ví dụ, kể từ đầu năm, lãi suất ưu đãi những năm đầu cho vay mua nhà tại các NHTM tư nhân đã tăng lên khoảng 9-10%, tùy theo thời gian ưu đãi, trong khi lãi suất thả nổi hiện dao động trong khoảng 12-16% và chưa cho thấy dấu hiệu giảm xuống, tương đương tăng khoảng 200-300 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Theo đó, cả thanh khoản thị trường BĐS và giá nhà đều đang cho thấy dấu hiệu giảm xuống.

Rủi ro vĩ mô có thể làm gia tăng áp lực thanh toán nợ. Rủi ro vĩ mô tổng thể có thể gia tăng áp lực lên khả năng thanh toán nợ của khách hàng vay, bao gồm giá nhiên liệu tăng cao và logistics gián đoạn do căng thẳng địa chính trị kéo dài. Tuy nhiên, các cuộc đàm phán đang diễn ra cho thấy những dấu hiệu hạ nhiệt ban đầu, có thể giúp giảm thiểu những rủi ro này.

Rủi ro trong kịch bản cơ sở vẫn có thể kiểm soát. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi đã phản ánh những rủi ro này ở mức vừa phải và có thể kiểm soát, dựa trên kỳ vọng về một môi trường vĩ mô ổn định. Tuy nhiên, nếu điều kiện vĩ mô bất ngờ xấu đi - bao gồm khủng hoảng tài chính, cú sốc dầu mỏ hoặc các cú sốc bên ngoài khác – có thể là rủi ro đối với dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ 37: Lãi suất cho vay và nợ quá hạn, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

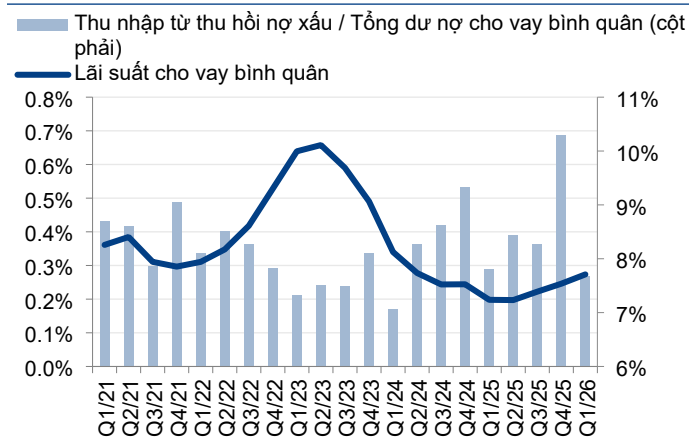
Lãi suất tăng, đặc biệt là khi tăng mạnh, làm gia tăng rủi ro đối với chất lượng các khoản vay



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 38: Lãi suất cho vay & thu nhập từ thu hồi nợ xấu, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

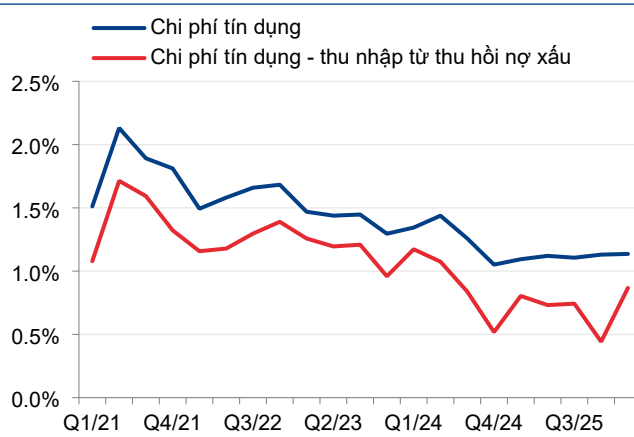
Lãi suất cho vay tăng khiến việc thu hồi nợ xấu trở nên khó khăn hơn...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 39: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

...gây áp lực lên khả năng sinh lời



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Ngân hàng nào đang có vị thế tốt hơn?

Sức mạnh huy động tạo nên sự khác biệt. Môi trường hoạt động hiện tại - lãi suất gia tăng, thị trường BĐS giảm tốc và bất ổn vĩ mô - ngày càng khó khăn và đòi hỏi cách tiếp cận chọn lọc hơn. Từ đó, chúng tôi ưa thích các ngân hàng có lợi thế về chi phí huy động với năng lực huy động tiền gửi tốt và/hoặc hệ sinh thái toàn diện giúp duy trì tiền gửi không kỳ hạn và ổn định nguồn vốn. Ngoài ra, các ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS thấp hơn có khả năng chống chịu tốt hơn trước áp lực chất lượng tài sản. Các NHTM có vốn nhà nước, cùng với MBB và ACB, phù hợp nhất với các tiêu chí này.

Bảng 40: Các chỉ số hoạt động chính, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nhóm NHTM có vốn Nhà nước, ACB và VIB có tỷ trọng cho vay BĐS thấp nhất

	Nhóm NHTM quốc doanh			Nhóm NHTM tư nhân										
	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%
Tỷ lệ nợ xấu	1.8%	1.0%	0.6%	1.4%	3.6%	1.1%	1.0%	6.9%	2.6%	1.8%	2.9%	1.8%	2.7%	4.3%
Nợ nhóm 2	1.3%	1.1%	0.2%	1.1%	3.1%	0.7%	0.7%	0.9%	2.6%	1.1%	2.5%	2.5%	1.3%	1.9%
Tỷ lệ LLR	86.9%	167.2%	253.4%	92.2%	52.8%	129.4%	114.0%	53.2%	50.0%	69.6%	43.1%	68.4%	51.6%	53.0%
Tỷ trọng cho vay BĐS & xây dựng	6.5%	8.8%	13.2%	16.3%	29.3%	33.2%	5.2%	14.0%	25.5%	15.2%	8.0%	19.9%	24.2%	27.9%
Hệ số CIR	32.0%	24.9%	32.5%	24.9%	21.7%	28.3%	32.0%	45.2%	26.0%	30.1%	31.6%	45.9%	34.5%	37.1%
Chi phí HD / Tổng dư nợ tín dụng bình quân	1.1%	1.2%	1.6%	1.5%	1.7%	1.8%	1.6%	2.2%	1.7%	1.6%	1.9%	2.8%	2.4%	1.9%
Tỷ lệ NIM	2.0%	2.8%	2.9%	3.8%	5.4%	3.7%	2.8%	2.8%	3.9%	2.7%	2.9%	2.9%	3.3%	2.9%
NIM - chi phí tín dụng	1.0%	1.3%	2.3%	2.5%	2.3%	3.2%	2.4%	1.5%	3.0%	1.9%	1.7%	2.2%	2.4%	2.0%
ROA 12 tháng	1.0%	1.4%	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%	1.7%	0.6%	2.0%	2.0%	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%
ROE 12 tháng	18.7%	22.4%	16.3%	21.4%	16.7%	15.9%	17.7%	7.7%	24.9%	24.6%	16.6%	18.4%	14.4%	12.8%
Tăng trưởng LNTT	15.6%	63.3%	8.7%	14.8%	57.9%	22.6%	16.8%	-42.7%	14.0%	-11.0%	15.8%	-0.1%	15.9%	37.0%
Tăng trưởng tín dụng	2.5%	1.8%	4.8%	3.3%	10.2%	3.6%	3.2%	0.1%	8.0%	2.9%	1.1%	2.7%	3.8%	2.6%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	-0.2%	0.3%	0.7%	0.6%	11.8%	-2.0%	0.9%	-2.8%	11.9%	2.0%	6.5%	-3.3%	0.6%	4.8%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 41: Tăng trưởng lợi nhuận thuần, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

HDB, STB và VPB được kỳ vọng sẽ ghi nhận lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh nhất trong năm 2026

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	CAGR 3 năm
ACB	25.0%	42.5%	17.2%	4.6%	-6.9%	14.9%	18.8%	20.4%	18.0%
BID	51.1%	72.1%	18.2%	16.9%	19.0%	3.3%	12.9%	12.6%	9.5%
CTG	3.0%	19.1%	18.6%	27.4%	36.5%	18.4%	13.5%	14.5%	15.4%
HDB	42.5%	28.0%	30.0%	26.7%	29.5%	27.7%	25.2%	24.4%	25.7%
LPB	58.8%	52.5%	23.5%	74.5%	17.5%	-0.4%	0.7%	20.1%	6.4%
MBB	53.7%	37.7%	18.3%	9.5%	18.3%	14.6%	19.9%	25.7%	20.0%
MSB	100.6%	14.4%	0.6%	18.8%	2.0%	12.7%	0.0%	12.9%	8.3%
OCB	24.6%	-20.3%	-5.9%	-3.9%	26.4%	11.5%	14.4%	14.1%	13.3%
STB	27.2%	47.8%	53.1%	30.7%	-41.1%	24.3%	105.3%	32.7%	50.2%
TCB	46.5%	11.6%	-10.7%	19.5%	17.5%	19.0%	19.7%	19.8%	19.5%
TPB	37.7%	29.6%	-28.7%	36.0%	21.9%	7.1%	12.6%	15.4%	11.6%
VCB	18.8%	36.4%	10.5%	2.4%	4.0%	12.7%	16.5%	23.6%	17.5%
VIB	38.1%	32.1%	1.1%	-15.9%	1.1%	13.7%	6.5%	12.9%	11.0%
VPB	12.6%	55.0%	-45.1%	58.2%	52.0%	20.7%	27.0%	25.3%	24.3%
Tổng	30.4%	33.5%	5.1%	17.5%	15.8%	14.6%	19.1%	20.5%	18.1%
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	19.1%	39.2%	14.8%	13.3%	18.2%	11.8%	14.4%	17.3%	14.5%
Nhóm NHTM tư nhân	37.6%	30.3%	-0.6%	20.4%	14.2%	16.5%	22.1%	22.5%	20.3%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Hạ dự báo do điều chỉnh giảm tăng trưởng tín dụng và NIM

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận cho các NHTM trong phạm vi phân tích, chủ yếu phản ánh giả định tăng trưởng tín dụng thấp hơn và NIM thu hẹp. Chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng bình quân từ 18% xuống 15,5% cho năm 2026 do định hướng chính sách chặt chẽ hơn và hạn chế về huy động. Bảng cân đối tăng trưởng chậm hơn không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2026 mà còn làm giảm mức nền lợi nhuận kể từ năm 2027.

Các ngân hàng sẽ bù đắp áp lực này thông qua kiểm soát chi phí và dự phòng. Để bù đắp cho doanh thu tăng trưởng chậm lại, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ thắt chặt chi phí hoạt động và kiểm soát trích lập dự phòng chủ động hơn, bao gồm chấp

nhận tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng nhẹ trong khi duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp hơn ở mức vừa đủ.

Tăng trưởng vẫn được dự phóng tích cực nhưng phân hóa hơn. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của các NHTM trong phạm vi phân tích sẽ tăng trưởng bình quân 14,6% trong năm 2026, sau đó tăng trưởng lần lượt 19,1% và 20,5% trong năm 2027-2028, tương đương tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 18,1%. Trong phạm vi phân tích, HDB, STB và VPB được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh nhất trong năm 2026. Trong giai đoạn 2026-2028, STB, HDB và VPB sẽ tăng trưởng trung bình cao nhất mặc dù tăng trưởng của STB một phần nhờ mức nền so sánh thấp.

Bảng 42: Các giả định quan trọng, tổng các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng và giảm giả định tỷ lệ NIM

	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Tăng trưởng KQKD								
Thu nhập lãi thuần	9.4%	21.9%	19.6%	17.9%	15.5%	17.8%	18.1%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	11.4%	16.9%	17.2%	15.6%	19.8%	15.5%	16.3%	
Tổng thu nhập HĐ	11.6%	17.6%	18.3%	17.3%	13.2%	16.5%	17.3%	
Chi phí HĐ	8.9%	11.3%	15.6%	14.7%	8.2%	14.0%	13.9%	
Chi phí dự phòng	5.6%	25.9%	15.2%	15.5%	16.9%	13.5%	14.0%	
LNTT	15.9%	18.3%	21.2%	19.5%	14.9%	19.2%	20.5%	
Lợi nhuận thuần	15.8%	18.0%	21.3%	19.5%	14.6%	19.1%	20.5%	
Các chỉ số quan trọng								
Tăng trưởng tín dụng	20.0%	18.0%	18.9%	15.5%	15.5%	18.0%	15.4%	
Tăng trưởng tiền gửi	15.1%	17.9%	20.1%	16.7%	13.4%	19.9%	16.7%	
Tỷ lệ NIM	3.16%	3.23%	3.33%	3.41%	3.10%	3.18%	3.27%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.39%	0.39%	0.40%	
Hệ số CIR	31.5%	29.8%	29.1%	28.5%	30.1%	29.4%	28.6%	
Chi phí HĐ / Dư nợ tín dụng bình quân	1.78%	1.67%	1.63%	1.60%	1.64%	1.60%	1.57%	
Nợ xấu mới hình thành, bao gồm VAMC	1.42%	1.15%	1.16%	1.12%	1.10%	1.07%	1.05%	
Tỷ lệ nợ xấu, bao gồm VAMC	1.79%	1.70%	1.62%	1.55%	1.79%	1.66%	1.57%	
Tỷ lệ LLR	89%	93%	93%	94%	92%	93%	93%	
Chi phí tín dụng	1.11%	1.17%	1.14%	1.12%	1.10%	1.07%	1.05%	
ROA	1.54%	1.53%	1.60%	1.66%	1.50%	1.56%	1.64%	
ROE	18.1%	18.0%	18.4%	18.8%	17.5%	17.7%	18.3%	

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 43: Tăng trưởng tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

MBB, VPB và HDB được kỳ vọng sẽ ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	16.2%	14.3%	17.9%	19.1%	18.6%	14.4%	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%	11.9%	15.0%	15.0%
HDB	13.4%	25.6%	31.8%	27.0%	31.0%	24.7%	28.6%	19.4%
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%	25.1%	30.0%	20.0%
MSB	23.1%	17.8%	22.3%	17.7%	16.8%	14.1%	13.4%	13.2%
OCB	14.3%	18.5%	22.9%	19.5%	13.7%	12.5%	13.0%	13.0%
STB	14.0%	13.0%	10.0%	11.7%	16.1%	10.0%	12.0%	13.0%
TCB	26.6%	12.5%	21.5%	21.7%	20.6%	13.0%	16.0%	18.0%
TPB	21.5%	13.7%	19.0%	20.2%	19.2%	14.8%	14.8%	13.9%
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%	25.0%	28.7%	15.0%
Tổng	15.3%	15.6%	17.5%	17.9%	20.0%	15.5%	18.0%	15.4%
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	12.2%	14.0%	14.4%	15.4%	15.4%	12.7%	14.3%	14.1%
Nhóm NHTM tư nhân	19.3%	17.5%	21.0%	20.5%	24.7%	18.1%	21.4%	16.6%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 44: Tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

HSC dự báo tỷ lệ NIM tại phần lớn các ngân hàng sẽ giảm

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ACB	4.02%	4.26%	3.87%	3.60%	2.92%	2.80%	2.95%	3.08%
BID	3.01%	3.07%	2.67%	2.39%	2.19%	2.09%	2.17%	2.24%
CTG	3.10%	3.03%	2.91%	2.93%	2.66%	2.71%	2.79%	2.82%
HDB	4.44%	5.14%	5.13%	5.52%	4.80%	4.57%	4.47%	4.48%
LPB	3.53%	3.96%	3.23%	3.52%	2.92%	2.96%	3.22%	3.35%
MBB	5.04%	5.66%	4.79%	4.07%	3.87%	3.67%	3.51%	3.49%
MSB	3.66%	4.36%	4.10%	3.65%	3.15%	3.18%	3.25%	3.30%
OCB	3.69%	4.04%	3.33%	3.45%	3.16%	3.02%	3.09%	3.15%
STB	2.63%	3.36%	3.77%	3.64%	3.28%	2.86%	2.96%	3.10%
TCB	5.80%	5.37%	4.14%	4.45%	4.02%	3.89%	3.94%	4.00%
TPB	4.57%	4.20%	4.06%	3.67%	3.17%	3.01%	3.11%	3.28%
VCB	3.16%	3.38%	3.00%	2.86%	2.63%	2.77%	2.88%	3.05%
VIB	4.38%	4.72%	5.01%	3.75%	3.11%	3.02%	3.10%	3.15%
VPB	7.77%	7.70%	5.73%	5.93%	5.57%	5.18%	5.13%	5.10%
Tổng	3.83%	4.02%	3.60%	3.48%	3.16%	3.10%	3.18%	3.27%
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước	3.09%	3.16%	2.85%	2.71%	2.47%	2.49%	2.59%	2.67%
Nhóm NHTM tư nhân	4.69%	4.99%	4.41%	4.26%	3.82%	3.66%	3.70%	3.76%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 45: Nợ xấu mới hình thành (bao gồm VAMC rỗng), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi dự báo nợ xấu mới hình thành sẽ có sự phân hóa giữa các ngân hàng

	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%	0.9%	1.0%
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%	1.9%	1.8%	1.5%
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%	1.5%	1.4%	1.4%
MSB	1.7%	0.9%	2.2%	1.1%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
OCB	0.7%	1.7%	3.7%	1.4%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%
STB	-1.4%	-2.6%	0.4%	0.5%	5.6%	0.4%	0.5%	0.5%
TCB	0.5%	0.4%	1.2%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.5%
TPB	2.0%	1.5%	3.2%	1.5%	1.0%	1.3%	1.0%	0.8%
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%	1.0%	1.1%	1.0%
VPB	6.2%	6.9%	6.3%	3.7%	3.1%	3.2%	3.0%	2.6%
Tổng	1.0%	1.3%	1.8%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%
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%	1.4%	1.4%	1.3%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 46: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các ngân hàng có thể kiểm soát chi phí tín dụng bằng cách chấp nhận tỷ lệ nợ xấu nội bảng cao hơn hoặc giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu

	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%	0.9%	1.0%	1.1%
CTG	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
HDB	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	2.0%	1.7%	1.6%	1.4%
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%	1.5%	1.4%	1.4%
MSB	1.7%	0.4%	1.2%	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%
OCB	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
STB	1.0%	2.1%	0.8%	0.4%	2.0%	2.1%	0.9%	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%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%
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%	1.1%	1.0%	1.1%
VPB	5.9%	5.6%	5.0%	4.4%	3.1%	2.9%	2.7%	2.4%
Tổng	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
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%	1.4%	1.3%	1.3%

Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu ngành Ngân hàng nhìn chung đi ngang kể từ đầu năm mặc dù KQKD Q1/2026 tích cực, do NĐT bắt đầu định giá vào giá cổ phiếu các rủi ro như điều kiện thanh khoản căng thẳng, chi phí huy động gia tăng và tỷ lệ NIM phục hồi chậm lại. Sau đợt điều chỉnh, định giá của ngành đã cân bằng hơn, trong đó các NHTM trong phạm vi phân tích giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm khoảng 1,25 lần. Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhận thấy động lực đủ lớn để toàn ngành được định giá lại diện rộng trong khi áp lực thanh khoản vẫn chưa được giải quyết. Do đó, chúng tôi duy trì lập trường chọn lọc, ưa thích các ngân hàng có lợi thế huy động vốn tốt hơn, tiền gửi không kỳ hạn bền vững, tỷ trọng cho vay BĐS có thể kiểm soát và khả năng bảo toàn khả năng sinh lời tốt hơn trong chu kỳ này.

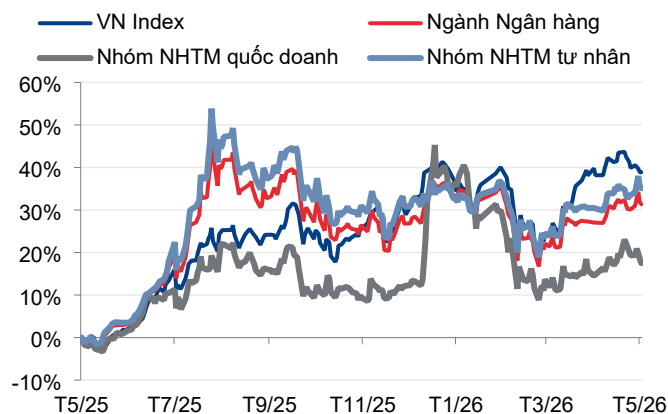
Diễn biến giá cổ phiếu và định giá hiện tại

Diễn biến cổ phiếu ngân hàng trầm lắng mặc dù KQKD tích cực. Giá cổ phiếu ngân hàng nhìn chung đi ngang kể từ đầu năm và kém tích cực hơn so với diễn biến chỉ số VNIndex ở hầu hết các cổ phiếu, mặc dù KQKD Q1/2026 khả quan. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh thanh khoản hệ thống thắt chặt hơn, kỳ vọng chi phí huy động gia tăng và lo ngại ngày càng lớn của NĐT về áp lực lên tỷ lệ NIM. Lãi suất gia tăng cũng ảnh hưởng đến tâm lý thị trường BĐS, góp phần vào diễn biến kém tích cực của các cổ phiếu ngân hàng có tỷ trọng cho vay BĐS lớn hơn.

Xu hướng chuyển hướng sang nhóm cổ phiếu phòng thủ. Diễn biến cổ phiếu phân hóa theo nhóm và từng ngân hàng. Các NHTM tư nhân vượt trội so với NHTM có vốn nhà nước trong 12 tháng qua, dẫn đầu là STB, LPB và MSB. Tuy nhiên, kể từ đầu năm, các NHTM có vốn nhà nước ghi nhận diễn biến vượt trội nhờ được định giá lại mạnh vào tháng 1, trong khi các NHTM nhóm 1 có tỷ trọng cho vay BĐS cao hơn ghi nhận diễn biến kém tích cực. Sự chuyển hướng này cho thấy NĐT đang có xu hướng phòng thủ hơn, ưa thích các ngân hàng có lợi thế huy động mạnh hơn và rủi ro chất lượng tài sản thấp hơn.

Biểu đồ 47: Biến động giá cổ phiếu trong 12 tháng qua, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

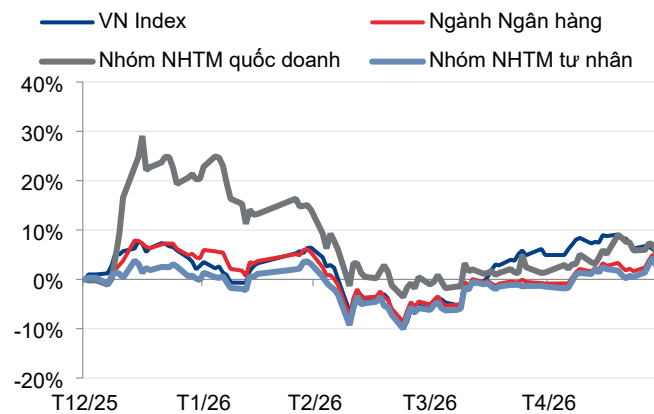
Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu của nhóm NHTM tư nhân diễn biến tích cực hơn so với nhóm NHTM quốc doanh



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 48: Biến động giá cổ phiếu so với đầu năm, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

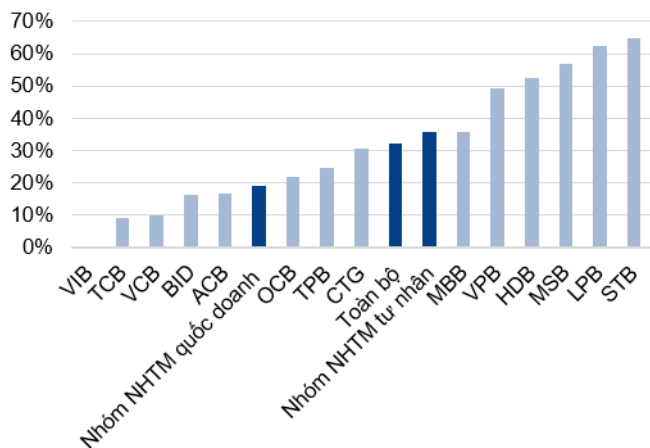
Giá cổ phiếu nhóm NHTM quốc doanh diễn biến tích cực so với đầu năm nhờ được tái định giá mạnh hồi tháng 1



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 49: Biến động giá cổ phiếu trong 12 tháng qua, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

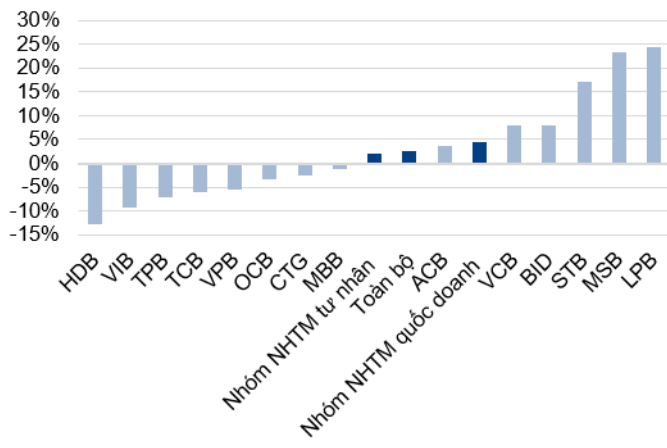
STB, LPB và MSB là những cổ phiếu có hiệu suất tốt nhất trong 12 tháng qua



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 50: Biến động giá cổ phiếu so với đầu năm, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

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

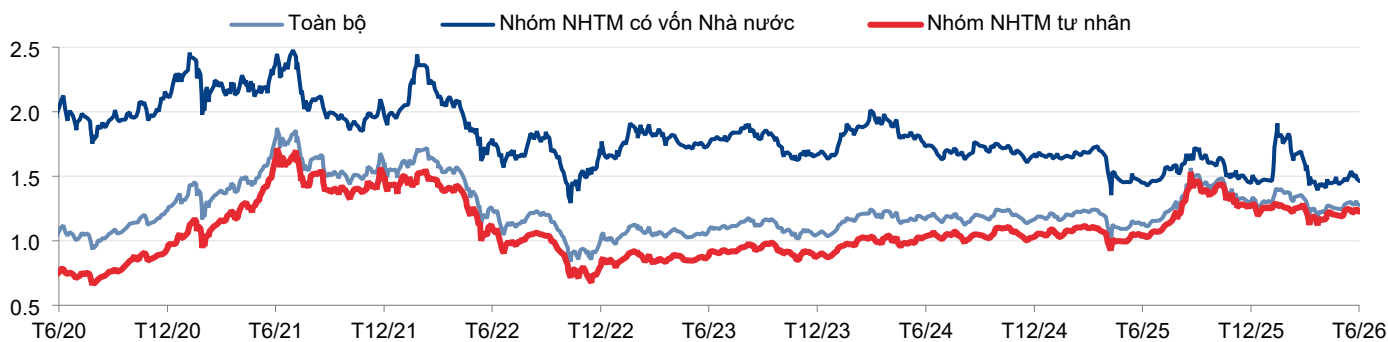


Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Định giá P/B không còn đắt đối với hầu hết các cổ phiếu. Sau đợt điều chỉnh, định giá của hầu hết các ngân hàng trong phạm vi phân tích đã trở lại mức bình quân quá khứ hoặc thấp hơn. Ngành Ngân hàng đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm khoảng 1,25 lần. VCB và BID đang giao dịch với định giá thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ, trong khi LPB và STB vẫn cao hơn đáng kể. Chúng tôi tin rằng định giá hiện tại không còn đắt đối với phần lớn cổ phiếu trong ngành nhưng triển vọng định giá lại bền vững sẽ cần cơ sở rõ ràng hơn khi thanh khoản được cải thiện, chi phí huy động ổn định và triển vọng phục hồi NIM rõ ràng hơn.

Biểu đồ 51: P/B trượt dự phóng 1 năm, nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

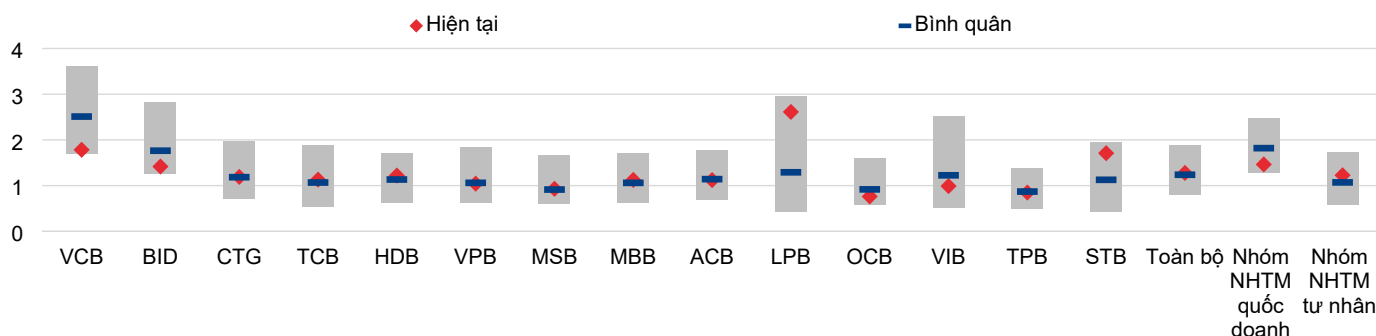
Các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân là 1,25 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 52: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

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



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Khuyến nghị và cổ phiếu ưu tiên hàng đầu

Chúng tôi duy trì quan điểm chọn lọc cổ phiếu thay vì lạc quan diện rộng. Trong ngắn hạn, các ngân hàng có vị thế tốt nhất là những ngân hàng có khả năng huy động tiền gửi tốt hơn, tiền gửi không kỳ hạn bền vững hơn, ít phụ thuộc hơn vào nguồn vốn chi phí cao và tỷ trọng cho vay BĐS vừa phải. Những đặc điểm này sẽ giúp bảo vệ NIM và chất lượng tài sản khi thanh khoản vẫn căng thẳng và dư địa điều chỉnh lãi suất cho vay vẫn hạn chế vì định hướng chính sách.

CTG và VCB có vị thế tốt hơn nhờ năng lực huy động. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CTG và VCB trong môi trường hiện tại nhờ năng lực huy động tiền gửi tốt, cơ sở khách hàng lớn, được hỗ trợ từ chính sách và khả năng quản lý chi phí huy động tốt hơn. Cả hai ngân hàng này cũng cho thấy những dấu hiệu ban đầu về ổn định NIM trong Q1/2026, điều này cho thấy năng lực huy động mạnh hơn có thể giúp bảo toàn tỷ suất lợi nhuận khi áp lực từ phía nguồn vốn kéo dài.

MBB và ACB có khả năng chống chịu tốt hơn trong nhóm NHTM tư nhân. MBB nổi bật về khả năng tăng trưởng, chiều sâu hệ sinh thái và năng lực duy trì tiền gửi không kỳ hạn, trong khi ACB có hồ sơ rủi ro thận trọng hơn, độ nhạy với chu kỳ BĐS thấp hơn và chất lượng tài sản tốt hơn. Những đặc điểm này giúp cả hai ngân hàng có vị thế tốt hơn tương đối trong môi trường thanh khoản căng thẳng và lãi suất cao.

HDB, TCB và VPB tăng trưởng mạnh hơn nhưng rủi ro cũng cao hơn. HDB, TCB và VPB có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực hơn trong khi rủi ro có vẻ đã dần được phản ánh vào định giá hiện tại. Những ngân hàng này có một số lợi thế chung bao gồm hệ sinh thái phát triển tốt, hệ số CAR dày và hệ số ROA cao, tuy nhiên tỷ trọng cho vay BĐS cũng cao hơn. VPB và HDB có dư địa tăng trưởng bằng cân đối lớn hơn, sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận nhưng cũng có thể làm gia tăng áp lực huy động. TCB hưởng lợi từ nguồn thu phí dồi dào, tiền gửi không kỳ hạn bền vững và quá trình đa dạng hóa tín dụng liên tục từ BĐS sang cho vay liên quan đến hạ tầng. Tại định giá hiện tại, chúng tôi tin rằng những cổ phiếu này có hồ sơ rủi ro-lợi nhuận cân bằng hơn cho NĐT sẵn sàng chấp nhận rủi ro chu kỳ và huy động.

Bảng 53: So sánh, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu gồm: ACB, CTG, VCB (nhóm phòng thủ), HDB, TCB và VPB (beta cao), và MBB (lựa chọn cân bằng)

Đồng	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)	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
ACB	25,100	Mua vào	32,600	29.9%	1.19	1.04	7.3	6.1	17.5%	18.1%	19.1%	14.9%	18.8%	1.54	1.35
BID	41,700	Tăng tỷ trọng	46,300	11.0%	1.49	1.30	11.3	9.9	14.3%	14.1%	13.9%	-3.7%	14.4%	1.65	1.44
CTG	33,850	Mua vào	48,300	42.7%	1.25	1.06	7.0	6.2	19.2%	18.5%	17.9%	19.4%	13.7%	1.78	1.51
HDB	24,900	Mua vào	33,000	32.5%	1.36	1.09	6.0	4.8	24.2%	25.3%	25.3%	25.0%	25.2%	1.80	1.45
LPB	50,900	Bán ra	24,900	-51.1%	3.07	2.64	13.4	14.0	23.5%	20.3%	20.9%	-0.4%	-4.3%	1.50	1.29
MBB	24,650	Mua vào	31,800	29.0%	1.20	1.00	7.0	5.8	18.8%	18.7%	19.4%	14.6%	19.9%	1.55	1.29
MSB	14,300	Tăng tỷ trọng	15,800	10.5%	0.91	0.81	7.0	7.0	13.9%	12.2%	12.2%	12.7%	0.0%	1.01	0.89
OCB	11,550	Mua vào	14,700	27.3%	0.80	0.71	6.9	6.0	12.4%	12.5%	12.6%	11.5%	14.4%	1.02	0.90
STB	66,600	Giảm tỷ trọng	61,000	-8.4%	1.84	1.52	17.9	8.7	11.0%	19.1%	20.5%	18.1%	105.3%	1.69	1.39
TCB	31,900	Mua vào	44,500	39.5%	1.16	1.01	7.5	6.3	16.5%	17.2%	17.8%	19.0%	19.8%	1.62	1.41
TPB	15,600	Mua vào	19,800	26.9%	0.89	0.77	5.5	4.9	17.4%	17.0%	16.9%	7.4%	12.6%	1.13	0.97
VCB	61,600	Mua vào	75,600	22.7%	1.85	1.66	14.6	12.9	14.0%	13.6%	14.9%	9.1%	12.9%	2.28	2.03
VIB	15,800	Mua vào	20,000	26.6%	1.03	0.92	6.6	6.2	16.5%	15.7%	15.8%	14.0%	6.5%	1.31	1.16
VPB	26,450	Mua vào	36,800	39.1%	1.09	0.93	7.2	5.7	16.0%	17.5%	18.4%	20.7%	27.0%	1.51	1.29
Ngành				19.9%	1.37	1.17	8.9	7.5	16.8%	17.1%	17.5%	13.4%	20.4%	1.53	1.31
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước				25.5%	1.53	1.34	11.0	9.7	15.8%	15.4%	15.6%	8.3%	13.7%	1.90	1.66
Nhóm NHTM tư nhân				18.3%	1.32	1.13	8.4	6.9	17.1%	17.6%	18.1%	14.8%	22.3%	1.42	1.22

Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 2/6.
Nguồn: HSC

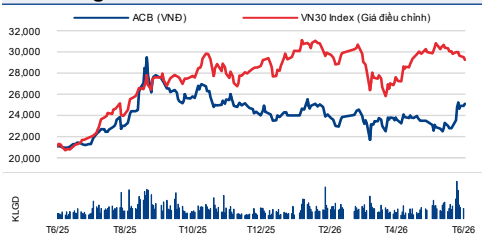
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ32,600 (từ VNĐ32,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 29.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	25,100
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,950-29,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	128,929
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,896
Sig CP lưu hành (tr.đv)	5,137
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,541
Sig CP NN được mua (tr.đv)	229
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.5%
Tỷ lệ freefloat	77.2%
Cổ đông lớn	Tran Hung Huy (3.43%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.81	4.80	19.0
So với chỉ số	9.50	6.81	(14.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,459	3,682	(6.0)
2027F	4,110	4,447	(7.6)
2028F	4,948	5,182	(4.5)

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 DN/VN.

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

Bền bỉ trước áp lực NIM; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng nhẹ 1,9% giá mục tiêu lên 32.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 6,1% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 sau khi hạ giá định NIM nhưng vẫn kỳ vọng tăng trưởng LNTT cải thiện từ 15% trong năm 2026 lên khoảng 20%/năm trong năm 2027-2028 nhờ thu nhập phí và các công ty con. Mặc dù đối mặt với áp lực trong ngắn hạn, ACB đang xây dựng nền tảng tăng trưởng dài hạn thông qua đa dạng hóa nguồn thu, phát triển các công ty con, đầu tư công nghệ và quản trị rủi ro thận trọng.
- ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,04 lần, thấp hơn 17% bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là định giá hấp dẫn.

Sự kiện: Điều chỉnh dự báo sau khi hạ giá định NIM

HSC hạ dự báo chủ yếu sau khi hạ giá định tỷ lệ NIM, chủ yếu do NIM Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng và áp lực chi phí huy động nhiều khả năng sẽ tiếp diễn khi tăng trưởng tiền gửi toàn ngành chưa tăng tốc như kỳ vọng mặc dù lãi suất tiền gửi đã tăng lên.

Tác động: Giảm bình quân 6,1% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 6,1% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do giảm bình quân 14 điểm cơ bản giá định NIM. Theo dự báo mới, LNTT được dự báo tăng trưởng 15% năm 2026, sau đó tăng tốc lên khoảng 20% trong năm 2027-2028. Tác động tiêu cực từ việc hạ giá định NIM được bù đắp một phần nhờ thu nhập phí vượt kỳ vọng với sự phục hồi của hoa hồng bancassurance và tiếp tục mở rộng các công ty con, đặc biệt là ACBS, mảng cho vay ký quỹ vẫn giữ vững tăng trưởng mạnh.

Chiến lược từng bước của ACB nhằm đa dạng hóa nguồn doanh thu, nâng tầm công ty con, đầu tư công nghệ và duy trì kiểm soát rủi ro thận trọng giúp củng cố năng lực cạnh tranh dài hạn dù gia tăng áp lực lên tỷ suất lợi nhuận và chi phí trong ngắn hạn.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng nhẹ 1,9% giá mục tiêu lên 32.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận, đồng thời giữ nguyên các giá định định giá khác. Luận điểm đầu tư của chúng tôi vẫn không đổi, với điểm nhấn chính là chiến lược thận trọng, quản trị rủi ro kỷ luật và các sáng kiến đang triển khai để thích nghi với môi trường hoạt động khó khăn hơn.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua do áp lực bán rông từ khối ngoại hạ nhiệt, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,04 lần, thấp hơn 0,57 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,14 lần và thấp hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn và tiếp tục lựa chọn ACB là cổ phiếu đầu tư dài hạn ưa thích.

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	29.7 ▼	35.5 ▼	42.7 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	33.5	33.8	36.8	44.2 ▼	53.0 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	16.8	15.6	17.9	21.3 ▼	25.7 ▼
EPS (đồng)	3,269	3,042	3,494	4,152 ▼	4,998 ▼
DPS (đồng)	756	870	700	1,130	1,300
BVPS (đồng)	16,248	18,401	21,169	24,149	27,798
P/E (lần)	7.68	8.25	7.18	6.05	5.02
Lợi suất cổ tức (%)	3.01	3.46	2.79	4.50	5.18
P/B (lần)	1.54	1.36	1.19	1.04	0.90
Tăng trưởng EPS (%)	4.64	(6.94)	14.9	18.8	20.4
ROAE (%)	21.7	17.6	17.7	18.3	19.2

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

Xây dựng nền tảng dài hạn trước áp lực NIM

HSC giảm bình quân 6,1% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 chủ yếu sau khi hạ giả định NIM. Theo dự báo mới, LNTT được dự phóng tăng trưởng 15% trong năm 2026, sau đó tăng tốc lên khoảng 20%/năm trong năm 2027-2028, nhờ tín dụng tăng trưởng bền vững, thu nhập phí cải thiện và tiếp tục đẩy mạnh các công ty con. Bất chấp sức ép ngắn hạn, ACB đã và đang triển khai chiến lược từng bước để đa dạng hóa nguồn doanh thu, nâng cao năng lực công ty con, đầu tư công nghệ và duy trì quản trị rủi ro thận trọng, điều này sẽ hỗ trợ năng lực cạnh tranh dài hạn của Ngân hàng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng nhẹ 1,9% giá mục tiêu; ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,04 lần, thấp hơn 0,57 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Hạ dự báo do áp lực NIM

Giảm giảm 4,6% dự báo LNTT năm 2026 và bình quân 6,8% dự báo cho năm 2027-2028 chủ yếu do giảm bình quân 14 điểm cơ bản giả định NIM. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng 15% trong năm 2026, sau đó tăng tốc lên khoảng 20% trong năm 2027-2028.

Điều chỉnh này phản ánh: (1) tỷ lệ NIM thu hẹp so với quý trước trong Q1/2026, thấp hơn dự báo của chúng tôi; và (2) tăng trưởng tiền gửi toàn ngành chưa tăng tốc như kỳ vọng mặc dù lãi suất tiền gửi đã tăng lên, cho thấy áp lực chi phí huy động có thể tiếp diễn khi các ngân hàng cần đảm bảo nguồn vốn để mở rộng tài sản.

Thu nhập phí Q1/2026 vượt kỳ vọng nhờ hoa hồng bancassurance phục hồi theo chia sẻ của BLĐ. Do đó, chúng tôi nâng nhẹ dự báo tăng trưởng thu nhập phí. Chúng tôi cũng nâng giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ tại ACBS sau kết quả Q1/2026 khả quan. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng Ngân hàng mẹ ở mức 14%, cao hơn so với hạn mức tăng trưởng cả năm (12%).

ACBS tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với dư nợ cho vay ký quỹ tăng gần gấp 4 lần trong 2 năm qua và vẫn còn dư địa để tiếp tục mở rộng. Tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH của ACBS chỉ là 1,34 lần, cao hơn một chút so với bình quân ngành ở mức 1,1 lần nhưng vẫn thấp hơn mức trần quy định là 2 lần. Đối với Ngân hàng mẹ, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng NHNN có thể tăng nhẹ hạn mức tăng trưởng tín dụng của ACB vào Q4/2026 để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng của Việt Nam. ACB cũng có thể được cấp thêm hạn mức nhờ vị thế huy động tốt hơn bình quân ngành.

Các giả định và dự báo chính của chúng tôi như sau.

Bảng 54: Các giả định quan trọng, ACB

Điều chỉnh chính: hạ giả định NIM

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	18.6%	14.0%	16.0%	14.0%	14.4%	16.0%	14.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	12.4%	15.0%	17.2%	15.2%	11.8%	18.4%	16.4%
Tỷ lệ NIM	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	2.8%	2.9%	3.1%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-2.8%	11.4%	18.0%	15.0%	17.5%	18.0%	15.0%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
Chi phí tín dụng	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
Nợ xấu mới hình thành	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Tỷ lệ LLR	114.3%	102.5%	102.5%	105.8%	102.0%	101.7%	105.0%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
Hệ số CIR	32.3%	33.5%	31.5%	31.0%	33.3%	32.6%	31.8%

Nguồn: HSC

Bảng 55: Dự báo lợi nhuận, ACB

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận chủ yếu do hạ giả định tỷ lệ NIM

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	26,906	31,349	37,665	45,406	29,710	35,504	42,729
Tăng trưởng		16.5%	20.1%	20.6%	10.4%	19.5%	20.3%
Điều chỉnh					-5.2%	-5.7%	-5.9%
Tổng thu nhập ngoài lãi	6,892	7,186	8,794	10,212	7,077	8,664	10,248
Tăng trưởng		4.3%	22.4%	16.1%	2.7%	22.4%	18.3%
Điều chỉnh					-1.5%	-1.5%	0.4%
Tổng thu nhập HĐ	33,798	38,535	46,459	55,618	36,787	44,169	52,977
Tăng trưởng		14.0%	20.6%	19.7%	8.8%	20.1%	19.9%
Điều chỉnh					-4.5%	-4.9%	-4.7%
Chi phí HĐ	-10,924	-12,891	-14,612	-17,227	-12,266	-14,377	-16,861
Tăng trưởng		18.0%	13.4%	17.9%	12.3%	17.2%	17.3%
Điều chỉnh					-4.8%	-1.6%	-2.1%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	22,873	25,644	31,847	38,391	24,521	29,791	36,117
Tăng trưởng		12.1%	24.2%	20.5%	7.2%	21.5%	21.2%
Điều chỉnh					-4.4%	-6.5%	-5.9%
Chi phí dự phòng	-3,335	-2,157	-3,167	-4,015	-2,118	-3,135	-4,024
Tăng trưởng		-35.3%	46.8%	26.8%	-36.5%	48.0%	28.4%
Điều chỉnh					-1.8%	-1.0%	0.2%
LNTT	19,539	23,487	28,680	34,376	22,403	26,657	32,093
Tăng trưởng		20.2%	22.1%	19.9%	14.7%	19.0%	20.4%
Điều chỉnh					-4.6%	-7.1%	-6.6%
Lợi nhuận thuần	15,625	18,790	22,944	27,501	17,949	21,325	25,674
Tăng trưởng		20.3%	22.1%	19.9%	14.9%	18.8%	20.4%
Điều chỉnh					-4.5%	-7.1%	-6.6%

Nguồn: HSC

Bảng 56: Dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

HSC điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ, dù một phần, tuy nhiên bị bù trừ một phần bởi việc hạ giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,147	3,507	4,138	4,759	3,696	4,362	5,016
Tăng trưởng		11.4%	18.0%	15.0%	17.5%	18.0%	15.0%
Điều chỉnh					5.4%	5.4%	5.4%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,732	2,195	2,712	3,214	2,069	2,722	3,226
Tăng trưởng		26.7%	23.6%	18.5%	19.5%	31.5%	18.5%
Điều chỉnh					-5.7%	0.3%	0.3%
Lãi tự doanh	871	429	563	657	422	544	649
Tăng trưởng		-50.8%	31.3%	16.7%	-51.5%	29.0%	19.2%
Điều chỉnh					-1.5%	-3.3%	-1.2%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	119	119	119	119	164	164	164
Tăng trưởng		0.0%	0.0%	0.0%	37.8%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					37.8%	37.8%	37.8%
Thu nhập khác	1,023	937	1,262	1,463	725	873	1,194
Tăng trưởng		-8.5%	34.7%	15.9%	-29.1%	20.4%	36.8%
Điều chỉnh					-22.6%	-30.9%	-18.4%
Tổng thu nhập ngoài lãi	6,892	7,186	8,794	10,212	7,077	8,664	10,248
Tăng trưởng		4.3%	22.4%	16.1%	2.7%	22.4%	18.3%
Điều chỉnh					-1.5%	-1.5%	0.4%

Nguồn: HSC

ACB đang đi theo hướng nào?

ACB đang thích nghi với áp lực toàn ngành thông qua việc mở rộng sang các phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn hơn, đồng thời ưu tiên chất lượng tài sản thay vì lợi nhuận ngắn hạn. Môi trường hoạt động đã thay đổi đáng kể kể từ năm 2023, khi tỷ lệ NIM thu hẹp gây áp lực lên hệ số ROE toàn ngành. Nhu cầu tín dụng cũng dịch chuyển sang khách hàng doanh nghiệp lớn và lĩnh vực BĐS, trong khi

các phân khúc cốt lõi của ACB là bán lẻ, DNNVV và hộ kinh doanh vẫn kém tích cực. Theo đó, ACB đang dần mở rộng sang phân khúc doanh nghiệp vừa và lớn (MMLC) tại Ngân hàng mẹ. Quan trọng là sự dịch chuyển này vẫn được neo giữ bởi chiến lược quản lý rủi ro thận trọng. Thay vì chạy theo lợi suất ngắn hạn từ việc cho vay lĩnh vực BĐS, ACB tiếp tục tập trung vào lĩnh vực sản xuất và thương mại, hiện vẫn đang chiếm tỷ trọng chính trong danh mục cho vay của Ngân hàng. Điều này có thể hạn chế tiềm năng cải thiện tỷ lệ NIM trong ngắn hạn nhưng sẽ giúp bảo vệ chất lượng tài sản với tỷ lệ nợ xấu vẫn nằm trong nhóm thấp nhất ngành.

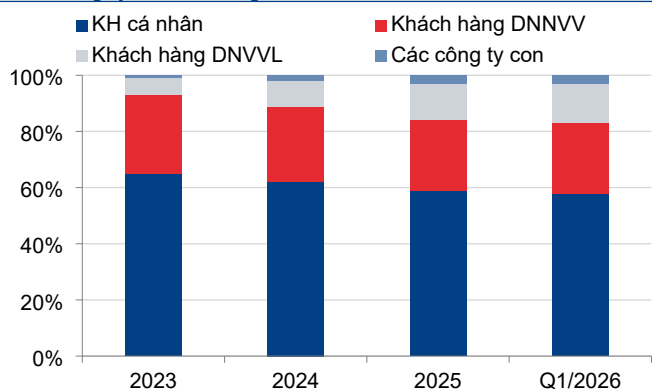
Việc mở rộng công ty con sẽ giúp đa dạng hóa nguồn doanh thu và dần nâng cao tỷ trọng đóng góp thu nhập phí. Ngoài Ngân hàng mẹ, ACB cũng đầu tư vào các công ty con để xây dựng động lực tăng trưởng và đa dạng hóa doanh thu, bắt đầu với nghiệp vụ môi giới chứng khoán thông qua ACBS, tiếp theo là quản lý quỹ thông qua ACB Capital và dự kiến thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ vào năm 2026. Chúng tôi tin rằng những sáng kiến này sẽ dần đa dạng hóa nền tảng doanh thu của ACB và nâng cao tỷ trọng đóng góp thu nhập phí trong dài hạn.

Đầu tư công nghệ có thể gây áp lực lên chi phí hoạt động ngắn hạn nhưng sẽ nâng cao hiệu quả và khả năng tiếp cận khách hàng trong dài hạn. Công nghệ là phần quan trọng khác trong công cuộc xây dựng nền tảng dài hạn của ACB, với việc triển khai hệ thống core banking mới tích hợp AI đã được khởi động và dự kiến tiếp tục trong 3 năm tới. Điều này có thể gây áp lực lên chi phí hoạt động trong ngắn hạn nhưng sẽ hỗ trợ hiệu quả hoạt động tốt hơn, tiếp cận khách hàng chính xác hơn và cung cấp các gói dịch vụ phù hợp hơn cho khách hàng bán lẻ và DNNVV theo thời gian.

Chiến lược tái định vị của ACB có thể gây sức ép lên tỷ suất lợi nhuận và chi phí ngắn hạn nhưng sẽ hỗ trợ nền tảng lợi nhuận dài hạn vững chắc và đa dạng hơn. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá chiến lược của ACB là sự tái định vị thận trọng trong dài hạn. Lợi nhuận ngắn hạn có thể chịu ảnh hưởng do lợi suất cho vay giảm xuống ở phân khúc MMLC so với bán lẻ cũng như chi phí đầu tư công nghệ tăng lên. Tuy nhiên, trong dài hạn, ACB sẽ hưởng lợi từ nền tảng tiền gửi không kỳ hạn mạnh hơn và chi phí huy động thấp hơn từ khách hàng doanh nghiệp, thu nhập phí cao hơn và đa dạng hơn và hiệu quả chi phí cải thiện.

Biểu đồ 57: Cơ cấu tín dụng theo phân khúc KH, ACB

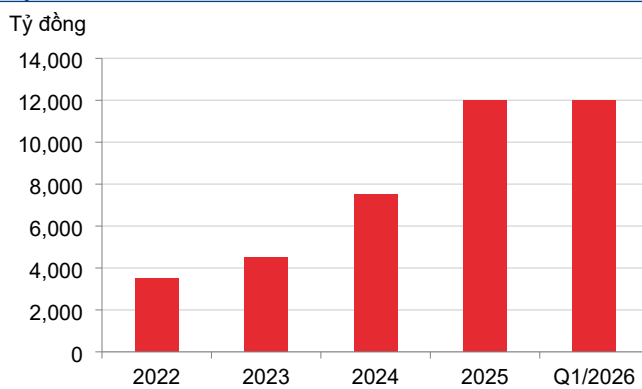
Tỷ trọng tín dụng cấp cho các doanh nghiệp vừa & lớn và tín dụng ở các công ty con đã tăng lên



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 58: Đầu tư vào các công ty con, ACB

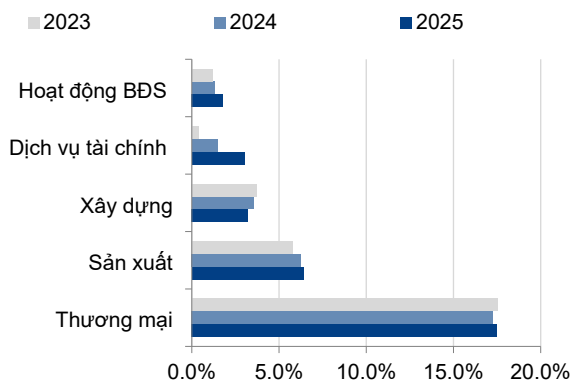
ACB đã đầu tư đáng kể vào các công ty con trong ba năm gần đây



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 59: Nhóm 5 ngành đóng góp lớn nhất, ACB

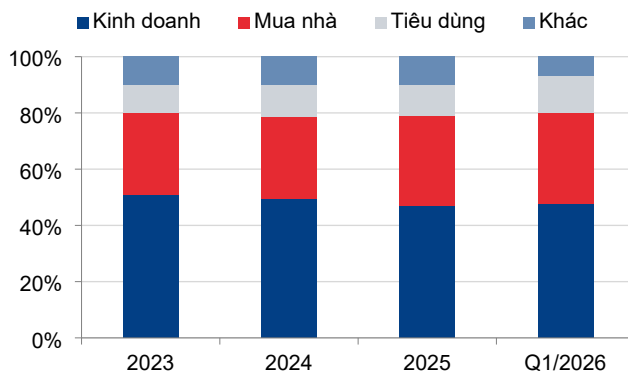
Thương mại và sản xuất vẫn là hai ngành đóng góp lớn nhất



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 60: Cơ cấu cho vay khách hàng cá nhân theo sản phẩm, ACB

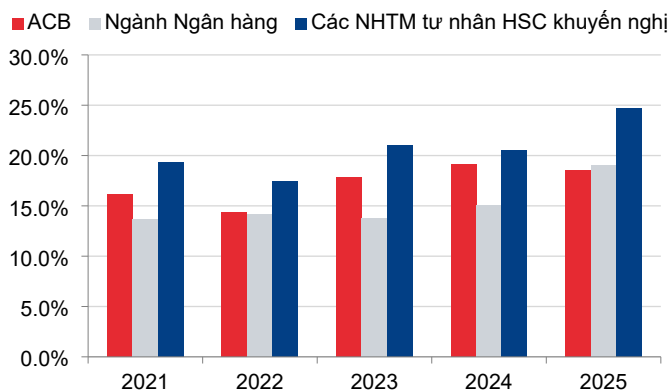
Tỷ trọng các khoản vay mua nhà gần đây tăng nhẹ



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 61: Tăng trưởng tín dụng, ACB và các NHTM khác

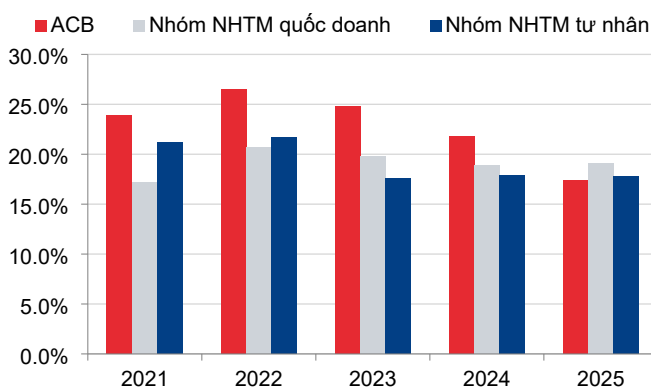
Việc hạn chế cho vay BĐS đã phần nào kiềm hãm tăng trưởng tín dụng



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 62: Hệ số ROE, ACB và các NHTM khác

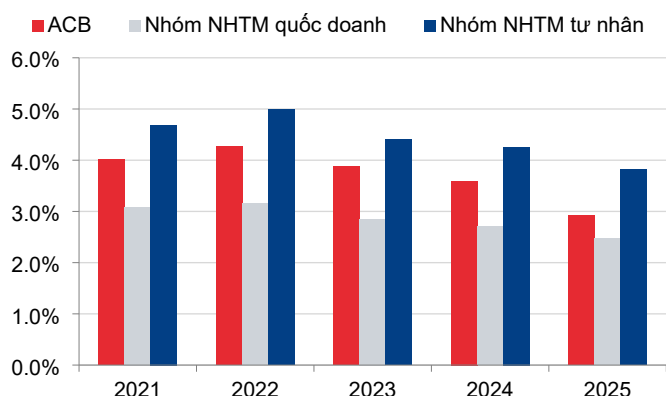
Tỷ lệ NIM tạo áp lực lên ROE; khoản dự phòng không thường xuyên khiến ROE bất ngờ giảm trong năm 2025



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 63: Tỷ lệ NIM, ACB và các NHTM khác

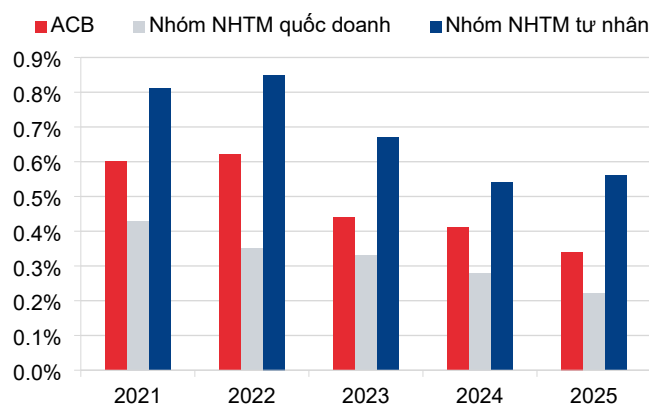
Tỷ lệ NIM giảm mạnh hơn do nhu cầu yếu tại các phân khúc khách hàng mục tiêu



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

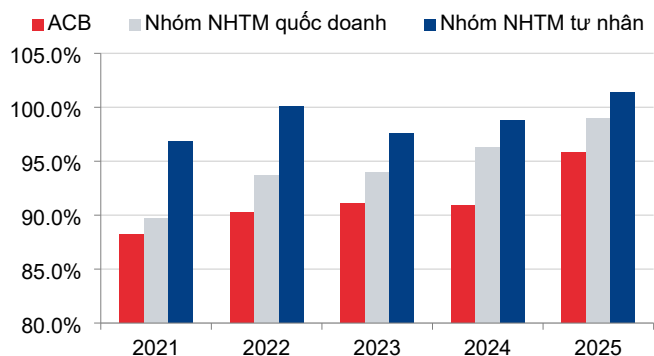
Biểu đồ 64: Lãi thuần HĐ dịch vụ/tài sản bình quân, ACB và các NHTM khác

Lãi thuần HĐ dịch vụ kém tích cực hơn so với nhóm NHTM tư nhân do mảng banca vẫn chưa phục hồi



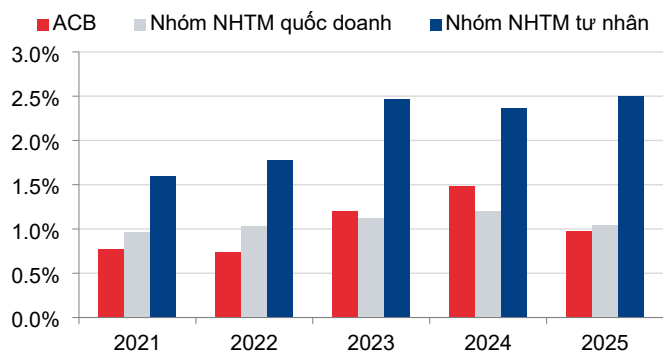
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 65: Hệ số LDR điều chỉnh, ACB và các NHTM khác
ACB tiếp tục theo đuổi chiến lược thận trọng hơn trong quản lý thanh khoản...



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

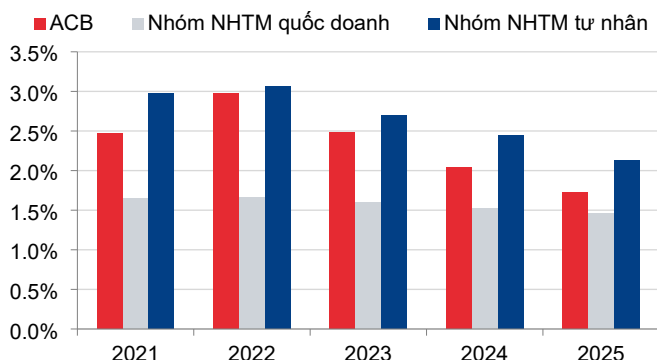
Biểu đồ 66: Tỷ lệ nợ xấu, ACB và các NHTM khác
... cũng như kiểm soát chất lượng tài sản



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 67: Tỷ lệ chi phí hoạt động/tín dụng, ACB so với các NHTM khác

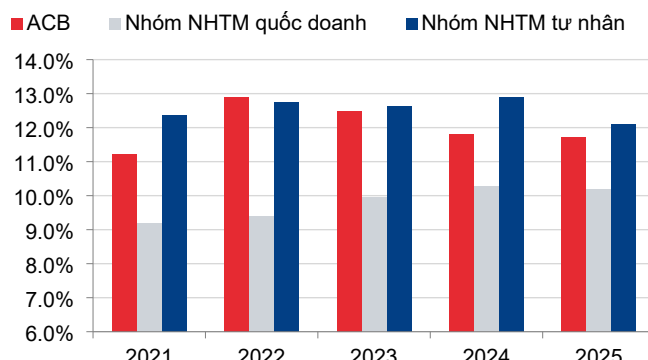
Công tác kiểm soát chi phí HĐ đang dần cải thiện, phù hợp với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 68: Hệ số CAR, ACB so với các NHTM khác

Tỷ lệ CAR giảm do Ngân hàng tăng đầu tư vào các công ty con và thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB và tăng nhẹ 1,9% giá mục tiêu lên 32.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, đồng thời giữ nguyên các giả định định giá khác. Luận điểm đầu tư của chúng tôi vẫn không đổi, với điểm nhấn là chiến lược quản lý thận trọng, các sáng kiến thích nghi với môi trường hoạt động khó khăn hơn đang được triển khai và năng lực quản trị rủi ro kỷ luật của ACB. Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,04 lần, thấp hơn 0,57 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mở ra cơ hội tích lũy hấp dẫn cho NĐT.

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù hạ dự báo lợi nhuận, chúng tôi tăng nhẹ 1,9% giá mục tiêu lên 32.600đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027. Chúng tôi giữ nguyên các giả định định giá khác.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB do luận điểm đầu tư cốt lõi vẫn nguyên vẹn. Chúng tôi tiếp tục đánh giá ACB là ngân hàng được quản lý thận trọng với nhiều sáng kiến giúp thích nghi với môi trường hoạt động khó khăn hơn, nâng cao khả năng cạnh tranh dài hạn và tiếp tục quản trị rủi ro thận trọng.

Chi tiết định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 69: Giả định chi phí vốn CSH, ACB

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	1.1	Không đổi
Chi phí vốn CSH	13.6%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 70: 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	17,769	21,112	25,418	30,517	34,209	35,931	37,688	35,849
Chi phí vốn CSH	-12,878	-14,815	-16,901	-19,455	-22,567	-26,025	-30,263	-32,294
Lợi nhuận thặng dư	4,891	6,297	8,517	11,063	11,642	9,906	7,425	3,555
Giá trị dài hạn								34,465
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		5,542	6,597	7,541	6,984	5,230	3,450	15,549
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	50,894							
Giá trị sổ sách cuối 2026	108,736							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	159,630							
Giá trị vốn CSH giữa 2027	167,602							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,137							
Giá mục tiêu giữa 2027	32,600							

Nguồn: HSC

Bảng 71: 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%	36,200	35,300	34,400	33,500	32,700
	8.25%	35,200	34,300	33,500	32,700	31,900
	8.75%	34,200	33,400	32,600	31,800	31,100
	9.25%	33,300	32,500	31,700	31,000	30,300
	9.75%	32,400	31,700	31,000	30,300	29,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua nhờ áp lực bán ròng từ khối ngoại hạ nhiệt, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,04 lần, thấp hơn 0,57 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,14 lần và thấp hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn.

Biểu đồ 72: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,04 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 73: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ACB

...thấp hơn 0,57 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,14 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	50.9	58.8	74.3	81.6	91.3
Chi phí lãi	(23.1)	(31.9)	(44.6)	(46.1)	(48.5)
Thu nhập lãi thuần	27.8	26.9	29.7	35.5	42.7
Lãi thuần HD dịch vụ	3.24	3.15	3.70	4.36	5.02
Lãi thuần HD KDNH	1.17	1.73	2.07	2.72	3.23
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.65	0.87	0.42	0.54	0.65
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.04	0.12	0.16	0.16	0.16
Thu nhập khác	0.62	1.02	0.72	0.87	1.19
Tổng thu nhập HD	33.5	33.8	36.8	44.2	53.0
Chi phí HD	(10.9)	(10.9)	(12.3)	(14.4)	(16.9)
LN trước dự phòng	22.6	22.9	24.5	29.8	36.1
Chi phí dự phòng	(1.61)	(3.33)	(2.12)	(3.13)	(4.02)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	21.0	19.5	22.4	26.7	32.1
Chi phí thuế TNDN	(4.22)	(3.91)	(4.45)	(5.33)	(6.42)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	16.8	15.6	17.9	21.3	25.7
EPS (đồng)	3,269	3,042	3,494	4,152	4,998
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

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	8.04	8.56	9.97
Tiền gửi tại NHNN	25.2	16.6	20.1	23.8	33.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	118	150	153	148	183
Chứng khoán kinh doanh	3.88	6.54	6.57	7.99	9.27
Các công cụ tài chính phái sinh	0.06	0.32	0	0	0
Số dư cho vay thuần	574	679	777	902	1,028
Tổng dư nợ cho vay	581	687	786	912	1,040
Dự phòng rủi ro	(6.74)	(7.62)	(8.82)	(10.2)	(11.5)
Chứng khoán đầu tư	121	144	162	197	228
CK đầu tư sẵn sàng để bán	109	133	148	181	209
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	12.2	11.4	13.5	16.4	19.0
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	6.21	6.71	7.21
Tài sản khác	10.5	14.8	16.2	17.6	19.9
Tổng tài sản	864	1,026	1,149	1,311	1,519
Nợ phải trả	781	931	1,040	1,187	1,377
Tiền gửi của NHNN	7.95	33.0	35.4	0.00	0.00
Tiền gửi của các TCTD khác	112	155	173	201	229
Tổng tiền gửi KH	537	585	643	809	975
Trái phiếu và CCTG	102	133	161	143	133
Nợ khác	22.0	24.9	27.6	34.7	39.6
Vốn chủ sở hữu	83.5	94.5	109	124	143
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	29.7	32.7	37.2
Quỹ & vốn khác của CSH	14.8	17.6	20.7	24.3	28.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	864	1,026	1,149	1,311	1,519
BVPS (đồng)	16,248	18,401	21,169	24,149	27,798

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	12.0	14.2	15.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	19.1	18.3	14.4	16.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	11.3	8.91	9.86	25.8	20.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	19.4	12.4	11.8	18.4	16.4
Tăng trưởng VCSH (%)	17.6	13.2	15.0	14.1	15.1
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	11.4	(3.20)	10.4	19.5	20.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	0.26	0.20	12.3	17.2	17.3
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	3.38	1.16	7.20	21.5	21.2
Tăng trưởng LNTT (%)	4.67	(6.98)	14.7	19.0	20.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	4.64	(6.94)	14.9	18.8	20.4
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	4.23	3.58	3.38	3.59	3.74
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.38)	(1.16)	(1.13)	(1.17)	(1.19)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.7	97.7	97.7	97.9	98.1
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.52	2.55	2.78	3.04	3.31
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	43.3	40.2	46.0	52.0	61.1
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.68	8.25	7.18	6.05	5.02
P/B (lần)	1.54	1.36	1.19	1.04	0.90
Lợi suất cổ tức (%)	3.01	3.46	2.79	4.50	5.18

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 HD (%)	50.1	46.2	48.8	48.3	48.5
ROAA (%)	2.12	1.65	1.65	1.73	1.81
ROAE (%)	21.7	17.6	17.7	18.3	19.2
Chi phí huy động BQ (%)	3.34	3.83	4.65	4.26	3.90
Lợi suất góp BQ (%)	6.58	6.37	7.00	6.77	6.58
Lợi suất thuần (%)	3.24	2.54	2.35	2.52	2.68
Tỷ lệ NIM (%)	3.60	2.92	2.80	2.95	3.08
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	9.66	9.31	10.0	9.87	9.47
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	82.9	79.6	80.8	80.4	80.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	7.40	11.1	9.19	9.74	9.88
Tỷ lệ CIR (%)	32.5	32.3	33.3	32.6	31.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	23.1	28.6	20.0	27.2	26.0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.8	13.3	12.7	12.4	12.4
VCSH/Tổng TS (%)	9.66	9.21	9.47	9.46	9.40
Đòn bẩy vốn (lần)	10.4	10.9	10.6	10.6	10.6
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	102	102	105
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	108	117	122	113	107
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.9	17.7	17.7	17.4	17.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.2	66.9	68.4	69.5	68.4
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

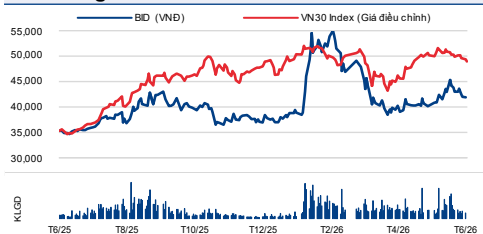
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ46,500 (từ VNĐ46,300)
Tiềm năng tăng/giảm: 11.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	41,700
Mã Bloomberg	BID VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,664-55,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	292,791
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	11,119
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	3.99	(7.74)	18.1
So với chỉ số	6.61	(5.98)	(14.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,770	4,038	(6.6)
2027F	4,131	4,744	(12.9)
2028F	4,643	5,236	(11.3)

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

Triển vọng tăng trưởng khiêm tốn; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BID và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 46.500đ (tiềm năng tăng giá 11%) do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù trừ với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH.
- Chúng tôi giảm khoảng 3% dự báo LNTT hàng năm cho giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ giá định NIM, một phần được bù đắp nhờ việc nâng dự báo thu nhập khác và hạ giá định chi phí dự phòng. Trong dự báo mới, LNTT được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 8,4%.
- BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,56 lần, cao hơn 15% so với bình quân ngành ở mức 1,28 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,65 lần.

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

Mặc dù lợi nhuận thuần Q1/2026 của BID nhìn chung khả quan nhưng NIM tiếp tục thu hẹp và thanh khoản ngày càng căng thẳng vẫn ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của Ngân hàng. Bên cạnh đó, khả năng cải thiện hệ số CAR trong ngắn hạn vẫn hạn chế do đợt tăng vốn tiếp theo được kỳ vọng sẽ chưa thể thực hiện cho đến năm 2027.

Tác động: Giảm 3% dự báo/năm cho giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm khoảng 3% dự báo LNTT hàng năm cho giai đoạn 2026-2028 chủ yếu sau khi hạ giá định NIM, được bù đắp một phần nhờ nâng dự báo thu nhập khác và hạ giá định chi phí dự phòng.

Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 8,4% trong 3 năm tới với ROE điều chỉnh bình quân (không bao gồm tiền thưởng & phúc lợi) đạt 13,8%.

Tăng trưởng lợi nhuận của BID trong giai đoạn này sẽ kém cạnh tranh hơn so với các NHTM có vốn nhà nước khác, trong đó CAGR 3 năm của VCB là 18% và của CTG là 17%.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu BID đã tăng 5% trong 1 tháng qua chủ yếu nhờ sự lạc quan của thị trường xung quanh Nghị quyết 79 thay vì kết quả Q1/2026. Theo đó, BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,56 lần, thấp hơn 15% so với VCB (1,75 lần) và cao hơn 15% so với ngành (1,28 lần).

Thời gian tới, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về xu hướng lợi nhuận, những hạn chế thanh khoản mang tính cấu trúc và khả năng tăng vốn ngắn hạn của Ngân hàng, đặc biệt là sau khi hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ vào tháng 2/2026. Chúng tôi cho rằng đây là những lực cản để cổ phiếu được định giá lại trong ngắn hạn.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 của BID là 1,65 lần, thấp hơn 28% so với VCB (2,28 lần), chỉ cao hơn 7% so với bình quân ngành (1,54 lần) và thấp hơn 7% so với CTG (1,77 lần). Chúng tôi kỳ vọng định giá của BID sẽ thấp hơn CTG trong thời gian tới do triển vọng lợi nhuận yếu hơn tương đối và vị thế thanh khoản căng thẳng hơn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BID với tiềm năng tăng giá là 11%.

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	68.8 ▼	79.0 ▼	90.1 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	81.1	91.3	91.7	103	116
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	25.2	30.2	30.9	34.9	39.3
EPS (đồng)	3,655	4,335	4,320	4,712	5,220
DPS (đồng)	0	450	0	400	500
BVPS (đồng)	20,250	23,933	28,057	32,146	36,288
P/E (lần)	11.4	9.62	9.65	8.85	7.99
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.08	0	0.96	1.20
P/B (lần)	2.06	1.74	1.49	1.30	1.15
Tăng trưởng EPS (%)	16.0	18.6	(0.36)	9.08	10.8
ROAE (%)	19.6	19.6	16.6	15.6	15.3

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

Triển vọng tăng trưởng hạn chế do thanh khoản căng thẳng

Mặc dù lợi nhuận thuần Q1/2026 của BID nhìn chung vẫn khả quan nhưng tỷ lệ NIM tiếp tục thu hẹp và điều kiện thanh khoản thắt chặt vẫn đang ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của Ngân hàng. Do đó, chúng tôi giảm bình quân khoảng 3% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ giả định NIM nhưng được bù đắp một phần nhờ việc nâng dự báo thu nhập khác và hạ dự báo chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 8,4% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE điều chỉnh bình quân (không bao gồm tiền thưởng và phúc lợi) đạt 13,8%. Chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trung hạn của BID có thể sẽ vẫn kém cạnh tranh hơn so với các NHTM có vốn nhà nước khác, trong đó tốc độ tăng trưởng CAGR LNTT trong 3 năm tới của VCB và CTG ước tính đạt lần lượt 18% và 17%.

Dự báo mới

Tăng trưởng tín dụng: Giữ nguyên dự báo

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng đạt lần lượt 12,5%, 12,5% và 12% cho giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi kỳ vọng dư nợ cho vay của BID sẽ tăng trưởng chậm lại so với những năm trước đó do định hướng chính sách thận trọng hơn của NHNN, quy mô bảng cân đối đã lớn và hệ số CAR khiêm tốn của BID.

Chúng tôi dự báo hệ số CAR của BID đạt 9,81% vào cuối năm 2026, so với bình quân các NHTM có vốn nhà nước ở mức 10,9%.

Tăng trưởng tiền gửi: Điều chỉnh giảm dự báo; phụ thuộc nhiều hơn vào các kênh huy động ngắn hạn

HSC hạ dự báo tăng trưởng tiền gửi năm 2026 xuống 9,5%, từ 14% trước đó, phản ánh tốc độ tăng trưởng tiền gửi của BID thấp hơn so với bình quân ngành trong Q1/2026. Điều này xuất phát từ bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các ngân hàng trong việc huy động tiền gửi bán lẻ, cùng với năng lực huy động tiền gửi chậm hơn mang tính cấu trúc của BID.

Trên thực tế, xu hướng mở rộng bảng cân đối của BID trong giai đoạn 2020-2025 cho thấy chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và tiền gửi ngày càng nới rộng với CAGR 5 năm lần lượt ở mức 14,4% và 12,7%. Chênh lệch huy động này được bù đắp thông qua các kênh huy động thay thế. Do đó, vay LNH và nguồn vốn từ NHNN và KBNN tăng từ lần lượt 5,9% và 2,1% tổng nợ phải trả sinh lãi tại thời điểm cuối năm 2020 lên lần lượt 13,5% và 7,5% tại thời điểm cuối năm 2025. Trong khi đó, tỷ trọng tiền gửi khách hàng trong tổng nợ phải trả sinh lãi giảm đáng kể từ 87,5% xuống 71,8%.

Xu hướng này củng cố quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về tình hình thanh khoản của BID. Vay LNH và nguồn vốn từ NHNN/KBNN chủ yếu là các công cụ kỳ hạn ngắn - chủ yếu là các kỳ hạn dưới 3 tháng - rất nhạy với lãi suất và dễ bị chịu lãi suất cao lại bất ngờ trong các giai đoạn thị trường căng thẳng. Trên thực tế, lãi suất LNH qua đêm đã tăng mạnh lên 12-16% trong vài ngày đầu năm 2026 trong bối cảnh thanh khoản hệ thống biến động mạnh. Nguồn vốn từ KBNN, mặc dù vẫn là đặc quyền tương đối của BID, cũng biến động với tốc độ giải ngân đầu tư công của Chính phủ.

Cho năm 2027-2028, chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tiền gửi lần lượt ở mức 13% và 12% vì chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi dần ổn định kể từ năm tới nhờ áp lực cạnh tranh toàn ngành hạ nhiệt.

Theo giả định mới, hệ số LDR thuần của BID ước tính tăng lên khoảng 109% trong giai đoạn 2026-2028 từ 107% vào năm 2025, cho thấy Ngân hàng tiếp tục phụ thuộc vào các nguồn vốn liên quan đến nhà nước.

Tỷ lệ NIM

Chúng tôi giảm 20 điểm cơ bản/năm giả định NIM cho giai đoạn 2026-2028 xuống lần lượt 2,09%, 2,17% và 2,24% dựa trên một số yếu tố như sau:

- Tình trạng thiếu hụt tiền gửi toàn ngành vẫn tiếp diễn và điều kiện thanh khoản tương đối mỏng của BID nhiều khả năng sẽ giữ chi phí huy động ở mức cao ở tất cả các kênh. Bên cạnh đó,
- Lợi suất cho vay được dự báo sẽ tiếp tục ở mức thấp do BID tiếp tục thực hiện vai trò hỗ trợ chính sách trong nền kinh tế. Phù hợp với chỉ đạo của Thống đốc NHNN, BID đã triển khai gói tín dụng ưu đãi trị giá 700 nghìn tỷ đồng vào đầu tháng 4/2026 - tương đương gần 30% tổng dư nợ - hướng đến lĩnh vực sản xuất và nông nghiệp với lãi suất thấp hơn 0,5-1,5% so với tiêu chuẩn.

Việc điều chỉnh lãi suất đối với các khoản cho vay mua nhà và bán lẻ có BĐS thế chấp (chiếm khoảng 21% tổng dư nợ của BID) theo mặt bằng lãi suất cao hơn vẫn chưa thực sự diễn ra. Cụ thể, các sản phẩm này chỉ được đẩy mạnh đáng kể từ Q3/2024 cùng với sự phục hồi thị trường BĐS, trong khi giai đoạn lãi suất cố định phổ biến (thường kéo dài khoảng 2 năm) sẽ vẫn giữ lãi suất cho vay ở mức thấp 6-6,5% cho đến tối thiểu Q3/2026.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng triển vọng NIM của BID vẫn chịu áp lực từ cả chi phí huy động cao và lợi suất cho vay thấp.

Thu nhập ngoài lãi

Chúng tôi tăng khoảng 9%/năm dự báo thu nhập ngoài lãi. Theo ước tính mới, thu nhập ngoài lãi sẽ giảm 18% so với cùng kỳ trong năm 2026 từ mức nền cao năm 2025, trước khi phục hồi khiếm tốn lần lượt 3% và 7% so với cùng kỳ trong năm 2027 và 2028.

Chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng thu nhập khác của BID, đặc biệt là lợi nhuận từ thanh lý tài sản, được dựa trên kết quả tích cực trong Q1/2026 và lợi ích dự kiến từ việc đẩy nhanh giải ngân đầu tư công. Trong khi đó, lãi thuần HĐ dịch vụ được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới.

Chất lượng tài sản và dự phòng

Để hỗ trợ lợi nhuận trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng chậm lại và áp lực lên NIM, chúng tôi kỳ vọng BID sẽ giảm tốc độ xử lý nợ xấu. Theo đó, chúng tôi nâng giả định tỷ lệ nợ xấu lên lần lượt 1,6%, 1,4% và 1,3% cho giai đoạn 2026-2028.

Ngoài ra, chúng tôi hạ dự báo chi phí tín dụng xuống lần lượt 0,94%, 0,98% và 1,07% so với giả định trước đó lần lượt ở mức 1,04%, 1,06% và 1,12%. Do đó, chi phí dự phòng ước tính tăng trung bình 13,9% trong 3 năm tới, so với 15,7% trong dự báo trước đó.

Lợi nhuận thuần

Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân khoảng 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động và dự phòng. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 8,4% trong giai đoạn 2025-2028 với ROE điều chỉnh bình quân 3 năm (không bao gồm tiền thưởng và phúc lợi) đạt 13,8%.

Các chỉ số lợi nhuận đã trở lại bình thường sau giai đoạn đặc biệt mạnh mẽ 2022-2025 với CAGR LNTT đạt 18,4% và hệ số ROE điều chỉnh bình quân đạt 17%.

Bảng 74: Các giả định quan trọng, BID

Chúng tôi điều chỉnh giảm các giả định: tỷ lệ NIM, và chi phí tín dụng, điều chỉnh tăng tỷ lệ xử lý nợ xấu

	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Tăng trưởng cho vay	15.4%	12.5%	12.5%	12.0%	12.5%	12.5%	12.0%	
Tăng trưởng tiền gửi	13.8%	14.0%	13.0%	12.0%	9.5%	13.0%	12.0%	
Tỷ lệ NIM	2.24%	2.33%	2.36%	2.40%	2.09%	2.17%	2.24%	
Tỷ lệ nợ xấu	1.47%	1.40%	1.30%	1.30%	1.60%	1.40%	1.30%	
Chi phí tín dụng	1.04%	1.07%	1.06%	1.12%	0.94%	0.98%	1.07%	
Nợ xấu mới hình thành	0.89%	1.04%	0.96%	1.04%	1.02%	0.87%	0.97%	
Tỷ lệ xử lý nợ xấu	1.10%	0.95%	0.90%	0.90%	0.73%	0.89%	0.92%	

Nguồn: BID, HSC dự báo

Bảng 75: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, BID

HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho giai đoạn 2026-28, với tác động từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần lớn hơn tác động từ việc giảm giả định chi phí hoạt động & chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	63,357	76,124	85,899	96,312	68,767	79,011	90,148
Tăng trưởng	9.2%	20.2%	12.8%	12.1%	8.5%	14.9%	14.1%
Điều chỉnh					-9.7%	-8.0%	-6.4%
Thu nhập ngoài lãi	27,969	19,615	21,471	24,845	22,912	23,666	25,386
Tăng trưởng	21.1%	-29.9%	9.6%	15.7%	-18.1%	3.3%	7.3%
Điều chỉnh					16.8%	10.2%	2.2%
Tổng thu nhập HĐ	91,326	95,727	107,378	121,158	91,679	102,676	115,534
Tăng trưởng	12.6%	4.8%	12.2%	12.8%	0.4%	12.0%	12.5%
Điều chỉnh					-4.2%	-4.4%	-4.6%
Chi phí HĐ	(30,465)	(30,063)	(31,912)	(33,881)	(28,866)	(30,649)	(31,863)
Tăng trưởng	8.9%	-1.3%	6.1%	6.2%	-5.2%	6.2%	4.0%
Điều chỉnh					-4.0%	-4.0%	-6.0%
Chi phí dự phòng	(22,997)	(26,924)	(30,044)	(35,622)	(23,751)	(27,902)	(33,956)
Tăng trưởng	9.3%	17.1%	11.6%	18.6%	3.3%	17.5%	21.7%
Điều chỉnh					-11.8%	-7.1%	-4.7%
LNTT	37,864	38,752	45,415	51,655	39,062	44,125	49,715
Tăng trưởng	18.0%	2.3%	17.2%	13.7%	3.2%	13.0%	12.7%
Điều chỉnh					0.8%	-2.8%	-3.8%
Lợi nhuận thuần	30,188	30,644	35,903	40,809	30,892	34,871	39,257
Tăng trưởng	19.7%	1.5%	17.2%	13.7%	2.3%	12.9%	12.6%
Điều chỉnh					0.8%	-2.9%	-3.8%

Nguồn: BID, HSC dự báo

Bảng 76: Điều chỉnh dự báo thu nhập ngoài lãi, BID

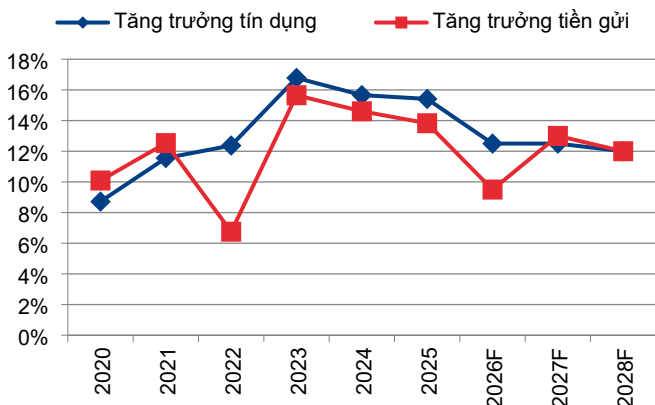
HSC tăng 9% dự báo thu nhập ngoài lãi mỗi năm cho giai đoạn 2026-2028 chủ yếu nhờ nâng giả định thu nhập khác

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,945	7,546	8,463	9,478	7,546	8,463	9,478
Tăng trưởng		8.7%	12.2%	12.0%	8.7%	12.2%	12.0%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	3,805	4,109	4,438	4,793	4,376	4,726	5,104
Tăng trưởng		8.0%	8.0%	8.0%	15.0%	8.0%	8.0%
Điều chỉnh					6.5%	6.5%	6.5%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2,981	1,090	1,170	1,257	1,090	1,170	1,257
Tăng trưởng		-63.4%	7.2%	7.4%	-63.4%	7.2%	7.4%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập khác	13,141	5,663	6,074	7,858	8,694	7,981	8,088
Tăng trưởng		-56.9%	7.3%	29.4%	-33.8%	-8.2%	1.3%
Điều chỉnh					53.5%	31.4%	2.9%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	1,096	1,206	1,326	1,459	1,206	1,326	1,459
Tăng trưởng		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoài lãi	27,969	19,615	21,471	24,845	22,912	23,666	25,386
Tăng trưởng		-29.9%	9.5%	15.7%	-18.1%	3.3%	7.3%
Điều chỉnh					16.8%	10.2%	2.2%

Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 77: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi của BID, giai đoạn 2020-2028F

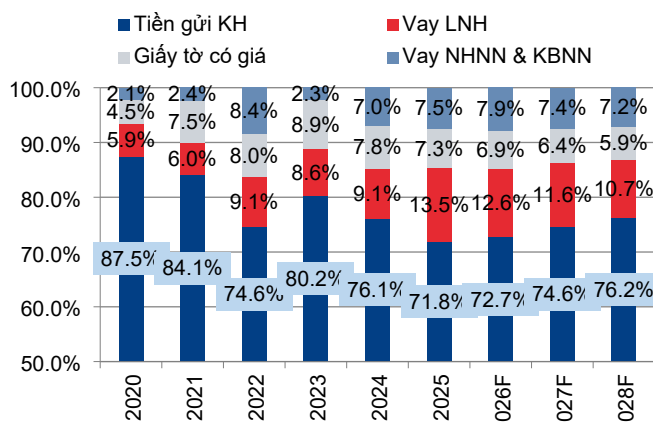
Kể từ năm 2021, tăng trưởng tín dụng của BID luôn cao hơn đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi...



Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 78: Cơ cấu tổng nợ phải trả sinh lãi của BID, giai đoạn 2020-2028F

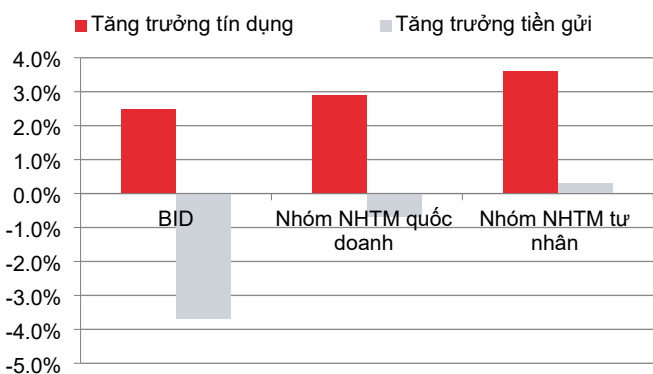
... khiến cơ cấu nguồn vốn ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn liên ngân hàng và vốn vay từ Kho bạc Nhà nước



Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 79: So sánh tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi trong Q1/2026, BID

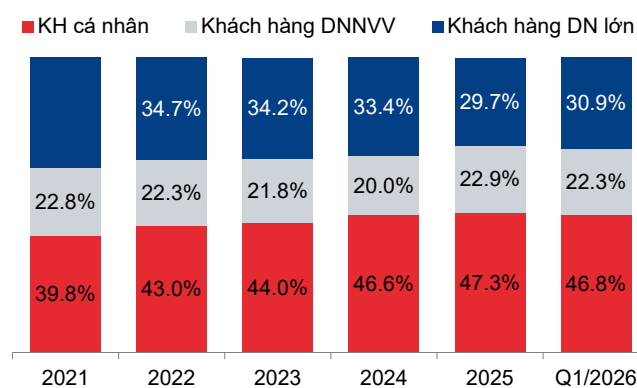
Trong Q1/2026, tăng trưởng tín dụng và tiền gửi của BID đều thấp hơn mức bình quân của nhóm NHTM trong phạm vi phân tích của HSC



Nguồn: BID, HSC

Biểu đồ 80: Cơ cấu danh mục cho vay, BID

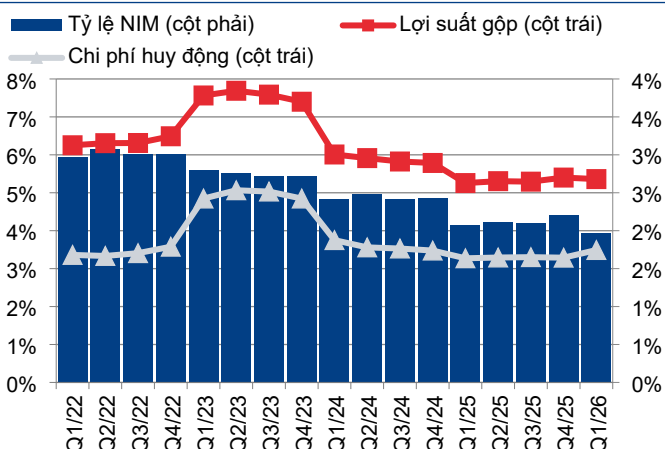
Cơ cấu danh mục cho vay của BID nhìn chung duy trì ổn định



Nguồn: BID, HSC

Biểu đồ 81: Tỷ lệ NIM, BID

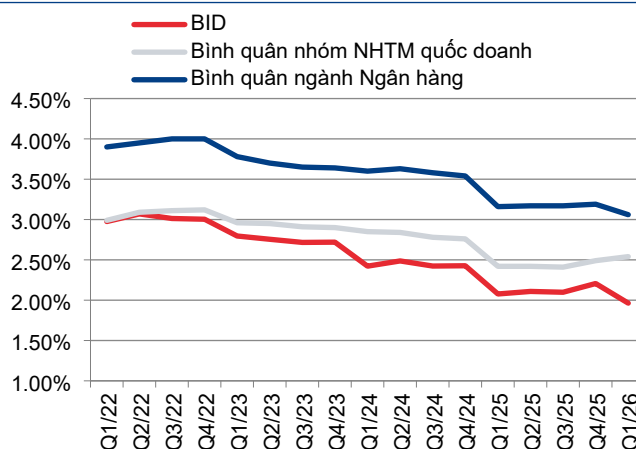
Tỷ lệ NIM giảm về mức 1,96% trong Q1/2026...



Nguồn: BID, HSC

Biểu đồ 82: So sánh tỷ lệ NIM theo quý

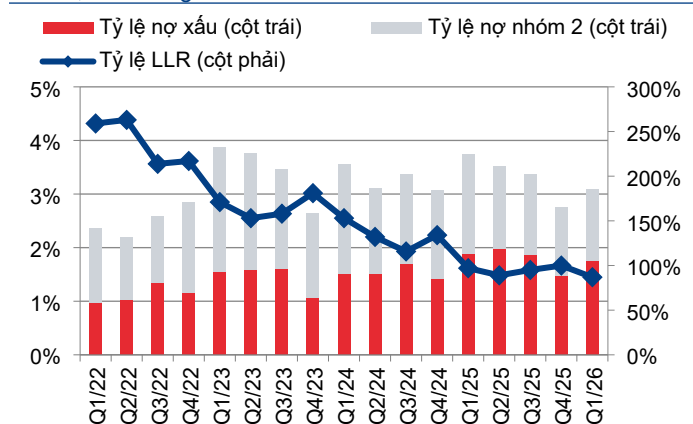
... mức thấp nhất trong toàn ngành



Nguồn: BID, HSC

Biểu đồ 83: Chỉ số chất lượng tài sản, BID

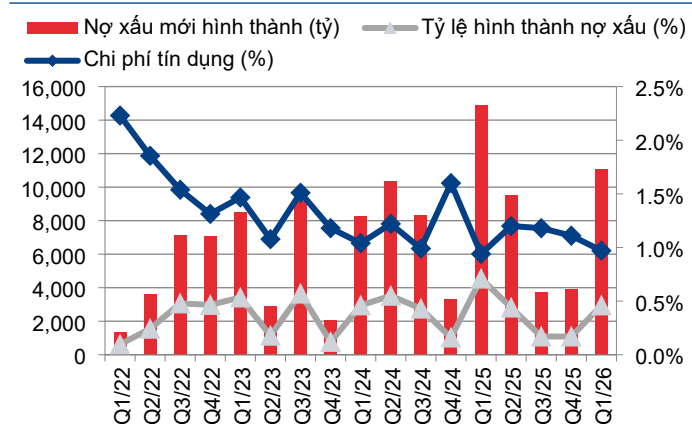
Tỷ lệ nợ xấu của BID tăng 39 điểm cơ bản so với quý trước lên mức 1,76% trong Q1/2026...



Nguồn: BID, HSC

Biểu đồ 84: Nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng, BID

... với nợ xấu mới hình thành tăng mạnh trong quý



Nguồn: BID, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 46.500đ/cp (tiềm năng tăng giá 11%) do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá được bù đắp với tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng do định giá của BID vẫn chưa đắt so với bình quân quá khứ. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng lợi nhuận trung hạn của Ngân hàng trong bối cảnh áp lực NIM kéo dài, hệ số CAR thấp và thanh khoản vẫn căng thẳng. Điều này có thể hạn chế tiềm năng được định giá lại của Ngân hàng. BID đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,56 lần, cao hơn 15% so với bình quân ngành ở mức 1,28 lần nhưng vẫn thấp hơn 18% so với VCB ở mức 1,75 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,65 lần.

Phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu cho BID ở mức 46.500đ (tiềm năng tăng giá 11%) với những điều chỉnh như sau:

- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026).
- Chúng tôi giảm 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028.
- Tăng 25 điểm cơ bản giá định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 9% để phản ánh rủi ro thanh khoản mà BID đang phải đối mặt.

Chúng tôi tóm tắt giá định chi tiết bên dưới.

Bảng 85: 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	25,962	30,571	34,914	44,105	50,926	58,531	60,872
- Chi phí vốn CSH	21,090	25,513	30,213	34,595	39,945	45,910	47,747
Lợi nhuận thặng dư	4,872	5,057	4,701	9,510	10,981	12,621	13,126
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư							153,515
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.13	1.27	1.43	1.60	1.80	2.03	2.03
Giá trị hiện tại	4,329	3,992	3,297	5,927	6,080	6,209	75,523
Giá mục tiêu cuối năm (đồng)	44,249	48,839					
Giá mục tiêu giữa năm 2027 (đồng)	46,544						

Nguồn: BID, HSC

Bảng 86: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chính, BID

		Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh					
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	63,534	58,495	54,113	50,272	46,878	
	3.5%	58,249	53,899	50,082	46,711	43,713	
	4.0%	53,685	49,895	46,544	43,565	40,899	
	4.5%	49,708	46,379	43,417	40,767	38,384	
	5.0%	46,214	43,270	40,635	38,265	36,124	

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu BID đã tăng 5% trong 1 tháng qua, chủ yếu nhờ sự lạc quan của thị trường xung quanh Nghị quyết 79 thay vì kết quả Q1/2026. Theo đó, BID, đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,56 lần, thấp hơn 15% so với VCB (1,75 lần) nhưng cao hơn 15% so với bình quân ngành (1,28 lần).

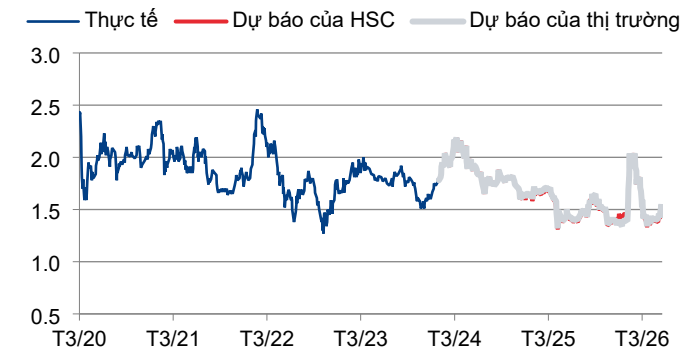
Thời gian tới, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng lợi nhuận, các hạn chế thanh khoản mang tính cấu trúc và triển vọng tăng vốn ngắn hạn của Ngân hàng, đặc biệt là sau khi hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ vào tháng 2/2026. Chúng tôi cho rằng đây có thể là những lực cản để cổ phiếu được định giá lại trong ngắn hạn.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 của BID là 1,65 lần, thấp hơn 28% so với VCB (2,28 lần), chỉ cao hơn 7% so với bình quân ngành (1,54 lần) và thấp hơn 7% so với CTG (1,77 lần). Chúng tôi kỳ vọng định giá của BID sẽ thấp hơn CTG

trong thời gian tới do triển vọng lợi nhuận yếu hơn tương đối và điều kiện thanh khoản căng thẳng hơn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BID với tiềm năng tăng giá 11%.

Biểu đồ 87: P/B trượt dự phóng 1 năm, BID

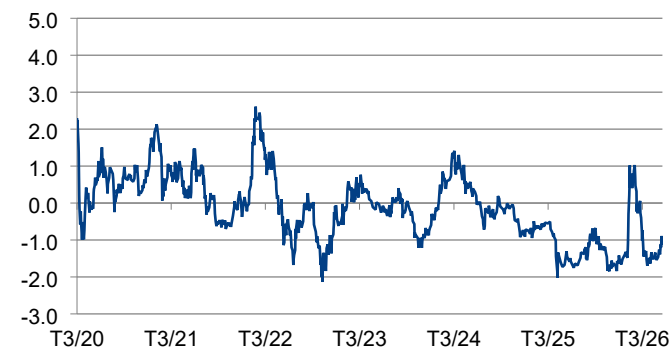
BID đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,49 lần, phục hồi từ vùng đáy ghi nhận trong tháng 3/2026...



Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 88: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BID

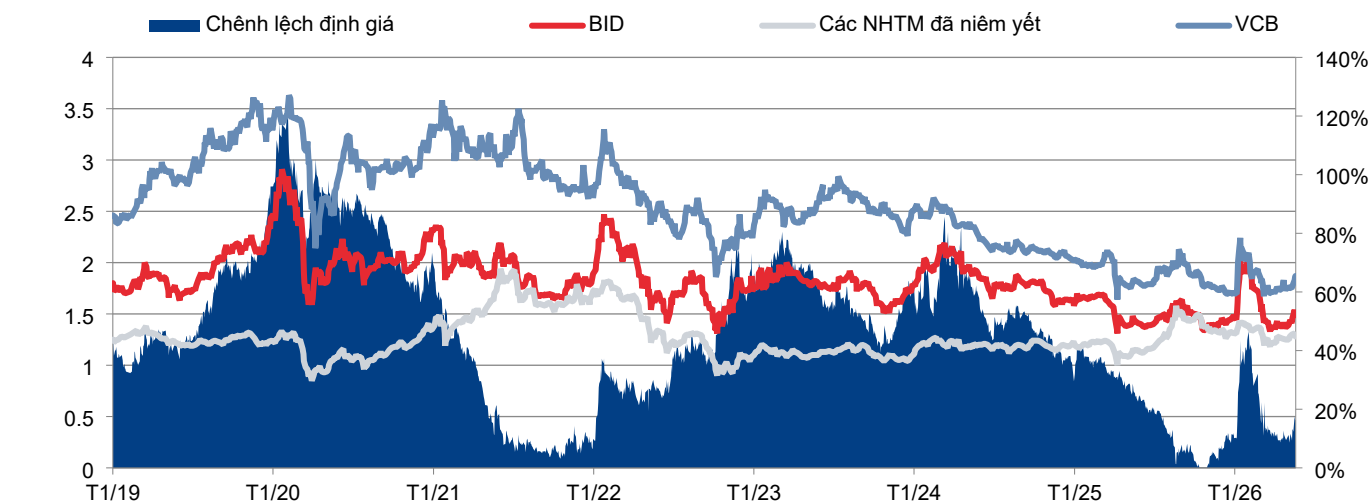
...nhưng vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm



Nguồn: BID, HSC dự báo

Biểu đồ 89: 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 (1,49 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 15% (1,75 lần)



Nguồn: Các ngân hàng, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	138	155	190	215	241
Chi phí lãi	(80.3)	(91.7)	(121)	(136)	(151)
Thu nhập lãi thuần	58.0	63.4	68.8	79.0	90.1
Lãi thuần HD dịch vụ	7.08	6.94	7.55	8.46	9.48
Lãi thuần HD KDNH	5.36	3.81	4.38	4.73	5.10
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	8.69	7.98	8.09
Tổng thu nhập HD	81.1	91.3	91.7	103	116
Chi phí HD	(28.0)	(30.5)	(28.9)	(30.6)	(31.9)
LN trước dự phòng	53.1	60.9	62.8	72.0	83.7
Chi phí dự phòng	(21.0)	(23.0)	(23.8)	(27.9)	(34.0)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	32.1	37.9	39.1	44.1	49.7
Chi phí thuế TNDN	(6.40)	(7.39)	(7.81)	(8.83)	(9.94)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.47)	(0.30)	(0.36)	(0.43)	(0.51)
Lợi nhuận thuần	25.2	30.2	30.9	34.9	39.3
EPS (đồng)	3,655	4,335	4,320	4,712	5,220
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

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	10.0	10.2	11.3
Tiền gửi tại NHNN	92.3	124	82.8	82.5	70.9
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	2,625	2,958	3,315
Tổng dư nợ cho vay	2,056	2,373	2,670	3,003	3,364
Dự phòng rủi ro	(38.0)	(34.9)	(44.3)	(45.4)	(48.4)
Chứng khoán đầu tư	278	285	312	340	370
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)	(0.05)	(0.04)	(0.04)
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	3,987	4,377
Nợ phải trả	2,616	3,157	3,404	3,739	4,098
Tiền gửi của NHNN	168	219	252	262	277
Tiền gửi của các TCTD khác	233	418	422	426	435
Tổng tiền gửi KH	1,953	2,223	2,434	2,751	3,081
Trái phiếu và CCTG	199	225	230	235	239
Nợ khác	50.5	59.8	53.8	53.8	53.8
Vốn chủ sở hữu	140	168	204	242	273
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	69.1	91.7	117
Quỹ & vốn khác của CSH	19.1	34.1	36.0	41.1	46.7
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	3,987	4,377
BVPS (đồng)	20,250	23,933	28,057	32,146	36,288

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	8.49	10.3	9.79
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.7	15.4	12.5	12.5	12.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	14.6	13.8	9.50	13.0	12.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.6	13.8	8.81	12.1	11.2
Tăng trưởng VCSH (%)	18.4	20.3	21.6	18.3	12.9
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	2.85	9.23	8.54	14.9	14.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	11.6	8.88	(5.25)	6.18	3.96
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	10.2	14.6	3.21	14.7	16.2
Tăng trưởng LNTT (%)	16.0	18.0	3.17	13.0	12.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	16.0	19.7	2.39	12.9	12.6
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.20	3.00	2.64	2.70	2.76
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.11)	(1.00)	(0.83)	(0.81)	(0.76)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.7	94.8	95.0	95.6	96.1
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.69	2.94	2.87	3.12	3.41
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	20.4	23.7	23.6	25.9	28.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	11.4	9.62	9.65	8.85	7.99
P/B (lần)	2.06	1.74	1.49	1.30	1.15
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.08	0	0.96	1.20
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	31.1	33.0	33.7	34.0	34.0
ROAA (%)	1.00	0.99	0.89	0.92	0.94
ROAE (%)	19.6	19.6	16.6	15.6	15.3
Chi phí huy động BQ (%)	3.44	3.25	3.77	3.88	3.92
Lợi suất góp BQ (%)	5.71	5.37	5.76	5.92	6.00
Lợi suất thuần (%)	2.27	2.12	1.99	2.04	2.08
Tỷ lệ NIM (%)	2.39	2.19	2.09	2.17	2.24
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	8.73	7.60	8.23	8.24	8.20
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	71.5	69.4	75.0	77.0	78.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	19.8	23.0	16.8	14.8	13.8
Tỷ lệ CIR (%)	34.5	33.4	31.5	29.9	27.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.4	0	8.49	9.58
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.03	9.03	10.1	10.6	10.6
VCSH/Tổng TS (%)	5.06	5.05	5.65	6.06	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	1.60	1.40	1.30
Hệ số LLR (%)	131	99.9	104	108	111
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	105	107	110	109	109
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	9.77	14.6	13.7	12.5	11.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	74.5	71.2	73.9	75.3	76.8
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

Mua vào (giữ nguyên)

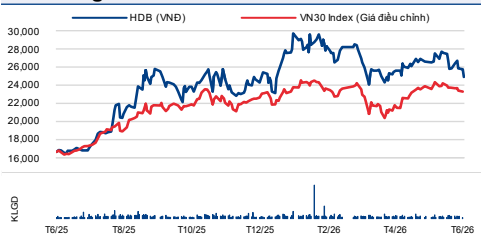
Giá mục tiêu: VNĐ33,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 32.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	24,900
Mã Bloomberg	HDB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,502-29,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,517
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	124,631
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,733
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)	264
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	27.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	21.7%
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	(6.39)	(7.61)	49.5
So với chỉ số	(4.03)	(5.84)	7.83
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,155	4,459	(6.8)
2027F	5,200	5,414	(4.0)
2028F	6,466	7,475	(13.5)

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

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

NIM thu hẹp nhưng lợi nhuận vẫn ổn định; khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HDB với giá mục tiêu giữ nguyên ở mức 33.000đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 1,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, với mức tăng trưởng trung bình 3 năm đạt 25,8%. Những điều chỉnh chính bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần nhờ với việc hạ dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.
- HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,8 lần và 1,4 lần, cao hơn 22% so với bình quân ngành. Chúng tôi tin rằng mức thặng dư này là phù hợp nhờ tăng trưởng và khả năng sinh lời vượt trội, hệ số CAR cao và trần sở hữu nước ngoài ở mức 49% của HDB.

Sự kiện: Phân tích triển vọng 2026-2028 sau KQKD Q1/2026

HDB đã công bố KQKD Q1/2026 khả quan với LNTT đạt 6,1 nghìn tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ nhưng giảm 6% so với quý trước). Những điểm sáng chính bao gồm: tín dụng tăng trưởng mạnh và huy động tích cực, trong khi điểm hạn chế chính là tỷ lệ NIM thu hẹp đáng kể làm hạn chế tăng trưởng thu nhập lãi thuần mặc dù bảng cân đối mở rộng nhanh chóng. Thu nhập ngoài lãi cũng thu hẹp do lãi từ HĐKD nguồn vốn và thu nhập từ thu hồi nợ xấu sụt giảm trong khi chi phí hoạt động và dự phòng được kiểm soát chặt chẽ.

HSC đánh giá lại triển vọng ngắn và trung hạn của HDB trong bối cảnh thanh khoản hệ thống căng thẳng hơn và lập trường của NHNN thận trọng hơn trong việc quản lý thanh khoản và tăng trưởng tín dụng.

Tác động: Giảm bình quân 1,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 1,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 25,8%. Những điều chỉnh chính bao gồm: Hạ giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần với việc hạ dự báo chi phí hoạt động và dự phòng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HDB và giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 33.000đ, do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng năm 2026 và 2027 của HDB lần lượt là 1,8 lần và 1,4 lần, cao hơn 22% so với bình quân ngành. Chúng tôi cho rằng mức thặng dư này là hợp lý dựa trên triển vọng tăng trưởng và khả năng sinh lời vượt trội, nền vốn mạnh và lợi thế chiến lược nhờ tỷ lệ trần sở hữu nước ngoài ở mức 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	41.9 ▼	50.5 ▼	61.7 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	34.0	42.7	51.1	61.3 ▼	74.4 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	12.8	16.5	21.1	26.4	32.9
EPS (đồng)	2,835	3,574	4,155	5,200	6,466
DPS (đồng)	1,000	0	500	500	500
BVPS (đồng)	12,086	15,094	18,330	22,750	28,377
P/E (lần)	8.78	6.97	5.99	4.79	3.85
Lợi suất cổ tức (%)	4.02	0	2.01	2.01	2.01
P/B (lần)	2.06	1.65	1.36	1.09	0.88
Tăng trưởng EPS (%)	26.7	26.1	16.2	25.2	24.4
ROAE (%)	25.8	25.4	24.5	24.3	24.3

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

Sức ép lên NIM được bù đắp với việc thắt chặt chi phí để đạt mục tiêu lợi nhuận

Sau khi đánh giá triển vọng ngành, KQKD Q1/2026 và kế hoạch mới nhất của BLĐ, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ NIM, chi phí hoạt động và chi phí tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 1,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, với lợi nhuận thuần được dự phóng tăng trưởng trung bình 25,8% trong 3 năm tới, so với tăng trưởng bình quân nhóm NHTM tư nhân đạt khoảng 19%.

Triển vọng và dự báo giai cho đoạn 2026-2028

HDB đã công bố KQKD Q1/2026 thấp hơn một chút so với dự báo với LNTT đạt 6,1 nghìn tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ nhưng giảm 6% so với quý trước), hoàn thành 22,4% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. Những điểm sáng chính bao gồm tín dụng tăng trưởng mạnh và huy động tích cực trong khi lực cản chính là tỷ lệ NIM thu hẹp đáng kể hạn chế tăng trưởng thu nhập lãi thuần mặc dù bằng cân đối tăng trưởng nhanh chóng. Thu nhập ngoài lãi cũng thu hẹp do lãi từ HĐKD ngoại hối và thu nhập từ thu hồi nợ xấu sụt giảm, trong khi chi phí hoạt động và dự phòng được kiểm soát chặt giúp hỗ trợ lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ hồi phục trong những quý tới, chi phí dự phòng có thể tăng lên nhưng vẫn thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi.

- **Tín dụng tăng trưởng mạnh.** Dự nợ tín dụng tăng 8% kể từ đầu năm và tăng 40% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong đó tăng trưởng ở các lĩnh vực BĐS, thương mại, logistics, dịch vụ tài chính và tiện ích.
- **Huy động tăng trưởng nhanh hơn so với tăng trưởng tín dụng.** Tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá tăng 11,9% kể từ đầu năm, khiến cả hệ số LDR thuần và hệ số LDR (điều chỉnh) giảm xuống dưới mức bình quân ngành, cho thấy vị thế thanh khoản tốt hơn tương đối của HDB.
- **Tỷ lệ NIM gây thất vọng.** NIM giảm mạnh 119 điểm cơ bản so với quý trước xuống 3,88% do cả chi phí huy động tăng và lợi suất tài sản giảm mạnh. Theo đó, thu nhập lãi thuần chỉ tăng khiêm tốn 15% so với cùng kỳ mặc dù tín dụng tăng trưởng mạnh.
- **Thu nhập ngoài lãi phân hóa nhưng nhìn chung sụt giảm.** Lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tích cực nhưng không đủ bù đắp sự sụt giảm của lãi mua bán trái phiếu & thu nhập từ thu hồi nợ ngoại bảng.
- **Chất lượng tài sản suy yếu nhẹ nhưng nợ nhóm 2 cải thiện.** Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 2,6% trong khi nợ nhóm 2 tiếp tục giảm, cho thấy rủi ro giai đoạn đầu có sự cải thiện.
- **Trích lập dự phòng thấp.** Chi phí tín dụng thấp hơn dự báo, có thể do ngân hàng kiểm soát chi phí này trong bối cảnh tổng thu nhập hoạt động sụt giảm, khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống 50%. Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ tăng lên trong những quý tiếp theo.
- **HDSaison hoạt động ổn định nhưng tỷ lệ đóng góp không đáng kể.** Mảng tài chính tiêu dùng ghi nhận LNTT tăng khoảng 10,9% so với cùng kỳ nhưng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận hợp nhất tiếp tục thu hẹp khi Ngân hàng mẹ tăng trưởng mạnh hơn.

Trước những thách thức thanh khoản của hệ thống ngân hàng và lập trường thận trọng hơn của NHNN, chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng và NIM. Trong bối cảnh khó khăn hơn, chúng tôi kỳ vọng BLĐ sẽ thắt chặt chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.

Sau những điều chỉnh này, chúng tôi giảm nhẹ bình quân 1,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, tương đương CAGR lợi nhuận thuần 3 năm vẫn tích cực ở mức 25,8%, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân khoảng 19%.

Bảng 90: Các giả định chính

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng và giả định tỷ lệ NIM, dù tác động phần lớn đã được bù đắp bởi việc giảm giả định chi phí tín dụng & chi phí hoạt động

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	31.0%	33.0%	32.0%	19.5%	24.7%	28.6%	19.4%
Tỷ lệ NIM	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.6%	4.5%	4.5%
Tỷ lệ nợ xấu	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%
Chi phí tín dụng	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.4%
Hệ số CIR	27.2%	26.7%	26.6%	26.6%	25.7%	24.4%	24.4%

Nguồn: HSC

Bảng 91: Dự báo lợi nhuận, HDB

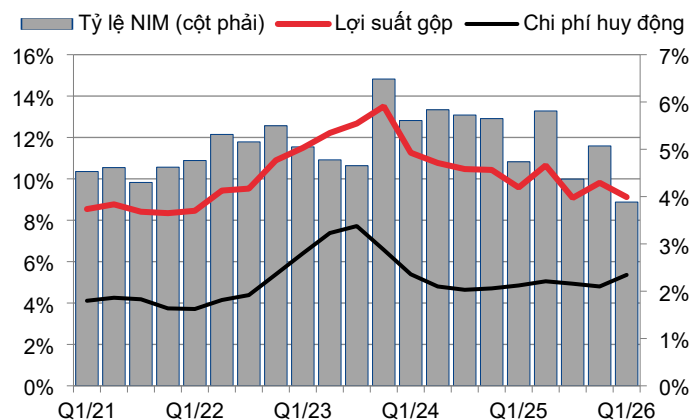
Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 25,8%

(Tỷ đồng)	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	34,746	44,256	56,216	68,486	41,923	50,472	61,696
Tăng trưởng	12.4%	27.4%	27.0%	21.8%	20.7%	20.4%	22.2%
Điều chỉnh					-5.3%	-10.2%	-9.9%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	4,126	5,169	6,428	7,417	4,933	6,132	7,284
Tăng trưởng	191.3%	25.3%	24.3%	15.4%	19.5%	24.3%	18.8%
Điều chỉnh					-4.6%	-4.6%	-1.8%
Thu nhập ngoài lãi khác	3,815	3,817	4,299	4,907	4,216	4,742	5,398
Tăng trưởng	126.1%	0.1%	12.6%	14.2%	10.5%	12.5%	13.8%
Điều chỉnh					10.4%	10.3%	10.0%
Tổng thu nhập HĐ	42,687	53,243	66,942	80,810	51,071	61,347	74,378
Tăng trưởng	25.5%	24.7%	25.7%	20.7%	19.6%	20.1%	21.2%
Điều chỉnh					-4.1%	-8.4%	-8.0%
Chi phí HĐ	(11,614)	(14,211)	(17,819)	(21,474)	(13,109)	(14,976)	(18,116)
Tăng trưởng	-3.1%	22.4%	25.4%	20.5%	12.9%	14.2%	21.0%
Điều chỉnh					-7.8%	-16.0%	-15.6%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	31,073	39,031	49,123	59,337	37,962	46,370	56,262
Tăng trưởng	41.1%	25.6%	25.9%	20.8%	22.2%	22.1%	21.3%
Điều chỉnh					-2.7%	-5.6%	-5.2%
Chi phí dự phòng	(9,751)	(11,725)	(14,510)	(16,683)	(10,732)	(12,382)	(14,056)
Tăng trưởng	83.2%	20.2%	23.8%	15.0%	10.1%	15.4%	13.5%
Điều chỉnh					-8.5%	-14.7%	-15.7%
LNTT	21,322	27,306	34,613	42,654	27,231	33,988	42,206
Tăng trưởng	27.6%	28.1%	26.8%	23.2%	27.7%	24.8%	24.2%
Điều chỉnh					-0.3%	-1.8%	-1.0%
Lợi nhuận thuần	16,503	21,168	26,917	33,210	21,108	26,417	32,852
Tăng trưởng	28.1%	28.3%	27.2%	23.4%	27.9%	25.2%	24.4%
Điều chỉnh					-0.3%	-1.9%	-1.1%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 92: Biến động tỷ lệ NIM, HDB

Tỷ lệ NIM giảm mạnh trong Q1/2026



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 93: Tăng trưởng bảng CĐKT và hệ số LDR điều chỉnh, HDB

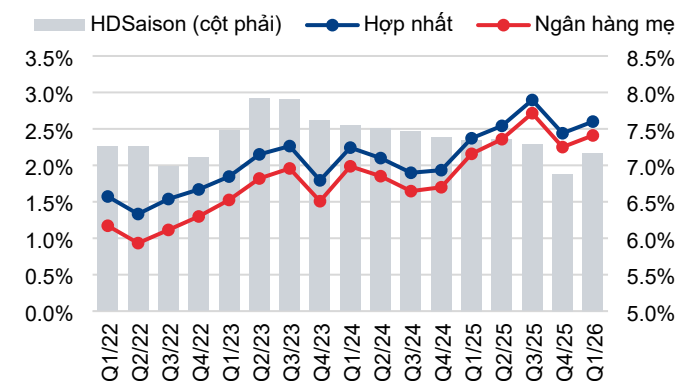
HDB hiện có hệ số LDR điều chỉnh thoải mái hơn so với các NHTM khác



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 94: Tỷ lệ nợ xấu, HDB

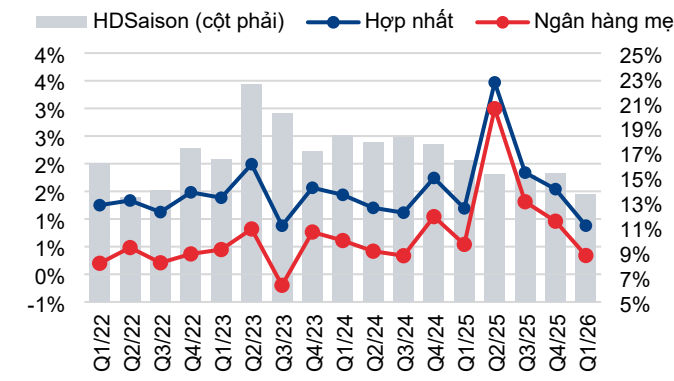
Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ trong Q1/2026



Nguồn: HDB, HSC

Biểu đồ 95: Chi phí tín dụng, HDB

Chi phí tín dụng tiếp tục giảm trong Q1



Nguồn: HDB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HDB và giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 33.000đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận. HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,8 lần và 1,4 lần, tương đương cao hơn 22% so với bình quân ngành. Chúng tôi cho rằng đây là định giá hợp lý dựa trên tăng trưởng & khả năng sinh lời vượt trội, hệ số CAR mạnh và tỷ lệ trần sở hữu nước ngoài 49%.

Giữ nguyên giá mục tiêu

HSC duy trì giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 33.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 27% so với thị giá hiện tại. Trong đó:

- Chúng tôi giảm bình quân khoảng 1,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026.

Phân tích định giá và độ nhạy với các đầu vào chính của chúng tôi được tóm tắt bên dưới

Bảng 96: 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	21,108	26,417	32,852	35,756	39,220	43,543	47,013	52,363	60,610	63,034
- Chi phí vốn CSH	11,871	15,249	18,927	23,607	28,550	33,938	39,885	46,267	53,337	55,470
Lợi nhuận thặng dư	9,236	11,168	13,925	12,149	10,670	9,605	7,128	6,096	7,273	7,564
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									66,352	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.34	1.55	1.79	2.07	2.40	2.77	3.20	3.69	
Giá trị hiện tại	7,982	8,341	8,988	6,776	5,146	4,008	2,575	1,907	19,957	
Vốn CSH đầu tư =	97,047	120,450								
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	65,679	66,764								
Giá trị của vốn CSH =	162,726	187,213								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	5,294.4	5,294.4								
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	30,736	35,361								
Giá mục tiêu giữa 2027 (đồng) =	33,000									

Nguồn: HSC

Bảng 97: 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%

Lãi suất phi rủi ro	Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
3.0%	44,600	40,800	37,600	34,700	32,200
3.5%	41,500	38,100	35,200	32,600	30,300
4.0%	38,700	35,700	33,000	30,700	28,700
4.5%	36,200	33,500	31,100	29,000	27,100
5.0%	33,900	31,500	29,300	27,400	25,700

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

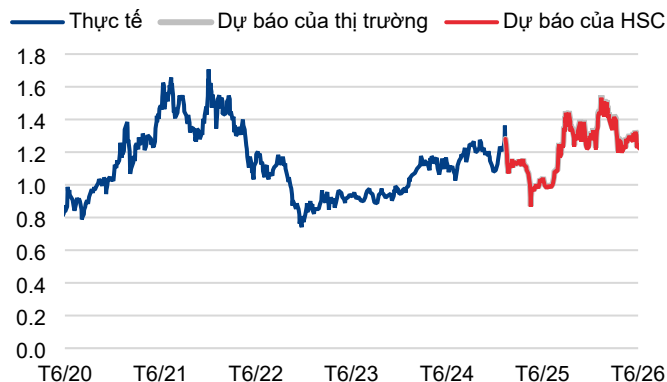
Tại định giá hiện tại, HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, sát với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,8 lần và 1,4 lần, cao hơn bình quân 22% so với ngành. Chúng tôi cho rằng mức thặng dư này là hợp lý nhờ triển vọng tăng trưởng vượt trội của HDB

với tốc độ CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 đạt 25,8% cao hơn so với bình quân 19% của ngành cùng khả năng sinh lời tốt hơn với hệ số ROE bình quân đạt 24,3%, so với 17,5% bình quân ngành trong giai đoạn 2026-2028. Những lợi thế này dựa trên nền tảng hệ số CAR cao và tỷ lệ trần sở hữu nước ngoài 49%, lợi thế mang tính cấu trúc chỉ có ở một số NHTM tư nhân giúp hỗ trợ hoạt động huy động vốn & mở rộng bảng cân đối trong tương lai.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tiếp tục lựa chọn HDB là một trong những cổ phiếu có vị thế tốt hơn trong nhóm NHTM tư nhân.

Biểu đồ 98: P/B trượt dự phóng 1 năm, HDB

HDB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 99: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HDB

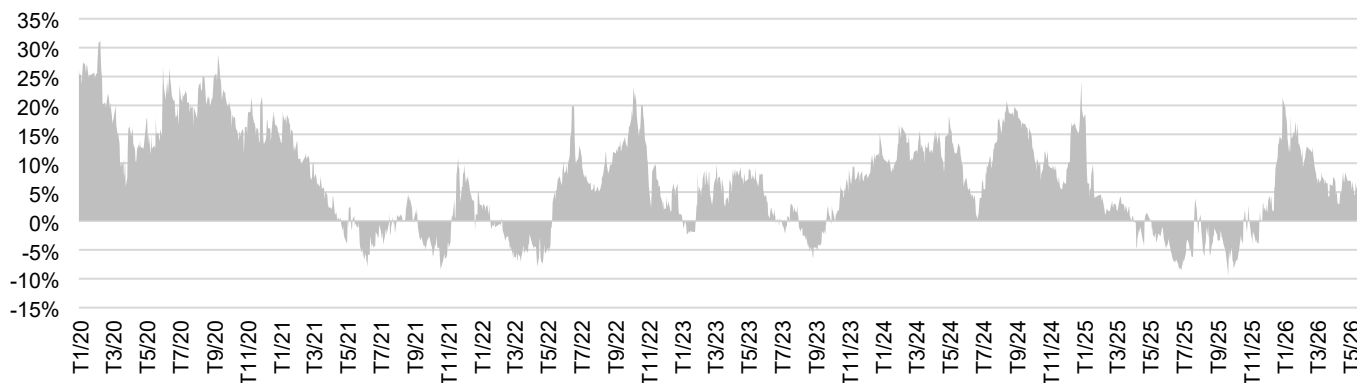
...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 100: Chênh lệch định giá, HDB so với nhóm NHTM tư nhân

HDB hiện giao dịch với định giá tương đồng với nhóm các NHTM tư nhân khác



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	58.0	68.0	91.2	109	132
Chi phí lãi	(27.1)	(33.2)	(49.3)	(58.1)	(70.1)
Thu nhập lãi thuần	30.9	34.7	41.9	50.5	61.7
Lãi thuần HD dịch vụ	1.42	4.13	4.93	6.13	7.28
Lãi thuần HD KDNH	0.84	1.27	1.54	1.87	2.26
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.14	1.50	1.40	1.44	1.49
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 HD	34.0	42.7	51.1	61.3	74.4
Chi phí HD	(12.0)	(11.6)	(13.1)	(15.0)	(18.1)
LN trước dự phòng	22.1	31.1	38.0	46.4	56.3
Chi phí dự phòng	(5.32)	(9.75)	(10.7)	(12.4)	(14.1)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	16.7	21.3	27.2	34.0	42.2
Chi phí thuế TNDN	(3.48)	(4.27)	(5.45)	(6.80)	(8.44)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.48)	(0.55)	(0.68)	(0.77)	(0.91)
Lợi nhuận thuần	12.8	16.5	21.1	26.4	32.9
EPS (đồng)	2,835	3,574	4,155	5,200	6,466
DPS (đồng)	1,000	0	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	4,502	4,618	5,081	5,081	5,081
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	4,509	5,005	5,294	5,294	5,294
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,123	5,005	5,294	5,294	5,294

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	6.73	8.75	10.5
Tiền gửi tại NHNN	26.7	59.9	33.8	43.9	52.7
Tiền gửi tại các TCTD khác	102	184	217	238	262
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	703	903	1,079
Tổng dư nợ cho vay	442	570	711	914	1,091
Dự phòng rủi ro	(5.88)	(7.30)	(8.33)	(10.6)	(12.7)
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	41.8	43.9	46.1
Tổng tài sản	697	931	1,105	1,370	1,619
Nợ phải trả	641	853	1,004	1,245	1,464
Tiền gửi của NHNN	0.02	11.4	1.14	1.20	1.20
Tiền gửi của các TCTD khác	99.5	169	203	230	260
Tổng tiền gửi KH	438	561	673	875	1,050
Trái phiếu và CCTG	81.3	87.4	100	110	122
Nợ khác	22.4	21.3	26.6	29.1	31.2
Vốn chủ sở hữu	54.5	75.5	97.0	120	150
Vốn điều lệ	35.1	50.1	52.9	52.9	52.9
Thặng dư vốn cổ phần	0.54	1.27	2.17	2.17	2.17
Lợi nhuận giữ lại	13.0	17.1	31.7	51.2	76.1
Quỹ & vốn khác của CSH	6.31	7.08	10.2	14.1	19.0
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	1,105	1,370	1,619
BVPS (đồng)	12,086	15,094	18,330	22,750	28,377

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	18.6	24.0	18.2
Tăng trưởng cho vay KH (%)	28.9	28.8	24.7	28.6	19.4
Tăng trưởng huy động KH (%)	18.0	28.2	20.0	30.0	20.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	23.0	24.9	19.2	27.5	18.9
Tăng trưởng VCSH (%)	22.5	38.6	28.5	24.1	24.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	39.1	12.6	20.7	20.4	22.2
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	31.2	(3.06)	12.9	14.2	21.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	27.6	40.9	22.2	22.1	21.3
Tăng trưởng LNTT (%)	28.5	27.4	27.7	24.8	24.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	26.7	29.3	27.9	25.2	24.4
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	5.24	5.24	5.02	4.96	4.98
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.84)	(1.43)	(1.29)	(1.21)	(1.21)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	85.9	87.4	89.0	91.3	92.1
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	1.84	2.19	2.50	2.86	3.30
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	34.6	43.5	55.0	67.9	83.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.78	6.97	5.99	4.79	3.85
P/B (lần)	2.06	1.65	1.36	1.09	0.88
Lợi suất cổ tức (%)	4.02	0	2.01	2.01	2.01
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	37.5	38.7	41.3	43.1	44.2
ROAA (%)	1.96	2.03	2.07	2.13	2.20
ROAE (%)	25.8	25.4	24.5	24.3	24.3
Chi phí huy động BQ (%)	4.71	4.59	5.46	5.29	5.29
Lợi suất góp BQ (%)	10.4	9.56	10.1	9.60	9.57
Lợi suất thuần (%)	5.67	4.96	4.61	4.31	4.28
Tỷ lệ NIM (%)	5.52	4.88	4.63	4.47	4.48
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	4.16	9.67	9.66	10.00	9.79
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	90.7	81.4	82.1	82.3	82.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	5.17	8.94	8.25	7.73	7.26
Tỷ lệ CIR (%)	35.2	27.2	25.7	24.4	24.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.3	0	12.0	9.62	7.73
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	14.0	16.7	16.8	15.5	14.6
VCSH/Tổng TS (%)	7.81	8.11	8.79	8.79	9.28
Đòn bẩy vốn (lần)	12.8	12.3	11.4	11.4	10.8
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.93	2.34	2.31	2.21	2.13
Hệ số LLR (%)	68.7	54.8	50.8	52.6	54.7
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	101	102	106	104	104
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.1	20.7	20.8	18.9	18.2
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.5	61.2	64.4	66.7	67.4
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

Bán ra (giữ nguyên)

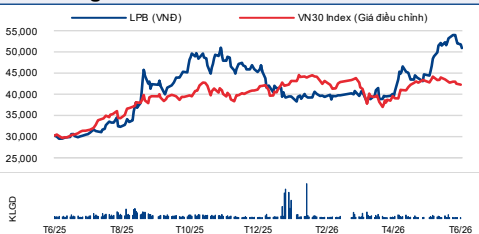
Giá mục tiêu: VNĐ24,900 (từ VNĐ25,700)

Tiềm năng tăng/giảm: -51.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	50,900
Mã Bloomberg	LPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,484-54,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	152,053
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,774
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,987
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	149
Slg CP NN được mua (tr.đv)	121
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	5.00%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.94%
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	13.9	28.5	68.3
So với chỉ số	16.7	31.0	21.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,807	3,932	(3.2)
2027F	3,643	3,994	(8.8)
2028F	4,374	4,513	(3.1)

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

Áp lực tỷ suất lợi nhuận và tiềm năng tăng giá hạn chế; duy trì khuyến nghị Bán ra

- HSC duy trì khuyến nghị Bán ra và giảm 3,1% giá mục tiêu xuống 24.900đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh cổ tức tiền mặt cao hơn kỳ vọng làm giảm giá trị sổ sách tại thời điểm định giá.
- Chúng tôi giảm bình quân 6,7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ giả định NIM sau khi NIM thu hẹp mạnh hơn kỳ vọng trong Q1/2026 và hạ dự báo thu nhập phí, bù trừ một phần bởi nâng lợi nhuận mảng ngoại hối.
- LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,6 lần sau khi giá cổ phiếu tăng 28% trong 3 tháng qua, cao hơn bình quân quá khứ và cao hơn 110% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, bất chấp rủi ro đối với lợi nhuận đang tăng lên.

Sự kiện: Xem xét lại triển vọng giai đoạn 2026-2028

KQKD Q1/2026 của LPB kém tích cực, chủ yếu do tỷ lệ NIM thu hẹp mạnh hơn kỳ vọng. Sức ép lên tỷ suất lợi nhuận diễn ra diện rộng trong nhóm NHTM tư nhân do chi phí huy động tăng mạnh và tăng trưởng tiền gửi chậm lại mặc dù lãi suất vẫn neo cao, cho thấy rủi ro giảm đối với giả định NIM trước đó của chúng tôi.

Tác động: Giảm bình quân 6,7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 6,7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 chủ yếu sau khi giảm bình quân 14 điểm cơ bản giả định tỷ lệ NIM và hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ, được bù đắp một phần với việc nâng dự báo lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối sau kết quả Q1/2026 vượt kỳ vọng. Theo dự báo mới, LNTT nhìn chung sẽ đi ngang trong giai đoạn 2026-2027 do tỷ lệ NIM vẫn khó khăn trong khi chi phí tín dụng & chi phí hoạt động trở lại bình thường từ mức nền thấp trước đó.

Sau khi Chủ tịch tiền nhiệm bắt đầu từ nhiệm vào cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng định hướng chiến lược của Ngân hàng nhìn chung giữ nguyên với trọng tâm tiếp tục là phân khúc bán lẻ và DNNVV ở các vùng nông thôn và thành phố cấp 2, đồng thời đặt mục tiêu gia nhập top 5 ngân hàng ưu tiên tại các thành phố cấp 1. Chúng tôi duy trì quan điểm LPB chưa tạo được lợi thế cạnh tranh đáng kể ở cả 2 phân khúc này so với các ngân hàng cùng nhóm, trong khi lợi nhuận có thể vẫn chịu áp lực trong trung hạn.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 28% trong 3 tháng qua, có thể nhờ tâm lý tích cực xung quanh chính sách cổ tức tiền mặt cao, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,6 lần, cao hơn 2,15 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,28 lần và cao hơn 110% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Bán ra và giảm 3,1% giá mục tiêu xuống 24.900đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 yếu hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh cổ tức tiền mặt, làm giảm BVPS tại thời điểm định giá.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	15,394	16,034	18,085 ▼	22,219 ▼	27,620
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	19,932	21,881	23,422 ▼	27,479 ▼	33,610
LN thuần (tỷ đồng)	9,721	11,422	11,373 ▼	11,455 ▼	13,755
EPS (đồng)	3,254	3,824	3,807 ▼	3,835 ▼	4,604
DPS (đồng)	0	2,500	3,000 ▲	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,508	15,798	16,605 ▼	19,248 ▼	22,622 ▼
P/E (lần)	15.6	13.3	13.4	13.3	11.1
Lợi suất cổ tức (%)	0	4.91	5.89	1.96	1.96
P/B (lần)	3.51	3.22	3.07	2.64	2.25
Tăng trưởng EPS (%)	74.5	17.5	(0.43)	0.72	20.1
ROAE (%)	25.1	25.2	23.5	21.4	22.0

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

Áp lực lên NIM ảnh hưởng đến triển vọng

Chúng tôi giảm bình quân 6,7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do hạ giả định NIM sau khi tỷ lệ NIM thu hẹp mạnh hơn kỳ vọng trong Q1/2026 và lãi thuần HĐ dịch vụ gây thất vọng, nhưng được bù đắp một phần nhờ lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tốt hơn dự báo. Theo dự báo mới, LNTT nhìn chung đi ngang trong năm 2026-2027 do NIM vẫn khó khăn trong khi chi phí tín dụng và chi phí hoạt động trở lại mức bình thường. Sau khi Chủ tịch tiền nhiệm rời đi, chúng tôi kỳ vọng định hướng chiến lược của LPB nhìn chung không thay đổi, trong khi hệ số ROE cao trước đây khó có thể duy trì. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Bán ra và giảm 3,1% giá mục tiêu xuống 24.900đ. Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 3 tháng qua, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,6 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ và cao hơn 110% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, cao hơn đáng kể so với giá trị hợp lý của chúng tôi.

Điều chỉnh dự báo

KQKD Q1/2026 kém tích cực, giảm 11% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 18% dự báo cả năm, chủ yếu do NIM thu hẹp mạnh hơn kỳ vọng. Tỷ lệ NIM thu hẹp ở hầu hết các NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích khi chi phí huy động tăng mạnh. Trong bối cảnh tăng trưởng tiền gửi chậm mặc dù lãi suất cao, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm đối với giả định NIM. Theo đó, chúng tôi giảm 14 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM bình quân cho giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi cũng hạ dự báo tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ do thu nhập phí khác kém tích cực trong Q1/2026, trong khi nâng đáng kể giả định lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối nhờ kết quả Q1/2026 vượt kỳ vọng. Ngân hàng thu được khoảng 200 tỷ đồng lợi nhuận từ giao dịch giao ngay với khách hàng (tăng 38% so với cùng kỳ), trong khi khoảng 200 tỷ đồng còn lại đến từ hoạt động phái sinh. Chúng tôi giả định lợi nhuận từ hoạt động phái sinh bằng 0 trong những quý còn lại.

Từ đó, chúng tôi giảm bình quân 6,7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Theo dự báo mới, LNTT nhìn chung đi ngang trong năm 2026-2027 do chi phí tín dụng và chi phí hoạt động trở lại bình thường, trong khi NIM vẫn khó khăn và khó phục hồi mạnh.

Giả định và dự báo của chúng tôi như sau:

Bảng 101: Các giả định quan trọng, LPB

Điều chỉnh quan trọng bao gồm việc hạ giả định tăng trưởng tỷ lệ NIM & lãi thuần HĐ dịch vụ

	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Tăng trưởng tín dụng	18.1%	14.0%	18.0%	18.0%	14.0%	18.0%	18.0%	
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	18.6%	11.2%	20.4%	20.5%	11.2%	20.4%	20.5%	
Tỷ lệ NIM	2.9%	3.1%	3.4%	3.5%	3.0%	3.2%	3.4%	
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-0.4%	2.2%	-16.6%	1.1%	-10.0%	-5.3%	1.1%	
Tỷ lệ nợ xấu	1.7%	2.0%	1.9%	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	
Chi phí tín dụng	0.4%	0.6%	1.1%	1.2%	0.6%	1.1%	1.2%	
Nợ xấu mới hình thành	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	0.9%	1.0%	1.2%	
Tỷ lệ LLR	73.9%	69.3%	75.4%	77.6%	67.6%	73.4%	75.7%	
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%	
Hệ số CIR	28.3%	28.2%	28.8%	29.6%	30.1%	30.8%	30.2%	

Nguồn: HSC

Bảng 102: Dự báo lợi nhuận, LPB

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần sau khi hạ giả định thu nhập lãi thuần - dù được bù đắp một phần nhờ nâng giả định thu nhập ngoài lãi từ lãi tự doanh

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	16,034	19,464	24,109	28,737	18,085	22,219	27,620
Tăng trưởng		21.4%	23.9%	19.2%	12.8%	22.9%	24.3%
Điều chỉnh					-7.1%	-7.8%	-3.9%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,847	5,202	4,606	5,394	5,337	5,260	5,990
Tăng trưởng		-11.0%	-11.5%	17.1%	-8.7%	-1.4%	13.9%
Điều chỉnh					2.6%	14.2%	11.0%
Tổng thu nhập HĐ	21,881	24,666	28,715	34,131	23,422	27,479	33,610
Tăng trưởng		12.7%	16.4%	18.9%	7.0%	17.3%	22.3%
Điều chỉnh					-5.0%	-4.3%	-1.5%
Chi phí HĐ	-6,190	-6,960	-8,273	-10,107	-7,038	-8,458	-10,153
Tăng trưởng		12.4%	18.9%	22.2%	13.7%	20.2%	20.0%
Điều chỉnh					1.1%	2.2%	0.4%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	15,691	17,706	20,442	24,024	16,383	19,021	23,457
Tăng trưởng		12.8%	15.5%	17.5%	4.4%	16.1%	23.3%
Điều chỉnh					-7.5%	-7.0%	-2.4%
Chi phí dự phòng	-1,422	-2,250	-4,742	-6,286	-2,189	-4,702	-6,264
Tăng trưởng		58.2%	110.7%	32.6%	53.9%	114.8%	33.2%
Điều chỉnh					-2.7%	-0.8%	-0.4%
LNTT	14,269	15,455	15,700	17,738	14,194	14,319	17,193
Tăng trưởng		8.3%	1.6%	13.0%	-0.5%	0.9%	20.1%
Điều chỉnh					-8.2%	-8.8%	-3.1%
Lợi nhuận thuần	11,422	12,364	12,560	14,190	11,373	11,455	13,755
Tăng trưởng		8.2%	1.6%	13.0%	-0.4%	0.7%	20.1%
Điều chỉnh					-8.0%	-8.8%	-3.1%

Nguồn: HSC

Bảng 103: Dự báo thu nhập ngoài lãi, LPB

Chúng tôi nâng đáng kể giả định lãi thuần HĐKD ngoại hối nhờ kết quả Q1/2026 vượt kỳ vọng

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,199	3,267	2,726	2,757	2,880	2,726	2,757
Tăng trưởng		2.2%	-16.6%	1.1%	-10.0%	-5.3%	1.1%
Điều chỉnh					-11.9%	0.0%	0.0%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	348	382	584	862	1,030	1,217	1,436
Tăng trưởng		10.0%	52.7%	47.5%	196.3%	18.1%	18.0%
Điều chỉnh					169.4%	108.3%	66.7%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	138	45	68	83	110	68	83
Tăng trưởng		-67.5%	50.8%	22.4%	-20.7%	-38.3%	22.4%
Điều chỉnh					144.3%	0.0%	0.0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	112	112	112	112	116	116	116
Tăng trưởng		0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					3.6%	3.6%	3.6%
Thu nhập khác	2,051	1,395	1,116	1,581	1,202	1,134	1,598
Tăng trưởng		-32.0%	-20.0%	41.6%	-41.4%	-5.7%	41.0%
Điều chỉnh					-13.9%	1.5%	1.1%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,847	5,202	4,606	5,394	5,337	5,260	5,990
Tăng trưởng		-11.0%	-11.5%	17.1%	-8.7%	-1.4%	13.9%
Điều chỉnh					2.6%	14.2%	11.0%

Nguồn: HSC

Chuyện gì xảy ra tiếp theo sau khi Chủ tịch tiền nhiệm rời đi?

Hệ số ROE cao dưới thời ông Thụy được thúc đẩy nhiều hơn nhờ cắt giảm chi phí và dự phòng thay vì tăng trưởng doanh thu cốt lõi. Ông Thụy bắt đầu tích lũy cổ phiếu LPB vào năm 2021 và trở thành Chủ tịch LPB vào cuối năm 2022. Kể từ thời điểm đó, lợi nhuận thuần của LPB đã tăng trưởng mạnh với hệ số ROE đạt khoảng 25% trong 2 năm qua, cao hơn đáng kể so với bình quân thị trường ở mức khoảng 19%. Điều này chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.

Thuận lợi về chi phí và dự phòng đã hỗ trợ hệ số ROE cao nhưng không bền vững. Đối với Chi phí hoạt động, LPB duy trì mức lương bình quân thấp hơn khoảng 30% so với bình quân các NHTM tư nhân và cắt giảm khoảng 14% nhân sự trong năm 2025. Đối với dự phòng, sau 2 năm làm sạch bảng cân đối trong năm 2022-2023, Ngân hàng đã có thể cắt giảm đáng kể chi phí dự phòng vào năm 2024-2025. Điều này cũng một phần nhờ việc cho phép tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên. Theo đó, tỷ lệ nợ xấu của LPB đã tăng 40 điểm cơ bản so với cuối năm 2023 tại thời điểm cuối năm 2025. Điều này cho thấy hệ số ROE cao của Ngân hàng không có tính bền vững. Nhân sự và lương bình quân đã bắt đầu tăng trở lại kể từ nửa cuối năm 2025 trong khi chi phí tín dụng khó có khả năng duy trì ở mức rất thấp. Kết quả Q1/2026 cũng phản ánh xu hướng này.

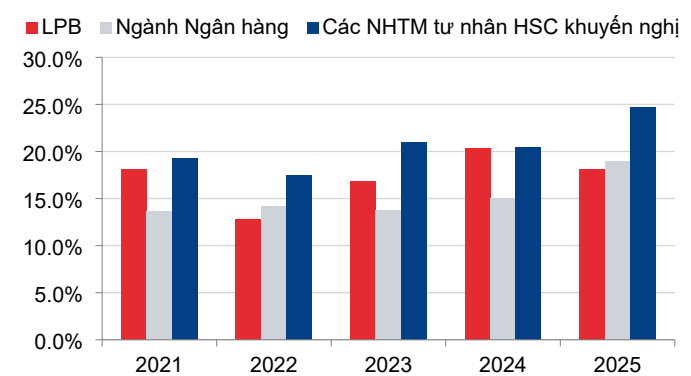
Điểm sáng từ cổ tức tiền mặt cao và thương hiệu mở rộng nhưng LPB có tỷ lệ sở hữu hạn chế trong hệ sinh thái mang thương hiệu LPB. Những điểm nổi bật khác trong nhiệm kỳ của ông Thụy là các khoản chi trả cổ tức tiền mặt lớn của LPB với tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức khoảng 78% trong 2 năm qua. Ông Thụy cũng phát triển và mở rộng thương hiệu "LPB" sang các mảng dịch vụ tài chính khác, bao gồm chứng khoán qua LPBS, quản lý quỹ qua LPBA và bảo hiểm phi nhân thọ qua LPBI. Tuy nhiên cần lưu ý rằng LPB chỉ nắm giữ 5% của LPBS và không nắm giữ cổ phần ở LPBA hoặc LPBI.

Mặc dù ông Thụy đã rời đi, định hướng chiến lược của LPB nhiều khả năng sẽ không có sự thay đổi nào đáng kể. Việc ông Thụy bất ngờ từ nhiệm khỏi LPB vào cuối năm 2025, đồng thời giảm tỷ lệ sở hữu của ông và em trai ông xuống dưới 1% tại LPB đã làm dấy lên những câu hỏi về định hướng tương lai của Ngân hàng. Tuy nhiên, theo chúng tôi, ông Thụy có thể vẫn còn ảnh hưởng đến Ngân hàng và định hướng chiến lược của LPB nhiều khả năng sẽ không thay đổi đáng kể. ĐHCĐ năm 2026 của LPB vẫn được tổ chức tại Ninh Bình, quê hương của ông Thụy, trong khi em trai ông tiếp tục xuất hiện với tư cách là cố vấn cấp cao cho HĐQT. Ông Thụy cũng nắm giữ một lượng cổ phần đáng kể tại LPBS, một CTCK sử dụng cùng thương hiệu với LPB.

LPB đang duy trì chiến lược hai phân khúc nhưng lợi thế triển khai vẫn chưa rõ ràng. Đối với chiến lược của LPB, BLĐ hiện tại đã nhắc lại tại ĐHCĐ năm 2026 rằng Ngân hàng sẽ tập trung vào phân khúc bán lẻ và DNNVV ở khu vực nông thôn và các thành phố cấp 2, đồng thời đặt mục tiêu lọt vào top 5 ngân hàng ưu tiên hàng đầu tại các thành phố cấp 1. Mục tiêu này nhìn chung không thay đổi so với chiến lược dưới thời ông Thụy. Mục tiêu đầu tiên phản ánh vị thế truyền thống của LPB trước thời ông Thụy trong khi mục tiêu phía sau là phân khúc mục tiêu mới được đề xuất trong nhiệm kỳ của ông.

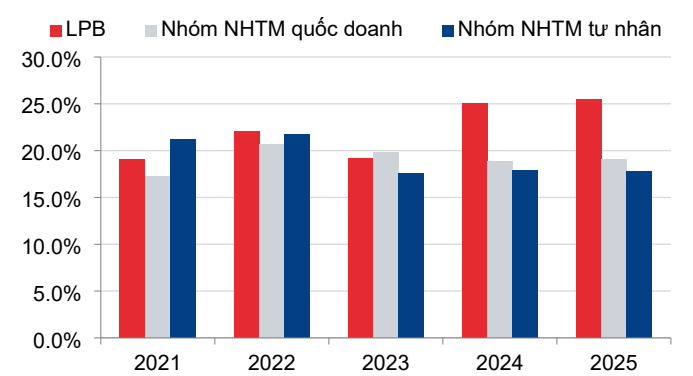
Nếu không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng hơn, lợi nhuận có thể vẫn chịu áp lực trong trung hạn. Nhìn chung, chúng tôi vẫn giữ vững quan điểm rằng LPB vẫn chưa tạo được lợi thế cạnh tranh đáng kể so với ngành ở cả hai phân khúc, trong khi khả năng sinh lời vẫn chịu sức ép trong trung hạn.

Biểu đồ 104: Tăng trưởng tín dụng, LPB & các NHTM khác
Tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

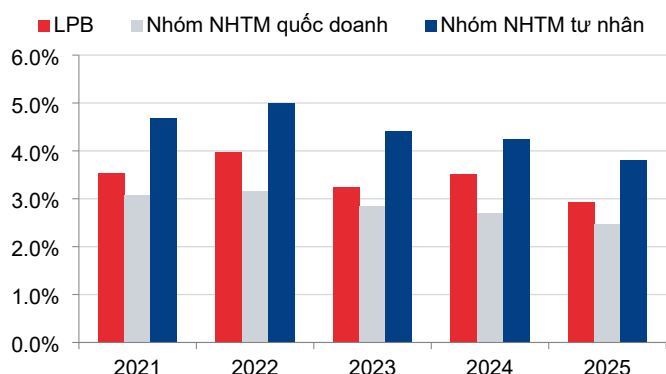
Biểu đồ 105: Hệ số ROE, LPB & các NHTM khác
Hệ số ROE cao nhờ Ngân hàng cắt giảm chi phí hoạt động và chi phí dự phòng



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 106: Tỷ lệ NIM, LPB & các NHTM khác

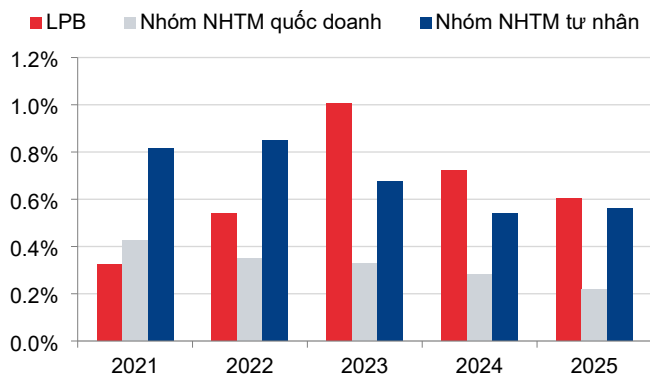
Tỷ lệ NIM nằm ở nhóm giữa



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 107: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân, LPB & các NHTM khác

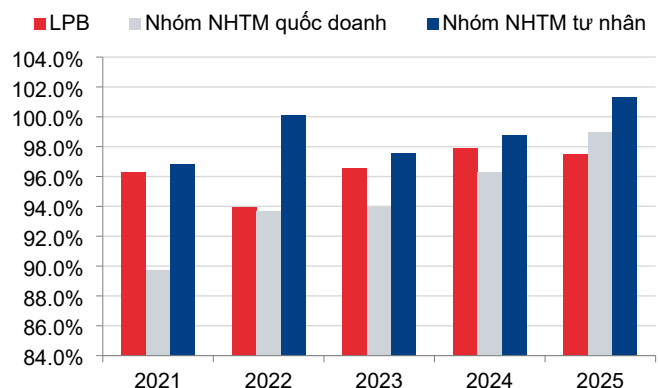
Lãi thuần HĐ dịch vụ ở mức cao nhờ khoản phí upfront bancassurance và các khoản phí liên quan đến tín dụng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 108: Hệ số LDR điều chỉnh, LPB & các NHTM khác

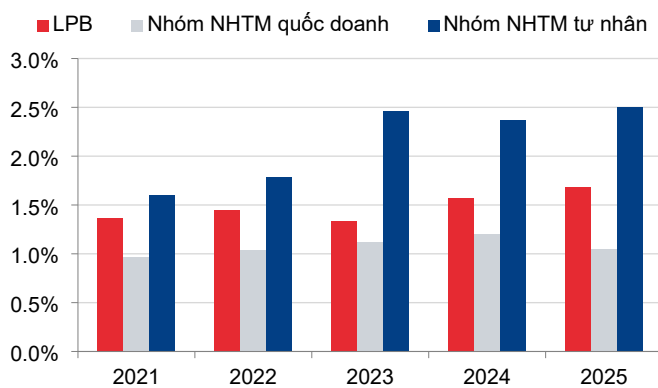
Trong năm 2025, LPB duy trì hệ số LDR thận trọng hơn so với các NHTM khác



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

Biểu đồ 109: Tỷ lệ nợ xấu, LPB & các NHTM khác

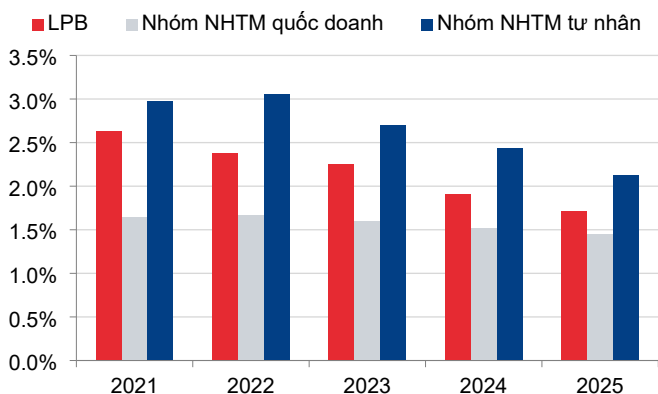
Tỷ lệ nợ xấu nằm ở nhóm giữa



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 110: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, LPB & các NHTM khác

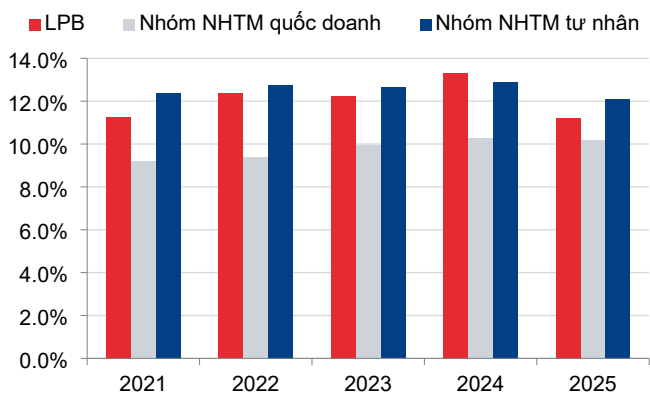
Chi phí HĐ được kiểm soát chặt chẽ trong 2 năm gần đây



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

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



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra và giảm 3,1% giá mục tiêu xuống 24.900đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 bị bù trừ bởi tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giá định cổ tức tiền mặt, làm giảm BVPS tại thời điểm định giá. Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 3 tháng qua nhờ tâm lý cổ tức tích cực, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,6 lần, cao hơn 2,15 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 110% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại rất đắt và cao hơn nhiều so với giá trị hợp lý trong khi áp lực lợi nhuận ngắn hạn ngày càng lớn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 3,1% giá mục tiêu xuống 24.900đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 yếu hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh cổ tức tiền mặt cao hơn giá định là 3.000đ/cp (cao hơn 2.000đ/cp so với dự báo của chúng tôi), trong đó ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 15/5/2026, từ đó BVPS thấp hơn tại thời điểm định giá và làm giảm định giá.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Bán ra do giá cổ phiếu hiện tại vẫn cao hơn đáng kể so với định giá của chúng tôi, trong bối cảnh áp lực lợi nhuận ngắn hạn gia tăng. Chúng tôi giữ nguyên các giá định định giá khác. Định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 112: Giá định chi phí vốn CSH, LPB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	Giá định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh Beta	9.00%	Thêm 25 điểm cơ bản phần bù đối với ngân hàng tier 2, không đổi
Beta	1.00	Không đổi
Chi phí vốn CSH	13.00%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 113: 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	11,373	10,882	13,067	14,779	17,662	18,027	18,026	16,913
Chi phí vốn CSH	-6,135	-6,449	-7,475	-8,785	-10,318	-12,226	-14,569	-16,913
Lợi nhuận thặng dư	5,238	4,434	5,592	5,994	7,344	5,801	3,456	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		3,924	4,379	4,154	4,504	3,148	1,660	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2027	21,770							
Giá trị sổ sách cuối năm 2026	49,604							
Giá trị vốn CSH cuối năm 2026	71,374							
Giá trị vốn CSH giữa năm 2027	74,520							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,987							
Giá mục tiêu giữa năm 2027	24,900							

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 28% trong 3 tháng qua, có thể nhờ tâm lý tích cực xung quanh chính sách cổ tức tiền mặt cao, P/B trượt dự phóng 1 năm của LPB vẫn ở mức cao là 2,6 lần, cao hơn 2,15 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,28 lần và cao hơn 110% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi đánh giá đây là định giá rất đắt.

Biểu đồ 114: P/B trượt dự phóng 1 năm, LPB

LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,6 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 115: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, LPB

...cao hơn 2,15 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,28 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	34,137	39,292	45,903	53,963	62,843
Chi phí lãi	(18,743)	(23,257)	(27,819)	(31,744)	(35,223)
Thu nhập lãi thuần	15,394	16,034	18,085	22,219	27,620
Lãi thuần HD dịch vụ	3,211	3,199	2,880	2,726	2,757
Lãi thuần HD KDNH	273	348	1,030	1,217	1,436
Lãi/lỗ từ mua bán CK	41.6	138	110	67.8	83.0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	75.0	112	116	116	116
Thu nhập khác	938	2,051	1,202	1,134	1,598
Tổng thu nhập HD	19,932	21,881	23,422	27,479	33,610
Chi phí HD	(5,810)	(6,190)	(7,038)	(8,458)	(10,153)
LN trước dự phòng	14,122	15,691	16,383	19,021	23,457
Chi phí dự phòng	(1,954)	(1,422)	(2,189)	(4,702)	(6,264)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	12,168	14,269	14,194	14,319	17,193
Chi phí thuế TNDN	(2,447)	(2,847)	(2,821)	(2,864)	(3,439)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	9,721	11,422	11,373	11,455	13,755
EPS (đồng)	3,254	3,824	3,807	3,835	4,604
DPS (đồng)	0	2,500	3,000	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

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	110,244	137,316	160,431
Chứng khoán kinh doanh	660	631	609	759	913
Các công cụ tài chính phái sinh	9.14	231	0	0	0
Số dư cho vay thuần	327,276	386,867	440,554	519,623	613,359
Tổng dư nợ cho vay	331,606	391,746	446,591	526,977	621,833
Dự phòng rủi ro	(4,330)	(4,879)	(6,037)	(7,354)	(8,475)
Chứng khoán đầu tư	58,080	52,768	60,313	75,156	90,403
CK đầu tư sẵn sàng để bán	58,080	52,768	60,313	75,156	90,403
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	300	300	300
Tài sản cố định	2,732	3,260	3,601	4,101	4,601
Tài sản khác	7,037	8,007	8,957	11,081	12,961
Tổng tài sản	508,330	605,584	633,510	767,157	905,639
Nợ phải trả	464,992	558,392	583,906	709,657	838,060
Tiền gửi của NHNN	1,271	17,704	13,970	572	572
Tiền gửi của các TCTD khác	115,349	127,848	111,648	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	49,604	57,499	67,579
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	9,646	15,266	23,055
Quỹ & vốn khác của CSH	5,640	7,810	10,085	12,360	14,651
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	508,330	605,585	633,510	767,157	905,639
BVPS (đồng)	14,508	15,798	16,605	19,248	22,622

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	4.61	21.1	18.1
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	5.11	15.9	17.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	37.4	4.16	12.8	22.9	24.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	0.88	6.53	13.7	20.2	20.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	43.1	11.1	4.41	16.1	23.3
Tăng trưởng LNTT (%)	72.9	17.3	(0.52)	0.88	20.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	74.5	17.5	(0.43)	0.72	20.1
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	4.47	3.93	3.78	3.92	4.02
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.30)	(1.11)	(1.14)	(1.21)	(1.21)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.0	98.5	98.5	98.5	98.5
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	1.78	2.28	2.32	2.48	2.76
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	9.02	10.8	10.8	11.4	14.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	15.6	13.3	13.4	13.3	11.1
P/B (lần)	3.51	3.22	3.07	2.64	2.25
Lợi suất cổ tức (%)	0	4.91	5.89	1.96	1.96

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 HD (%)	48.8	52.2	48.6	41.7	40.9
ROAA (%)	2.18	2.05	1.84	1.64	1.64
ROAE (%)	25.1	25.2	23.5	21.4	22.0
Chi phí huy động BQ (%)	4.74	4.64	4.97	5.00	4.64
Lợi suất góp BQ (%)	7.82	7.16	7.52	7.82	7.63
Lợi suất thuần (%)	3.08	2.52	2.55	2.82	2.99
Tỷ lệ NIM (%)	3.53	2.92	2.96	3.22	3.35
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	16.1	14.6	12.3	9.92	8.20
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	77.2	73.3	77.2	80.9	82.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	6.66	12.1	10.5	9.22	9.62
Tỷ lệ CIR (%)	29.2	28.3	30.1	30.8	30.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	65.4	78.8	26.1	21.7
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	13.3	11.9	11.4	10.8	10.6
VCSH/Tổng TS (%)	8.53	7.79	7.83	7.50	7.46
Đòn bẩy vốn (lần)	11.7	12.8	12.8	13.3	13.4
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	67.6	73.4	75.7
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	117	116	118	115	113
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	25.4	24.1	20.0	22.7	21.2
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	65.2	64.7	70.5	68.7	68.7
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

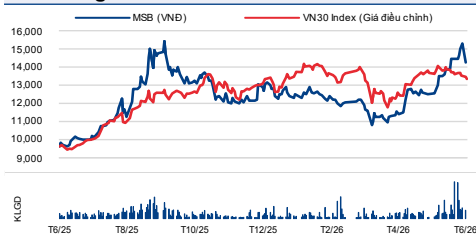
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ15,800 (từ VNĐ15,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	14,300
Mã Bloomberg	MSB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,625-15,416
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	48,677
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,849
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,404
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	729
Slg CP NN được mua (tr.đv)	164
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.45%
Tỷ lệ freefloat	67.1%
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	14.4	20.2	48.6
So với chỉ số	17.3	22.5	7.16
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,033	2,058	(1.2)
2027F	2,032	2,275	(10.7)
2028F	2,295	2,280	0.6

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

Tỷ lệ NIM tích cực nhưng thu nhập một lần vẫn đóng vai chính; Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 15.800đ chủ yếu nhờ chuyển thời điểm định giá. Chúng tôi hạ khuyến nghị MSB xuống Tăng tỷ trọng do định giá kém hấp dẫn hơn.
- Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028. Câu chuyện cốt lõi của MSB vẫn nguyên vẹn: NIM giữ vững và chi phí hoạt động được kiểm soát chặt là điểm tích cực, tuy nhiên lợi nhuận vẫn phụ thuộc vào thu nhập một lần.
- Sau đà tăng gần 20% trong 3 tháng qua, MSB đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,87 lần, thấp hơn 28% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân nhưng sát với bình quân quá khứ.

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

Sau khi đánh giá diễn biến KQKD Q1 (nhìn chung xu hướng cốt lõi phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi nhưng không đạt dự báo do chưa có khoản thu nhập một lần), kế hoạch của BLĐ và triển vọng ngành, chúng tôi tin rằng câu chuyện nội tại của Ngân hàng vẫn nguyên vẹn. Thu nhập không thường xuyên được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính, cho thấy sự phụ thuộc vào các khoản mục ngoài hoạt động cốt lõi.

Đối với HĐKD cốt lõi, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ tương đối ổn định nhờ tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi doanh nghiệp chi phí thấp, đồng thời việc kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động cũng hỗ trợ lợi nhuận. Chất lượng tài sản vẫn cần theo dõi do tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS cao hơn so với bình quân ngành.

Tác động: Nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028. Những điều chỉnh chính bao gồm: (1) giảm nhẹ 3 điểm cơ bản giá định tỷ lệ NIM để phản ánh áp lực trên toàn ngành, (2) nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành do lãi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng và (3) giảm 8% dự báo chi phí hoạt động nhờ kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn và hoàn tất một chu kỳ đầu tư lớn.

Chúng tôi duy trì giá định thận trọng đối với khoản thu nhập một lần ở mức 800 tỷ đồng, tương đương khoảng 5% tổng thu nhập hoạt động năm 2026 và duy trì quan điểm đây là động lực tăng trưởng chính cho lợi nhuận. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 8% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 15.800đ chủ yếu do việc chuyển thời điểm định giá. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 0,95 lần với ROE dự phóng bình quân 3 năm là 13%. Sau khi giá cổ phiếu tăng gần 20% trong 3 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,87 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 0,91 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là phù hợp với tiềm năng tăng hạn chế. Tuy nhiên, việc được đưa vào giỏ chỉ số VanEck Vietnam ETF có thể sẽ là động lực ngắn hạn cho cổ phiếu. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá kém hấp dẫn hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	10,243	10,947	12,840	14,591	16,632
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	14,218	14,045	16,616	17,826	20,288
LN thuần (tỷ đồng)	5,520	5,629	6,341	6,340	7,159
EPS (đồng)	1,769	1,804	2,033	2,032	2,295
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	11,800	13,605	15,643	17,675	19,969
P/E (lần)	8.08	7.93	7.04	7.04	6.23
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.21	1.05	0.91	0.81	0.72
Tăng trưởng EPS (%)	18.4	1.97	12.7	(0.02)	12.9
ROAE (%)	16.2	14.2	13.9	12.2	12.2

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

NIM ổn định nhưng thu nhập không thường xuyên vẫn là yếu tố biến động chính

Sau khi kết quả Q1/2026 cho thấy xu hướng cốt lõi sát với kỳ vọng, chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028. Theo dự báo mới, LNTT được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 8% trong 3 năm tới. Nền tảng cốt lõi của câu chuyện MSB nhìn chung vẫn nguyên vẹn. Thu nhập một lần sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính, cho thấy sự phụ thuộc vào các khoản mục ngoài cốt lõi, trong khi kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động cũng giúp hỗ trợ lợi nhuận. Đối với HĐKD cốt lõi, chúng tôi kỳ vọng NIM tương đối ổn định nhờ tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi doanh nghiệp chi phí thấp, giúp bù đắp bất lợi từ hạn mức tăng trưởng tín dụng thấp. Trong khi đó, chất lượng tài sản vẫn cần theo dõi do tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS của MSB cao hơn so với bình quân ngành.

Triển vọng và dự báo mới

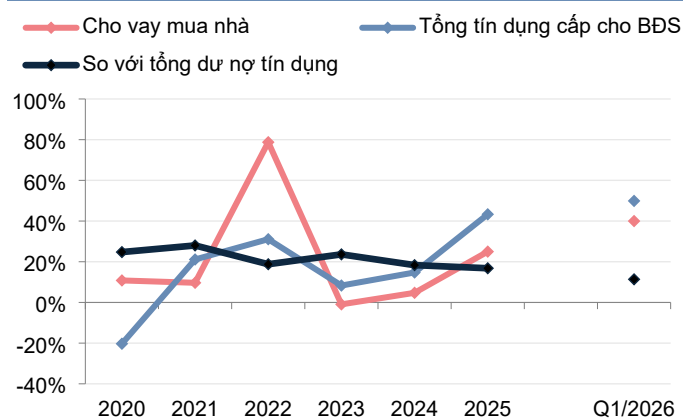
Tăng trưởng tín dụng: Hạn mức tăng trưởng thấp nhưng được bù đắp nhờ công ty tài chính con

Sau khi tăng nhẹ dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026 đồng thời hạ dự báo cho 2 năm sau đó, tín dụng của MSB sẽ tăng trưởng lần lượt 14,1%, 13,4% và 13,2% (từ lần lượt 13,2%, 14,3% và 14,2% trước đó). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ giảm tốc so với quá khứ do NHNN thắt chặt kiểm soát hạn mức tín dụng mặc dù điều này được bù đắp một phần nhờ tăng trưởng mạnh hơn tại công ty con TNEX.

- Ngân hàng mẹ: Tăng trưởng tín dụng vẫn tích cực. BLĐ kỳ vọng sử dụng hết hạn mức tính đến cuối Q2. Tuy nhiên, tăng trưởng cả năm có thể vẫn hạn chế do NHNN thắt chặt hạn mức tín dụng.
- TNEX Finance: Giả định tăng trưởng cao nhờ tổng dư nợ cho vay vẫn nhỏ, các kênh phân phối số qua các đối tác và mở rộng sang phân khúc khách hàng DNNVV. TNEX hiện đóng góp khoảng 3% tổng dư nợ trong Q1/2026 và chúng tôi dự báo tỷ lệ này có thể tăng lên khoảng 4% vào năm 2028.

Biểu đồ 116: Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực BĐS so với tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng, MSB

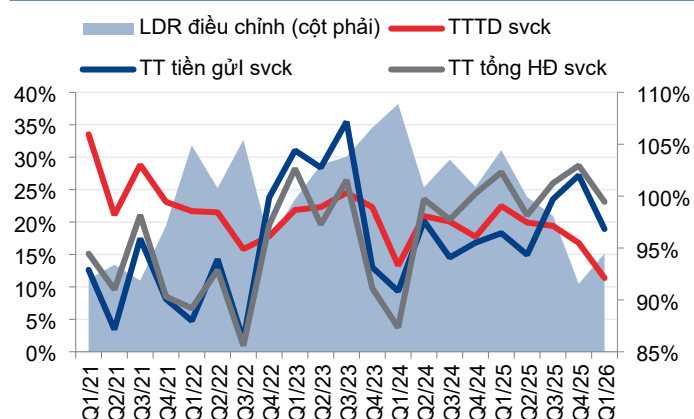
Tín dụng cấp cho BĐS, bao gồm cho vay các doanh nghiệp phát triển BĐS & cho vay mua nhà, duy trì đà tăng mạnh mẽ



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 117: Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng vốn huy động, MSB

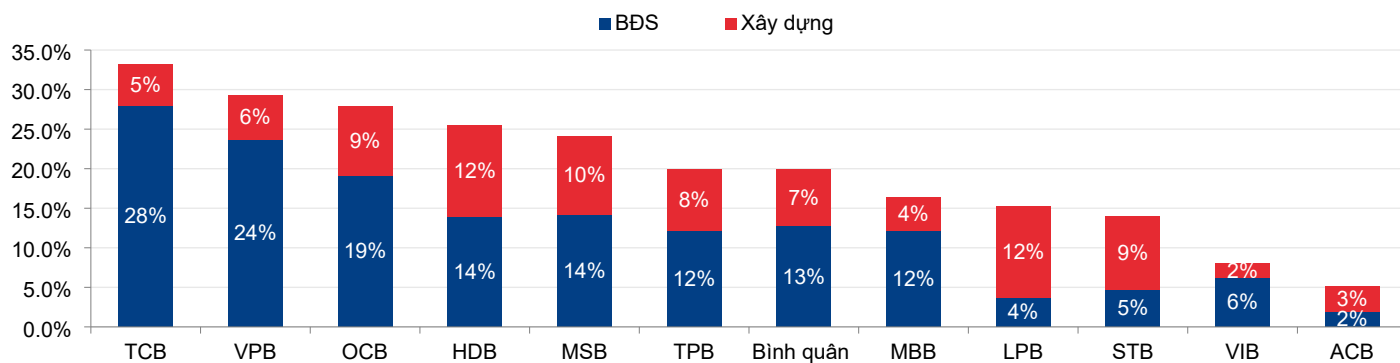
Tỷ lệ LDR vẫn duy trì ở mức an toàn dù tổng nguồn vốn huy động đi ngang so với quý trước



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 118: Tín dụng ngành BĐS & xây dựng, các NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích của HSC

Tỷ trọng cho vay BĐS của MSB cao hơn so với mức bình quân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

NIM: Cơ cấu nguồn vốn chi phí thấp giúp triển vọng ổn định

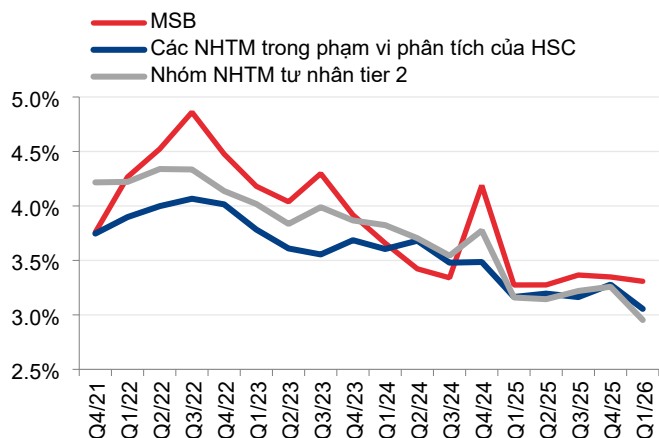
Chúng tôi giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM xuống lần lượt 3,18%, 3,25% và 3,3% (từ lần lượt 3,2%, 3,28% và 3,34%, phản ánh áp lực NIM toàn ngành trong bối cảnh điều kiện thanh khoản căng thẳng làm tăng chi phí huy động.

Tuy nhiên, tính riêng MSB, chúng tôi vẫn kỳ vọng tỷ lệ NIM ổn định với áp lực có thể thấp hơn so với bình quân ngành nhờ:

- Cơ cấu nguồn vốn thuận lợi hơn với tỷ trọng tiền gửi chi phí thấp cao hơn, bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi doanh nghiệp.
- Tỷ trọng cho vay bán lẻ lợi suất cao hơn và kỳ hạn dài hơn ngày càng tăng, đặc biệt là các khoản vay liên quan đến BĐS.

Biểu đồ 119: Tỷ lệ NIM theo quý, MSB & các NHTM khác

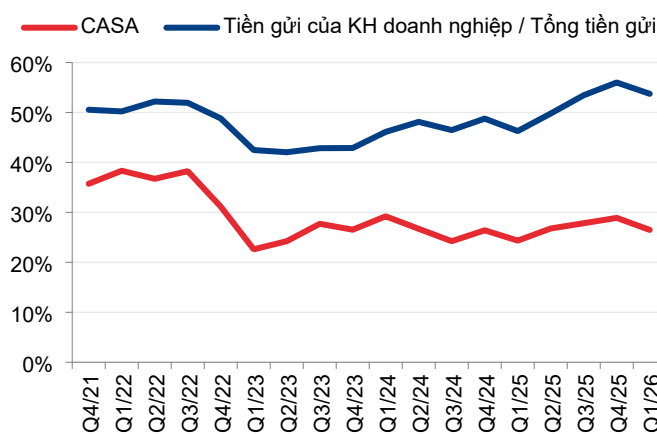
NIM đi ngang so với quý trước ở mức 3,31%, vượt trội hơn so với các NHTM khác



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 120: CASA và tỷ trọng tiền gửi của khách hàng doanh nghiệp, MSB

Tiền gửi chi phí thấp giảm nhẹ so với quý trước nhưng vẫn duy trì ở mức tương đối tốt



Nguồn: MSB, HSC

Chất lượng tài sản: Kỳ vọng có áp lực

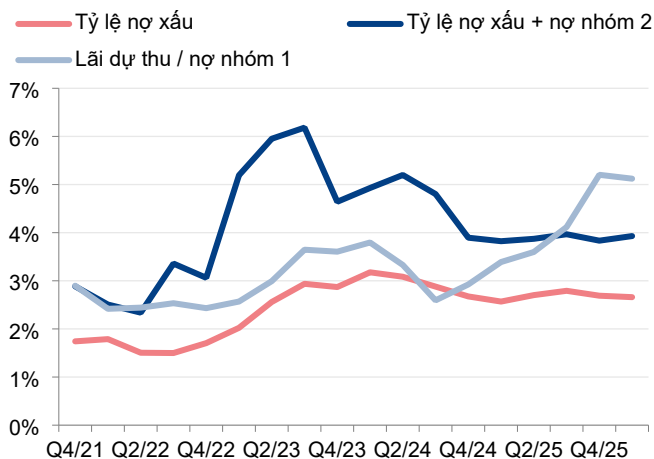
HSC nâng giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và tỷ lệ nợ xấu lên lần lượt 1,7%, 1,6% và 1,6% (từ lần lượt 1,7%, 1,55% và 1,45%) và 2,85%, 2,85% và 2,75% (từ lần lượt 2,8%, 2,75% và 2,6%), phản ánh quá trình làm sạch bảng CĐKT kéo dài hơn.

Tại thời điểm cuối Q1/2026, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 của MSB lần lượt ở mức 2,7% và 1,2%, vẫn cao hơn bình quân ngành và quá khứ mặc dù đã cải thiện từ mức đỉnh. Trong khi đó, tỷ lệ lãi dự thu/dư nợ nhóm 1 cao cho thấy rủi ro chất lượng tài sản vẫn tiềm ẩn.

Tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS (chủ đầu tư, xây dựng và cho vay mua nhà) của MSB cao hơn so với bình quân ngành và đang tăng lên, điều này có thể gây áp lực nhẹ lên chất lượng tài sản trong môi trường lãi suất tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu mới hình thành sẽ tăng nhẹ.

Biểu đồ 121: Nợ quá hạn và lãi dự thu, MSB

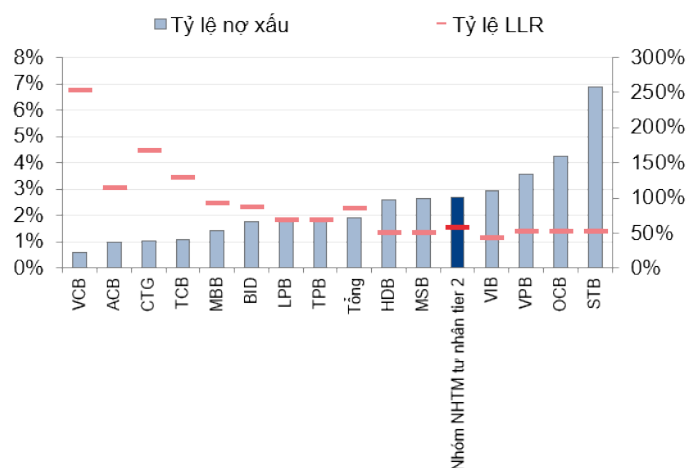
Tỷ lệ nợ xấu & nợ nhóm 2 đã cải thiện nhưng lãi dự thu vẫn ở mức cao



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 122: Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ LLR, MSB & các NHTM khác

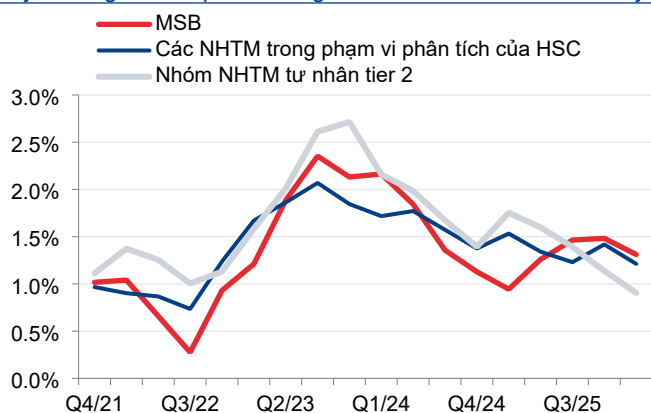
Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của MSB vẫn kém hơn so với các NHTM khác



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 123: Nợ xấu mới hình thành lũy kế 12 tháng, MSB

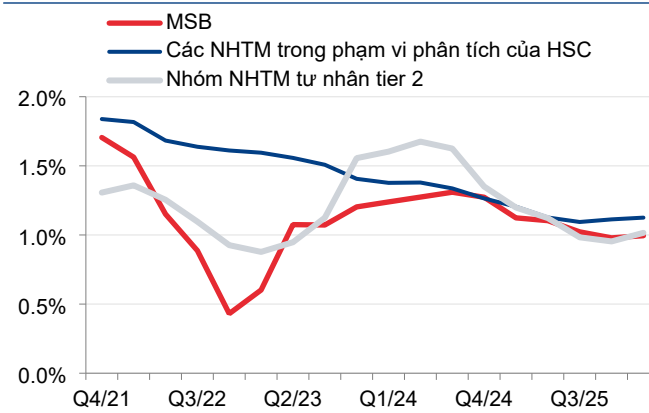
Nợ xấu mới hình thành đã tăng chậm lại sau khi tăng từ vùng đáy, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh trước đây



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 124: Chi phí tín dụng lũy kế 12 tháng, MSB

Chi phí tín dụng đã giảm dần, duy trì ở mức thấp hơn so với nợ xấu mới hình thành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

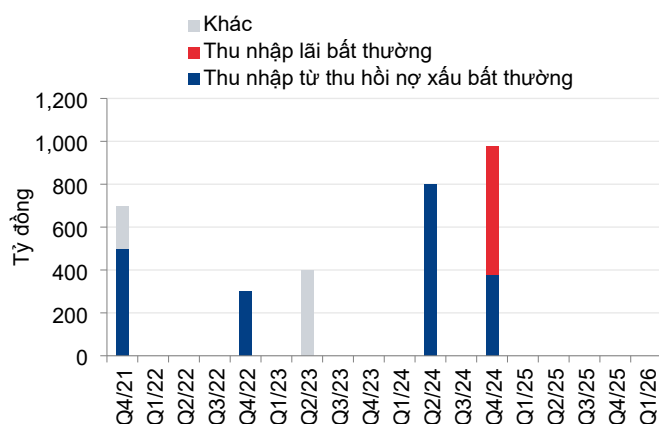
Thu nhập một lần: Động lực chính cho năm 2026

HSC giữ nguyên giả định hiện tại rằng Ngân hàng sẽ ghi nhận khoảng 800 tỷ đồng thu nhập khác từ xử lý tài sản tồn đọng, thậm trọng hơn so với kế hoạch của BLĐ. Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của MSB cho năm 2026. Khoản thu này bị chậm tiến độ một năm so với kế hoạch ban đầu là năm 2025. Lưu ý rằng điều này cũng cho thấy Ngân hàng phụ thuộc vào các khoản mục không thường xuyên để đạt tăng trưởng lợi nhuận

Như đã trình bày ở các báo cáo trước, BLĐ kỳ vọng lợi nhuận một lần từ xử lý tài sản tồn đọng đạt 1-2 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng công bố hai tài sản tồn đọng lớn đang trong quá trình xử lý, cả hai đều có tài sản đảm bảo là các dự án BĐS lớn. Trong đó có một khoản vay hợp vốn với hai ngân hàng khác, bao gồm BID - đã hoàn tất thanh lý và ghi nhận lợi nhuận đáng kể vào năm 2025. Về phía MSB, Ngân hàng vẫn đang đàm phán, chủ yếu liên quan đến định giá lãi dự thu. Chúng tôi tin rằng tài sản có thể được xử lý ở mức định giá hợp lý.

Biểu đồ 125: Các khoản thu nhập một lần, MSB

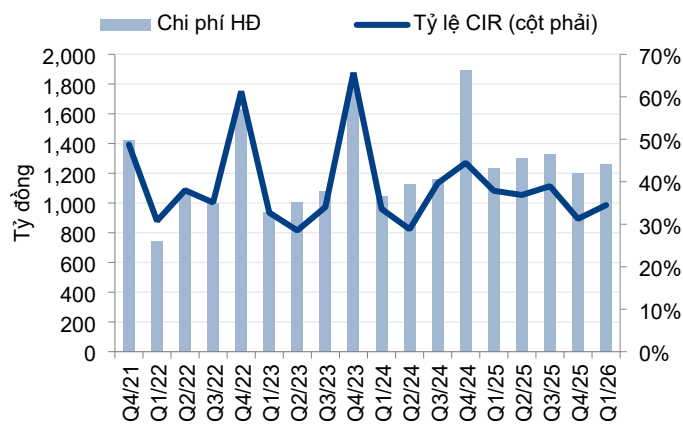
Các khoản thu nhập một lần đã đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của Ngân hàng



Nguồn: MSB, HSC

Biểu đồ 126: Chi phí HĐ và tỷ lệ CIR, MSB

Sau khi giảm bất thường trong Q4/25, tỷ lệ CIR đã quay trở lại mức bình thường, khác với xu hướng thường thấy trong quá khứ



Nguồn: MSB, HSC

Chi phí hoạt động: Mục tiêu kiểm soát chi phí tham vọng

Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo chi phí hoạt động trong 3 năm tới, tương đương hệ số CIR lần lượt ở mức 37%, 37% và 36% (từ lần lượt 38%, 40% và 38%).

MSB vừa hoàn thành chu kỳ đầu tư chuyển đổi số kéo dài 5 năm. BLĐ đặt mục tiêu hệ số CIR dao động 30-31% kể từ năm 2027 (so với 36% trong năm 2025 và bình quân ngành ở mức 31%), cho thấy sự tập trung của Ngân hàng trong việc cải thiện hiệu quả hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng chi phí hoạt động của Ngân hàng sẽ tăng chậm hơn so với tổng thu nhập hoạt động trong giai đoạn dự báo.

Nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028

Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 do các điều chỉnh bù trừ nhau. Chúng tôi tóm tắt các giả định và dự báo mới trong các bảng bên dưới:

Bảng 127: Các giả định quan trọng, MSB

Điều chỉnh quan trọng gồm: giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM trong khi nâng giả định nợ xấu mới hình thành và tỷ lệ nợ xấu

Tỷ lệ	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028	
Tăng trưởng tín dụng	16.8%	13.2%	14.3%	14.2%	14.1%	13.4%	13.2%	
Tăng trưởng tín dụng, Ngân hàng mẹ	15.8%	12.5%	14.0%	14.0%	12.5%	13.0%	13.0%	
Tăng trưởng tín dụng, TNEX	114.5%	50.0%	25.0%	20.0%	100.0%	25.0%	20.0%	
Tăng trưởng tiền gửi	27.2%	9.2%	14.3%	14.2%	7.5%	13.4%	13.2%	
Tỷ lệ NIM	3.15%	3.20%	3.28%	3.34%	3.18%	3.25%	3.30%	
Tỷ lệ nợ xấu	2.69%	2.80%	2.75%	2.60%	2.85%	2.80%	2.75%	
Nợ xấu mới hình thành	1.65%	1.70%	1.55%	1.45%	1.70%	1.60%	1.60%	
Chi phí tín dụng	1.01%	1.17%	1.28%	1.35%	1.17%	1.32%	1.42%	
Tỷ lệ LLR	52%	45%	46%	50%	46%	45%	48%	
Tỷ lệ CIR	36%	38%	40%	38%	37%	37%	36%	
Tỷ lệ chi phí hoạt động	2.64%	2.96%	2.88%	2.77%	2.75%	2.60%	2.55%	
Tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro	2.15%	2.02%	2.00%	1.99%	2.00%	1.93%	1.88%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân	0.48%	0.46%	0.48%	0.46%	0.44%	0.46%	0.46%	
ROA	1.55%	1.50%	1.33%	1.34%	1.49%	1.34%	1.35%	
ROE	14.20%	13.93%	12.10%	12.13%	13.90%	12.20%	12.19%	

Nguồn: MSB, HSC

Bảng 128: Dự báo lợi nhuận, MSB

HSC giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2026-28 khi việc kiểm soát chi phí hoạt động chặt chẽ hơn được kỳ vọng sẽ bù đắp cho mức giảm nhẹ của tổng thu nhập hoạt động

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028	
Thu nhập lãi thuần	10,947	12,862	14,669	16,879	12,840	14,591	16,632	
Tăng trưởng	6.9%	17.5%	14.0%	15.1%	17.3%	13.6%	14.0%	
Điều chỉnh	-14.9%				-0.2%	-0.5%	-1.5%	
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	1,753	1,962	2,251	2,462	1,881	2,158	2,444	
Tăng trưởng	29.5%	11.9%	14.7%	9.4%	7.3%	14.7%	13.2%	
Điều chỉnh	-10.7%				-4.1%	-4.1%	-0.8%	
Thu nhập ngoài lãi khác	1,344	2,211	1,372	1,351	1,895	1,078	1,211	
Tăng trưởng	-48.7%	64.5%	-38.0%	-1.5%	41.0%	-43.1%	12.4%	
Điều chỉnh	-39.2%				-14.3%	-21.4%	-10.3%	
Tổng thu nhập hoạt động	14,045	17,035	18,291	20,692	16,616	17,826	20,288	
Tăng trưởng	-1.2%	21.3%	7.4%	13.1%	18.3%	7.3%	13.8%	
Điều chỉnh	-17.6%				-2.5%	-2.5%	-2.0%	
Chi phí hoạt động	-5,068	-6,526	-7,235	-7,953	-6,104	-6,567	-7,285	
Tăng trưởng	-3.1%	28.8%	10.9%	9.9%	20.5%	7.6%	10.9%	
Điều chỉnh	-22.3%				-6.5%	-9.2%	-8.4%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	8,977	10,509	11,056	12,739	10,512	11,259	13,002	
Tăng trưởng	-0.1%	17.1%	5.2%	15.2%	17.1%	7.1%	15.5%	
Điều chỉnh	-14.6%				0.0%	1.8%	2.1%	
Chi phí dự phòng	-1,918	-2,564	-3,198	-3,845	-2,587	-3,334	-4,053	
Tăng trưởng	-7.9%	33.6%	24.7%	20.2%	34.9%	28.9%	21.5%	
Điều chỉnh	-25.2%				0.9%	4.3%	5.4%	
LNTT	7,058	7,945	7,858	8,894	7,924	7,925	8,949	
Tăng trưởng	2.2%	12.6%	-1.1%	13.2%	12.3%	0.0%	12.9%	
Điều chỉnh	-11.2%				-0.3%	0.8%	0.6%	
Lợi nhuận thuần	5,629	6,356	6,287	7,115	6,341	6,340	7,159	
Tăng trưởng	2.0%	12.9%	-1.1%	13.2%	12.7%	0.0%	12.9%	
Điều chỉnh	-11.4%				-0.2%	0.8%	0.6%	

Nguồn: MSB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 15.800đ chủ yếu do chuyển thời điểm định giá. Sau khi giá cổ phiếu tăng gần 20% trong 3 tháng qua, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,87 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 0,91 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là phù hợp với tiềm năng tăng hạn chế. Tuy nhiên, việc được đưa vào giỏ chỉ số VanEck Vietnam ETF có thể là động lực ngắn hạn cho cổ phiếu. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá trở nên kém hấp dẫn hơn.

Kết luận và phương pháp định giá

Chúng tôi tăng nhẹ 3% giá mục tiêu lên 15.800đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026), trong khi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 0,95 lần với hệ số ROE dự phóng bình quân 3 năm đạt 12,8%.

Chúng tôi hạ khuyến nghị cho MSB xuống Tăng tỷ trọng do định giá kém hấp dẫn hơn.

Bảng 129: 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	6,341	6,340	7,159	7,988	9,576	11,013	12,378	13,646	14,750	15,626
(-) Chi phí vốn CSH	6,133	7,052	7,968	9,003	10,157	11,541	12,818	13,966	14,921	15,626
Lợi nhuận thặng dư	208	-712	-809	-1,015	-581	-528	-440	-320	-171	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	208	-623	-618	-677	-339	-269	-196	-124	-58	0
Giá trị sổ sách cuối năm	48,805	55,145								
Giá trị vốn CSH giữa 2027	49,384									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		3,120								
Giá mục tiêu giữa 2027	15,800									

Nguồn: HSC

Bảng 130: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MSB

	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	8.5%	17,400	17,000	16,600	16,300	15,900
	9.0%	17,000	16,600	16,200	15,900	15,500
	9.5%	16,500	16,200	15,800	15,500	15,200
	10.0%	16,100	15,800	15,500	15,100	14,800
	10.5%	15,800	15,400	15,100	14,800	14,500

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu MSB đã tăng gần 20% trong 3 tháng qua, vượt trội so với bình quân các NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích (đi ngang trong cùng kỳ). Theo đó, MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,87 lần, sát với bình quân lịch sử 5 năm ở mức 0,91 lần. Mức chiết khấu so với so với bình quân nhóm NHTM tư nhân cũng thu hẹp đáng kể xuống 28% từ mức đáy 40%. Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù cổ phiếu được tái định giá mạnh nhưng không có thông tin nội tại đáng kể nào.

Một diễn biến đáng chú ý là làn sóng bán ròng của khối ngoại gần đây tại MSB, đã giảm tỷ lệ sở hữu nước ngoài xuống khoảng 7% từ mức ổn định khoảng 30% (full room) kể từ khi niêm yết. Điều này đã mở lại room cho khối ngoại và các quỹ ETF (bao gồm [VanEck Vietnam ETF](#)) tích lũy cổ phiếu, tạo động lực ngắn hạn tiềm năng cho cổ phiếu

Biểu đồ 131: P/B trượt dự phóng 1 năm, MSB

MSB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,87 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 132: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MSB

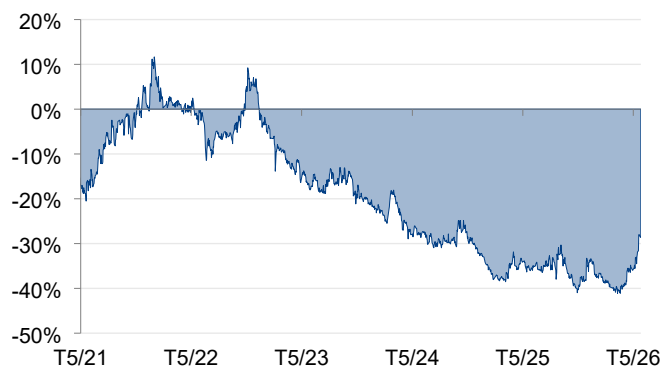
...sát với giá trị bình quân quá khứ là 0,91 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 133: Chênh lệch định giá, MSB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

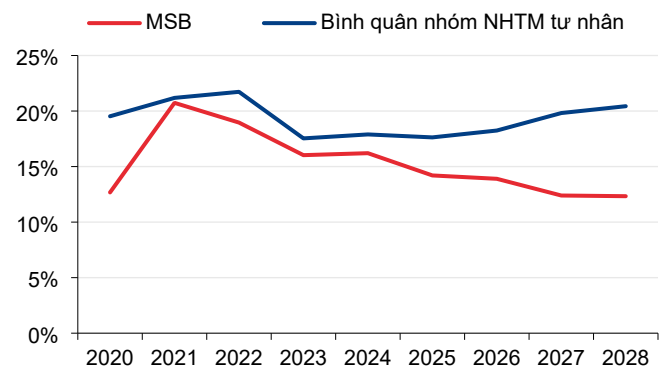
MSB đang giao dịch với định giá thấp hơn 28% so với các NHTM tư nhân khác, cải thiện đáng kể so với mức chiết khấu kỷ lục là 40% trước đây



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 134: Hệ số ROE, MSB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

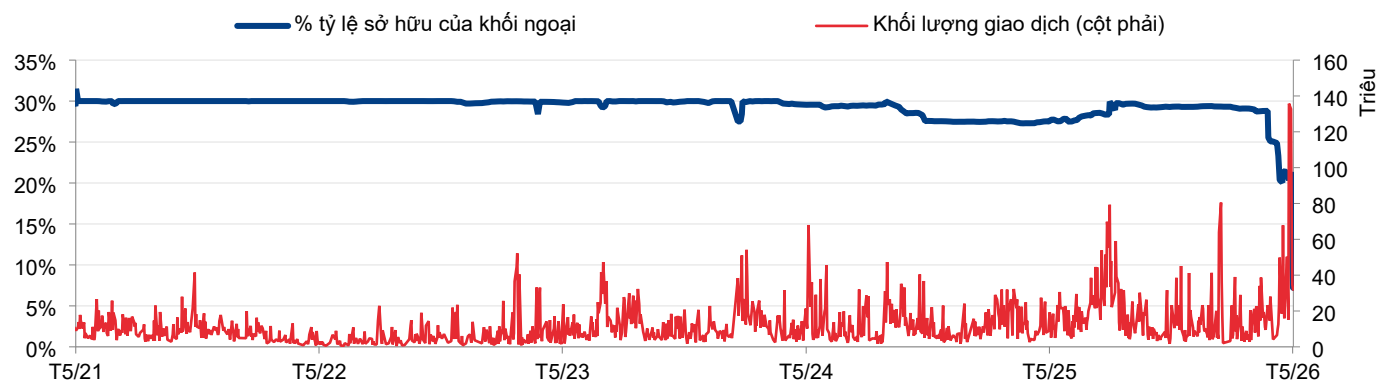
Hệ số ROE của MSB được dự báo sẽ ở mức thấp hơn so với bình quân các NHTM tư nhân khác



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 135: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài, MSB

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài giảm xuống 7% vào cuối tháng 5/2026, mở room cho sự tham gia của các quỹ ETF và NĐT NN mới



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	18,681	21,601	28,424	32,005	36,331
Chi phí lãi	(8,438)	(10,654)	(15,585)	(17,415)	(19,699)
Thu nhập lãi thuần	10,243	10,947	12,840	14,591	16,632
Lãi thuần HD dịch vụ	1,354	1,753	1,881	2,158	2,444
Lãi thuần HD KDNH	1,056	845	818	938	1,062
Lãi/lỗ từ mua bán CK	273	(76.7)	(171)	(134)	(152)
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0	0	0	0
Thu nhập khác	1,292	576	1,249	274	301
Tổng thu nhập HD	14,218	14,045	16,616	17,826	20,288
Chi phí HD	(5,230)	(5,068)	(6,104)	(6,567)	(7,285)
LN trước dự phòng	8,988	8,977	10,512	11,259	13,002
Chi phí dự phòng	(2,084)	(1,918)	(2,587)	(3,334)	(4,053)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	6,904	7,058	7,924	7,925	8,949
Chi phí thuế TNDN	(1,384)	(1,430)	(1,583)	(1,585)	(1,790)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	5,520	5,629	6,341	6,340	7,159
EPS (đồng)	1,769	1,804	2,033	2,032	2,295
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

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	1,664	1,887	2,137
Tiền gửi tại NHNN	5,495	9,820	11,205	9,381	10,624
Tiền gửi tại các TCTD khác	60,936	73,969	87,466	99,175	106,243
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	232,949	264,268	299,166
Tổng dư nợ cho vay	176,493	205,209	236,020	267,664	303,175
Dự phòng rủi ro	(3,026)	(2,851)	(3,070)	(3,396)	(4,009)
Chứng khoán đầu tư	65,570	97,293	87,466	99,125	112,208
CK đầu tư sẵn sàng để bán	65,605	97,308	87,469	99,128	112,211
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	(34.9)	(14.7)	(2.82)	(2.82)	(2.82)
Đầu tư dài hạn	12.0	1.24	1.41	1.61	1.83
Tài sản cố định	433	498	568	536	607
Tài sản khác	13,032	22,276	23,852	26,285	29,777
Tổng tài sản	320,148	407,674	445,173	500,659	560,764
Nợ phải trả	283,331	365,228	396,368	445,514	498,459
Tiền gửi của NHNN	9,204	23,067	11,820	13,402	6,071
Tiền gửi của các TCTD khác	92,189	108,610	126,312	139,307	160,791
Tổng tiền gửi KH	154,612	196,672	211,512	239,825	271,598
Trái phiếu và CCTG	21,211	29,634	37,326	42,322	47,929
Nợ khác	5,384	6,812	8,274	9,381	10,624
Vốn chủ sở hữu	36,817	42,446	48,805	55,145	62,304
Vốn điều lệ	26,000	31,200	37,440	37,440	37,440
Thặng dư vốn cổ phần	33.0	33.5	33.5	33.5	33.5
Lợi nhuận giữ lại	7,495	6,818	6,092	11,480	17,689
Quy & vốn khác của CSH	3,289	4,394	5,240	6,191	7,142
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	320,148	407,674	445,173	500,659	560,764
BVPS (đồng)	11,800	13,605	15,643	17,675	19,969

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	9.20	12.5	12.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	18.3	16.3	15.0	13.4	13.3
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.8	27.2	7.55	13.4	13.2
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	24.4	28.7	9.96	13.4	13.2
Tăng trưởng VCSH (%)	17.6	15.3	15.0	13.0	13.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	11.5	6.88	17.3	13.6	14.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.68	(3.11)	20.5	7.58	10.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	20.7	(0.12)	17.1	7.11	15.5
Tăng trưởng LNTT (%)	18.4	2.24	12.3	0.01	12.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	18.9	1.97	12.7	(0.02)	12.9
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	4.84	3.86	3.90	3.77	3.82
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.78)	(1.39)	(1.43)	(1.39)	(1.37)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.6	95.5	94.8	94.9	94.9
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.13	2.10	2.49	2.67	3.04
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	nm	nm	nm	nm	nm
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.08	7.93	7.04	7.04	6.23
P/B (lần)	1.21	1.05	0.91	0.81	0.72
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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 HD (%)	38.8	40.1	38.2	35.6	35.3
ROAA (%)	1.88	1.55	1.49	1.34	1.35
ROAE (%)	16.2	14.2	13.9	12.2	12.2
Chi phí huy động BQ (%)	3.34	3.35	4.18	4.24	4.28
Lợi suất góp BQ (%)	6.66	6.22	7.03	7.13	7.21
Lợi suất thuần (%)	3.32	2.86	2.85	2.89	2.93
Tỷ lệ NIM (%)	3.65	3.15	3.18	3.25	3.30
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	9.52	12.5	11.3	12.1	12.0
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	72.0	77.9	77.3	81.8	82.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	18.4	9.57	11.4	6.05	5.97
Tỷ lệ CIR (%)	36.8	36.1	36.7	36.8	35.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.4	12.7	11.8	13.1	13.2
VCSH/Tổng TS (%)	11.5	10.4	11.0	11.0	11.1
Đòn bẩy vốn (lần)	8.70	9.60	9.12	9.08	9.00
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.67	2.69	2.85	2.80	2.75
Hệ số LLR (%)	64.1	51.6	45.6	45.3	48.1
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	114	104	112	112	112
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	34.4	32.4	33.7	33.1	33.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	55.1	50.3	53.0	53.5	54.1
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

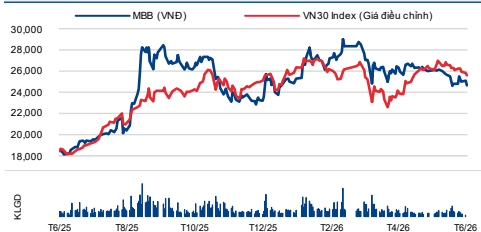
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ31,800 (giữ nguyên)
 Tiềm năng tăng/giảm: 29.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	24,650
Mã Bloomberg	MBB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,127-29,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,917
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	198,556
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,540
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	(5.37)	(10.8)	33.5
So với chỉ số	(2.99)	(9.14)	(3.71)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,523	3,935	(10.5)
2027F	4,225	4,790	(11.8)
2028F	5,311	5,560	(4.5)

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

Câu chuyện tăng trưởng nguyên vẹn mặc dù hạ dự báo; duy trì khuyến nghị Mua vào

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu ở mức 31.800đ do việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 bù đắp cho việc hạ dự báo lợi nhuận.
- HSC giảm bình quân 8,7% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 sau KQKD Q1/2026 không đạt kỳ vọng, chủ yếu do hạ giá định tăng trưởng tín dụng, NIM và lãi mua bán trái phiếu. Tuy nhiên, LNTT của MBB vẫn tăng trưởng mạnh lần lượt 15%, 20% và 25% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ tín dụng tăng trưởng tích cực.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn 1,16 lần, thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

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

Chúng tôi điều chỉnh dự báo sau khi kết quả Q1/2026 không đạt kỳ vọng chủ yếu do NIM và tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự báo trong khi chi phí huy động tăng cao và huy động tiếp tục yếu làm hạn chế tăng trưởng tín dụng.

Tác động: Giảm bình quân 8,7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 8,7% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ giá định tăng trưởng tín dụng, NIM và lãi mua bán trái phiếu, nhưng được bù đắp một phần nhờ thu nhập phí ổn định. Tuy nhiên, LNTT của MBB vẫn được dự báo tăng trưởng mạnh 15%, 20% và 25% trong giai đoạn 2026-2028 chủ yếu nhờ tín dụng tăng trưởng tích cực.

Chúng tôi tin rằng MBB vẫn có vị thế tốt để lợi nhuận tăng trưởng vượt trội so với ngành nhờ chiến lược tăng trưởng tích cực, lợi thế chi phí huy động thấp và danh mục đầu tư đa dạng. Tuy nhiên, rủi ro chất lượng tài sản cần được theo dõi chặt trong môi trường thanh khoản căng thẳng hơn do Ngân hàng theo đuổi chiến lược có độ rủi ro tương đối cao và bảng cân đối kế toán mở rộng nhanh chóng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn hơn là 1,16 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,06 lần nhưng thấp hơn 7% bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn trên cơ sở hồ sơ rủi ro-lợi nhuận tốt hơn so với bình quân ngành của MBB.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu ở mức 31.800đ do việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 bù đắp cho việc hạ dự báo lợi nhuận.

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	63.2 ▼	75.8 ▼	94.0 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	55.4	67.7	79.6 ▼	96.9 ▼	120 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	22.6	26.8	30.7 ▼	36.8 ▼	46.2 ▼
EPS (đồng)	2,834	3,325	3,809 ▼	4,568 ▼	5,742 ▼
DPS (đồng)	331	227	1,000	0	0
BVPS (đồng)	13,923	16,901	20,485	24,710	30,021
P/E (lần)	8.70	7.41	6.47	5.40	4.29
Lợi suất cổ tức (%)	1.34	0.92	4.06	0	0
P/B (lần)	1.77	1.46	1.20	1.00	0.82
Tăng trưởng EPS (%)	8.50	17.3	14.6	19.9	25.7
ROAE (%)	22.1	21.6	20.4	20.2	21.0

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

Điều chỉnh giảm dự báo do áp lực huy động, câu chuyện tăng trưởng vẫn nguyên vẹn

Sau KQKD Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng, chúng tôi giảm bình quân 8,7% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 do hạ giả định tăng trưởng tín dụng, NIM và lãi mua bán trái phiếu, một phần được bù đắp nhờ thu nhập phí ổn định. Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo, LNTT của MBB vẫn tăng trưởng tích cực lần lượt 15%, 20% và 25% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ tín dụng vẫn tăng trưởng mạnh. Trong khi rủi ro chất lượng tài sản cần được theo dõi trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng hơn, chúng tôi tin rằng MBB vẫn có vị thế tốt để tăng trưởng vượt trội so với ngành nhờ chiến lược tăng trưởng tích cực, lợi thế chi phí huy động thấp và danh mục đa dạng hơn so với các NHTM tư nhân khác. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh dự báo. Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,16 lần, thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân mặc dù triển vọng rủi ro-lợi nhuận vượt trội, mở ra cơ hội tích lũy hấp dẫn cho NGĐT.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Như đã phân tích trong báo cáo KQKD Q1 của chúng tôi: [LNTT Q1 tăng 15% so với cùng kỳ - thấp hơn dự báo về tổng thu nhập hoạt động](#), lợi nhuận Q1 thấp hơn dự báo chủ yếu do tổng thu nhập hoạt động không đạt kỳ vọng với NIM giảm xuống 3,8%, giảm 26 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 39 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong khi chi phí huy động tăng mạnh trong bối cảnh lãi suất tiền gửi gia tăng và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn giảm xuống. Tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 3,3% kể từ đầu năm, thấp hơn đáng kể so với dự báo và chỉ hoàn thành 10% kế hoạch năm 2026, chủ yếu do hạn chế về nguồn vốn. Tổng huy động chỉ tăng 0,6% kể từ đầu năm, trong đó tiền gửi khách hàng giảm 1,7% kể từ đầu năm, được bù đắp một phần nhờ giấy tờ có giá tăng 11,5%.

Do NIM và tăng trưởng huy động thấp hơn dự báo trong Q1/2026 cùng với tăng trưởng tiền gửi toàn ngành chưa tăng tốc mặc dù lãi suất đã tăng lên, áp lực chi phí huy động có thể kéo dài khi các ngân hàng tiếp tục đảm bảo nguồn vốn để mở rộng tài sản. Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026 tại Ngân hàng mẹ từ 35% xuống 26% và hạ dự báo tăng trưởng tín dụng hợp nhất từ 33,8% xuống 25,1%. Chúng tôi cũng giảm gần 15 điểm cơ bản dự báo NIM. Ngoài ra, chúng tôi giảm 5% dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2026 khi lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và lãi mua bán trái phiếu kém tích cực trong Q1/2026 chỉ được bù đắp một phần nhờ thu nhập phí mạnh hơn kỳ vọng.

Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 8,7% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028. Theo đó, LNTT tăng trưởng lần lượt 15%, 20% và 25% trong 3 năm tới.

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

Bảng 136: Các giả định quan trọng, MBB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM năm 2026 – được bù đắp một phần nhờ việc chúng tôi giảm giả định chi phí HĐ & chi phí dự phòng

	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Tăng trưởng tín dụng	36.8%	33.8%	30.0%	20.0%	25.1%	30.0%	20.0%	
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	31.5%	33.9%	32.7%	23.8%	21.6%	36.6%	23.8%	
Tỷ lệ NIM	3.9%	3.8%	3.6%	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%	
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	50.6%	18.2%	23.0%	20.5%	22.4%	17.4%	20.5%	
Tỷ lệ nợ xấu	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	
Chi phí tín dụng	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	
Nợ xấu mới hình thành	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%	
Tỷ lệ LLR	93.9%	94.2%	95.9%	100.9%	90.2%	93.6%	95.6%	
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	
Hệ số CIR	29.1%	28.1%	28.4%	28.3%	28.2%	28.5%	28.4%	

Nguồn: HSC

Bảng 137: Dự báo lợi nhuận, MBB

Chúng tôi giảm bình quân 8,7% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	51,610	68,663	84,601	104,679	63,245	75,757	94,008
Tăng trưởng		33.0%	23.2%	23.7%	22.5%	19.8%	24.1%
Điều chỉnh					-7.9%	-10.5%	-10.2%
Tổng thu nhập ngoài lãi	16,083	17,336	21,621	26,820	16,400	21,109	26,068
Tăng trưởng		7.8%	24.7%	24.0%	2.0%	28.7%	23.5%
Điều chỉnh					-5.4%	-2.4%	-2.8%
Tổng thu nhập HĐ	67,693	86,000	106,222	131,499	79,644	96,866	120,076
Tăng trưởng		27.0%	23.5%	23.8%	17.7%	21.6%	24.0%
Điều chỉnh					-7.4%	-8.8%	-8.7%
Chi phí HĐ	-19,681	-24,178	-30,139	-37,170	-22,438	-27,646	-34,113
Tăng trưởng		22.8%	24.7%	23.3%	14.0%	23.2%	23.4%
Điều chỉnh					-7.2%	-8.3%	-8.2%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	48,012	61,822	76,084	94,329	57,207	69,221	85,963
Tăng trưởng		28.8%	23.1%	24.0%	19.2%	21.0%	24.2%
Điều chỉnh					-7.5%	-9.0%	-8.9%
Chi phí dự phòng	-13,744	-19,841	-23,489	-29,870	-17,942	-22,222	-27,043
Tăng trưởng		44.4%	18.4%	27.2%	30.5%	23.9%	21.7%
Điều chỉnh					-9.6%	-5.4%	-9.5%
LNTT	34,268	41,980	52,594	64,459	39,265	46,999	58,920
Tăng trưởng		22.5%	25.3%	22.6%	14.6%	19.7%	25.4%
Điều chỉnh					-6.5%	-10.6%	-8.6%
Lợi nhuận thuần	26,779	32,920	41,344	50,763	30,678	36,792	46,248
Tăng trưởng		22.9%	25.6%	22.8%	14.6%	19.9%	25.7%
Điều chỉnh					-6.8%	-11.0%	-8.9%

Nguồn: HSC

Bảng 138: Dự báo thu nhập ngoài lãi, MBB

Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2026 do lãi thuần HĐKD ngoại hối thấp hơn kỳ vọng trong Q1/2026

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,579	7,778	9,563	11,520	8,053	9,454	11,388
Tăng trưởng		18.2%	23.0%	20.5%	22.4%	17.4%	20.5%
Điều chỉnh					3.5%	-1.1%	-1.1%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,757	2,718	3,757	4,884	1,862	3,513	4,567
Tăng trưởng		54.7%	38.2%	30.0%	6.0%	88.7%	30.0%
Điều chỉnh					-31.5%	-6.5%	-6.5%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2,259	593	1,758	2,314	559	1,755	2,267
Tăng trưởng		-73.8%	196.7%	31.6%	-75.3%	214.1%	29.2%
Điều chỉnh					-5.7%	-0.2%	-2.0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	174	174	174	174	174	174	174
Tăng trưởng		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập khác	5,314	6,074	6,369	7,928	5,752	6,213	7,671
Tăng trưởng		14.3%	4.9%	24.5%	8.3%	8.0%	23.5%
Điều chỉnh					-5.3%	-2.5%	-3.2%
Tổng thu nhập ngoài lãi	16,083	17,336	21,621	26,820	16,400	21,109	26,068
Tăng trưởng		7.8%	24.7%	24.0%	2.0%	28.7%	23.5%
Điều chỉnh					-5.4%	-2.4%	-2.8%

Nguồn: HSC

KQKD trong quá khứ và định hướng tương lai

KQKD của MBB tích cực và cho thấy mô hình tăng trưởng linh hoạt, lợi thế chi phí huy động thấp và chu kỳ lãi suất thuận lợi. Trong 5 năm qua, MBB là một trong những ngân hàng ghi nhận tổng tài sản tăng trưởng nhanh nhất trong khi hệ số ROE liên tục cao hơn bình quân ngành. Kết quả này đến từ chiến lược tăng trưởng đa dạng được thực hiện bởi đội ngũ lãnh đạo năng động, lợi thế cạnh tranh vững chắc và môi trường hoạt động thuận lợi trong chu kỳ nở rộ tiền tệ.

Chi phí huy động thấp vẫn là lợi thế cơ cấu cốt lõi của MBB và là nền tảng cho khả năng tăng trưởng nhanh hơn các đối thủ. Lợi thế này ban đầu đến từ hệ sinh thái liên quan đến quân đội, cung cấp nền tảng tiền gửi ổn định và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao. BLĐ đã tận dụng tốt lợi thế này để mở rộng cơ sở khách hàng và đầu tư vào công nghệ và ngân hàng di động. Theo đó, MBB hiện có hơn 20 triệu khách hàng hoạt động (nằm trong nhóm cao nhất ngành), giúp giữ dòng tiền trong hệ sinh thái và hỗ trợ tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn. Chúng tôi đánh giá đây là điểm mạnh cốt lõi của Ngân hàng.

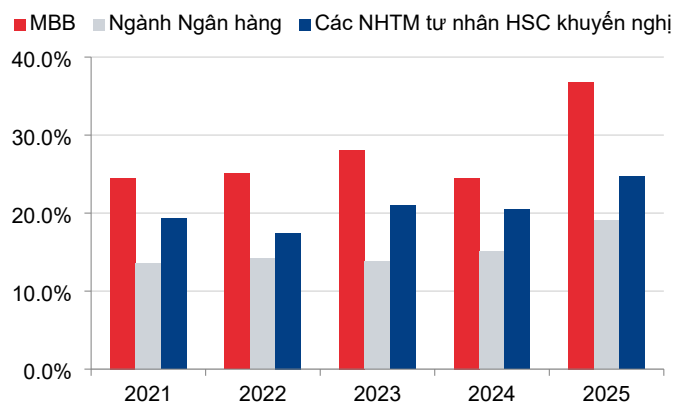
MBB không có phân khúc mục tiêu cố định, cho phép phân bổ tín dụng linh hoạt sang các lĩnh vực có nhu cầu cao hơn. Ngân hàng đã duy trì danh mục cho vay đa dạng và phân bổ tín dụng linh hoạt giữa các phân khúc - trước đây tập trung nhiều vào năng lượng tái tạo tại thời điểm nhu cầu từ ngành này tăng cao, sau đó chuyển dần sang cho vay bán lẻ và gần đây đẩy mạnh cho vay BĐS do nhu cầu các lĩnh vực khác suy yếu. Tuy nhiên, cho vay chủ đầu tư BĐS chỉ đóng góp khoảng 12% danh mục tín dụng tính đến Q1/2026, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích ở mức 14%.

Chiến lược tăng trưởng của MBB có thể vẫn giữ nguyên nhờ tính liên tục trong quản lý và hạn mức tín dụng cao. Ngân hàng đã được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng trên 30% mỗi năm cho đến năm 2027 nhờ vai trò hỗ trợ ngân hàng "0 đồng", củng cố chiến lược tăng trưởng. Tuy nhiên, Ngân hàng được dự báo tập trung nhiều hơn vào phân khúc doanh nghiệp, giảm NIM để cạnh tranh thị phần.

Chất lượng tài sản là rủi ro chính khi MBB tăng trưởng nhanh trong môi trường thanh khoản căng thẳng. Chúng tôi đánh giá MBB có mức độ rủi ro tương đối cao, được hưởng lợi từ chu kỳ nở rộ tiền tệ và mở rộng bảng CĐKT nhanh chóng. Trong môi trường thắt chặt hơn với lãi suất tăng và điều kiện thanh khoản làm hạn chế tăng trưởng bảng CĐKT, rủi ro chất lượng tài sản có thể gia tăng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn kỳ vọng MBB đảm bảo đủ nguồn vốn để tăng trưởng tín dụng đạt tối thiểu 26% ở cấp độ Ngân hàng mẹ. Tuy nhiên, rủi ro giảm đối với dự báo vẫn hiện hữu và cần được theo dõi chặt chẽ.

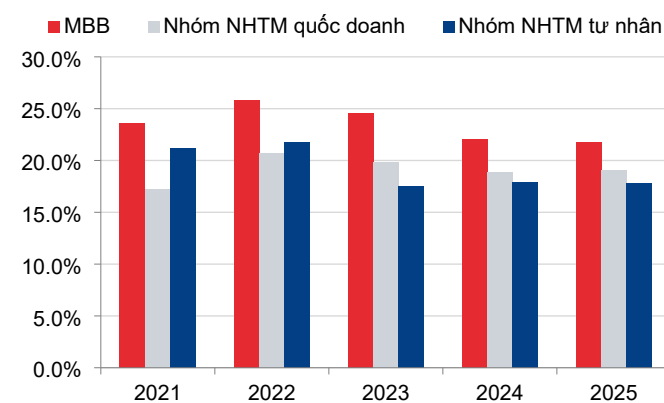
Chúng tôi so sánh hiệu quả hoạt động của MBB với các đối thủ như sau:

Biểu đồ 139: 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, các ngân hàng, HSC

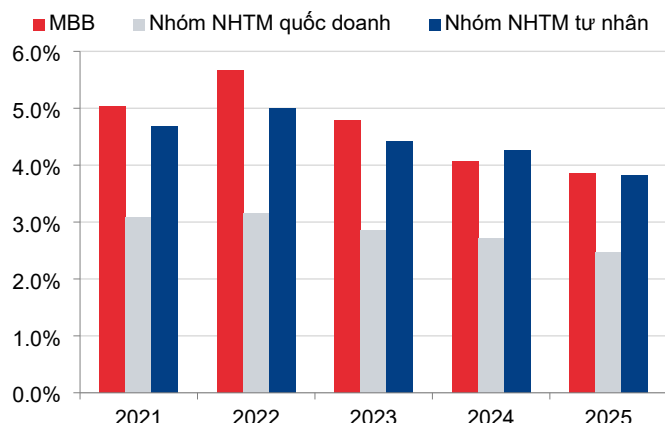
Biểu đồ 140: Hệ số ROE, MBB & các NHTM khác
Hệ số ROE của MBB liên tục ở mức cao hơn so với các NHTM khác



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 141: Tỷ lệ NIM, MBB & các NHTM khác

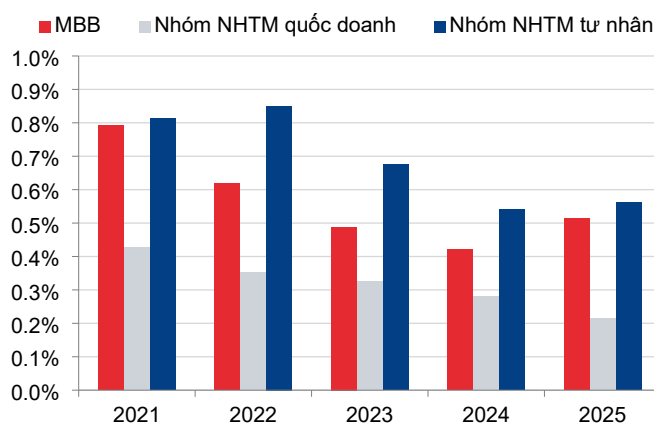
Tỷ lệ NIM giảm do Ngân hàng ưu tiên mở rộng thị phần



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 142: Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân, MBB & các NHTM khác

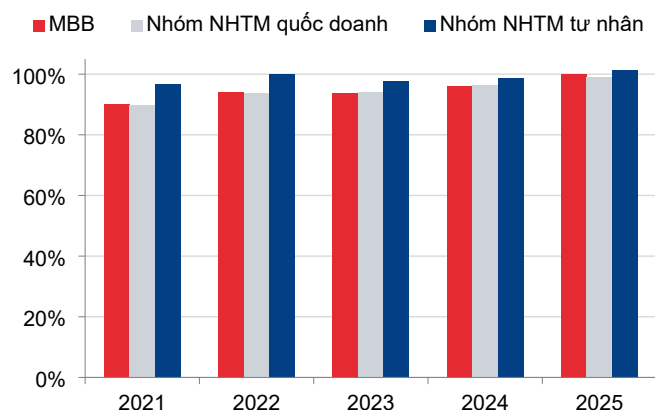
Thu nhập phí của MBB ở mức cao so với các NHTM khác



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 143: Hệ số LDR điều chỉnh, MBB & các NHTM khác

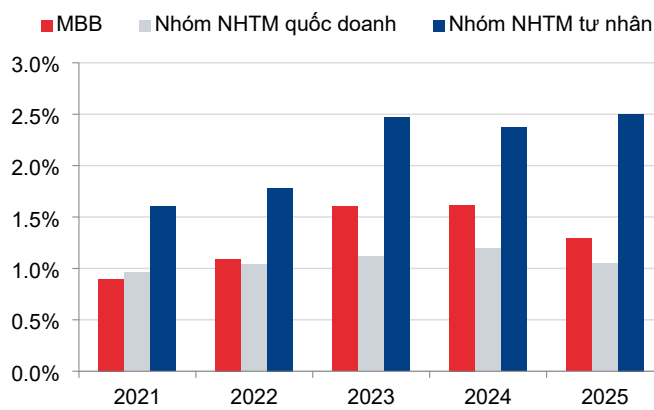
MBB duy trì hệ số LDR điều chỉnh tương đồng với các NHTM có vốn Nhà nước



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

Biểu đồ 144: Tỷ lệ nợ xấu, MBB & các NHTM khác

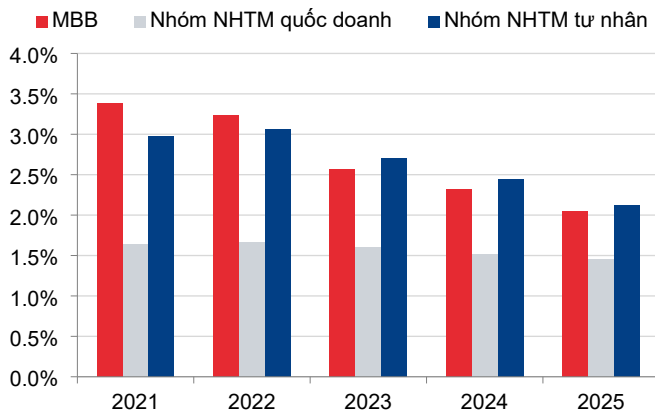
So với các NHTM Nhà nước và NHTM tư nhân, tỷ lệ nợ xấu của MBB ở mức trung bình



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 145: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, MBB & các NHTM khác

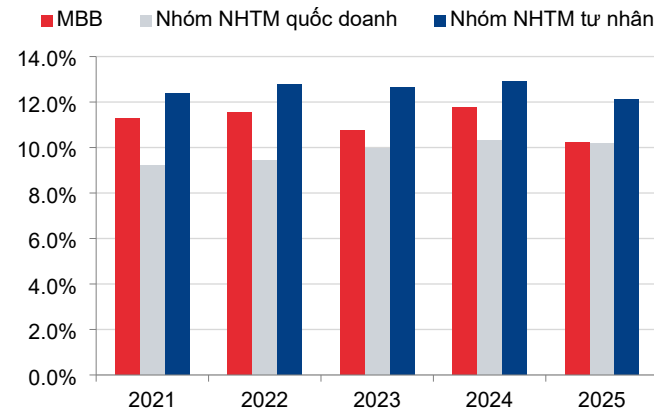
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đang cải thiện, sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 146: 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

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu ở mức 31.800đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tiếp tục cho rằng MBB có hồ sơ rủi ro-lợi nhuận tốt hơn so với bình quân nhờ chiến lược tăng trưởng tích cực, mạng lưới huy động tiền gửi mạnh, lợi thế chi phí huy động thấp và danh mục đa dạng hơn so với các NHTM tư nhân khác. Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,16 lần, thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân mặc dù triển vọng rủi ro-lợi nhuận tốt hơn, mở ra cơ hội tốt cho NĐT tích lũy cổ phiếu.

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù giảm nhẹ dự báo, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 31.800đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027. Chúng tôi giữ nguyên các giả định định giá khác trong khi tác động của việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho việc hạ dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MBB. Chúng tôi cho rằng Ngân hàng có triển vọng rủi ro-lợi nhuận tốt hơn so với bình quân nhờ chiến lược tăng trưởng tích cực, mạng lưới huy động tiền gửi mạnh, lợi thế chi phí huy động thấp và danh mục đa dạng hơn so với các NHTM tư nhân khác. Trong khi rủi ro chất lượng tài sản cần được theo dõi trong môi trường thanh khoản căng thẳng hơn, chúng tôi tin rằng điều này đã được phản ánh một phần vào định giá hiện tại.

Chi tiết định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 147: 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 Beta	9.00%	Bổ sung 25 điểm cơ bản phần bù phụ trội rủi ro chất lượng tài sản, không đổi
Beta	1.10	Không đổi
Chi phí vốn CSH	13.9%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 148: 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	28,377	34,033	42,780	48,385	56,282	60,314	64,799	67,946
Chi phí vốn CSH	-18,923	-22,936	-27,667	-33,613	-39,331	-45,995	-54,379	-63,386
Lợi nhuận thặng dư	9,454	11,096	15,113	14,771	16,951	14,319	10,420	4,560
Giá trị dài hạn								48,070
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026		87.8%	77.1%	67.7%	59.4%	52.2%	45.8%	40.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026		9,742	11,649	9,997	10,072	7,469	4,772	21,163
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	74,864							
Giá trị sổ sách cuối 2026	165,010							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	239,874							
Giá trị vốn CSH giữa 2027		256,545						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,055							
Giá mục tiêu giữa 2027		31,800						

Nguồn: HSC

Bảng 149: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MBB

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

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn là 1,16 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 1,06 lần nhưng thấp hơn 7% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức mặc dù triển vọng rủi ro-lợi nhuận vượt trội theo đánh giá của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn.

Biểu đồ 150: P/B trượt dự phóng 1 năm, MBB

MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 151: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MBB

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,06 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	69.1	89.1	128	151	183
Chi phí lãi	(27.9)	(37.5)	(64.5)	(75.3)	(88.7)
Thu nhập lãi thuần	41.2	51.6	63.2	75.8	94.0
Lãi thuần HD dịch vụ	4.37	6.58	8.05	9.45	11.4
Lãi thuần HD KDNH	2.00	1.76	1.86	3.51	4.57
Lãi/lỗ từ mua bán CK	4.56	2.26	0.56	1.75	2.27
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.05	0.17	0.17	0.17	0.17
Thu nhập khác	3.28	5.31	5.75	6.21	7.67
Tổng thu nhập HD	55.4	67.7	79.6	96.9	120
Chi phí HD	(17.0)	(19.7)	(22.4)	(27.6)	(34.1)
LN trước dự phòng	38.4	48.0	57.2	69.2	86.0
Chi phí dự phòng	(9.58)	(13.7)	(17.9)	(22.2)	(27.0)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	28.8	34.3	39.3	47.0	58.9
Chi phí thuế TNDN	(5.88)	(6.89)	(7.85)	(9.40)	(11.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.32)	(0.60)	(0.73)	(0.81)	(0.89)
Lợi nhuận thuần	22.6	26.8	30.7	36.8	46.2
EPS (đồng)	2,834	3,325	3,809	4,568	5,742
DPS (đồng)	331	227	1,000	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

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	6.74	9.21	11.4
Tiền gửi tại NHNN	29.8	68.5	27.0	36.8	45.6
Tiền gửi tại các TCTD khác	76.8	183	165	192	235
Chứng khoán kinh doanh	7.93	4.65	6.40	8.59	10.5
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	766	1,073	1,347	1,759	2,116
Tổng dư nợ cho vay	778	1,086	1,365	1,781	2,143
Dự phòng rủi ro	(11.7)	(13.2)	(17.7)	(22.5)	(26.6)
Chứng khoán đầu tư	210	226	314	420	515
CK đầu tư sẵn sàng để bán	206	222	310	414	507
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	4.61	4.30	4.81	6.44	7.89
Dự phòng rủi ro	(0.48)	(0.23)	(0.30)	(0.43)	(0.48)
Đầu tư dài hạn	0.61	0.47	0.47	0.47	0.47
Tài sản cố định	5.66	5.84	5.87	6.37	6.87
Tài sản khác	29.0	49.5	53.2	60.4	68.4
Tổng tài sản	1,129	1,616	1,926	2,493	3,009
Nợ phải trả	1,012	1,474	1,755	2,288	2,761
Tiền gửi của NHNN	8.16	47.5	27.8	0.00	0.00
Tiền gửi của các TCTD khác	110	248	306	361	390
Tổng tiền gửi KH	714	921	1,106	1,566	1,938
Trái phiếu và CCTG	129	187	243	276	342
Nợ khác	50.1	68.9	72.7	84.5	89.9
Vốn chủ sở hữu	112	136	165	199	242
Vốn điều lệ	53.1	80.5	101	121	145
Thặng dư vốn cổ phần	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
Lợi nhuận giữ lại	40.7	32.6	37.2	46.4	59.4
Quỹ & vốn khác của CSH	17.1	21.7	25.8	30.5	36.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.91	5.89	6.16	6.16	6.16
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	1,129	1,616	1,926	2,493	3,009
BVPS (đồng)	13,923	16,901	20,485	24,710	30,021

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	19.2	29.5	20.7
Tăng trưởng cho vay KH (%)	26.9	39.7	25.6	30.5	20.3
Tăng trưởng huy động KH (%)	25.8	29.0	20.0	41.6	23.8
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	21.5	31.5	21.6	36.6	23.8
Tăng trưởng VCSH (%)	20.9	21.4	21.2	20.6	21.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	6.38	25.4	22.5	19.8	24.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	14.0	15.7	14.0	23.2	23.4
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	18.6	25.0	19.2	21.0	24.2
Tăng trưởng LNTT (%)	9.59	18.9	14.6	19.7	25.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	9.46	18.3	14.6	19.9	25.7
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	5.34	4.93	4.50	4.38	4.36
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.64)	(1.43)	(1.27)	(1.25)	(1.24)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.4	97.3	97.3	97.7	97.9
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.97	3.59	4.03	4.53	5.41
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	71.0	81.6	93.0	108	132
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.70	7.41	6.47	5.40	4.29
P/B (lần)	1.77	1.46	1.20	1.00	0.82
Lợi suất cổ tức (%)	1.34	0.92	4.06	0	0

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 HD (%)	40.8	39.6	38.5	38.0	38.5
ROAA (%)	2.18	1.95	1.73	1.66	1.68
ROAE (%)	22.1	21.6	20.4	20.2	21.0
Chi phí huy động BQ (%)	3.18	3.17	4.18	3.88	3.64
Lợi suất góp BQ (%)	6.84	6.67	7.42	7.00	6.78
Lợi suất thuần (%)	3.66	3.50	3.23	3.12	3.14
Tỷ lệ NIM (%)	4.07	3.87	3.67	3.51	3.49
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	7.88	9.72	10.1	9.76	9.48
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	74.3	76.2	79.4	78.2	78.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	17.9	14.0	10.5	12.0	12.2
Tỷ lệ CIR (%)	30.7	29.1	28.2	28.5	28.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	11.7	6.84	26.3	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.8	10.2	10.0	9.47	9.42
VCSH/Tổng TS (%)	9.94	8.43	8.57	7.98	8.04
Đòn bẩy vốn (lần)	10.1	11.9	11.7	12.5	12.4
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.62	1.29	1.44	1.35	1.30
Hệ số LLR (%)	92.9	93.9	90.2	93.6	95.6
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	109	118	123	114	111
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	11.6	18.3	18.5	16.4	14.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	68.9	67.2	70.9	71.4	71.2
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	319	328	330	340	350
Số lượng nhân viên	18,639	18,836	19,778	21,360	22,214

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

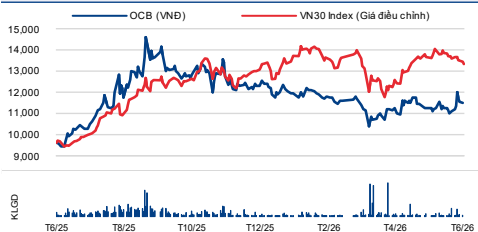
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ14,700 (từ VNĐ15,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	11,550
Mã Bloomberg	OCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,441-14,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,533
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	30,758
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,168
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,663
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	586
Slg CP NN được mua (tr.đv)	61.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.7%
Tỷ lệ freefloat	15.6%
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	2.67	1.32	20.1
So với chỉ số	5.26	3.25	(13.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,679	1,810	(7.3)
2027F	1,920	2,202	(12.8)
2028F	2,191	2,540	(13.7)

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 bù đắp triển vọng kém tích cực hơn

- HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 14.700đ nhưng giữ nguyên khuyến nghị Mua vào. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của OCB vẫn rẻ và là điểm mua vào hấp dẫn. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng năm là 0,96 lần với hệ số ROE dự phóng 3 năm bình quân đạt 12,5%.
- Chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028 trước áp lực NIM và triển vọng thu nhập phí thận trọng hơn. Chất lượng tài sản vẫn là điểm chính cần theo dõi trong bối cảnh lãi suất tăng lên gây áp lực lên khả năng sinh lời. Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 13% trong 3 năm tới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 0,76 lần, thấp hơn 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

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

Hạn mức tín dụng thắt chặt và áp lực NIM trên toàn ngành đã làm suy yếu triển vọng của OCB. Chúng tôi kỳ vọng NIM tiếp tục thu hẹp trong năm 2026 trước khi ổn định trở lại. Tăng trưởng thu nhập phí vẫn là điểm sáng chính trong khi kiểm soát chi phí chặt chẽ được kỳ vọng sẽ giúp bù đắp thu nhập lãi thuần kém tích cực.

Chất lượng tài sản vẫn là điểm chính cần theo dõi do tỷ trọng cho vay BĐS cao hơn so với bình quân ngành của OCB. Tuy chúng tôi chưa nhận thấy rủi ro đáng kể trong giai đoạn này, quá trình làm sạch bảng CĐKT có thể kéo dài và ảnh hưởng đến lợi nhuận tương lai.

Tác động: Giảm bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 dựa trên quan điểm thận trọng hơn về triển vọng NIM và thu nhập phí. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng kép 13% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ đóng góp thu nhập phí cải thiện và chi phí tiếp tục thắt chặt.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 14.700đ chủ yếu sau khi nâng giá định chi phí vốn CSH và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 0,96 lần với hệ số ROE dự phóng bình quân 3 năm đạt 12,5%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,76 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 0,92 lần và thấp hơn 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn và triển vọng ROE cải thiện. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của OCB vẫn hấp dẫn so với ngành và chưa phản ánh đầy đủ câu chuyện phục hồi của Ngân hàng.

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	10.1	11.8	13.7
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	10.1	11.6	12.4	14.2	16.3
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	3.17	4.01	4.47	5.11	5.84
EPS (đồng)	1,192	1,506	1,679	1,920	2,191
DPS (đồng)	0	648	0 ▼	0 ▼	0 ▼
BVPS (đồng)	11,893	12,739	14,418	16,338	18,530
P/E (lần)	9.69	7.67	6.88	6.01	5.27
Lợi suất cổ tức (%)	0	5.61	0	0	0
P/B (lần)	0.97	0.91	0.80	0.71	0.62
Tăng trưởng EPS (%)	(3.91)	26.3	11.5	14.4	14.1
ROAE (%)	10.5	12.2	12.4	12.5	12.6

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

NIM thu hẹp làm suy yếu triển vọng; khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá

HSC giảm bình quân 4% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 do triển vọng NIM suy yếu. Theo dự báo mới, chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 13% trong 3 năm tới - đã tăng trưởng lợi nhuận tương đối ổn định nhờ đóng góp thu nhập phí cải thiện và chi phí được kiểm soát tốt. Chất lượng tài sản vẫn là điểm chính cần theo dõi do tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS của OCB cao hơn bình quân ngành và lãi suất tăng lên có thể gây áp lực lên danh mục bán lẻ. Chúng tôi tin rằng rủi ro vẫn trong tầm kiểm soát ở giai đoạn này mặc dù quá trình làm sạch bảng CĐKT có thể kéo dài hơn trong môi trường hoạt động kém thuận lợi.

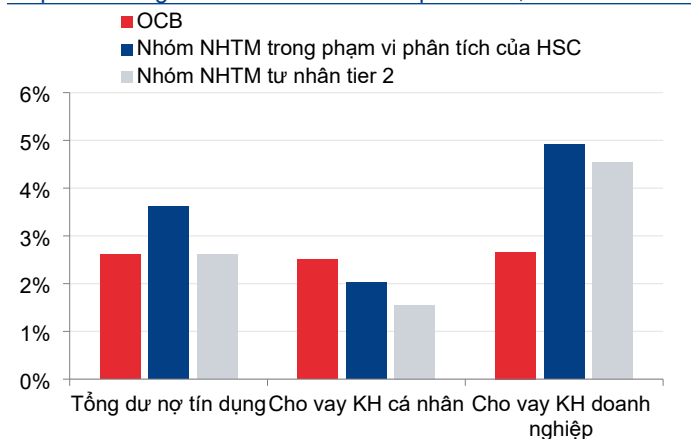
Triển vọng và dự báo mới

Tăng trưởng tín dụng: Hạn mức tín dụng hạn chế triển vọng tăng trưởng bằng cân đối

HSC giữ nguyên giả định tăng trưởng tín dụng năm 2026 ở mức 12,5%, trong khi hạ dự báo 2 năm tiếp theo xuống 13% (từ 14%). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng giảm tốc so với quá khứ do NHNN thắt chặt kiểm soát hạn mức tín dụng trong bối cảnh thanh khoản hệ thống căng thẳng.

Biểu đồ 152: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm theo phân khúc khách hàng, OCB và các NHTM khác

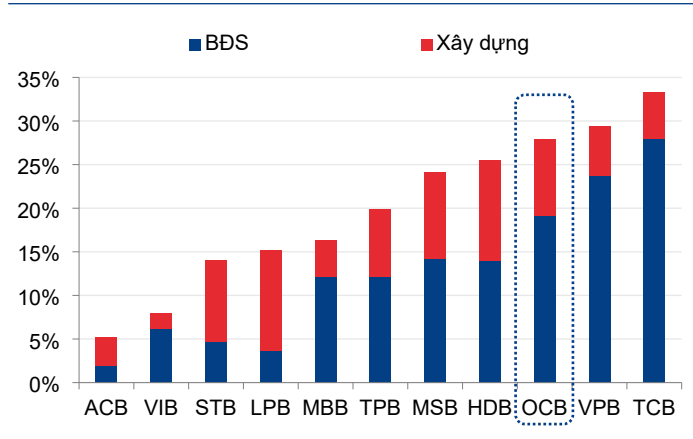
Động lực tăng trưởng cân bằng hơn giữa phân khúc KH cá nhân và KH doanh nghiệp, nhưng tỷ trọng cho vay bán lẻ của OCB vẫn thấp nhất trong nhóm các NHTM HSC phân tích, ở mức 29%



Nguồn: OCB, HSC

Biểu đồ 153: Tỷ trọng cho vay BĐS, OCB và các NHTM khác

OCB có tỷ trọng cho vay BĐS cao hơn mức bình quân

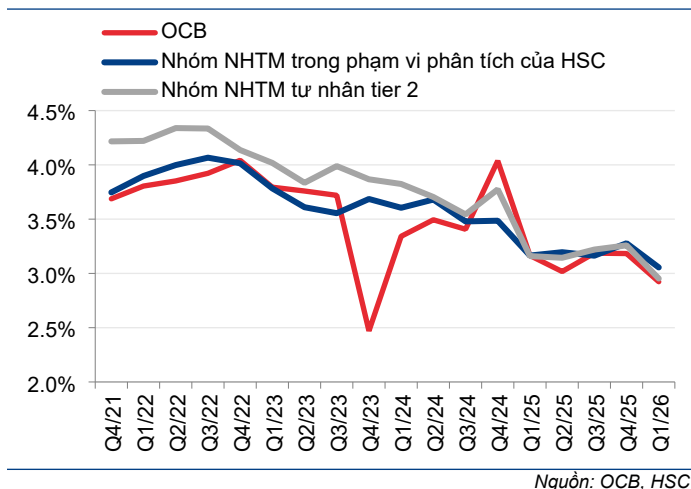


Nguồn: OCB, HSC

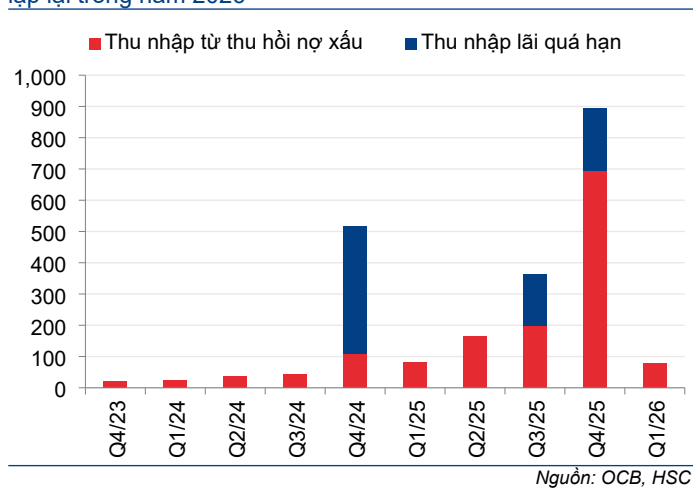
NIM: Thu hẹp trước áp lực toàn ngành

HSC hạ giả định NIM xuống lần lượt 3,02%, 3,09% và 3,15% (từ lần lượt 3,19%, 3,26% và 3,31%) phản ánh áp lực lên tỷ suất lợi nhuận toàn ngành trong bối cảnh điều kiện thanh khoản căng thẳng và chi phí huy động tăng, đặc biệt là các ngân hàng có mạng lưới huy động yếu hơn như OCB. NIM của OCB cũng chịu áp lực từ hệ số LDR cao, theo đó Ngân hàng dự kiến sẽ cải thiện thông qua việc đẩy mạnh huy động vốn. Ngoài ra, mức nền cao năm 2025 nhờ đẩy mạnh thu hồi nợ xấu khó có thể lặp lại trong bối cảnh thanh khoản thị trường BĐS suy yếu và lãi suất tăng lên.

Biểu đồ 154: Tỷ lệ NIM theo quý, OCB & các NHTM khác
Tỷ lệ NIM giảm, sát với xu hướng chung của ngành



Biểu đồ 155: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu (tỷ đồng), OCB
Thu nhập từ thu hồi nợ xấu không thường xuyên khó có khả năng lặp lại trong năm 2026

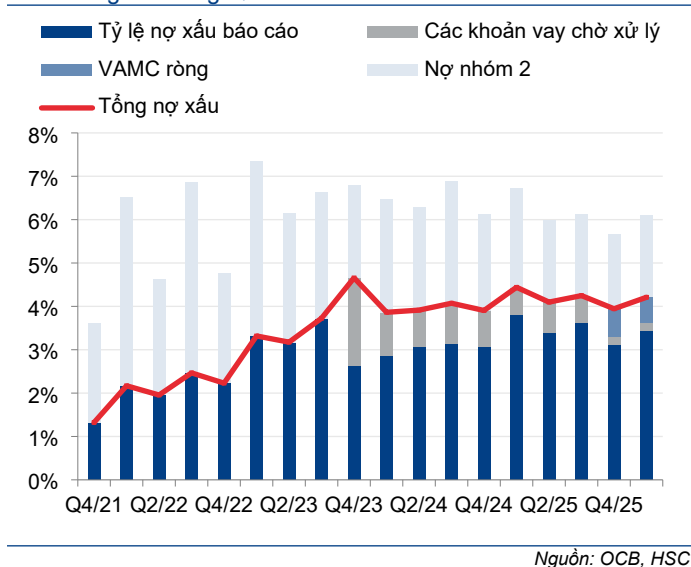


Chất lượng tài sản: Cần thêm thời gian để cải thiện đáng kể

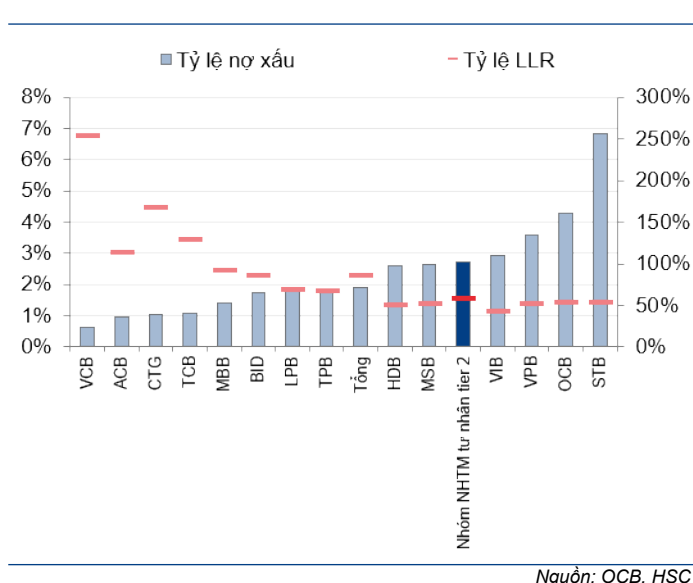
Chúng tôi nâng giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành lên 1,4% cho giai đoạn 2026-2028 (từ lần lượt 1,4%, 1,3% và 1,3%). Chúng tôi cũng nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu lên lần lượt 3,1%, 3% và 2,9% (từ lần lượt 2,9%, 2,9% và 2,7%). Những điều chỉnh này phản ánh xu hướng chất lượng tài sản Q1 không đạt kỳ vọng. Chúng tôi cũng cho rằng quá trình làm sạch bằng CĐKT sẽ chậm lại do NIM thu hẹp cùng áp lực doanh thu có thể khiến Ngân hàng quản lý trích lập dự phòng chặt hơn để hỗ trợ lợi nhuận.

Chất lượng tài sản vẫn là điểm chính cần theo dõi do tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS của OCB cao hơn bình quân ngành, nợ xấu phân khúc bán lẻ ở mức cao và tốc độ xử lý tài sản đảm bảo liên quan đến các khoản nợ có vấn đề vẫn chậm (các khoản vay chờ xử lý và trái phiếu VAMC - tương đương 0,6% tổng dư nợ - chúng tôi ước tính sẽ dần trích lập và xử lý toàn bộ trong 5 năm).

Biểu đồ 156: Tỷ lệ nợ quá hạn / Tổng dư nợ cho vay, OCB
Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC) tăng khi nợ xấu mới hình thành tăng lên trong Q1/2026

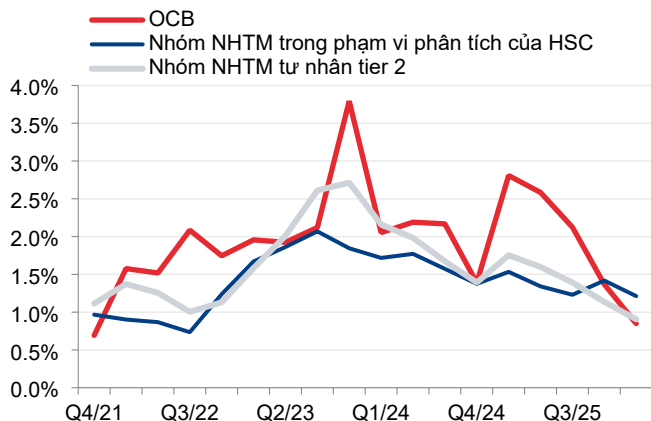


Biểu đồ 157: Tỷ lệ nợ xấu & LLR, OCB so với các NHTM khác
Tỷ lệ nợ xấu và LLR vẫn kém tích cực hơn các NHTM khác



Biểu đồ 158: Nợ xấu mới hình thành trượt 12 tháng, OCB

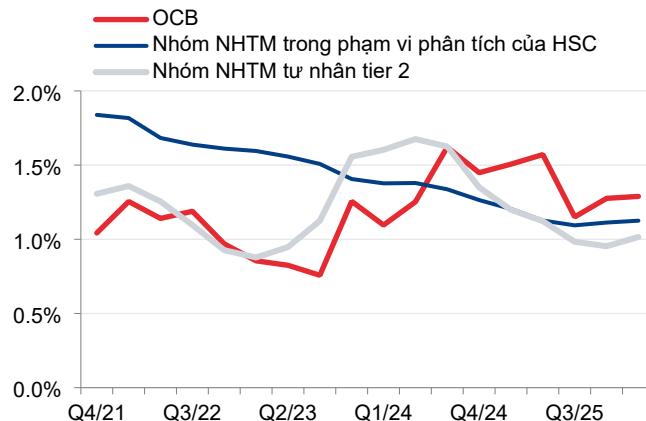
Nợ xấu mới hình thành dần cải thiện nhưng rủi ro đối với danh mục cho vay bán lẻ đang xuất hiện trở lại



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 159: Chi phí tín dụng trượt 12 tháng, OCB

Chi phí tín dụng giảm nhẹ so với mức đỉnh nhưng vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Thu nhập phí: Khả năng là động lực chính

Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi vẫn là trọng tâm chiến lược của OCB, trong đó thu nhập phí dự kiến là động lực tăng trưởng chính để bù đắp tăng trưởng tín dụng chững lại và triển vọng NIM suy yếu. Chúng tôi giảm bình quân 7% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ sau kết quả Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng do yếu tố mùa vụ, mặc dù vẫn kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong thời gian tới (tốc độ CAGR 3 năm đạt 17%, cao hơn một chút so với CAGR 3 năm thu nhập lãi thuần ở mức 14%) nhờ dịch vụ tư vấn phát hành trái phiếu trong bối cảnh nhu cầu phát hành TPDN cải thiện do hạn mức tín dụng thắt chặt.

Giảm bình quân 4% dự báo giai đoạn 2026-2028

Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 phản ánh quan điểm thận trọng hơn về triển vọng NIM và thu nhập phí. Chúng tôi tóm tắt các giả định và dự báo mới trong các bảng bên dưới:

Bảng 160: Các giả định quan trọng, OCB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và giả định nợ xấu mới hình thành

	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028	
Tăng trưởng tín dụng	13.7%	12.5%	14.0%	14.0%	12.5%	13.0%	13.0%	
Tăng trưởng tiền gửi	5.3%	20.3%	14.0%	14.0%	13.1%	16.7%	13.0%	
Tỷ lệ NIM	3.16%	3.19%	3.26%	3.31%	3.02%	3.09%	3.15%	
Tỷ lệ nợ xấu gộp	3.94%	3.44%	3.09%	2.87%	3.62%	3.28%	3.07%	
Nợ xấu mới hình thành gộp	1.44%	1.18%	1.08%	1.20%	1.15%	1.19%	1.30%	
Tỷ lệ nợ xấu báo cáo	3.13%	2.90%	2.80%	2.70%	3.10%	3.00%	2.90%	
Nợ xấu mới hình thành báo cáo	1.30%	1.40%	1.30%	1.30%	1.40%	1.40%	1.40%	
Chi phí tín dụng	1.25%	1.22%	1.24%	1.24%	1.16%	1.24%	1.30%	
Tỷ lệ LLR	57%	52%	53%	55%	50%	49%	52%	
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.18%	2.10%	2.07%	2.07%	1.97%	1.95%	1.95%	
Hệ số CIR	36%	35%	34%	34%	34.68%	33.72%	33.21%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân	0.33%	0.38%	0.38%	0.38%	0.35%	0.36%	0.36%	
ROA	1.33%	1.36%	1.39%	1.39%	1.30%	1.31%	1.31%	
ROE	12.23%	12.99%	13.38%	13.61%	12.36%	12.49%	12.57%	

 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

Bảng 161: Dự báo lợi nhuận, OCB

HSC điều chỉnh giảm 4% dự báo LNTT mỗi năm cho giai đoạn 2026-28, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về triển vọng NIM và thu nhập phí

	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	9,249	10,647	12,297	14,224	10,131	11,820	13,723
Tăng trưởng	7.5%	15.1%	15.5%	15.7%	9.5%	16.7%	16.1%
Điều chỉnh					-4.8%	-3.9%	-3.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,011	1,282	1,481	1,688	1,204	1,393	1,604
Tăng trưởng	8.6%	26.9%	15.5%	14.0%	19.2%	15.6%	15.2%
Điều chỉnh					-6.1%	-6.0%	-5.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	1,330	1,112	1,063	1,028	1,066	994	977
Tăng trưởng	150.3%	-16.4%	-4.4%	-3.3%	-19.8%	-6.7%	-1.8%
Điều chỉnh					-4.1%	-6.5%	-5.0%
Tổng thu nhập HĐ	11,590	13,042	14,841	16,941	12,402	14,207	16,304
Tăng trưởng	15.1%	12.5%	13.8%	14.1%	7.0%	14.6%	14.8%
Điều chỉnh					-4.9%	-4.3%	-3.8%
Chi phí HĐ	-4,203	-4,576	-5,110	-5,825	-4,302	-4,791	-5,414
Tăng trưởng	10.5%	8.9%	11.7%	14.0%	2.3%	11.4%	13.0%
Điều chỉnh					-6.0%	-6.2%	-7.1%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	7,387	8,466	9,732	11,116	8,101	9,416	10,890
Tăng trưởng	17.9%	14.6%	14.9%	14.2%	9.7%	16.2%	15.7%
Điều chỉnh					-4.3%	-3.2%	-2.0%
Chi phí dự phòng	-2,365	-2,642	-3,033	-3,460	-2,508	-3,023	-3,595
Tăng trưởng	4.7%	11.7%	14.8%	14.1%	6.1%	20.5%	18.9%
Điều chỉnh					-5.1%	-0.3%	3.9%
LNTT	5,022	5,824	6,698	7,655	5,592	6,393	7,295
Tăng trưởng	25.4%	16.0%	15.0%	14.3%	11.4%	14.3%	14.1%
Điều chỉnh					-4.0%	-4.6%	-4.7%
Lợi nhuận thuần	4,010	4,659	5,359	6,124	4,470	5,114	5,836
Tăng trưởng	26.3%	16.2%	15.0%	14.3%	11.5%	14.4%	14.1%
Điều chỉnh					-4.1%	-4.6%	-4.7%

Nguồn: OCB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 14.700đ sau khi nâng giá định chi phí vốn CSH và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,76 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 0,92 lần và thấp hơn 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn và triển vọng ROE cải thiện.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 14.700đ sau khi cập nhật các giả định định giá mới và giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 0,96 lần với hệ số ROE dự phóng bình quân 3 năm đạt 12,5%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn và triển vọng ROE cải thiện.

Chi tiết về giả định định giá mới của chúng tôi như sau:

- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026)
- Chúng tôi tăng 0,47 điểm phần trăm giá định chi phí vốn CSH, trong đó cộng thêm 0,5 điểm phần trăm phần bù rủi ro thanh khoản vào phần bù rủi ro vốn CSH phản ánh rủi ro thanh khoản cao hơn bình quân ngành của OCB: hệ số LDR cao, kỳ hạn tài sản dài hơn bình quân ngành và lợi thế huy động hạn chế – một thách thức ở hầu hết các ngân hàng cùng quy mô.

Bảng 162: Giả định chi phí vốn CSH, OCB

Chúng tôi tăng 0,47 điểm phần trăm giá định chi phí vốn CSH

	Cũ	Mới	Thay đổi	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	4.00%	0.00 điểm %	Giả định chung của HSC
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.50%	10.00%	0.50 điểm %	
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%	0.00 điểm %	Giả định chung của HSC
Ngân hàng tier 2	0.50%	0.50%	0.00 điểm %	
Tỷ trọng cho vay BĐS cao	0.25%	0.25%	0.00 điểm %	
Rủi ro thanh khoản	0.00%	0.50%	0.50 điểm %	
Beta	0.94	0.94	0%	Bloomberg
Chi phí vốn CSH	12.93%	13.40%	0.47 điểm %	

Nguồn: HSC

Bảng 163: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dự, OCB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận thuần	4,470	5,114	5,836	6,109	6,648	7,621	8,299	9,227	10,073	10,796
Chi phí vốn CSH	-4,546	-5,145	-5,830	-6,612	-7,431	-8,322	-8,858	-9,633	-10,290	-10,796
Lợi nhuận thẳng dự	-76	-31	5	-504	-782	-701	-560	-406	-217	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026	100.0%	88.2%	77.8%	68.6%	60.5%	53.3%	47.0%	41.5%	36.6%	32.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026	-76	-27	4	-345	-473	-374	-263	-168	-79	0
Giá trị sổ sách cuối năm	38,396	43,510								
Giá trị vốn CSH	36,670	41,811								
Giá trị vốn CSH giữa 2026	39,241									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		2,663								
Giá mục tiêu giữa 2027	14,700									

Nguồn: HSC

Bảng 164: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, OCB

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.0%	16,100	15,700	15,400	15,000	14,700
	9.5%	15,800	15,400	15,000	14,700	14,400
	10.0%	15,400	15,100	14,700	14,400	14,100
	10.5%	15,100	14,700	14,400	14,100	13,800
	11.0%	14,800	14,400	14,100	13,800	13,500

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu OCB đã tăng 3% trong 1 tháng qua, tương đương với xu hướng giá cổ phiếu nhóm NHTM tư nhân. Theo đó, OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,76 lần, thấp hơn 0,72 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 0,92 lần và thấp hơn 37% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,26 lần.

Biểu đồ 165: P/B trượt dự phóng 1 năm, OCB

OCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,76 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 166: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, OCB

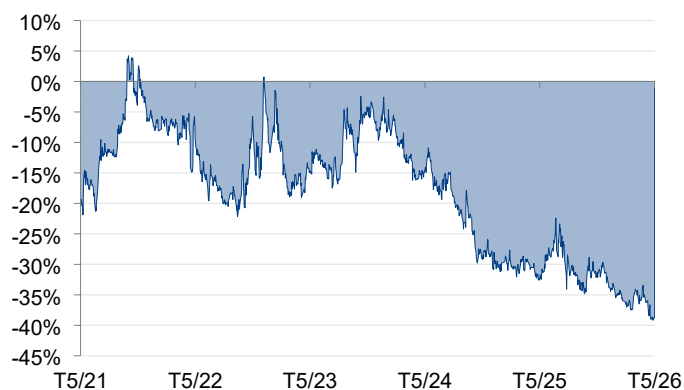
...thấp hơn 0,72 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 0,92 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 167: Chênh lệch định giá, OCB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

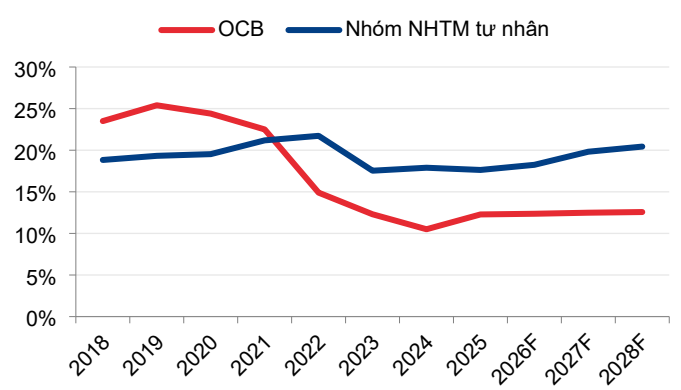
OCB đang giao dịch với định giá thấp hơn 37% so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 168: Hệ số ROE, OCB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

Chúng tôi dự báo ROE bình quân 3 năm tới của OCB đạt 12%, thấp hơn bình quân nhóm NHTM tư nhân là 19%



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	18.0	21.1	26.3	30.1	34.4
Chi phí lãi	(9.35)	(11.9)	(16.1)	(18.3)	(20.7)
Thu nhập lãi thuần	8.61	9.25	10.1	11.8	13.7
Lãi thuần HD dịch vụ	0.93	1.01	1.20	1.39	1.60
Lãi thuần HD KDNH	0.31	0.22	0.25	0.25	0.28
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.19)	(0.27)	(0.04)	(0.03)	(0.04)
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0.00	0	0	0
Thu nhập khác	0.41	1.39	0.85	0.78	0.74
Tổng thu nhập HD	10.1	11.6	12.4	14.2	16.3
Chi phí HD	(3.80)	(4.20)	(4.30)	(4.79)	(5.41)
LN trước dự phòng	6.27	7.39	8.10	9.42	10.9
Chi phí dự phòng	(2.26)	(2.36)	(2.51)	(3.02)	(3.60)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	4.01	5.02	5.59	6.39	7.29
Chi phí thuế TNDN	(0.83)	(1.01)	(1.12)	(1.28)	(1.46)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	3.17	4.01	4.47	5.11	5.84
EPS (đồng)	1,192	1,506	1,679	1,920	2,191
DPS (đồng)	0	648	0	0	0
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

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	1.21	1.42	1.60
Tiền gửi tại NHNN	2.38	2.88	4.37	3.06	3.46
Tiền gửi tại các TCTD khác	39.1	53.1	59.9	74.5	83.0
Chứng khoán kinh doanh	0	0.05	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.09	0	0	0
Số dư cho vay thuần	173	199	225	255	288
Tổng dư nợ cho vay	176	203	229	259	293
Dự phòng rủi ro	(2.59)	(3.61)	(3.72)	(3.96)	(4.41)
Chứng khoán đầu tư	52.6	58.4	63.6	73.5	82.4
CK đầu tư sẵn sàng để bán	52.6	57.1	62.5	74.0	83.2
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	1.31	1.31	0	0
Dự phòng rủi ro	(0.05)	(0.03)	(0.27)	(0.52)	(0.77)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	0.63	0.69	0.66	0.66	0.66
Tài sản khác	11.9	7.26	8.76	11.1	12.5
Tổng tài sản	281	323	364	419	472
Nợ phải trả	249	289	325	376	423
Tiền gửi của NHNN	3.47	7.90	10.3	6.59	6.67
Tiền gửi của các TCTD khác	45.0	54.8	60.0	67.8	76.6
Tổng tiền gửi KH	142	150	175	204	231
Trái phiếu và CCTG	44.0	64.7	68.0	79.3	89.7
Nợ khác	7.79	5.35	4.61	10.4	11.8
Vốn chủ sở hữu	31.7	33.9	38.4	43.5	49.3
Vốn điều lệ	24.7	26.6	30.6	30.6	30.6
Thặng dư vốn cổ phần	0.05	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	3.74	3.97	4.45	9.56	15.4
Quỹ & vốn khác của CSH	3.22	3.32	3.32	3.32	3.32
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	281	323	364	419	472
BVPS (đồng)	11,893	12,739	14,418	16,338	18,530

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	15.0	12.6	15.3	12.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	19.1	15.4	12.7	13.1	13.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.1	5.31	16.5	16.7	13.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.9	15.1	13.1	16.7	13.0
Tăng trưởng VCSH (%)	11.0	7.11	13.2	13.3	13.4
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	27.2	7.46	9.54	16.7	16.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	19.9	10.5	2.35	11.4	13.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	8.65	17.9	9.66	16.2	15.7
Tăng trưởng LNTT (%)	(3.22)	25.4	11.4	14.3	14.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	(3.91)	26.3	11.5	14.4	14.1
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.87	3.84	3.61	3.63	3.66
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.46)	(1.39)	(1.25)	(1.22)	(1.22)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.8	97.1	97.8	97.7	97.7
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	1.43	1.50	1.46	1.67	1.92
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	18.1	20.9	21.4	24.5	27.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	9.69	7.67	6.88	6.01	5.27
P/B (lần)	0.97	0.91	0.80	0.71	0.62
Lợi suất cổ tức (%)	0	5.61	0	0	0

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 HD (%)	31.5	34.6	36.0	36.0	35.8
ROAA (%)	1.22	1.33	1.30	1.31	1.31
ROAE (%)	10.5	12.2	12.4	12.5	12.6
Chi phí huy động BQ (%)	4.35	4.63	5.47	5.45	5.43
Lợi suất góp BQ (%)	7.20	7.21	7.83	7.87	7.90
Lợi suất thuần (%)	2.85	2.57	2.36	2.42	2.47
Tỷ lệ NIM (%)	3.45	3.16	3.02	3.09	3.15
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	9.25	8.72	9.71	9.80	9.84
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	85.5	79.8	81.7	83.2	84.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	5.28	11.5	8.60	7.00	5.99
Tỷ lệ CIR (%)	37.8	36.3	34.7	33.7	33.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	43.0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.1	12.6	11.5	11.3	11.4
VCSH/Tổng TS (%)	11.3	10.5	10.6	10.4	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	8.86	9.52	9.47	9.63	9.57
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	4.16	3.32	3.20	3.00	2.90
Hệ số LLR (%)	35.3	53.4	50.8	51.0	51.9
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	123	135	131	127	127
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	19.4	20.3	19.8	19.3	19.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	62.7	62.9	62.9	61.8	62.0
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

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

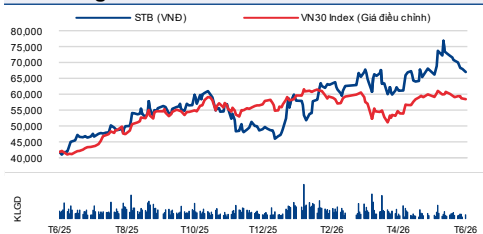
Giá mục tiêu: VNĐ61,000 (từ VNĐ57,600)

Tiềm năng tăng/giảm: -8.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	66,600
Mã Bloomberg	STB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,000-76,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	67,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	125,555
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,768
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,885
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	566
Slg CP NN được mua (tr.đv)	341
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	11.9%
Tỷ lệ freefloat	41.9%
Cổ đông lớn	Quý 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	(1.33)	(0.60)	59.3
So với chỉ số	1.16	1.31	14.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,721	4,156	(10.5)
2027F	7,638	8,960	(14.8)
2028F	9,920	10,364	(4.3)

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

Áp lực NIM và nợ xấu cao; duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

- Chúng tôi tăng 6% giá mục tiêu STB lên 61.000đ (rủi ro giảm giá 8%) do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ giá định thu nhập lãi thuần. Theo dự báo mới, LNTT vẫn tăng trưởng mạnh bình quân 49% trong 3 năm tới từ mức nền thấp năm 2025.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,95 lần. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 là 1,67 lần, cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (so với cao hơn 40% hiện tại).

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

STB đã công bố LNTT Q1/2026 kém tích cực, chủ yếu do tỷ lệ NIM tiếp tục chịu áp lực, mặc dù chi phí dự phóng thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong những quý tới khi NIM vẫn bị hạn chế bởi chi phí huy động tăng và tỷ lệ nợ xấu cao trong khi Ngân hàng có thể giảm tốc độ xử lý nợ xấu để hỗ trợ lợi nhuận. Đồng thời, chúng tôi hiện giá định thương vụ đầu giá 32,5% cổ phần của ông Trần Bê sẽ bị trì hoãn sang sau năm 2026.

Tác động: Giảm bình quân 9% dự báo mỗi năm cho giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ dự báo thu nhập lãi thuần, được bù đắp một phần nhờ hạ dự báo chi phí dự phóng.

Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT vẫn tăng trưởng tích cực 49% trong giai đoạn 2025-2028 (từ mức nền thấp năm 2025) với hệ số ROE phục hồi trở lại mức 22% vào năm 2028. Dự báo của chúng tôi thấp hơn so với bình quân thị trường do chúng tôi cho rằng một số tổ chức chưa cập nhật dự báo của họ.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu STB đã tăng lần lượt 7% và 14% trong 1 tháng và 3 tháng qua, vượt trội so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (lần lượt tăng 1% và giảm 2%), chủ yếu nhờ tâm lý tích cực xung quanh việc bổ nhiệm TGD mới của ngân hàng sau ĐHCĐ. STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,95 lần, cao hơn 44% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,32 lần.

Diễn biến vượt trội này bất chấp KQKD Q1/2026 thấp và chất lượng tài sản kém. Trong khi kỳ vọng lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ sẽ tiếp tục hỗ trợ tâm lý, chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản sau tái cơ cấu của STB - ngay cả sau chu kỳ trích lập dự phòng mạnh vào năm 2025-2026 - sẽ chưa thể giúp STB theo kịp các ngân hàng có chất lượng cao hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng mức thặng dư định giá hiện tại là chưa phù hợp. Ngoài ra, việc thương vụ đầu giá cổ phần bị trì hoãn tiếp tục hạn chế nguồn lực và tính bền vững của mức thặng dư định giá này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chênh lệch định giá giữa STB và bình quân ngành sẽ thu hẹp.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, rủi ro giảm giá là 8% và P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 là 1,67 lần, cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần.

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	27.0 ▼	31.0 ▼	36.3 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	28.7	32.1	33.3 ▼	37.7 ▼	43.4 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	10.1	5.94	7.38 ▼	15.2 ▼	20.1 ▼
EPS (đồng)	5,351	3,150	3,917 ▼	8,040 ▼	10,667 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	29,160	31,756	36,117	43,755	53,142
P/E (lần)	12.4	21.1	17.0	8.28	6.24
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.28	2.10	1.84	1.52	1.25
Tăng trưởng EPS (%)	30.7	(41.1)	24.3	105	32.7
ROAE (%)	20.0	10.3	11.5	20.1	22.0

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

Tăng trưởng hạn chế trước áp lực NIM và chi phí dự phòng lớn

STB công bố LNTT Q1/2026 yếu, chủ yếu do NIM tiếp tục chịu áp lực, mặc dù chi phí dự phòng thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp tục trong các quý tới, khi NIM vẫn bị hạn chế bởi chi phí huy động tăng và tỷ lệ nợ xấu cao, trong khi ngân hàng có thể giảm tốc độ xử lý nợ xấu để hỗ trợ lợi nhuận. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 7% dự báo LNTT giai đoạn 2026–2028 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần nhưng được bù đắp một phần nhờ việc hạ giá định chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, LNTT vẫn tăng trưởng tích cực 49% trong giai đoạn 2025-2028 (từ mức nền thấp năm 2025) với hệ số ROE phục hồi trở lại mức 22% vào năm 2028. Ngoài ra, việc thương vụ đấu giá 32,5% cổ phần liên quan đến ông Trần Bê sẽ bị trì hoãn sang sau năm 2026.

Dự báo mới

Tăng trưởng tín dụng & tiền gửi

HSC hạ dự báo tăng trưởng tín dụng của STB xuống lần lượt 10%, 12% và 13% cho giai đoạn 2026-2028, từ lần lượt 12%, 12,5% và 13% trước đó. Trong ngắn hạn, việc giảm kế hoạch tăng trưởng tín dụng xuất phát từ tỷ lệ nợ xấu cao của Ngân hàng (ở mức 6,62% vào cuối Q1/2026) cũng như quá trình tái cơ cấu tích cực dưới sự lãnh đạo của đội ngũ mới. Sau tái cơ cấu, STB có thể đạt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn thông qua cho vay doanh nghiệp.

Chúng tôi cũng hạ dự báo tăng trưởng tiền gửi xuống lần lượt 10%, 12% và 13% từ lần lượt 11%, 12,5% và 14%.

Tỷ lệ NIM

NIM của STB thu hẹp xuống 2,77% trong Q1/2026 trước áp lực nợ xấu cao khiến Ngân hàng phải tạm ngừng ghi nhận thu nhập lãi trên một khoản dư nợ đáng kể cùng với chi phí huy động tăng cao trong bối cảnh cạnh tranh tiền gửi trên toàn ngành. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM của Ngân hàng sẽ chỉ phục hồi dần dần.

Do đó, HSC hạ giá định tỷ lệ NIM xuống 2,86% trong năm 2026 (từ 3,17% trước đó), 2,96% trong năm 2027 (từ 3,23%) và 3,1% trong năm 2028 (từ 3,3%).

Tỷ lệ nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu của STB tiếp tục tăng lên 6,62% tại thời điểm cuối Q1/2026 do nợ xấu mới hình thành tiếp tục tăng, trong khi chi phí dự phòng trong quý (2.024 tỷ đồng) không đủ để bù đắp hoàn toàn nợ xấu gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng gánh nặng dự phòng vẫn lớn trong những quý tới. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng Ngân hàng sẽ giảm tốc độ xử lý nợ xấu để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng giảm tốc và áp lực NIM kéo dài.

Theo dự báo mới, chúng tôi hiện giả định tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm xuống 4,6% trong năm 2026 (từ 4,2% trước đó), 3,5% trong năm 2027 (từ 3,1%) và 2,8% trong năm 2028 (từ 2,4%). Chúng tôi cho rằng STB sẽ cần khoảng 3 năm để giảm tỷ lệ nợ xấu xuống dưới 3%.

Chi phí tín dụng

Phản ánh kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu được xử lý giảm xuống lần lượt 1,8%, 1,1% và 0,75% cho giai đoạn 2026-2028 (từ lần lượt 2,2%, 1,2% và 0,8% trước đó), chúng tôi hạ dự báo chi phí tín dụng xuống lần lượt 2,05%, 0,87% và 0,58% từ lần lượt 2,30%, 0,96% và 0,6%.

Mặc dù chúng tôi hiện giả định thương vụ đấu giá cổ phần 32,5% sẽ chưa thể hoàn thành trong năm 2026, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo hoàn nhập dự phòng trong năm 2027-2028 vì chúng tôi tin rằng thương vụ đấu giá cổ phần - bước cuối cùng trong quá trình tái cơ cấu của STB - vẫn bắt buộc phải thực hiện để hoàn thành tái cấu trúc. Cụ thể, chúng tôi dự báo hoàn nhập dự phòng 1,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 và 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2028.

Dự báo LNTT

Chúng tôi điều chỉnh giảm vừa phải dự báo lợi nhuận không làm thay đổi quan điểm tích cực trong dài hạn về nền tảng cơ bản của STB. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng mạnh 49% trong giai đoạn 2025-2028 từ mức nền thấp năm 2025, trong khi hệ số ROE được dự báo sẽ cải thiện từ 11,9% trong năm 2026 lên 22% vào năm 2028.

Sau chu kỳ đẩy mạnh trích lập dự phòng năm 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng khả năng sinh lời của STB sẽ phục hồi trong dài hạn nhờ tăng trưởng doanh thu tích cực, hiệu quả chi phí cải thiện và chi phí tín dụng giảm dần.

Bảng 169: Các giả định quan trọng, STB

HSC điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ NIM và giả định chi phí tín dụng, đồng thời nâng giả định tỷ lệ nợ xấu

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng cho vay	16.1%	12.0%	12.5%	13.0%	10.0%	12.0%	13.0%
Tăng trưởng tiền gửi	9.1%	11.0%	12.5%	14.0%	10.0%	12.0%	13.0%
Tỷ lệ NIM	3.28%	3.17%	3.23%	3.30%	2.86%	2.96%	3.10%
Tỷ lệ nợ xấu	6.41%	4.20%	3.10%	2.40%	4.60%	3.50%	2.80%
Chi phí tín dụng	1.95%	2.30%	0.96%	0.60%	2.05%	0.87%	0.58%
Chi phí tín dụng mảng ngân hàng cốt lõi	1.95%	2.67%	1.12%	0.78%	0.68%	0.51%	0.45%
Nợ xấu mới hình thành	5.19%	0.68%	0.57%	0.46%	0.57%	0.49%	0.45%
Tài sản tồn đọng	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	0.15%	0.12%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 170: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, STB

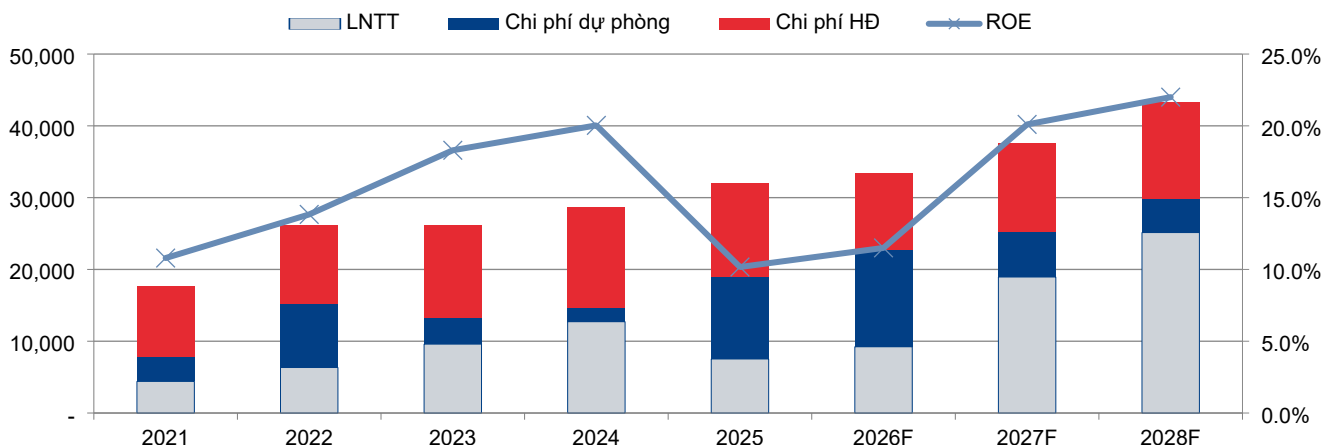
Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm trong giai đoạn 2026-28 sau khi hạ giả định thu nhập lãi thuần, tuy được bù đắp một phần nhờ việc hạ giả định chi phí dự phòng và chi phí hoạt động

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	26,681	30,210	34,379	39,285	27,011	31,043	36,346
Tăng trưởng	8.8%	13.2%	13.8%	14.3%	1.2%	14.9%	17.1%
Điều chỉnh					-10.6%	-9.7%	-7.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,978	3,528	4,204	4,671	3,528	4,204	4,671
Tăng trưởng	0.0%	14.6%	19.2%	11.1%	14.6%	19.2%	11.1%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	2,298	2,691	2,321	2,250	2,773	2,411	2,349
Tăng trưởng	-44.6%	17.1%	-13.8%	-3.1%	20.7%	-13.1%	-2.6%
Điều chỉnh					3.0%	3.9%	4.4%
Tổng thu nhập HĐ	31,957	36,430	40,904	46,206	33,313	37,658	43,366
Tăng trưởng	11.4%	13.6%	12.3%	13.0%	3.9%	13.0%	15.2%
Điều chỉnh					-8.6%	-7.9%	-6.1%
Chi phí HĐ	(13,045)	(10,936)	(12,793)	(13,962)	(10,587)	(12,374)	(13,501)
Tăng trưởng	-6.7%	-16.2%	17.0%	9.1%	-18.8%	16.9%	9.1%
Điều chỉnh					-3.2%	-3.3%	-3.3%
Chi phí dự phòng	(11,384)	(15,299)	(7,187)	(5,083)	(13,496)	(6,338)	(4,729)
Tăng trưởng	476.6%	34.4%	-53.0%	-29.3%	18.6%	-53.0%	-25.4%
Điều chỉnh					-11.8%	-11.8%	-7.0%
LNTT	7,528	10,194	20,924	27,161	9,230	18,945	25,136
Tăng trưởng	-40.8%	33.6%	105.2%	29.8%	22.0%	105.3%	32.7%
Điều chỉnh					-9.5%	-9.5%	-7.5%
Lợi nhuận thuần	5,839	8,155	16,739	21,729	7,384	15,156	20,109
Tăng trưởng	-42.1%	37.3%	105.2%	29.8%	24.3%	105.3%	32.7%
Điều chỉnh					-9.5%	-9.5%	-7.5%

Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 171: Kết quả thực hiện trong giai đoạn 2021-2025 và lợi nhuận dự báo cho giai đoạn 2026-2028, STB

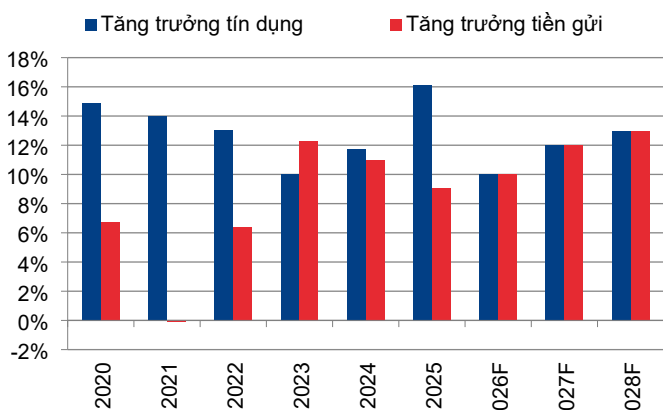
Với tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tích cực, chi phí hoạt động và chi phí dự phòng suy giảm, STB được kỳ vọng sẽ bước vào giai đoạn phục hồi lợi nhuận từ năm 2027



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 172: Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi của STB, giai đoạn 2020-28

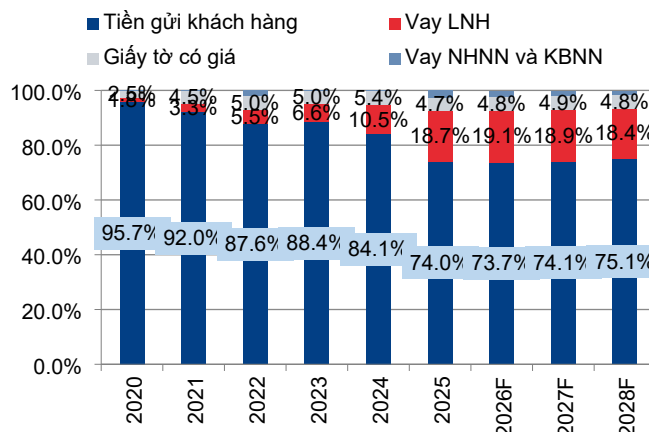
Tăng trưởng tín dụng của STB đã vượt tăng trưởng tiền gửi kể từ năm 2020



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 173: Cơ cấu tổng nợ phải trả sinh lãi của STB, giai đoạn 2020-2028

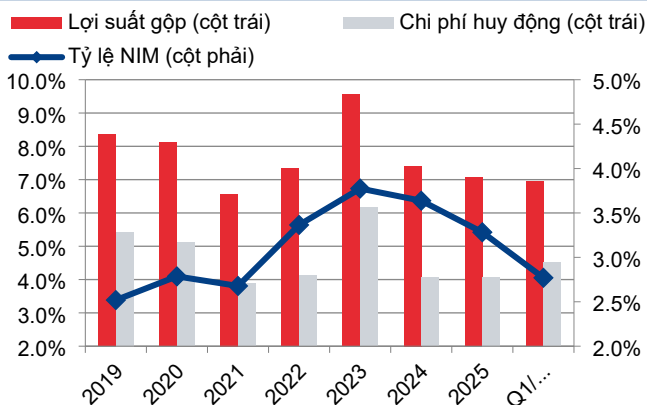
STB phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn liên ngân hàng, dù cơ cấu nợ phải trả sinh lãi nhìn chung vẫn ổn định.



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 174: Tỷ lệ NIM so với đầu năm, STB

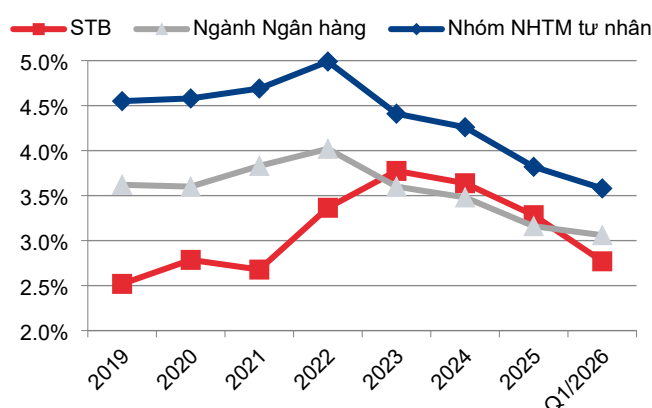
Tỷ lệ NIM giảm còn 2,77% trong Q1/2026...



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 175: So sánh tỷ lệ NIM, STB & nhóm NHTM tư nhân

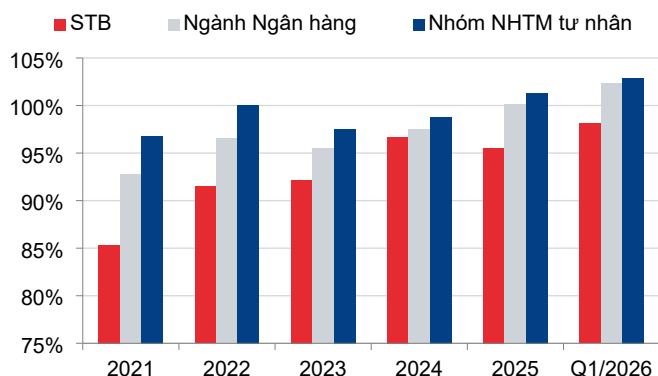
...và vẫn duy trì ở mức thấp hơn so với nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 176: Hệ số LDR điều chỉnh, STB & các NHTM khác

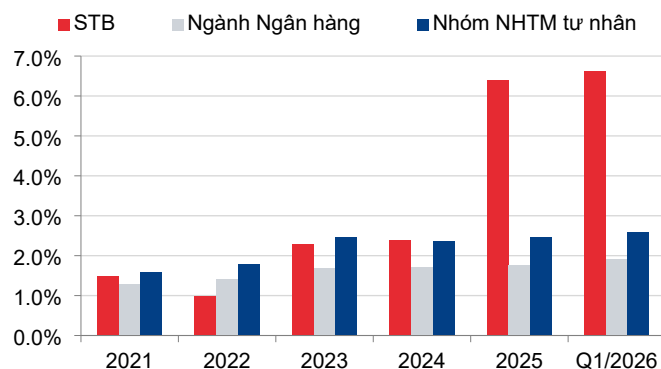
STB duy trì tỷ lệ LDR ở mức thận trọng hơn do đang trong quá trình tái cơ cấu các tài sản tồn đọng



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

Biểu đồ 177: Tỷ lệ nợ xấu (chỉ tính trên dư nợ cho vay khách hàng), STB & các NHTM khác

Tỷ lệ nợ xấu vẫn duy trì ở mức cao trong Q1/2026 do nợ xấu mới tiếp tục phát sinh



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 6% giá mục tiêu STB lên 61.000đ (tgg 8%) do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Giảm tỷ trọng do định giá cổ phiếu vẫn đắt. STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,95 lần, cao hơn 44% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,32 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,67 lần, cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần. Chúng tôi tin rằng định giá hiện tại của STB đang ở mức cao, trong khi thiếu cả hỗ trợ từ nền tảng cơ bản và động lực ngắn hạn.

Giá mục tiêu tăng 6%

HSC tăng 6% giá mục tiêu lên 61.000đ (rủi ro giảm giá 8%) nhưng duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng. Giá mục tiêu mới của chúng tôi phản ánh những điều chỉnh chính như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026. Tác động tích cực từ điều chỉnh này lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận do chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của STB sẽ phục hồi đáng kể kể từ năm 2027 sau chu kỳ trích lập dự phòng lớn vào năm 2025-2026.

Bảng 178: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, STB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	7,384	15,156	20,109	22,040	22,974	20,630
- Chi phí vốn CSH	7,379	8,392	10,472	13,460	16,700	17,201
Lợi nhuận thặng dư	5	6,764	9,637	8,581	6,274	3,428
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						30,676
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.12	1.26	1.42	1.61	1.84	1.84
Giá trị hiện tại	5	5,361	6,778	5,320	3,407	16,659
Giá trị nội tại cuối năm (đồng)	56,025	66,113				
Giá mục tiêu giữa 2027 (đồng)	61,069					

Nguồn: STB, HSC dự báo

Bảng 179: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định lãi suất phi rủi ro và phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, STB

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.25%	8.75%	9.25%	9.75%	10.25%
	3.0%	77,166	72,325	68,020	64,168	60,702
	3.5%	72,597	68,257	64,375	60,885	57,730
	4.0%	68,495	64,584	61,069	57,893	55,011
	4.5%	64,795	61,255	58,057	55,157	52,515
	5.0%	61,442	58,223	55,304	52,646	50,217

Nguồn: STB, HSC dự báo

Định giá vẫn đắt - duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng

Giá cổ phiếu STB đã tăng lần lượt 7% và 14% trong 1 tháng và 3 tháng qua, diễn biến vượt trội so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (lần lượt tăng 1% và giảm 2%), chủ yếu nhờ tâm lý tích cực xung quanh việc bổ nhiệm TGĐ mới sau ĐHCĐ. STB đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2026 là 1,95 lần, cao hơn 44% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,32 lần.

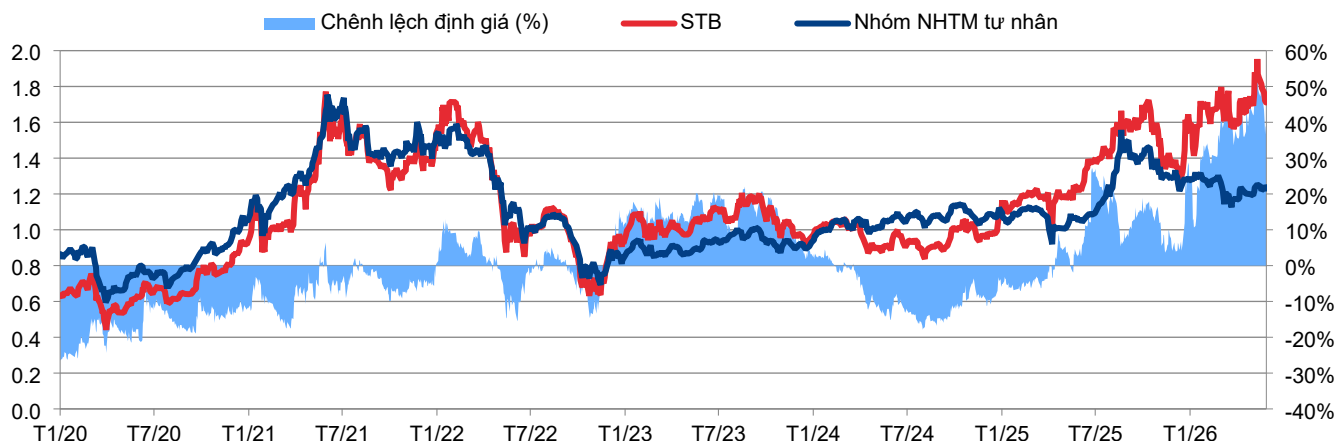
Diễn biến vượt trội này bất chấp KQKD Q1/2026 thấp và chất lượng tài sản kém. Trong khi kỳ vọng lợi nhuận phục hồi mạnh sẽ tiếp tục hỗ trợ tâm lý cổ phiếu, chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản sau khi hoàn tất tái cơ cấu của STB - ngay cả sau chu kỳ đầy mạnh trích lập dự phòng vào năm 2025–2026 – vẫn chưa theo kịp các ngân hàng chất lượng cao hơn. Do đó, mức thặng dư định giá hiện tại là được chúng tôi đánh giá là vượt xa mức phù hợp. Ngoài ra, thương vụ đấu giá cổ phần bị trì hoãn tiếp tục hạn chế nguồn lực và tính bền vững của mức thặng dư định giá này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chênh lệch định giá giữa STB và bình quân ngành sẽ thu hẹp.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, rủi ro giảm giá là 8% và P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 là 1,67 lần, cao hơn 17% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,42 lần.

Nếu bao gồm vào vốn CSH khoản tiền thu được sau thuế từ thương vụ đầu giá cổ phần (khoảng 11 nghìn tỷ đồng), BVPS điều chỉnh năm 2026 của STB sẽ tăng trưởng khoảng 15%. Ngay cả trong kịch bản "lạc quan nhất" này, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 vẫn ở mức 1,45 lần - chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức định giá tương đối đắt và không đủ hấp dẫn.

Biểu đồ 180: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB so với các NHTM khác

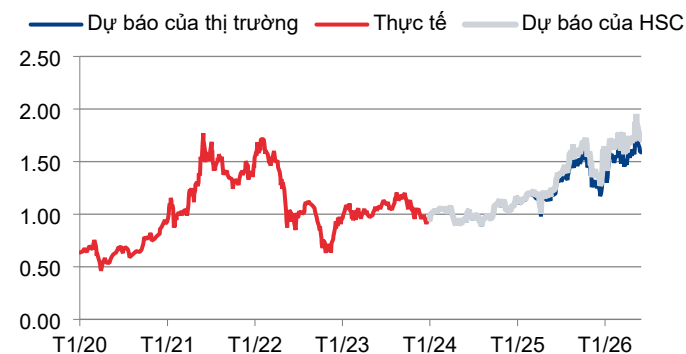
Thặng dư định giá của STB so với nhóm NHTM tư nhân tiếp tục mở rộng lên 40-45% trong tháng 4-5/2026



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 181: P/B trượt dự phóng 1 năm, STB

STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,71 lần...



Nguồn: STB, HSC dự báo

Biểu đồ 182: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, STB

...cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,13 lần



Nguồn: STB, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	50.0	57.5	67.8	76.7	87.8
Chi phí lãi	(25.5)	(30.8)	(40.8)	(45.7)	(51.4)
Thu nhập lãi thuần	24.5	26.7	27.0	31.0	36.3
Lãi thuần HD dịch vụ	2.98	3.08	3.53	4.20	4.67
Lãi thuần HD KDNH	1.11	1.02	1.21	1.33	1.46
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 HD	28.7	32.1	33.3	37.7	43.4
Chi phí HD	(14.0)	(13.0)	(10.6)	(12.4)	(13.5)
LN trước dự phòng	14.7	19.0	22.7	25.3	29.9
Chi phí dự phòng	(1.97)	(11.4)	(13.5)	(6.34)	(4.73)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	12.7	7.63	9.23	18.9	25.1
Chi phí thuế TNDN	(2.63)	(1.69)	(1.85)	(3.79)	(5.03)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	10.1	5.94	7.38	15.2	20.1
EPS (đồng)	5,351	3,150	3,917	8,040	10,667
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

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	4.76	4.57	5.16
Tiền gửi tại NHNN	17.6	18.1	14.1	12.6	6.24
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	670	753	854
Tổng dư nợ cho vay	539	626	689	772	872
Dự phòng rủi ro	(8.87)	(20.1)	(19.5)	(18.4)	(18.0)
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	1,010	1,124	1,254
Nợ phải trả	693	857	941	1,041	1,154
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	680	762	861
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	68.1	82.5	100
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	39.3	51.4	66.1
Quý & vốn khác của CSH	5.94	7.97	8.21	10.5	13.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	748	917	1,010	1,124	1,254
BVPS (đồng)	29,160	31,756	36,117	43,755	53,142

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	10.1	11.3	11.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	11.7	16.1	10.0	12.0	13.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	11.0	9.08	10.0	12.0	13.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.8	8.93	10.0	12.0	12.6
Tăng trưởng VCSH (%)	20.2	8.90	13.7	21.1	21.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	11.1	8.76	1.24	14.9	17.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.48	(6.70)	(18.8)	16.9	9.10
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	10.6	29.4	19.5	11.3	18.1
Tăng trưởng LNTT (%)	32.6	(40.0)	21.0	105	32.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	30.7	(41.1)	24.3	105	32.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HD/Tổng TS BQ (%)	4.03	3.85	3.46	3.53	3.65
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.97)	(1.57)	(1.10)	(1.16)	(1.14)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.8	97.6	98.2	98.4	98.6
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	1.41	1.50	1.49	1.60	1.76
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	18.2	10.7	13.4	27.4	36.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	12.4	21.1	17.0	8.28	6.24
P/B (lần)	2.28	2.10	1.84	1.52	1.25
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	35.2	18.5	22.2	40.2	46.4
ROAA (%)	1.42	0.71	0.77	1.42	1.69
ROAE (%)	20.0	10.3	11.5	20.1	22.0
Chi phí huy động BQ (%)	4.07	4.08	4.65	4.72	4.79
Lợi suất góp BQ (%)	7.41	7.07	7.17	7.31	7.48
Lợi suất thuần (%)	3.35	2.99	2.52	2.59	2.69
Tỷ lệ NIM (%)	3.64	3.28	2.86	2.96	3.10
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	10.4	9.60	10.6	11.2	10.8
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	85.5	83.2	81.1	82.4	83.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	4.07	7.17	8.32	6.40	5.42
Tỷ lệ CIR (%)	48.8	40.7	31.8	32.9	31.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	10.1	9.20	8.99	9.41	10.1
VCSH/Tổng TS (%)	7.35	6.53	6.74	7.34	7.99
Đòn bẩy vốn (lần)	13.6	15.3	14.8	13.6	12.5
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.40	6.41	4.60	3.50	2.80
Hệ số LLR (%)	68.4	50.0	61.5	68.2	73.8
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	95.1	101	101	101	101
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	10.5	19.2	19.7	19.0	18.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.1	68.3	68.3	68.7	69.5
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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ44,500 (giữ nguyên)

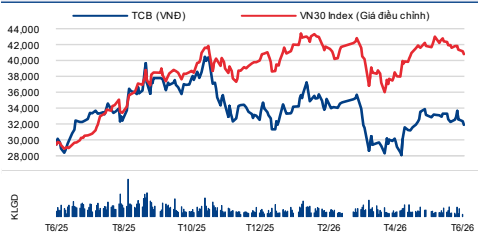
Tiềm năng tăng/giảm: 39.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026) 31,900

Mã Bloomberg	TCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,109-40,449
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	226,051
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,585
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)	18.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	22.5%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.3%
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	(3.78)	(6.00)	8.37
So với chỉ số	(1.35)	(4.20)	(21.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,241	4,104	3.3
2027F	5,079	5,024	1.1
2028F	6,088	5,998	1.5

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

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

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

Bảng cân đối tăng trưởng chậm lại, lợi nhuận ổn định

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCB và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 44.500đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 sau khi hạ giả định tăng trưởng tín dụng và NIM, nhưng được bù đắp một phần nhờ nâng dự báo thu nhập phí và hạ giả định chi phí hoạt động & chi phí tín dụng. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần của TCB vẫn được dự phóng tăng trưởng tích cực trung bình 19,5% trong 3 năm tới.
- TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, thấp hơn 8% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn nhờ khả năng sinh lời tốt và cơ cấu thu nhập ngày càng cải thiện.

Sự kiện: Phân tích triển vọng 2026-2028 sau KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026 của TCB nhìn chung tích cực với LNTT đạt 8.870 tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với quý trước), thấp hơn khoảng 4% so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu do NIM thấp hơn kỳ vọng. Những điểm sáng chính bao gồm: Bảng cân đối tăng trưởng vừa phải, thu nhập phí mạnh và chất lượng tài sản ổn định.

Chúng tôi đánh giá lại triển vọng ngắn và trung hạn của Ngân hàng trong bối cảnh 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 đa dạng hóa danh mục cho vay, mở rộng thu nhập phí và củng cố tiền gửi không kỳ hạn.

Tác động: Giảm bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, với mức dự báo tăng trưởng mới lần lượt là 19%, 19,7% và 19,8%. Cụ thể, chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần nhờ nâng dự báo thu nhập phí và giảm nhẹ dự báo chi phí hoạt động & chi phí dự phòng.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu ở mức 44.500đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi tin rằng TCB vẫn có vị thế tương đối tốt để vượt qua sức ép về thanh khoản và huy động, dựa trên 3 lợi thế hoạt động bao gồm: 1) một nền tảng thu nhập phí vững chắc giúp đa dạng cấu trúc lợi nhuận, 2) năng lực huy động tiền gửi không kỳ hạn tốt giúp ổn định của chi phí huy động và 3) quá trình đa dạng hóa danh mục cho vay đang dần giảm thiểu rủi ro tập trung. Tuy nhiên, hệ số LDR cao hơn so với bình quân ngành vẫn là thách thức ngắn hạn.

TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, sát với bình quân quá khứ và thấp hơn 8% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn.

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	42.6	48.9 ▼	57.2 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	47.0	53.4	61.7	72.1	84.5
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	21.5	25.3	30.1	36.0	43.2
EPS (đồng)	3,054	3,569	4,247	5,085	6,093
DPS (đồng)	1,500	1,000	700 ▼	1,000	1,000
BVPS (đồng)	20,583	23,996	27,538	31,617	36,704
P/E (lần)	10.4	8.94	7.51	6.27	5.24
Lợi suất cổ tức (%)	4.70	3.13	2.19	3.13	3.13
P/B (lần)	1.55	1.33	1.16	1.01	0.87
Tăng trưởng EPS (%)	19.5	16.9	19.0	19.7	19.8
ROAE (%)	15.6	16.0	16.5	17.2	17.8

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

Tỷ lệ NIM chịu áp lực; tập trung vào đa dạng hóa và thu phí dịch vụ

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD Q1/2026 của TCB và cập nhật mới nhất của BLĐ, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 nhưng lợi nhuận thuần vẫn được dự báo tăng trưởng tích cực, bình quân 19,5% trong 3 năm tới nhờ thu nhập ngoài lãi cải thiện, kiểm soát chi phí hoạt động hiệu quả và chất lượng tài sản ổn định.

Triển vọng và dự báo cho giai đoạn 2026-2028

TCB đã công bố KQKD Q1/2026 tích cực với LNTT đạt 8.870 tỷ đồng (tăng 23% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với quý trước), hoàn thành 22,5% dự báo cả năm nhưng thấp hơn 4% so với dự báo Q1 của chúng tôi do NIM thu hẹp mạnh hơn giả định. Những điểm tích cực bao gồm: danh mục tín dụng tiếp tục đa dạng khỏi lĩnh vực BĐS, thu nhập phí tăng trưởng mạnh và chất lượng tài sản ổn định. Tuy nhiên, tiền gửi không kỳ hạn thu hẹp, chi phí huy động gia tăng và thu nhập liên quan đến trái phiếu giảm xuống phản ánh áp lực lên biên lợi nhuận và thu nhập ngoài lãi trong ngắn hạn, mặc dù BLĐ kỳ vọng áp lực chi phí huy động sẽ hạ nhiệt kể từ Q2/2026.

- **Tín dụng** tăng trưởng vừa phải nhưng lành mạnh, đồng thời tiếp tục đa dạng hóa. Tổng tín dụng tăng 3,6% kể từ đầu năm, cao hơn một chút so với bình quân ngành, dẫn đầu là phân khúc bán lẻ và cho vay doanh nghiệp có chọn lọc ngoài lĩnh vực BĐS. Tỷ trọng cho vay BĐS giảm xuống 29% tổng dư nợ tín dụng từ 31% tại thời điểm cuối năm 2025.
- **Huy động** là điểm yếu chính. Huy động sơ cấp giảm 2% kể từ đầu năm, trong khi tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn giảm xuống 32,6% do khách hàng bán lẻ chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn lợi suất cao hơn trong bối cảnh lãi suất tăng. Các chỉ số về rủi ro thanh khoản tăng lên nhưng vẫn trong giới hạn quy định.
- **NIM thu hẹp** mạnh hơn kỳ vọng. Tỷ lệ NIM giảm 55 điểm cơ bản so với quý trước xuống 3,7%, trong đó chi phí huy động tăng mạnh hơn mức tăng khiếm tốn của lợi suất tài sản. BLĐ cho rằng chi phí huy động tăng mạnh một phần do khoản mục có tính chất một lần và kỳ vọng áp lực sẽ giảm xuống kể từ Q2.
- **Thu nhập phí** là điểm sáng chính. Lãi thuần HĐ dịch vụ tăng 72% so với cùng kỳ và tăng 22,5% so với quý trước nhờ mảng bảo hiểm, LC, quản lý tiền mặt và dịch vụ thanh toán, trong khi Techcom Life tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng.
- **Thu nhập liên quan đến trái phiếu** và thu nhập khác sụt giảm. Lãi mua bán trái phiếu giảm mạnh do lãi suất tăng gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận mảng phân phối & kinh doanh trái phiếu, trong khi thu nhập khác chịu ảnh hưởng do thu nhập từ thu hồi nợ xấu suy yếu và chi phí phòng ngừa rủi ro.
- **Chất lượng tài sản** vẫn ổn định. Tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 1,09%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR cải thiện lên 129% và tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn trong tầm kiểm soát mặc dù tăng lên so với quý trước. BLĐ giữ nguyên kế hoạch tỷ lệ nợ xấu cả năm dưới 1,5% và chi phí tín dụng khoảng 0,6%.

Trong bối cảnh thanh khoản hệ thống ngân hàng tiếp tục gặp khó khăn và lập trường thận trọng hơn của NHNN, chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng và NIM (do áp lực chi phí huy động gia tăng). Trong giai đoạn khó khăn này, BLĐ nhiều khả năng sẽ thắt chặt chi phí hoạt động, trong khi chi phí dự phòng có thể được kiểm soát theo kế hoạch nhờ chất lượng tài sản tốt.

Bảng 183: Các giả định quan trọng

Những điều chỉnh quan trọng gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng và giả định tỷ lệ NIM

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng (%)	20.6%	15.0%	18.0%	18.0%	13.0%	16.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá (%)	23.8%	14.3%	17.0%	17.1%	11.3%	15.2%	16.7%
Tỷ lệ NIM (%)	4.01%	4.01%	4.11%	4.20%	3.89%	3.94%	4.00%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.07%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
Chi phí tín dụng (%)	0.63%	0.63%	0.63%	0.64%	0.59%	0.58%	0.56%
Nợ xấu mới hình thành (%)	0.41%	0.72%	0.65%	0.58%	0.69%	0.61%	0.50%
Hệ số CIR (%)	30.8%	29.3%	27.8%	26.6%	29.5%	28.1%	26.7%
ROA	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.4%	2.6%	2.7%
ROE	16.0%	16.9%	17.8%	18.4%	16.6%	17.4%	18.0%

Nguồn: HSC

Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 2,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, tuy nhiên lợi nhuận thuần vẫn được dự báo tăng trưởng tích cực lần lượt 19%, 19,7% và 19,8%.

Bảng 184: Dự báo lợi nhuận, TCB

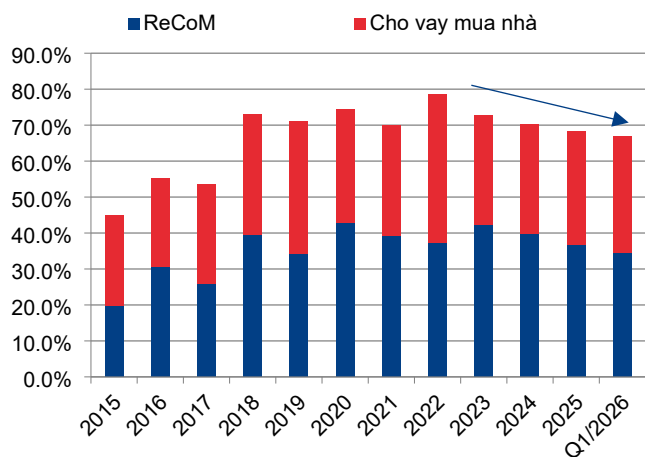
Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 19,5%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	38,155	44,250	52,205	61,877	42,641	48,880	57,239
Tăng trưởng	7.5%	16.0%	18.0%	18.5%	11.8%	14.6%	17.1%
Điều chỉnh					-3.6%	-6.4%	-7.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	8,772	11,311	14,124	16,916	11,556	14,820	17,773
Tăng trưởng	9.1%	28.9%	24.9%	19.8%	31.7%	28.2%	19.9%
Điều chỉnh					2.2%	4.9%	5.1%
Thu nhập ngoài lãi khác	6,464	7,488	8,247	9,311	7,488	8,364	9,476
Tăng trưởng	87.9%	15.8%	10.1%	12.9%	15.8%	11.7%	13.3%
Điều chỉnh					0.0%	1.4%	1.8%
Tổng thu nhập HĐ	53,391	63,049	74,576	88,104	61,686	72,063	84,488
Tăng trưởng	13.6%	18.1%	18.3%	18.1%	15.5%	16.8%	17.2%
Điều chỉnh					-2.2%	-3.4%	-4.1%
Chi phí HĐ	(16,432)	(18,490)	(20,763)	(23,398)	(18,181)	(20,227)	(22,592)
Tăng trưởng	6.9%	12.5%	12.3%	12.7%	10.6%	11.3%	11.7%
Điều chỉnh					-1.7%	-2.6%	-3.4%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	36,959	44,559	53,813	64,707	43,505	51,836	61,895
Tăng trưởng	16.9%	20.6%	20.8%	20.2%	17.7%	19.1%	19.4%
Điều chỉnh	0.9%	-1.6%	-5.1%		-2.4%	-3.7%	-4.3%
Chi phí dự phòng	(4,421)	(5,174)	(6,102)	(7,295)	(4,809)	(5,393)	(6,096)
Tăng trưởng	8.3%	17.0%	17.9%	19.5%	8.8%	12.1%	13.1%
Điều chỉnh					-7.0%	-11.6%	-16.4%
LNTT	32,538	39,386	47,711	57,412	38,696	46,444	55,799
Tăng trưởng	18.2%	21.0%	21.1%	20.3%	18.9%	20.0%	20.1%
Điều chỉnh					-1.8%	-2.7%	-2.8%
Lợi nhuận thuần	25,291	30,645	37,046	44,470	30,093	36,032	43,179
Tăng trưởng	17.5%	21.2%	20.9%	20.0%	19.0%	19.7%	19.8%
Điều chỉnh					-1.8%	-2.7%	-2.9%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 185: Tỷ trọng cho vay ReCoM & cho vay mua nhà, TCB

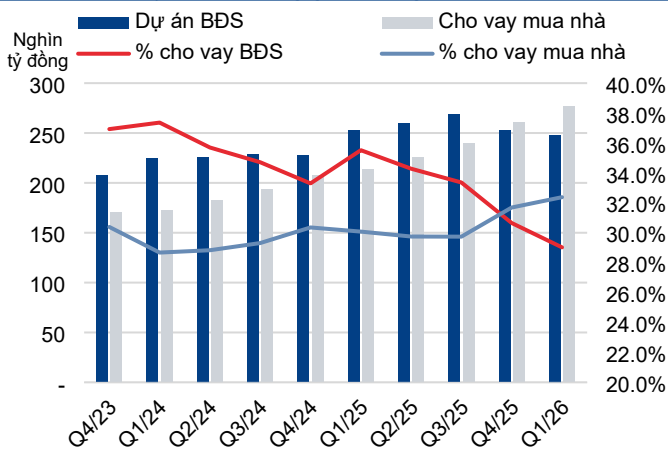
Tỷ trọng cho vay liên quan đến BĐS đã giảm 10 điểm phần trăm so với mức đỉnh năm 2022



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 186: Tỷ trọng cho vay các dự án BĐS và cho vay mua nhà, TCB

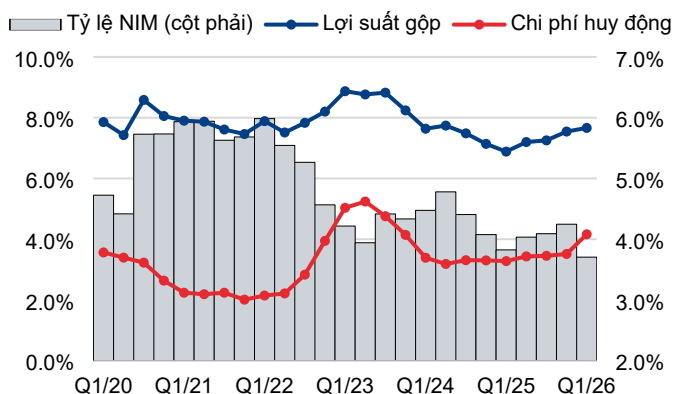
Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS (dự án/doanh nghiệp phát triển BĐS) có xu hướng giảm đáng kể



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 187: Tỷ lệ NIM, TCB

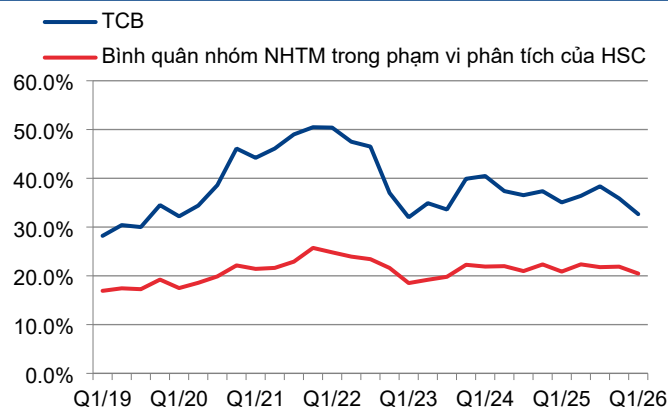
Trong Q1, tỷ lệ NIM giảm 55 điểm cơ bản so với quý trước do áp lực chi phí huy động



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 188: So sánh tỷ lệ CASA

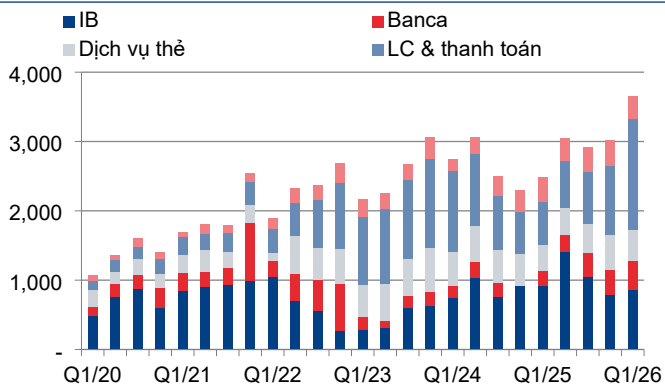
Tỷ lệ CASA giảm hơn 2 điểm phần trăm, song vẫn duy trì ở mức cao hơn nhiều so với các NHTM khác



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 189: Cơ cấu thu nhập phí, TCB

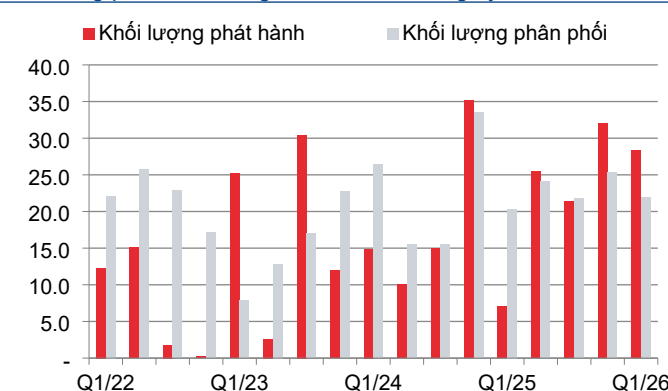
Thu nhập phí tăng tích cực với điểm sáng là mảng LC và dịch vụ thanh toán



Nguồn: TCB, HSC

Biểu đồ 190: Hoạt động tư vấn và phân phối TPDN, TCB

Mảng TPDN giảm nhẹ so với quý trước do yếu tố mùa vụ, nhưng hoạt động phát hành tăng mạnh so với cùng kỳ



Nguồn: TCB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu ở mức 44.500đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận. TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, thấp hơn 8% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn dựa trên các yếu tố bao gồm: 1) bộ đệm vốn dày với hệ số CAR khoảng 15,2%; 2) khả năng sinh lời hàng đầu với hệ số ROA khoảng 2,3% và 3) tăng trưởng lợi nhuận tích cực với CAGR 3 năm lợi nhuận thuần dự báo đạt 19,5%.

Giữ nguyên giá mục tiêu

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 44.500đ, tương đương P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,62 lần và 1,41 lần.

Những điều chỉnh giả định chính bao gồm:

- Giảm bình quân khoảng 2,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 do tăng trưởng tín dụng chậm lại và áp lực nhẹ lên NIM.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026 trước đó.

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

Bảng 191: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TCB

Giá mục tiêu giữa năm 2027 là 44.500đ/cp

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	30,093	36,032	43,179	49,939	57,294	66,492	76,418	85,801	97,985	112,977	117,496
- Chi phí vốn CSH	25,847	29,661	34,055	39,535	45,835	53,264	61,947	71,941	83,179	96,031	99,872
Lợi nhuận thặng dư	4,247	6,371	9,125	10,404	11,459	13,228	14,471	13,860	14,807	16,947	17,624
Giá trị dài hạn										155,968	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.15	1.33	1.53	1.76	2.03	2.34	2.70	3.11	3.58	
Giá trị hiện tại	4,247	5,531	6,876	6,805	6,506	6,519	6,188	5,142	4,765	48,265	
Vốn CSH đầu tư =	195,138	224,044									
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	100,843	111,279									
Giá trị vốn CSH =	295,981	335,323									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	7,086	7,086									
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	41,768	47,300									
Giá mục tiêu giữa 2027 (đồng)		44,534									

Nguồn: HSC

Bảng 192: 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 10%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
3.0%	3.0%	59,521	54,754	50,445	46,655	43,202
	3.5%	55,919	51,454	47,428	43,856	40,610
	4.0%	52,506	48,284	44,534	41,174	38,177
	4.5%	49,227	45,290	41,810	38,656	35,803
	5.0%	46,128	42,469	39,151	36,247	33,584

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Diễn biến cổ phiếu TCB kém tích cực hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong 3 tháng qua, giảm 2,5% so với tăng bình quân 3,2%.

Diễn biến này phản ánh triển vọng tăng trưởng tín dụng và NIM thận trọng hơn cùng những lo ngại về tín dụng lĩnh vực BĐS - mặc dù đang giảm dần - vẫn chiếm tỷ trọng đáng kể trên bảng CĐKT của TCB.

TCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, sát với bình quân quá khứ và thấp hơn 8% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 40% và P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,62 lần và 1,41 lần.

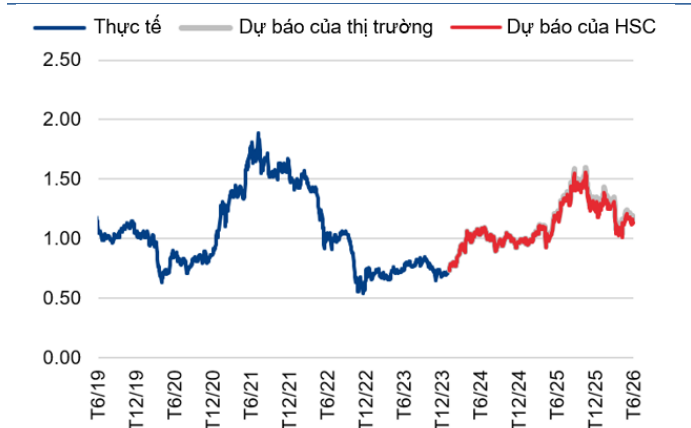
Chúng tôi tin rằng TCB vẫn có vị thế tốt để vượt qua áp lực về thanh khoản và huy động hiện tại nhờ những lợi thế hoạt động bao gồm:

- Năng lực huy động tiền gửi không kỳ hạn tốt mang lại sự ổn định tương đối cho chi phí huy động: TCB tiếp tục hưởng lợi từ khả năng huy động tiền gửi và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn dẫn đầu ngành, giúp củng cố vị thế của Ngân hàng trong việc bảo toàn chi phí huy động trong bối cảnh thanh khoản hệ thống căng thẳng và cạnh tranh tiền gửi gia tăng.
- Thu nhập phí vững chắc giúp đa dạng hóa cấu trúc lợi nhuận: TCB duy trì 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 thu phí đa dạng này sẽ giúp bù đắp áp lực NIM và hỗ trợ mở rộng hệ số ROA và ROE bền vững trong trung hạn.
- Đa dạng hóa danh mục cho vay đang giảm thiểu rủi ro tập trung: BLD đã tích cực tái cân bằng tỷ trọng cho vay tập trung vào lĩnh vực BĐS trước đây sang các lĩnh vực như hạ tầng, FMCG và cho vay tiêu dùng không có tài sản đảm bảo. Sự dịch chuyển chiến lược này đang dần phản ánh vào cơ cấu danh mục cho vay và sẽ hỗ trợ tăng trưởng bằng cân đối bền vững hơn theo thời gian.

Tuy nhiên, hệ số LDR thuần hiện ở mức cao của TCB (133% so với bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích là 119%) vẫn là thách thức ngắn hạn.

Biểu đồ 193: P/B trượt dự phóng 1 năm, TCB

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



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 194: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCB

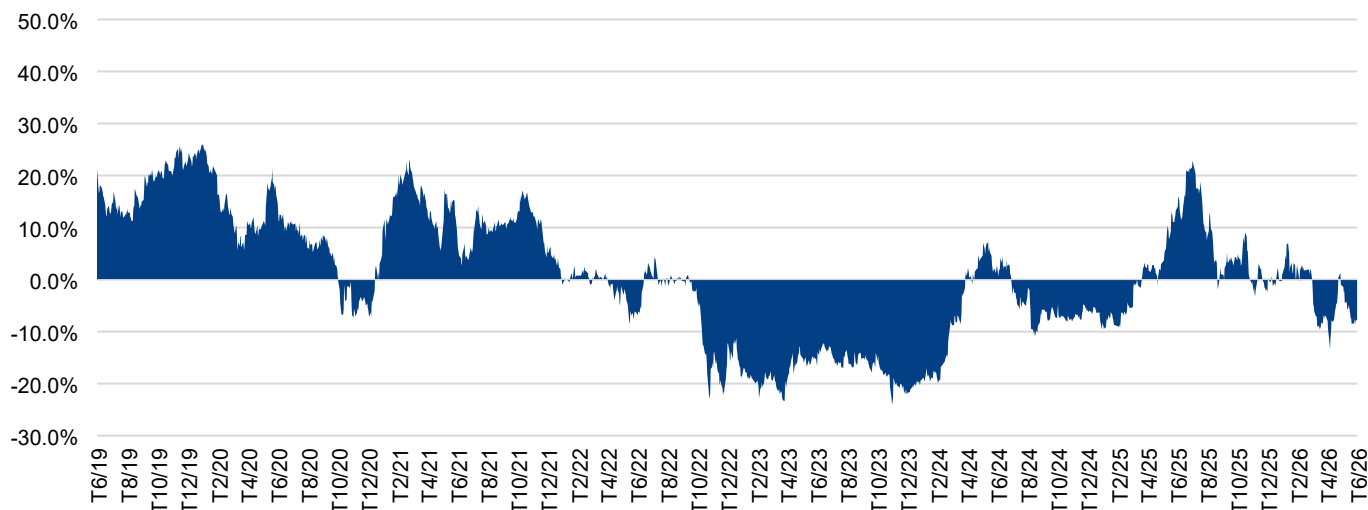
...cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,06 lần



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 195: 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 8% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	60.1	68.0	84.7	93.9	106
Chi phí lãi	(24.6)	(29.9)	(42.1)	(45.0)	(49.2)
Thu nhập lãi thuần	35.5	38.2	42.6	48.9	57.2
Lãi thuần HD dịch vụ	8.04	8.77	11.6	14.8	17.8
Lãi thuần HD KDNH	0.59	1.64	1.89	2.08	2.29
Lãi/lỗ từ mua bán CK	2.44	2.90	3.34	3.68	4.05
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	2.57	3.10
Tổng thu nhập HD	47.0	53.4	61.7	72.1	84.5
Chi phí HD	(15.4)	(16.4)	(18.2)	(20.2)	(22.6)
LN trước dự phòng	31.6	37.0	43.5	51.8	61.9
Chi phí dự phòng	(4.08)	(4.42)	(4.81)	(5.39)	(6.10)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	27.5	32.5	38.7	46.4	55.8
Chi phí thuế TNDN	(5.78)	(6.58)	(7.74)	(9.29)	(11.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.24)	(0.66)	(0.86)	(1.12)	(1.46)
Lợi nhuận thuần	21.5	25.3	30.1	36.0	43.2
EPS (đồng)	3,054	3,569	4,247	5,085	6,093
DPS (đồng)	1,500	1,000	700	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

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	5.96	8.15	7.10
Tiền gửi tại NHNN	54.4	82.2	54.5	46.4	54.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	84.6	115	121	127	129
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	856	993	1,172
Tổng dư nợ cho vay	632	768	867	1,006	1,187
Dự phòng rủi ro	(8.09)	(10.5)	(11.8)	(12.8)	(15.1)
Chứng khoán đầu tư	149	146	166	186	211
CK đầu tư sẵn sàng để bán	142	146	166	187	211
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	1,317	1,501	1,738
Nợ phải trả	831	1,013	1,112	1,265	1,465
Tiền gửi của NHNN	0.01	4.32	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	132	145	152	160	176
Tổng tiền gửi KH	533	619	681	773	904
Trái phiếu và CCTG	140	215	248	297	345
Nợ khác	23.9	26.9	30.9	35.5	40.9
Vốn chủ sở hữu	145	170	195	224	260
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	83.2	107	136
Quỹ & vốn khác của CSH	32.6	36.4	41.1	46.7	53.4
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	1,317	1,501	1,738
BVPS (đồng)	20,583	23,996	27,538	31,617	36,704

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	10.5	13.9	15.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	21.8	21.5	13.0	16.0	18.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	17.3	16.0	10.0	13.5	17.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	24.9	23.8	11.3	15.2	16.7
Tăng trưởng VCSH (%)	11.6	16.9	14.8	14.8	16.1
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.2	7.46	11.8	14.6	17.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	16.0	6.91	10.6	11.3	11.7
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	17.9	16.9	17.7	19.1	19.4
Tăng trưởng LNTT (%)	20.3	18.2	18.9	20.0	20.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	19.5	17.5	19.0	19.7	19.8
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	5.14	4.92	4.92	5.11	5.22
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.68)	(1.51)	(1.45)	(1.44)	(1.39)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	87.8	87.7	87.3	88.2	88.3
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	3.97	4.42	5.00	5.73	6.59
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	71.3	83.7	99.6	119	143
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	10.4	8.94	7.51	6.27	5.24
P/B (lần)	1.55	1.33	1.16	1.01	0.87
Lợi suất cổ tức (%)	4.70	3.13	2.19	3.13	3.13
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	45.8	47.4	48.8	50.0	51.1
ROAA (%)	2.35	2.33	2.40	2.56	2.67
ROAE (%)	15.6	16.0	16.5	17.2	17.8
Chi phí huy động BQ (%)	3.28	3.34	4.08	3.90	3.71
Lợi suất góp BQ (%)	7.49	7.14	7.74	7.56	7.45
Lợi suất thuần (%)	4.21	3.80	3.66	3.66	3.74
Tỷ lệ NIM (%)	4.42	4.01	3.89	3.94	4.00
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	17.1	16.4	18.7	20.6	21.0
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	75.6	71.5	69.1	67.8	67.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	7.32	12.1	12.1	11.6	11.2
Tỷ lệ CIR (%)	32.7	30.8	29.5	28.1	26.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	49.1	28.0	16.5	19.7	16.4
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	15.4	14.6	15.3	15.3	15.2
VCSH/Tổng TS (%)	14.9	14.3	14.8	14.9	15.0
Đòn bẩy vốn (lần)	6.73	7.01	6.75	6.70	6.68
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	127	130	131
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.4	14.8	14.1	13.0	12.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	64.6	64.4	65.9	67.0	68.3
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

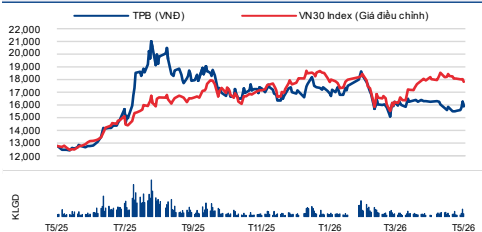
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ19,800 (từ VNĐ20,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 24.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)	15,900
Mã Bloomberg	TPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,429-21,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,890
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	44,107
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,676
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	832
Slg CP NN được mua (tr.đv)	173
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.8%
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	(2.15)	(13.6)	24.6
So với chỉ số	(1.03)	(10.9)	(10.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,856	2,992	(4.5)
2027F	3,216	3,058	5.2
2028F	3,710	3,666	1.2

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

Định giá vẫn hấp dẫn; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu cho TPB ở mức 19.800đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bị bù trừ với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phân bù rủi ro vốn CSH. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn.
- Chúng tôi giảm bình quân 3% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028 sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và hạ dự báo chi phí dự phòng. LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,1%.
- P/B trượt dự phóng 1 năm của TPB ở mức 0,83 lần, thấp hơn 32% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,22 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2026 là 1,13 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,46 lần.

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

Triển vọng lợi nhuận của TPB được dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực do NIM thấp trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng, như đã phản ánh qua KQKD Q1/2026. Thời gian tới, Ngân hàng sẽ tiếp tục đối mặt với áp lực NIM và cần giảm tốc độ xử lý nợ xấu để hỗ trợ lợi nhuận.

Tác động: Giảm bình quân 3% dự báo cho giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 3% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028 sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và chi phí dự phòng.

Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,1%. Dự báo của chúng tôi cao hơn một chút so với bình quân thị trường.

Định giá và khuyến nghị

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,83 lần, thấp hơn khoảng 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 32% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,22 lần. Mức chiết khấu này kéo dài từ năm ngoái, phản ánh mối lo ngại của thị trường về gánh nặng tài sản tồn đọng của TPB tại Bamboo Capital (BCG, Chưa khuyến nghị) và ORS (Chưa niêm yết) xuất hiện vào tháng 7/2025 và chưa có dấu hiệu hoàn nhập đáng kể.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn dựa trên hệ số ROE dự phóng tích cực đạt 17,2% trong giai đoạn 2026-2028 (đã phản ánh một phần chi phí dự phòng cho khoản mục liên quan tới ORS) và vị thế vốn lành mạnh với hệ số CAR ở mức 14,3% tại thời điểm cuối năm 2025, cung cấp đủ dư địa để mở rộng bảng CĐKT.

Động lực chính cho việc định giá lại đáng kể sẽ đến từ những dấu hiệu rõ ràng hơn về việc TPB có thể xử lý hoàn toàn các hạng mục tồn đọng, mà chúng tôi tin rằng sẽ cần một khoảng thời gian khá dài. Cho đến thời điểm đó, chúng tôi chỉ kỳ vọng cổ phiếu được định giá lại dần dần, chủ yếu nhờ lợi nhuận cải thiện.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,13 lần, thấp hơn khoảng 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,46 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	12,905	13,368	14,795 ▼	17,193 ▼	19,151 ▼
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	18,037	18,978	21,179 ▼	24,161 ▼	26,921 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	6,074	7,380	7,924	8,922	10,292
EPS (đồng)	2,299	2,660	2,856	3,216	3,710
DPS (đồng)	500	1,000	500	500	500
BVPS (đồng)	14,230	15,242	17,599	20,315	23,525
P/E (lần)	6.92	5.98	5.57	4.94	4.29
Lợi suất cổ tức (%)	3.14	6.29	3.14	3.14	3.14
P/B (lần)	1.12	1.04	0.90	0.78	0.68
Tăng trưởng EPS (%)	36.1	15.7	7.38	12.6	15.4
ROAE (%)	17.3	18.5	17.4	17.0	16.9

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

Thanh khoản căng thẳng hạn chế tăng trưởng lợi nhuận

Triển vọng lợi nhuận của TPB được dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực do NIM thấp trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng, như đã phản ánh qua KQKD Q1/2026. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 3% dự báo LNTT cho giai đoạn 2026-2028 sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,1%. Trong khi đó, khoản phải thu tồn đọng từ ORS sau thương vụ mua lại vẫn ở mức đáng kể là 5,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 1% tổng tài sản. Chúng tôi tin rằng các khoản phải thu này có thể cần thời gian dài để xử lý và tiếp tục ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của Ngân hàng.

Dự báo mới

Sau khi phân tích KQKD Q1/2026 và triển vọng dài hạn, chúng tôi điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026–2028 của TPB theo 6 hạng mục chính.

Tăng trưởng tín dụng — giữ nguyên

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2026-2028 đạt lần lượt 15%, 15% và 14%. Mặc dù TPB không nằm trong số các ngân hàng tham gia tái cơ cấu ngân hàng "0 đồng" - được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng lên tới 35% - nhưng vị thế vốn tích cực của Ngân hàng (hệ số CAR đạt 14,3% tại thời điểm cuối năm 2025) sẽ giúp Ngân hàng có thể sử dụng toàn bộ hạn mức được giao và chúng tôi kỳ vọng hạn mức sẽ được nói lỏng vào cuối năm.

Điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng tiền gửi - tiếp tục phụ thuộc vào nguồn vốn LNH

HSC hạ dự báo tăng trưởng tiền gửi năm 2026 xuống 10% từ 16% trước áp lực cạnh tranh tiền gửi bán lẻ ngày càng gay gắt trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng toàn ngành kéo dài. Trên thực tế, tiền gửi của TPB đã giảm 4,3% kể từ đầu năm trong Q1/2026 so với mức tăng bình quân 0,3% kể từ đầu năm của các ngân hàng trong phạm vi phân tích.

Trong năm 2027–2028, chúng tôi giữ nguyên dự báo tiền gửi tăng trưởng lần lượt 17% và 15% do chúng tôi kỳ vọng mức tăng lãi suất tiền gửi của TPB sẽ đủ cạnh tranh để thu hút tiền gửi tốt hơn.

Để bù đắp chênh lệch so với tăng trưởng tín dụng trong năm nay (15%), TPB sẽ phải tiếp tục phụ thuộc vào nguồn vốn LNH do không thể tiếp cận tiền gửi KBNN (kênh đặc quyền của các NHTM có vốn nhà nước). Chúng tôi ước tính dư nợ LNH của TPB sẽ tăng lên 25,4% tổng nợ phải trả sinh lãi tại thời điểm cuối năm 2026 từ 24,8% tại thời điểm cuối năm 2025, trước khi trở lại bình thường ở mức 20,2% tại thời điểm cuối năm 2028 khi tăng trưởng tiền gửi phục hồi để hỗ trợ mở rộng bảng CĐKT.

Rủi ro giảm chính của nguồn vốn LNH là độ nhạy cao với điều kiện thanh khoản hệ thống. Lãi suất cho vay qua đêm LNH đã tăng mạnh lên 12–16% trong vài ngày đầu năm 2026 trong bối cảnh điều kiện thanh khoản biến động và vẫn duy trì ở mức cao khoảng 6-8% gần đây. Điều này đã đẩy nhanh việc định giá lại chi phí huy động và gây áp lực lên NIM của TPB.

Tỷ lệ NIM

Chúng tôi giảm 20 điểm cơ bản giả định NIM cho giai đoạn 2026–2028 xuống lần lượt 3,02%, 3,11% và 3,28%, chủ yếu do chi phí huy động tăng. Chúng tôi kỳ vọng tình trạng thiếu hụt thanh khoản toàn ngành và cạnh tranh tiền gửi sẽ tiếp tục đẩy chi phí huy động của TPB tăng lên ở tất cả các kênh huy động.

Chất lượng tài sản & chi phí tín dụng

Để hỗ trợ lợi nhuận trước áp lực lên NIM, chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ giảm tốc độ xử lý nợ xấu. Theo đó, chúng tôi nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu lên lần lượt 1,7%, 1,5% và 1,3% cho giai đoạn 2026–2028.

Trong khi đó, chúng tôi hạ dự báo chi phí tín dụng xuống lần lượt 0,94%, 0,98% và 1,07%, từ lần lượt 1,18%, 1,22% và 1,05%. Theo đó, chi phí dự phòng ước tính tăng trung bình 12% trong 3 năm tới so với 22% trong dự báo trước đó.

Đối với khoản phải thu tồn đọng của ORS, chúng tôi giữ nguyên giả định chi phí dự phòng lần lượt ở mức 400, 600 và 700 tỷ đồng cho giai đoạn 2026-2028. Khoản phải thu liên quan đến ORS tăng lên 5,5 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2026 từ 3,2 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2025. Chúng tôi tiếp tục cho rằng những khoản phải thu này là tài sản có vấn đề và cuối cùng sẽ cần xử lý dần. Nếu loại trừ các khoản dự phòng liên quan đến ORS, chi phí tín dụng hoạt động ngân hàng cốt lõi của TPB sẽ lần lượt ở mức 1,06%, 1,06% và 0,88% trong giai đoạn 2026-2028.

Dự báo LNTT

Nhìn chung, chúng tôi giảm khoảng 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần lớn hơn tác động tích cực từ việc hạ giả định chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE bình quân 3 năm đạt 17,1%.

Chúng tôi cho rằng những dự báo này vẫn tích cực mặc dù đã phản ánh các giả định chi phí dự phòng thận trọng cho các hạng mục liên quan đến ORS.

Bảng 196: Các giả định quan trọng, TPB

Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ NIM, giả định tăng trưởng tiền gửi, giả định tỷ lệ xử lý nợ xấu & chi phí tín dụng

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Tăng trưởng cho vay	22.2%	15.0%	15.0%	14.0%	15.0%	15.0%	14.0%	
Tăng trưởng tiền gửi	14.9%	16.0%	17.0%	16.0%	10.0%	17.0%	15.0%	
Tỷ lệ NIM	3.18%	3.22%	3.34%	3.41%	3.02%	3.11%	3.28%	
Tỷ lệ nợ xấu	1.29%	1.40%	1.45%	1.50%	1.70%	1.50%	1.30%	
Chi phí tín dụng	1.15%	1.39%	1.45%	1.34%	1.18%	1.22%	1.05%	
Nợ xấu mới hình thành	0.64%	1.23%	1.23%	1.30%	1.18%	0.90%	0.88%	
Tỷ lệ xử lý nợ xấu	0.60%	0.95%	1.00%	1.25%	0.60%	0.88%	1.08%	

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 197: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, TPB

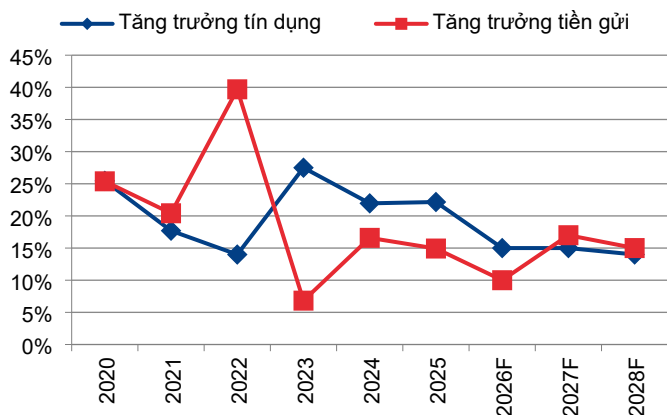
Chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm trong giai đoạn 2026-28, với tác động từ việc hạ giả định thu nhập lãi thuần lớn hơn tác động khi giảm giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Thu nhập lãi thuần	13,368	15,796	18,461	21,158	14,795	17,193	19,151	
Tăng trưởng	3.6%	18.2%	16.9%	14.6%	10.7%	16.2%	11.4%	
Điều chỉnh					-6.3%	-6.9%	-9.5%	
Thu nhập ngoài lãi	5,610	6,284	6,888	7,556	6,384	6,968	7,770	
Tăng trưởng	9.3%	4.4%	1.3%	1.3%	13.8%	9.1%	11.5%	
Điều chỉnh					1.6%	1.2%	2.8%	
Tổng thu nhập HĐ	18,978	22,080	25,349	28,714	21,179	24,161	26,921	
Tăng trưởng	5.2%	16.3%	14.8%	13.3%	11.6%	14.1%	11.4%	
Điều chỉnh					-4.1%	-4.7%	-6.2%	
Chi phí HĐ	(6,573)	(7,440)	(8,435)	(9,578)	(7,403)	(8,392)	(9,529)	
Tăng trưởng	4.7%	13.2%	13.4%	13.6%	12.6%	13.4%	13.5%	
Điều chỉnh					-0.5%	-0.5%	-0.5%	
Chi phí dự phòng	(3,201)	(4,556)	(5,498)	(5,809)	(3,871)	(4,616)	(4,527)	
Tăng trưởng	-23.0%	42.3%	20.7%	5.6%	20.9%	19.2%	-1.9%	
Điều chỉnh					-15.0%	-16.0%	-22.1%	
LNTT	9,203	10,084	11,416	13,327	9,905	11,153	12,865	
Tăng trưởng	21.1%	9.6%	13.2%	16.7%	7.6%	12.6%	15.4%	
Điều chỉnh					-1.8%	-2.3%	-3.5%	
Lợi nhuận thuần	7,380	8,067	9,133	10,662	7,924	8,922	10,292	
Tăng trưởng	21.5%	9.3%	13.2%	16.7%	7.4%	12.6%	15.4%	
Điều chỉnh					-1.8%	-2.3%	-3.5%	

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 198: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi của TPB, giai đoạn 2020-2028

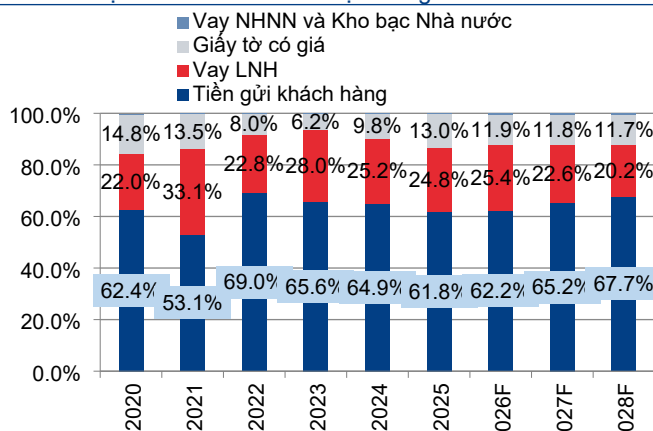
Tăng trưởng tín dụng của TPB nhìn chung tương đồng với tăng trưởng tiền gửi kể từ năm 2020...



Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 199: Cơ cấu tổng nợ phải trả sinh lãi của TPB, giai đoạn 2020-2028

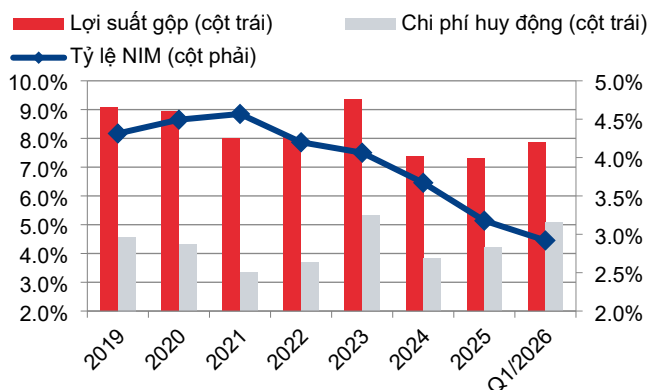
... Dư nợ LNH chiếm khoảng 20-25% tổng nợ phải trả sinh lãi của TPB, từ đó khiến chi phí huy động của Ngân hàng nhạy cảm hơn với điều kiện thanh khoản trên thị trường



Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 200: Tỷ lệ NIM hàng năm, TPB

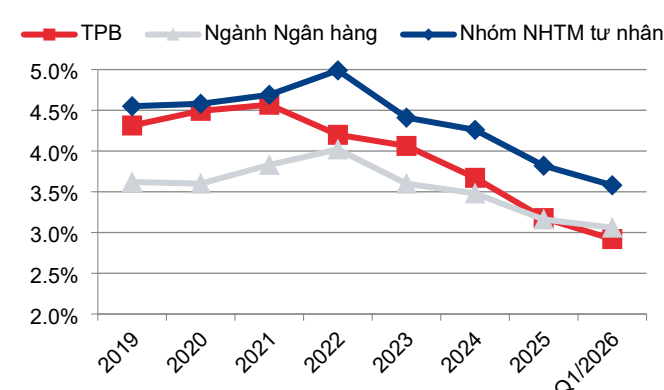
Tỷ lệ NIM giảm còn 2,92% trong Q1/2026...



Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 201: So sánh tỷ lệ NIM hàng năm, TPB so với các NHTM tư nhân

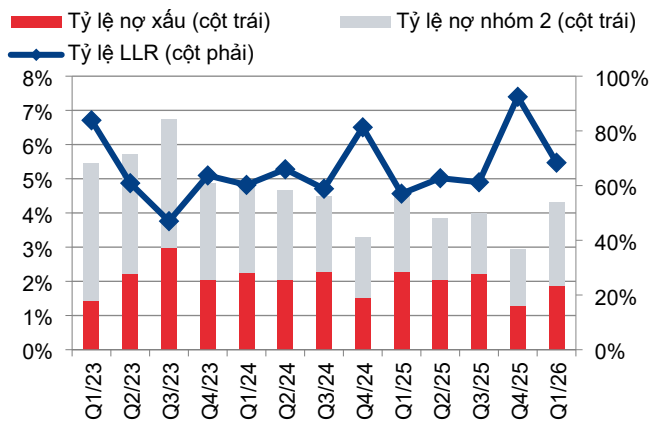
...và duy trì ở mức thấp hơn so với các NHTM tư nhân



Nguồn: Các ngân hàng, HSC dự báo

Biểu đồ 202: Chỉ số chất lượng tài sản, TPB

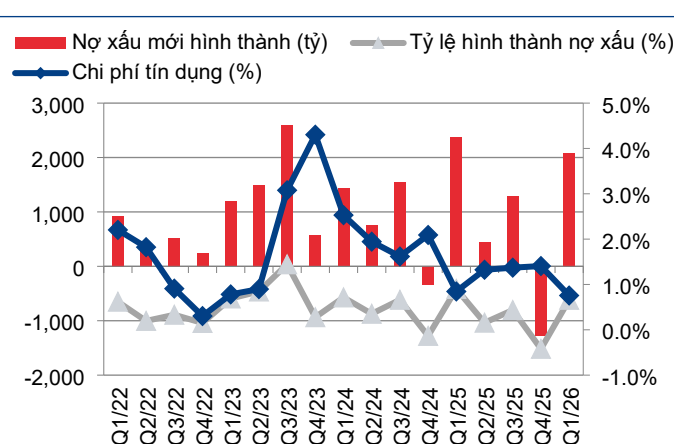
Trong Q1/2026, tỷ lệ nợ xấu của TPB tăng 56 điểm cơ bản so với quý trước lên 1,85%...



Nguồn: TPB; HSC

Biểu đồ 203: Nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng, TPB

...với nợ xấu mới hình thành tăng hơn 2 nghìn tỷ đồng



Nguồn: TPB; HSC

Bảng 204: Tóm tắt bảng cân đối kế toán theo quý của ORS

Các khoản phải thu của ORS chiếm 38% tổng tài sản (tính đến cuối Q1/2026)

Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Nhận định về biến động so với quý trước
Tiền mặt	994	485	908	5,981	3,481	Giảm mạnh
FVTPL	3,117	2,889	1,797	2,066	2,229	Tăng
- Chứng chỉ tiền gửi	590	240	-		202	
- Cổ phiếu đã niêm yết	452	-	8	13	40	
- Trái phiếu đã niêm yết	559	262	350	449	250	
- Cổ phiếu chưa niêm yết	-	6	6	6	6	
- Trái phiếu chưa niêm yết	1,530	2,404	1,440	1,589	1,740	
HTM	1,173	713	953	1,309	1,308	Đi ngang
Cho vay ký quỹ	1,880	879	1,046	1,460	1,684	Tăng
Các khoản phải thu từ cung cấp dịch vụ và bán tài sản của công ty	4,993	5,742	6,672	3,329	5,558	Hồi phục đáng kể
Tài sản ngắn hạn khác	287	112	305	150	300	
Tài sản dài hạn	47	48	41	40	40	
Tổng nợ	8,578	7,218	7,781	6,698	6,945	
Số dư vốn CSH	3,913	3,807	3,941	7,638	7,671	Tăng 3,6 nghìn tỷ đồng thông qua đợt phát hành riêng lẻ cho TPB trong Q4/25

Source: Company data, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu cho TPB ở mức 19.800đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù trừ với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn. TPB đang giao dịch với P/B r là 0,83 lần, thấp hơn 32% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,13 lần, vẫn thấp hơn 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,46 lần. Chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ dần được định giá lại nhờ lợi nhuận phục hồi mặc dù việc xử lý hoàn toàn các khoản phải thu tồn đọng liên quan đến ORS có thể cần thêm thời gian.

Phương pháp định giá

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu cho TPB ở mức 19.800đ (tiềm năng tăng giá 25%) với những điều chỉnh như sau:

- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026).
- Giảm 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028.
- Tăng 50 điểm cơ bản giá định phần bù rủi ro vốn CSH lên 9,5% để phản ánh rủi ro thanh khoản gia tăng của TPB.

Chúng tôi tóm tắt số liệu chi tiết bên dưới.

Bảng 205: 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	7,924	8,922	10,292	11,878	11,878	12,353
- Chi phí vốn CSH	6,311	7,286	8,638	10,172	12,269	12,760
Lợi nhuận thặng dư	1,613	1,636	1,654	1,706	(391)	(407)
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						(3,143)
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.14	1.31	1.52	1.76	2.06	2.06
Giá trị hiện tại	1,411	1,245	1,091	969	(190)	(1,527)
Giá trị hợp lý cuối năm	19,826					

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 206: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, TPB

Giá mục tiêu 19.800 đ/cp của chúng tôi dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,5%

Đồng	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%	24,635	23,131	21,789	20,582	19,490
	3.5%	23,361	21,994	20,766	19,657	18,649
	4.0%	22,202	20,954	19,826	18,803	17,868
	4.5%	21,144	19,999	18,959	18,011	17,142
	5.0%	20,174	19,118	18,156	17,274	16,464

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,83 lần, thấp hơn khoảng 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 32% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,22 lần. Mức chiết khấu này kéo dài từ năm ngoài phản ánh những lo ngại của thị trường về gánh nặng tài sản tồn đọng của TPB tại Bamboo Capital (BCG, Chưa khuyến nghị) và ORS (Chưa niêm yết) kể từ tháng 7/2025 và chưa có dấu hiệu hoàn nhập đáng kể (các khoản phải thu ORS tăng trở lại lên 5,5 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2026 từ 3,2 nghìn tỷ đồng vào cuối Q4/2025).

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá của TPB hiện tại vẫn hấp dẫn dựa trên hệ số ROE dự phóng tích cực của TPB ở mức 17,2% (đã bao gồm một phần chi phí dự phòng cho các khoản phải thu của ORS) trong giai đoạn 2026-2028 và vị thế vốn lành

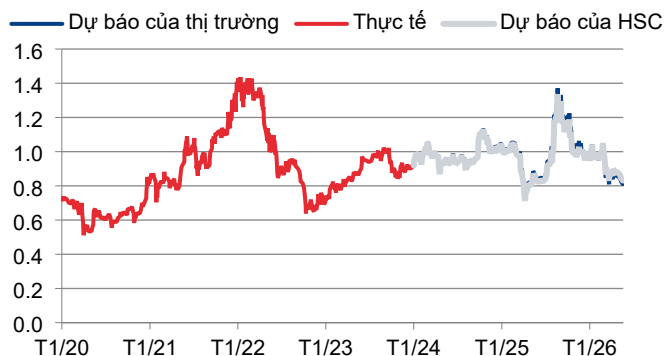
mạnh với hệ số CAR đạt 14,3% tại thời điểm cuối năm 2025, cung cấp đủ dư địa để mở rộng bảng CĐKT.

Động lực chính để cổ phiếu được định giá lại đáng kể sẽ là dấu hiệu rõ ràng hơn về việc TPB có thể xử lý hoàn toàn tài sản tồn đọng nhưng chúng tôi tin rằng sẽ cần thời gian dài để thực hiện. Cho đến thời điểm đó, chúng tôi chỉ kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại dần dần chủ yếu nhờ lợi nhuận cải thiện.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,13 lần, thấp hơn khoảng 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,46 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.

Biểu đồ 207: P/B trượt dự phóng 1 năm, TPB

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,83 lần...



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 208: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TPB

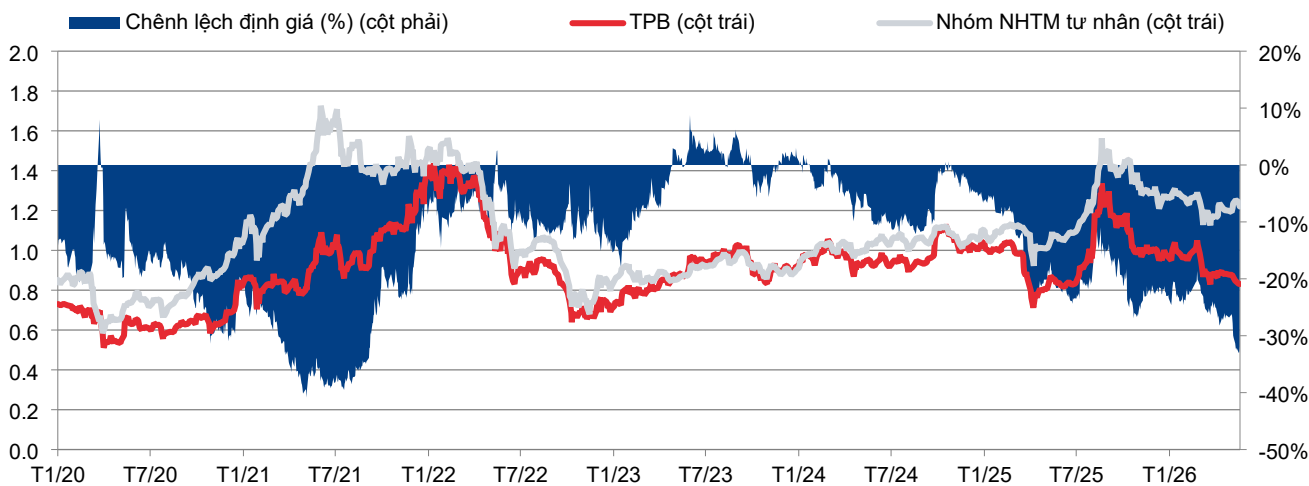
...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 209: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Mức chiết khấu định giá của TPB so với các NHTM khác đã tăng lên 30% kể từ tháng 4/2026



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	25,948	30,747	38,886	44,280	48,583
Chi phí lãi	(13,042)	(17,379)	(24,091)	(27,087)	(29,432)
Thu nhập lãi thuần	12,905	13,368	14,795	17,193	19,151
Lãi thuần HD dịch vụ	3,364	4,158	4,768	5,352	6,154
Lãi thuần HD KDNH	319	694	694	694	694
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1,096	168	300	300	400
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.04	128	22.5	22.0	22.0
Thu nhập khác	354	462	600	600	500
Tổng thu nhập HD	18,037	18,978	21,179	24,161	26,921
Chi phí HD	(6,278)	(6,573)	(7,403)	(8,392)	(9,529)
LN trước dự phòng	11,759	12,404	13,776	15,768	17,392
Chi phí dự phòng	(4,159)	(3,201)	(3,871)	(4,616)	(4,527)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	7,600	9,203	9,905	11,153	12,865
Chi phí thuế TNDN	(1,526)	(1,823)	(1,981)	(2,231)	(2,573)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,074	7,380	7,924	8,922	10,292
EPS (đồng)	2,299	2,660	2,856	3,216	3,710
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

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	1,253	1,299	2,134
Tiền gửi tại NHNN	22,708	20,460	11,664	14,366	13,216
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	346,806	399,114	456,300
Tổng dư nợ cho vay	251,104	306,922	352,805	405,570	462,203
Dự phòng rủi ro	(3,098)	(3,649)	(5,999)	(6,456)	(5,903)
Chứng khoán đầu tư	59,472	51,614	59,220	67,139	76,145
CK đầu tư sẵn sàng để bán	59,549	52,051	59,701	67,620	76,625
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	44.7	1.00	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	24,839	21,113	17,946
Tổng tài sản	418,028	505,872	553,948	618,687	687,163
Nợ phải trả	380,432	459,853	501,392	558,596	618,168
Tiền gửi của NHNN	238	1,642	1,970	2,364	2,837
Tiền gửi của các TCTD khác	94,514	112,055	125,502	124,247	123,004
Tổng tiền gửi KH	242,806	279,050	306,955	359,138	413,008
Trái phiếu và CCTG	36,633	58,825	58,825	64,708	71,178
Nợ khác	6,016	8,140	8,140	8,140	8,140
Vốn chủ sở hữu	37,596	42,284	48,820	56,355	65,260
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	14,956	21,152	28,513
Quỹ & vốn khác của CSH	3,722	4,936	6,124	7,462	9,006
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	3,735	3,735	3,735	3,735
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	418,028	505,872	553,948	618,687	687,163
BVPS (đồng)	14,230	15,242	17,599	20,315	23,525

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	9.50	11.7	11.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	22.3	22.2	14.9	15.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.6	14.9	10.0	17.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	20.2	20.9	8.26	15.9	14.2
Tăng trưởng VCSH (%)	14.8	12.5	15.5	15.4	15.8
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	3.87	3.58	10.7	16.2	11.4
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(6.28)	4.71	12.6	13.4	13.5
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	23.3	5.48	11.1	14.5	10.3
Tăng trưởng LNTT (%)	36.0	21.1	7.63	12.6	15.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	36.1	21.5	7.38	12.6	15.4
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	4.66	4.11	4.00	4.12	4.12
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.62)	(1.42)	(1.40)	(1.43)	(1.46)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	90.8	91.1	92.6	94.3	89.4
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.33	2.43	2.69	3.03	3.35
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	50.2	61.0	65.5	73.7	85.1
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.92	5.98	5.57	4.94	4.29
P/B (lần)	1.12	1.04	0.90	0.78	0.68
Lợi suất cổ tức (%)	3.14	6.29	3.14	3.14	3.14

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 HD (%)	33.7	38.9	37.4	36.9	38.2
ROAA (%)	1.57	1.60	1.50	1.52	1.58
ROAE (%)	17.3	18.5	17.4	17.0	16.9
Chi phí huy động BQ (%)	3.78	4.21	5.10	5.19	5.07
Lợi suất góp BQ (%)	7.38	7.31	7.93	8.01	8.33
Lợi suất thuần (%)	3.61	3.10	2.83	2.82	3.26
Tỷ lệ NIM (%)	3.67	3.18	3.02	3.11	3.28
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	18.6	21.9	22.5	22.2	22.9
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	71.5	70.4	69.9	71.2	71.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	9.80	7.65	7.63	6.69	6.00
Tỷ lệ CIR (%)	34.8	34.6	35.0	34.7	35.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.7	37.6	17.5	15.5	13.5
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	13.2	14.3	13.0	12.8	12.7
VCSH/Tổng TS (%)	8.99	8.36	8.81	9.11	9.50
Đòn bẩy vốn (lần)	11.1	12.0	11.3	11.0	10.5
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.51	1.28	1.69	1.50	1.14
Hệ số LLR (%)	81.5	92.7	100	106	112
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	103	110	115	113	112
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	25.3	24.9	25.5	22.7	20.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	60.1	60.7	63.7	65.6	67.3
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

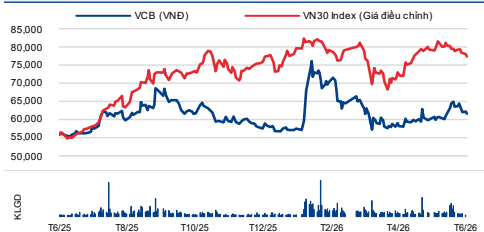
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ75,600 (từ VNĐ73,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 22.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	61,600
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	55,299-76,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	61,933
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	514,711
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	19,547
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)	818
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.2%
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	3.01	(2.07)	10.4
So với chỉ số	5.61	(0.19)	(20.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,227	4,475	(5.6)
2027F	4,772	5,203	(8.3)
2028F	5,900	5,983	(1.4)

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 dự 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.

Doanh nghiệp chất lượng với rủi ro giảm hạn chế; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 3,6% giá mục tiêu lên 75.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi giảm bình quân 3,8% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 do điều kiện thị trường không thuận lợi và kế hoạch thận trọng của VCB. Chúng tôi vẫn cho rằng VCB là một cơ hội đầu tư giá trị chất lượng cao nhờ chất lượng tài sản tốt, lợi thế chi phí thấp mang tích cấu trúc và tiềm năng cải thiện khả năng sinh lời trong trung hạn.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn với rủi ro giảm hạn chế.

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

Chúng tôi điều chỉnh dự báo sau KQKD Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng của VCB trong bối cảnh áp lực huy động toàn ngành gia tăng và kế hoạch cập nhật tại ĐHCĐ cho thấy Ngân hàng tiếp tục ưu tiên thận trọng thay vì tăng trưởng.

Tác động: Giảm bình quân 3,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm bình quân 3,8% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ dự báo NIM & lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và nâng dự báo chi phí hoạt động & chi phí dự phòng năm 2026. Lợi nhuận ngắn hạn được dự báo sẽ chỉ tăng trưởng khiêm tốn do thanh khoản căng thẳng, chi phí huy động cao và chỉ thị của NHNN về việc duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp tiếp tục gây áp lực lên NIM.

Thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi dần dần với LNTT tăng trưởng lần lượt 12,5%, 16,5% và 23,6% trong giai đoạn 2026-2028. VCB vẫn tập trung vào tăng trưởng bền vững với chất lượng tài sản là ưu tiên chính. Chúng tôi cũng nhận thấy tiềm năng tăng trong trung hạn nhờ NIM phục hồi và thu nhập phi mở rộng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,5 lần và cao hơn 45% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Mặc dù đã phục hồi từ đáy gần đây khoảng 35%, mức thặng dư vẫn ở vùng đáy.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3,6% giá mục tiêu lên 75.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi đánh giá định giá hiện tại là hấp dẫn với rủi ro giảm hạn chế nhờ năng lực cạnh tranh mạnh, bảng CĐKT thận trọng và chi phí huy động & tín dụng thấp mang tính cấu trúc của VCB.

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	72.3	83.7	99.2
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	68.6	72.4	86.7	100.0 ▼	119
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.8	35.2	39.6	46.2 ▼	57.1
EPS (đồng)	4,049	4,210	4,594	5,187 ▼	6,413
DPS (đồng)	0	450	484 ▼	820	954 ▼
BVPS (đồng)	23,799	27,223	33,213	37,166	42,111
P/E (lần)	15.2	14.6	13.4	11.9	9.61
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.73	0.79	1.33	1.55
P/B (lần)	2.59	2.26	1.85	1.66	1.46
Tăng trưởng EPS (%)	2.42	3.98	9.12	12.9	23.6
ROAE (%)	18.6	16.5	15.2	14.7	16.2

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

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

Cơ hội đầu tư giá trị chất lượng với rủi ro giảm hạn chế

Chúng tôi giảm bình quân 3,8% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 sau KQKD Q1/2026 của VCB và cập nhật kế hoạch của BLĐ, chủ yếu do hạ dự báo NIM & lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng năm 2026. Lợi nhuận ngắn hạn có thể vẫn tăng trưởng khiêm tốn do thanh khoản căng thẳng, chi phí huy động cao và định hướng của NHNN về duy trì lãi suất cho vay thấp tiếp tục gây áp lực lên NIM, trong khi VCB ưu tiên thận trọng và hỗ trợ chính sách thay vì tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VCB là cơ hội đầu tư giá trị chất lượng cao nhờ năng lực cạnh tranh mạnh, chất lượng tài sản ổn định và NIM & thu nhập phí phục hồi trong trung hạn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3,6% giá mục tiêu lên 75.600đ do việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 bù đắp cho việc hạ dự báo lợi nhuận. P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, vẫn hấp dẫn với rủi ro giảm hạn chế.

Điều chỉnh dự báo

Dựa trên KQKD Q1/2026 của VCB và xu hướng ngành, cùng kế hoạch cập nhật từ BLĐ tại ĐHCĐ và hợp báo KQKD, chúng tôi giảm nhẹ 3,8% dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ dự báo NIM & lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng năm 2026. Những nguyên nhân chính đằng sau việc điều chỉnh như sau:

- Điều kiện thanh khoản căng thẳng toàn ngành chưa cải thiện mặc dù lãi suất tiền gửi đã tăng lên. Điều này cho thấy sức ép lên chi phí huy động và NIM vẫn tiếp tục.
- NHNN giữ nguyên định hướng cho các NHTM về việc giảm lãi suất cho vay đối với lĩnh vực sản xuất và thương mại - các phân khúc khách hàng chính của VCB. Cùng với mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận thuần rất thấp chỉ 5% trong năm 2026 đã được NHNN phê duyệt, điều này cho thấy VCB có thể duy trì NIM thấp trong phần còn lại của năm, mặc dù đã phục hồi nhẹ trong Q1/2026.
- Chi phí hoạt động và dự phòng cao hơn dự báo trong Q1/2026. Với kế hoạch lợi nhuận thấp, Ngân hàng không có nhiều động lực để cắt giảm đáng kể chi phí. VCB cũng củng cố tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR trong Q1/2026 và có thể sẽ tiếp tục cải thiện chỉ số này để nâng cao tỷ lệ bao phủ rủi ro tín dụng trong môi trường vĩ mô biến động.

Chúng tôi cũng giảm nhẹ dự báo lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối do kết quả Q1/2026 kém tích cực:

Bảng 210: Các giả định quan trọng, VCB

Chúng tôi điều chỉnh nâng giả định chi phí tín dụng và chi phí HĐ do chi phí trong Q1 cao hơn dự báo và trong bối cảnh Ngân hàng đặt kế hoạch lợi nhuận thuần ở mức thấp

	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
Tăng trưởng tín dụng	15.3%	14.0%	16.0%	16.0%	14.0%	16.0%	16.0%	
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	10.5%	15.1%	18.4%	18.5%	12.8%	18.4%	18.4%	
Tỷ lệ NIM	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%	2.8%	2.9%	3.0%	
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-32.4%	15.0%	24.5%	23.3%	15.5%	24.0%	23.3%	
Tỷ lệ nợ xấu	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	
Chi phí tín dụng	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	
Nợ xấu mới hình thành	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
Tỷ lệ LLR	258.8%	210.3%	199.2%	188.1%	214.4%	203.3%	192.2%	
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	
Hệ số CIR	34.8%	32.9%	31.9%	30.9%	34.0%	33.7%	31.9%	

Nguồn: HSC

Bảng 211: Dự báo lợi nhuận, VCB

HSC giảm dự báo LNTT sau khi nâng giả định chi phí HĐ và chi phí dự phòng

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	58,674	71,922	85,587	99,627	72,253	83,670	99,224
Tăng trưởng		22.6%	19.0%	16.4%	23.1%	15.8%	18.6%
Điều chỉnh					0.5%	-2.2%	-0.4%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,683	14,884	17,113	20,168	14,445	16,292	19,695
Tăng trưởng		8.8%	15.0%	17.9%	5.6%	12.8%	20.9%
Điều chỉnh					-2.9%	-4.8%	-2.3%
Tổng thu nhập HĐ	72,358	86,806	102,699	119,795	86,698	99,962	118,919
Tăng trưởng		20.0%	18.3%	16.6%	19.8%	15.3%	19.0%
Điều chỉnh					-0.1%	-2.7%	-0.7%
Chi phí HĐ	-25,152	-28,519	-32,809	-37,022	-29,505	-33,659	-37,956
Tăng trưởng		13.4%	15.0%	12.8%	17.3%	14.1%	12.8%
Điều chỉnh					3.5%	2.6%	2.5%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	47,205	58,287	69,890	82,773	57,193	66,304	80,963
Tăng trưởng		23.5%	19.9%	18.4%	21.2%	15.9%	22.1%
Điều chỉnh					-1.9%	-5.1%	-2.2%
Chi phí dự phòng	-3,185	-6,991	-8,599	-9,622	-7,648	-8,578	-9,599
Tăng trưởng		119.5%	23.0%	11.9%	140.1%	12.2%	11.9%
Điều chỉnh					9.4%	-0.2%	-0.2%
LNTT	44,020	51,296	61,292	73,151	49,545	57,725	71,364
Tăng trưởng		16.5%	19.5%	19.3%	12.5%	16.5%	23.6%
Điều chỉnh					-3.4%	-5.8%	-2.4%
Lợi nhuận thuần	35,178	41,015	49,009	58,494	39,634	46,156	57,065
Tăng trưởng		16.6%	19.5%	19.4%	12.7%	16.5%	23.6%
Điều chỉnh					-3.4%	-5.8%	-2.4%

Nguồn: HSC

Bảng 212: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB

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

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,470	3,990	4,968	6,124	4,007	4,968	6,124
Tăng trưởng		15.0%	24.5%	23.3%	15.5%	24.0%	23.3%
Điều chỉnh					0.4%	0.0%	0.0%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	6,165	7,547	9,316	10,806	6,938	8,281	10,086
Tăng trưởng		22.4%	23.4%	16.0%	12.5%	19.4%	21.8%
Điều chỉnh					-8.1%	-11.1%	-6.7%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	175	73	85	101	47	84	99
Tăng trưởng		-58.4%	17.4%	18.4%	-72.9%	76.5%	18.4%
Điều chỉnh					-34.8%	-2.0%	-2.1%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	282	282	282	282	291	291	291
Tăng trưởng		0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					3.3%	3.3%	3.3%
Thu nhập khác	3,592	2,991	2,461	2,855	3,162	2,668	3,095
Tăng trưởng		-16.7%	-17.7%	16.0%	-12.0%	-15.6%	16.0%
Điều chỉnh					5.7%	8.4%	8.4%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,683	14,884	17,113	20,168	14,445	16,292	19,695
Tăng trưởng		8.8%	15.0%	17.9%	5.6%	12.8%	20.9%
Điều chỉnh					-2.9%	-4.8%	-2.3%

Nguồn: HSC

Định hướng kinh doanh của VCB

Kết quả kém tích cực gần đây của VCB phản ánh việc đánh đổi chủ động giữa lợi nhuận, sự thận trọng và hỗ trợ chính sách. Trong 3 năm qua, VCB ưu tiên chất lượng bảng CĐKT và hỗ trợ khách hàng thay vì tăng trưởng lợi nhuận. Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong năm 2023 trước khi phục hồi lên 15,3% trong năm 2025, phù hợp với xu hướng của các NHTM có vốn nhà nước, nhưng hệ số ROE giảm từ 24,4% năm 2022 xuống 16,6% năm 2025. Điều này phản ánh nhu cầu thấp ở các phân khúc

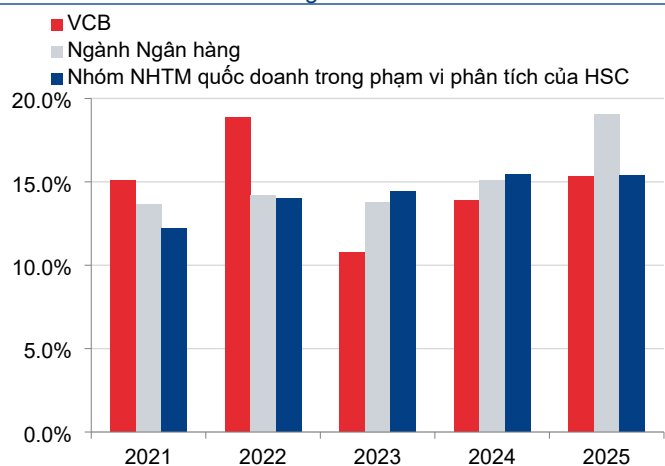
mục tiêu của VCB trong khi nhu cầu tín dụng dịch chuyển nhiều hơn sang lĩnh vực BĐS - không phải là ưu tiên của Ngân hàng. Ngoài ra, VCB duy trì mật bằng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ khách hàng và nền kinh tế, gây áp lực lên cả NIM và thu nhập phí. Tỷ lệ NIM giảm từ 3,4% năm 2022 xuống 2,6% năm 2025, trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ/tổng tài sản bình quân giảm từ 0,4% xuống 0,2%.

Chất lượng tài sản vẫn là ưu tiên trong chiến lược của VCB, ngay cả khi điều này hạn chế tăng trưởng ngắn hạn. Thời gian tới, thông điệp chính vẫn là tăng trưởng bền vững với chất lượng tài sản là ưu tiên. VCB sẽ không theo đuổi tăng trưởng bằng mọi giá. Ngân hàng vẫn chọn lọc trong việc cho vay BĐS, tập trung vào các dự án có nhu cầu ở thực và liên kết với nền kinh tế thực như KCN, khu chế biến phục vụ xuất, du lịch, văn phòng và nhà ở xã hội, trong khi tránh các phân khúc mang tính đầu cơ hơn. Lập trường thận trọng này duy trì chất lượng tài sản tốt với tỷ lệ nợ xấu năm 2025 khoảng 0,6%, thấp hơn đáng kể so với NHTM có vốn nhà nước và tư nhân.

Thu nhập phí có thể là động lực tăng trưởng tiếp theo khi VCB xây dựng hệ sinh thái khách hàng rộng hơn. VCB đang xem xét lại chiến lược đến năm 2030, trong đó bảo hiểm, hợp tác fintech và các sản phẩm bán lẻ hướng đến giới trẻ là các lĩnh vực trọng tâm. Mạng bảo hiểm nhân thọ vẫn dựa trên quan hệ đối tác với FWD, trong khi mạng bảo hiểm phi nhân thọ có thể trở thành trụ cột mới về thu nhập phí và quản trị rủi ro.

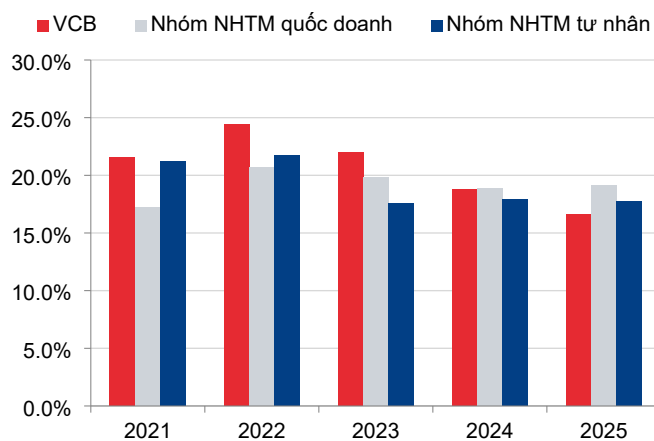
Triển vọng NIM phục hồi giúp củng cố đáng kể tiềm năng trong trung hạn do lợi suất cho vay của VCB thấp hơn đáng kể so với ngành. BLĐ cũng kỳ vọng NIM phục hồi khi điều kiện vĩ mô cải thiện và chúng tôi nhất trí với quan điểm này. Lợi suất cho vay hiện tại của VCB thấp hơn đáng kể so với ngành, thậm chí thấp hơn 50-100 điểm cơ bản so với ngân hàng thấp thứ 2 trong ngành, cho thấy dư địa tăng nhẹ lãi suất cho vay mà không ảnh hưởng đáng kể đến năng lực cạnh tranh. Chúng tôi ước tính mức tăng lãi suất cho vay khoảng 30-50 điểm cơ bản vẫn sẽ giúp VCB cạnh tranh tốt, đồng thời mở ra tiềm năng tăng đáng kể cho NIM.

Biểu đồ 213: Tăng trưởng tín dụng, VCB & các NHTM khác
Tăng trưởng tín dụng đã phục hồi về mức tương đương nhóm NHTM có vốn Nhà nước trong năm 2025



Nguồn: NHNN, các ngân hàng, HSC

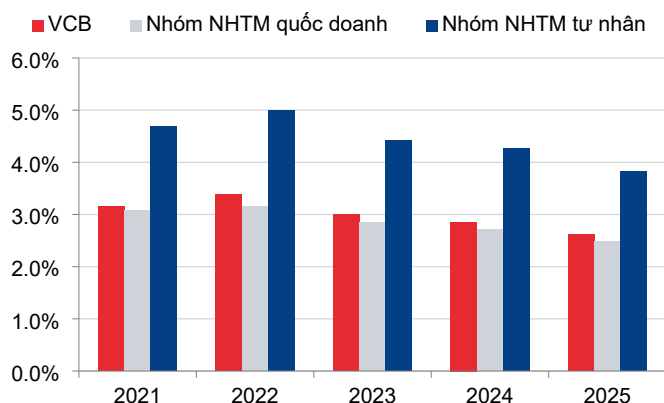
Biểu đồ 214: Hệ số ROE, VCB so với các NHTM khác
Ngân hàng chủ động điều chỉnh giảm khả năng sinh lời để góp phần hỗ trợ nền kinh tế



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 215: Tỷ lệ NIM, VCB so với các NHTM khác

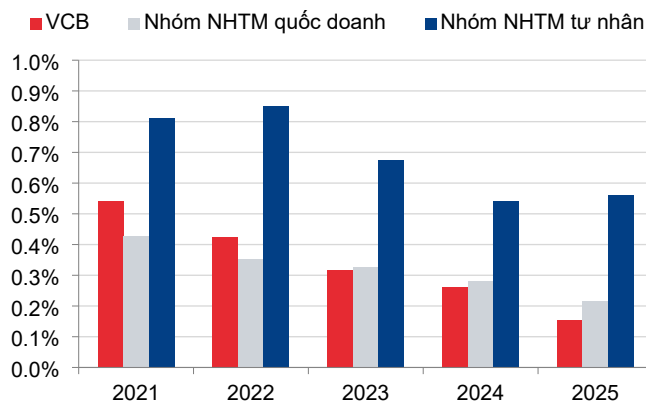
...bao gồm sự sụt giảm ở tỷ lệ NIM



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 216: Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân, VCB so với các NHTM khác

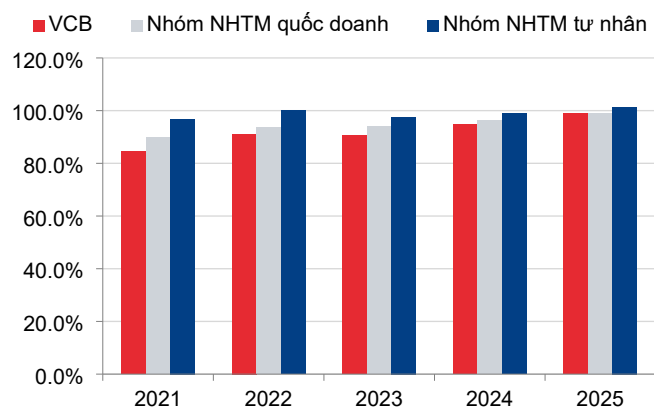
... và thu nhập phí



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 217: Hệ số LDR điều chỉnh, VCB so với các NHTM khác

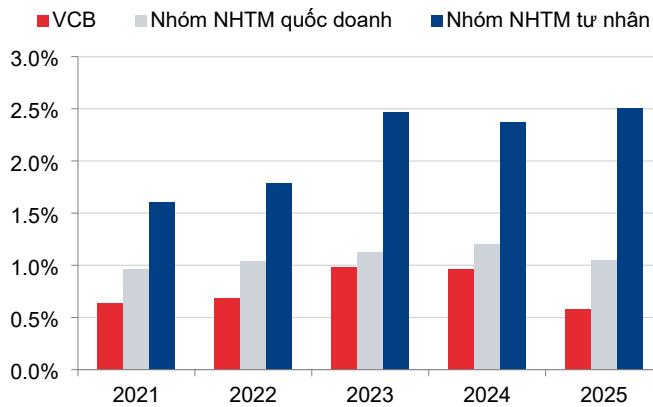
VCB duy trì thanh khoản...



$$\text{Hệ số LDR điều chỉnh} = \frac{\text{Tổng dư nợ tín dụng}}{\text{Tiền gửi KH \& giấy tờ có giá}}$$
 Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 218: Tỷ lệ nợ xấu (chỉ tính trên dư nợ cho vay), VCB so với các NHTM khác

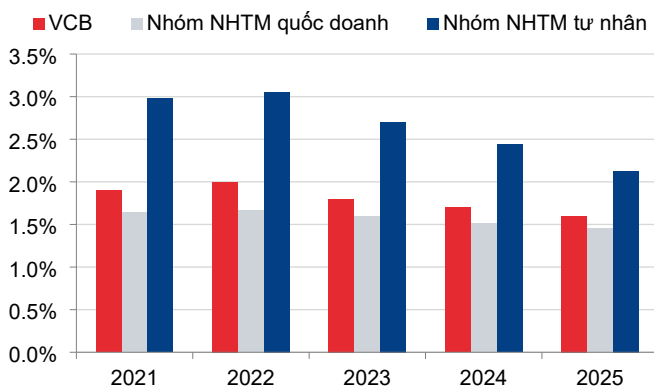
... cũng như quản lý chất lượng tài sản thận trọng hơn



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 219: Tỷ lệ chi phí HĐ / tổng dư nợ tín dụng, VCB so với các NHTM khác

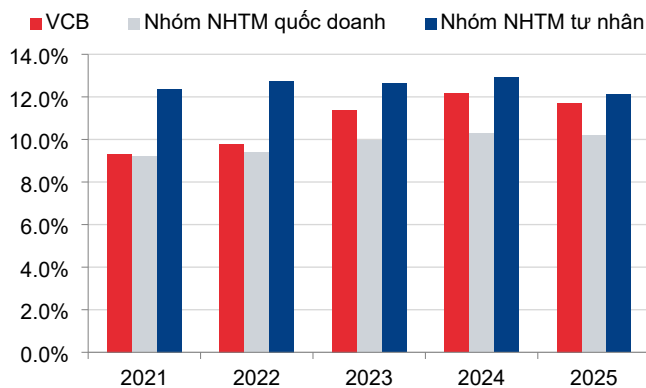
Hiệu quả kiểm soát chi phí HĐ đang cải thiện, sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 220: Hệ số CAR, VCB so với các NHTM khác

Hệ số CAR giảm do chi trả cổ tức tiền mặt



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 3,6% giá mục tiêu lên 75.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB là ngân hàng thận trọng và là cơ hội đầu tư giá trị thay vì câu chuyện tăng trưởng, trong đó lợi nhuận dài hạn được hỗ trợ nhờ NIM phục hồi, thu nhập phí cải thiện và chi phí huy động & chi phí tín dụng thấp mang tính cấu trúc. Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,5 lần và cao hơn 45% so với bình quân ngành, từ đó mang lại định giá hấp dẫn với rủi ro giảm hạn chế.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng nhẹ 3,6% giá mục tiêu lên 75.600đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Do giữ nguyên các giả định định giá khác, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá hấp dẫn và rủi ro giảm hạn chế.

Chúng tôi duy trì quan điểm VCB là ngân hàng thận trọng với năng lực cạnh tranh mạnh và cho rằng đây là cơ hội đầu tư giá trị thay vì tăng trưởng. Tăng trưởng ngắn hạn có thể vẫn khiêm tốn nhưng lợi nhuận dài hạn sẽ cải thiện nhờ NIM phục hồi, thu nhập phí cải thiện và chi phí huy động và chi phí tín dụng thấp mang tính cấu trúc.

Chi tiết định giá của chúng tôi như sau:

Bảng 221: 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
Phản 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 222: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng , VCB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	36,463	42,464	52,500	64,461	82,693	91,522	102,839	108,587
Chi phí vốn CSH	-25,021	-32,511	-36,380	-41,221	-47,157	-54,835	-64,902	-72,392
Lợi nhuận thặng dư	11,442	9,953	16,120	23,240	35,536	36,687	37,937	36,196
Giá trị dài hạn								466,021
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		8,966	13,083	16,993	23,409	21,772	20,283	241,897
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		8,419	12,285	15,956	21,980	20,443	19,045	227,133
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	325,260							
Giá trị sổ sách cuối 2026 (điều chỉnh)	277,520							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	602,780							
Giá trị vốn CSH giữa 2027	632,509							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,356							
Giá mục tiêu cuối 2027	75,600							

Nguồn: HSC

Bảng 223: 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%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.75%	90,900	86,000	81,600	77,700	74,300
	8.25%	86,900	82,400	78,500	74,900	71,700
	8.75%	83,300	79,200	75,600	72,300	69,400
	9.25%	80,000	76,300	73,000	70,000	67,200
	9.75%	77,000	73,600	70,500	67,700	65,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,5 lần và cao hơn 45% so với bình quân ngành. Mức thặng dư đã phục hồi nhẹ từ mức đáy gần đây (khoảng 35%), chủ yếu do giá cổ phiếu các NHTM khác sụt giảm, nhưng vẫn sát mức đáy trong quá khứ. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn với rủi ro giảm hạn chế.

Biểu đồ 224: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,87 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 225: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCB

...thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 2,5 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	93.7	105	138	163	188
Chi phí lãi	(38.2)	(46.4)	(66.1)	(78.9)	(88.3)
Thu nhập lãi thuần	55.4	58.7	72.3	83.7	99.2
Lãi thuần HD dịch vụ	5.14	3.47	4.01	4.97	6.12
Lãi thuần HD KDNH	5.29	6.17	6.94	8.28	10.1
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.07	0.17	0.05	0.08	0.10
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.31	0.28	0.29	0.29	0.29
Thu nhập khác	2.37	3.59	3.16	2.67	3.10
Tổng thu nhập HD	68.6	72.4	86.7	100.0	119
Chi phí HD	(23.0)	(25.2)	(29.5)	(33.7)	(38.0)
LN trước dự phòng	45.6	47.2	57.2	66.3	81.0
Chi phí dự phòng	(3.31)	(3.19)	(7.65)	(8.58)	(9.60)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	42.2	44.0	49.5	57.7	71.4
Chi phí thuế TNDN	(8.38)	(8.82)	(9.89)	(11.5)	(14.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)
Lợi nhuận thuần	33.8	35.2	39.6	46.2	57.1
EPS (đồng)	4,049	4,210	4,594	5,187	6,413
DPS (đồng)	0	450	484	820	954
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

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	17.3	20.4	24.2
Tiền gửi tại NHNN	49.3	37.4	38.3	56.7	67.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	389	522	661	501	594
Chứng khoán kinh doanh	4.58	11.5	9.98	7.04	8.30
Các công cụ tài chính phái sinh	1.31	0.37	0.40	0.40	0.40
Số dư cho vay thuần	1,418	1,649	1,872	2,175	2,527
Tổng dư nợ cho vay	1,449	1,674	1,909	2,216	2,571
Dự phòng rủi ro	(31.2)	(25.0)	(36.8)	(40.5)	(44.5)
Chứng khoán đầu tư	167	162	190	228	268
CK đầu tư sẵn sàng để bán	86.8	143	160	188	221
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	80.8	22.4	30.0	39.9	47.0
Dự phòng rủi ro	(0.25)	(3.36)	(0.15)	(0.17)	(0.19)
Đầu tư dài hạn	2.23	2.26	3.51	3.51	3.51
Tài sản cố định	8.09	8.23	8.43	8.93	9.43
Tài sản khác	30.9	34.0	36.1	48.5	56.2
Tổng tài sản	2,085	2,442	2,837	3,050	3,558
Nợ phải trả	1,886	2,214	2,541	2,719	3,183
Tiền gửi của NHNN	78.2	160	208	0.89	1.03
Tiền gửi của các TCTD khác	235	321	374	400	438
Tổng tiền gửi KH	1,515	1,673	1,884	2,235	2,646
Trái phiếu và CCTG	24.1	27.1	32.6	34.0	40.3
Nợ khác	34.8	33.5	42.2	48.9	56.7
Vốn chủ sở hữu	199	227	296	331	375
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	121	150	187
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	36.9	48.1	54.1	61.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.10	0.07	0.08	0.08	0.08
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	2,085	2,442	2,837	3,050	3,558
BVPS (đồng)	23,799	27,223	33,213	37,166	42,111

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	16.2	7.51	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	12.7	18.6	18.4
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	8.70	10.5	12.8	18.4	18.4
Tăng trưởng VCSH (%)	20.6	14.4	29.9	11.9	13.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	3.33	5.90	23.1	15.8	18.6
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	5.08	9.23	17.3	14.1	12.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(0.56)	3.63	21.2	15.9	22.1
Tăng trưởng LNTT (%)	2.41	4.22	12.5	16.5	23.6
Tăng trưởng LN thuần (%)	2.42	3.98	12.7	16.5	23.6
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.49	3.20	3.28	3.40	3.60
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.17)	(1.11)	(1.12)	(1.14)	(1.15)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.8	98.7	98.8	98.8	98.6
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.82	3.08	3.66	4.06	4.47
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	52.3	54.4	61.0	68.9	83.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	15.2	14.6	13.4	11.9	9.61
P/B (lần)	2.59	2.26	1.85	1.66	1.46
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.73	0.79	1.33	1.55
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	49.3	48.6	45.7	46.2	48.0
ROAA (%)	1.72	1.55	1.50	1.57	1.73
ROAE (%)	18.6	16.5	15.2	14.7	16.2
Chi phí huy động BQ (%)	2.20	2.30	2.82	3.05	3.05
Lợi suất góp BQ (%)	4.83	4.70	5.30	5.59	5.76
Lợi suất thuần (%)	2.63	2.40	2.48	2.54	2.71
Tỷ lệ NIM (%)	2.86	2.63	2.77	2.88	3.05
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	7.49	4.80	4.62	4.97	5.15
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	80.8	81.1	83.3	83.7	83.4
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	11.7	14.1	12.0	11.3	11.4
Tỷ lệ CIR (%)	33.6	34.8	34.0	33.7	31.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.7	10.5	15.8	14.9
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.2	11.3	12.5	12.4	12.1
VCSH/Tổng TS (%)	9.54	9.31	10.4	10.8	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	10.5	10.7	9.60	9.22	9.49
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	214	203	192
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	95.7	100	101	99.1	97.2
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.2	15.9	16.3	15.0	14.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.5	68.5	67.3	72.6	72.3
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

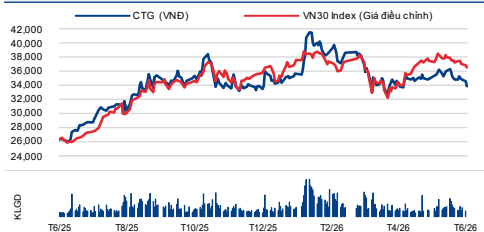
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ48,300 (giữ nguyên)
 Tiềm năng tăng/giảm: 42.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	33,850
Mã Bloomberg	CTG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,960-41,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	262,911
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,984
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)	381
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.1%
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	(3.15)	(8.14)	28.5
So với chỉ số	(0.70)	(6.38)	(7.30)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,804	4,906	(2.1)
2027F	5,461	5,671	(3.7)
2028F	6,265	6,676	(6.2)

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

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

Khởi đầu chậm nhưng vị thế vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho CTG với giá mục tiêu ở mức 48.300đ, sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 và chuyển thời điểm cơ sở định giá.
- Chúng tôi giảm bình quân 2,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 chủ yếu sau khi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 18,4%, 13,5% và 14,5% trong năm 2026, 2027 và 2028. Với vị thế là NHTM có vốn nhà nước và có lợi thế huy động tiền gửi, CTG có vị thế tốt hơn so với nhiều NHTM khác để vượt qua những thách thức về huy động.
- CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần. Với tốc độ CAGR lợi nhuận thuần 3 năm đạt 15,9% và hệ số ROE bình quân đạt 19,2%, vượt trội trong nhóm NHTM có vốn nhà nước, CTG là cơ hội đầu tư giá trị-tăng trưởng hấp dẫn và tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong nhóm NHTM có vốn nhà nước.

Sự kiện: Nhìn lại triển vọng 2026-2028 sau KQKD Q1/2026

CTG đã ghi nhận LNTT Q1/2026 đạt 11,1 nghìn tỷ đồng (tăng 63,3% so với mức nền thấp cùng kỳ). Tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh hơn kỳ vọng nhờ NIM mở rộng thay vì giảm nhẹ như giả định trước đó. Tuy nhiên, chiến lược trích lập dự phòng sớm của CTG làm tăng chi phí tín dụng khiến LNTT thấp hơn dự báo. Sau khi BLĐ cập nhật về tình hình NIM trong phân còn lại của năm 2026, cân đối với điều kiện thanh khoản toàn ngành và tăng trưởng tín dụng của CTG trong 4 tháng đầu năm 2026 (tăng 2,6% kể từ đầu năm), chúng tôi đánh giá thận trọng hơn đối với triển vọng tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng.

Tác động: Giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 2,9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng lần lượt 18,4%, 13,5% và 14,5%, chủ yếu do hạ giả định tăng trưởng tín dụng trong năm 2026.

Chúng tôi tin rằng cơ sở khách hàng vững chắc, danh mục cho vay đa dạng, năng lực huy động tốt và chất lượng tài sản cải thiện, sẽ tạo nền tảng tốt cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo cùng với việc đẩy mạnh tập trung vào cho vay đầu tư cơ sở hạ tầng và thu nhập phí.

Định giá và khuyến nghị

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần, thấp hơn 3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 18% so với BID, ngân hàng tương đồng nhất.

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 48.300đ do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận phần lớn được bù đắp với tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026.

Tại giá mục tiêu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 38% và P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,78 lần và 1,51 lần. Với hệ số ROE năm 2026 đạt 19,2% và tốc độ CAGR EPS 3 năm đạt 15,9%, vượt trội so với nhóm NHTM có vốn nhà nước, CTG là cơ hội đầu tư giá trị - tăng trưởng hấp dẫn và 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	77.0	89.2	102
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	81.9	87.3	101	114	130
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	25.3	34.6	41.0	46.5	53.2
EPS (đồng)	3,264	4,454	5,274	5,987	6,854
DPS (đồng)	0	450	500	500	500
BVPS (đồng)	18,995	22,974	27,175	31,989	37,818
P/E (lần)	10.4	7.60	6.42	5.65	4.94
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.33	1.48	1.48	1.48
P/B (lần)	1.78	1.47	1.25	1.06	0.90
Tăng trưởng EPS (%)	27.4	36.5	18.4	13.5	14.5
ROAE (%)	18.6	21.2	21.0	20.2	19.6

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

Ở vị thế tốt để vượt qua khó khăn về thanh khoản

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD Q1/2026 của CTG và cập nhật thông tin mới nhất từ BLĐ, chúng tôi giảm nhẹ giả định tăng trưởng tín dụng và nâng dự báo chi phí dự phòng. Chúng tôi giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng lần lượt 18,4%, 13,5% và 14,5%. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 48.300đ do tác động từ việc hạ dự báo lợi nhuận phần lớn được bù đắp nhờ tác động từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 43% và P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,78 lần và 1,51 lần. Với hệ số ROE dự phóng năm 2026 đạt 19,2% và tốc độ tăng trưởng CAGR EPS 3 năm đạt 15,9%, vượt trội so với các NHTM có vốn nhà nước khác, trong khi vẫn đang giao dịch với định giá chiết khấu, CTG là một cơ hội đầu tư giá trị - tăng trưởng hấp dẫn và vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Triển vọng và dự báo cho giai đoạn 2026-2028

Bảng cân đối tăng trưởng khiêm tốn

Tăng trưởng tín dụng: Tổng tín dụng tăng 1,8% kể từ đầu năm trong Q1/2026, thấp hơn so với bình quân ngành. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ phân khúc FDI (tăng 6,3% kể từ đầu năm) và khách hàng doanh nghiệp lớn (tăng 5,1% kể từ đầu năm), tiếp theo là phân khúc DNNVV (tăng 3,4% kể từ đầu năm), trong khi cho vay bán lẻ giảm 2,1% kể từ đầu năm. Tính đến cuối tháng 4, tăng trưởng tín dụng đạt 2,6% kể từ đầu năm.

Huy động: Tiền gửi khách hàng tăng tương ứng, đạt 1,7% kể từ đầu năm trong Q1/2026. Tiền gửi KBNN tăng 37,6% đạt 185 nghìn tỷ đồng, cung cấp thêm nguồn vốn hỗ trợ. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn giảm 0,7 điểm phần trăm xuống 24,9%. Do mặt bằng lãi suất gia tăng và yếu tố mùa vụ, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn sụt giảm đã nằm trong dự báo và mức độ thu hẹp của CTG tương đối nhẹ so với bình quân ngành.

Điều chỉnh: Chúng tôi hạ giả định tăng trưởng tín dụng năm 2026 xuống 12% từ 15% do tốc độ mở rộng bảng cân đối kể từ đầu năm tương đối khiêm tốn, chúng tôi tin rằng điều này phản ánh những hạn chế về thanh khoản trong ngành và sự thận trọng của BLĐ. Thông tư 08/2026 cho phép bao gồm 20% tiền gửi KBNN vào cơ sở tiền gửi khi tính toán hệ số LDR. Điều này sẽ giúp giảm một phần áp lực huy động cho các NHTM có vốn nhà nước, bao gồm CTG, và tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Theo Thông tư 22 trước đây, 20% phần tiền gửi KBNN đã bị loại trừ khỏi cơ sở tiền gửi trong Q1/2026. Chúng tôi cũng hạ giả định tăng trưởng tiền gửi năm 2026 xuống 12%, phù hợp với tốc độ tăng trưởng tín dụng.

NIM ổn định trong Q1, tốt hơn kỳ vọng, nhưng áp lực chi phí huy động đang tăng lên

Tỷ lệ NIM đã phục hồi 14 điểm cơ bản so với quý trước đạt 2,81%, vượt giả định của chúng tôi, nhờ lợi suất tài sản tăng 30 điểm cơ bản trong khi chi phí huy động tăng 16 điểm cơ bản. Tỷ lệ NIM của CTG là một điểm sáng trong ngành khi hầu hết các NHTM khác đều ghi nhận NIM thu hẹp từ nhẹ đến vừa phải so với quý trước.

Tuy nhiên, BLĐ cho biết áp lực chi phí huy động sẽ trở nên rõ rệt hơn kể từ Q2/2026, có khả năng làm NIM giảm nhẹ so với quý trước. Trong cả năm 2026, NIM vẫn được kỳ vọng sẽ cải thiện nhẹ so với cùng kỳ.

Điều chỉnh: Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên các giả định về NIM cho CTG trong năm 2026-2027 nhưng giảm nhẹ giả định NIM cho năm 2028.

Bảng 226: Các giả định quan trọng, CTG

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định tăng trưởng tín dụng trong năm 2026

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
Tăng trưởng cho vay	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%	12.0%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%	12.0%	15.0%	15.0%
Tỷ lệ NIM	2.65%	2.71%	2.80%	2.88%	2.70%	2.79%	2.82%
Tỷ lệ nợ xấu	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.07%	1.08%	1.07%
Chi phí tín dụng	0.93%	0.84%	0.85%	0.90%	0.87%	0.87%	0.86%
Nợ xấu mới hình thành	0.99%	0.73%	0.84%	0.84%	0.76%	0.84%	0.84%
Hệ số LLR	158.8%	155.1%	143.9%	138.0%	157.9%	147.4%	138.0%
Hệ số CIR	30.4%	30.2%	29.8%	29.1%	30.4%	30.4%	30.1%

Nguồn: HSC

Bảng 227: Dự báo lợi nhuận, CTG

Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 2,9% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm trong giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	66,453	78,014	91,557	106,833	77,001	89,244	102,482
Tăng trưởng	6.5%	17.4%	17.4%	16.7%	15.9%	15.9%	14.8%
Điều chỉnh					-1.3%	-2.5%	-4.1%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,329	7,156	8,363	9,788	7,561	8,843	10,359
Tăng trưởng	-5.5%	13.1%	16.9%	17.0%	19.5%	17.0%	17.1%
Điều chỉnh					5.7%	5.7%	5.8%
Thu nhập ngoài lãi khác	14,513	15,936	16,070	17,225	15,971	15,770	16,940
Tăng trưởng	13.3%	9.8%	0.8%	7.2%	10.0%	-1.3%	7.4%
Điều chỉnh					0.2%	-1.9%	-1.7%
Tổng thu nhập HĐ	87,295	101,106	115,989	133,847	100,532	113,857	129,781
Tăng trưởng	6.6%	15.8%	14.7%	15.4%	15.2%	13.3%	14.0%
Điều chỉnh					-0.6%	-1.8%	-3.0%
Chi phí HĐ	(26,551)	(30,531)	(34,561)	(39,004)	(30,531)	(34,561)	(39,004)
Tăng trưởng	17.8%	15.0%	13.2%	12.9%	15.0%	13.2%	12.9%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	60,744	70,575	81,428	94,842	70,001	79,297	90,777
Tăng trưởng	2.3%	16.2%	15.4%	16.5%	15.2%	13.3%	14.5%
Điều chỉnh					-0.8%	-2.6%	-4.3%
Chi phí dự phòng	(17,298)	(18,015)	(21,058)	(25,511)	(18,451)	(20,808)	(23,848)
Tăng trưởng	-37.3%	4.1%	16.9%	21.1%	6.7%	12.8%	14.6%
Điều chỉnh					2.4%	-1.2%	-6.5%
LNTT	43,446	52,560	60,370	69,332	51,550	58,489	66,929
Tăng trưởng	36.8%	21.0%	14.9%	14.8%	18.7%	13.5%	14.4%
Điều chỉnh					-1.9%	-3.1%	-3.5%
Lợi nhuận thuần	34,591	41,768	48,002	55,157	40,960	46,497	53,234
Tăng trưởng	36.5%	20.7%	14.9%	14.9%	18.4%	13.5%	14.5%
Điều chỉnh					-1.9%	-3.1%	-3.5%

Nguồn: HSC

Thu nhập ngoài lãi tích cực ở tất cả các mảng

Thu nhập ngoài lãi khả quan ở tất cả các hạng mục trong Q1/2026, trong đó lãi thuần HĐ dịch vụ tăng 15% so với cùng kỳ, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoài hối tăng 19% so với cùng kỳ và thu nhập khác tăng 13% so với cùng kỳ, bao gồm thu nhập từ thu hồi nợ xấu đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 14,8% so với cùng kỳ). Động lực chính của lãi thuần HĐ dịch vụ bao gồm phí bảo lãnh và lãi từ dịch vụ thanh toán, tăng lần lượt 41% và 38% so với cùng kỳ.

BLĐ cập nhật thu nhập từ thu hồi nợ xấu đạt khoảng 3 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 4, theo sát kế hoạch năm 2026 là khoảng 10 nghìn tỷ đồng.

Điều chỉnh: Chúng tôi tăng khoảng 6% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ, trong khi giữ nguyên các giả định thu nhập ngoài lãi khác.

Chất lượng tài sản cải thiện nhờ trích lập dự phòng chủ động

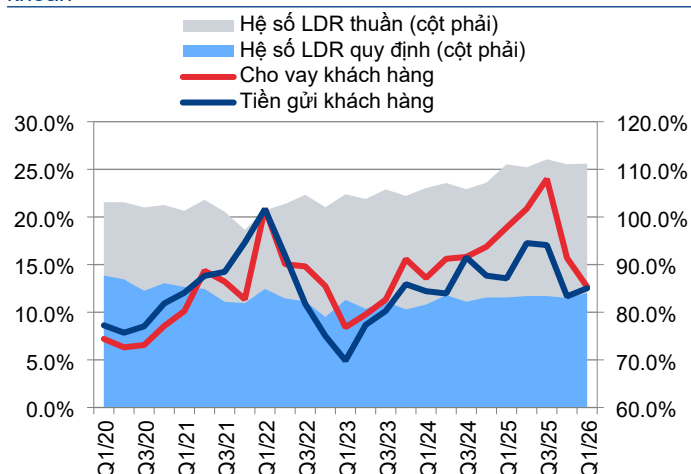
CTG đã trích lập dự phòng 7,7 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026. Mặc dù thấp hơn một chút so với cùng kỳ nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với bình quân 3 quý trước đó, điều này cho thấy CTG tiếp tục áp dụng cách tiếp cận thận trọng với việc đẩy mạnh trích lập dự phòng vào đầu năm.

Nhờ trích lập dự phòng chủ động, chất lượng tài sản của Ngân hàng đã được cải thiện nhẹ với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,02% từ 1,1% tại thời điểm cuối năm 2025, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 167% từ 159%. Cơ cấu theo phân khúc, tỷ lệ nợ xấu phân khúc khách hàng doanh nghiệp là 1,07%, trong khi tỷ lệ nợ xấu phân khúc bán lẻ là 0,91%.

Đáng chú ý, nợ nhóm 5 đã giảm 40% so với quý trước sau khi xử lý nợ quy mô lớn, tương đương 58% tổng nợ xấu, so với 91% tại thời điểm cuối năm 2025. Điều này cho thấy áp lực trích lập dự phòng sẽ giảm bớt trong các quý tiếp theo. BLĐ ước tính chi phí dự phòng năm 2026 sẽ ở mức 17-18 nghìn tỷ đồng, nhìn chung sát với dự báo mới của chúng tôi (18,5 nghìn tỷ đồng), điều chỉnh tăng nhẹ sau khi CTG trích lập dự phòng sớm vào Q1/2026.

Biểu đồ 228: Tăng trưởng cho vay & tăng trưởng tiền gửi và hệ số LDR, CTG

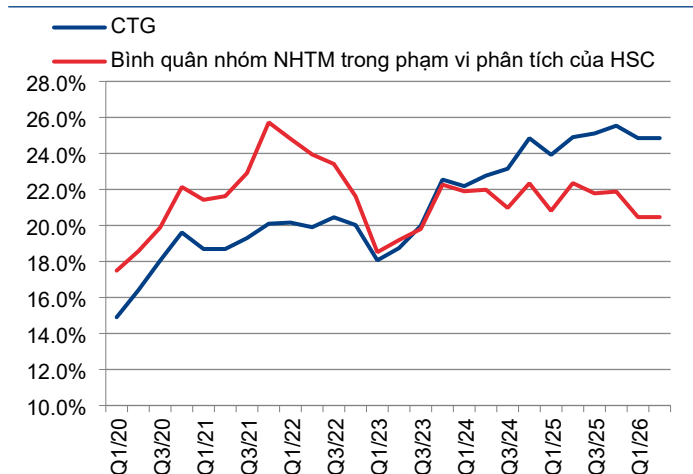
Đà tăng trưởng đã chậm lại trong hai quý gần đây do áp lực thanh khoản



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 229: So sánh CASA

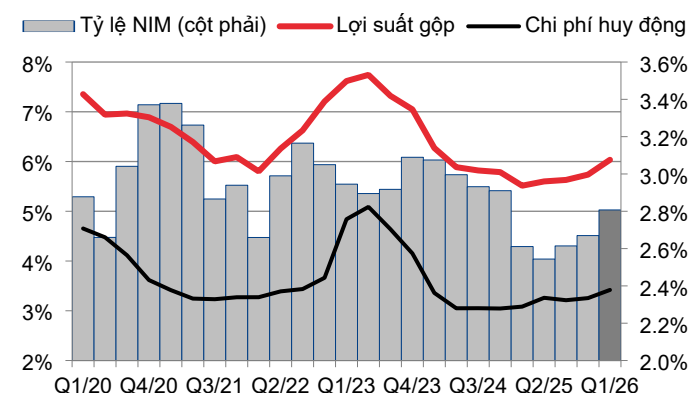
Tỷ lệ CASA của CTG đã cải thiện đáng kể trong 5 năm qua



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 230: Tỷ lệ NIM theo quý, CTG

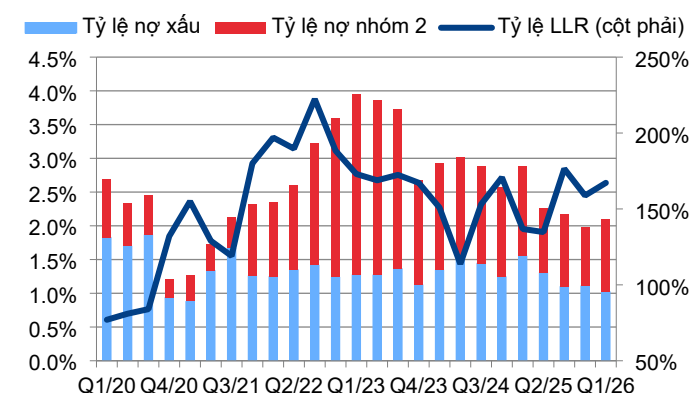
Tỷ lệ NIM Q1 tăng 15 điểm cơ bản so với quý trước



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 231: Tỷ lệ nợ xấu và LLR, CTG

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



Nguồn: CTG, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 48.300đ sau khi điều chỉnh giảm bình quân 2,9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 43% và P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 1,78 lần và 1,51 lần với hệ số ROE dự phóng năm 2026 đạt 19,2%.

Với tốc độ tăng trưởng CAGR EPS 3 năm dự báo đạt 15,9%, so với 7,8% của BID và 15% của VCB, CTG là cơ hội đầu tư giá trị-tăng trưởng hấp dẫn và tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các NHTM có vốn nhà nước.

Bảng 232: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, CTG

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	37,314	42,413	48,660	52,871	60,753	66,922	72,083	80,769	84,000
(-) Chi phí vốn CSH	24,546	29,035	34,179	40,406	46,093	52,481	59,316	66,439	69,097
Lợi nhuận thặng dư	12,768	13,378	14,481	12,465	14,660	14,441	12,767	14,330	14,903
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.14	1.29	1.47	1.67	1.89	2.14	2.41	
Giá trị hiện tại	12,768	11,760	11,191	8,468	8,774	7,632	5,971	76,589	
Vốn CSH đầu tư	211,068	248,460							
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	143,152	148,320							
Giá trị vốn CSH	354,220	396,780							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	7,767	7,767							
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	45,606	51,086							
Giá mục tiêu giữa 2027	48,346								

Nguồn: HSC

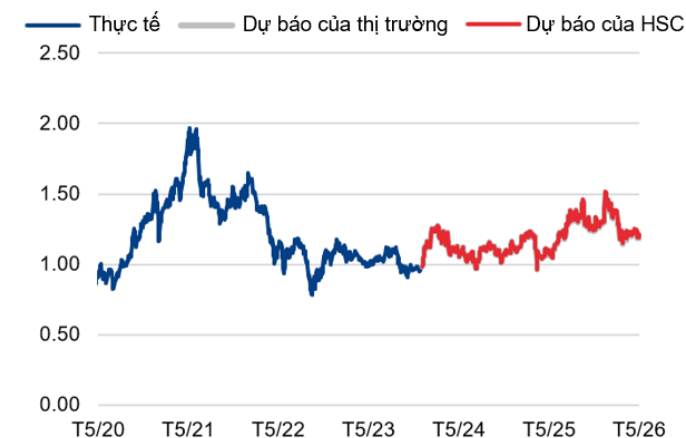
Bảng 233: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CTG

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH					
	3.0%	7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.50%
3.0%	68,194	62,107	56,828	52,208	50,108	
3.5%	62,242	56,952	52,323	48,239	46,374	
4.0%	57,077	52,437	48,346	44,712	43,044	
4.5%	52,553	48,453	44,811	41,557	40,056	
5.0%	48,560	44,911	41,650	38,719	37,362	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 234: P/B trượt dự phóng 1 năm, CTG

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 235: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, CTG

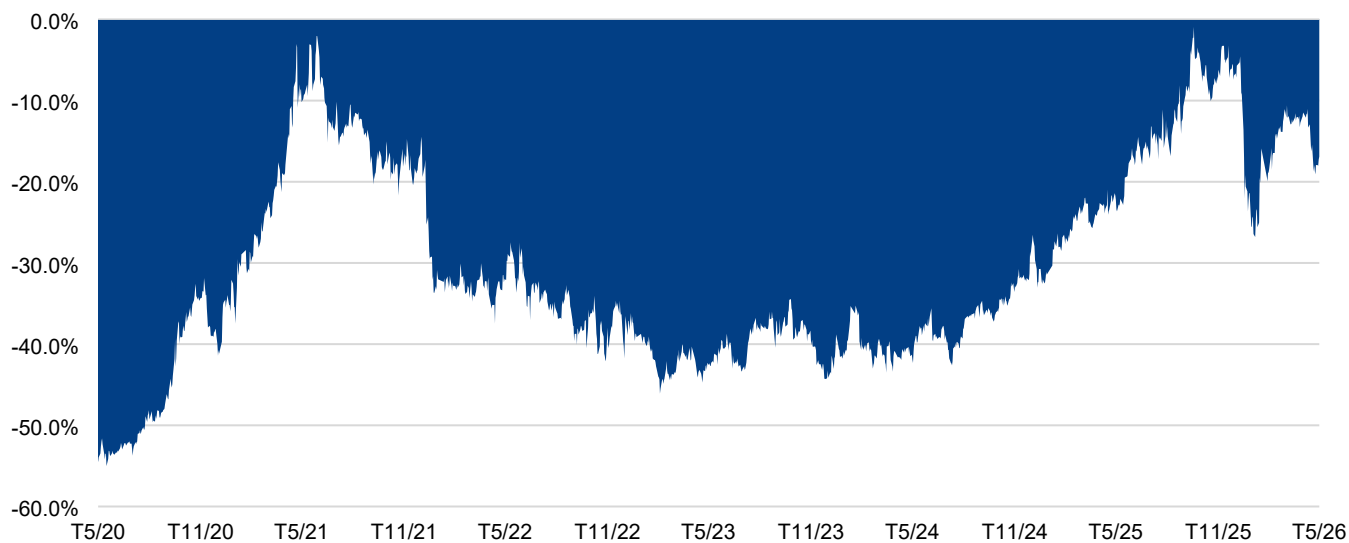
...sát với giá trị bình quân là 1,18 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 236: Chiết khấu định giá của CTG so với BID

Chiết khấu định giá của CTG so với BID đã thu hẹp đáng kể trong hai năm qua



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	124	143	178	191	217
Chi phí lãi	(62.1)	(76.7)	(101)	(102)	(114)
Thu nhập lãi thuần	62.4	66.5	77.0	89.2	102
Lãi thuần HD dịch vụ	6.70	6.33	7.56	8.84	10.4
Lãi thuần HD KDNH	4.20	3.12	3.90	4.49	5.16
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.20)	0.86	0.80	0.40	0.40
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.39	0.44	0.46	0.49	0.51
Thu nhập khác	8.42	10.1	10.8	10.4	10.9
Tổng thu nhập HD	81.9	87.3	101	114	130
Chi phí HD	(22.5)	(26.6)	(30.5)	(34.6)	(39.0)
LN trước dự phòng	59.4	60.7	70.0	79.3	90.8
Chi phí dự phòng	(27.6)	(17.3)	(18.5)	(20.8)	(23.8)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	31.8	43.4	51.6	58.5	66.9
Chi phí thuế TNDN	(6.28)	(8.59)	(10.3)	(11.7)	(13.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.13)	(0.27)	(0.28)	(0.29)	(0.31)
Lợi nhuận thuần	25.3	34.6	41.0	46.5	53.2
EPS (đồng)	3,264	4,454	5,274	5,987	6,854
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

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	13.5	15.2	18.3
Tiền gửi tại NHNN	34.4	35.2	40.2	46.2	53.1
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	2,193	2,524	2,906
Tổng dư nợ cho vay	1,722	1,992	2,231	2,566	2,951
Dự phòng rủi ro	(36.7)	(34.8)	(38.8)	(41.6)	(44.8)
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	11.7
Tài sản khác	44.7	55.6	56.7	57.9	59.0
Tổng tài sản	2,385	2,768	3,085	3,500	3,975
Nợ phải trả	2,237	2,588	2,872	3,249	3,679
Tiền gửi của NHNN	154	145	149	153	158
Tiền gửi của các TCTD khác	276	418	459	505	556
Tổng tiền gửi KH	1,606	1,794	2,009	2,310	2,657
Trái phiếu và CCTG	152	174	191	211	232
Nợ khác	48.1	58.0	63.6	69.7	76.5
Vốn chủ sở hữu	148	178	211	248	294
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	80.2	109	143
Quỹ & vốn khác của CSH	26.5	33.6	44.2	52.5	63.8
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	3,085	3,500	3,975
BVPS (đồng)	18,995	22,974	27,175	31,989	37,818

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	11.5	13.4	13.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	16.9	15.7	12.0	15.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	13.9	11.7	12.0	15.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.2	11.9	11.8	14.6	14.6
Tăng trưởng VCSH (%)	18.0	20.9	18.3	17.7	18.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	17.8	6.49	15.9	15.9	14.8
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	15.2	13.3	14.5
Tăng trưởng LNTT (%)	27.1	36.8	18.7	13.5	14.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	27.4	36.5	18.4	13.5	14.5

Chỉ số hiệu quả	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tổng TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.71	3.39	3.44	3.46	3.47
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.02)	(1.03)	(1.04)	(1.05)	(1.04)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	96.3	97.4	97.4	97.3	97.4
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	3.31	3.49	3.98	4.47	5.04
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	22.7	31.0	36.7	41.7	47.7

Chỉ số định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	10.4	7.60	6.42	5.65	4.94
P/B (lần)	1.78	1.47	1.25	1.06	0.90
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.33	1.48	1.48	1.48

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 HD (%)	30.9	39.6	40.7	40.8	41.0
ROAA (%)	1.15	1.34	1.40	1.41	1.42
ROAE (%)	18.6	21.2	21.0	20.2	19.6
Chi phí huy động BQ (%)	3.07	3.25	3.77	3.41	3.37
Lợi suất góp BQ (%)	5.85	5.71	6.23	5.97	5.96
Lợi suất thuần (%)	2.78	2.45	2.46	2.57	2.59
Tỷ lệ NIM (%)	2.93	2.65	2.70	2.79	2.82
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	8.17	7.25	7.52	7.77	7.98
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	76.2	76.1	76.6	78.4	79.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	15.6	16.6	15.9	13.9	13.1
Tỷ lệ CIR (%)	27.5	30.4	30.4	30.4	30.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.1	9.48	8.35	7.30

Chỉ số an toàn vốn	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Hệ số CAR (%)	9.54	10.4	10.9	11.2	12.2
VCSH/Tổng TS (%)	6.18	6.45	6.84	7.10	7.39
Đòn bẩy vốn (lần)	16.2	15.5	14.6	14.1	13.5

Chỉ số chất lượng tài sản	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.25	1.10	1.10	1.10	1.10
Hệ số LLR (%)	171	159	158	147	138

Chỉ số thanh khoản	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Hệ số LDR (%)	107	111	111	111	111
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.6	17.5	17.3	16.7	16.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.2	72.0	72.3	73.3	74.2

Quy mô	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
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

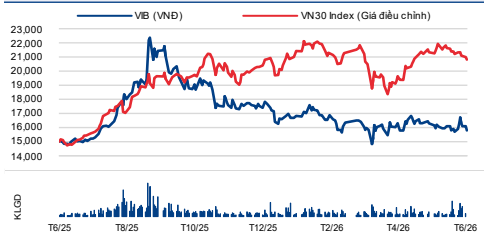
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ20,000 (từ VNĐ20,800)
 Tiềm năng tăng/giảm: 26.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	15,800
Mã Bloomberg	VIB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,804-22,375
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	53,783
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,043
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,404
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	158
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	4.99%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.63%
Tỷ lệ freefloat	51.2%
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	(3.07)	(1.39)	5.25
So với chỉ số	(0.62)	0.50	(24.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,393	2,512	(4.7)
2027F	2,548	2,974	(14.3)
2028F	2,880	2,727	5.6

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 hấp dẫn bù đắp các thách thức hiện tại

- HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 20.000đ sau khi nâng giá định chi phí vốn CSH và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2027-2028. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn.
- Chúng tôi tăng 4% dự báo LNTT năm 2026 để phản ánh khoản thu nhập một lần ngoài dự báo trong Q1 nhưng giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027-2028, tương đương LNTT tăng trưởng trung bình 12% trong giai đoạn 2026-2028. Áp lực NIM tiếp tục là chủ đề chính của VIB, được bù đắp nhờ chất lượng tài sản ổn định do Ngân hàng tiếp tục mở rộng phân khúc khách hàng doanh nghiệp.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,97 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân - mức cao kỷ lục. Chúng tôi đánh giá định giá hiện tại là hấp dẫn.

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

Lãi suất tăng cao gây trở ngại cho mô hình kinh doanh tập trung vào phân khúc bán lẻ của VIB. Tăng trưởng cho vay bán lẻ, NIM và thu hồi nợ xấu khả năng sẽ gặp thách thức từ sự suy yếu của thanh khoản thị trường BĐS và tiêu dùng hàng hóa giá trị lớn. Áp lực lên NIM vẫn là chủ đề chính trong bối cảnh chi phí huy động gia tăng cùng chiến lược tiếp tục dịch chuyển sang cho vay khách hàng doanh nghiệp vì nhu cầu tín dụng bán lẻ suy yếu. Sự chuyển dịch này sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận, nhưng hỗ trợ dần cải thiện chất lượng tài sản của Ngân hàng. Bên cạnh đó, với triển vọng doanh thu kém tích cực, kiểm soát chi phí vẫn là động lực chính hỗ trợ lợi nhuận.

Tác động: Tăng 4% dự báo năm 2026 & giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027-2028

Chúng tôi tăng 4% dự báo LNTT năm 2026 chủ yếu do phản ánh khoản lợi nhuận một lần ngoài dự báo được ghi nhận trong Q1/2026 trong khi giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027-2028 do triển vọng NIM suy yếu. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 12% trong giai đoạn 2026-2028.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 20.000đ chủ yếu sau khi nâng giá định chi phí vốn CSH và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2027-2028. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 1,23 lần với hệ số ROE dự phóng bình quân 3 năm đạt 16%. Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,97 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,23 lần và chiết khấu kỷ lục 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng chênh lệch định giá sẽ thu hẹp đáng kể trong ngắn hạn, rủi ro giảm được đánh giá là hạn chế. Chúng tôi tin rằng định giá của VIB đang thấp hơn giá trị bất chấp những khó khăn hiện tại, nhờ triển vọng hệ số ROE đạt 16% - vẫn tốt đối với một ngân hàng quy mô vừa - và ít rủi ro tiềm ẩn. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn.

Một động lực quan trọng cho định giá được kỳ vọng là khả năng tham gia của NĐT chiến lược mới sau khi CBA thoái vốn. Mặc dù chưa có thông báo chính thức, sự kiện này có thể mang lại cơ hội định giá lại cho cổ phiếu VIB.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	16,750	16,092	17,590	20,621	24,296
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	20,569	20,007	22,664 ▲	24,734	28,462
LN thuần (tỷ đồng)	7,204	7,285	8,287	8,827	9,968
EPS (đồng)	2,127	2,143	2,438 ▲	2,597 ▲	2,932 ▲
DPS (đồng)	1,250	700	900	600	700
BVPS (đồng)	12,330	13,779	15,293 ▲	17,179 ▲	19,287 ▲
P/E (lần)	7.43	7.37	6.48	6.08	5.39
Lợi suất cổ tức (%)	7.91	4.43	5.70	3.80	4.43
P/B (lần)	1.28	1.15	1.03	0.92	0.82
Tăng trưởng EPS (%)	(16.0)	0.77	13.7	6.52	12.9
ROAE (%)	18.1	16.4	16.7	16.0	16.1

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

Đánh đổi tỷ suất lợi nhuận để ổn định chất lượng tài sản; khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá

HSC tăng 4% dự báo LNTT năm 2026 chủ yếu do phản ánh khoản lợi nhuận một lần ngoài dự báo trong Q1/2026, trong khi giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027-2028 do triển vọng NIM suy yếu. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 12% trong giai đoạn 2026-2028. Câu chuyện của VIB có sự tiến triển, trong đó NIM suy yếu được bù đắp bởi chất lượng tài sản cải thiện. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm nhu cầu cho vay bán lẻ sẽ yếu trong bối cảnh thanh khoản thị trường BĐS sụt giảm - đặc biệt là đất nền và nhà đất - và niềm tin tiêu dùng thấp chủ yếu do lãi suất tăng. Theo đó, VIB có thể tìm kiếm động lực tăng trưởng từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp trong tương lai gần, đánh đổi tỷ lệ NIM để đổi lấy chất lượng tài sản và duy trì tăng trưởng bằng cân đối.

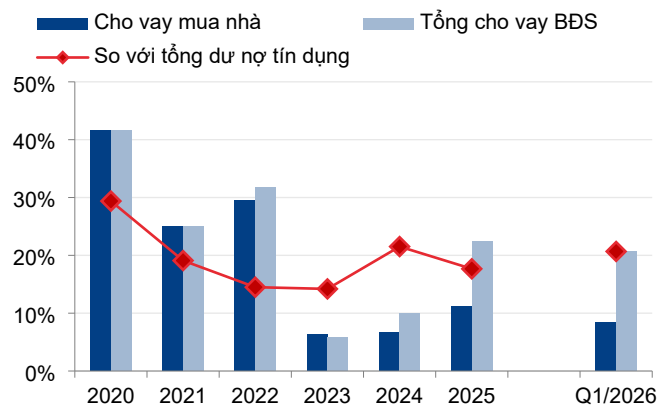
Triển vọng và dự báo mới

NIM: Chi phí huy động tăng và lợi suất khó bứt phá thu hẹp biên lợi nhuận

Chúng tôi hạ giả định tỷ lệ NIM xuống lần lượt 3,02%, 3,10% và 3,15% (từ lần lượt 3,11%, 3,18% và 3,24%). NIM được dự báo sẽ thu hẹp so với cùng kỳ do Ngân hàng đối mặt với áp lực chi phí huy động, một thách thức chung với nhóm ngân hàng quy mô vừa. Ngoài ra, tiềm năng tăng của lợi suất có vẻ hạn chế khi VIB tiếp tục mở rộng phân khúc cho vay khách hàng doanh nghiệp:

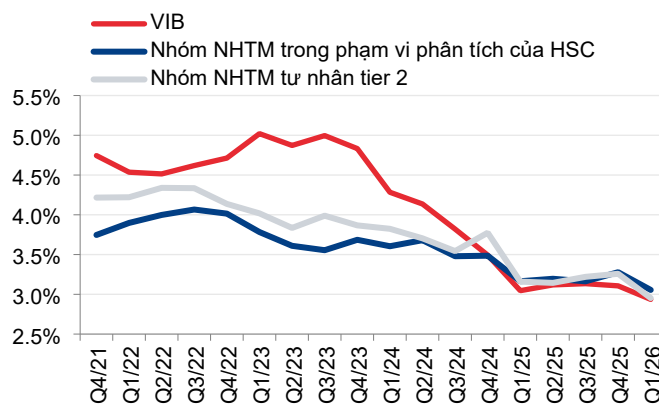
- Tỷ trọng cho vay bán lẻ giảm xuống 68% tại thời điểm cuối Q1/2026.
- Trong danh mục cho vay khách hàng doanh nghiệp, tín dụng vẫn tập trung vào các khoản vay ngắn hạn ngành bán buôn & bán lẻ (chủ yếu DNNVV và hộ kinh doanh) và các CTCK, thường có lợi suất thấp hơn. Trong khi đó, các khoản vay lợi suất cao hơn cho chủ đầu tư BĐS đang tăng mạnh nhưng vẫn chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong danh mục.

Biểu đồ 237: Tăng trưởng tổng tín dụng & cho vay BĐS, VIB
Kể từ năm 2023, cho vay mua nhà (phân khúc có NIM cao) không còn là động lực tăng trưởng. Ngược lại, cho vay doanh nghiệp phát triển BĐS đang tăng trưởng nhanh từ mức nền thấp



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 238: Tỷ lệ NIM theo quý, VIB so với các NHTM khác
Tỷ lệ NIM tiếp tục giảm nhưng đã chậm lại

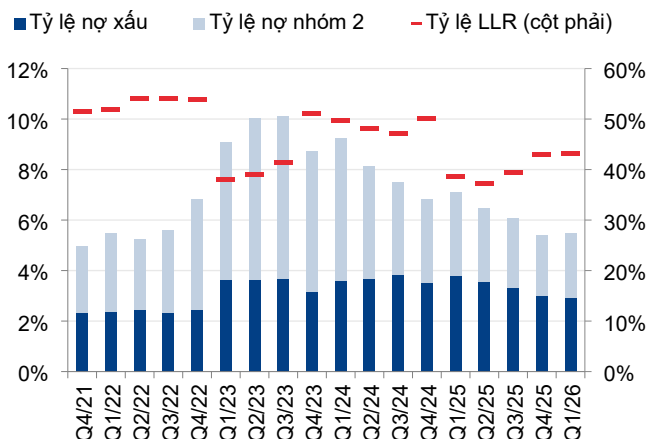


Nguồn: VIB, HSC

Chất lượng tài sản: Đa dạng hóa khỏi phân khúc bán lẻ để hỗ trợ chất lượng tài sản

Chúng tôi hạ giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và tỷ lệ nợ xấu xuống lần lượt 1,05%, 1,05% và 1% (từ lần lượt 1,15%, 1,15% và 1,10%) và 2,7%, 2,6% và 2,4% (từ lần lượt 2,8%, 2,7% và 2,5%). Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản cải thiện dần nhờ chiến lược dịch chuyển sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp. Chúng tôi tăng nhẹ giả định chi phí tín dụng năm 2026 lên 1,06% (từ 0,99%) sau khi Ngân hàng trích lập dự phòng chủ động trong Q1/2026 nhưng hạ dự báo cho năm 2027-2028 xuống lần lượt 1,05% và 1,08% (từ lần lượt 1,1% và 1,15%) nhờ triển vọng chất lượng tài sản cải thiện.

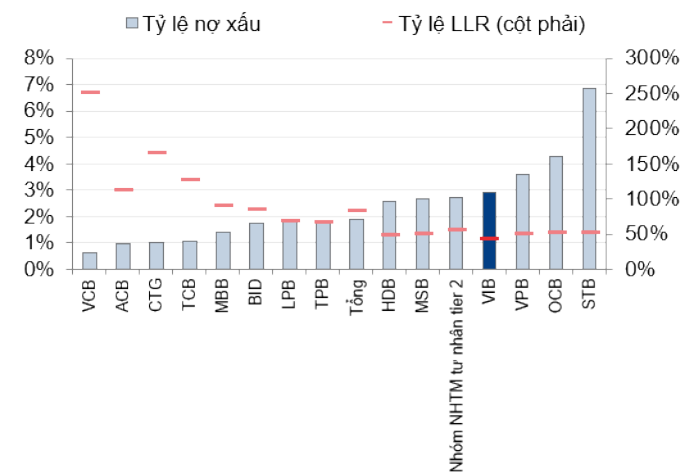
Biểu đồ 239: Tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ nợ quá hạn và LLR, VIB
Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 240: Tỷ lệ nợ xấu và LLR, VIB so với các NHTM khác

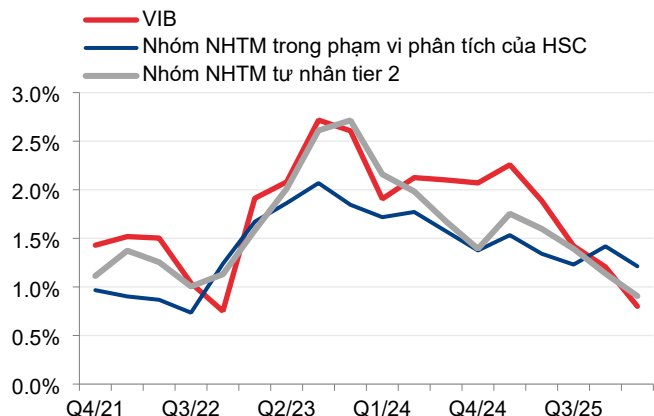
Tỷ lệ nợ xấu và LLR kém hơn so với các NHTM khác



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 241: Nợ xấu mới hình thành lũy kế 12 tháng, VIB

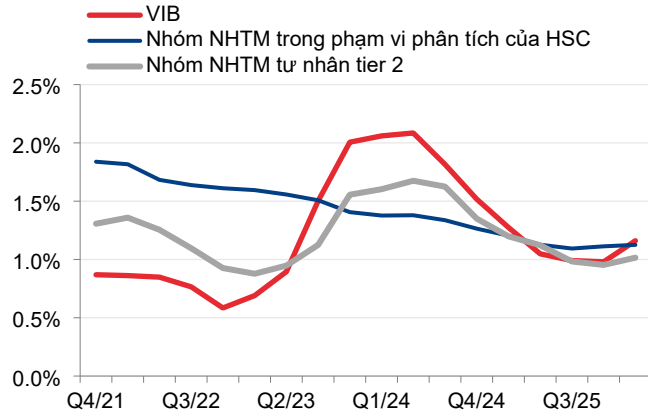
Nợ xấu hình thành mới đã trở lại mức bình thường trong năm 2025, giảm về ngưỡng lành mạnh hơn sau hai năm chịu áp lực



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 242: Chi phí tín dụng lũy kế 12 tháng, VIB

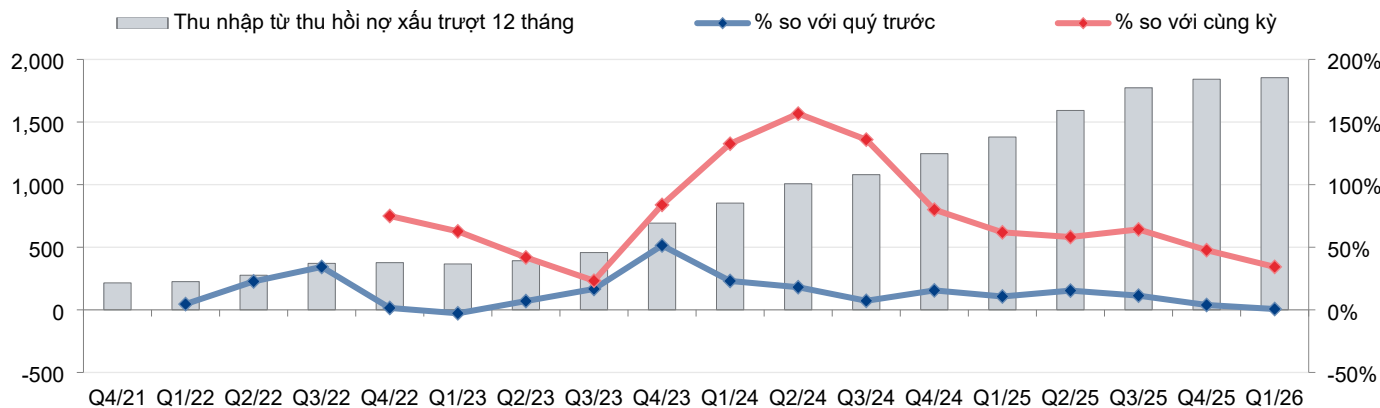
Chi phí tín dụng giảm mạnh sau giai đoạn trích lập dự phòng lớn trong hai năm gần đây, phần nào phản ánh sự cải thiện của chất lượng tài sản



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 243: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu lũy kế 12 tháng, VIB

Thu nhập từ hồi nợ xấu đã tăng trưởng chậm lại



Nguồn: VIB, HSC

Tăng 4% dự báo năm 2026 và giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027-2028

Chúng tôi tăng 4% dự báo LNTT năm 2026 chủ yếu do phản ánh khoản lợi nhuận một lần được ghi nhận trong Q1/2026 trong khi giảm nhẹ 2% dự báo năm 2027-2028 do triển vọng NIM suy yếu. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 12% trong giai đoạn 2026–2028. Chúng tôi tóm tắt các giả định và dự báo mới trong các bảng bên dưới:

Bảng 244: Các giả định quan trọng, VIB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định tỷ lệ NIM và nâng giả định về chất lượng tài sản, từ đó giảm giả định chi phí tín dụng cho năm 2027-2028

	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng	17.7%	14.0%	15.5%	15.5%	14.0%	15.5%	15.5%
Tăng trưởng tiền gửi	6.6%	23.2%	16.6%	17.7%	23.2%	16.6%	17.7%
Tỷ lệ NIM	3.11%	3.11%	3.18%	3.24%	3.02%	3.10%	3.15%
Tỷ lệ nợ xấu	2.97%	2.80%	2.70%	2.50%	2.70%	2.60%	2.40%
Nợ xấu mới hình thành	1.21%	1.15%	1.15%	1.10%	1.05%	1.05%	1.00%
Chi phí tín dụng	0.98%	0.99%	1.10%	1.15%	1.06%	1.05%	1.08%
Tỷ lệ LLR	43%	42%	46%	51%	45%	51%	57%
Tỷ lệ CIR	37%	37%	36%	36%	35%	35%	36%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.10%	2.03%	1.98%	1.98%	1.95%	1.87%	1.87%
Tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro	2.12%	2.12%	2.08%	2.08%	1.96%	2.05%	2.07%
Lãi thuần HĐ dịch vụ / tài sản bình quân	0.40%	0.42%	0.43%	0.41%	0.66%	0.43%	0.41%
ROA	1.39%	1.34%	1.34%	1.31%	1.40%	1.31%	1.28%
ROE	16.41%	16.13%	16.38%	16.42%	16.75%	15.97%	16.06%

Nguồn: VIB, HSC

Bảng 245: Dự báo lợi nhuận, VIB

Chúng tôi tăng 4% dự báo LNTT năm 2026 nhờ thu nhập không thường xuyên ghi nhận trong Q1, nhưng đồng thời giảm 2% dự báo cho năm 2027-2028 sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM

	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	16,092	18,104	21,149	24,914	17,590	20,621	24,296
Tăng trưởng	-3.9%	12.5%	16.8%	17.8%	9.3%	17.2%	17.8%
Điều chỉnh	-11.1%				-2.8%	-2.5%	-2.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,105	2,501	2,892	3,195	3,875	2,892	3,195
Tăng trưởng	19.3%	18.8%	15.6%	10.5%	84.0%	-25.4%	10.5%
Điều chỉnh	-15.8%				54.9%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	1,809	1,713	1,669	1,578	1,199	1,221	971
Tăng trưởng	-11.9%	-5.3%	-2.6%	-5.4%	-33.7%	1.8%	-20.5%
Điều chỉnh	5.6%				-30.0%	-26.9%	-38.5%
Tổng thu nhập HĐ	20,007	22,318	25,710	29,687	22,664	24,734	28,462
Tăng trưởng	-2.7%	11.6%	15.2%	15.5%	13.3%	9.1%	15.1%
Điều chỉnh	-10.4%				1.6%	-3.8%	-4.1%
Chi phí HĐ	-7,435	-8,315	-9,279	-10,717	-7,963	-8,776	-10,136
Tăng trưởng	3.1%	11.8%	11.6%	15.5%	7.1%	10.2%	15.5%
Điều chỉnh	-10.6%				-4.2%	-5.4%	-5.4%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	12,572	14,002	16,431	18,970	14,701	15,958	18,325
Tăng trưởng	-5.9%	11.4%	17.3%	15.5%	16.9%	8.6%	14.8%
Điều chỉnh	-10.2%				5.0%	-2.9%	-3.4%
Chi phí dự phòng	-3,467	-4,058	-5,158	-6,236	-4,341	-4,924	-5,865
Tăng trưởng	-20.4%	17.0%	27.1%	20.9%	25.2%	13.4%	19.1%
Điều chỉnh	-14.6%				7.0%	-4.5%	-5.9%
LNTT	9,105	9,944	11,273	12,734	10,359	11,034	12,460
Tăng trưởng	1.1%	9.2%	13.4%	13.0%	13.8%	6.5%	12.9%
Điều chỉnh	-8.4%				4.2%	-2.1%	-2.2%
Lợi nhuận thuần	7,135	7,955	9,018	10,187	8,287	8,827	9,968
Tăng trưởng	0.4%	9.2%	13.4%	13.0%	13.7%	6.5%	12.9%
Điều chỉnh	-8.6%				4.2%	-2.1%	-2.2%

Nguồn: VIB, HSC

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 20.000đ chủ yếu sau khi hạ giá định chi phí vốn CSH và giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2027-2028. Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,97 lần, thấp hơn 0,72 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,23 lần và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân - mức cao kỷ lục. Mặc dù chênh lệch định giá có vẻ khó thu hẹp, chúng tôi tin rằng định giá của VIB đang dưới giá trị và duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 20.000đ sau khi điều chỉnh giá định giá và dự báo lợi nhuận (tăng 4% dự báo cho năm 2026 và giảm nhẹ 2% dự báo cho năm 2027-2028). Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 1,23 lần với hệ số ROE dự phóng bình quân 3 năm đạt 16,3%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá hấp dẫn. Bất chấp những thách thức ở phân khúc bán lẻ và áp lực NIM, chúng tôi tin rằng định giá của VIB đang dưới giá trị với hệ số ROE đạt 16% và rủi ro tiềm ẩn hạn chế.

Các giả định định giá mới của chúng tôi như sau:

- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026).
- Tăng 0,5 điểm phần trăm giá định chi phí vốn CSH sau khi cộng thêm 0,5 điểm phần trăm phần bù rủi ro thanh khoản vào phần bù rủi ro vốn CSH do hệ số LDR cao của VIB và không có lợi thế huy động - thách thức phổ biến trong nhóm NHTM quy mô vừa.

Bảng 246: Giả định chi phí vốn CSH, VIB

HSC tăng 0,5 điểm phần trăm giá định chi phí vốn CSH

	Cũ	Mới	Thay đổi	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	4.00%	0.00 điểm %	Giả định của HSC
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.50%	10.00%	0.50 điểm %	
Phần bù rủi ro vốn CSH thị trường	8.75%	8.75%	0.00 điểm %	Giả định của HSC
Ngân hàng tier 2	0.50%	0.50%	0.00 điểm %	
Rủi ro chất lượng tài sản & tỷ trọng cho vay các phân khúc rủi ro cao	0.25%	0.25%	0.00 điểm %	
Rủi ro thanh khoản	0.00%	0.50%	0.50 điểm %	
Beta	1.00	1.00	0%	Bloomberg
Chi phí vốn CSH	13.50%	14.00%	0.50 điểm %	

Nguồn: HSC

Bảng 247: 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	8,137	8,661	9,792	11,184	13,556	14,963	16,332	17,386	18,038	18,228
(-) Chi phí vốn CSH	6,567	7,288	8,187	9,192	10,365	11,871	13,461	14,911	16,124	17,012
Lợi nhuận thặng dư	1,570	1,373	1,605	1,992	3,190	3,093	2,871	2,475	1,914	1,215
Giá trị dài hạn										9,138
(x) Hệ số chiết khấu đến cuối 2026	1.00	0.88	0.77	0.67	0.59	0.52	0.46	0.40	0.35	0.31
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	1,570	1,205	1,235	1,345	1,889	1,606	1,308	989	671	3,184
Giá trị sổ sách cuối năm	52,057	58,478								
Giá trị vốn CSH cuối 2026		68,096								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		3,404								
Giá mục tiêu cuối 2026		20,000								

Nguồn: HSC

Bảng 248: 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	9.00%	25,300	23,800	22,400	21,100	20,000
	9.50%	23,800	22,400	21,100	20,000	19,000
	10.00%	22,400	21,100	20,000	19,000	18,000
	10.50%	21,100	20,000	19,000	18,000	17,200
	11.00%	20,000	19,000	18,000	17,200	16,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,97 lần, thấp hơn 0,72 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,23 lần và thấp hơn 20% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,23 lần - mức chiết khấu cao nhất gần đây. Định giá của VIB chuyển từ thận trọng sang chiết khấu sâu do hệ số ROE thu hẹp đáng kể so với trước đó. Điều này cũng phản ánh tâm lý kém tích cực đối với triển vọng dài hạn và NIM của một ngân hàng định hướng bán lẻ. Chiết khấu định giá nhiều khả năng sẽ chưa thể thu hẹp nhưng sẽ không tiếp tục nới rộng - rủi ro giảm có vẻ thấp tại định giá hiện tại. Chúng tôi vẫn lạc quan về VIB với hệ số ROE dự phóng đạt 16% - cao đối với một NHTM quy mô vừa - và rủi ro tiềm ẩn hạn chế.

Biểu đồ 249: P/B trượt dự phóng 1 năm, VIB

VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,97 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 250: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VIB

...thấp hơn 0,72 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,23 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 251: Chênh lệch định giá, VIB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

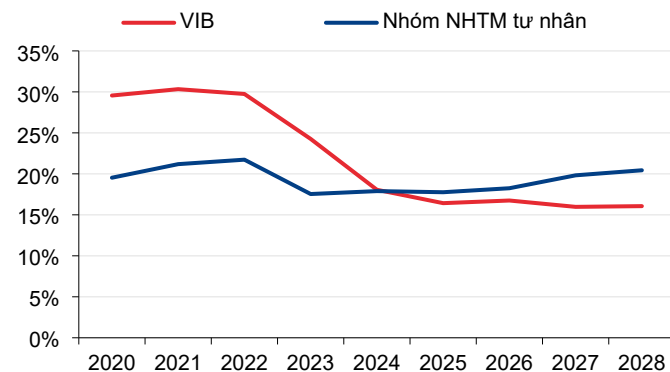
VIB đang giao dịch với định giá thấp hơn 20%



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 252: Hệ số ROE, VIB so với bình quân nhóm NHTM tư nhân

Chúng tôi dự báo ROE bình quân 3 năm của VIB sẽ đạt 16%, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân là 19%



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	32,443	36,324	45,099	52,736	61,217
Chi phí lãi	(15,693)	(20,232)	(27,509)	(32,115)	(36,921)
Thu nhập lãi thuần	16,750	16,092	17,590	20,621	24,296
Lãi thuần HD dịch vụ	1,765	2,105	3,875	2,892	3,195
Lãi thuần HD KDNH	501	(154)	(199)	50.3	58.1
Lãi/lỗ từ mua bán CK	248	79.8	(131)	6.99	8.19
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	3.75	2.75	2.75	2.75	2.75
Thu nhập khác	1,300	1,881	1,526	1,160	902
Tổng thu nhập HD	20,569	20,007	22,664	24,734	28,462
Chi phí HD	(7,211)	(7,435)	(7,963)	(8,776)	(10,136)
LN trước dự phòng	13,358	12,572	14,701	15,958	18,325
Chi phí dự phòng	(4,353)	(3,467)	(4,341)	(4,924)	(5,865)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	9,004	9,105	10,359	11,034	12,460
Chi phí thuế TNDN	(1,800)	(1,819)	(2,073)	(2,207)	(2,492)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	7,204	7,285	8,287	8,827	9,968
EPS (đồng)	2,127	2,143	2,438	2,597	2,932
DPS (đồng)	1,250	700	900	600	700
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,388	3,400	3,400	3,400	3,400
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,395	3,404	3,404	3,404	3,404
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,395	3,404	3,404	3,404	3,404

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	430,122	496,300	572,946
Tổng dư nợ cho vay	324,019	381,976	435,453	502,948	580,905
Dự phòng rủi ro	(5,694)	(4,859)	(5,331)	(6,648)	(7,959)
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	10,673	12,342	14,267
Tổng tài sản	493,158	556,098	626,734	723,299	836,797
Nợ phải trả	451,297	509,194	574,676	664,822	771,142
Tiền gửi của NHNN	18,587	10,981	13,064	12,574	11,618
Tiền gửi của các TCTD khác	123,201	157,509	144,942	169,621	191,749
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	52,057	58,478	65,654
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	9,355	14,947	21,241
Quỹ & vốn khác của CSH	4,333	5,347	5,345	6,174	7,056
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	493,158	556,098	626,734	723,299	836,797
BVPS (đồng)	12,330	13,779	15,293	17,179	19,287

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	11.0	12.3	12.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(9.38)	(3.93)	9.31	17.2	17.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	9.08	3.10	7.10	10.2	15.5
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(14.1)	(5.89)	16.9	8.55	14.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(15.9)	1.11	13.8	6.51	12.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	(15.9)	1.12	13.7	6.52	12.9
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HD/Tổng TS BQ (%)	4.56	3.81	3.83	3.66	3.65
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.60)	(1.42)	(1.35)	(1.30)	(1.30)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	99.0	98.8	98.5	98.7	98.7
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	1.75	1.95	2.32	2.53	2.91
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	37.7	38.1	43.4	46.2	52.2
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.43	7.37	6.48	6.08	5.39
P/B (lần)	1.28	1.15	1.03	0.92	0.82
Lợi suất cổ tức (%)	7.91	4.43	5.70	3.80	4.43
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	35.0	36.4	36.6	35.7	35.0
ROAA (%)	1.60	1.39	1.40	1.31	1.28
ROAE (%)	18.1	16.4	16.7	16.0	16.1
Chi phí huy động BQ (%)	3.92	4.31	5.19	5.29	5.24
Lợi suất góp BQ (%)	7.26	7.01	7.74	7.92	7.95
Lợi suất thuần (%)	3.34	2.70	2.55	2.63	2.71
Tỷ lệ NIM (%)	3.75	3.11	3.02	3.10	3.15
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	8.58	10.5	17.1	11.7	11.2
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	81.4	80.4	77.6	83.4	85.4
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	9.98	9.04	5.29	4.93	3.41
Tỷ lệ CIR (%)	35.1	37.2	35.1	35.5	35.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	58.8	32.7	36.9	23.1	23.9
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.4	11.5	11.5	11.3	10.9
VCSH/Tổng TS (%)	8.49	8.43	8.31	8.08	7.85
Đòn bẩy vốn (lần)	11.8	11.9	12.0	12.4	12.7
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	3.51	2.97	2.70	2.60	2.40
Hệ số LLR (%)	50.1	42.9	45.3	50.8	57.1
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	117	130	120	119	117
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	29.1	32.3	26.4	26.5	25.7
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

Mua vào (giữ nguyên)

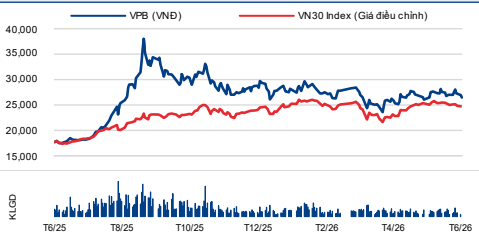
Giá mục tiêu: VNĐ36,800 (từ VNĐ37,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2026)	26,450
Mã Bloomberg	VPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,489-37,974
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	209,852
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,969
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	1.59	(4.02)	49.6
So với chỉ số	4.15	(2.19)	7.87
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,648	3,600	1.3
2027F	4,633	4,495	3.1
2028F	5,803	5,074	14.4

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

Thận trọng hơn về tăng trưởng; lợi nhuận vẫn dự báo tích cực

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho VPB nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 36.800đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá bù đắp gần như toàn bộ tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận và nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng.
- Chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028, tương đương tăng trưởng trung bình 24,3% trong 3 năm tới. Những điều chỉnh chính bao gồm: Hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và NIM, trong khi chi phí hoạt động và chi phí dự phòng nhiều khả năng sẽ thắt chặt trong ngắn hạn.
- VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,02 lần, thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – mức định giá hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng mạnh và khả năng sinh lời & chất lượng tài sản cải thiện.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng 2026-2028 sau KQKD Q1/2026

VPB ghi nhận KQKD Q1/2026 khả quan với LNTT hợp nhất đạt 7,9 nghìn tỷ đồng (tăng 58% so với cùng kỳ nhưng giảm 22,6% so với quý trước), hoàn thành 20% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi, nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh, thu nhập phí tích cực và chất lượng tài sản trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, kết quả này vẫn thấp hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi, chủ yếu do áp lực NIM gia tăng khi chi phí huy động tăng nhanh hơn lợi suất tài sản.

Chúng tôi đánh giá lại triển vọng ngắn hạn và trung hạn của Ngân hàng trong bối cảnh thanh khoản hệ thống thắt chặt và lập trường của NHNN gần đây trở nên thận trọng hơn đối với việc quản lý thanh khoản và tăng trưởng tín dụng.

Tác động: Giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và NIM, được bù đắp một phần nhờ việc hạ dự báo chi phí hoạt động và chi phí tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận năm 2026 trong khi vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028, tương đương lợi nhuận tăng trưởng trung bình 24,3% trong 3 năm, so với bình quân ngành ở mức 19%.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm nhẹ 1,3% giá mục tiêu xuống 36.800đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận năm 2026 và điều chỉnh các giả định định giá, bao gồm chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027 và nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH do điều kiện thị trường không thuận lợi cho tham vọng tăng trưởng bằng cân đối của VPB.

VPB hiện đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,02, tương đương 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 dựa trên triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực và nền tảng cơ bản cải thiện của VPB.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 39% và P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,51 lần và 1,29 lần với hệ số ROE trung bình 3 năm đạt 17,3%.

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	71.2 ▼	88.3 ▼	104 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	62.2	74.5	88.6 ▼	109 ▼	127 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	15.8	24.0	28.9	36.8	46.0
EPS (đồng)	1,988	3,024	3,648	4,633	5,803
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500
BVPS (đồng)	17,886	21,163	24,357	28,555	34,437
P/E (lần)	13.3	8.75	7.25	5.71	4.56
Lợi suất cổ tức (%)	3.78	1.89	1.89	1.89	1.89
P/B (lần)	1.48	1.25	1.09	0.93	0.77
Tăng trưởng EPS (%)	38.7	52.1	20.7	27.0	25.3
ROAE (%)	11.4	15.5	16.0	17.5	18.4

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

Thách thức thanh khoản nhưng đà tăng trưởng lợi nhuận vẫn tích cực

Sau khi phân tích triển vọng ngành, KQKD Q1/2026 của VPB và kế hoạch mới nhất của BLĐ, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ NIM, chi phí hoạt động và chi phí tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 trong khi vẫn giữ nguyên dự báo năm 2027-2028, tương đương tăng trưởng trung bình 24,3% trong 3 năm tới, so với tăng trưởng bình quân ngành ở mức 19%.

Triển vọng và dự báo giai đoạn 2026-2028

VPB đã công bố kết quả khả quan trong Q1/2026 với LNTT hợp nhất đạt 7,9 nghìn tỷ đồng (tăng 58% so với cùng kỳ nhưng giảm 22,6% so với quý trước), hoàn thành 20% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi, nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh, thu nhập phí tích cực và chất lượng tài sản trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, kết quả này thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu do áp lực NIM gia tăng khi chi phí huy động tăng nhanh hơn lợi suất tài sản. Mặc dù việc thực hiện kế hoạch năm 2026 nhìn chung vẫn đang đi đúng hướng nhưng các mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng của VPB phụ thuộc đáng kể vào khả năng huy động, tăng vốn và khả năng kiểm soát NIM.

- **Tăng trưởng băng cân đối** mạnh hỗ trợ lợi nhuận. Tín dụng tăng 10,2% kể từ đầu năm trong khi huy động tăng 11,8% kể từ đầu năm, nhìn chung phù hợp với kế hoạch tăng trưởng tham vọng của VPB trong năm 2026.
- **NIM** là điểm gây áp lực chính. NIM giảm 35 điểm cơ bản so với quý trước xuống 5,36% do lợi suất tài sản nhìn chung đi ngang trong khi chi phí huy động tăng 33 điểm cơ bản so với quý trước. Quan điểm thận trọng hơn về triển vọng NIM của BLĐ cho thấy rủi ro giảm so với giả định cả năm ban đầu.
- **Chất lượng tài sản** vẫn được kiểm soát mặc dù có dấu hiệu suy yếu. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 3,58% từ 3,33% tại thời điểm cuối năm 2025 nhưng BLĐ vẫn giữ nguyên kế hoạch tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm cuối năm 2026 theo Thông tư 31 ở mức khoảng 2,5% hoặc thấp hơn.

Với những thách thức về thanh khoản trong hệ thống ngân hàng hiện tại cùng lập trường thận trọng hơn từ NHNN, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và NIM (do áp lực chi phí huy động). Trước tình hình khó khăn hiện tại, BLĐ có thể sẽ thắt chặt chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.

Sau những điều chỉnh chính này, chúng tôi giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 trong khi gần như giữ nguyên dự báo năm 2027-2028.

Bảng 253: Các giả định quan trọng

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ dự báo tăng trưởng tín dụng và giả định tỷ lệ NIM, tuy được bù đắp một phần từ việc giảm giả định chi phí HĐ và chi phí dự phòng

	2024	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
			2026	2027	2028	2026	2027	2028
Tăng trưởng tín dụng	18.7%	35.4%	33.1%	33.4%	15.0%	25.0%	28.7%	15.0%
Tỷ lệ NIM	5.9%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%
Tỷ lệ nợ xấu	4.2%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%	3.4%	3.2%	3.2%
Nợ xấu mới hình thành	3.4%	2.5%	3.0%	3.0%	2.8%	3.0%	2.8%	2.6%
Chi phí tín dụng	4.4%	3.1%	3.1%	3.0%	2.7%	2.9%	2.7%	2.4%
Hệ số CIR	23.0%	24.8%	22.4%	22.1%	22.1%	22.8%	21.7%	21.4%

Nguồn: HSC

Bảng 254: Dự báo lợi nhuận, VPB

Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 24,3%

(Tỷ đồng)	Dự báo cũ			Dự báo mới				
	2024	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Thu nhập lãi thuần	49,080	58,636	76,667	97,027	115,720	71,199	88,254	103,971
Tăng trưởng	28.6%	19.5%	30.8%	26.6%	19.3%	21.4%	24.0%	17.8%
Điều chỉnh						-7.1%	-9.0%	-10.2%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,124	7,408	8,747	10,005	11,473	8,836	10,107	11,591
Tăng trưởng	-15.1%	21.0%	18.1%	14.4%	14.7%	19.3%	14.4%	14.7%
Điều chỉnh						1.0%	1.0%	1.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	7,042	8,411	9,138	11,271	12,443	8,585	10,627	11,703
Tăng trưởng	61.8%	19.5%	8.6%	23.3%	10.4%	2.1%	23.8%	10.1%
Điều chỉnh						-6.1%	-5.7%	-5.9%
Tổng thu nhập HĐ	62,246	74,456	94,552	118,302	139,636	88,620	108,989	127,265
Tăng trưởng	25.1%	19.6%	27.0%	25.1%	18.0%	19.0%	23.0%	16.8%
Điều chỉnh						-6.3%	-7.9%	-8.9%
Chi phí HĐ	(14,340)	(18,432)	(21,201)	(26,095)	(30,821)	(20,242)	(23,666)	(27,183)
Tăng trưởng	2.9%	28.5%	15.0%	23.1%	18.1%	9.8%	16.9%	14.9%
Điều chỉnh						-4.5%	-9.3%	-11.8%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	47,906	56,023	73,351	92,207	108,815	68,378	85,323	100,082
Tăng trưởng	33.8%	16.9%	30.9%	25.7%	18.0%	22.1%	24.8%	17.3%
Điều chỉnh						-6.8%	-7.5%	-8.0%
Chi phí dự phòng	(27,903)	(25,399)	(33,825)	(43,921)	(48,207)	(30,424)	(37,088)	(39,874)
Tăng trưởng	11.6%	-9.0%	33.2%	29.8%	9.8%	19.8%	21.9%	7.5%
Điều chỉnh						-10.1%	-15.6%	-17.3%
LNTT	20,004	30,625	39,526	48,285	60,608	37,955	48,235	60,208
Tăng trưởng	85.2%	53.1%	29.1%	22.2%	25.5%	23.9%	27.1%	24.8%
Điều chỉnh						-4.0%	-0.1%	-0.7%
Lợi nhuận thuần	15,770	23,990	29,941	36,802	46,281	28,946	36,759	46,041
Tăng trưởng	58.1%	52.1%	24.8%	22.9%	25.8%	20.7%	27.0%	25.3%
Điều chỉnh						-3.3%	-0.1%	-0.5%

Nguồn: HSC

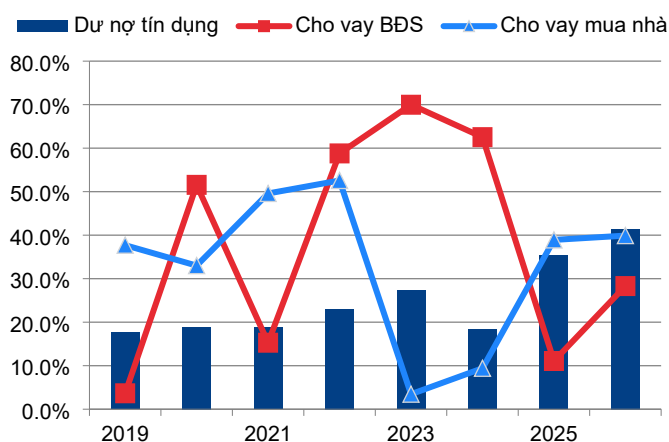
Bảng 255: Dự báo LNTT theo cơ cấu doanh nghiệp, VPB

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
VPB	26,364	32,787	40,599	51,534	32,170	40,551	51,388	-1.9%	-0.1%	-0.3%
FE	611	1,046	1,155	1,558	902	1,299	1,558	-13.8%	12.5%	0.0%
VPX	4,476	6,331	7,033	7,859	5,412	6,760	7,459	-14.5%	-3.9%	-5.1%
OPES	638	823	958	1,114	932	1,084	1,260	13.2%	13.2%	13.1%
Hợp nhất	30,625	39,526	48,285	60,608	37,955	48,235	60,208	-4.0%	-0.1%	-0.7%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 256: Tăng trưởng tín dụng, cho vay BĐS và cho vay mua nhà

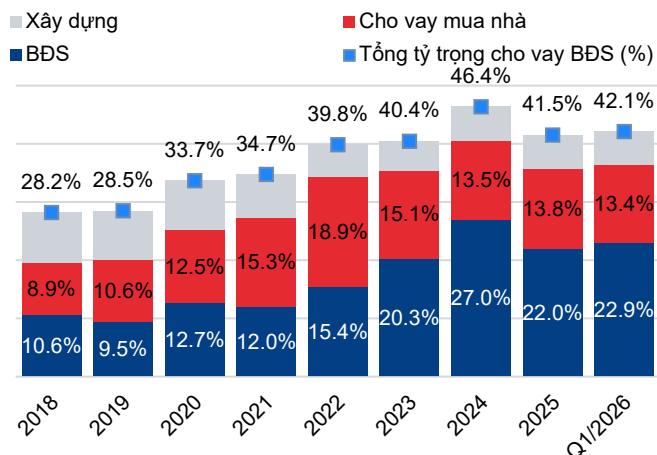
Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh 2022-2024, hoạt động cho vay BĐS đã giảm đáng kể trong năm 2025



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 257: Tỷ trọng cho vay BĐS, xây dựng và cho vay mua nhà

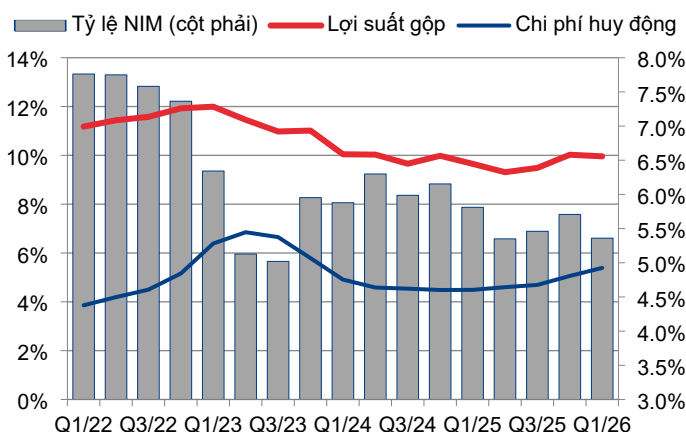
Tỷ trọng cho vay BĐS giảm từ mức đỉnh 27% xuống còn 22% trong năm 2025, xếp thứ 2 trong số các NHTM HSC khuyến nghị



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 258: Tỷ lệ NIM hàng quý, VPB hợp nhất

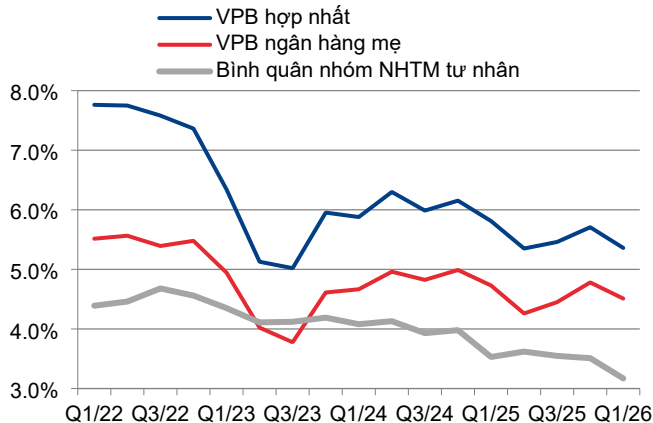
Tỷ lệ NIM Q4/2025 tăng 25 điểm cơ bản so với quý trước, nhưng tỷ lệ NIM cả năm 2025 vẫn giảm 30 điểm cơ bản so với năm trước



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 259: So sánh tỷ lệ NIM, VPB & các NHTM khác

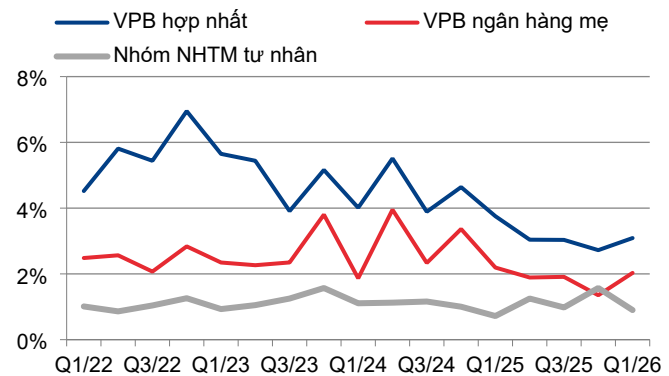
Tỷ lệ NIM của VPB đã suy giảm đáng kể trong 4-5 năm qua, một phần do đóng góp từ FE Credit giảm



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 260: So sánh chi phí tín dụng, VPB & các NHTM khác

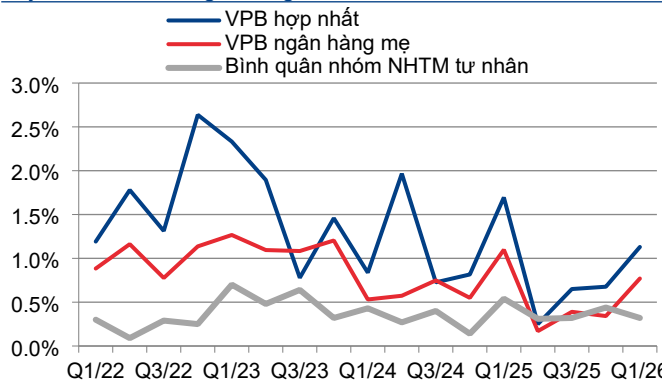
Khẩu vị rủi ro cao hơn mức trung bình của VPB dẫn đến chi phí tín dụng cao hơn so với các NHTM khác – tuy nhiên đã bắt đầu ổn định từ năm 2025



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 261: 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: VPB, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm nhẹ 1,3% giá mục tiêu xuống 36.800đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá, bao gồm chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2027 và nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH để phản ánh rủi ro từ mục tiêu tăng trưởng bằng cân đối tham vọng của VPB và hệ số LDR cao trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng hiện nay. VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,02 lần, tương đương bình quân quá khứ và thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hấp dẫn trên cơ sở lợi nhuận được dự phóng tăng trưởng mạnh mẽ và nền tảng cơ bản đang cải thiện. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 36% và P/B dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 1,51 lần và 1,29 lần với hệ số ROE bình quân 3 năm đạt 17,3% và tốc độ tăng trưởng CAGR lợi nhuận thuần 3 năm đạt 24,3%.

Giảm 1,3% giá mục tiêu

HSC giảm 1,3% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 36.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 39% so với thị giá. Cụ thể như sau:

- Hạ dự báo lợi nhuận: Giảm 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026.
- Tăng 0,5 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH do rủi ro thanh khoản cao hơn bình quân với hệ số LDR cao và mục tiêu tăng trưởng bằng cân đối tham vọng của VPB.

Chúng tôi tóm tắt những giả định định giá chính và phân tích độ nhạy ở bên dưới:

Bảng 262: 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	28,946	36,759	46,041	51,912	59,015	66,963	75,834	85,716	95,182	97,596
- Chi phí vốn CSH	26,025	29,953	35,116	42,349	48,786	56,104	64,407	73,811	83,117	86,442
Lợi nhuận thặng dư	2,921	6,806	10,925	9,563	10,229	10,859	11,427	11,905	12,065	11,154
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư									96,989	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.16	1.33	1.54	1.78	2.06	2.37	2.74	3.17	3.66	
Giá trị hiện tại	2,529	5,102	7,091	5,373	4,977	4,574	4,167	3,759	29,813	
Vốn CSH đầu tư =	193,244	226,555								
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	77,830	86,519								
Giá trị vốn CSH =	271,073	313,074								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	7,934	7,934								
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	34,166	39,460								
Giá mục tiêu giữa 2027 (đồng)	36,800									

Nguồn: HSC

Bảng 263: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), VPB

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 36.800đ/cp dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	49,900	45,800	42,200	39,000	36,100
	3.5%	46,300	42,600	39,400	36,400	33,800
	4.0%	43,100	39,800	36,800	34,100	31,700
	4.5%	40,200	37,200	34,500	32,000	29,800
	5.0%	37,600	34,800	32,300	30,100	28,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau đợt định giá lại mạnh vào tháng 7-8/2025 dựa trên (1) các kế hoạch mở rộng đầy tham vọng mới, (2) thông báo IPO của VPX và (3) nền tảng cơ bản cải thiện rõ rệt, giá cổ phiếu VPB đã giảm đáng kể mặc dù không có thông tin hoặc diễn biến tiêu cực đáng kể nào.

Theo đó, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,02 lần, tương đương bình quân quá khứ và thấp hơn 15% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Theo dự báo mới của chúng tôi, với ROE bình quân 3 năm đạt 17,3%, nhìn chung tương đương bình quân ngành, và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận 3 năm tích cực hơn ở mức 24,3% (so với 19% bình quân ngành), chúng tôi tin rằng cổ phiếu VPB xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Biểu đồ 264: P/B trượt dự phóng 1 năm, VPB

VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,02 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 265: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VPB

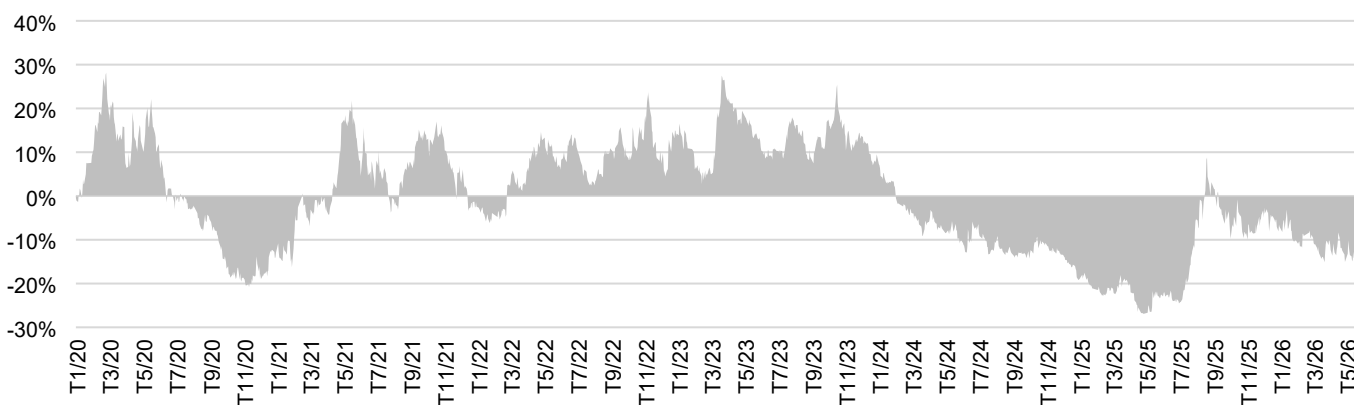
...sát với giá trị bình quân là 1,06 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 266: Chênh lệch định giá, VPB so với 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

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	80.1	101	137	168	197
Chi phí lãi	(31.0)	(42.6)	(65.9)	(80.2)	(93.3)
Thu nhập lãi thuần	49.1	58.6	71.2	88.3	104
Lãi thuần HD dịch vụ	6.12	7.41	8.84	10.1	11.6
Lãi thuần HD 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	6.44	8.38	9.36
Tổng thu nhập HD	62.2	74.5	88.6	109	127
Chi phí HD	(14.3)	(18.4)	(20.2)	(23.7)	(27.2)
LN trước dự phòng	47.9	56.0	68.4	85.3	100
Chi phí dự phòng	(27.9)	(25.4)	(30.4)	(37.1)	(39.9)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	20.0	30.6	38.0	48.2	60.2
Chi phí thuế TNDN	(4.03)	(6.27)	(7.59)	(9.65)	(12.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.21	0.36	1.42	1.83	2.13
Lợi nhuận thuần	15.8	24.0	28.9	36.8	46.0
EPS (đồng)	1,988	3,024	3,648	4,633	5,803
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

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	7.29	12.5	16.7
Tiền gửi tại NHNN	14.3	13.6	16.0	20.8	23.9
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	1,164	1,499	1,724
Tổng dư nợ cho vay	694	945	1,185	1,525	1,753
Dự phòng rủi ro	(16.3)	(17.4)	(20.6)	(25.6)	(29.0)
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	1,583	1,963	2,234
Nợ phải trả	777	1,080	1,376	1,721	1,945
Tiền gửi của NHNN	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
Tiền gửi của các TCTD khác	202	295	374	427	468
Tổng tiền gửi KH	486	628	797	1,035	1,190
Trái phiếu và CCTG	67.0	107	166	211	233
Nợ khác	22.1	48.7	38.3	45.3	51.0
Vốn chủ sở hữu	142	168	193	227	273
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	67.1	95.0	135
Quỹ & vốn khác của CSH	14.6	18.6	22.8	28.2	35.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.37	12.4	13.8	15.6	16.2
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	924	1,260	1,583	1,963	2,234
BVPS (đồng)	17,886	21,163	24,357	28,555	34,437

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	25.7	24.0	13.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	22.3	36.3	25.3	28.7	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	9.79	29.3	26.8	30.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	12.7	33.0	31.0	29.5	14.2
Tăng trưởng VCSH (%)	5.40	18.3	15.1	17.2	20.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	28.6	19.5	21.4	24.0	17.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	2.86	28.5	9.82	16.9	14.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	33.8	16.9	22.1	24.8	17.3
Tăng trưởng LNTT (%)	85.2	53.1	23.9	27.1	24.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	58.1	52.1	20.7	27.0	25.3
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	7.15	6.82	6.23	6.15	6.06
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.65)	(1.69)	(1.42)	(1.33)	(1.30)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.0	96.6	96.9	97.1	97.1
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.27	2.59	2.93	3.44	1.96
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	54.8	81.6	96.8	121	149
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	13.3	8.75	7.25	5.71	4.56
P/B (lần)	1.48	1.25	1.09	0.93	0.77
Lợi suất cổ tức (%)	3.78	1.89	1.89	1.89	1.89
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	25.3	32.2	32.7	33.7	36.2
ROAA (%)	1.81	2.20	2.04	2.07	2.19
ROAE (%)	11.4	15.5	16.0	17.5	18.4
Chi phí huy động BQ (%)	4.42	4.77	5.57	5.33	5.23
Lợi suất góp BQ (%)	9.69	9.59	9.96	9.79	9.68
Lợi suất thuần (%)	5.27	4.82	4.39	4.46	4.45
Tỷ lệ NIM (%)	5.94	5.56	5.17	5.13	5.10
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	9.84	9.95	9.97	9.27	9.11
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	78.8	78.8	80.3	81.0	81.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	11.3	11.3	9.69	9.75	9.20
Tỷ lệ CIR (%)	23.0	24.8	22.8	21.7	21.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	50.3	16.5	13.7	10.8	8.62
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	15.5	14.3	12.8	11.8	12.2
VCSH/Tổng TS (%)	15.4	13.3	12.2	11.5	12.2
Đòn bẩy vốn (lần)	6.51	7.51	8.19	8.66	8.18
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	4.19	3.33	3.25	3.11	3.09
Hệ số LLR (%)	56.2	55.4	53.4	54.1	53.6
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	143	151	149	147	147
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	26.7	28.7	28.0	25.5	24.7
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	75.1	75.0	74.8	77.7	78.5
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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn