

# NGÀNH NGÂN HÀNG

## Chất lượng song hành



# NỘI DUNG

<b>Tăng trưởng tín dụng</b>	<b>3</b>
Vững bước về đích	3
Rủi ro tập trung lũy tiến	4
<b>Huy động và lãi suất</b>	<b>5</b>
Điều chỉnh để phù hợp	5
Chuyển đổi linh hoạt	6
<b>Thanh khoản</b>	<b>7</b>
Duy trì ổn định	7
<b>Chất lượng tài sản</b>	<b>8</b>
Theo đà hồi phục	8
Nỗi lo tiềm ẩn	9
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>10</b>
Dấu hiệu sớm cho hồi phục?	10
Lợi nhuận tăng tốc	11
<b>Các chỉ số chính</b>	<b>12</b>
<b>Định giá và điểm nhấn đầu tư</b>	<b>13</b>
Cẩn tắc vô ưu	13
<b>Biểu đồ</b>	
Tăng trưởng tín dụng	3
Tỷ trọng bán lẻ	4
Phát hành TPDN	4
...	

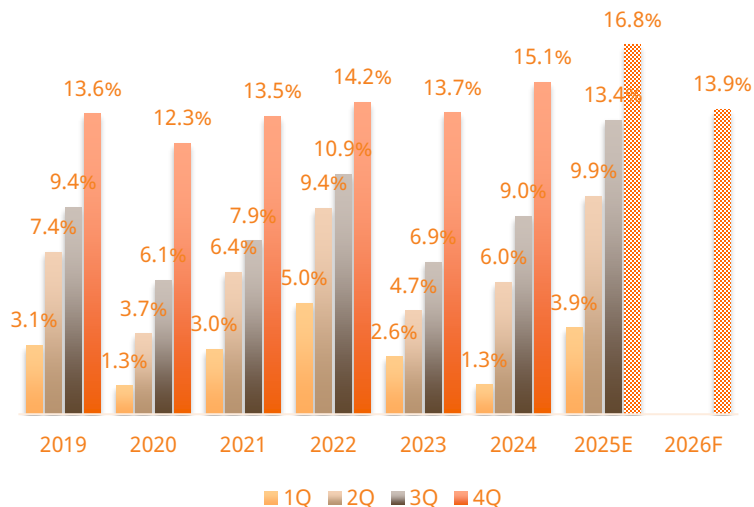


# Tăng trưởng tín dụng

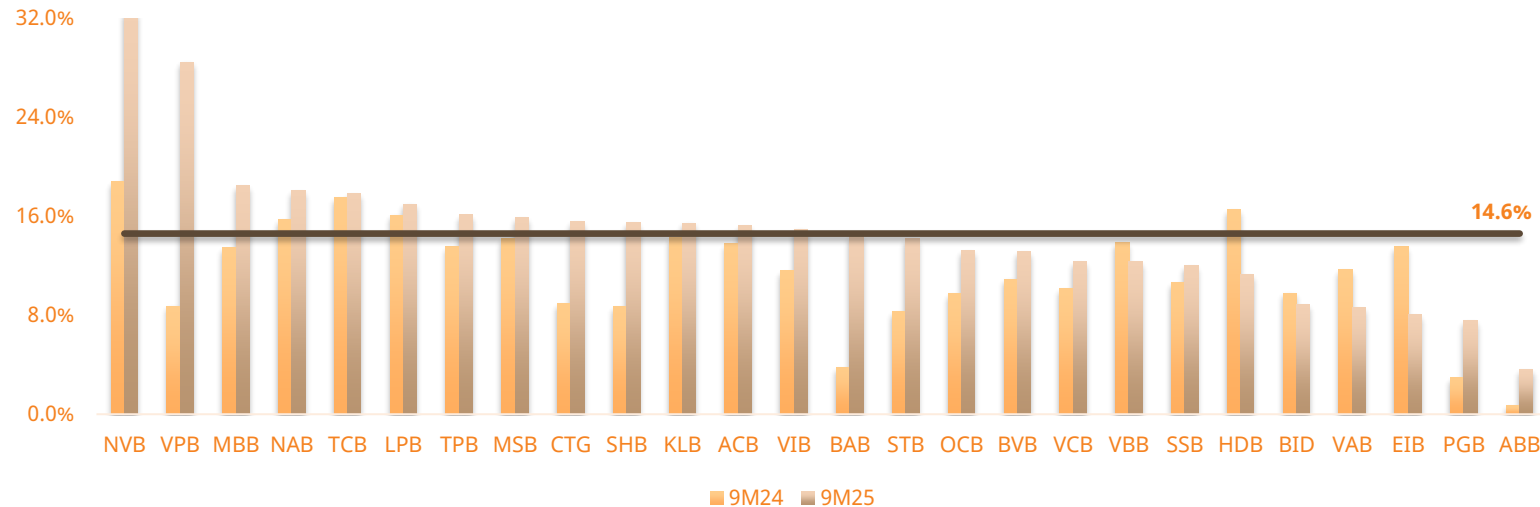
## Vững bước về đích

- Tăng trưởng tín dụng ghi nhận dấu hiệu chậm lại trong Q3/2025, khi dư nợ dần tiến sát mục tiêu cả năm.** Cuối quý, tổng tín dụng tăng 13.4% sv.2024 (10T:15,1%), tương đương +3.5%p sv.Q2 (Q1/2025: +3.9%p; Q2/2025: +6.0%p), tiến gần định hướng 16% của NHNN. Đà chậm lại cũng có phần mang tính thời vụ thường thấp trong Q3.
- Khối NH niêm yết tiếp tục vượt trội, với tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 14.6% trong 9T2025.** Ngoại trừ một số trường hợp cá biệt, mức phân hóa không lớn, cho thấy đà mở rộng tương đối đồng đều trong toàn ngành. Nhóm ngân hàng lớn dần lấy lại vị thế dẫn dắt nhờ nền tảng cân đối vững hơn và triển vọng vĩ mô cải thiện sau các cú sốc liên quan đến thuế nhập khẩu. Với mức độ tự tin cao hơn, nhóm này tăng giải ngân vào các phân khúc khách hàng cốt lõi đang phục hồi, đáng chú ý là VPB (+28.5% sv.2024), MBB (+18.5%) và TCB (+17.9%), trong khi HDB ghi nhận thu hẹp 4.1%p sv.Q2 xuống 11.4%, chủ yếu do bán khoản vay cho Vikki. Khối NHQD chỉ có CTG (+15.6%) bám sát mức tăng bình quân, còn VCB (+12.4%) và BID (+8.8%) vẫn có phần chậm nhịp, nhưng phù hợp với quy mô bảng cân đối lớn và thanh khoản vừa phải.
- Dự phóng tăng trưởng tín dụng 2025 được điều chỉnh tăng lên 16.8% (từ 16.0% trước đó),** trong khi tốc độ năm 2026 được kỳ vọng giảm tốc. Dù tín dụng thường tăng tốc vào cuối năm, tốc độ kỳ này được đánh giá sẽ giữ ở mức vừa phải do phần lớn tăng trưởng 9T2025 đến từ các khoản vay ngắn hạn hoặc không thuộc phân khúc cốt lõi. Do đó, các ngân hàng có khả năng sẽ giải ngân chọn lọc hơn trong Q4, vẫn hoàn thành chỉ tiêu tăng trưởng và cũng cân đối hiệu quả. Cho 2026, tăng trưởng tín dụng dự kiến giảm tốc dù mục tiêu GDP hướng đến mức trên 10%, chủ yếu do ba yếu tố: 1) Mức tăng trên 16% hiện đã là mức cao theo lịch sử; 2) Dù các chỉ báo vĩ mô nhìn chung tích cực—nợ công dưới 35% GDP, tín dụng/GDP ở 134% (cao nhưng vẫn kiểm soát), CPI 9T2025 quanh 3.3%—các phát biểu gần đây của NHNN cho thấy cơ chế giới hạn tín dụng sẽ được gỡ bỏ theo lộ trình, phản ánh quan điểm điều hành vẫn cần thận trọng; và 3) Rủi ro tập trung gia tăng và lo ngại việc sử dụng vốn kém hiệu quả ảnh hưởng phần nào đến việc định hình chính sách tiền tệ, nhấn mạnh việc cần cải thiện chất lượng tín dụng tập trung thúc đẩy các trụ cột tăng trưởng bền vững hơn thay vì nói lỏng tiền tệ đơn thuần. Tổng thể, tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng tiếp tục diễn tiến ở nhịp độ vừa phải, với trọng tâm dịch chuyển từ đầu tư tài sản sang sản xuất kinh doanh, phù hợp với tiêu chí tăng trưởng bền vững.

Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2018-2025)



Tăng trưởng tín dụng của các NH



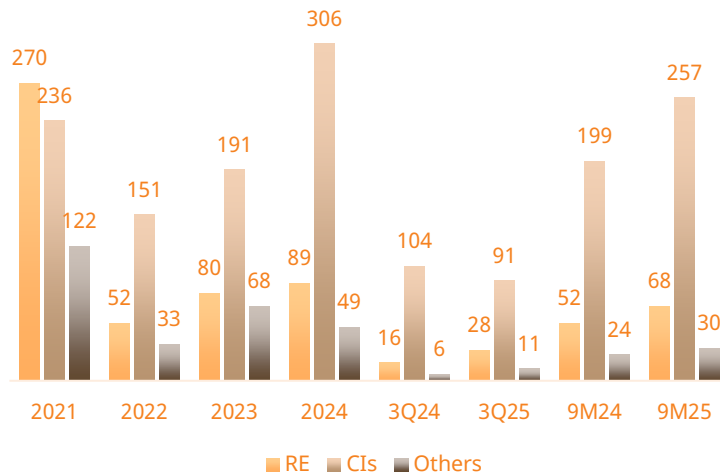
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VN

# Tăng trưởng tín dụng (tt.)

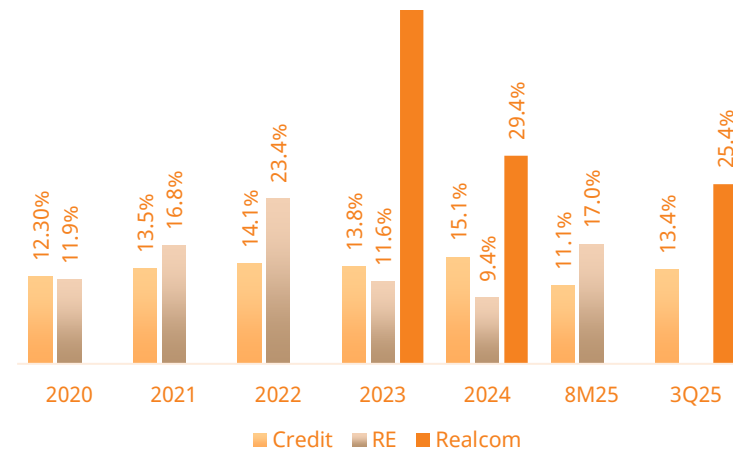
## Rủi ro tập trung lũy tiến

- Trong khi khối KHDN duy trì được mức tăng trưởng mạnh hơn, khối KHCN ghi nhận sự phục hồi tích cực tại nhiều NH trong Q3/2025.** Nhóm NHQD tiếp tục mở rộng danh mục KHCN, nhờ mặt bằng lãi suất cho vay cạnh tranh. Ngược lại, các ngân hàng tư nhân có tỷ trọng nhóm này cao ghi nhận giảm nhẹ, bao gồm VIB (-2%p sv.Q2 xuống 72%) và ACB (-1%p xuống 60%). Những ngân hàng có thể mạnh KHDN lớn vẫn gặp hạn chế do khoản vay KD BĐS chưa thể chuyển dịch sang vay mua nhà, điển hình như VPB (tỷ trọng KHCN -4%p sv.Q2 xuống 38%). TCB nổi bật với mức tăng 24.2% sv.Q2 trong cho vay margin (đa phần được phân loại vào KHCN), qua đó nâng tỷ trọng thêm 85đcb lên 42.5%. HDB cũng ghi nhận tăng 1%p nhờ bán bớt một số khoản vay DN sang Vikki Bank.
- Lãi suất cho vay bình quân đối với giải ngân mới tiếp tục giảm, nhưng có sự phân hóa rõ giữa các ngân hàng.** Theo NHNN, lãi suất bình quân cho vay mới ở mức 6.55%, giảm 38đcb so với cuối 2024. Tuy vậy, đến cuối Q3/2025, lãi suất tại một số ngân hàng đã nhích lên 5–20đcb so với Q2/2025, chủ yếu do: (1) tỷ trọng cho vay trung-dài hạn tăng (+0.9%p sv.Q2 ở nhóm NHNY) và (2) lãi suất huy động gia tăng. Lãi suất cho vay dự kiến sẽ tiếp tục điều chỉnh tăng trong Q4/2025 – đầu 2026, với dự báo của các ngân hàng là khoảng 50–70đcb đi kèm với tăng trưởng tín dụng năm 2026 dự phóng tăng nhẹ hơn.
- Phát hành trái phiếu doanh nghiệp giảm 19% svck. trong Q3/2025,** chủ yếu do nhóm TCTD giảm 31%, trong khi nhóm bất động sản tăng 36% (mức này vẫn khiêm tốn so với thời kỳ trước khi phát hiện nhiều sai phạm của thị trường TPDN cũng như hệ thống tài chính). Lợi suất trái phiếu doanh nghiệp bình quân tăng 49đcb sv.Q2 và 58đcb svck., dẫn dắt bởi trái phiếu ngân hàng, trong khi lợi suất trái phiếu BĐS giảm nhẹ, theo VBMA. Việc lợi suất trái phiếu ngân hàng tăng được xem là hợp lý trong bối cảnh dòng tiền huy động kênh tiền gửi yếu và nguồn cung trái phiếu từ TCTD tăng. Việc dư nợ BĐS luân chuyển sang bảng cân đối các NHTM đã làm rủi ro tập trung tại ngân hàng gia tăng đáng kể. Phát hành trái phiếu BĐS kể từ 2022 đến nay vẫn rất thấp, khiến nhu cầu đáo hạn và tài trợ dự án phụ thuộc nặng vào tín dụng ngân hàng. Sự dịch chuyển rủi ro này đã khiến mức độ tập trung ngành tăng lên rõ rệt trong 2–3 năm qua, đồng thời làm gia tăng rủi ro tín dụng. Trong thời gian tới, khung pháp lý minh bạch hơn cho thị trường BĐS và trái phiếu sẽ giúp củng cố niềm tin nhà đầu tư và tạo nền tảng cho sự phục hồi bền vững hơn của thị trường TPDN và BĐS từ 2026 trở đi, giảm phụ thuộc vào hệ thống các tổ chức tín dụng.

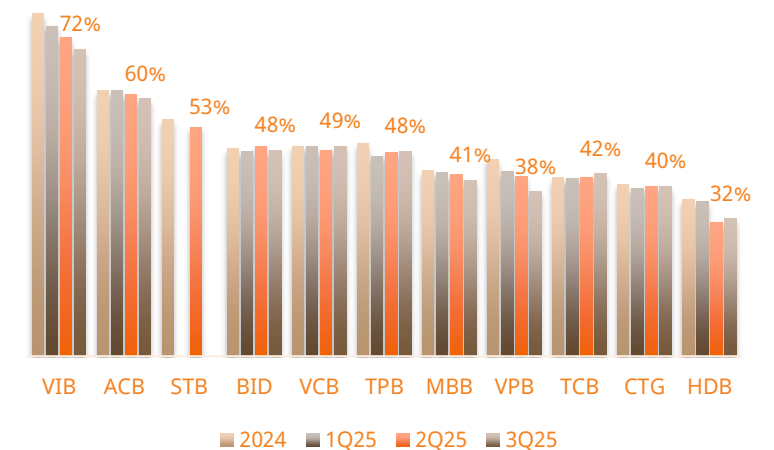
Phát hành TPDN



Tăng trưởng tín dụng BĐS



Tỷ trọng KHCN



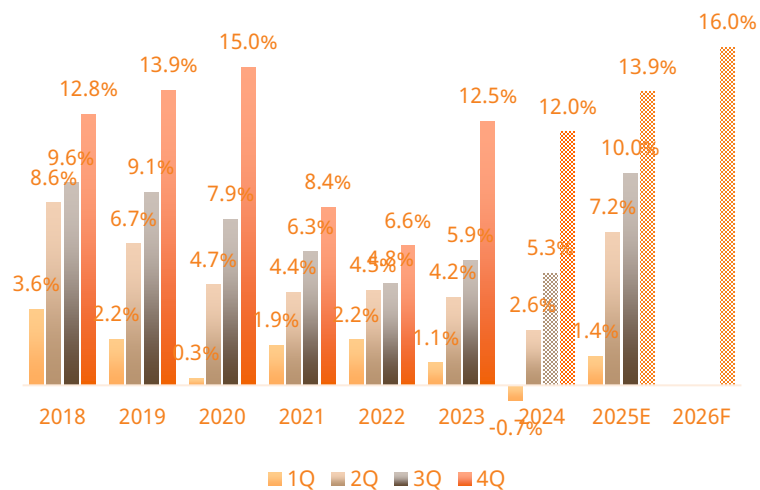
Nguồn: VBMA, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam  
 Ghi chú: RE: BĐS, CIs: tổ chức tín dụng; Credit: tín dụng; Realcom: kinh doanh BĐS

# Huy động và lãi suất

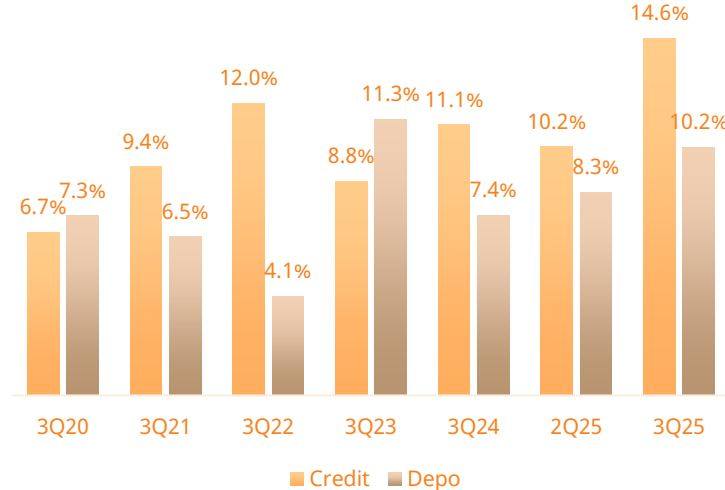
## Điều chỉnh để phù hợp

- **Chênh lệch tăng trưởng tiền gửi và tín dụng bị nới rộng trở lại cho thấy mặt bằng lãi suất chưa phù hợp với nhu cầu thị trường.** Tính đến cuối tháng 7, tổng tiền gửi tăng 8.75% sv.2024, giảm so với mức 9.32% cuối tháng 6. Động lực chậm lại chủ yếu đến từ tiền gửi doanh nghiệp, giảm tốc còn +4.04% từ 5.7%, trong khi tiền gửi KHCN cải thiện thêm 77đcb sv.T6 lên 9.68% sv.2024. Sự phân hóa này nhiều khả năng phản ánh tâm lý thận trọng của khối doanh nghiệp trong bối cảnh kinh doanh còn bất định, khiến họ ưu tiên sử dụng tiền mặt cho vốn lưu động. Bên cạnh đó, trong khoảng thời gian này cũng tồn tại nhiều lo ngại liên quan đến việc lãi suất có thể điều chỉnh tăng, ảnh hưởng đến việc cơ cấu bảng cân đối.
- **Ở nhóm NH niêm yết, khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và huy động đã nới từ 1.8%p lên 4.4%p trong Q3/2025.** Một số ngân hàng, bao gồm VPB (-2.5% sv.Q2), và nhiều ngân hàng nhỏ khác cũng ghi nhận tăng trưởng huy động âm trong quý. Lãi suất huy động được dự báo sẽ điều chỉnh tăng bền hơn thay vì chỉ mang tính mùa vụ, qua đó cải thiện khả năng huy động trong Q4/2025 và năm 2026. Tăng trưởng huy động được kỳ vọng vượt tín dụng trong các kỳ tới với 3.9%p QoQ trong Q4/2025 (TTTTD: +3.4%p QoQ) và 16% trong 2026 (TTTTD: +13.9% svck). Đến đầu tháng 11, nhiều ngân hàng đã đồng thời nâng lãi suất ở cả kỳ hạn ngắn và dài — thay vì chỉ đẩy mạnh kỳ hạn ngắn như trước — với mức tăng ghi nhận 10–50đcb, cho thấy động thái chủ động hơn.
- **Mặc dù một phần điều chỉnh này liên quan đến nhu cầu mùa vụ nhằm hoàn thành chỉ tiêu tín dụng cuối năm, việc tiền gửi liên tục tăng chậm hơn tín dụng trong 2–3 năm qua cho thấy lãi suất huy động hiện thấp hơn phần bù rủi ro kỳ vọng.** So với giai đoạn trước COVID, mặt bằng hiện nay thấp hơn khoảng 200đcb, và vẫn thấp hơn khoảng 80đcb so với mức 2020–đầu 2022. Lãi suất huy động bình quân được kỳ vọng tăng thêm khoảng 60–100đcb (tùy cấu trúc cân đối của từng ngân hàng), giúp tăng khả năng huy động và giảm phụ thuộc vào các nguồn vốn phi truyền thống trong dài hạn. Việc duy trì môi trường lãi suất thấp bất thường không còn cần thiết trên kỳ vọng giai đoạn phục hồi đã dần hoàn tất. Khi chính sách chuyển hướng sang thúc đẩy tiêu dùng và theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cao hơn, lạm phát tăng dần sẽ khó tránh khỏi. Theo đó, lãi suất huy động cũng cần nhích lên để bù đắp phần rủi ro cao hơn và bảo toàn lợi suất thực cho dòng tiền.

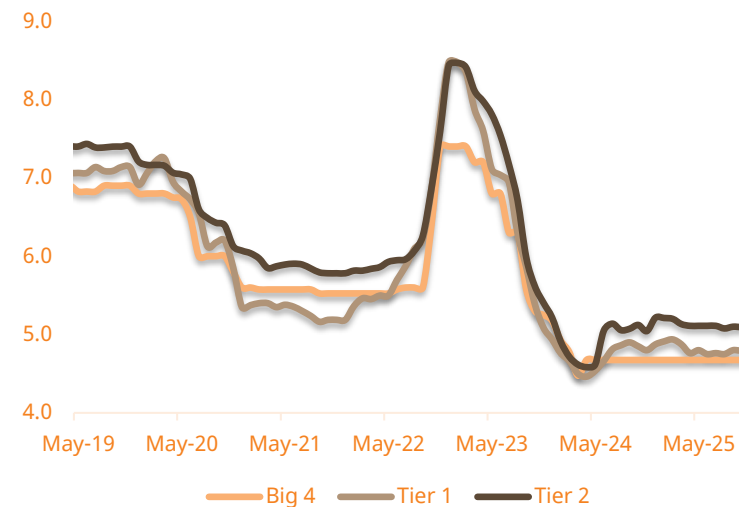
Tăng trưởng tiền gửi (sv. đầu năm)



Huy động sv. tín dụng nhóm NHNY



Lãi suất huy động (12T)



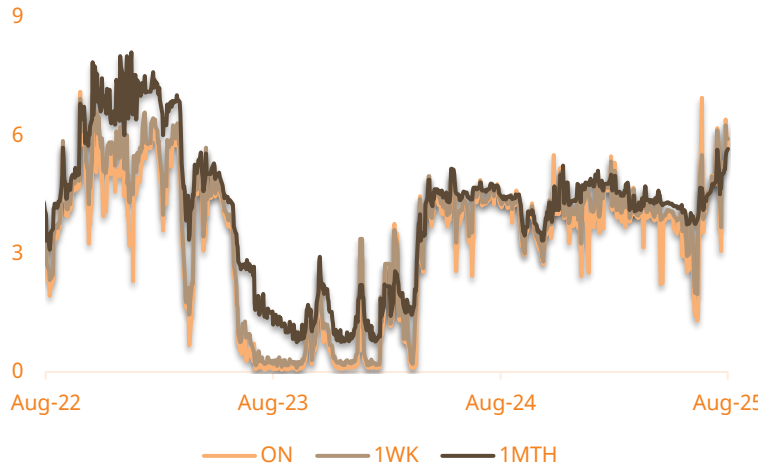
Nguồn: NHNN, Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam  
 Chú thích: Big 4: NHQD; Tier 1: MBB, TCB, VPB, ACB, STB, SHB, HDB; Tier 2: Các NH khác

# Huy động và lãi suất (tt.)

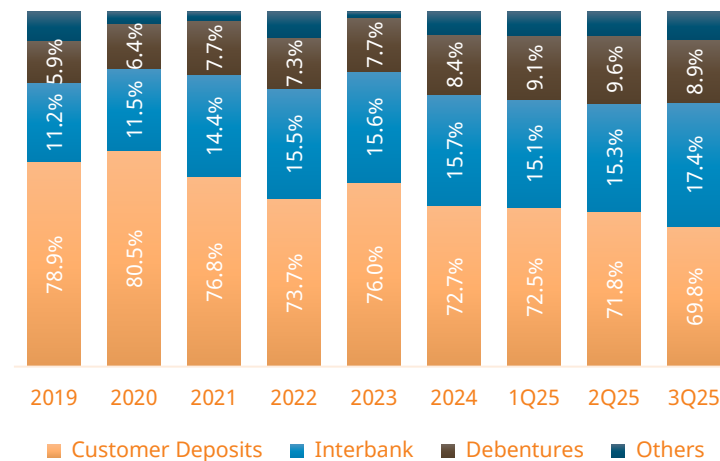
## Chuyển đổi linh hoạt

- **Bên cạnh lãi suất huy động, chi phí các kênh huy động vốn khác cũng ghi nhận mức tăng đáng kể.** Như đã đề cập trước đó, lợi suất TPDN khối TCTD đã tăng đáng kể từ đầu năm, trong khi lãi suất LNH vẫn neo cao. Tỷ trọng huy động kênh LNH tăng hơn 2%p sv.Q2 lên 17.4%, chạm mức cao nhất trong nhiều năm. Với kênh này, chi phí vay QĐ tăng hơn 100đcb trong 9T2025, trong khi kỳ hạn 1T và 1Th tăng nhẹ hơn — lần lượt khoảng 67đcb và 17đcb. Thanh khoản cũng có dấu hiệu căng thẳng rõ hơn từ đầu Q4, khi các kỳ hạn này tăng lần lượt 257đcb sv.2024, 180đcb và 147đcb. Áp lực dự kiến sẽ hạ nhiệt khi các ngân hàng tăng lãi suất huy động nhằm thu hút thêm dòng tiền gửi. Tuy nhiên, việc lãi suất kênh này neo cao (mà không thể chuyển hóa phần nào sang lãi vay) đã và sẽ ảnh hưởng rõ rệt đến thu nhập của các NHTM trong Q3&4.
- **Áp lực tỷ giá đã giảm đáng kể, tuy nhiên chính sách điều hành vẫn cần điều chỉnh một cách linh hoạt.** Lợi suất TPCP đã tăng dần xuyên suốt 2025, tăng khoảng 75đcb sv.2024 đến cuối Q3 và gần 90đcb đầu tháng 11—một lần nữa cho thấy xu hướng lãi suất cần điều chỉnh tăng. Với hỗ trợ từ việc Fed cắt giảm thêm 25đcb (lần 2) vào cuối tháng 10, và vẫn có khả năng sẽ giảm thêm trong tháng 12 dù lạm phát còn cao, giúp hạ nhiệt áp lực tỷ giá trong đầu Q4. Đà mất giá của VNĐ thu hẹp xuống khoảng 3.2% sv.2024 từ gần 3.7%. Tuy nhiên, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã giảm xuống dưới 80 tỷ USD, tương đương xấp xỉ mức khuyến nghị ba tháng nhập khẩu của IMF — thấp hơn nhiều so với mức đỉnh hơn 120 tỷ USD trước đây. Vì vậy, dù lãi suất đang điều chỉnh tăng, bộ đệm dự trữ hạn chế cho thấy nỗi lo tỷ giá vẫn chưa hoàn toàn được loại bỏ. Ngoài ra, tỷ giá USD tự do tăng khoảng 9% sv.2024 càng cho thấy căng thẳng FX chưa hoàn toàn lắng dịu. Để ứng phó, phía các cơ quan quản lý đã tăng cường giám sát hoạt động mua bán ngoại tệ phi chính thức và từng bước xóa bỏ cơ chế độc quyền trên thị trường vàng, sẽ phần nào hạ nhiệt tốc độ tăng nóng của các tài sản trú ẩn. Những biện pháp này được kỳ vọng sẽ giữ dòng vốn đầu tư vào các tài sản thay thế vẫn lưu chuyển trong hệ thống, từ đó hỗ trợ ổn định thanh khoản và có những chính sách điều hành phù hợp.

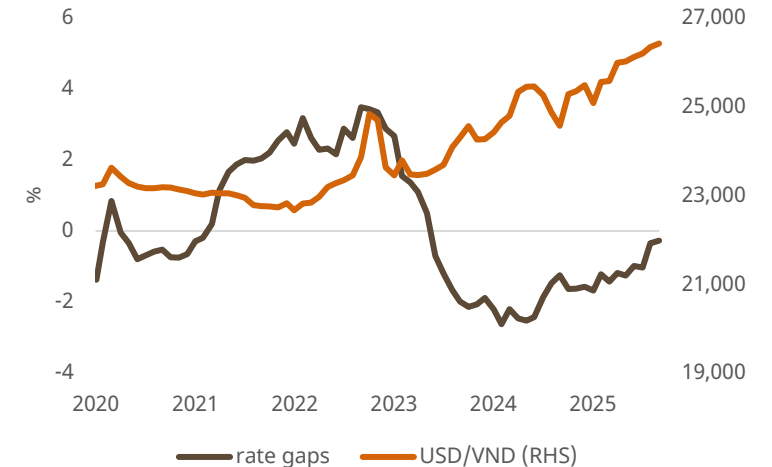
Lãi suất liên ngân hàng (%)



Cơ cấu huy động



Tỷ giá và chênh lệch lãi suất



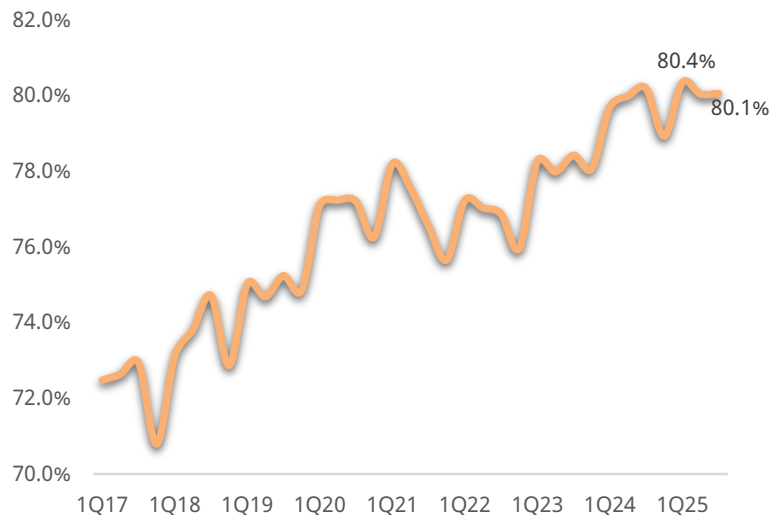
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam  
 Chú thích: ON: LS qua đêm; 1WK: 1 tuần; 1MTH: 1 tháng; Rate gap: Chênh lệch LS

# Thanh khoản

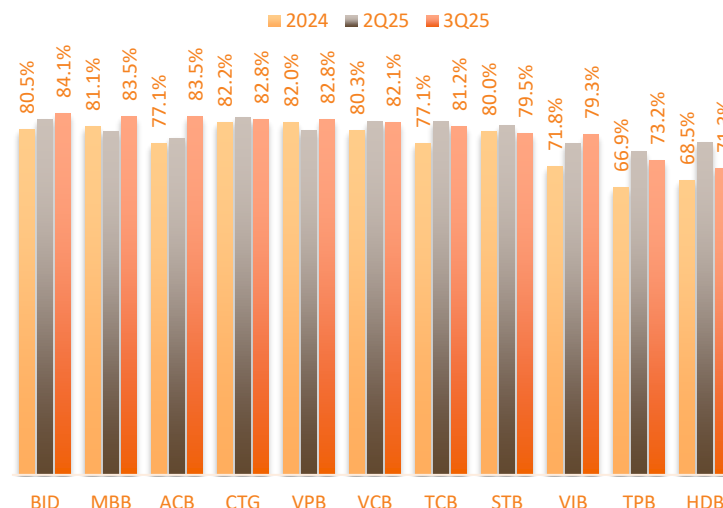
## Duy trì ổn định

- Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) các NHNY cải thiện nhẹ theo quý, với mức độ phân hóa giữa các ngân hàng ngày càng thu hẹp khi đa phần các NH đẩy tỷ lệ tiến sát trần quy định.** Dù tăng trưởng tiền gửi thông thường vẫn chậm hơn tín dụng, việc sử dụng nhiều hơn các kênh huy động thay thế, đặc biệt là chứng chỉ tiền gửi (CCTG) đã trở nên thông dụng hơn giúp thu hẹp phần nào khoảng cách. Bên cạnh đó, một số ngân hàng cũng hưởng lợi từ tiền gửi CP và KBNN tạo thêm dư địa — đặc biệt đối với nhóm NHQD. Tỷ trọng của các nguồn vốn này trong tổng nợ trả lãi (IBL) tăng đáng kể tại BID (7.6%, +1%p YTD), CTG (6.6%, -0.4%p) và VCB (7.7%, +3.5%p), cũng như ở một số ngân hàng tư nhân vừa và nhỏ. Dù vậy, LDR tại nhiều ngân hàng lớn vẫn tăng đáng kể từ đầu năm, tiệm cận giới hạn và thu hẹp dư địa linh hoạt trên bảng cân đối. Tỷ lệ này được kỳ vọng cải thiện trong thời gian tới khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, cùng với dự báo lãi suất huy động tăng củng cố đà huy động.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) bình quân của ngành tăng nhẹ trong Q3/2025, được hỗ trợ bởi lợi nhuận cải thiện và tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại.** Sự suy giảm chỉ xuất hiện ở một vài ngân hàng như VPB và ACB, khi tăng trưởng lợi nhuận chưa bắt kịp tốc độ giải ngân, tạm thời gây giảm nhẹ CAR. Đồng thời, biến động ở vốn cấp 2 cũng tác động phần nào đến CAR — như tại TCB, CAR tăng dù tăng trưởng tín dụng cao, chủ yếu nhờ phát hành trái phiếu dài hạn nhiều hơn, trong khi tỷ lệ vốn cấp 1 gần như không đổi so với Q2/2025. Với HDB, dư nợ giảm cùng với chiến lược tăng phát hành trái phiếu trên 5 năm đã giúp cải thiện cả thanh khoản (LDR: 71.3%) lẫn CAR (15%), phù hợp với mục tiêu duy trì tăng trưởng tín dụng trên 20% trong ngắn và trung hạn. Ở mức hiện tại, CAR của nhóm ngân hàng tư nhân nhìn chung ổn định ở mức cao và cũng có khá nhiều dư địa (cao hơn nhiều so với mức sàn 8% so với quy định hiện tại hay 10.5% theo các yêu cầu cao nhất, hiện chưa bắt buộc tuân thủ, quy định tại TT.14/2025). Ngược lại, nhóm NHQD không đạt mục tiêu tăng trưởng quá mạnh; thay vào đó, vị thế vốn của họ được kỳ vọng cải thiện dần theo tiến trình phát triển thị trường vốn và các cải cách thể chế. Các giải pháp tiềm năng bao gồm phát hành thêm vốn, điều chỉnh sản tỷ lệ sở hữu Nhà nước, hoặc gia tăng đầu tư thông qua công ty đầu tư quốc gia thay vì rót vốn trực tiếp. Trong nhóm NHQD, CAR tuy duy trì ở mức thấp hơn nhưng vẫn nằm trong vùng an toàn và tuân thủ quy định hiện hành. Việc củng cố bộ đệm vốn chưa phải ưu tiên hàng đầu, khi nhóm này tiếp tục cân bằng giữa tăng trưởng lợi nhuận và nhu cầu giữ mật bằng lãi suất cho vay ở mức phù hợp.

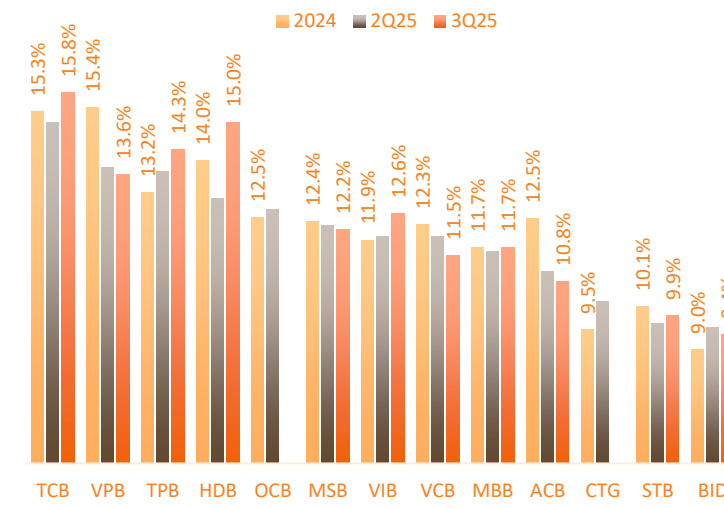
Cho vay trên tiền gửi (LDR) (NHNY)



LDR hợp nhất



Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)



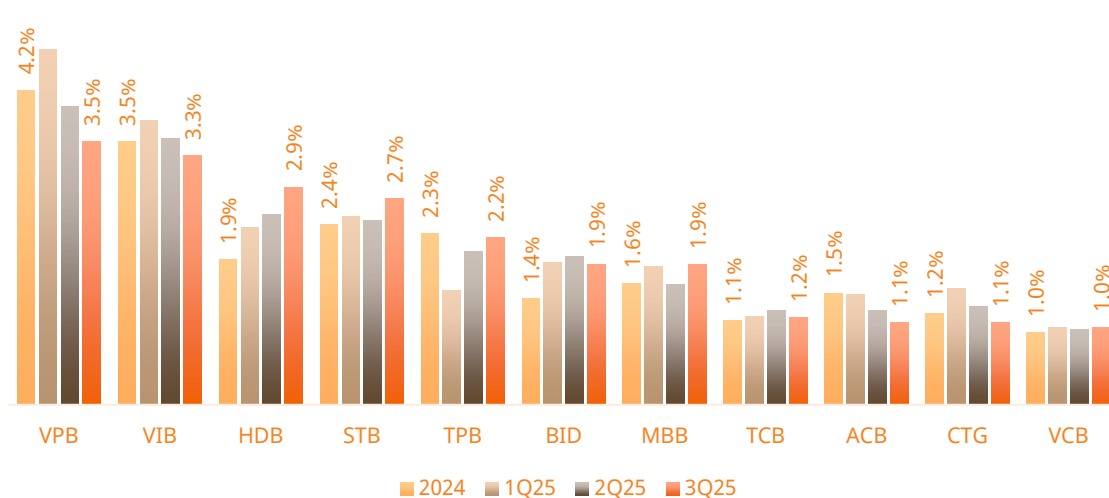
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

# Chất lượng tài sản

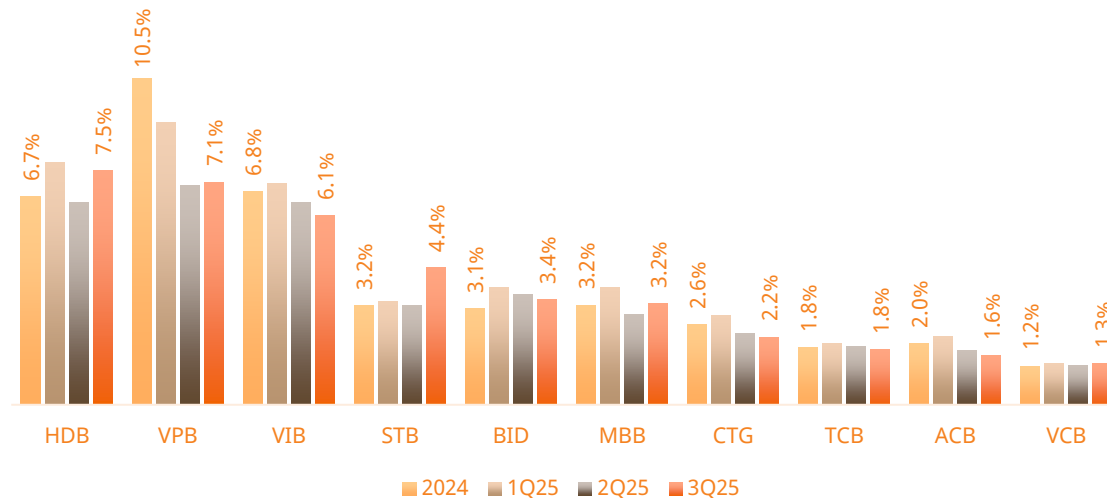
## Theo đà hồi phục

- Tuy tồn tại phân hóa, xu hướng chung vẫn cho thấy chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL, nhóm 3-5) giảm nhẹ 4đcb sv.Q2 xuống 2.0% — tuy vẫn cao hơn cuối 2024 (1.92%), nhưng đã giảm 15đcb sv. Q1/2025 và thấp hơn ~23đcb sv. giai đoạn giữa 2024. Xu hướng cải thiện chậm nhưng ổn định này tiếp tục được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp. Đối với các nhóm chúng tôi theo dõi, các NH với mức NPL cao bất thường đang đẩy nhanh quá trình đưa các chỉ số chất lượng tài sản về lại ngưỡng trung bình quá khứ. Ở nhóm NH có chia sẻ NPL theo từng phân khúc khách hàng, mảng bán lẻ tiếp tục cho thấy sự ổn định, trong khi phân khúc KHDN ghi nhận mức tăng nhẹ do tác động từ những bất ổn vĩ mô trước đây dần được phản ánh vào chất lượng tín dụng phân khúc. Một số ngân hàng ghi nhận NPL tăng cao chủ yếu xuất phát từ đặc điểm riêng của từng danh mục thay vì những rủi ro mang tính hệ thống, qua đó không ảnh hưởng đáng kể đến xu hướng chất lượng tài sản của toàn ngành. Tổng nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) của các NHNY tăng 8đcb sv.Q2 nhưng giảm mạnh từ đầu năm và svck., lần lượt 18đcb và 57đcb, tiếp tục củng cố xu hướng chất lượng tài sản cải thiện trong thời gian tới.
- Môi trường kinh doanh ổn định được kỳ vọng sẽ bù đắp cho áp lực từ lãi suất cho vay tăng.** Hiện tại, các ngân hàng cho biết mức tăng lãi suất cho vay (nếu có) nhiều khả năng sẽ thấp hơn mức điều chỉnh tăng của lãi suất huy động, do hiện vẫn còn các gói ưu đãi hỗ trợ hoạt động kinh tế. Đồng thời, các ngân hàng cũng sẽ cân nhắc điều chỉnh lãi suất cho vay một cách phù hợp nhằm cân bằng giữa rủi ro nợ xấu và biên lợi suất. Bên cạnh đó, với tăng trưởng tín dụng có phần vượt trội hơn tại nhóm KHDN trong gần 2 năm trở lại đây, đặc biệt là nhóm KHDN lớn, rủi ro nợ xấu phát sinh trong ngắn hạn cũng sẽ tương đối thấp. Cuối cùng, việc đánh giá tác động của lãi suất tăng cũng cần đặt trong bối cảnh triển vọng kinh doanh, thay vì chỉ so sánh với quá khứ; trong giai đoạn điều kiện kinh doanh cải thiện, mức tăng lãi suất vừa phải thường không gây áp lực quá lớn lên khả năng trả nợ. Nhìn chung, NPL toàn ngành được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ cho phần quý cuối năm, tuy nhiên sẽ có sự phân hóa khi một vài ngân hàng lớn dự kiến ghi nhận mức tăng nhẹ khi đã và tiếp tục đặt mục tiêu gia tăng tỷ trọng phân khúc KHCB trong 2026.

### NPL



### NPL mở rộng



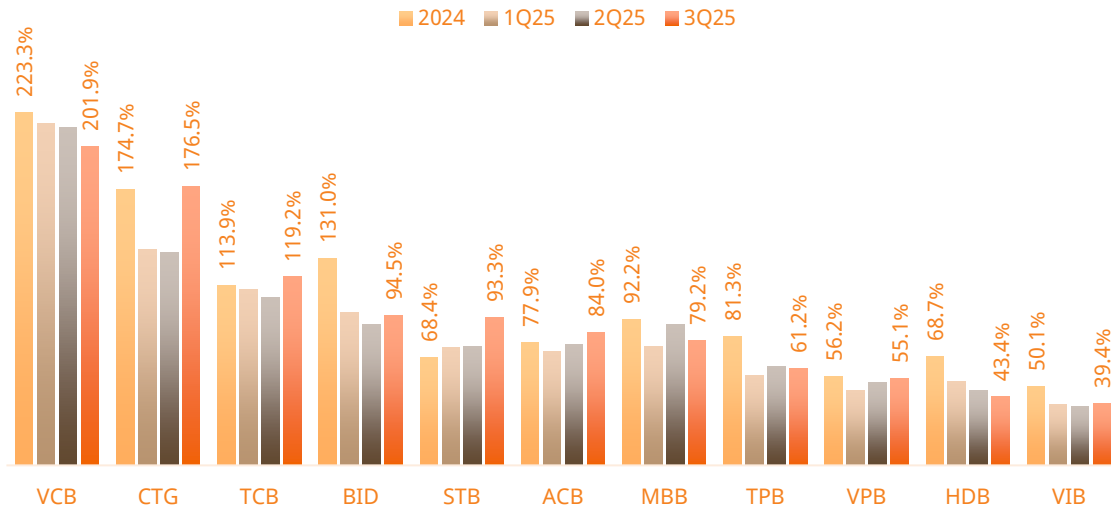
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

# Chất lượng tài sản (tt)

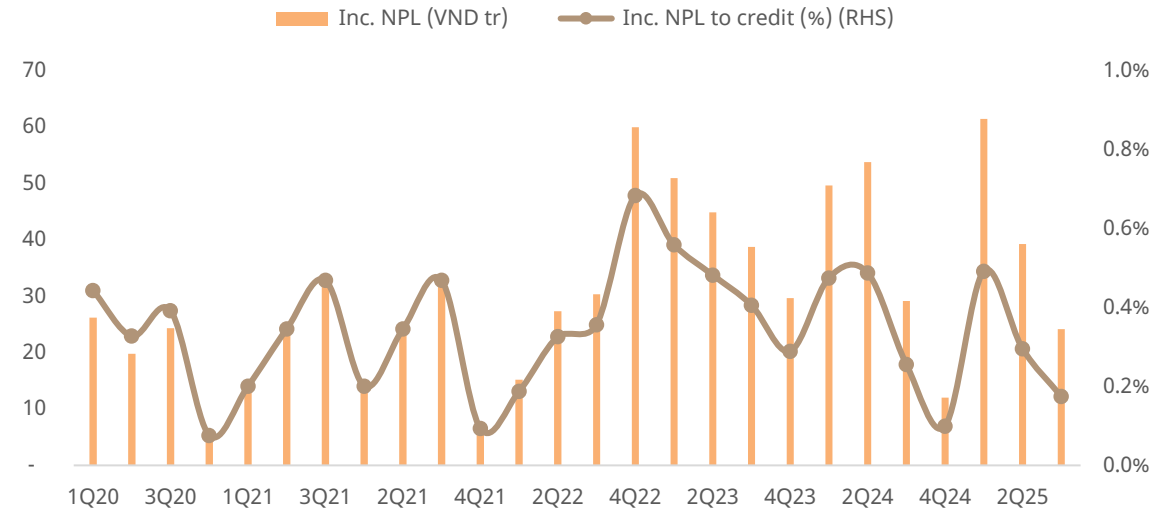
## Nỗi lo tiềm ẩn

- **Bộ đệm dự phòng tiếp tục được củng cố trong quý, dù mức cải thiện không đồng đều giữa các NH, nhưng xu hướng chung vẫn tích cực.** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tuy giảm 6.3%p sv.2024, nhưng đã tăng 4.6%p sv.Q2 và 1.3%p svck. Tuy xu hướng còn phân hóa với một vài NH giảm nhẹ, nhưng diễn biến tại nhiều ngân hàng khác lại ghi nhận gia tăng bộ đệm rõ nét. Tại các ngân hàng vốn có bộ đệm cao nhưng bị suy giảm trong giai đoạn khó khăn đã dần tích lũy trở lại như TCB, ACB và CTG. Việc củng cố bộ đệm được cho là cần thiết, nhất là khi tỷ trọng cho vay DN tăng có thể khiến tài sản suy giảm chất lượng biến động nhanh hơn so với danh mục thiên về bán lẻ.
- **Nợ xấu phát sinh mới tiếp tục giảm sâu.** Giá trị nợ xấu mới Q3/2025 ước tính khoảng 24 nghìn tỷ, giảm 17.2% sv.Q2 và 60.7% so với đỉnh Q1. So với quy mô tín dụng, tỷ lệ hình thành mới giảm còn 0.17%, thấp hơn nhiều so với 0.3% của Q2/2025, 0.5% của Q1, và mức trên 0.6% giai đoạn cuối 2022 đến đầu 2023 (đảo chiều chính sách).
- **Mặc dù chưa xuất hiện chỉ báo tiêu cực nào đáng kể, rủi ro tiềm ẩn vẫn tồn tại nếu tăng trưởng tín dụng tiếp tục tập trung vào một số phân khúc.** Giá trị trái phiếu chậm thanh toán trong Q3/2025 giảm xuống còn 1,668 nghìn tỷ (-80% sv.Q2), trong đó VND639 tỷ đã được tất toán sau đó, cho thấy tình hình thị trường nợ vẫn khá ổn định. Tuy nhiên, dữ liệu phát hành cho thấy nguồn cung trái phiếu mới từ nhóm BĐS trong vài năm gần đây còn khá hạn chế so với tốc độ mở rộng tín dụng toàn hệ thống. Song song đó, tỷ lệ nợ tái cơ cấu tại nhiều ngân hàng đã giảm xuống dưới 0.1% tổng dư nợ. Tuy nhiên, như đã đề cập trong những phần trước, dư nợ liên quan đến hoạt động kinh doanh bất động sản đã tiến sát 10% tổng tín dụng hệ thống vào cuối Q3/2025 (theo dữ liệu BXD), trong khi tổng dư nợ bất động sản bao gồm cả kinh doanh và mua nhà ở đã tiệm cận 23% vào cuối T8/2025, dẫn đến nhiều lo ngại về rủi ro tập trung gia tăng.

### LLR



### Nợ xấu phát sinh mới trong quý



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

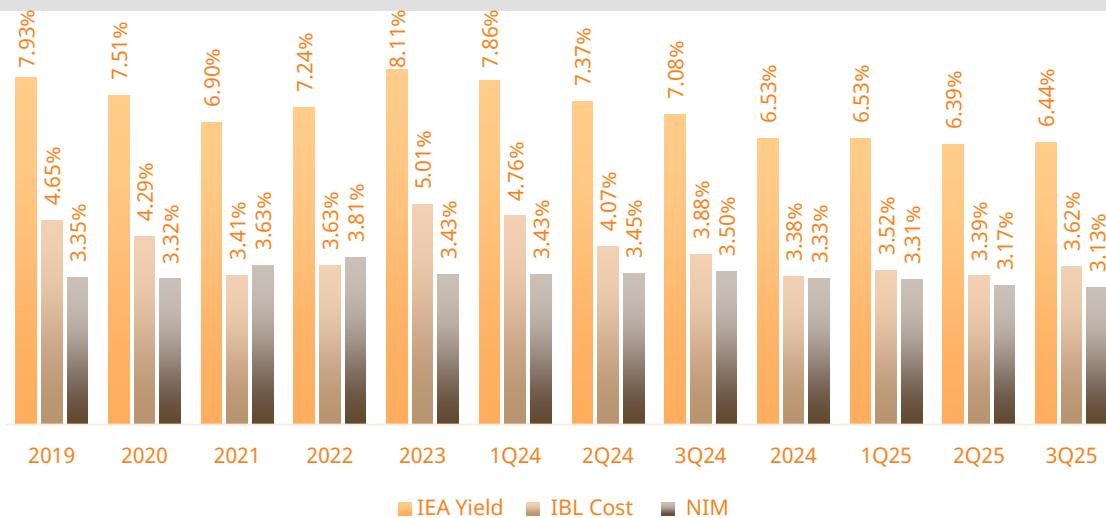
Chú thích: Incremental NPL: Nợ xấu phát sinh mới; Inc. NPL to credit: Tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới theo tổng tín dụng

# Khả năng sinh lời

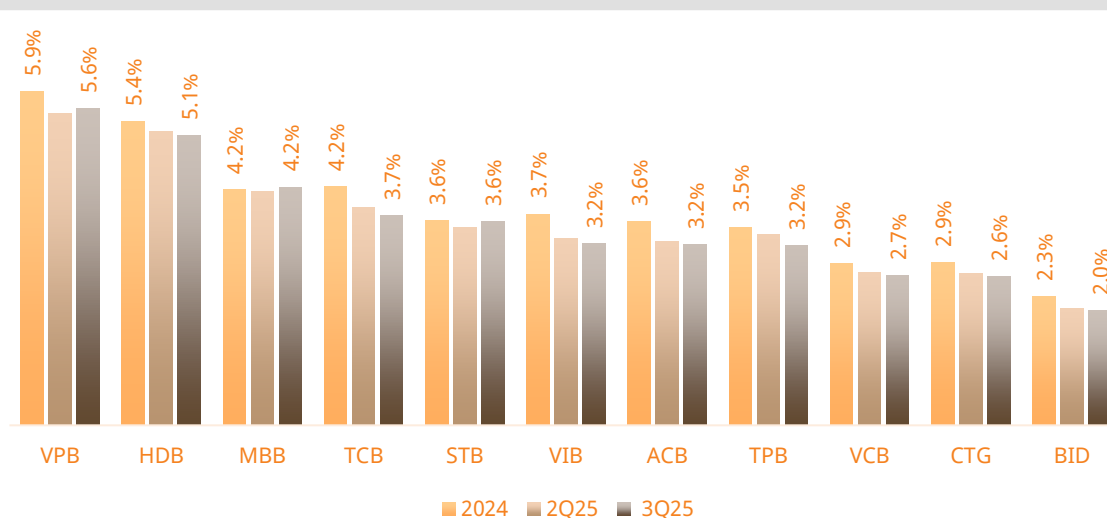
## Dấu hiệu sớm cho hồi phục?

- Biên lãi thuần (NIM) tiếp tục thu hẹp tại các NHNY nhưng với biên độ nhỏ dần.** Trong Q3/2025, NIM các NHNY giảm nhẹ 4đcb QoQ xuống 3.13%, lũy kế 9T2025 chỉ số này giảm khoảng 20đcb. Lợi suất tài sản bắt đầu nhích lên khi lãi suất cho vay dần được “bình thường” trở lại, nhưng chi phí huy động tăng có phần nhanh hơn. Trong nhóm các ngân hàng lớn, NIM một số ngân hàng bắt đầu xuất hiện tín hiệu ổn định trở lại sau thời gian dài bị thu hẹp. Nhóm NHQD tiếp tục ghi nhận NIM giảm do vai trò dẫn dắt trong việc giữ mặt bằng lãi suất thị trường. Ở nhóm ngân hàng tư nhân, ngân hàng có dư nợ KD BĐS tăng vượt trội hơn như VPB ghi nhận NIM cải thiện 9đcb QoQ, trong khi NIM của STB tăng 11đcb nhờ việc hoàn tất thu hồi tiền bán KCN Phong phú (một phần trong đó là lãi vay nên được ghi nhận trong doanh thu). Việc giảm tốc thu hẹp NIM trong kỳ cũng phần nào phản ánh cung tín dụng không quá dư thừa, đặc biệt khi nhiều NHTM Nhà nước đã tiến sát trần tỷ lệ an toàn thanh khoản. Về tổng thể, NIM của các NH được kỳ vọng sẽ sớm hồi phục trong giai đoạn Q4/2025 – 6T2026, nhờ sự cân bằng tốt hơn giữa tăng trưởng tín dụng sv. huy động và chi phí huy động từ các kênh ngắn hạn hạ nhiệt. Nhóm ngân hàng trong phạm vi theo dõi được dự báo NIM cải thiện từ 3đcb đến 20đcb trong FY26, tùy theo cơ cấu danh mục cho vay và lợi thế huy động của từng ngân hàng.
- Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) tiếp tục cải thiện, nhưng dư địa nâng hiệu quả hoạt động đang dần thu hẹp.** CIR trung bình của các NHNY giảm còn 32.7%, tương ứng -0.5%p sv.Q2 và -1%p sv.2024, duy trì xu hướng giảm trong nhiều năm qua nhờ tối ưu chi phí nhân sự, gia tăng tự động hóa nhiều nghiệp vụ, và thu nhập ổn định. Điều này giúp ngân hàng nội địa hoạt động hiệu quả hơn so với mức CIR 40–50% thường thấy tại các nước trong khu vực. Tuy nhiên, dư địa để tiếp tục cải thiện có thể còn khá hạn chế. Việc đẩy mạnh chuyển đổi số có thể nâng năng suất nhưng đòi hỏi khoản đầu tư ban đầu khá lớn, khiến chi phí hoạt động có thể tăng trong ngắn và trung hạn. Đồng thời, kỳ vọng phục hồi mảng bán lẻ — bao gồm nhu cầu vay tăng, khối lượng giao dịch lớn hơn và yêu cầu phục vụ khách hàng nhiều hơn — sẽ đòi hỏi mở rộng lượng nhân sự cũng như khả năng vận hành trơn tru của hệ thống. Do đó, CIR được dự báo tăng nhẹ trong FY26.

Lợi suất và chi phí



NIM của các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam  
 Chú thích: IEA Yield: Lợi suất tài sản; IBL cost: Chi phí huy động; NIM: Biên lãi thuần

# Khả năng sinh lời (tt)

## Lợi nhuận tăng tốc

- Lợi nhuận của các NHNY gia tăng tốc độ trong Q3/2025, nhờ thu nhập từ các hoạt động cốt lõi hồi phục.** LNTT của khối NHNY tăng 24.6% svck., với tất cả các cấu phần thu nhập chính đều tăng trưởng hai chữ số: NII (+13%), NSI (+19.4%), và NOI (+37.7%). Mảng dịch vụ hồi phục mạnh sau giai đoạn chịu tác động chuyển tiếp từ các thay đổi trong chính sách ghi nhận doanh thu. Ở phía chi phí, CPHĐ chỉ tăng 9.1% svck., trong khi chất lượng tài sản ổn định giúp CPDP chỉ tăng 8.7%. Trong nhóm NH thuộc phạm vi theo dõi, tốc độ tăng trưởng LNTT gia tăng lên 21.2% svck. trong Q3/2025 (Q2: +18%). Trong đó, NII tăng 11.5% svck., thấp hơn trung bình NHNY do nền NIM cao hơn (nên bị ảnh hưởng mạnh hơn) và tác động của nhóm NHQD. Ngược lại, NSI tăng mạnh 24.9% svck., được hỗ trợ bởi các hoạt động NH đầu tư và bán chéo bảo hiểm phục hồi mạnh mẽ. NOI tăng 35.2% svck. chủ yếu nhờ lãi từ giao dịch ngoại tệ, trong khi lãi từ giao dịch CK suy giảm do lợi suất tăng. Thu hồi nợ vẫn ở mức thấp do nền so sánh cao và sự chậm trễ hành chính liên quan đến quá trình sáp nhập cấp tỉnh; tuy nhiên, dự kiến tích cực hơn từ Q4 khi việc luật hóa Nghị quyết 42 bắt đầu có hiệu lực từ giữa tháng 10. CPHĐ và dự phòng tăng tương đồng khoảng 10.1% svck. Lũy kế 9T2025, các NHNY ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 18.1% svck., trong khi các NH trong phạm vi theo dõi của chúng tôi (đa phần các ngân hàng lớn) ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn ở mức 16.5% svck.
- Tuy lợi nhuận tăng tốc nhưng có phần thấp hơn kỳ vọng ban đầu, vì vậy chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận của nhóm này.** Theo chia sẻ cũng như tình hình thực hiện thực tế, nhiều ngân hàng còn cần nỗ lực nhiều hơn nữa để hoàn thành kế hoạch năm, do diễn biến NIM giảm sâu và nhanh hơn kỳ vọng. Dự phóng trước đây của chúng tôi là NIM tạo đáy trong Q2/2025 và sẽ sớm hồi phục trong nửa sau 2025, nhưng việc này sẽ cần thêm thời gian. Do đó, dự báo NII cả năm của 11 ngân hàng trong phạm vi theo dõi đã được điều chỉnh giảm 6.7% sv. dự phóng trước, trong khi chất lượng tài sản tốt hơn nên CPDP cũng ước giảm 12.6%. Ước tính NSI cũng được điều chỉnh tăng +9.2% nhờ thu phí và giao dịch cải thiện, còn CPHĐ ước tính giảm 3.4%. Tổng hợp lại, LNTT của nhóm này cho 2025 bị điều chỉnh giảm nhẹ ~1% sv. dự phóng trước, tương đương mức tăng trưởng khoảng 13% svck. Đối với 2026, tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng tích cực hơn (+17,9% svck.), hỗ trợ chính bởi NII tăng 19,2% với NIM ổn định hơn.

### Tóm tắt tăng trưởng 9T2025

MCK	LNTT (tỷ đồng)	LNTT (svck.)	LNTT sv. KH	TTTD (svck.)	TTTD (sv.2024)	TTTD (KH)	NII (svck.)	NSI (svck.)	NOI (svck.)	OPEX (svck.)	Prov. (svck.)
ACB	16,072	4.8%	69.9%	20.6%	15.2%	16.0%	-4.4%	-5.0%	88.4%	-0.3%	-5.5%
BID	23,632	7.2%	60.2%	14.5%	8.8%	16.0%	4.1%	1.0%	65.4%	12.2%	18.8%
CTG	29,535	51.4%	N/A	23.8%	15.6%	0.0%	5.2%	-15.3%	18.5%	8.8%	-32.6%
HDB	14,803	17.0%	69.9%	21.3%	11.3%	31.1%	10.3%	227.3%	126.6%	-7.6%	122.4%
MBB	23,139	11.6%	73.0%	30.2%	18.5%	26.0%	23.5%	40.5%	17.3%	14.4%	82.2%
STB	10,988	35.8%	75.5%	13.9%	14.2%	13.9%	15.7%	15.2%	-12.2%	3.6%	-8.1%
TCB	23,385	2.4%	74.2%	22.0%	17.9%	16.4%	1.7%	-5.8%	27.3%	9.2%	-9.1%
TPB	6,048	10.7%	67.2%	22.6%	16.1%	20.0%	-0.7%	19.5%	47.0%	19.3%	-25.1%
VCB	33,133	5.1%	74.7%	16.1%	12.4%	16.3%	2.3%	-38.2%	58.6%	10.8%	-30.2%
VIB	7,046	6.7%	63.9%	25.2%	15.0%	22.2%	-7.4%	14.4%	16.8%	0.1%	-31.4%
VPB	20,396	47.1%	80.7%	39.3%	28.5%	25.0%	16.7%	7.0%	31.4%	20.5%	-5.3%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Chú thích: NII: Thu nhập lãi thuần; NSI: Thu nhập thuần từ dịch vụ; NOI: Thu nhập khác; OPEX: CPHĐ; Prov.: Chi phí dự phòng

# Các chỉ số chính

MCK	Vốn hóa (tỷ)	EPS 12T	LLR (%)	NPL (%)	NIM (%)	ROE (%)	ROA (%)	TTS/VCSH (x)	P/B (x)	P/E (x)
<b>NHTM quốc doanh</b>										
VCB	503,012	3,726	223.3	1.0	2.7	17.0	1.6	10.9	2.3	14.3
BID	269,620	3,204	130.6	1.4	2.2	17.8	0.9	19.6	1.7	10.2
CTG	259,102	4,720	171.7	1.2	2.7	21.6	1.3	16.2	1.5	7.8
<b>TB</b>		<b>3,883.5</b>	<b>175.2</b>	<b>1.2</b>	<b>2.5</b>	<b>18.8</b>	<b>1.3</b>	<b>15.6</b>	<b>1.8</b>	<b>10.8</b>
<b>NHTM tư nhân Mirae theo dõi</b>										
ACB	128,160	3,190	77.9	1.5	3.2	20.4	2.0	10.3	1.4	7.4
HDB	115,011	3,671	68.7	1.9	5.3	24.8	2.1	13.1	1.6	7.2
MBB	189,292	2,810	92.2	1.6	4.2	20.8	2.1	10.1	1.5	7.8
STB	90,585	5,351	68.4	2.4	3.7	21.6	1.6	14.1	1.4	7.4
TCB	249,081	3,049	113.9	1.1	3.7	14.3	2.1	6.6	1.5	11.3
TPB	46,882	2,189	81.3	1.5	3.3	17.1	1.6	11.0	1.2	7.2
VIB	63,315	2,092	50.9	3.5	3.5	18.4	1.6	11.3	1.4	8.4
VPB	221,753	1,989	56.3	4.2	5.2	14.2	2.0	6.3	1.4	10.7
<b>TB</b>		<b>3,042.6</b>	<b>76.2</b>	<b>2.2</b>	<b>4.0</b>	<b>19.0</b>	<b>1.9</b>	<b>10.4</b>	<b>1.4</b>	<b>8.4</b>
<b>NHTM khác</b>										
ABB	14,180	566	46.2	3.7	1.9	4.3	0.3	12.3	1.0	24.2
BAB	12,564	1,038	97.4	1.2	1.9	8.4	0.6	14.0	1.0	12.0
BVB	8,523	474	43.6	3.2	2.6	5.2	0.3	16.0	1.4	28.1
EIB	39,769	1,786	42.3	2.5	2.5	12.0	1.3	9.3	1.5	13.1
KLB	8,849	1,534	79.0	2.0	4.2	14.4	1.0	14.5	1.3	10.0
LPB	148,916	3,254	83.3	1.6	2.9	24.6	2.1	11.5	3.4	14.4
MSB	37,752	1,769	64.1	2.7	2.9	14.2	1.6	8.6	0.9	7.0
NAB	24,534	2,162	52.8	2.3	2.9	20.0	1.3	13.2	1.1	6.1
NVB	26,752	-8,394	8.6	19.5	-0.5	-75.0	-3.4	19.2	2.4	
OCB	32,756	1,182	47.1	3.2	2.9	12.3	1.3	8.6	1.0	8.4
PGB	8,321	467	40.1	2.6	2.7	6.8	0.5	12.8	1.8	27.2
SGB	4,438	234	36.3	2.7	2.5	1.9	0.2	7.9	1.1	56.0
SHB	74,648	2,029	58.4	2.9	4.1	19.5	1.5	12.7	1.1	6.3
SSB	48,507	1,648	82.9	1.9	3.8	17.4	2.0	9.1	1.2	7.5
VAB	8,858	1,062	69.5	1.4	2.0	11.7	0.9	13.8	0.9	8.3
VBB	9,630	1,060	44.4	2.8	2.0	11.6	0.6	19.3	1.1	10.7
<b>TB</b>		<b>1,344.7</b>	<b>61.1</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>9.7</b>	<b>1.0</b>	<b>11.9</b>	<b>1.4</b>	<b>13.9</b>

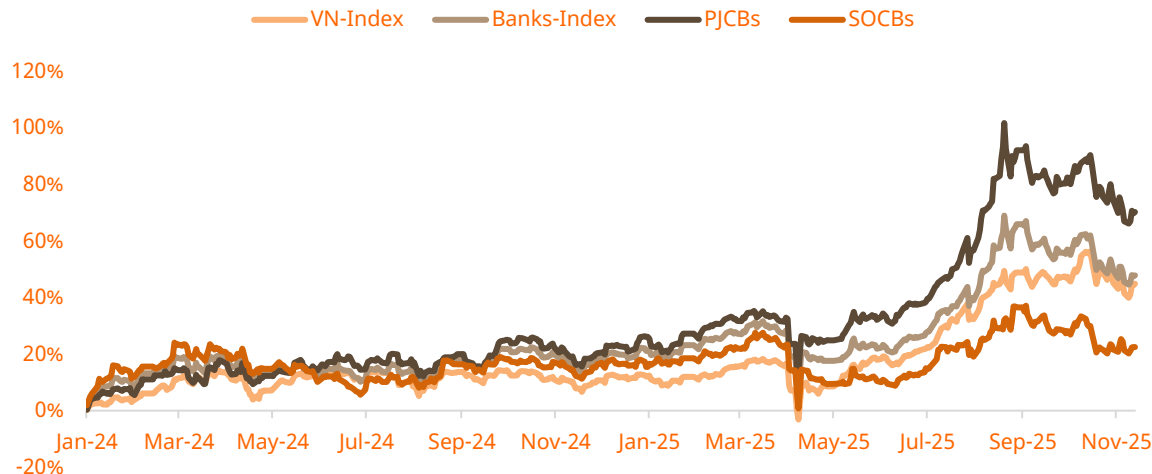
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

# Định giá và điểm nhấn đầu tư

## Cần tắc vô ưu

- Ngân hàng so với mặt bằng chung thị trường:** Về nền tảng cơ bản, lợi nhuận ngân hàng nhìn chung vẫn tích cực, nhưng có phần chậm hơn thị trường chung. Lợi nhuận toàn thị trường tăng 41.8% svck., chủ yếu nhờ nhóm phi tài chính (+50.4% svck.), trong khi nhóm NHNY chỉ đạt +24.6% svck trong Q3/2025. Khoảng cách này không quá bất ngờ khi lợi nhuận ngành vẫn tăng trưởng trong giai đoạn bấp bênh. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp lớn dẫn dắt ở các ngành phi tài chính ghi nhận tăng trưởng vượt trội, kéo trung bình toàn thị trường lên mức cao. Dù vậy, cổ phiếu ngân hàng vẫn thu hút dòng tiền tích cực. Diễn biến toàn ngành nhìn chung bám sát VN-Index nhờ các yếu tố cốt lõi như minh bạch, ổn định, thanh khoản, và lợi nhuận bền vững.
- Hạ nhiệt sau nhịp tăng mạnh:** Trong nhóm NHTM Nhà nước, CTG là điểm sáng duy nhất khi ghi nhận mức tăng tiệm cận VN-Index, được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc và chất lượng tài sản cải thiện rõ rệt. Ngược lại, VCB và BID lại không quá nổi trội về cả định giá và lợi nhuận. Ở nhóm ngân hàng tư nhân, đà tăng cũng chững lại sau cú bứt phá mạnh từ Q2/2025 đến đầu Q3. Những cổ phiếu có câu chuyện đầu tư mạnh — như VPB và TCB với IPO công ty con — bước vào giai đoạn trầm lắng hơn khi câu chuyện được hiện thực hóa, khiến định giá quay về vùng trung bình dài hạn sau khi chạm mức +2đlc. STB cũng điều chỉnh từ trên +2đlc xuống dưới +1đlc sau khi giai đoạn sôi động quanh việc thu hồi toàn bộ khoản liên quan KCN Phong Phú lắng xuống cũng như tạm hoãn quá trình đấu giá 32.5% cổ phần. Ngoài ra, nhóm NH còn chịu áp lực bán rông từ khối ngoại, một phần do động thái chốt lời và các lo ngại ở mặt tỷ giá, đặc biệt trong bối cảnh nhiều đồng tiền lớn mạnh lên sv. đồng USD, trong khi VNĐ suy yếu.
- Tìm kiếm động lực mới:** Hiện thị trường đang ở vùng khá trũng thông tin. Tâm lý đầu tư ngắn hạn hạ nhiệt sau sự kiện nâng hạng, và nhiều khả năng dòng tiền đang tạm dừng để tìm kiếm câu chuyện mới khi thanh khoản giảm từ trên 40 nghìn tỷ xuống 20 nghìn tỷ một phiên. Tuy mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% đã được QH thống nhất, nhưng trong đó nhu cầu tiêu dùng nội địa còn yếu. Các áp lực như tỷ giá vẫn tồn tại đi kèm với rủi ro thuế quan tiếp tục đè nặng tâm lý giao dịch của nhiều nhà đầu tư. Lợi nhuận doanh nghiệp có cải thiện, nhưng một phần không nhỏ tăng trưởng được thúc đẩy bởi các khoản thu nhập tài chính như chuyển nhượng dự án hoặc đánh giá lại tài sản — khiến chất lượng lợi nhuận trở thành câu hỏi. Xét theo định giá, thị trường đang giao dịch ở mức 19.2x P/E (không bao gồm nhóm tài chính) — tương đối cao. Tuy nhiên, loại bỏ nhóm Vin và Gelex, phần còn lại giao dịch quanh vùng 14.2x, mức định giá tuy không cao nhưng cũng không “rẻ”.
- Cổ phiếu ngân hàng cũng điều chỉnh sâu sau khi kiểm định lại đỉnh.** Nhịp điều chỉnh gần đây đã xóa 20–80% mức tăng sv.2025 của nhiều NH. Những ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng hiện vướng một vài điểm chưa hấp dẫn như định giá có phần cao hoặc có độ rủi ro tập trung nhất định có thể kể đến như VPB, TCB, và STB. Tạm thời, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng theo hướng hoạt động cần trọng hơn, có mức định giá hợp lý, và kỳ vọng lợi nhuận hồi phục trong 2026 có thể kể đến như ACB (GMT: 29,800), VCB (70,800), và MBB (28,600).

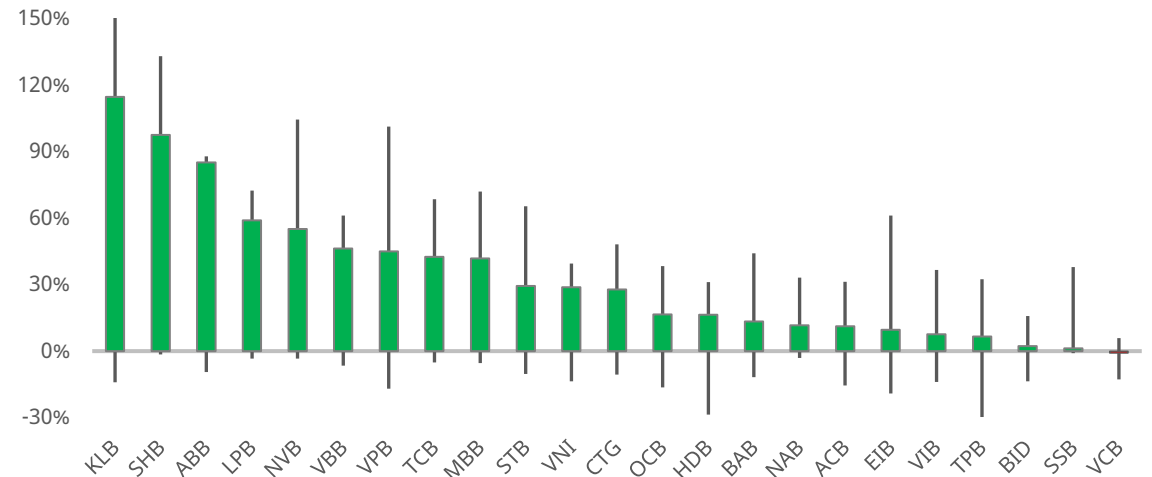
Biểu đồ giá các nhóm ngân hàng so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Chú thích: PJCBS: NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM quốc doanh; Banks-index: chỉ số ngành NH

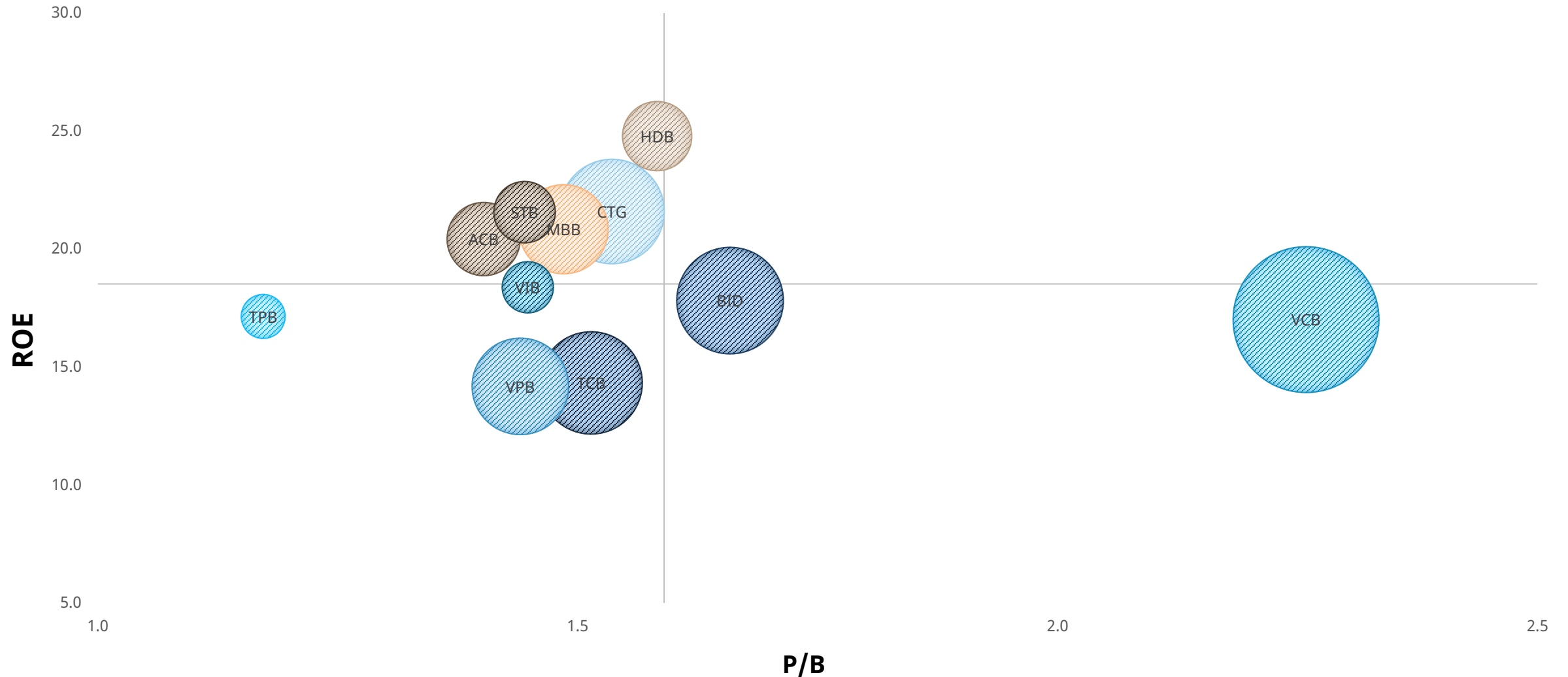
Diễn biến giá của các NHTM (sv. đầu năm 2025)



# Định giá và điểm nhấn đầu tư (tt.)

## Mức định giá hiện tại

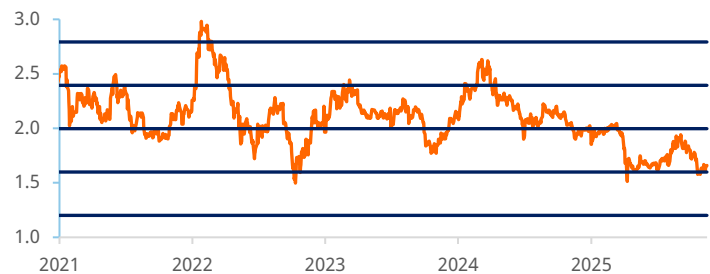
Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.59x)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

# P/B 5 năm của các ngân hàng

## BID



## CTG



## VCB



## MBB



## VPB



## TCB



## ACB



## STB



## HDB



# Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

## Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

## Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

# Mirae Asset Securities International Network

---

## **Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

---

## **Mirae Asset Securities (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

---

## **PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia**

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

---

## **Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

---

## **Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

---

## **Mirae Asset Securities (HK) Ltd.**

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

---

## **Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

---

## **Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

---

## **Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd**

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

---

## **Ho Chi Minh Representative Office**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

---

## **Mirae Asset Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

---

## **Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM**

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

---

## **Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC**

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

---

## **Beijing Representative Office**

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

---

## **Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited**

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098  
India

Tel: 91-22-62661336

---