



Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ hỗ trợ câu chuyện tăng trưởng 2025 - 2026

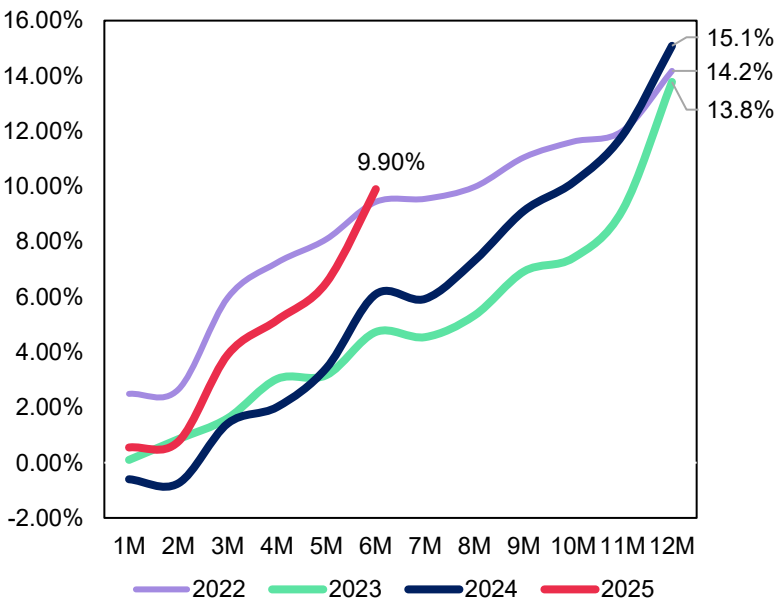
Chuyên viên phân tích:

- **Đinh Công Luyện** (luyen.dinhcong@mbs.com.vn)
- **Phạm Thị Thanh Hương** (huong.phamthithanh@mbs.com.vn)

Tín dụng: tăng tốc từ nửa đầu 2025, chúng tôi ước tăng trưởng đạt khoảng 17 – 18% cuối năm 2025

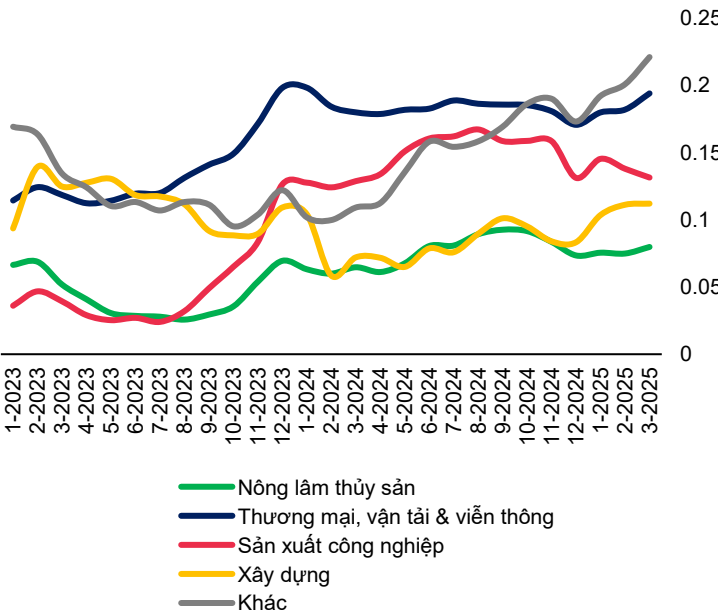
- Tính đến 30/06/2025, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ngân hàng đạt **9.90%** so với đầu năm (YTD), vượt xa mức 6.1% YTD của cùng kỳ năm trước. Mức tăng mạnh này chủ yếu được dẫn dắt bởi tín dụng doanh nghiệp, nhờ mặt bằng lãi suất cho vay vẫn duy trì ở mức thấp. Ngược lại, mảng tín dụng bán lẻ tăng trưởng chậm hơn do nhu cầu tín dụng yếu, phản ánh quá trình phục hồi còn dè dặt của thị trường vay mua nhà và tiêu dùng.
- Các ngân hàng niêm yết ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 3.8% YTD tính đến Q1/2025, trong đó khối ngân hàng tư nhân (NHTMCP) tăng trưởng nhanh hơn so với khối ngân hàng thương mại nhà nước (SOCBs). Biên lãi ròng (NIM) của khối ngân hàng tư nhân suy giảm mạnh hơn, do chiến lược hạ lãi suất cho vay tích cực hơn. Trong khi đó, các SOCBs duy trì mức lãi suất đầu ra thấp ổn định, xu hướng này bắt đầu từ khi chính sách tiền tệ được nói lỏng từ Q3/2023.

TTTD bùng nổ trong 6T25 hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP 8%



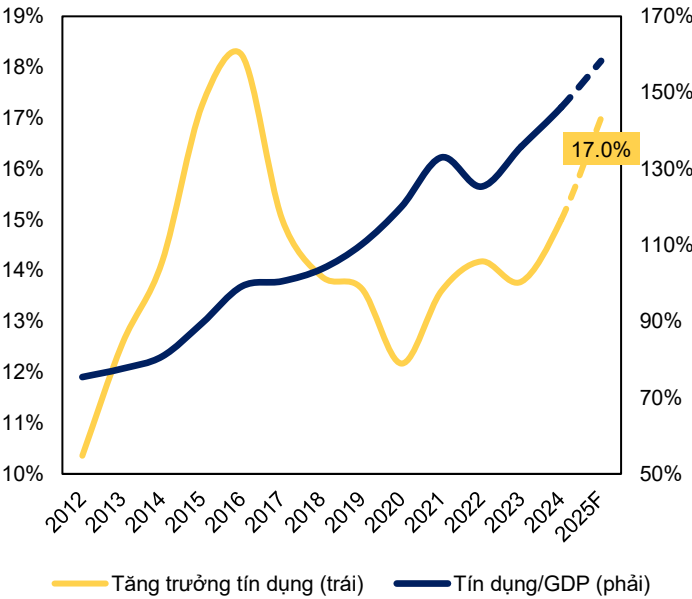
• Nguồn: NHNN, FiinProX, MBS Research

Tín dụng chủ yếu tập trung vào xây dựng và thương mại, trong khi sản xuất vẫn tăng trưởng chậm (svck)



• Nguồn: NHNN, FiinProX, MBS Research

Chúng tôi ước tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 17 – 18% cuối năm 2025



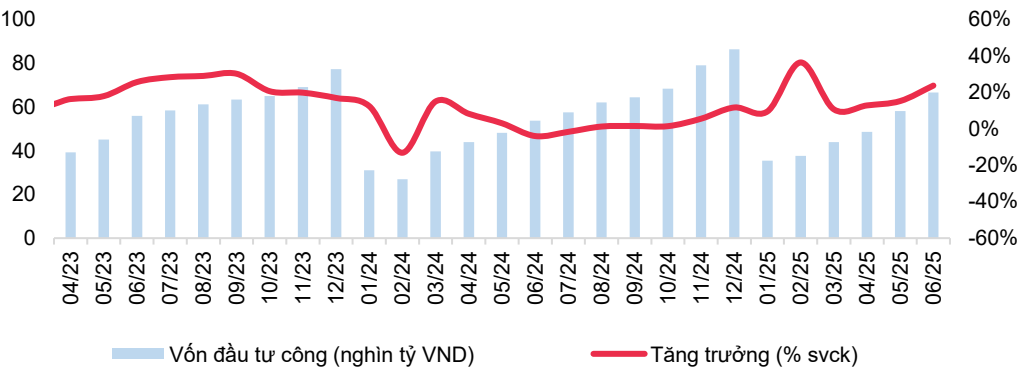
• Nguồn: NHNN, FiinProX, MBS Research

Tín dụng: tăng tốc từ nửa đầu 2025, chúng tôi ước tăng trưởng đạt khoảng 17 – 18% cuối năm 2025

Hoạt động cho vay trong nửa cuối năm 2025 nhiều khả năng sẽ được thúc đẩy bởi một số yếu tố chính như sau:

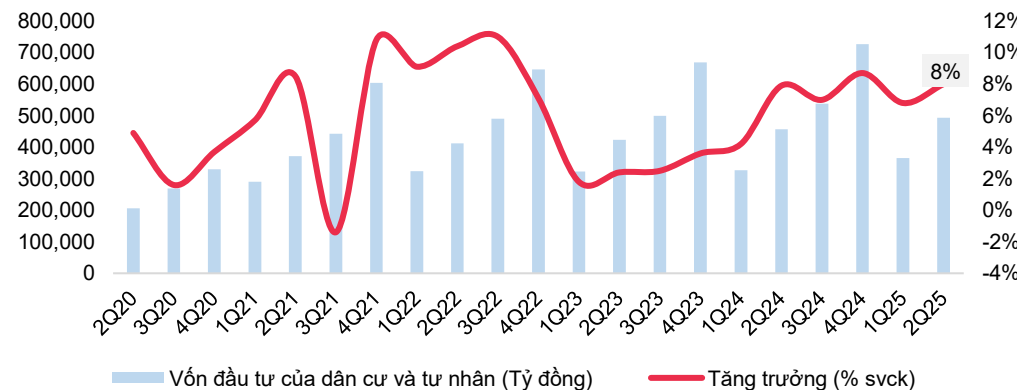
- **Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công** do số liệu thực tế 6T2025 còn thấp so với kế hoạch. Tính đến hết T6/2025, giải ngân đầu tư công đạt 268 nghìn tỷ đồng, tăng 42.3% so với cùng kỳ 2024 nhưng mới chỉ hoàn thành 29.6% kế hoạch cả năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tiến độ giải ngân sẽ được tăng tốc trong phần còn lại của năm 2025, qua đó trở thành yếu tố then chốt để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8%.
- **Nghị quyết 68** nâng cao vai trò và vị thế của khu vực kinh tế tư nhân. Theo đó, tỷ trọng đóng góp của khu vực tư nhân vào GDP dự kiến đạt 55- 58%, và số lượng doanh nghiệp đạt 2 triệu vào cuối năm 2030. Các chính sách hỗ trợ chính bao gồm (i) Miễn lệ phí môn bài và thuế TNDN cho doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) trong 3 năm đầu hoạt động; (ii) Khuyến khích cấp tín dụng dựa trên dòng tiền thay vì tài sản đảm bảo; (iii) Giảm tối thiểu 30% tiền thuê đất trong 5 năm đầu cho các doanh nghiệp công nghệ cao, SMEs và các startup đổi mới sáng tạo.
- **Hướng tới bỏ “room tín dụng”:** theo quan điểm của chúng tôi điều này sẽ giúp (i) các ngân hàng có nền tảng tốt về CAR, chi phí vốn và LDR thấp sẽ nâng cao được sức cạnh tranh. Người đi vay với lịch sử tín dụng tốt sẽ không bị hạn chế cho vay vì “hết room” tín dụng và những ngân hàng yếu kém hơn buộc phải nâng cao nội tại nhằm thu hút khách hàng. Từ đó nâng cao sức cạnh tranh và chất lượng tài sản toàn ngành; (ii) theo đó, tình trạng đẩy tín dụng vào cuối quý hoặc cuối năm sẽ không còn và tín dụng chảy đến nơi cần đến.
- Đối với bất động sản, chúng tôi đánh giá **Nghị quyết 68 đã tháo gỡ hiệu quả** các nút thắt pháp lý và hành chính vốn tồn tại lâu nay. Các biện pháp trọng tâm gồm (i) Chuyển từ tiền kiểm sang hậu kiểm; (ii) Khuyến khích cho vay dựa trên dòng tiền và mô hình phát triển mới; (iii) Phân định rõ ràng giữa trách nhiệm pháp nhân của doanh nghiệp và trách nhiệm hình sự cá nhân.

Giải ngân vốn đầu tư công đạt 268 nghìn tỷ đồng, ▲42% svck, hoàn thành 30% kế hoạch



Nguồn: NHNN, MBS Research

Đầu tư tư nhân ▲9.7% trong 6T25 (cùng kỳ 2024 chỉ tăng 5%, 2023 tăng 1.4%)



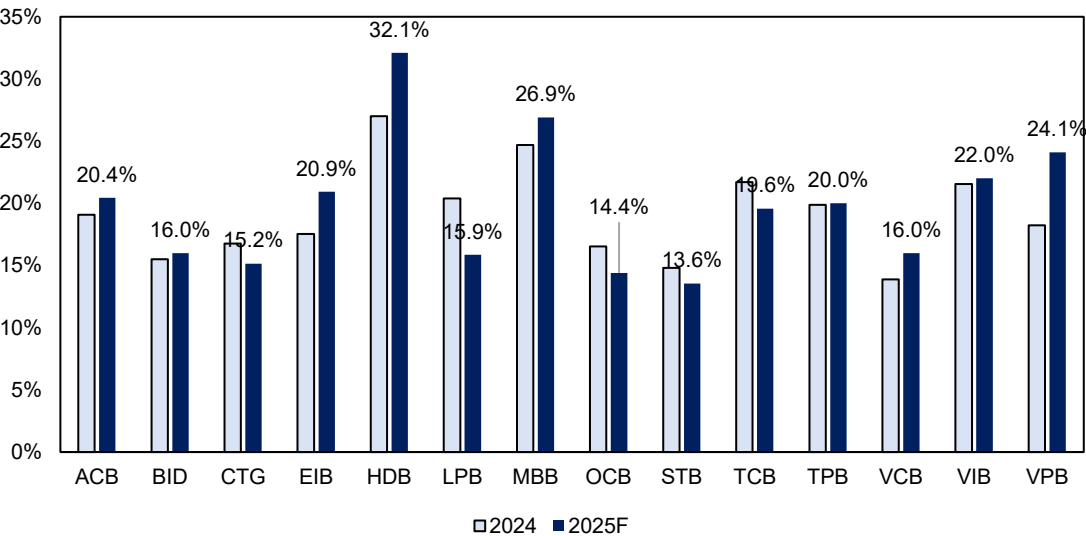
Nguồn: TCTK, MBS Research

Tín dụng: tăng tốc từ nửa đầu 2025, chúng tôi ước tăng trưởng đạt khoảng 17 – 18% cuối năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng hầu hết các ngân hàng sẽ đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm 2025, mặc dù chịu áp lực suy giảm NIM. Các ngân hàng có những đặc điểm sau đây nhiều khả năng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2025:

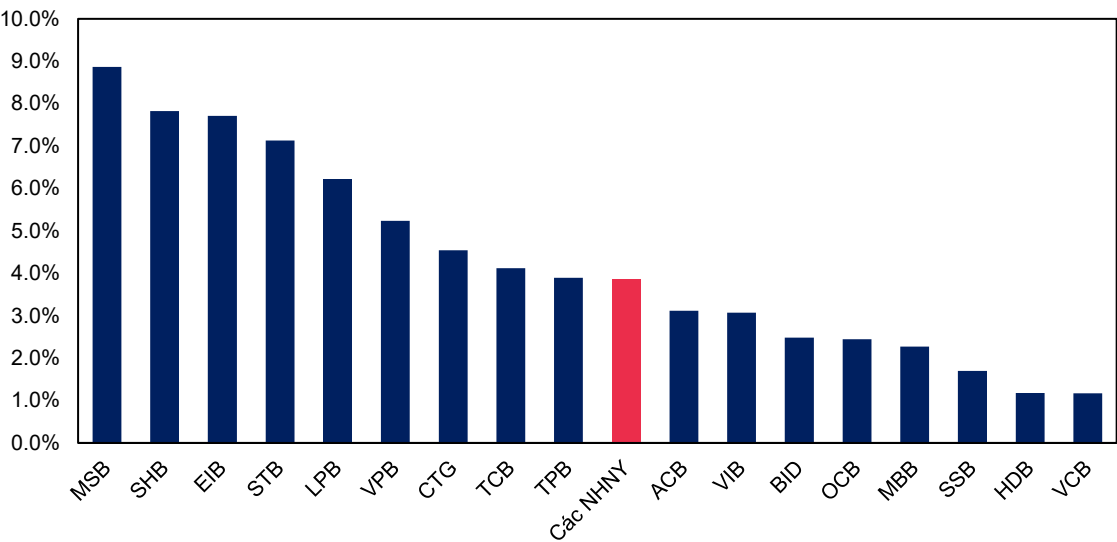
- Tỷ trọng dư nợ cho vay tập trung nhiều vào các dự án đầu tư công và cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME), là những lĩnh vực được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ tích cực.
- Duy trì NIM và chất lượng tài sản ổn định so với mặt bằng chung của ngành trong năm 2024 và Q1/25, từ đó tạo dư địa để tiếp tục hạ lãi suất cho vay nhằm giữ sức cạnh tranh trên thị trường tín dụng.
- Tăng trưởng huy động mạnh mẽ trong Q1/25, giúp nâng cao khả năng mở rộng tín dụng mà vẫn đảm bảo hệ số thanh khoản an toàn.

TTTD dự báo 2025 của các ngân hàng theo dõi



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

TTTD của các NHNY tại cuối Q1/2025 (% so với đầu năm)

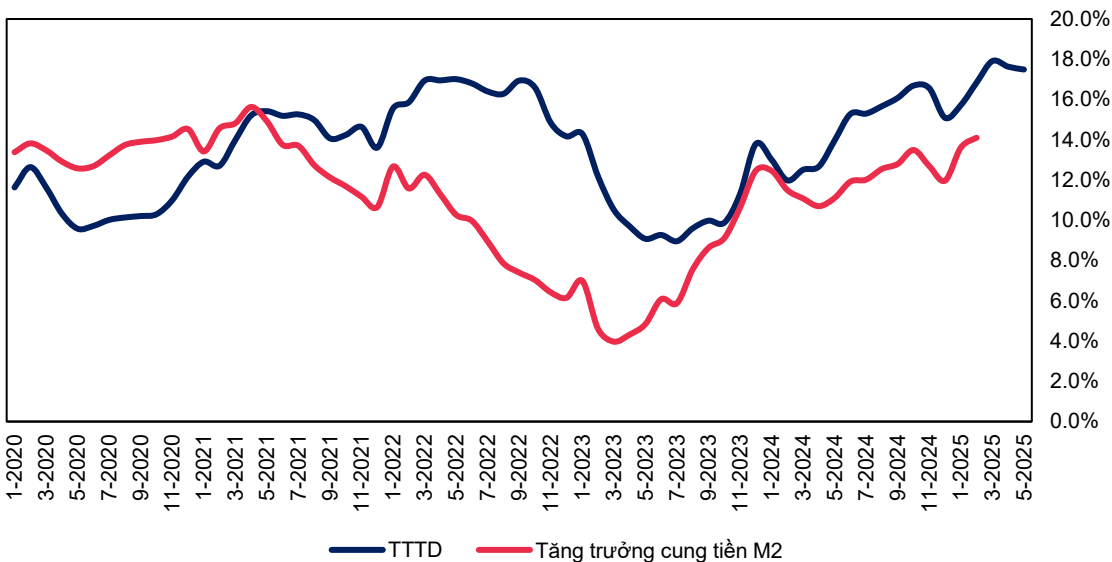


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tín dụng: tăng tốc từ nửa đầu 2025, chúng tôi ước tăng trưởng đạt khoảng 17 – 18% cuối năm 2025

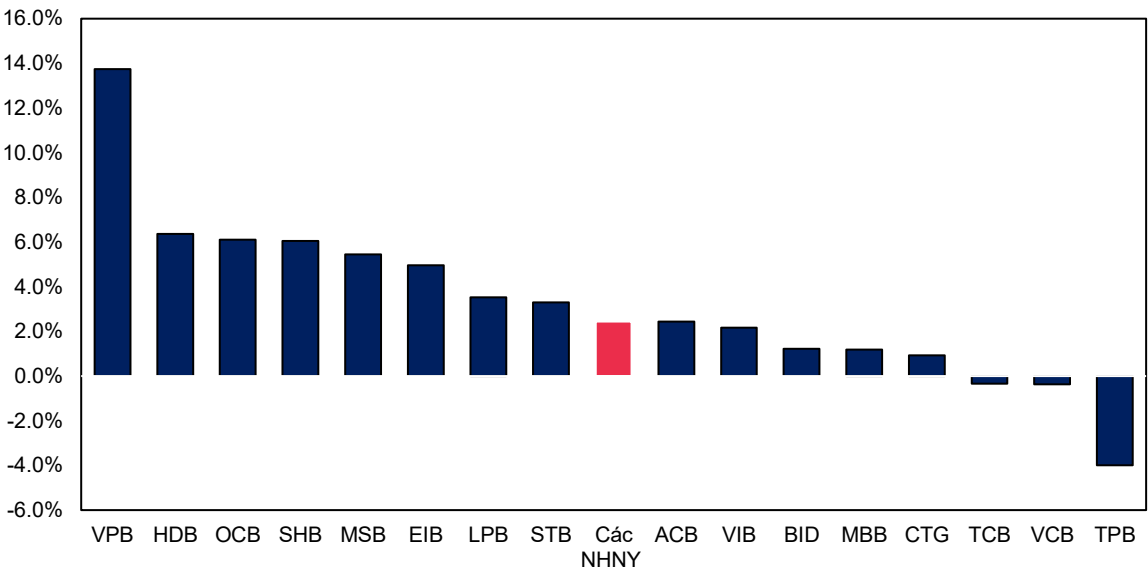
- Tính đến giữa tháng 6/2025, tăng trưởng huy động toàn hệ thống đạt 5.09% YTD, cao hơn đáng kể so với mức 0.92% YTD của cùng kỳ năm trước. Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp tiếp tục là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng huy động chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng. Xu hướng này cũng phản ánh ở các ngân hàng niêm yết, với mức tăng trưởng huy động đạt 2.4% YTD trong Q1/25 dù khả quan hơn mức -0.57% YTD của Q1/2024 nhưng thấp hơn mức 3.8% YTD của TTTD.
- VPB ghi nhận mức tăng trưởng huy động vượt trội so với các ngân hàng khác, chủ yếu nhờ chiến lược tăng lãi suất tiền gửi, tập trung vào KHCN, giúp huy động tăng 15.7% YTD. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng huy động của các ngân hàng thuộc phạm vi phân tích sẽ đạt 15.6% svck trong năm 2025, thấp hơn một chút so với tăng trưởng tín dụng do môi trường lãi suất thấp được duy trì. Các ngân hàng có tỷ lệ LDR (loan-to-deposit ratio) và mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn mức bình quân ngành như VPB, HDB, VIB, MSB được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh huy động mạnh hơn so với các ngân hàng khác.

Cung tiền M2 và TTTD của toàn hệ thống (% svck)



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tăng trưởng tiền gửi của các NHNY tại cuối Q1/25 (% so với đầu năm)

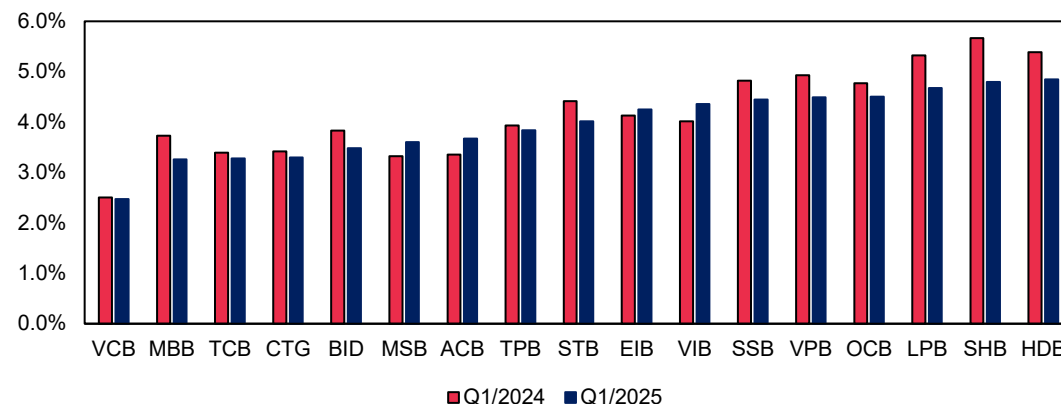


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chi phí vốn Q1/25: giảm nhẹ do lãi suất huy động đã giảm 10-20 điểm cơ bản từ đầu năm

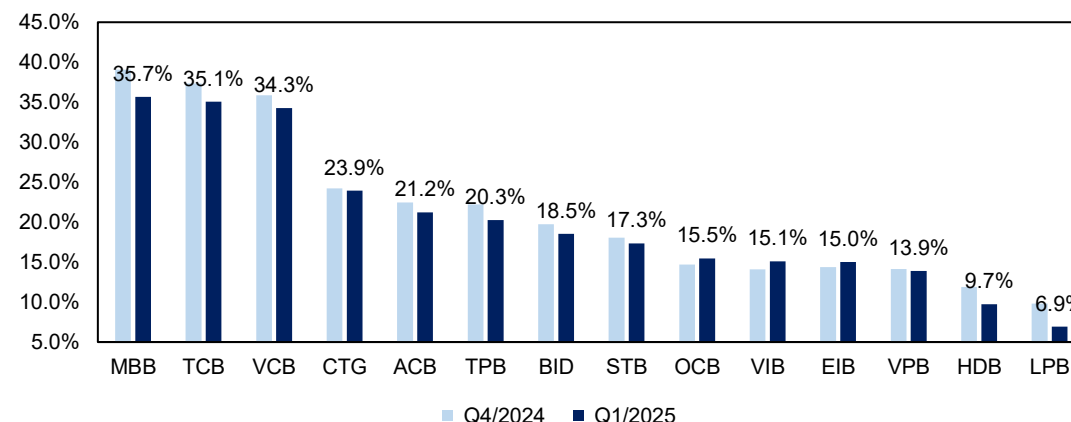
- Tính đến cuối tháng 6/2025, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng trung bình ở các ngân hàng lớn đạt 4.7%, và ở nhóm ngân hàng vừa và nhỏ là 5.0%, giảm trung bình từ 10-20 điểm cơ bản (đcb) so với đầu năm. Lãi suất huy động có xu hướng giảm sau chỉ đạo của Thủ tướng từ giữa tháng 4, chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục về cuối năm 2025, nhằm đẩy mạnh tín dụng ra nền kinh tế hỗ trợ đạt mục tiêu tăng trưởng GDP năm nay, đồng thời các ngân hàng cũng cố gắng bảo vệ mức biên lãi thuần. Theo đó, chúng tôi dự báo lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân của khối ngân hàng thương mại lớn sẽ dao động trong khoảng 4.7% vào cuối 2025.
- Những ngân hàng có tỷ lệ CASA cao - đặc biệt là các ngân hàng đã ghi nhận tăng trưởng huy động mạnh mẽ trong năm 2024 - ít chịu áp lực phải nâng lãi suất huy động để thu hút thêm vốn. Ngược lại, các ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp và tăng trưởng huy động yếu trong năm 2024 và quý 1/2025 có thể phải tăng lãi suất huy động để đảm bảo thanh khoản, hỗ trợ mở rộng tín dụng. Điều này đặc biệt đúng với các ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng tham vọng trong năm 2025F, như HDB, VPB và VIB.
- Gần đây, nhiều ngân hàng đã triển khai các chương trình thu hút CASA, ví dụ như “Siêu Lợi Suất” của VIB, “eKash” của VPB và “Sinh lời tự động” của TCB. Đáng chú ý, TCB vừa nâng cấp Auto Earnings lên phiên bản 2.0, giúp thu hút lượng tiền gửi tương đương khoảng 12% tổng CASA của ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tiếp tục sáng tạo các cách thu hút CASA như: cho phép chọn số tài khoản trùng số điện thoại, chọn số tài khoản “lộc phát”, hoặc đặt tên nick cho tài khoản - các tính năng đã được MBB, VCB và TCB triển khai thành công - và dự kiến sẽ mang lại kết quả tích cực.

Chi phí vốn các NHNY trong Q1/2025 giảm nhẹ 26 đcb svck



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

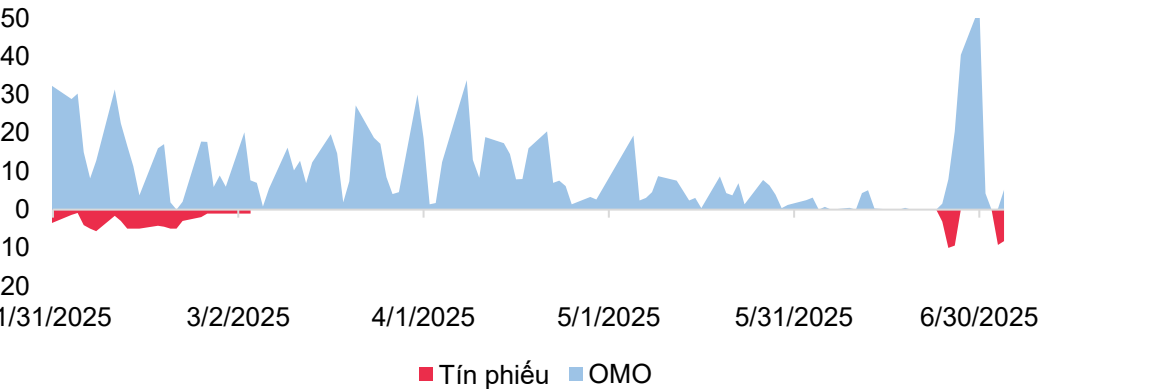
Tỷ lệ CASA của các NHTM chúng tôi theo dõi cuối Q1/25



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

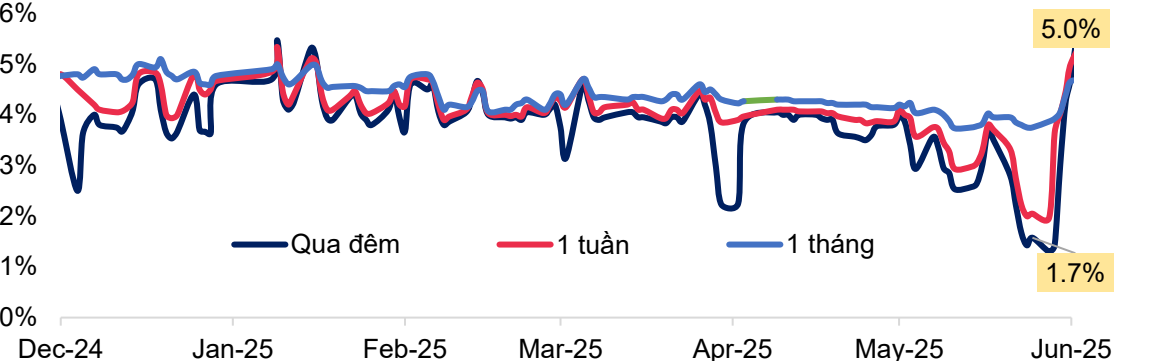
Chi phí vốn: chúng tôi cho rằng chi phí vốn sẽ giảm mạnh hơn trong nửa cuối do lãi suất huy động ước giảm thêm 20 điểm cơ bản

NHNN bơm ròng liên tục từ T3/25, đẩy lãi suất liên NH xuống mức thấp trong vòng 1 năm. Trong T6/25, NHNN hút ròng nhẹ để điều tiết tỷ giá



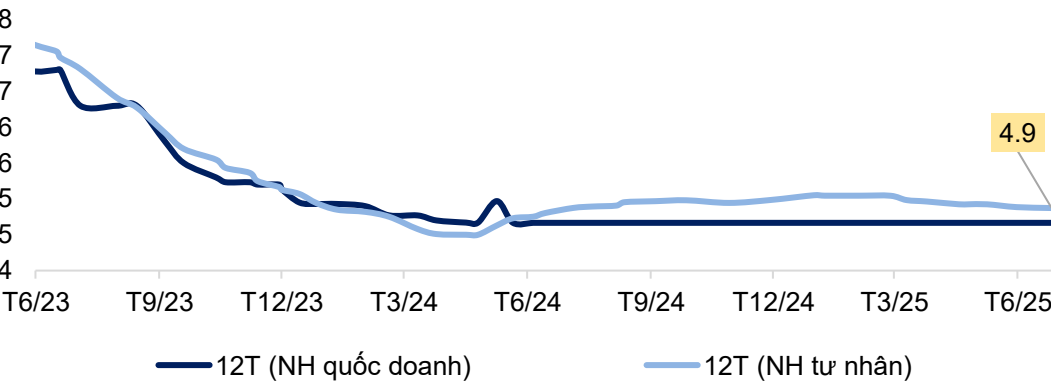
Nguồn: NHNN, FiinProX, MBS Research

Mặc dù tín dụng tăng mạnh từ T4/25 song thanh khoản hệ thống dồi dào đã đẩy lãi suất LNH xuống mức 1.7%, thấp nhất trong vòng 1 năm trước khi tăng trở lại vào đầu T7



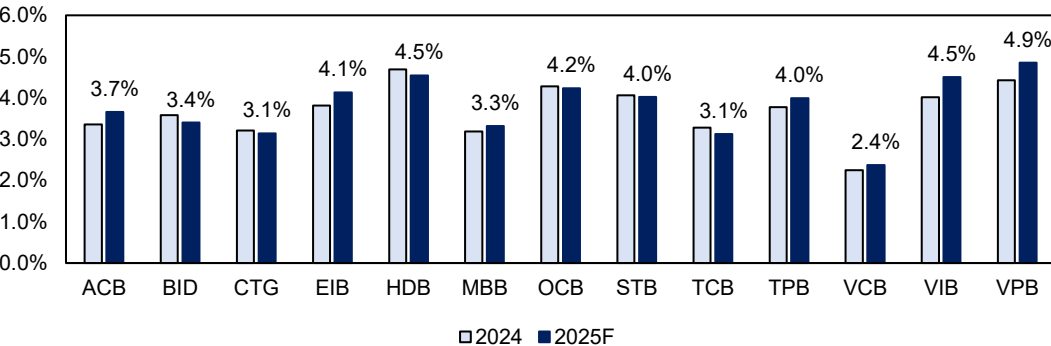
Nguồn: NHNN, FiinProX, MBS Research

Chúng tôi dự báo lãi suất trung bình 12T của các NHTM tư nhân có thể **▼ 20 điểm cơ bản** xuống mức 4.7%



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Dự báo chi phí vốn của các NHNY theo dõi trong năm 2025

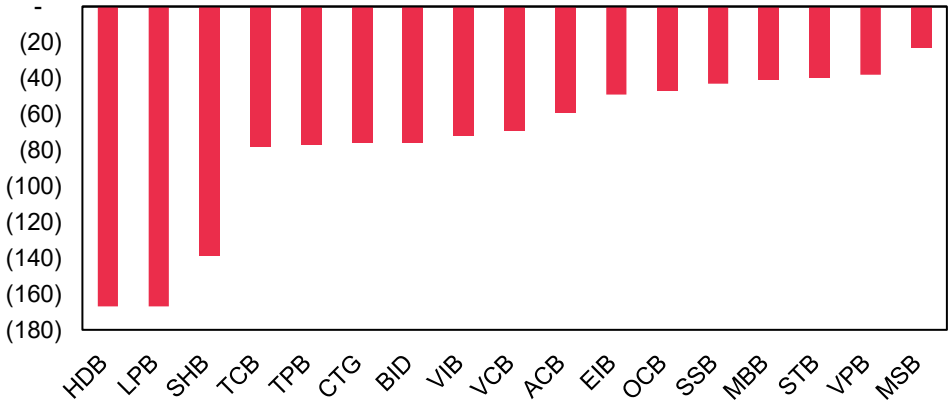


Nguồn: Các NHNY, MBS Research

NIM: xu hướng thu hẹp NIM vẫn sẽ tiếp tục

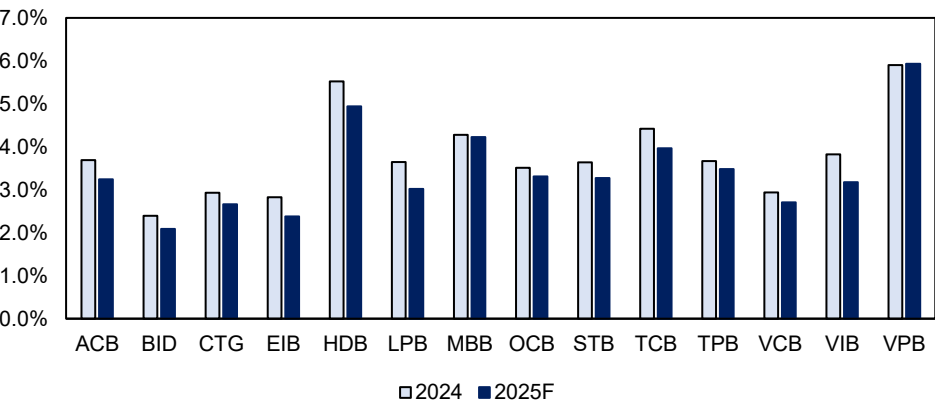
- Do lãi suất cho vay liên tục giảm kể từ nửa cuối năm 2023 nhằm kích thích nhu cầu tín dụng, lợi suất tài sản của các ngân hàng đã bước vào xu hướng giảm. Sự sụt giảm này đã thu hẹp NIM của toàn ngành, do tốc độ giảm lợi suất tài sản nhanh hơn mức giảm của chi phí vốn (COF). Theo quan sát của chúng tôi, lợi suất tài sản của các ngân hàng niêm yết đã giảm mạnh 193 điểm cơ bản (đcb) so với cùng kỳ năm trước trong năm 2024 và giảm thêm 59 đcb trong Q1/25, trong khi COF chỉ giảm lần lượt 189 đcb và 29 đcb. Kết quả là NIM chỉ giảm nhẹ 9 đcb trong năm 2024 nhưng giảm mạnh 40 đcb trong Q1/25 so với cùng kỳ.
- Chúng tôi đánh giá rằng mức giảm bất ngờ của NIM trong Q1/25 chỉ mang tính tạm thời và sẽ sớm được cải thiện, vì các ngân hàng Việt Nam vẫn có tiềm năng cao để bảo vệ NIM. Mặc dù lãi suất cho vay dự kiến duy trì ở mức thấp hơn 2024 trong các quý tới, tăng trưởng tín dụng bán lẻ — nhờ sự phục hồi nhanh của mảng cho vay mua nhà và tiêu dùng — sẽ đóng góp quan trọng vào sự phục hồi của NIM trong phần còn lại của năm 2025 so với quý đầu năm. Bên cạnh đó, sự cải thiện CASA từ đầu năm 2024, chủ yếu nhờ sự hồi phục mạnh mẽ của tín dụng doanh nghiệp, sẽ hỗ trợ duy trì chi phí vốn ở mức thấp hiện nay trong 6–9 tháng tới.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM trong phần còn lại của năm 2025 sẽ không thấp hơn mức của Q1/25, nhưng khó có khả năng đạt mức tương đương năm 2024 do lãi suất cho vay bình quân thấp hơn và chi phí vốn dự kiến giữ nguyên.
- Bất chấp xu hướng chung giảm, chúng tôi cho rằng có sự khác biệt rõ rệt giữa các ngân hàng về NIM. Những ngân hàng từng ghi nhận mức giảm NIM mạnh trong những năm gần đây — do đặc thù danh mục cho vay bị ảnh hưởng, chẳng hạn như VPB, MBB và TCB — được kỳ vọng sẽ có mức giảm NIM nhẹ hơn so với các ngân hàng khác.

NIM của hầu hết các NHNY giảm mạnh trong Q1/25 (điểm cơ bản)



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

NIM trong năm 2025 dự báo sẽ thấp hơn so với 2024

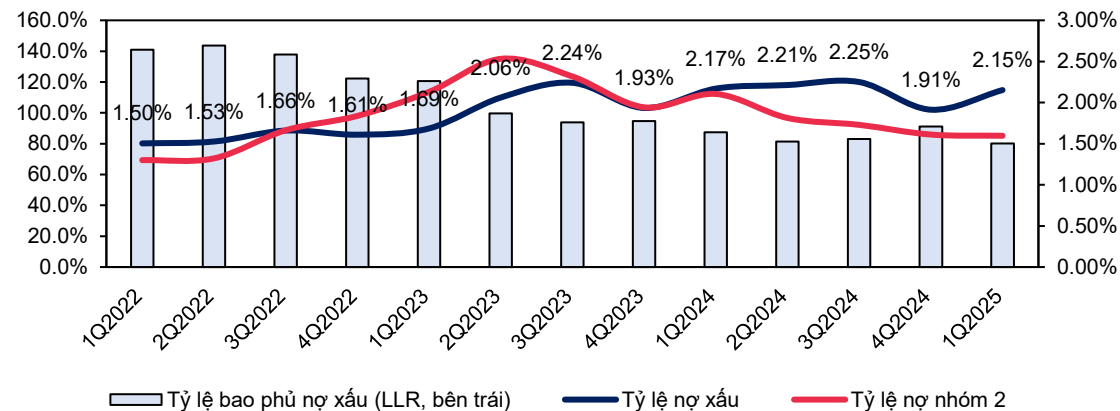


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chất lượng tài sản: tỷ lệ nợ xấu vẫn chưa cho thấy xu hướng cải thiện rõ ràng trong khi nợ nhóm 2 giảm dần

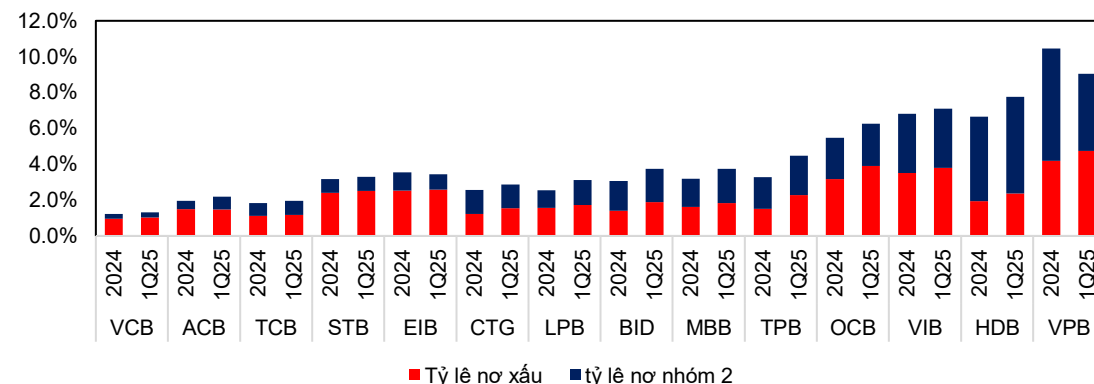
- Chất lượng tài sản phục hồi không ổn định trong 2 năm qua. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) dao động quanh mức 2%, với đóng góp đáng kể từ tăng trưởng tín dụng bất thường trong giai đoạn cuối mỗi năm. Mặc dù tỷ lệ nợ nhóm 2 đã được cải thiện đáng kể, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) cũng biến động khi các ngân hàng giảm tốc trích lập dự phòng. Do đó, chúng tôi lo ngại rằng kết quả kinh doanh dự kiến kém tích cực sẽ làm giảm đáng kể khả năng mở rộng dự phòng của các ngân hàng trong vài năm tới, đồng nghĩa với việc chất lượng tài sản khó có thể cải thiện rõ rệt vào cuối năm 2025. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh cho vay bán lẻ cũng tạo thêm áp lực lên NPL của các ngân hàng niêm yết trong trung hạn.
- Phần lớn các ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi ghi nhận chất lượng tài sản suy giảm trong Q1/25, dù tăng trưởng tín dụng có cải thiện so với cùng kỳ. Tỷ lệ NPL của tất cả các ngân hàng tăng từ 5 đến 55 điểm cơ bản (đcb) tính từ đầu năm, nhưng thay đổi của tỷ lệ nợ nhóm 2 có sự phân hóa. Tỷ lệ này không đổi hoặc giảm ở các ngân hàng đã tăng tốc trích lập dự phòng trong các quý gần đây như VPB, CTG, VIB, trong khi vẫn tăng tại các ngân hàng còn lại.
- Dựa trên dự báo chất lượng tài sản không được cải thiện đáng kể và chính sách trích lập thận trọng (sẽ được bàn chi tiết bên dưới), chúng tôi ước tính tỷ lệ LLR của các ngân hàng niêm yết sẽ chỉ tăng nhẹ vào cuối năm 2025.

Chất lượng tài sản toàn ngành theo quý (%)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 của các NHNY cuối 2024 và Q1/25

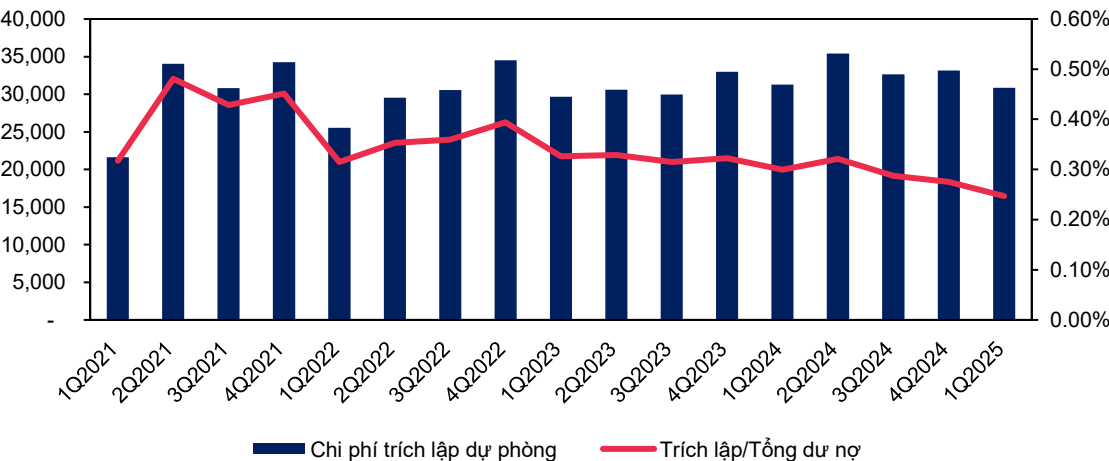


Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chính sách trích lập dự phòng thận trọng tiếp tục được duy trì nhằm bảo vệ chất lượng tài sản trong bối cảnh cho vay bán lẻ mở rộng

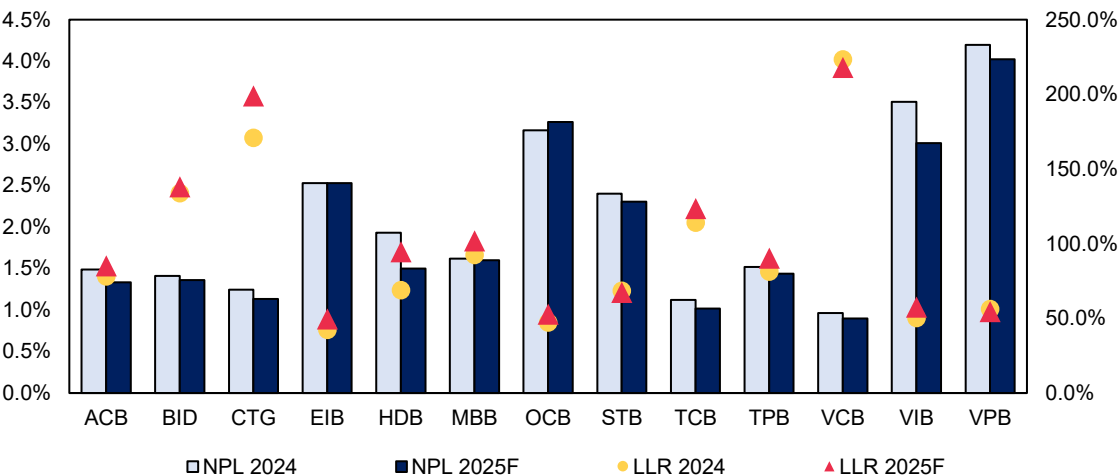
- Chi phí dự phòng của các ngân hàng niêm yết (NHNY) giảm nhẹ 1.3% svck trong Q1/25 nhờ mức giảm nhẹ từ nhóm ngân hàng quốc doanh (SOCBs) ở mức 3.6% svck, trong khi nhóm NHTMCP ghi nhận mức tăng nhẹ 0.6% svck. Chi phí tín dụng trong Q1/25 cũng giảm xuống mức 1.0% so với mức 1.2% của cả năm 2024.
- Sau khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) bất ngờ giảm 34 điểm cơ bản (đcb) so với quý trước vào cuối Q4/24, từ 2.25% xuống 1.91%, tỷ lệ này đã tăng mạnh trở lại lên 2.15% vào cuối Q1/25. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 không thay đổi so với quý trước và vẫn duy trì xu hướng giảm. Kết hợp với tốc độ trích lập dự phòng chậm lại đáng kể trong Q1/25, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của các NHNY tiếp tục giảm xuống còn 80.2%, mức thấp nhất kể từ Covid-19.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ được thúc đẩy bởi sự đóng góp lớn hơn từ mảng bán lẻ. Do đó, các ngân hàng có xu hướng tiếp tục duy trì tốc độ trích lập dự phòng tương đương năm trước để kiểm soát tỷ lệ nợ xấu theo kế hoạch. Nhìn chung, chi phí dự phòng của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi được dự báo sẽ tăng 8.5% svck, cao hơn mức tăng 7.5% svck của năm 2024, mặc dù vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 16.9% được đề cập trong báo cáo trước. Việc tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm dần và mức trích lập dự phòng trong Q1/25 thấp hơn dự kiến hỗ trợ cho điều chỉnh dự báo này.

Trích lập/tổng dư nợ theo quý của các NHNY



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

NPL và LLR của các NHNY theo dõi

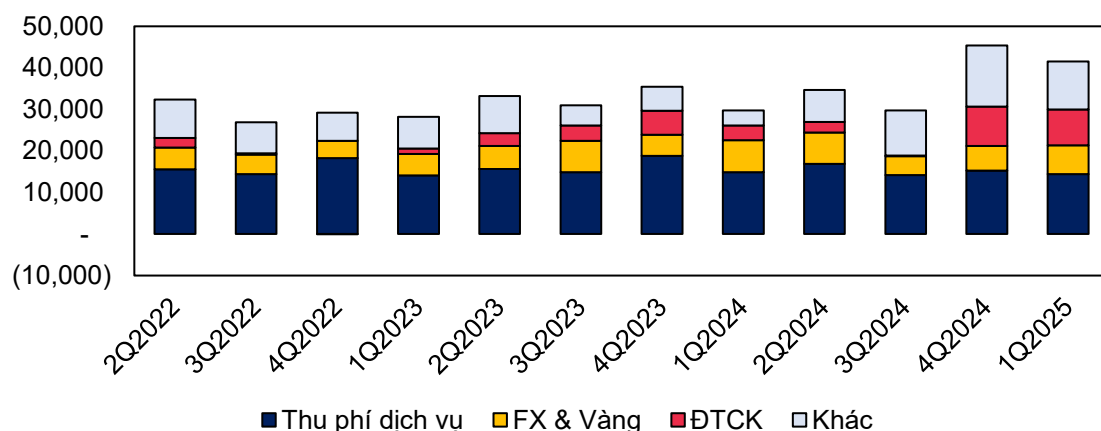


• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Thu nhập ngoài lãi (Non-II) chủ yếu được thúc đẩy bởi phí thanh toán và hoạt động thu hồi nợ xấu trong bối cảnh kinh doanh bảo hiểm khó có khả năng trở lại mức trước Covid.

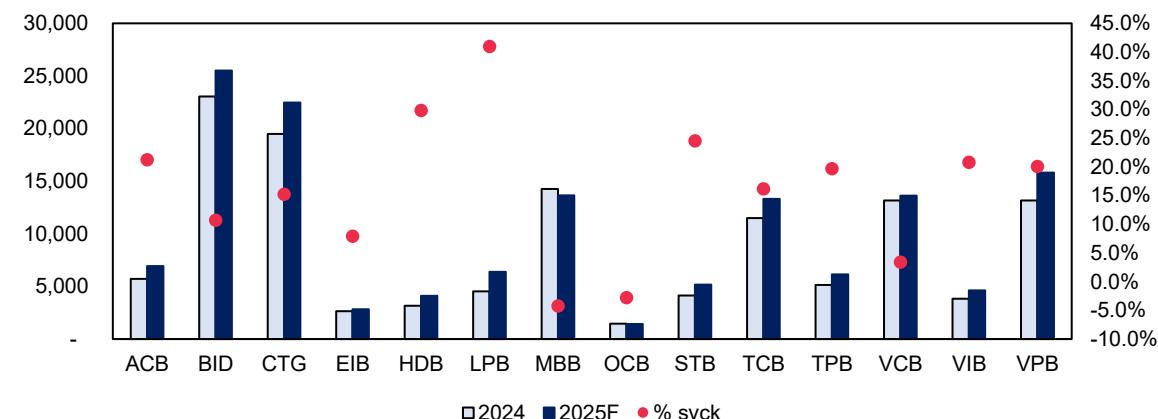
- Thu nhập ngoài lãi (Non-II) của các ngân hàng niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 20.7% so với cùng kỳ trong Q1/25, cao hơn nhiều so với mức 5.6% cùng kỳ năm trước, nhờ thu nhập từ xử lý nợ xấu tiếp tục tăng mạnh. Đây cũng là mức tăng trưởng cao nhất theo quý kể từ năm 2023.
- Sự sụt giảm mạnh của thu nhập phí thuần (NFI) là yếu tố chính khiến thu nhập ngoài lãi tăng trưởng chậm lại đáng kể trong 2 năm vừa qua. Cuộc khủng hoảng bancassurance do các quy định siết chặt, kết hợp với nhu cầu tín dụng bán lẻ yếu, đã khiến thu nhập từ phí của các ngân hàng Việt Nam giảm mạnh. Tốc độ tăng trưởng NFI của các ngân hàng niêm yết đã giảm từ mức tăng 32.6% svck vào năm 2022 xuống còn 0.7% svck vào năm 2023 và ghi nhận giảm 3.6% svck vào năm 2024. Tỷ trọng NFI trong cơ cấu Non-II cũng giảm từ khoảng 50 - 55% vào năm 2022 xuống còn 40 - 45% vào năm 2024. Mặc dù các khiếu nại liên quan đến bán chéo bancassurance đã lắng dịu, sự trì trệ được dự báo sẽ kéo dài trong trung hạn khi các ngân hàng Việt Nam cần thời gian để thích ứng với các quy định mới. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất cho vay thấp kết hợp cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng dường như làm giảm sự quan tâm của khách hàng bán lẻ đối với sản phẩm bảo hiểm, khiến doanh thu bancassurance khó đạt mức tăng trưởng 20%/năm như giai đoạn Covid-19.
- Do đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng NFI của các ngân hàng Việt Nam sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi phí thanh toán nhờ sự gia tăng mạnh mẽ của cho vay bán lẻ từ nửa cuối 2025. Về các khoản thu nhập ngoài phí, chúng tôi hiện cho rằng tốc độ thu hồi nợ xấu tăng nhanh sẽ bổ sung một nguồn thu ngoài lãi của các ngân hàng so với năm ngoái, trong bối cảnh môi trường vĩ mô toàn cầu nhiều bất ổn có thể làm giảm thu nhập từ hoạt động ngoại hối và chứng khoán. Nhìn chung, chúng tôi dự báo Non-II của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi sẽ tăng 13.4% so với cùng kỳ trong năm 2025 (so với mức nền thấp của năm 2024: 9.2%) và tiếp tục cải thiện nhẹ lên mức 15.3% trong năm 2026.

Cấu phần NFI trong thu ngoài lãi ngày càng giảm (tỷ đồng)



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tăng trưởng thu ngoài lãi 2025 của các NHNY theo dõi



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Cập nhật quy định: Động lực cho tăng trưởng bền vững dài hạn của ngành ngân hàng

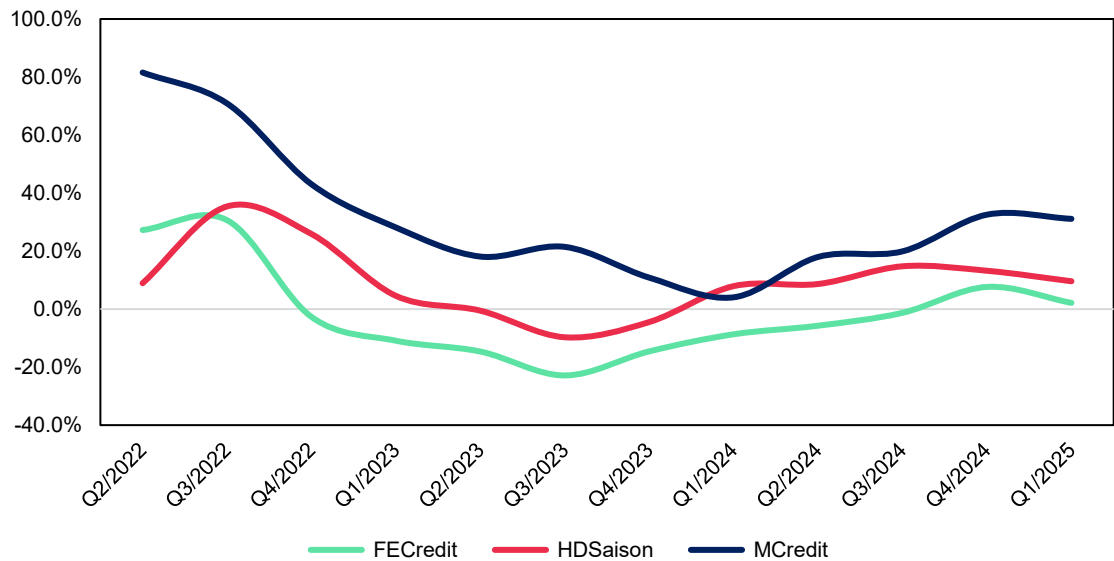
	Trước thay đổi	Sau thay đổi	Đánh giá tác động lên các NHTM
Quy định về tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tại các tổ chức tín dụng Việt Nam	Nghị định số 01/2014/NĐ-CP: Tổng mức sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài không vượt quá 30% vốn điều lệ của một ngân hàng thương mại Việt Nam.	Nghị định số 69/2025/NĐ-CP: Tổng mức sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài tại NHTM nhận chuyển giao bắt buộc (không bao gồm các NHTM do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ) được vượt 30% nhưng không vượt quá 49% vốn điều lệ của NHTM nhận chuyển giao bắt buộc theo phương án chuyển giao bắt buộc đã được phê duyệt và được thực hiện trong thời hạn của phương án chuyển giao bắt buộc.	- Ba ngân hàng hưởng lợi trực tiếp từ thay đổi quy định này là HDB, MBB và VPB, với tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại lần lượt là 16.66%, 23.23% và 24.70% – đều chưa chạm trần 30% theo quy định cũ. - Kể từ sau thương vụ SMBC mua 15% cổ phần tại VPB, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của VPB đã cải thiện đáng kể – từ 12.63% cuối năm 2022 lên 15.92% cuối năm 2023 – xếp vị trí dẫn đầu ngành ngân hàng. Do đó, VPB có thể không cần sử dụng đến hạn mức sở hữu nước ngoài mới. - MBB và HDB tiếp tục duy trì tỷ lệ sở hữu nước ngoài lần lượt dưới 23.2% và 17.5%, và chưa công bố kế hoạch cụ thể nào để tận dụng lợi thế từ quy định mới.
Luật hóa Nghị quyết 42/2017	- Nghị quyết 42/2017 về xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng là một chính sách thí điểm với thời hạn 5 năm, sau đó được gia hạn đến 31/12/2023, và đã mang lại những kết quả ban đầu tích cực trong việc xử lý nợ xấu. - Tuy nhiên, sau khi nghị quyết hết hiệu lực, tỷ lệ nợ xấu đã tăng mạnh, mặc dù các NHTM đã chủ động chuẩn bị và ứng phó kịp thời.	- Việc luật hóa giúp các quy định có hiệu lực lâu dài và không bị giới hạn thời gian như Nghị quyết 42. - Giải phóng nguồn vốn bị “mắc kẹt” trong nợ xấu, góp phần cải thiện lưu thông tín dụng trong nền kinh tế. - Đơn giản hóa quy trình thu hồi và xử lý tài sản bảo đảm thông qua khung pháp lý rõ ràng, thống nhất, đồng thời yêu cầu sự phối hợp liên ngành với trách nhiệm cụ thể được phân định rõ ràng.	- Những ngân hàng có tỷ trọng cho vay bất động sản lớn như TCB, VPB, HDB và SHB có thể là nhóm hưởng lợi từ thay đổi chính sách lần này. Do quy định mới liên quan đến xử lý tài sản bảo đảm, việc nâng cao tính minh bạch pháp lý sẽ hỗ trợ thu hồi tài sản nhanh hơn và hiệu quả hơn. - Chúng tôi cho rằng các ngân hàng lớn có chi phí dự phòng cao như CTG và VPB, cũng như các ngân hàng nhỏ hơn như OCB, MSB và VIB, sẽ hưởng lợi nhiều hơn so với mặt bằng chung nếu dự thảo quy định mới được thông qua

• Nguồn: MBS Research

Tài chính tiêu dùng: Hồi phục bền vững sau giai đoạn tái cơ cấu

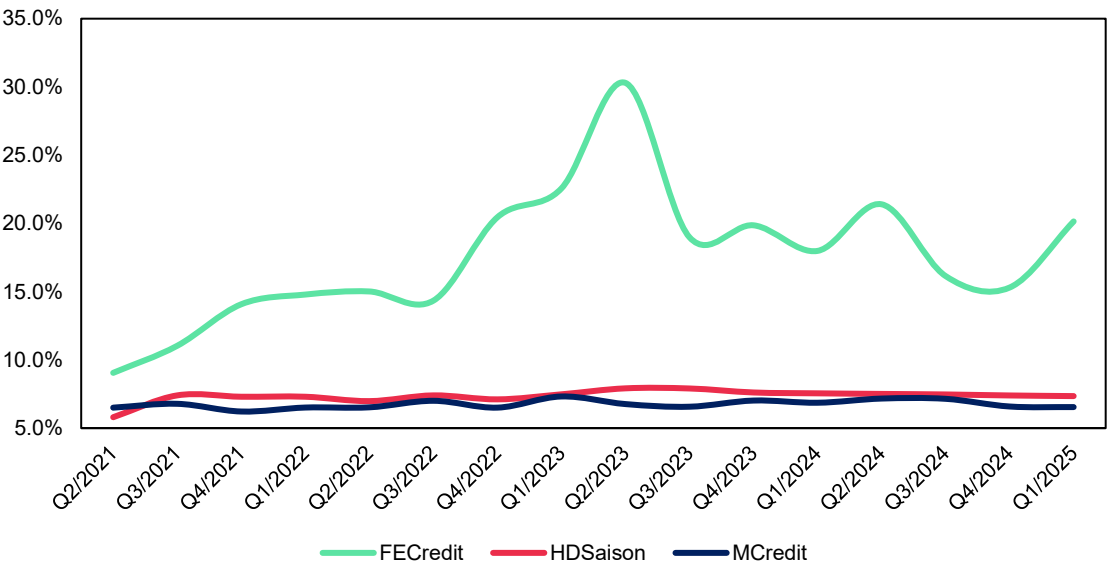
- Trong Q1/25, các công ty tài chính tiêu dùng là công ty con của các NHTM ghi nhận diễn biến trái chiều về chất lượng tài sản: Mcredit và HD Saison cải thiện nhẹ tỷ lệ nợ xấu, trong khi FE Credit lại ghi nhận tỷ lệ này tăng mạnh 480 đcb so với đầu năm. Tăng trưởng cho vay svck đã phục hồi từ Q4/2024 nhưng chững lại trong Q1/2025. LNTT của HD Saison tăng 28% svck lên 330 tỷ đồng, nhờ nhu cầu vay mua xe máy tăng mạnh, trong khi FE Credit quay lại có lãi với 79 tỷ đồng nhờ sự phục hồi mạnh của thu nhập phí thuần tăng 60% svck và thu nhập khác tăng 280% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực tài chính tiêu dùng sẽ phục hồi dần trong nửa cuối năm 2025, được thúc đẩy bởi động lực tăng trưởng GDP 8%, thu nhập hộ gia đình cải thiện, và khung pháp lý thuận lợi hơn. Với mô hình hoạt động cốt lõi là hợp tác B2B2C, các công ty tài chính sẽ tiếp cận khách hàng tốt hơn và thúc đẩy mở rộng sử dụng thẻ tín dụng. Về trung hạn, với dự báo của IMF về tăng trưởng GDP bình quân đầu người CAGR 5.5% giai đoạn 2025–2030, chúng tôi dự phóng tín dụng tiêu dùng có thể tăng trưởng trung bình 20%/năm trong hai năm tới, nhờ những động lực tích cực trên. Ba ngân hàng sau - HDB, MBB và VPB – nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ xu hướng trên.

Tăng trưởng cho vay svck đã hồi phục trong Q4/24 nhưng chậm lại trong Q1/25



• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Tỷ lệ nợ xấu cuối Q1/2025 của các công ty tài chính

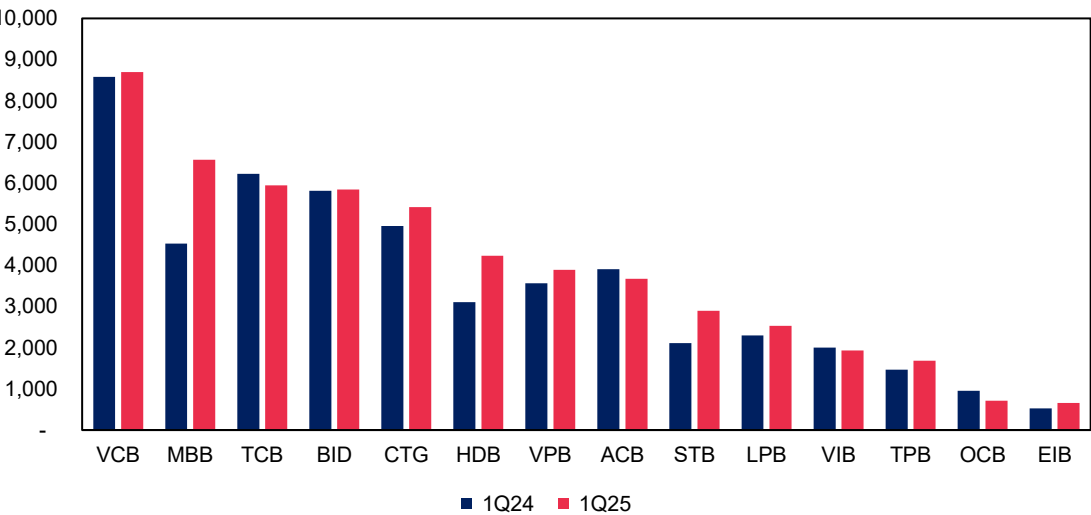


• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng lợi nhuận ròng của các ngân hàng MBS Research theo dõi, tăng 13.5% svck trong năm 2025 và 21% trong 2026

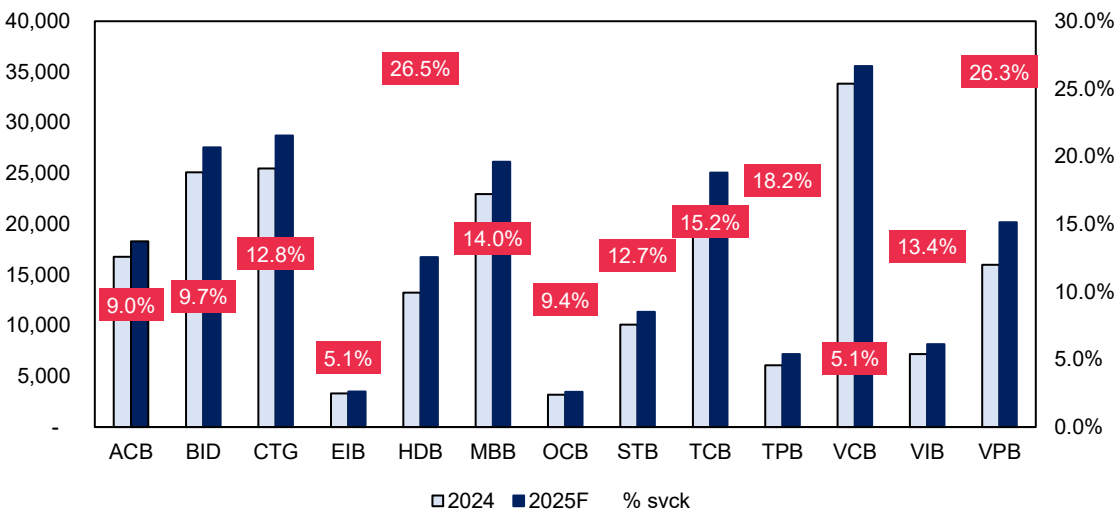
- Tổng thu nhập hoạt động của nhóm ngân hàng này ước tính tăng 11.0% svck, trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt 10.3% svck và 13.4% svck, thấp hơn nhiều so với mức 16.9% và 17.4% svck, chủ yếu do NIM duy trì ở mức thấp và thu nhập ngoài lãi phục hồi chậm hơn kỳ vọng. Như đã đề cập, mặc dù chúng tôi kỳ vọng NIM của các ngân hàng niêm yết có thể chạm đáy từ Q2/2025, nhưng khó có khả năng phục hồi vượt mức của năm 2024. Ngoài ra, thu nhập ngoài lãi tiếp tục chịu áp lực từ sự hồi phục chậm của bancassurance và nhu cầu phí thanh toán, khi lợi thế cạnh tranh chính vẫn đến từ môi trường lãi suất thấp.
- Tỷ lệ CIR giữ ổn định svck, dẫn đến lợi nhuận ròng toàn ngành dự báo tăng 13.5% svck trong năm 2025 (dự báo trước: 17.7%).
- Chúng tôi duy trì quan điểm rằng khối ngân hàng tư nhân sẽ tiếp tục dẫn đầu, với tăng trưởng lợi nhuận ròng 25.9% svck, vượt xa khối ngân hàng quốc doanh chỉ đạt 8.8% svck. Áp lực giảm lãi suất cho vay tại các ngân hàng quốc doanh cao hơn khối tư nhân do vai trò ổn định vĩ mô, khiến các ngân hàng này thận trọng trong việc mở rộng tín dụng bán lẻ và giới hạn khả năng cải thiện NIM.

Lợi nhuận ròng của các ngân hàng theo dõi trong Q1/25



• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Dự phóng lợi nhuận ròng của các ngân hàng năm 2025

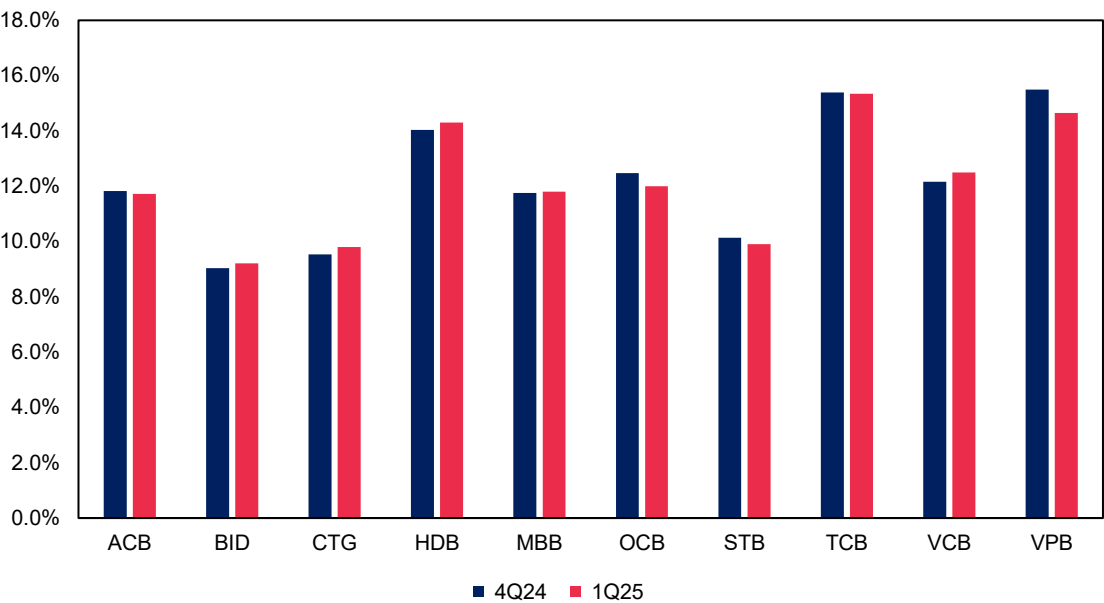


• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Tăng vốn: CAR vững chắc tạo điều kiện cho các ngân hàng mở rộng hoạt động sang các lĩnh vực khác

- Tính đến cuối T3/25, bốn ngân hàng ghi nhận tỷ lệ CAR sụt giảm: VPB giảm 80 đcb so với đầu năm, OCB giảm 50 đcb, STB giảm 20 đcb và ACB giảm 10 đcb. Dù CAR có xu hướng giảm, tất cả các ngân hàng này vẫn duy trì tỷ lệ trên 10%. Trong Q1/25, TCB đã vượt VPB để dẫn đầu ngành về CAR, đảo ngược vị trí dẫn đầu của VPB vào cuối năm 2024. BID nâng CAR lên 9.2% (+20 đcb so với đầu năm) sau khi hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ 1.8% vốn điều lệ.
- Trước xu hướng tiếp tục mở rộng tín dụng nhằm hỗ trợ nền kinh tế và hệ sinh thái tài chính của các ngân hàng, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tiếp tục cải thiện CAR trong thời gian tới. Sau nhiều lần trì hoãn, VCB dự kiến sẽ thực hiện đợt phát hành riêng lẻ với tỷ lệ 6.5% sau khi đã hoàn tất chia cổ tức bằng cổ phiếu. BID cũng đang tiếp tục mục tiêu nâng CAR thông qua phát hành riêng lẻ thêm 3.84% vốn. Một số ngân hàng đang chuyển dịch theo mô hình tập đoàn tài chính: TCB mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm, STB nhắm đến mảng chứng khoán, ACB tăng cường hoạt động của công ACBS, trong khi MBB dự kiến thoái vốn một phần tại MCredit và MB Cambodia.

Tỷ lệ CAR của các NHTM cuối Q1/2025



• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Kế hoạch tăng vốn của các NHTM trong năm 2025

Ngân hàng	Phương thức tăng vốn	% phát hành	Giá trị dự kiến	Thời gian
VCB	Phát hành riêng lẻ	6.5%	Dựa vào giá thị trường thời điểm phát hành	2025
BID	Phát hành riêng lẻ/ Phát hành ra công chúng	3.84%	Dựa vào giá thị trường thời điểm phát hành	2025
MBB	Phát hành riêng lẻ	62 triệu cp		

• Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Dự báo các chỉ số tài chính năm 2025 – 2026 của các ngân hàng MBS Research theo dõi

Chỉ số tài chính	<u>VCB</u>		<u>BID</u>		<u>CTG</u>		<u>VPB</u>		<u>TCB</u>		<u>STB</u>	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	72,925	82,665	86,411	101,112	87,864	98,587	73,222	91,302	57,917	64,930	32,161	35,188
% svck	6.3%	13.4%	6.6%	17.0%	7.3%	12.2%	17.6%	24.7%	23.3%	12.4%	12.2%	9.4%
Thu nhập lãi thuần	59,309	68,118	60,893	72,395	65,394	75,283	57,408	71,459	40,011	49,988	26,999	29,128
Thu nhập ngoài lãi	13,616	14,547	25,518	28,717	22,470	23,304	15,813	19,842	17,906	14,942	5,162	6,060
Chi phí DPRR	3,978	5,855	21,780	25,731	27,358	29,915	31,032	36,398	5,524	6,637	2,103	2,921
% svck	20.0%	47.2%	3.2%	18.1%	-0.9%	9.3%	11.2%	17.3%	35.3%	20.2%	6.5%	38.9%
Lợi nhuận ròng	35,580	39,710	27,553	32,535	28,738	32,927	20,185	26,974	27,638	30,449	11,370	11,947
% svck	5.1%	11.6%	9.6%	18.1%	12.8%	14.6%	26.3%	33.6%	27.0%	10.2%	12.7%	5.1%
Tăng trưởng tín dụng	16.0%	15.0%	15.9%	15.0%	15.2%	14.9%	24.1%	23.5%	19.6%	20.6%	13.6%	12.2%
Tăng trưởng huy động	8.0%	10.0%	13.0%	10.0%	15.4%	16.0%	33.9%	20.9%	18.4%	22.3%	11.7%	11.5%
LDR	87.7%	90.9%	88.8%	84.8%	85.8%	85.3%	98.6%	95.3%	83.7%	83.1%	85.2%	87.2%
CASA	36.4%	35.7%	19.8%	19.7%	24.8%	24.8%	11.8%	10.9%	37.8%	37.9%	17.7%	17.3%
NIM	2.7%	2.7%	2.1%	2.2%	2.7%	2.7%	5.9%	6.1%	4.0%	4.2%	3.6%	3.6%
CIR	33.6%	32.9%	34.5%	34.0%	28.0%	28.0%	23.0%	23.0%	30.5%	31.0%	49.0%	49.0%
NPL	1.0%	0.9%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	4.2%	3.8%	1.2%	1.2%	2.5%	2.2%
LLR	203.3%	198.2%	123.9%	113.0%	155.2%	152.6%	51.8%	54.3%	111.1%	110.1%	65.9%	80.1%
ROE	16.7%	16.1%	17.6%	17.6%	17.9%	17.6%	13.3%	15.5%	17.3%	16.0%	18.8%	16.7%
ROA	1.6%	1.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	2.0%	2.2%	2.6%	2.3%	1.5%	1.4%
EPS	4,258	4,752	3,989	4,698	5,330	6,106	2,419	3,233	3,839	4,263	6,031	6,337
BVPS	27,386	31,750	24,699	28,705	32,005	37,217	20,305	23,539	24,749	29,012	34,861	40,836

Dự báo các chỉ số tài chính năm 2025 – 2026 của các ngân hàng MBS Research theo dõi

Chỉ số tài chính	<u>ACB</u>		<u>TPB</u>		<u>HDB</u>		<u>VIB</u>		<u>EIB</u>		<u>OCB</u>	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	36,710	46,970	20,863	23,797	40,138	52,918	21,536	26,807	8,660	9,953	10,884	12,315
% svck	9.5%	27.9%	15.7%	14.1%	18.0%	31.8%	4.7%	24.5%	1.2%	14.9%	8.1%	13.2%
Thu nhập lãi thuần	29,777	38,346	14,722	16,807	36,022	47,462	16,924	21,180	5,818	6,670	9,462	10,617
Thu nhập ngoài lãi	6,934	8,624	6,142	6,990	4,117	5,456	4,612	5,628	2,843	3,283	1,421	1,698
Chi phí DPRR	1,695	2,070	5,002	5,704	6,186	8,520	4,005	4,980	803	982	2,472	2,416
% svck	5.5%	22.2%	20.3%	14.0%	16.2%	37.7%	-8.0%	24.3%	-17.2%	22.3%	9.4%	-2.3%
Lợi nhuận ròng	18,305	23,499	7,181	8,192	16,761	21,808	8,168	10,386	3,497	3,976	3,473	4,330
% svck	9.0%	28.4%	18.2%	14.1%	26.5%	30.1%	13.4%	27.2%	5.1%	13.7%	9.4%	24.7%
Tăng trưởng tín dụng	20.4%	19.0%	20.0%	16.0%	32.1%	27.6%	22.0%	20.3%	20.9%	19.2%	14.4%	14.7%
Tăng trưởng huy động	19.3%	21.2%	12.0%	14.0%	27.4%	22.9%	20.4%	22.6%	21.1%	19.0%	14.0%	20.8%
LDR	80.1%	80.6%	75.1%	76.6%	73.8%	73.1%	75.6%	76.1%	85.3%	85.5%	78.6%	76.6%
CASA	22.9%	23.8%	22.2%	22.1%	11.8%	10.8%	14.4%	14.1%	14.2%	13.4%	15.2%	15.1%
NIM	3.2%	3.5%	3.5%	3.6%	4.9%	5.1%	3.2%	3.4%	2.4%	2.4%	3.3%	3.2%
CIR	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	32.0%	32.0%	34.0%	33.0%	40.0%	40.0%	37.0%	36.0%
NPL	1.5%	1.4%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	3.2%	3.3%	2.4%	2.3%	3.1%	2.8%
LLR	76.9%	79.6%	70.3%	83.4%	66.9%	71.7%	48.4%	46.6%	42.9%	41.2%	54.2%	65.4%
ROE	19.8%	21.2%	18.0%	17.7%	26.8%	26.8%	17.9%	19.0%	13.0%	12.7%	10.4%	11.6%
ROA	1.9%	2.1%	1.7%	1.7%	2.1%	2.1%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.2%	1.3%
EPS	3,564	4,575	2,718	3,101	4,676	6,084	2,735	3,575	1,877	2,134	1,408	1,756
BVPS	19,348	23,893	15,948	19,049	20,268	26,355	16,659	20,064	15,374	17,539	14,239	15,977

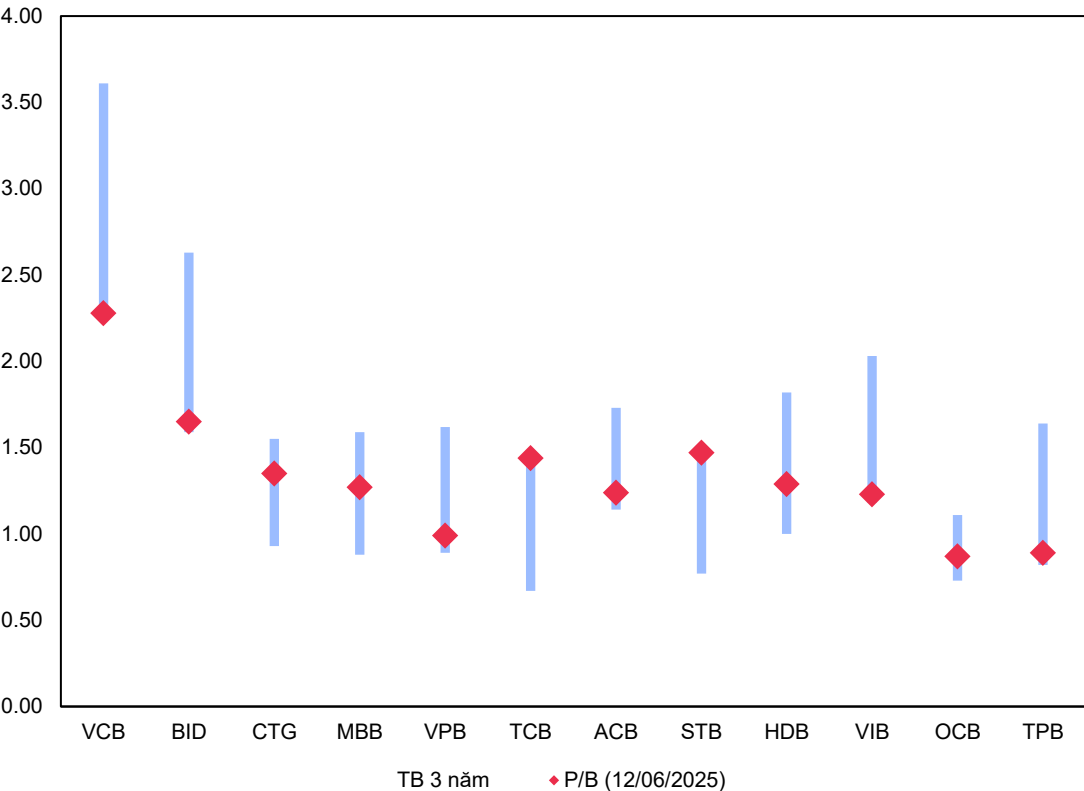
Chiến lược đầu tư: Mặc dù P/B hiện tại của ngành ngân hàng đang thấp hơn mức trung bình 3 năm, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ngành ngân hàng xuống mức **TRUNG LẬP** do dự báo tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn giảm tốc

P/B hiện tại của ngành ngân hàng hiện đang thấp hơn trung bình P/B 3 năm và mức đỉnh năm 2021



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Ngoại trừ VCB và BID, hầu hết cổ phiếu ngân hàng MBS Research theo dõi đang giao dịch dưới P/B ngành



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu CTG, VCB và VPB

Chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có khả năng hưởng lợi nhiều hơn so với toàn ngành từ các yếu tố sau:

- **Thúc đẩy đầu tư công**— bao gồm các dự án trọng điểm quốc gia như cao tốc Bắc – Nam, sân bay quốc tế Long Thành, và các tuyến Vành đai 3, 4 — sẽ đẩy mạnh nhu cầu tín dụng. Tỷ lệ giải ngân đầu tư công năm 2025 dự kiến đạt mức tăng 24% svck, được hỗ trợ bởi Luật Đầu tư công sửa đổi và Luật Hợp tác đầu tư công và tư nhân (PPP). Do đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng quốc doanh sẽ được hưởng lợi từ yếu tố trong phần còn lại năm 2025.
- **Cho vay BĐS** được hỗ trợ bởi (i) khai thông các vấn đề pháp lý nhờ ba khung pháp lý áp dụng từ tháng 8/2024 và Nghị Quyết 68/2025 giúp nguồn cung BĐS cải thiện ở cả 2 thị trường phía Bắc và Nam; (ii) lãi suất cho vay mua nhà được duy trì ở mức thấp khi các ngân hàng cạnh tranh nhau khá khốc liệt ở mảng này. Chúng tôi kỳ vọng những ngân hàng tư nhân có quy mô lớn và có lợi thế về cho vay mua nhà sẽ hưởng lợi từ yếu tố này tốt hơn toàn ngành.

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
CTG	KHẢ QUAN	54,800	Chúng tôi kỳ vọng TTTD đạt trên 15% trong năm 2025 nhờ kết quả tích cực trong Q1/25 và đẩy mạnh chi tiêu công trong nửa cuối năm 2025. NIM dự kiến giảm xuống còn 2.7% (- 27 đcb svck), làm tốc độ tăng trưởng thu nhập lãi thuần chậm lại, chỉ đạt 4.7% svck. Tăng trưởng thu nhập phí thuần được dự báo cải thiện lên 14.5%, so với mức giảm 5.9% của năm ngoái, trở thành động lực chính thúc đẩy thu nhập ngoài lãi năm 2025, bên cạnh thu nhập khoảng 9 nghìn tỷ VND từ thu hồi nợ xấu.
			Chi phí dự phòng dự kiến giữ ổn định so với cùng kỳ nhờ lượng dự phòng lớn đã được trích lập trong hai năm vừa qua, tạo bộ đệm vững chắc để hạn chế rủi ro nợ xấu tăng trong ngắn hạn. Ngoài ra, mặc dù tỷ lệ nợ xấu (NPL) bất ngờ tăng 21 đcb so với đầu năm trong Q1/25, tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn giữ ở mức 1.3%, hỗ trợ dự báo tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 vào cuối năm 2025 lần lượt đạt 1.4% và 1.1%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) dự kiến đạt 155.2% (so với cuối năm 2024: 170.7%). Như vậy, lợi nhuận sau thuế được ước tính đạt 28,734 tỷ VND (+12.8% svck). Chúng tôi giữ nguyên mức định giá mục tiêu P/B ở mức 1.6x nhờ chất lượng tài sản vượt trội so với toàn ngành, bất chấp quy mô lớn, cùng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao được hỗ trợ bởi bộ đệm dự phòng dồi dào.
VCB	KHẢ QUAN	72,500	Chúng tôi dự báo LN ròng của VCB năm 2025/2026 sẽ tăng lần lượt 5.3%/11.6% svck, được thúc đẩy bởi TTTD mạnh mẽ ở mức 16%/15% svck. Ngoài ra, thu nhập ngoài lãi phục hồi tích cực trong khi NIM chỉ giảm nhẹ. Các động lực chính hỗ trợ TTTD năm 2025 bao gồm: (1) tiến độ giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh, (2) mặt bằng lãi suất cho vay thấp đi kèm với mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng, từ đó hỗ trợ các lĩnh vực thương mại và sản xuất, và (3) thị trường BĐS tiếp tục phục hồi. Tuy nhiên, NIM của VCB trong năm 2025 dự kiến sẽ giảm nhẹ còn 2.7% (giảm 15 đcb svck) do chịu áp lực từ môi trường lãi suất thấp kéo dài.
			Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng của VCB sẽ tăng 20% svck, chủ yếu do không còn ghi nhận các khoản hoàn nhập lớn như trong hai năm trước. Tỷ lệ nợ xấu có thể tăng nhẹ lên 0.99% (+3 đcb svck) trong bối cảnh vẫn còn nhiều rủi ro liên quan đến chính sách thuế của Mỹ. VCB đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ LLR trên 200%. Chúng tôi đưa ra mức định giá mục tiêu P/B cho VCB là 2.4x, thấp hơn 19% so với mức trung bình 3 năm, phản ánh kỳ vọng lợi nhuận ở mức vừa phải năm 2025.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu CTG, VCB và VPB

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
VPB	KHẢ QUAN	26,200	TTTD được kỳ vọng tích cực, đạt khoảng 25%, trong đó cho vay bán lẻ dự kiến sẽ vượt cho vay doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2025. NIM dự báo duy trì ngang mức năm 2024 nhờ kết quả vượt kỳ vọng trong Q1/25 và mức nền năm năm trước thấp. Trong Q1/2025, thu nhập phí thuần (NFI) giảm 24.8% svck và 24.3% so với quý trước do doanh thu từ phí thanh toán giảm, trong khi doanh thu bancassurance không thay đổi. Chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng trưởng 20% svck trong năm 2025 khi cho vay bán lẻ cải thiện kéo theo thu nhập từ phí phục hồi. Chi phí dự phòng tăng 11.2% svck, tương đương với năm 2024, với chi phí tín dụng ước tính ở mức 3.7% (giảm 25 đcb svck). Chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể cùng với chính sách dự phòng cao liên tục trong các quý gần đây cho thấy dư địa để giảm tốc độ trích lập trong năm 2025. CIR duy trì quanh mức 23.0%, thấp hơn đáng kể so với toàn ngành, giúp lợi nhuận ròng tăng trưởng 26.3% svck trong năm 2025. Mức P/B mục tiêu được giữ ở mức 1.2x, cao hơn mức hiện tại 1.0x. Mặc dù áp lực dự phòng vẫn cao hơn so với các ngân hàng cùng ngành, chúng tôi ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ hơn về kết quả kinh doanh cũng như chất lượng tài sản được củng cố rõ nét. Đây là lý do chính chúng tôi giữ P/B mục tiêu cao hơn hiện tại.
			Chúng tôi kỳ vọng VIB có thể hoàn thành kế hoạch TTTD 22% năm 2025. Tuy nhiên, NIM giảm mạnh 65 đcb xuống còn 3.2% khiến NII chỉ tăng 4.7% svck. Việc NIM giảm sâu 93 đcb trong Q1/25 là tín hiệu kém khả quan cho khả năng phục hồi trong các quý tiếp theo do lãi suất cho vay cần được duy trì ở mức thấp để thu hút khách hàng. Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của thu nhập từ phí và thu hồi nợ xấu, với tổng thu đạt khoảng 1000 tỷ đồng. Chi phí dự phòng năm 2025 ước tính ở mức 4,005 tỷ đồng, giảm 8.0% svck do mức nền cao năm trước. Việc đẩy mạnh trích lập trong hai năm gần đây giúp chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, thể hiện qua xu hướng giảm dần của tỷ lệ nợ nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu không tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VIB sẽ có xu hướng giảm trích lập trong vài quý tới để quan sát diễn biến của nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 dự báo lần lượt đạt khoảng 3.5% và 3.0% vào cuối năm 2025. Theo đó, lợi nhuận ròng ước đạt 10,208 tỷ đồng năm 2025, tăng 13.4% svck và hoàn thành 91% kế hoạch năm. ROE khó có thể phục hồi vượt 20% trước năm 2026. P/B mục tiêu được giữ ở mức 1.2x – tương đương mức trung bình các NHTM tư nhân, phản ánh sự phục hồi chậm của kết quả kinh doanh và chất lượng tài sản.
HDB	KHẢ QUAN	32,400	Nhờ tiếp nhận ngân hàng “0 đồng”, HDB nằm trong nhóm được cấp hạn mức tín dụng cao hơn mặt bằng chung, bên cạnh VCB, MBB và VPB. Do đó, chúng tôi kỳ vọng HDB có thể đạt kế hoạch tăng trưởng tín dụng đầy tham vọng ở mức 32% trong năm 2025. Tuy nhiên, NIM dự kiến giảm mạnh 58 đcb, xuống còn 4.9%, khiến thu nhập lãi thuần chỉ tăng 16.7% svck – giảm tốc đáng kể so với mức tăng ấn tượng 39.1% svck trong năm 2024. Thu nhập phí thuần dự kiến tăng mạnh 46.9% svck nhờ kỳ vọng phục hồi sau khi giảm sâu 35.3% svck trong năm 2024. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 lần lượt ở mức 2.4% và 5.4%, tăng 44 và 66 đcb so với đầu năm. Chất lượng tài sản tiếp tục xấu đi kể từ năm 2024, được xác nhận bởi việc các chỉ số trên quay trở lại vùng đỉnh. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí dự phòng sẽ tiếp tục tăng 16.2% svck, kéo theo lợi nhuận sau thuế tăng 26.5% svck. Tỷ lệ NPL và LLR dự báo lần lượt đạt 1.9% và 66.9% vào cuối năm 2025. Định giá mục tiêu P/B được đặt ở mức vượt trội 1.4x nhờ ROE vượt trội so với các ngân hàng cùng quy mô và toàn thị trường.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu CTG, VCB và VPB

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
TPB	KHẢ QUAN	18,200	Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của TPB sẽ tăng 18.3% svck trong năm 2025 và 14.1% svck trong năm 2026. TTTD dự kiến đạt 19% svck trong năm 2025, nhờ (1) chiến lược tập trung vào phân khúc khách hàng đại chúng có thu nhập khá, thế hệ Y–Z và hộ kinh doanh – những nhóm có thu nhập tăng nhanh, và (2) thị trường bất động sản dần phục hồi nhờ tác động của cải cách pháp lý cùng nền lãi suất thấp. Tuy NIM dự kiến giảm nhẹ so với năm trước, việc tăng trưởng tín dụng cao sẽ giúp thu nhập lãi thuần dự kiến tăng 14.1% svck. Thu nhập ngoài lãi cũng được dự báo tăng mạnh 19.7% svck, hưởng lợi từ lợi thế cạnh tranh trong nền tảng ngân hàng số. Với tỷ lệ nợ xấu dự kiến tăng cao, chúng tôi kỳ vọng TPB cũng tăng cường trích lập để cải thiện bộ đệm dự phòng, dự kiến đạt 5,002 tỷ đồng, tăng 20.3% svck. Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2025 dự kiến tăng 37 đcb svck, đạt 1.89% do tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 cuối Q1/2025 diễn biến xấu đi, lần lượt tăng 75 đcb và 44 đcb so với đầu năm. Chúng tôi đưa ra định giá mục tiêu P/B ở mức 1.0x, phản ánh triển vọng lợi nhuận vượt trung bình ngành ngân hàng.
ACB	KHẢ QUAN	26,750	Dù tăng trưởng tín dụng trong Q1/25 còn thấp, chúng tôi dự báo ACB có thể đạt mục tiêu tăng trưởng 20% vào cuối năm 2025. Tăng trưởng thường được đẩy mạnh trong Quý 2 và Quý 3 nhờ vào mùa cao điểm tín dụng. Tuy nhiên, NIM dự kiến giảm 34 đcb xuống 3.2% trong năm 2025. Mức giảm sâu của NIM trong 1Q25 được đánh giá là tạm thời và có thể phục hồi trong hai quý tiếp theo khi nhu cầu tín dụng tăng trở lại. Thu nhập ngoài lãi dự báo chủ yếu đến từ thu hồi nợ xấu, trong khi thu nhập phí thuần duy trì đà tăng trưởng tương đương năm 2024. Chất lượng tài sản chưa ghi nhận cải thiện đáng kể kể từ 2024, do đó chi phí dự phòng được dự phóng giữ nguyên, tương ứng với chi phí tín dụng duy trì ở mức 0.22%. Lợi nhuận ròng được dự báo đạt 18,304 tỷ đồng, hoàn thành 100% kế hoạch năm 2025. Định giá mục tiêu P/B được giữ ở mức 1.3x nhờ ROE vẫn duy trì trên 20%, cho thấy mức P/B hiện tại là 1.1x đang hấp dẫn trong dài hạn.
TCB	TRUNG LẬP	32,900	Tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt khoảng 20% trong năm 2025. Mặc dù mới đạt mức tăng 4.1% so với đầu năm trong 2025, nhu cầu vay thế chấp hồi phục nhờ môi trường lãi suất thấp được kỳ vọng sẽ hỗ trợ hoàn thành kế hoạch. NIM đã bắt đầu xu hướng giảm từ Q2/2024 và tiếp tục suy yếu trong Q1/2025 theo xu hướng chung toàn ngành, do đó NIM dự kiến đạt 4.0% trong năm 2025, giảm 25 đcb svck. Thu nhập phí thuần dự báo tăng nhẹ 3.4% svck sau khi giảm 7.7% trong năm 2024. Dù TCB đã thành lập công ty con phụ trách mảng bancassurance, nhưng cần thời gian để tạo nguồn thu ổn định. Do đó, nguồn thu ngoài lãi năm 2025 chủ yếu đến từ mảng IB và phí thanh toán cải thiện. Do chất lượng tài sản chưa ghi nhận xu hướng cải thiện rõ rệt, chi phí tín dụng được giữ ở mức 0.6%, kéo theo chi phí dự phòng tăng 35.3% svck. Với kỳ vọng IPO thành công TCBS với tỷ lệ 10% sau deal và P/B 2.5 lần, LNST của TCB được dự báo sẽ đạt 27,637 tỷ đồng, +27.0% svck và hoàn thành 110% kế hoạch năm. P/B mục tiêu giữ ở mức 1.3x với khuyến nghị TRUNG LẬP do giá đã phản ánh phần lớn các tin tức hỗ trợ và triển vọng KQKD.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu CTG, VCB và VPB

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
BID	KHẢ QUAN	44,600	Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của BID đạt 16% trong năm 2025, được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp và đầu tư công được đẩy mạnh. Tuy nhiên, NIM năm 2025 dự kiến chịu áp lực khi ngân hàng tiếp tục hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ phục hồi kinh tế, dự báo giảm 24 đcb svck xuống 2.09%. Như vậy, thu nhập lãi thuần dự kiến tăng 5%, dự kiến đạt 60,893 tỷ đồng. Tuy nhiên, mức tăng trưởng thu nhập ngoài lãi năm 2025 dự kiến đạt 11% svck, thấp hơn mức tăng trong năm 2024 đạt 37% svck. Chi phí dự phòng được ước tính tăng 3.2% svck, đạt 21,780 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng năm 2025 dự kiến đạt 27,553 tỷ đồng, tăng 9.6% svck. Về chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu tăng trong Q1/2025 nhưng dự kiến vẫn duy trì dưới 1.4% cho cả năm, nhờ kế hoạch xóa nợ xấu mạnh tay với khoảng 12,000 tỷ đồng dự kiến được xử lý trong năm. Chúng tôi đưa ra mức định giá P/B mục tiêu là 1.7x thấp hơn 19% so với trung bình 3 năm, phản ánh triển vọng lợi nhuận đang chậm lại so với các năm trước.
			Tăng trưởng tín dụng ước đạt 13.6% trong năm 2025. Nhờ NIM cải thiện vượt kỳ vọng trong Q1/2025, chúng tôi dự báo NIM năm 2025 đạt 3.6%, từ đó giúp thu nhập lãi thuần tăng 10.1% svck trên nền cao của năm trước. Thu nhập ngoài lãi tăng 24.5%, chủ yếu nhờ thu nhập phí thuần tăng 20.1% svck. Quá trình tái cơ cấu tiến triển tích cực, như đấu giá thành công và xử lý các khoản vay liên quan đến khu công nghiệp Phong Phú, hoàn tất trích lập trái phiếu VAMC còn lại – giúp giảm đáng kể gánh nặng dự phòng. Do đó, chi phí dự phòng ước tính đi ngang svck, lợi nhuận sau thuế đạt VND 11,370 bn, tăng 12.7% svck, hoàn thành 97.6% kế hoạch năm. Dù chất lượng tài sản suy giảm từ 2023 do tỷ lệ nợ xấu tăng dần, kết quả kinh doanh bước sang giai đoạn mở rộng có thể tạo bộ đệm lớn hơn để xử lý nợ xấu. Do đó, định giá mục tiêu P/B được nâng lên 1.3x – ngang bằng MBB và TCB.
STB	TRUNG LẬP	46,200	
EIB	KÉM KHẢ QUAN	20,100	Nhờ tăng trưởng ấn tượng trong Q1/2025 đạt 9.2% so với đầu năm, tín dụng của EIB dự kiến sẽ tăng 20.9% trong năm 2025. Tuy nhiên, NIM dự kiến giảm mạnh 45 đcb svck xuống còn 2.4% theo xu hướng chung toàn ngành. Điều này khiến thu nhập lãi thuần năm 2025 giảm 1.8% svck (trong Q1/2025: thu nhập lãi thuần giảm 0.3% svck). Thu nhập ngoài lãi dự báo tăng 7.9%, chủ yếu do thu nhập phí thuần tăng 15.9% svck. Thu nhập phí thuần từng tăng 110.1% svck trong năm 2024 do khoản thu bất thường từ bancassurance trị giá hơn 754 tỷ đồng – khoản này được dự báo sẽ không còn trong 2025. Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 vào cuối Q1/2025 lần lượt là 2.6% và 0.9% (+6 và -15 đcb so với đầu năm; -27 và -34 đcb svck). Do đó, chi phí dự phòng dự kiến giảm 17.2%, kéo chi phí tín dụng xuống còn 0.4% (năm 2024: 0.5%). Kế hoạch tham vọng với lợi nhuận trước thuế mục tiêu đạt 5,580 tỷ đồng có thể khiến EIB giảm tốc độ trích lập nếu chất lượng tài sản không xấu đi. Như vậy, lợi nhuận ròng được dự báo đạt 4,393 tỷ đồng, hoàn thành 78.7% kế hoạch năm. Nhờ kết quả kinh doanh phục hồi rõ nét trong các quý gần đây, định giá mục tiêu P/B được điều chỉnh tăng lên 1.3x. Tuy nhiên, vẫn thấp hơn nhiều so với mức hiện tại 1.6x do tâm lý quá lạc quan. Chúng tôi chưa thấy lý do để định giá EIB cao hơn các ngân hàng có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng tài sản vượt trội hơn.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu CTG, VCB và VPB

Ngân hàng	<u>Vốn hóa</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tăng giá</u>	<u>Khuyến nghị</u>	<u>P/B</u> <u>mục tiêu</u>	<u>P/E</u>		<u>P/B</u>		<u>Tăng trưởng LN ròng</u>		<u>ROE</u>		<u>ROA</u>	
	<u>Tỷ đồng</u>	<u>(VND/cp)</u>				2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
VCB	487,971	72,500	23.7%	KHẢ QUAN	2.5x	13.7x	12.3x	2.1x	1.8x	5.1%	11.6%	16.7%	16.1%	1.6%	1.6%
CTG	229,299	54,800	31.9%	KHẢ QUAN	1.5x	8.0x	7.0x	1.3x	1.1x	12.8%	14.6%	17.9%	15.1%	1.1%	1.0%
VPB	148,761	26,200	38.6%	KHẢ QUAN	1.2x	7.7x	5.8x	0.9x	0.8x	26.3%	33.6%	13.3%	15.5%	2.0%	2.2%
ACB	112,236	26,750	27.7%	KHẢ QUAN	1.3x	6.1x	4.8x	1.1x	0.9x	9.0%	28.4%	19.8%	21.2%	1.9%	2.1%
BID	256,631	44,600	19.9%	KHẢ QUAN	1.7x	9.2x	7.8x	1.5x	1.3x	9.7%	18.1%	17.6%	17.6%	0.9%	1.0%
EIB	43,588	20,100	-15.2%	KÉM KHẢ QUAN	1.2x	12.5x	11.2x	1.5x	1.3x	5.1%	13.7%	13.0%	12.7%	1.4%	1.4%
HDB	78,814	32,400	48.7%	KHẢ QUAN	1.4x	4.8x	3.8x	1.1x	0.9x	26.5%	30.1%	26.8%	26.0%	2.1%	2.1%
LPB	97,834	N/A	N/A	N/A	N/A	8.4x	7.1x	1.8x	1.5x	19.9%	17.8%	23.9%	22.6%	2.1%	2.2%
MBB	161,100	N/A	N/A	N/A	N/A	6.2x	4.7x	1.2x	0.9x	14.0%	31.5%	20.1%	21.5%	2.0%	2.2%
OCB	29,836	N/A	N/A	N/A	N/A	8.6x	6.9x	0.8x	0.8x	9.4%	24.7%	10.4%	11.6%	1.2%	1.3%
STB	88,699	46,200	-3.3%	TRUNG LẬP	1.3x	8.2x	7.4x	1.4x	1.2x	12.7%	5.1%	18.8%	16.7%	1.5%	1.4%
TCB	246,917	32,900	-5.9%	TRUNG LẬP	1.3x	10.4x	8.2x	1.4x	1.2x	27.0%	10.2%	15.9%	16.4%	2.3%	2.3%
TPB	36,327	18,200	28.6%	KHẢ QUAN	1.0x	5.1x	4.4x	0.9x	0.9x	18.2%	14.1%	18.0%	17.7%	1.6%	1.7%
VIB	51,837	22,400	21.7%	KHẢ QUAN	1.3x	6.4x	4.9x	1.0x	0.9x	13.4%	27.2%	18.2%	19.5%	1.5%	1.6%
Trung bình (Không tính các NH quốc doanh)						7.7x	6.3x	1.2x	1.0x	25.9%	24.9%	18.0%	18.3%	1.8%	1.9%
Trung bình						8.2x	7.0x	1.3x	1.1x	13.5%	21.0%	17.9%	17.9%	1.7%	1.7%

• Nguồn: MBS Research

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Logistics-Vật liệu cơ bản	Trợ lý phân tích
			<i>Võ Đức Anh</i>	<i>Nguyễn Phương Anh</i>