

## LNTT Q3 tăng 23%; thấp hơn dự báo

**Phạm Liên Hà, CFA**

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

**Nguyễn Thanh Tùng, CFA**

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

**Lê Khánh Tùng**

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

**Nguyễn Bảo Ngọc**

 Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
 ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4869

- Lợi nhuận của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng mạnh 23% trong Q3, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, thu nhập ngoài lãi cải thiện và chi phí được kiểm soát tốt, nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự báo do tỷ lệ NIM không đạt kỳ vọng. Chất lượng tài sản cải thiện khiêm tốn với tỷ lệ nợ xấu bình quân ngành ở mức 1,87% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR là 93%.
- Tỷ lệ NIM ổn định ở mức 3,2% và nhiều khả năng đã chạm đáy, trong đó lợi suất góp cải thiện bù trừ chi phí huy động tăng lên. Thanh khoản tiếp tục căng thẳng, với hệ số LDR ở mức kỷ lục 112%, khiến các NHTM phải nâng lãi suất tiền gửi trong tháng 10/2025.
- Sau khi giá cổ phiếu của ngành giảm bình quân 12%, định giá đã trở nên hấp dẫn hơn - những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu bao gồm: ACB, CTG, TCB và VPB.

### Tăng trưởng ấn tượng nhờ tăng trưởng tín dụng tốt & thu nhập ngoài lãi hồi phục

Tổng LNTT của 14 NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng 23% so với cùng kỳ trong Q3/2025 (đi ngang so với quý trước), cho thấy đà tăng trưởng so với cùng kỳ đang tăng tốc. Động lực tăng trưởng chính bao gồm: Thu nhập lãi thuần tăng 12%, thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 29% (chủ yếu nhờ lãi hoạt động tự doanh tại các công ty con là CTCK) và tiếp tục kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động và chi phí dự phòng.

Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ với tỷ lệ nợ xấu giảm 4 điểm cơ bản so với quý trước xuống 1,87% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR cải thiện lên 93%. Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành giảm tốc, trong đó tỷ lệ này ở một số ngân hàng gần bằng 0 hoặc âm nhờ những nỗ lực tái cấu trúc. HSC kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện nhẹ trong Q4/2025, mặc dù rủi ro trong trung hạn vẫn hiện hữu trong bối cảnh môi trường vĩ mô bất ổn.

### Tỷ lệ NIM nhiều khả năng chạm đáy trước áp lực chi phí huy động

Tỷ lệ NIM bình quân nhìn chung ổn định ở mức khoảng 3,2% trong quý thứ 3 liên tiếp, cho thấy khả năng đã chạm đáy, trong đó lợi suất cho vay cải thiện bù đắp phần gia tăng của chi phí huy động. Xu hướng tỷ lệ NIM phân hóa giữa các ngân hàng: Những ngân hàng có tỷ trọng cho vay khách hàng doanh nghiệp và BĐS cao hơn có tỷ lệ NIM tốt hơn, trong khi những ngân hàng tập trung vào phân khúc bán lẻ vẫn chịu sức ép. Thanh khoản thắt chặt khi hệ số LDR tăng lên mức kỷ lục 112% và tỷ lệ huy động tiền gửi giảm, từ đó khiến lãi suất huy động trong tháng 10 điều chỉnh tăng - một xu hướng nhiều khả năng sẽ kéo dài sang Q4/2025.

### Triển vọng và khuyến nghị

HSC giữ nguyên quan điểm tích cực cho Q4/2025 với dự báo tín dụng tăng trưởng 17-18% trong cả năm 2025 và tỷ lệ NIM sẽ ổn định nhờ lợi suất góp cải thiện cân bằng với phần gia tăng của chi phí huy động. Chi phí dự phòng ổn định và chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận. Sau đợt điều chỉnh gần đây, định giá của toàn ngành đã trở nên hấp dẫn hơn. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu CTG, TCB & VPB nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2025-2026, đồng thời giữ nguyên quan điểm tích cực trong trung hạn đối với ACB nhờ chất lượng tài sản vững chắc và định giá hấp dẫn. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho MBB, MSB, TCB và VIB sau đợt điều chỉnh gần đây.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/11.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	25,600	Mua vào	-	31,500	-	23.0	7.35	6.13	1.36	1.17	3.40	3.91
BID	38,650	Tăng tỷ trọng	-	43,900	-	13.6	9.89	8.59	1.61	1.38	1.03	1.16
CTG	51,300	Tăng tỷ trọng	-	60,000	-	17.0	8.59	7.41	1.56	1.31	0	0
HDB	31,050	Tăng tỷ trọng	-	36,500	-	17.6	6.89	6.13	1.66	1.34	1.61	1.61
LPB	51,500	Bán ra	-	24,500	-	(52.4)	14.4	13.6	3.33	2.85	4.85	1.94
MBB	23,900	Tăng tỷ trọng	-	29,600	-	23.8	7.44	6.14	1.45	1.20	0.95	1.26
MSB	12,200	Tăng tỷ trọng	-	15,700	-	28.7	5.82	6.35	0.88	0.77	0	0
OCB	12,450	Tăng tỷ trọng	-	14,600	-	17.3	9.87	7.76	1.00	0.90	5.21	2.41
STB	53,500	Tăng tỷ trọng	-	58,200	-	8.79	7.83	6.20	1.51	1.25	-	-
TCB	34,100	Tăng tỷ trọng	-	44,500	-	30.5	9.45	7.57	1.50	1.30	2.93	2.93
TPB	16,900	Nắm giữ	-	17,714	-	4.82	7.18	6.29	1.19	1.02	5.64	2.25
VCB	60,800	Tăng tỷ trọng	-	70,200	-	15.5	14.6	12.3	2.03	1.77	0	0
VIB	18,750	Tăng tỷ trọng	-	22,700	-	21.1	7.86	6.87	1.34	1.17	3.73	3.20
VPB	29,250	Tăng tỷ trọng	-	34,000	-	16.2	11.6	9.12	1.46	1.28	1.71	1.71

*Giá cổ phiếu tại ngày 5/11/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Contents

<b>Lợi nhuận vững chắc: Thu nhập ngoài lãi vượt dự báo, tỷ lệ NIM không đạt kỳ vọng</b>	<b>3</b>
<b>KQKD Q3/2025: Những điểm nhấn chính</b>	<b>3</b>
<b>Tỷ lệ NIM vẫn kém tích cực mặc dù nhu cầu hồi phục</b>	<b>6</b>
<b>Thanh khoản khan hiếm khiến lãi suất tiền gửi hồi phục trong tháng 10/2025</b>	<b>8</b>
<b>Chất lượng tài sản cải thiện khiêm tốn</b>	<b>11</b>
<b>Tiếp tục xu hướng thắt chặt chi phí hoạt động</b>	<b>14</b>
<b>Triển vọng Q4/2025, định giá &amp; khuyến nghị</b>	<b>15</b>
<b>Kỳ vọng điều gì trong Q4/2025?</b>	<b>15</b>
<b>Định giá và khuyến nghị</b>	<b>15</b>

---

## Lợi nhuận vững chắc: Thu nhập ngoài lãi vượt dự báo, tỷ lệ NIM không đạt kỳ vọng

Lợi nhuận ngành Ngân hàng tăng 23% so với cùng kỳ trong Q3/2025 nhờ tín dụng tăng trưởng tốt, thu nhập ngoài lãi cải thiện – đặc biệt là lãi hoạt động tự doanh mảng cổ phiếu từ các công ty con là CTCK – và chi phí được kiểm soát chặt chẽ. Tuy nhiên, kết quả này vẫn thấp hơn khoảng 6% so với dự báo của chúng tôi do tỷ lệ NIM không đạt kỳ vọng trong khi chi phí dự phòng cao hơn dự báo tại một số ngân hàng. Tín dụng duy trì đà tăng tốt ở mức 17,4% so với đầu năm, trong khi thanh khoản thắt chặt đã khiến lãi suất huy động tăng lên trong tháng 10. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM nhìn chung vẫn ổn định, cho thấy khả năng đã chạm đáy. Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ nhờ hoạt động tái cấu trúc chủ động của các ngân hàng, trong khi chi phí hoạt động được kiểm soát hiệu quả tiếp tục giảm thiểu sức ép lên tỷ suất lợi nhuận. Do định giá đã trở nên hấp dẫn hơn sau đợt điều chỉnh gần đây, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu ACB, CTG, TCB và VPB.

### KQKD Q3/2025: Những điểm nhấn chính

Tổng LNTT của 14 ngân hàng trong phạm vi phân tích tăng 23% so với cùng kỳ trong Q3/2025 (gần như đi ngang so với quý trước), cho thấy đà tăng trưởng so với cùng kỳ đang tăng tốc. Những động lực tăng trưởng chính bao gồm: Thu nhập lãi thuần tăng 12%, thu nhập ngoài lãi tăng 29% (chủ yếu từ lãi hoạt động tự doanh) và chi phí hoạt động và chi phí dự phòng tiếp tục được kiểm soát.

KQKD khả quan nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do tỷ lệ NIM không đạt kỳ vọng và chi phí dự phòng cao hơn dự báo. Tăng trưởng tín dụng và lãi thuần HĐ dịch vụ phục hồi nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi, trong khi lãi hoạt động tự doanh vượt kỳ vọng nhờ KQKD mạnh mẽ của các công ty con là CTCK. Những thông tin chính bao gồm:

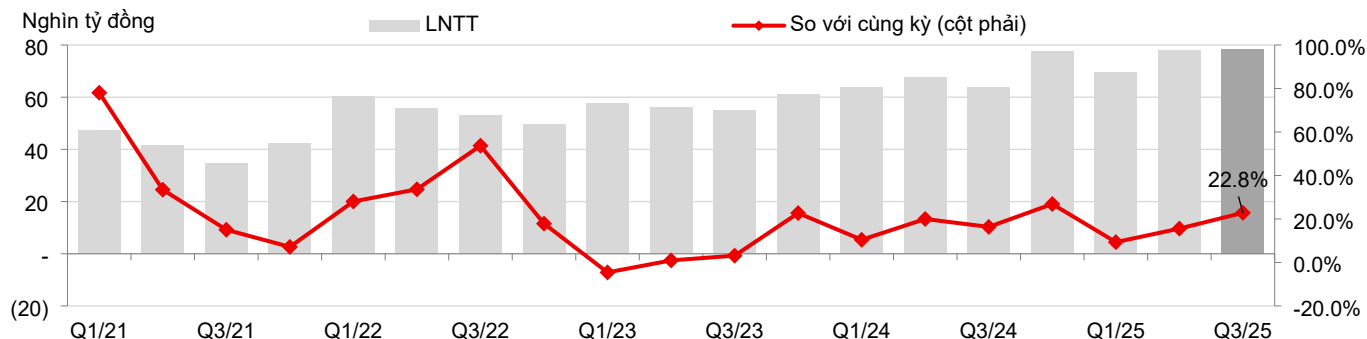
- **Tổng dư nợ tín dụng** của tất cả các NHTM trong danh mục khuyến nghị tăng 17,4% so với đầu năm (tăng 4,2% so với quý trước), đà tăng duy trì ổn định. Trong đó, các NHTM tư nhân dẫn đầu tăng trưởng – nổi bật nhất là VPB (tăng 28% so với đầu năm) và MBB (tăng 18,6% so với đầu năm) – trong khi các NHTM có vốn nhà nước vẫn thận trọng.
- **Tổng vốn huy động** tăng 10,7% so với đầu năm, trong đó tiền gửi tăng trưởng ổn định (tăng 9,8%) trong khi giấy tờ có giá tăng mạnh hơn (tăng 18,4%). Thanh khoản thắt chặt với hệ số LDR cốt lõi đạt 112%, mức cao kỷ lục. Tiền gửi kho bạc tại 3 NHTM có vốn nhà nước tăng khoảng 100 nghìn tỷ đồng so với quý trước lên 460 nghìn tỷ đồng, cho thấy thanh khoản hệ thống thắt chặt và sức ép tiềm ẩn lên lãi suất tiền gửi trong Q4/2025.
- **Tỷ lệ NIM** nhìn chung ổn định (giảm 4 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 31 điểm cơ bản so với cùng kỳ), cho thấy khả năng chạm đáy sau khi liên tục suy giảm. Một số NHTM – CTG, LPB, MSB, OCB, STB, TCB và VPB – ghi nhận sự cải thiện so với quý trước cho thấy dấu hiệu ổn định trở lại. Tỷ lệ NIM bình quân vẫn thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.
- **Chất lượng tài sản** cải thiện nhẹ với tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,87% (giảm 4 điểm cơ bản so với quý trước) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 93% từ 87% trong Q2/2025. Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành chậm lại, trong đó nợ xấu mới hình thành tại ACB & CTG âm, nhiều khả năng nhờ hoạt động tái cấu trúc chủ động.
- **Lãi thuần HĐ dịch vụ** tăng 19,3% so với cùng kỳ (tăng 1,6% so với quý trước) nhờ hoa hồng bancassurance phục hồi tại một số ngân hàng cùng sự xuất hiện của một số loại phí khác đến từ các sản phẩm mới (ví dụ: BaaS hay Bank-as-a-Service...) và các loại phí liên quan đến hoạt động cấp tín dụng.
- **Lãi hoạt động tự doanh** tăng mạnh 2837% so với mức nền thấp cùng kỳ (nhưng giảm 23,5% so với quý trước) chủ yếu nhờ lợi nhuận ở lĩnh vực cổ phiếu tại các CTCK con, trong khi lãi mua bán trái phiếu sụt giảm do lợi suất TPCP tăng lên.

Tăng trưởng lợi nhuận phân hóa giữa các ngân hàng. Trong đó, những ngân hàng có mức nền thấp (như MSB, OCB) hoặc được hưởng lợi từ lãi hoạt động tự doanh cổ

phiếu/thu nhập từ thu hồi nợ xấu và chi phí dự phòng giảm (như VPB, CTG, STB) tăng trưởng mạnh hơn, trong khi các ngân hàng tập trung vào phân khúc bán lẻ tiếp tục chịu sức ép do tỷ lệ NIM thu hẹp & nhu cầu tín dụng chững lại.

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

Tăng trưởng LNTT tăng tốc trong Q3/2025 nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự báo



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 2: Tổng lợi nhuận, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Thu nhập HĐ tăng mạnh – đặc biệt là thu nhập ngoài lãi – cùng việc kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn đã hỗ trợ lợi nhuận thuần

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

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 3: Tăng trưởng LNTT, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

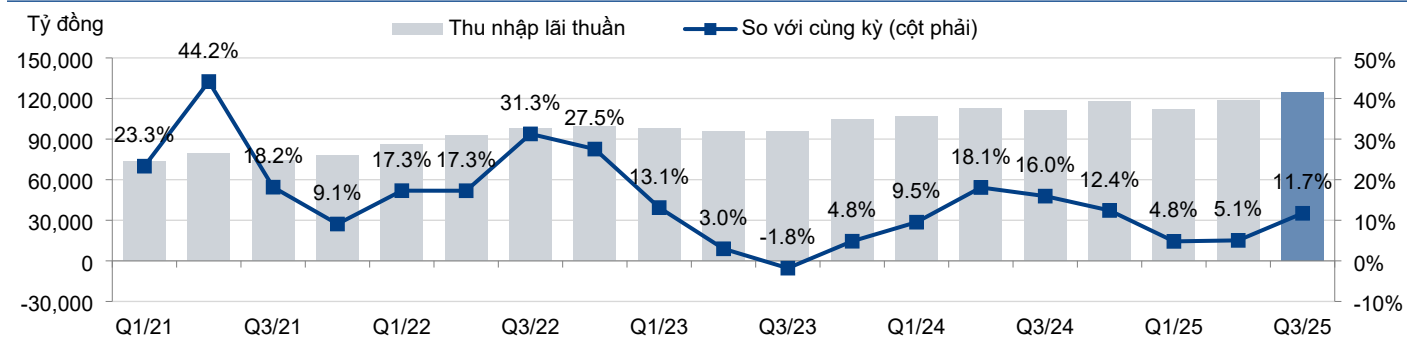
Những ngân hàng với mức nền thấp, chi phí dự phòng giảm hoặc thu nhập từ đầu tư tăng mạnh có LNTT tăng trưởng cao hơn

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T2025	So với cùng kỳ	% 2025 HSCF	Chú thích
OCB	1,538	249.5%	53.9%	3,431	34.4%	81.5%	Tăng mạnh so với mức nền thấp. Vượt dự báo nhờ tỷ lệ NIM cải thiện và chi phí dự phòng giảm
VPB	9,166	76.7%	47.5%	20,396	47.2%	80.5%	Vượt mạnh dự báo nhờ thu nhập đầu tư từ VPX tăng mạnh
CTG	10,614	62.0%	-12.3%	29,535	51.4%	73.3%	Sát dự báo
STB	3,657	32.9%	0.0%	10,988	35.8%	68.3%	Thấp hơn kỳ vọng do không xuất hiện khoản hoàn nhập dự phòng KCN Phong Phú
MSB	1,587	31.0%	2.9%	4,760	-2.9%	57.9%	Tăng mạnh so với mức nền thấp. Thấp hơn dự báo do lãi thuần HĐ dịch vụ giảm
<b>Tổng</b>	<b>77,998</b>	<b>22.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>225,979</b>	<b>15.9%</b>	<b>72.0%</b>	<b>Thấp hơn dự báo một chút</b>
LPB	3,448	18.9%	15.4%	9,612	9.0%	72.1%	Sát dự báo
BID	7,594	16.9%	-12.0%	23,632	7.2%	67.7%	Không đạt dự báo do tỷ lệ NIM sụt giảm và chi phí dự phòng cao
TCB	8,250	14.4%	4.4%	23,385	2.4%	71.8%	Thấp hơn một chút so với kỳ vọng do chi phí dự phòng vượt dự báo
ACB	5,382	11.1%	-11.7%	16,072	4.8%	71.9%	Sát dự báo
TPB	1,902	9.9%	-6.7%	6,048	10.7%	74.1%	Sát dự báo
HDB	4,735	5.4%	0.5%	14,803	17.0%	72.1%	Thấp hơn dự báo do tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM giảm, một phần do bán nợ cho Vikki
VCB	11,239	5.0%	1.9%	33,133	5.1%	73.6%	Sát dự báo
VIB	2,030	1.6%	-21.8%	7,046	6.7%	69.5%	Không đạt dự báo do tỷ lệ NIM giảm & chi phí dự phòng tăng
MBB	7,250	-0.8%	-3.4%	23,139	11.6%	70.4%	Thấp hơn kỳ vọng do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

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

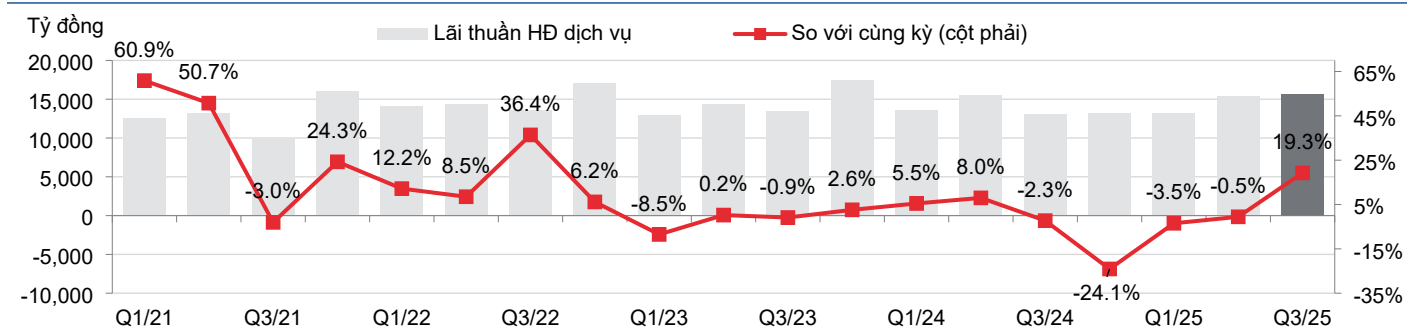
Thu nhập lãi thuần tăng 11,7% chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

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

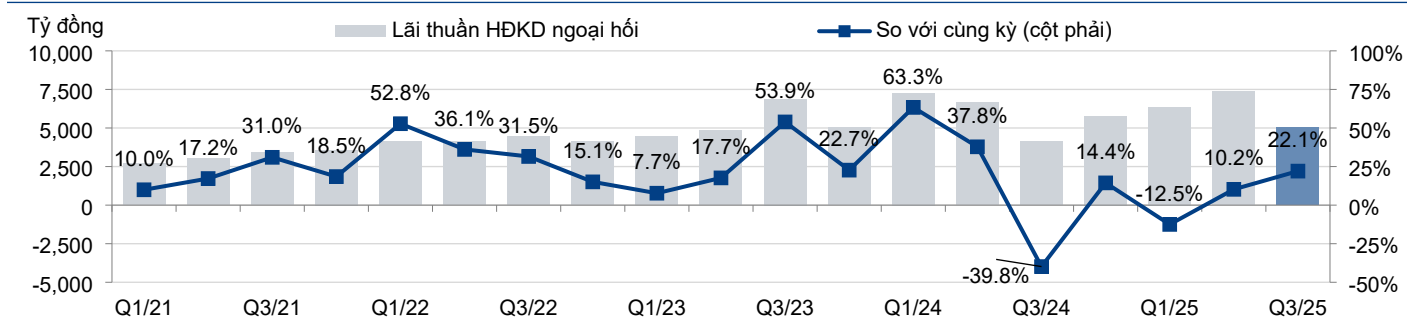
Lãi thuần HĐ dịch vụ tăng 19,3% so với cùng kỳ nhờ mảng bancassurance phục hồi và thu nhập phí khác tăng tại một số ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

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

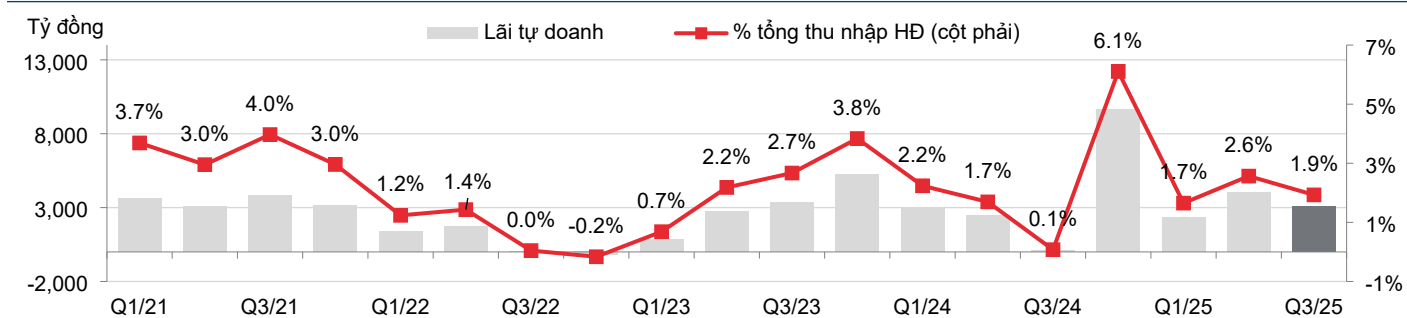
Lãi thuần HĐKD ngoại hối tăng 22% so với cùng kỳ từ mức nền thấp



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 7: Lãi tự doanh, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

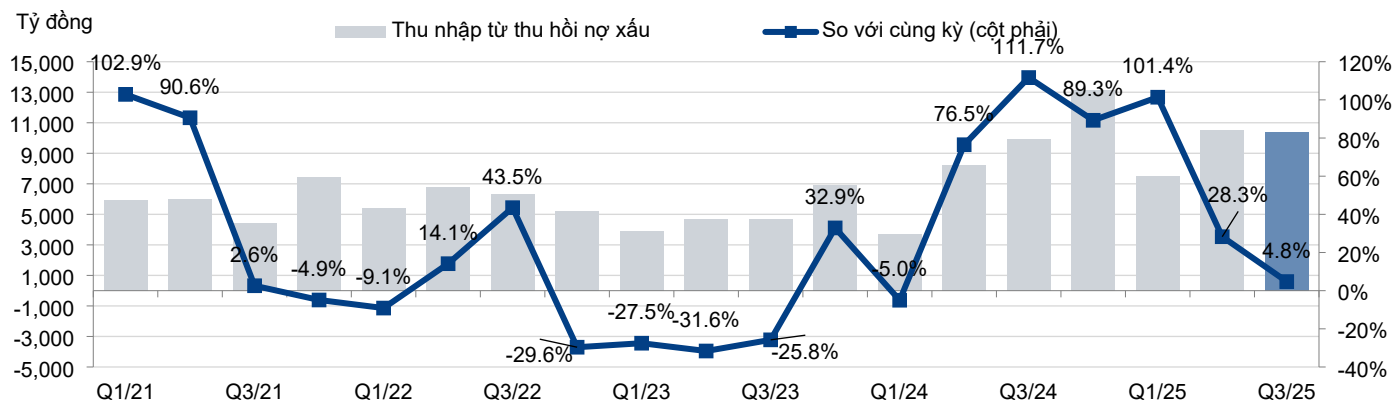
Trong Q3/2025, lãi tự doanh chủ yếu đến từ hoạt động giao dịch cổ phiếu tại các công ty con là công ty chứng khoán



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

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

Thu nhập từ thu hồi nợ xấu duy trì tích cực



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

### Tỷ lệ NIM vẫn kém tích cực mặc dù nhu cầu hồi phục

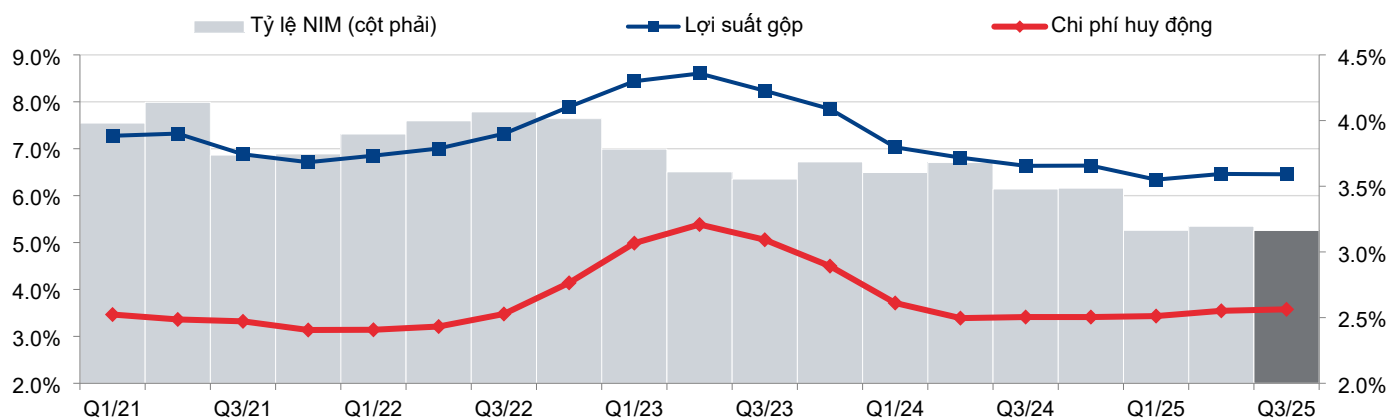
Tỷ lệ NIM bình quân của 14 NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi nhìn chung ổn định ở mức khoảng 3,2% trong 3 quý vừa qua (giảm 30 điểm cơ bản so với đầu năm). Mặc dù nhu cầu tín dụng phục hồi – thể hiện ở tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ - nhưng lợi suất gộp chỉ cải thiện khiêm tốn bù trừ cho phần gia tăng của chi phí huy động.

Tỷ lệ NIM phân hóa giữa các ngân hàng. Trong đó, những ngân hàng có tỷ trọng cho vay ngành BĐS cao hơn – ngành có nhu cầu tín dụng phục hồi mạnh mẽ - chỉ thu hẹp nhẹ tính từ đầu năm, trong khi những NHTM định hướng bán lẻ tiếp tục ghi nhận nhu cầu sụt giảm và phải chuyển dịch sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp có lợi suất thấp hơn, từ đó gia tăng áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Trong khi đó, tỷ lệ NIM tại các NHTM có vốn nhà nước tiếp tục duy trì ở mức thấp, phù hợp với nhiệm vụ hỗ trợ chính sách của những ngân hàng này.

HSC cho rằng NIM chưa phục hồi chủ yếu đến từ hai nguyên nhân: (1) nhu cầu tín dụng phục hồi không đồng đều, trong đó tín dụng ngành BĐS vượt trội hơn so với những ngành khác, từ đó khiến tỷ lệ NIM khó hồi phục tại những ngân hàng có tỷ trọng cho vay ngành này thấp hơn và (2) các NHTM có vốn nhà nước chủ động duy trì lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ chính sách tiền tệ nới lỏng, từ đó làm gia tăng cạnh tranh. Bước sang Q4/2025, xu hướng tỷ lệ NIM có thể sẽ tiếp tục phân hóa, trong đó các NHTM cho vay nhiều hơn vào ngành BĐS sẽ phục hồi tốt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng sự suy giảm sẽ diễn ra trên toàn ngành do cả NHTM có vốn nhà nước và NHTM tư nhân có vẻ đang nâng cao lợi suất gộp để bù đắp cho phần gia tăng của chi phí huy động, cho thấy tỷ lệ NIM có thể đã chạm đáy.

**Biểu đồ 9: Cơ cấu tỷ lệ NIM theo quý, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Tỷ lệ NIM duy trì ổn định trong 3 quý liên tiếp



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 10: So sánh tỷ lệ NIM, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

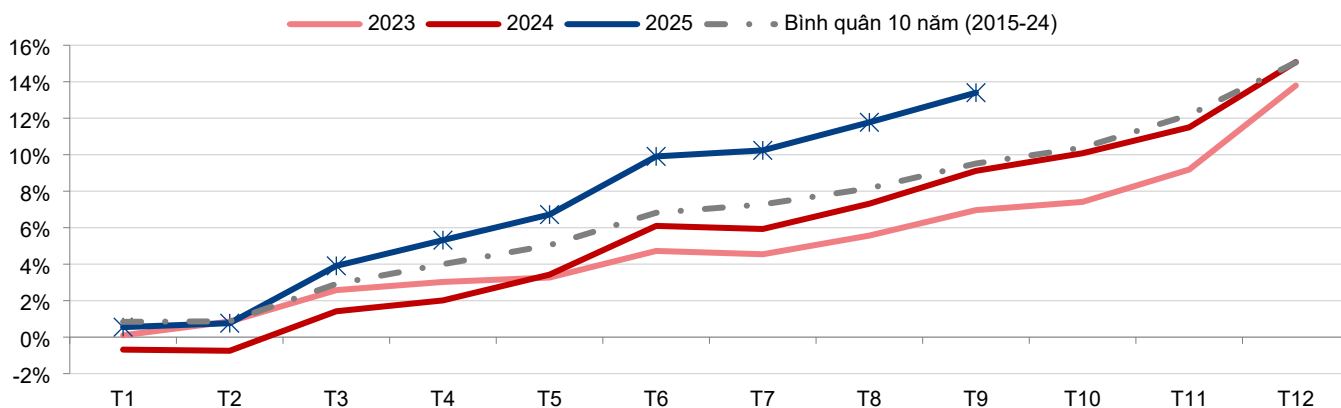
Tỷ lệ NIM biến động khác nhau giữa các ngân hàng

	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	3.9%	39.7		19.9	7.9%	52.6		61.9	4.3%	20.2		47.5							
LPB	3.3%	26.4		-16.6	8.0%	53.1		29.2	5.1%	28.2		45.9							
OCB	3.2%	16.9		-22.0	7.2%	29.6		-2.5	4.4%	11.3		13.4							
VPB	5.5%	11.2		-52.6	9.5%	17.9		-17.0	4.7%	9.6		43.1							
MSB	3.4%	10.1		2.6	6.5%	5.6		15.5	3.5%	-6.4		11.6							
CTG	2.6%	7.0		-31.7	5.6%	3.0		-19.0	3.2%	-4.9		16.1							
TCB	4.1%	5.6		-31.6	7.3%	5.5		-23.2	3.5%	1.9		14.4							
VIB	3.1%	1.6		-68.6	7.0%	13.9		-50.5	4.3%	12.5		13.5							
<b>Tổng</b>	<b>3.2%</b>	<b>-3.2</b>		<b>-31.6</b>	<b>6.5%</b>	<b>-0.8</b>		<b>-18.0</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.1</b>		<b>16.4</b>							
ACB	2.9%	-4.9		-68.9	6.5%	14.1		-27.8	4.0%	20.7		41.0							
BID	2.1%	-6.0		-22.8	5.3%	-8.7		-39.3	3.3%	-1.2		-14.9							
VCB	2.6%	-6.6		-28.3	4.7%	-1.2		-18.8	2.4%	5.7		9.8							
MBB	4.1%	-8.0		-17.8	7.0%	-10.2		-12.0	3.3%	-3.4		2.7							
TPB	3.1%	-16.0		-57.2	7.5%	-23.3		10.3	4.6%	-9.7		76.2							
HDB	4.4%	-144.4		-135.5	9.1%	-157.1		-139.2	4.9%	-11.5		29.5							

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 11: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành ngân hàng**

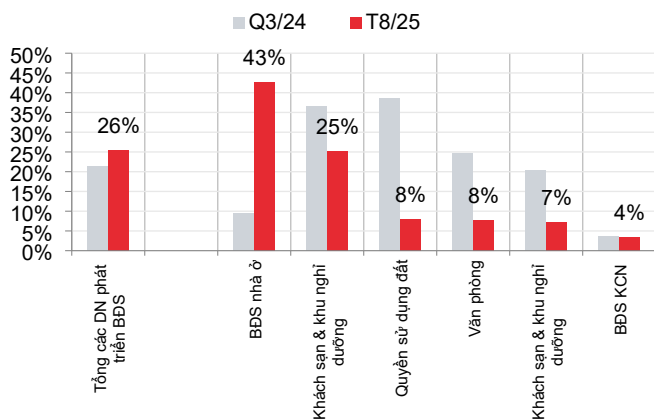
Tín dụng ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong một thập kỷ qua



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 12: Tăng trưởng tín dụng kinh doanh BĐS so với đầu năm, ngành ngân hàng**

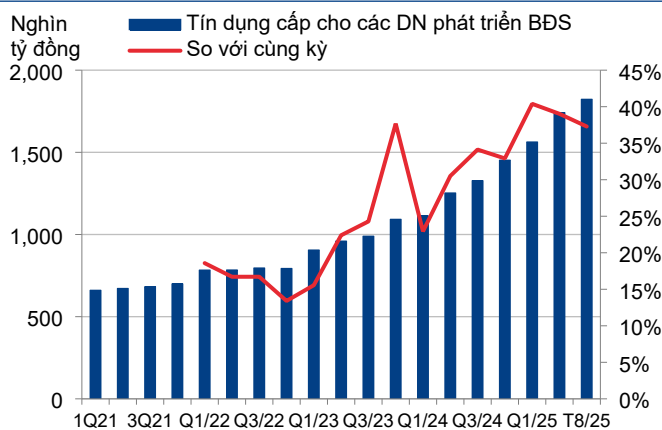
Tín dụng cấp cho các doanh nghiệp phát triển BĐS tăng nhanh hơn so với mức chung của toàn ngành



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

**Biểu đồ 13: Cho vay kinh doanh BĐS, ngành ngân hàng**

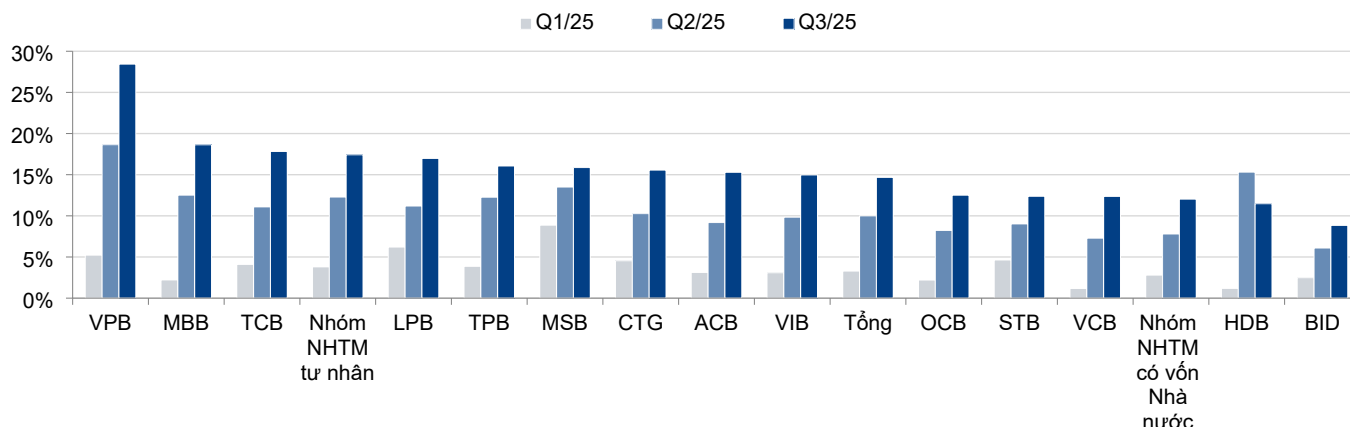
Các khoản cho vay kinh doanh BĐS là động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2022-2025



Nguồn: Bộ Xây dựng, HSC

**Biểu đồ 14: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

VPB, MBB và TCB dẫn đầu về tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

### Thanh khoản khan hiếm khiến lãi suất tiền gửi hồi phục trong tháng 10/2025

Thanh khoản tiếp tục thắt chặt trong Q3/2025 với hệ số LDR cốt lõi đạt 112% - mức kỷ lục. Tiền gửi KBNN tại ba NHTM có vốn nhà nước trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng khoảng 100 nghìn tỷ đồng so với quý trước lên 460 nghìn tỷ đồng, trong khi nguồn vốn thông qua thị trường OMO của NHNN đạt khoảng 230 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 10, cũng ở mức cao kỷ lục. Trên bảng CĐKT của các ngân hàng, tỷ trọng nguồn vốn tiền gửi tiếp tục giảm xuống mức thấp kỷ lục 67% đối với các NHTM có vốn nhà nước và 58% đối với các NHTM tư nhân.

Tình hình thanh khoản thắt chặt đã thúc đẩy các NHTM nâng lãi suất huy động để thu hút vốn, từ đó khiến lãi suất niêm yết tăng lên trong tháng 10. Lãi suất ưu đãi kỳ hạn 3 tháng tại các NHTM có vốn nhà nước cho các khoản tiền gửi lớn đã chạm trần 4,75% của NHNN. Trước tình hình hiện tại, HSC dự báo lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng lên trong thời gian tới.

**Biểu đồ 15: Tăng trưởng tín dụng, tiền gửi so với cùng kỳ & hệ số LDR, ngành ngân hàng**

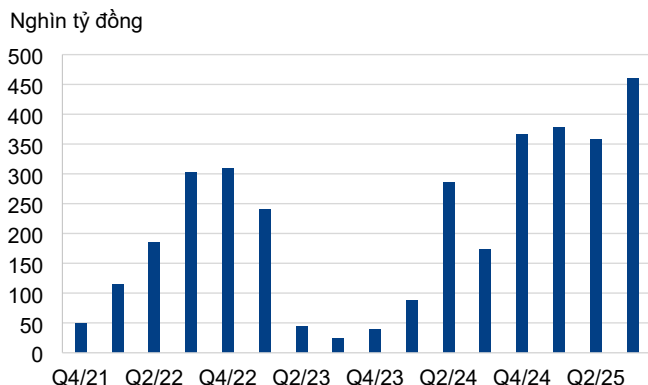
Kể từ năm 2021, tăng trưởng tiền gửi đã chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng, từ đó đẩy hệ số LDR tăng lên mức cao hiện tại



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 16: Tiền gửi Kho bạc Nhà nước tại các ngân hàng quốc doanh trong phạm vi phân tích của HSC**

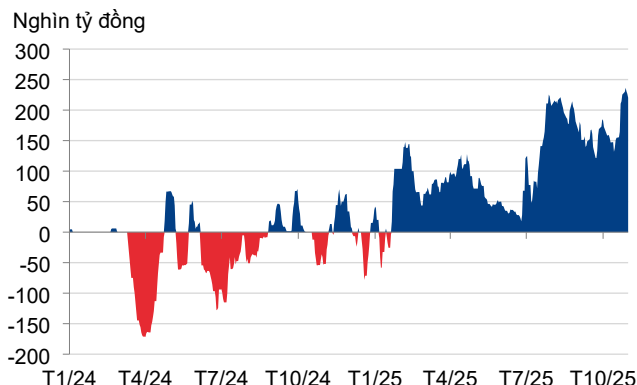
Tiền gửi Kho bạc vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 17: Huy động ròng từ thị trường mở (OMO), ngành ngân hàng**

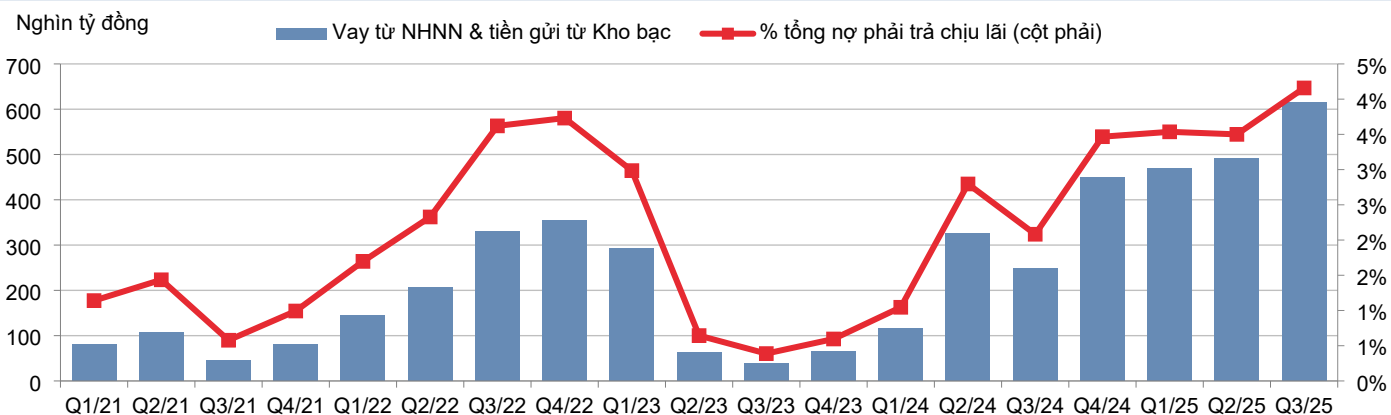
Nguồn hỗ trợ thanh khoản từ NHNN đã đạt mức cao kỷ lục



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 18: Vay từ NHNN và tiền gửi của Kho bạc Nhà nước, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

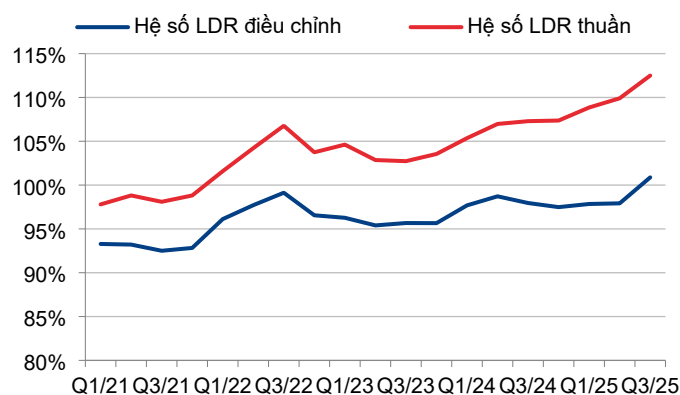
Tổng dư nợ vay từ NHNN và tiền gửi Kho bạc đã tăng lên mức cao mới trong Q3/2025



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 19: Hệ số LDR, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

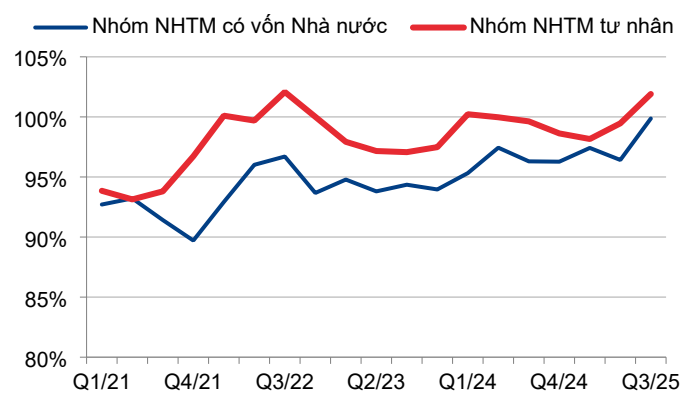
Hệ số LDR điều chỉnh đạt mức cao mới trong Q3/2025



Ghi chú: Hệ số LDR thuần = Dư nợ cho vay khách hàng / tiền gửi khách hàng; hệ số LDR điều chỉnh = Tổng tín dụng / (tiền gửi khách hàng + giấy tờ có giá)  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 20: Hệ số LDR điều chỉnh, nhóm NHTM quốc doanh & NHTM tư nhân**

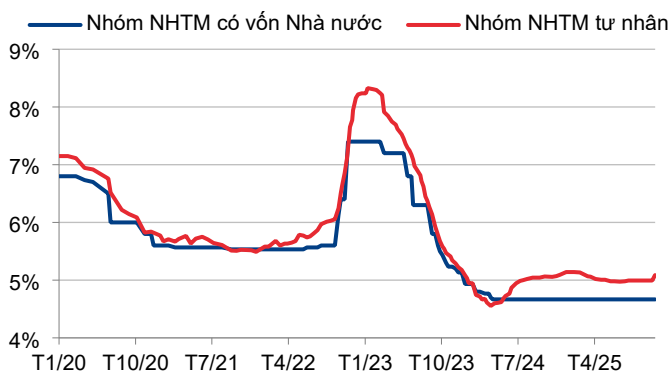
Hệ số LDR tại tất cả các ngân hàng đều tăng trong Q3



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 21: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

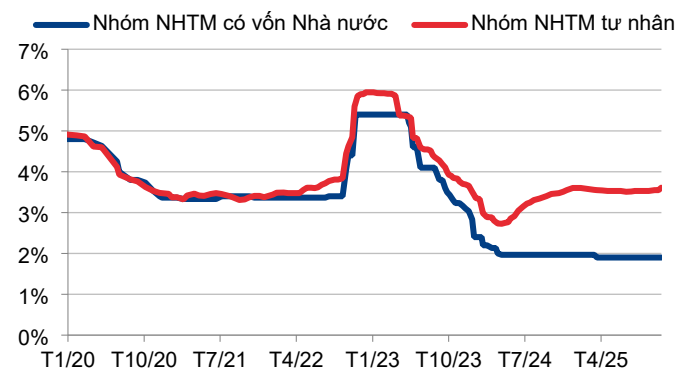
Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng bình quân đã tăng nhẹ trong tháng 10...



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 22: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 3 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

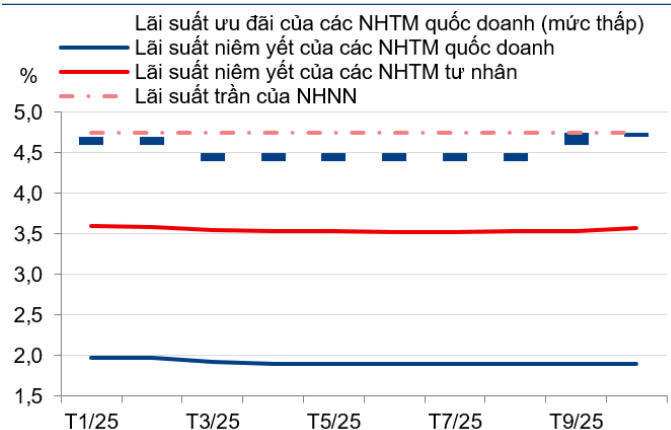
... và lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 3 tháng cũng tương tự



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 23: Lãi suất tiền gửi ưu đãi kỳ hạn 3 tháng cao nhất, Việt Nam**

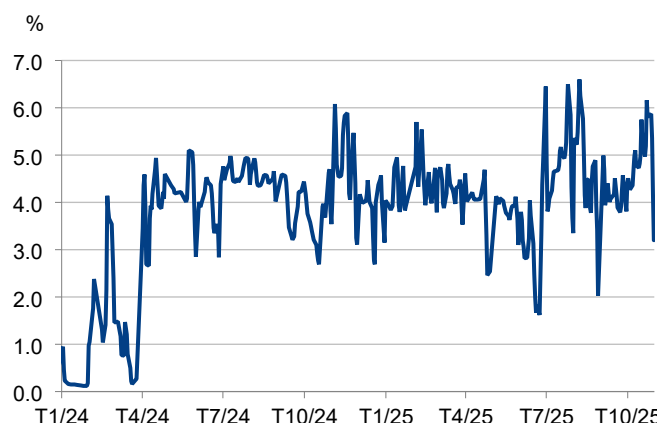
Lãi suất ưu đãi cao nhất đã chạm trần



Lãi suất ưu đãi để cập đến lãi suất áp dụng cho các khoản tiền gửi lớn và được xác định dựa trên dữ liệu thu thập và ước tính của chúng tôi. Nguồn: Dữ liệu thị trường

**Biểu đồ 24: Lãi suất qua đêm, Việt Nam**

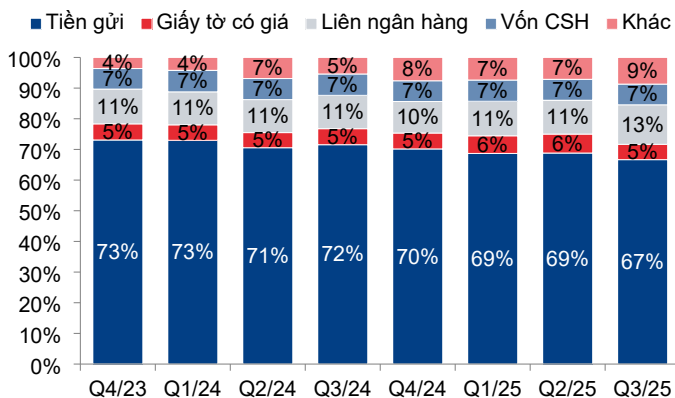
So với nửa đầu năm, lãi suất qua đêm bình quân đã tăng 50 điểm cơ bản trong Q3



Source: CEIC

**Biểu đồ 25: Cơ cấu nguồn vốn của các NHTM quốc doanh trong phạm vi phân tích của HSC**

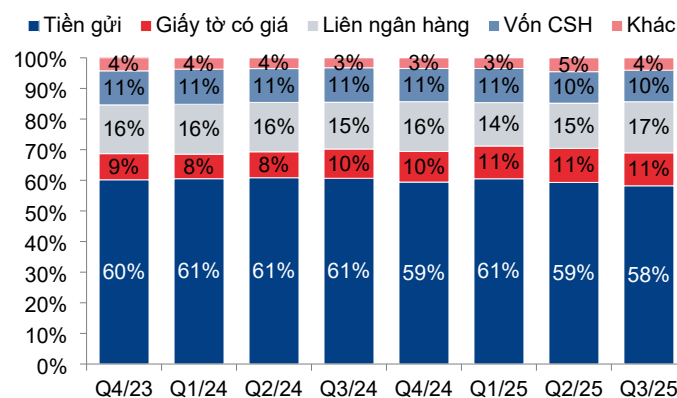
Tỷ trọng tiền gửi tiếp tục giảm tại các NHTM có vốn Nhà nước...



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 26: Cơ cấu nguồn vốn của các NHTM tư nhân trong phạm vi phân tích của HSC**

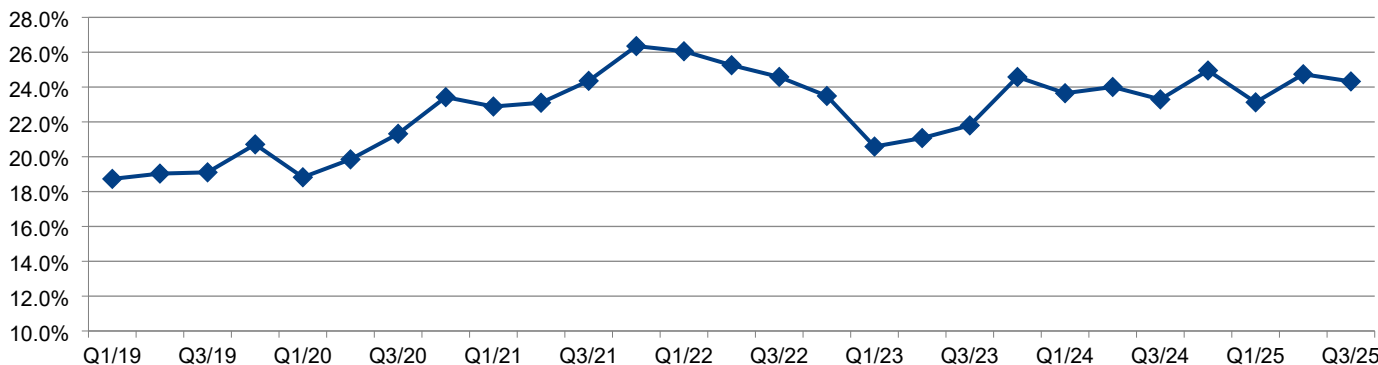
... cũng như tại các NHTM tư nhân



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 27: Tỷ lệ CASA, tổng các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

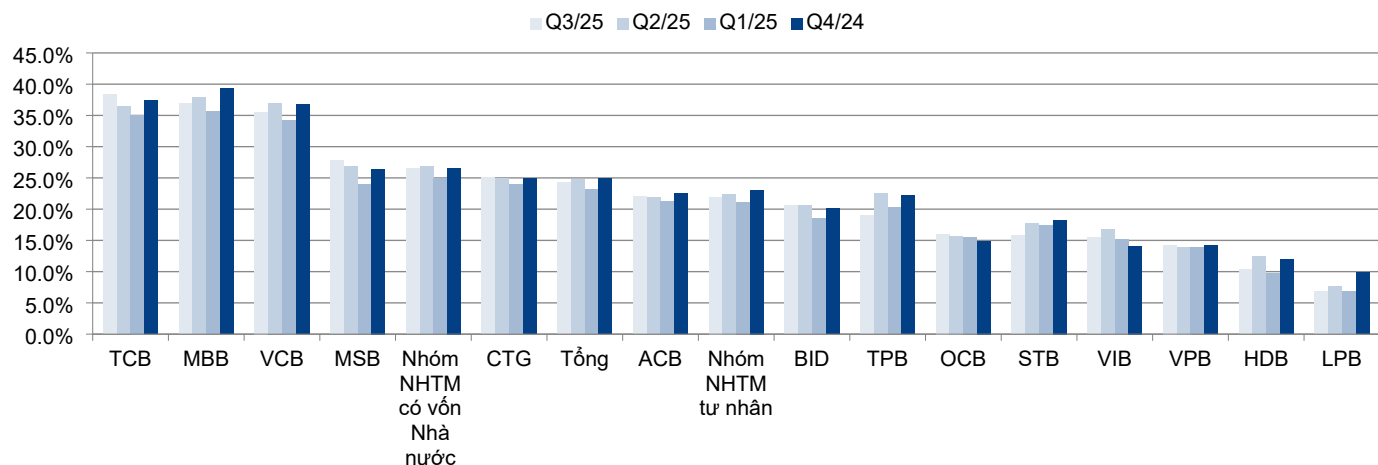
Tỷ lệ CASA duy trì ổn định kể từ Q4/2023



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 28: So sánh tỷ lệ CASA trong 4 quý qua, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

MBB, VCB và TCB tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

### Chất lượng tài sản cải thiện khiêm tốn

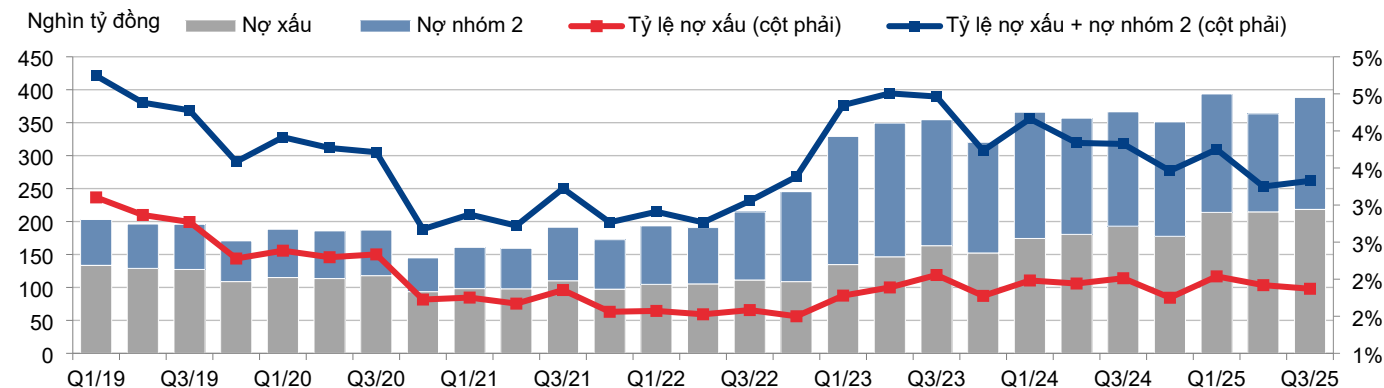
Chất lượng tài sản cải thiện nhẹ trong quý với tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,87% (giảm 4 điểm cơ bản so với quý trước). Tổng tỷ lệ nợ xấu & nợ nhóm 2 tăng nhẹ 8 điểm cơ bản so với quý trước lên 3,35%, mặc dù xu hướng chung vẫn đang giảm dần. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR cải thiện nhẹ lên 93% từ 87% trong Q2/2025, cho thấy đệm dự phòng cải thiện.

Nợ xấu mới hình thành đã giảm nhẹ trong Q2 và Q3/2025 sau khi đạt đỉnh vào Q1/2025. Tuy nhiên, xu hướng phân hóa mạnh giữa các ngân hàng: nợ xấu mới hình thành âm tại ACB và CTG, phản ánh quá trình tái cấu trúc và phục hồi tích cực, trong khi nợ xấu mới hình thành tăng so với quý trước tại HDB, MBB, TPB & VPB.

Thời gian tới, HSC kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện dần trong Q4/2025 nhờ dòng tiền của khách hàng vay nợ lành mạnh hơn, hoạt động xử lý nợ xấu và thu hồi tài sản đảm bảo hiệu quả hơn. Tuy nhiên, rủi ro chất lượng tài sản trong trung hạn cần được theo dõi chặt chẽ trong bối cảnh kinh tế vĩ mô vẫn bất ổn.

**Biểu đồ 29: Tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ nợ nhóm 2, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

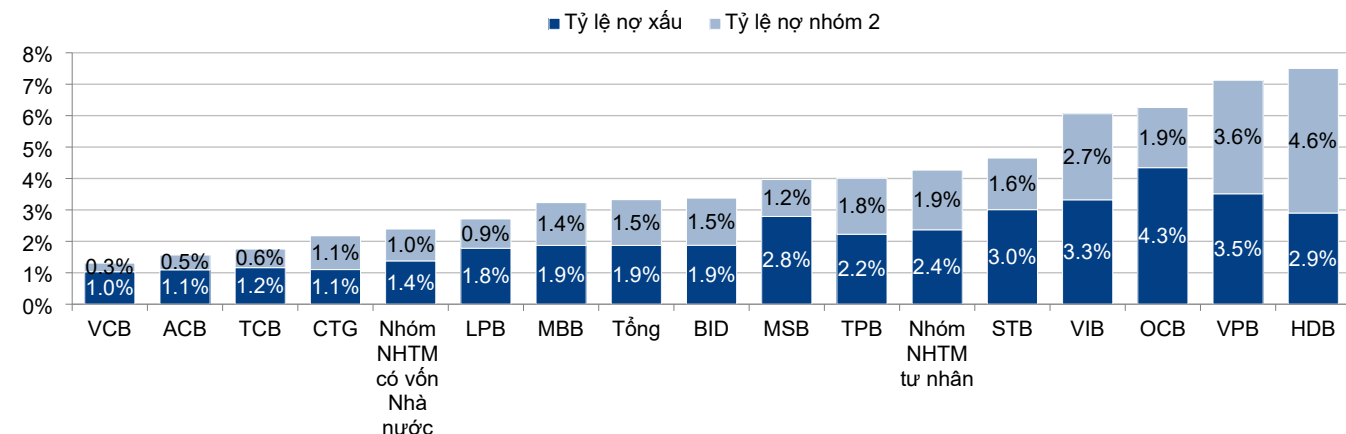
Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ so với quý trước



Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC rỗng vào mục nợ xấu.  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 30: Tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ nợ nhóm 2 trong Q3/2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

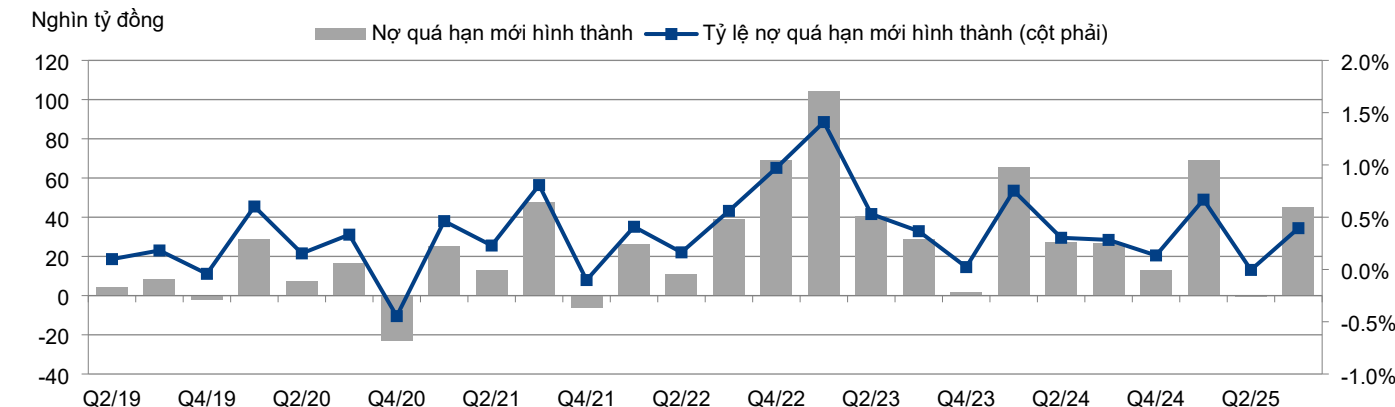
VCB, ACB và CTG có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất



Ghi chú: Chúng tôi đưa trái phiếu VAMC rỗng vào mục nợ xấu.  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 31: Các khoản nợ quá hạn mới hình thành (nhóm 2-5), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

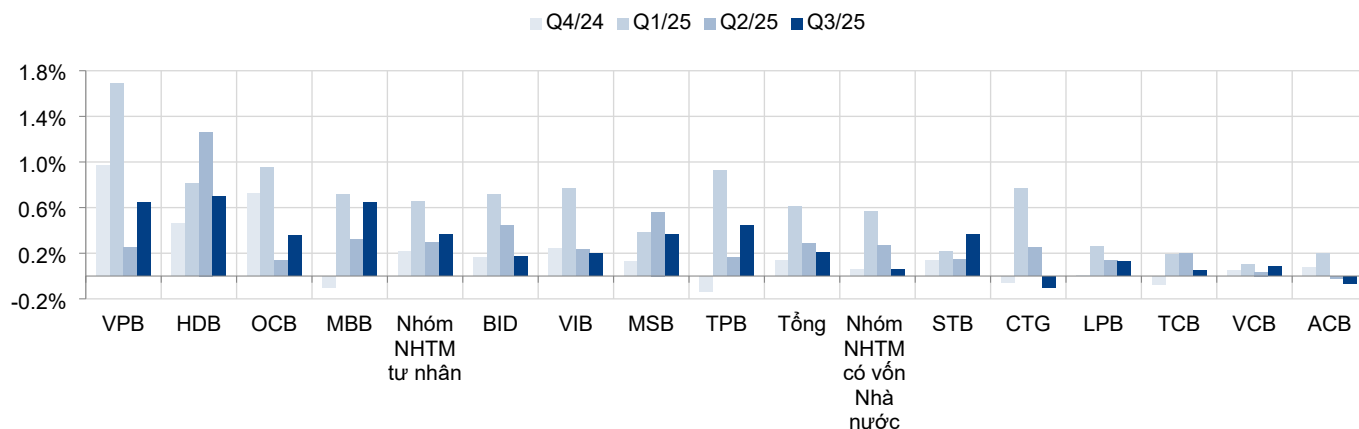
Nợ quá hạn mới hình thành đã tăng trở lại trong Q3/2025



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

**Biểu đồ 32: So sánh tỷ lệ nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) trong 4 quý gần nhất, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

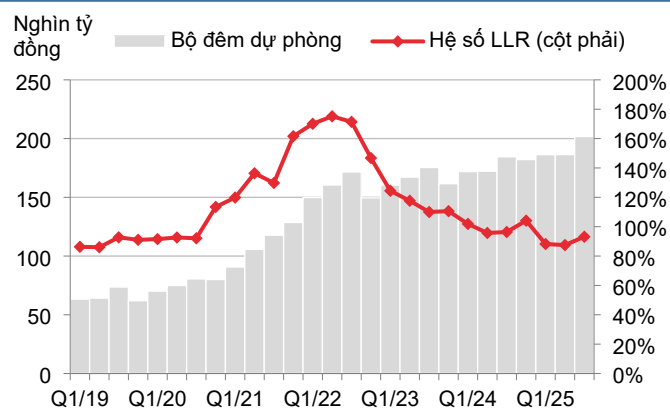
Một số ngân hàng ghi nhận tỷ lệ nợ xấu mới hình thành âm, cho thấy khả năng các khoản vay tái cơ cấu đã quay lại nhóm nợ đủ tiêu chuẩn



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 33: Bộ đệm dự phòng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

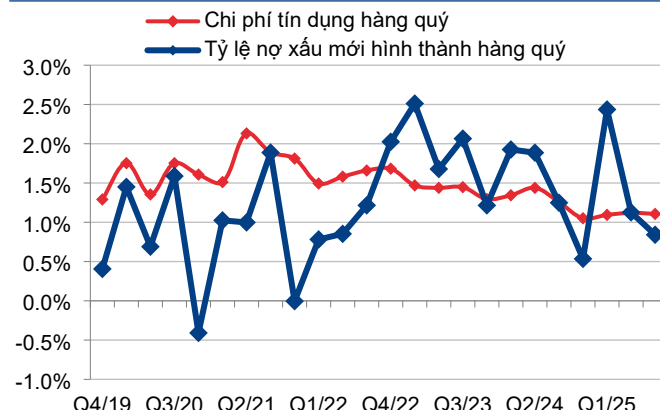
Hệ số LLR tăng nhẹ trong Q3/2025...



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 34: Chi phí tín dụng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

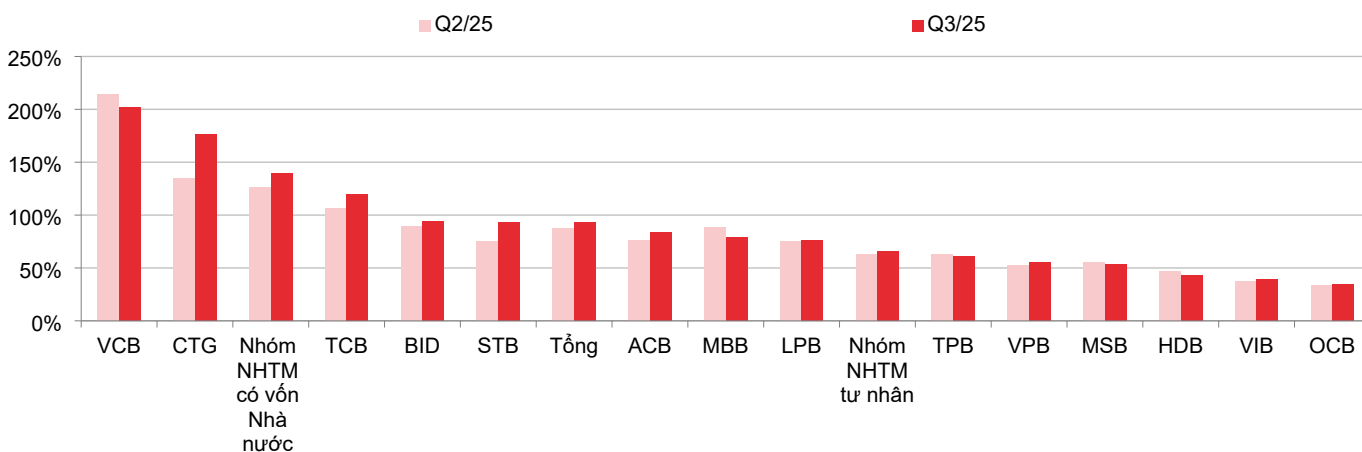
...nhờ nợ xấu mới hình thành đã giảm trong quý này



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 35: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Hệ số LLR của phần lớn các ngân hàng đã cải thiện so với quý trước



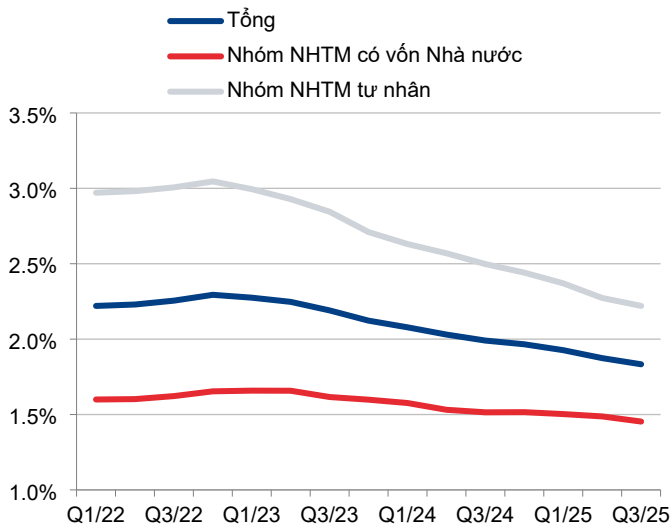
Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

### Tiếp tục xu hướng thắt chặt chi phí hoạt động

Chi phí tiếp tục được kiểm soát chặt chẽ trong Q3/2025 với tỷ lệ chi phí hoạt động/dư nợ tín dụng 12 tháng gần nhất tiếp tục giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước ở cả NHTM có vốn nhà nước và tư nhân. Hầu hết các ngân hàng ưu tiên nâng cao năng suất thông qua chuyển đổi số và tối ưu hóa quy trình thay vì tiếp tục cắt giảm nhân sự. Việc liên tục cải thiện hiệu quả hoạt động sẽ giúp giảm thiểu tác động của chi phí huy động gia tăng lên lợi nhuận.

**Biểu đồ 36: Tỷ lệ chi phí HĐ (trượt 12 tháng), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

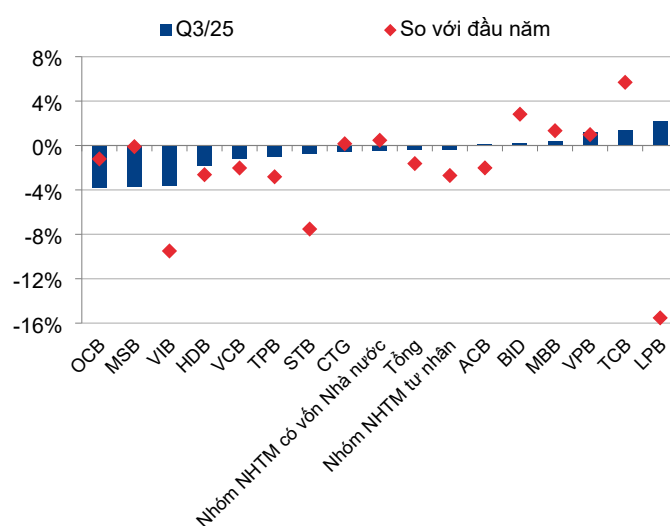
Tỷ lệ chi phí HĐ tiếp tục có xu hướng giảm trong Q3/2025



Ghi chú: Tỷ lệ chi phí HĐ = Chi phí HĐ / tổng tín dụng bình quân  
 Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 37: Biến động số lượng nhân sự, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Một số ngân hàng tiếp tục giảm nhẹ nhân sự trong Q3/2025



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

## Triển vọng Q4/2025, định giá & khuyến nghị

Triển vọng tăng trưởng của ngành vẫn tích cực với tăng trưởng tín dụng năm 2025 dự báo đạt 17-18% nhờ đẩy mạnh đầu tư công và thị trường BĐS dần phục hồi. Tỷ lệ NIM được dự báo sẽ tiếp tục ổn định trước áp lực từ chi phí huy động, trong khi chi phí hoạt động và chi phí dự phòng được kiểm soát chặt chẽ tiếp tục củng cố lợi nhuận. Chất lượng tài sản cần được theo dõi chặt chẽ trước những bất ổn vĩ mô. Sau đợt điều chỉnh gần đây (12%), định giá của ngành đã trở nên hấp dẫn hơn. Dựa trên tiềm năng tăng giá, chúng tôi ưa thích cổ phiếu ACB, CTG, TCB và VPB.

### Kỳ vọng điều gì trong Q4/2025?

HSC tiếp tục đánh giá tích cực về triển vọng chung trong Q4/2025, mặc dù tỷ lệ NIM hiện có về phục hồi chậm hơn so với dự báo trước đó và sự cải thiện chỉ giới hạn ở một số ngân hàng. Cụ thể, phần thu hẹp của tỷ lệ NIM được bù đắp nhờ hiệu quả kiểm soát chi phí hoạt động và chi phí dự phòng. Những dự báo chính bao gồm:

- **Tăng trưởng tín dụng:** HSC dự báo tín dụng của ngành tăng trưởng 17-18% và của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng trưởng 18,9% trong năm 2025 trong bối cảnh đầu tư công tăng tốc và thị trường BĐS phục hồi. Trong đó, những NHTM tư nhân có tỷ trọng tín dụng BĐS và cho vay mua nhà lớn hơn sẽ tăng trưởng tốt hơn các NHTM có vốn nhà nước và các ngân hàng bán lẻ khác.
- **Lãi suất & tỷ lệ NIM:** NHNN tiếp tục đảm bảo thanh khoản và duy trì chính sách nới lỏng. Tuy nhiên, áp lực huy động vốn vẫn tiếp diễn do tốc độ tăng trưởng tiền gửi chậm hơn tăng trưởng tín dụng khiến các NHTM phải vay vốn từ NHNN hoặc nâng lãi suất tiền gửi. Do đó, chi phí huy động được dự báo sẽ tăng lên so với quý trước. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM nhiều khả năng vẫn sẽ ổn định do các ngân hàng chuyển phần chi phí gia tăng sang cho khách hàng, cải thiện tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn và chuyển dịch sang các khoản cho vay có lợi suất cao hơn (cho vay mua nhà, cơ sở hạ tầng, tài trợ dự án).
- **Thu nhập phí:** Thu nhập phí cốt lõi có thể vẫn ở mức thấp do hoa hồng bancassurance kém tích cực và cạnh tranh gay gắt, trong khi các khoản phí liên quan đến cấp tín dụng có thể hỗ trợ một phần. Những ngân hàng có công ty con chứng khoán hoạt động tích cực (như TCB-Techcom Securities, VPB-VPBankS, MBB-MBS) kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi hoạt động tự doanh cao hơn nhờ thanh khoản mạnh mẽ trên thị trường cổ phiếu cùng sự phục hồi của hoạt động phát hành TPDN.
- **Chất lượng tài sản:** Chúng tôi vẫn thận trọng về chất lượng tài sản trong bối cảnh thương mại toàn cầu bất ổn và rủi ro thuế quan mới. Một số ngân hàng vẫn duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR thấp trong khi tỷ lệ nợ xấu cao, phản ánh áp lực trích lập dự phòng trong Q4/2025.

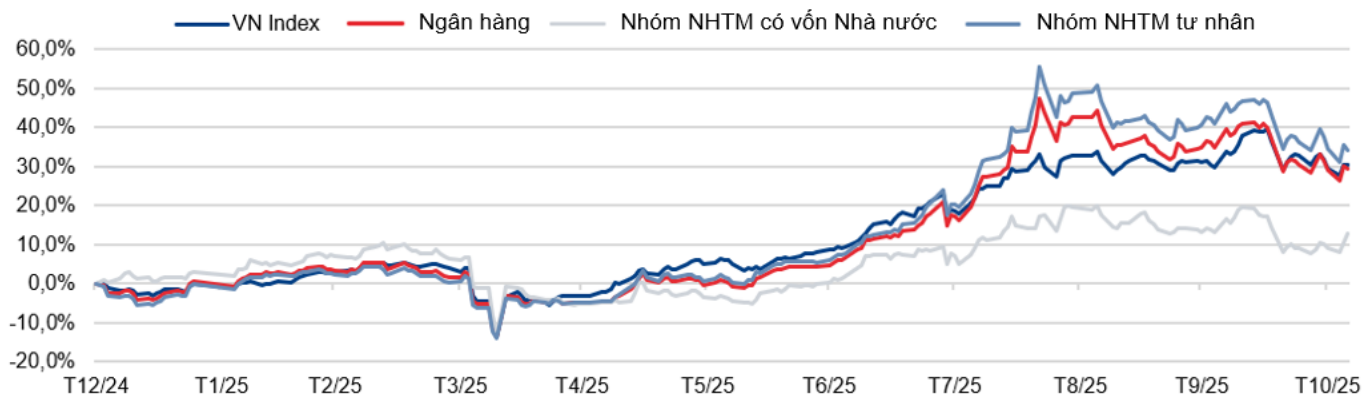
### Định giá và khuyến nghị

Sau đợt điều chỉnh 12% từ mức đỉnh tháng 8, định giá của toàn ngành hiện mang lại mức cân bằng tốt hơn giữa rủi ro và lợi nhuận. VCB, BID và MSB vẫn giao dịch dưới P/B bình quân quá khứ trong khi các cổ phiếu tăng trưởng nhanh hơn đang giao dịch cao hơn một chút so với bình quân dài hạn.

Dựa trên KQKD Q3/2025 và xu hướng hiện tại, HSC tiếp tục ưa thích cổ phiếu CTG, TCB và VPB nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2025-2026, đồng thời giữ nguyên quan điểm tích cực đối với ACB trong trung hạn nhờ chất lượng tài sản ổn định và định giá hấp dẫn. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu cho MBB, MSB, TCB và VIB sau đợt điều chỉnh gần đây của thị trường.

**Biểu đồ 38: Hiệu suất so với đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

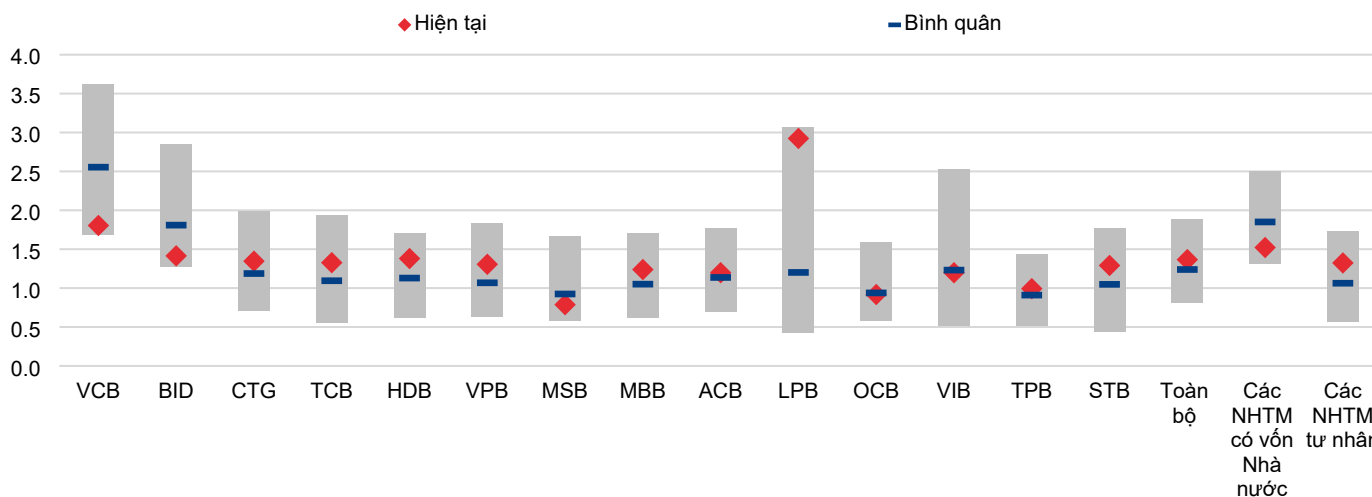
Các ngân hàng đã giảm trung bình khoảng 12% kể từ mức đỉnh ngày 21/8



Nguồn: Dữ liệu thị trường

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

Một số ngân hàng vẫn giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp hơn mức bình quân quá khứ



Nguồn: Dữ liệu thị trường

**Bảng 40: So sánh định giá, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm: ACB, CTG, TCB, VPB

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	Tiềm năng tăng/giảm %	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)	
					2025	2026	2025	2026	2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2025F	2026F
ACB	25,600	Mua vào	31,500	23.0%	1.36	1.17	7.5	6.2	19.6%	20.2%	20.9%	19.8%	20.9%	1.68	1.44
BID	38,650	Tăng tỷ trọng	43,900	13.6%	1.61	1.38	11.4	9.8	15.3%	15.2%	15.2%	16.9%	16.0%	1.83	1.56
CTG	51,300	Tăng tỷ trọng	60,000	17.0%	1.56	1.31	9.5	8.1	17.9%	17.6%	17.1%	16.8%	16.2%	1.83	1.53
HDB	31,050	Tăng tỷ trọng	36,500	17.6%	1.66	1.35	8.0	6.4	22.7%	23.1%	22.3%	23.5%	20.9%	1.95	1.59
LPB	51,500	Bán ra	24,500	-52.4%	3.33	2.85	15.2	14.3	22.6%	21.4%	20.5%	5.8%	11.6%	1.59	1.36
MBB	23,900	Tăng tỷ trọng	29,600	23.8%	1.45	1.20	8.0	6.6	19.5%	19.8%	21.0%	21.2%	27.9%	1.79	1.49
MSB	12,200	Tăng tỷ trọng	15,700	28.7%	0.88	0.77	5.8	6.4	16.3%	12.9%	13.1%	-8.4%	15.3%	1.13	0.99
OCB	12,450	Tăng tỷ trọng	14,600	17.3%	1.00	0.90	9.9	7.8	10.4%	12.2%	12.8%	27.1%	16.4%	1.17	1.06
STB	53,500	Tăng tỷ trọng	58,200	8.8%	1.51	1.25	8.7	6.7	19.0%	20.3%	21.2%	29.1%	26.0%	1.64	1.36
TCB	34,100	Tăng tỷ trọng	44,500	30.5%	1.50	1.30	9.5	7.6	16.6%	18.3%	18.6%	24.9%	17.5%	1.95	1.69
TPB	16,900	Nắm giữ	18,600	10.1%	1.13	0.97	6.8	6.0	17.0%	17.4%	17.1%	14.1%	14.0%	1.24	1.07
VCB	60,800	Tăng tỷ trọng	70,200	15.5%	2.03	1.77	15.8	13.4	14.3%	14.1%	14.5%	18.4%	16.8%	2.35	2.04
VIB	18,750	Tăng tỷ trọng	22,700	21.1%	1.34	1.17	8.0	7.0	17.8%	17.9%	19.1%	14.5%	22.6%	1.62	1.42
VPB	29,250	Tăng tỷ trọng	34,000	16.2%	1.46	1.28	11.6	9.1	13.2%	14.9%	16.1%	27.5%	23.7%	1.69	1.49
<b>Bình quân ngành</b>				<b>13.6%</b>	<b>1.56</b>	<b>1.33</b>	<b>9.7</b>	<b>8.2</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.0%</b>	<b>19.0%</b>	<b>1.68</b>	<b>1.44</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước</b>				<b>15.3%</b>	<b>1.74</b>	<b>1.48</b>	<b>12.2</b>	<b>10.4</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>2.00</b>	<b>1.71</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM tư nhân</b>				<b>13.1%</b>	<b>1.51</b>	<b>1.29</b>	<b>9.0</b>	<b>7.7</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.4%</b>	<b>18.1%</b>	<b>19.7%</b>	<b>1.59</b>	<b>1.36</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 41: Giá định định giá**

HDB, MBB, STB và VPB đang có định giá rẻ dựa theo hệ số PEG

Ngân hàng	ROE bình quân 3 năm	EPS CAGR 3 năm	PEG	2026F P/E	2026F P/B
ACB	20.3%	15.3%	0.41	6.22	1.17
BID	15.2%	13.2%	0.74	9.76	1.38
CTG	17.5%	20.5%	0.40	8.12	1.31
HDB	22.7%	22.7%	0.28	6.45	1.35
LPB	21.5%	7.6%	1.90	14.34	2.85
MBB	20.1%	20.7%	0.32	6.64	1.20
MSB	14.1%	7.8%	0.82	6.35	0.77
OCB	11.8%	16.1%	0.48	7.76	0.90
STB	20.2%	27.0%	0.25	6.74	1.25
TCB	17.8%	20.1%	0.38	7.58	1.30
TPB	17.2%	11.8%	0.51	5.99	0.97
VCB	14.3%	12.6%	1.06	13.37	1.77
VIB	18.2%	16.1%	0.43	6.99	1.17
VPB	14.8%	25.9%	0.35	9.12	1.28
<b>Ngành</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>0.49</b>	<b>8.25</b>	<b>1.33</b>
<b>Nhóm NHTM có vốn Nhà nước</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.4%</b>	<b>0.67</b>	<b>10.42</b>	<b>1.48</b>
<b>Nhóm NHTM tư nhân</b>	<b>18.1%</b>	<b>17.4%</b>	<b>0.44</b>	<b>7.65</b>	<b>1.29</b>
<b>Các NHTM nhóm 1</b>	<b>19.3%</b>	<b>21.9%</b>	<b>0.33</b>	<b>7.13</b>	<b>1.26</b>
<b>Các NHTM nhóm 2 (ngoại trừ LPB)</b>	<b>15.3%</b>	<b>13.0%</b>	<b>0.56</b>	<b>6.78</b>	<b>0.95</b>

Ghi chú: Hệ số PEG được tính bằng cách lấy P/E dự phóng năm 2025 chia cho tốc độ tăng trưởng kép EPS 3 năm. Hệ số PEG điều chỉnh của MSB và OCB (loại trừ khoản thu nhập không thường xuyên trong năm 2024 khi tốc độ tăng trưởng kép EPS 3 năm) lần lượt là 0,37 lần và 0,4 lần, thấp hơn so với mức trước khi điều chỉnh các khoản lợi nhuận không thường xuyên/ngoại lề.  
 Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

## Tuyên bố miễn trách

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

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)