Ngân hàng

Đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
(+84) 33-4936-057 linhpp@kbsec.com.vn

30/12/2025

Kết quả kinh doanh 9T2025

Năm đầu tiên của "Kỷ nguyên vươn mình" đánh dấu sự dịch chuyển rõ nét trong điều hành vĩ mô, với chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng được sử dụng nhất quán nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh đó, ngành ngân hàng là kênh truyền dẫn chính sách quan trọng, ghi nhận tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây, vượt kế hoạch 16% dù chưa hết năm. Để thúc đẩy tăng trưởng và phù hợp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp, NIM của nhiều ngân hàng tiếp tục chịu áp lực thu hẹp, phản ánh sự đánh đổi giữa biên lợi nhuận và mở rộng quy mô. Chất lượng tài sản nhìn chung được cải thiện và duy trì ổn định, nhờ môi trường kinh tế thuận lợi hơn và các chính sách hỗ trợ khách hàng. Mặc dù vẫn chịu tác động từ các yếu tố bên ngoài (thuế quan, áp lực tỷ giá), lợi nhuận trước thuế của 27 ngân hàng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tương đối tích cực (+13% YoY trong 9 tháng đầu năm).

Triển vọng 2026

Năm 2025 đóng vai trò bản lề quan trọng khi hàng loạt thay đổi chính sách được triển khai theo hướng mở rộng độ mở của thị trường và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cao hơn, qua đó tạo nền tảng thuận lợi cho ngành ngân hàng bước sang năm 2026 với triển vọng tích cực hơn. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng tín dụng sẽ được duy trì trong năm 2026 (18-20%), nhờ môi trường kinh doanh tương đối thuận lợi và vai trò trung tâm của tín dụng trong điều hành vĩ mô. Trong bối cảnh chi phí vốn gia tăng, NIM được dự báo duy trì ổn định, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh, và đóng góp ngày càng rõ nét từ thu nhập ngoài lãi. Bên cạnh đó, những câu chuyện tăng vốn và hướng tới Basel 3, triển khai sàn giao dịch tài sản số và vàng cũng góp phần củng cố năng lực và triển vọng của các ngân hàng trong trung – dài hạn.

Triển vọng tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi giúp cổ phiếu ngân hàng trở nên hấp dẫn hơn

Hiện nay, ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B là 1.54 lần, chỉ cao hơn một chút so với -1 độ lệch chuẩn bình quân quá khứ 5 năm. Chúng tôi cho rằng môi trường kinh doanh của năm 2026 có nhiều thuận lợi hơn như ưu tiên tăng trưởng tín dụng, NIM và chất lượng tài sản duy trì xu hướng ổn định, trong khi sự thay đổi pháp lý đang tạo những điều kiện cho sự phát triển của toàn ngành. Kỳ vọng, P/B của toàn ngành sẽ được tái định ở vùng P/B trung bình 5 năm (1.7x). Các cổ phiếu ngân hàng mà chúng tôi lựa chọn cho chiến lược đầu tư năm 2026 bao gồm: CTG, MBB, TCB, VPB, ACB.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị	
VCB	**MUA**
Giá mục tiêu	76,500VND
BID	**MUA**
Giá mục tiêu	51,800VND
CTG	**MUA**
Giá mục tiêu	58,00VND
ACB	**MUA**
Giá mục tiêu	32,100VND
TCB	**MUA**
Giá mục tiêu	43,100VND
VPB	**MUA**
Giá mục tiêu	37,800VND

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2025

Năm 2025 – Ngân hàng dẫn dắt cho tăng trưởng kinh tế

Năm đầu tiên của "Kỷ nguyên vươn mình" đánh dấu sự dịch chuyển rõ nét trong điều hành vĩ mô, với chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng được sử dụng nhất quán nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh đó, ngành ngân hàng là kênh truyền dẫn chính sách quan trọng, ghi nhận tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây. Để thúc đẩy tăng trưởng và phù hợp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp, NIM của nhiều ngân hàng tiếp tục chịu áp lực thu hẹp, phản ánh sự đánh đổi giữa biên lợi nhuận và mở rộng quy mô. Chất lượng tài sản nhìn chung được cải thiện và duy trì ổn định, nhờ môi trường kinh tế thuận lợi hơn và các chính sách hỗ trợ khách hàng. Mặc dù vẫn chịu tác động từ các yếu tố bên ngoài (thuế quan, áp lực tỷ giá), lợi nhuận trước thuế của 27 ngân hàng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tương đối tích cực (LNTT 9T2025 +13% YoY).

Tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây, đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng kinh tế

Theo số liệu thống kê của NHNN, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến ngày 27/11 đạt 16.56% so với đầu năm – vượt kế hoạch cả năm (16%). Mức tăng trưởng này là mức cao nhất ghi nhận trong 10 năm trở lại đây, trong bối cảnh tín dụng là kênh dẫn vốn quan trọng để hỗ trợ cho đà tăng của GDP. Các xu hướng chính của tín dụng trong năm 2025 bao gồm:

(1) Cho vay Khách hàng doanh nghiệp (KHDN), đặc biệt là doanh nghiệp lớn tăng trưởng ấn tượng. Trong khi đó, nhóm SME và Khách hàng cá nhân (KHCN) vẫn hồi phục với tốc độ tương đối chậm, được thể hiện qua diễn biến của các ngân hàng tỷ trọng cho vay bán lẻ như ACB, VIB - tín dụng tăng trưởng chậm hơn mặt bằng chung của ngành. Điều này cho thấy mức độ hồi phục chưa đồng đều giữa các nhóm trong nền kinh tế.

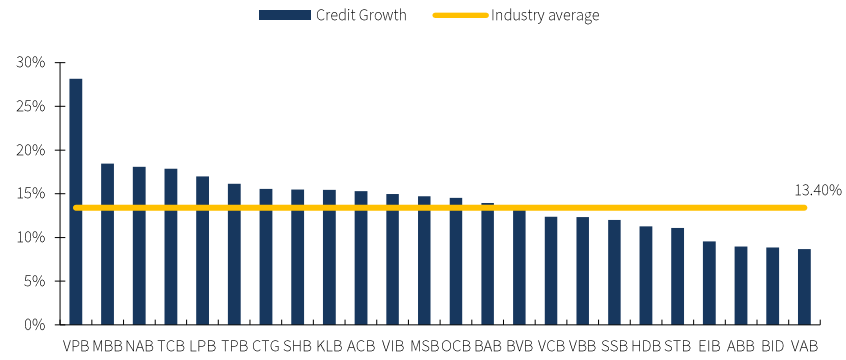
(2) Cho vay Bất động sản tăng trưởng vượt trội hơn cả nếu xét theo các lĩnh vực, ngành nghề. Điều này thể hiện tác động qua lại giữa sự hồi phục của thị trường Bất động sản (tháo gỡ pháp lý), cùng với đẩy mạnh tín dụng để tạo động lực cho các dự án tiếp tục được triển khai. Nguồn cung tăng mạnh cũng giúp thanh khoản thị trường sôi động hơn, cho vay mua nhà trở thành động lực dẫn dắt cho mảng KHCN tại đa phần các ngân hàng.

(3) Các ngân hàng tiếp nhận tổ chức tín dụng yếu kém có mức tăng trưởng tốt nhất so với trung bình ngành. VPB và MBB là 2 ngân hàng trong danh mục theo dõi của KBSV có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất qua các quý, và đạt lần lượt 28.2% YTD và 18.4% YTD (chưa tính phần chuyển nợ cho TCTD yếu kém) tại thời điểm cuối quý 3. Riêng HDB tín dụng có sự chậm lại trong quý 3, giảm về hơn 11% do chuyển một phần nợ chất lượng cho Vikki bank, nếu không tính phần tín dụng này, mức tăng trưởng tại HDB là 20.2% YTD.

Mặc dù không có đợt cấp thêm hạn mức cho các ngân hàng vào quý cuối năm như các năm trước, tăng trưởng tín dụng toàn ngành dự kiến vẫn vượt kế hoạch 16% sau diễn biến tương đối khả quan trong 3 quý đầu năm.

Các ngân hàng có hạn mức tín dụng cao (VPB,MBB) và các ngân hàng đẩy mạnh cho vay lĩnh vực bất động sản có mức tăng trưởng tốt hơn so với nhóm còn lại. Ngân hàng bán lẻ ghi nhận dấu hiệu hồi phục nhẹ từ quý 3.

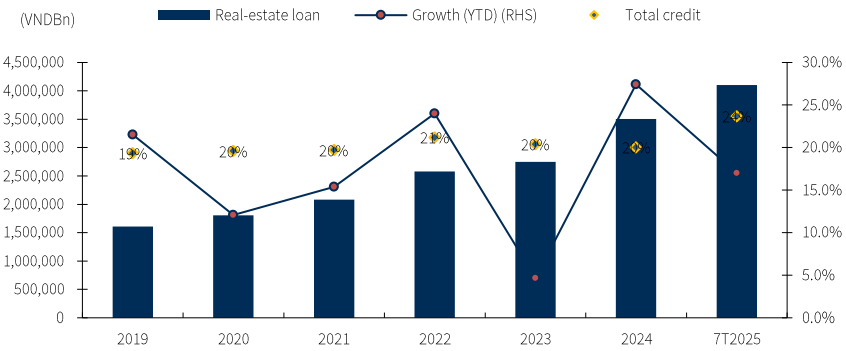
Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng 9T2025 các ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Số liệu công bố đến tháng 7/2025 ghi nhận tín dụng giải ngân cho lĩnh vực bất động sản đạt hơn 4.1 triệu tỷ đồng, gia tăng tỷ trọng đóng góp đáng kể vào tổng dư nợ nền kinh tế (từ 20% lên 24%). Tốc độ tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực này gần 20% YTD.

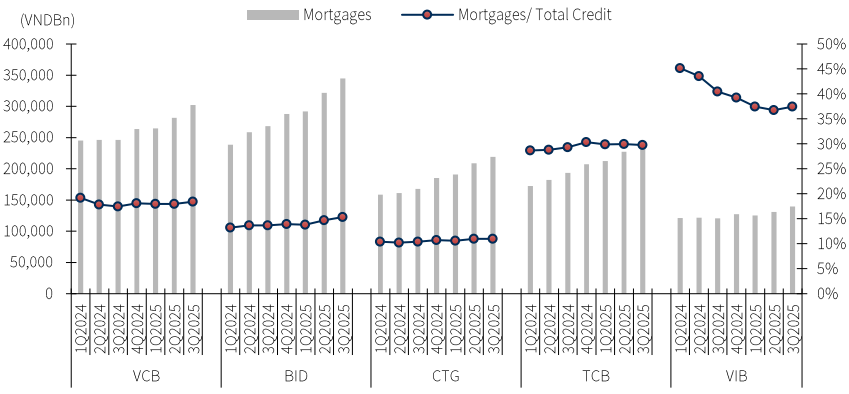
Biểu đồ 2. Tăng trưởng tín dụng bất động sản



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng, KBSV

Dư nợ cho vay mua nhà gia tăng tỷ trọng trong tổng tín dụng của các ngân hàng quốc doanh, trong khi nhóm tư nhân (như TCB, VIB với 30-40% nợ cho vay mua nhà) có diễn biến ổn định hơn. Điều này có thể đến từ việc các NHQD có mức lãi suất cho vay thấp hơn, đồng thời tham gia giải ngân cho các dự án Nhà ở xã hội.

Biểu đồ 3. Dư nợ cho vay mua nhà tại các ngân hàng



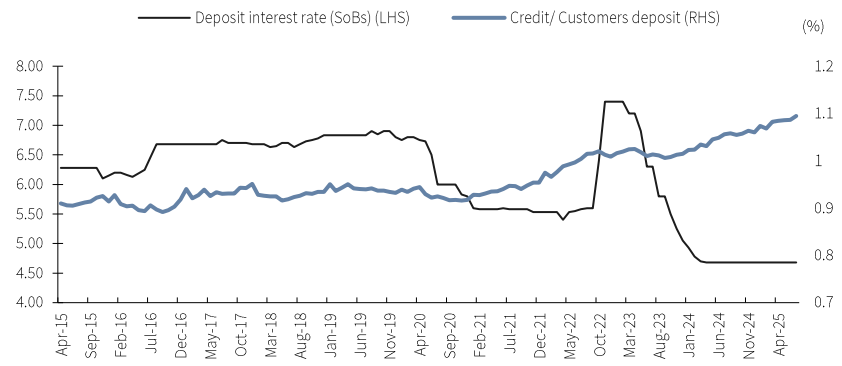
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Huy động thị trường 1 chậm lại bởi lãi suất thấp, cơ cấu huy động dịch chuyển sang thị trường 2

Mặc dù tín dụng ghi nhận mức tăng ấn tượng, hoạt động huy động của toàn ngành có phần chậm hơn (tăng 12% YTD so với 16% của tín dụng tính đến cuối tháng 11) khiến chênh lệch 2 yếu tố này ngày càng mở rộng. Tăng trưởng tiền gửi khách hàng 9T2025 của 27 ngân hàng niêm yết là 10.2% trong bối cảnh lãi suất huy động giảm mạnh theo định hướng chính sách nới lỏng tiền tệ, hỗ trợ nền kinh tế. Điều này dẫn đến hệ số LDR thuần (tỷ lệ Cho vay/ Huy động TT1) ở nhiều ngân hàng tăng mạnh lên mức trên 100%, dẫn đến tỷ lệ tín dụng/ tiền gửi của hệ thống cũng đạt 1.1 lần – mức cao nhất trong lịch sử. Để hạn chế rủi ro về thanh khoản, các ngân hàng cũng tích cực chuyển dịch sang các nguồn huy động khác bên cạnh sự hỗ trợ của NHNN bao gồm: (1) phát hành trái phiếu TCTD; (2) vay OMO/ liên ngân hàng; (3) NHNN hỗ trợ thanh khoản thông qua các ngân hàng nhận hỗ trợ TCTD yếu kém/ gia tăng tiền gửi Kho bạc tại các NHQD. Tỷ trọng giấy tờ có giá và vay liên ngân hàng tăng từ 24% (2024) lên 26% (3Q2025). Tuy nhiên, nhu cầu thanh khoản tăng mạnh trong giai đoạn cuối năm đã tạo ra làn sóng tăng lãi suất huy động ở nhiều ngân hàng tư nhân.

Tỷ lệ Tín dụng/ Tiền gửi đã tăng lên mức cao lịch sử (1.1x) với tốc độ tăng tương đối nhanh. Điều này phần nào đang gây áp lực lên Lãi suất huy động tiền gửi trên thị trường 1 tăng trở lại từ mức vốn đã đang rất thấp.

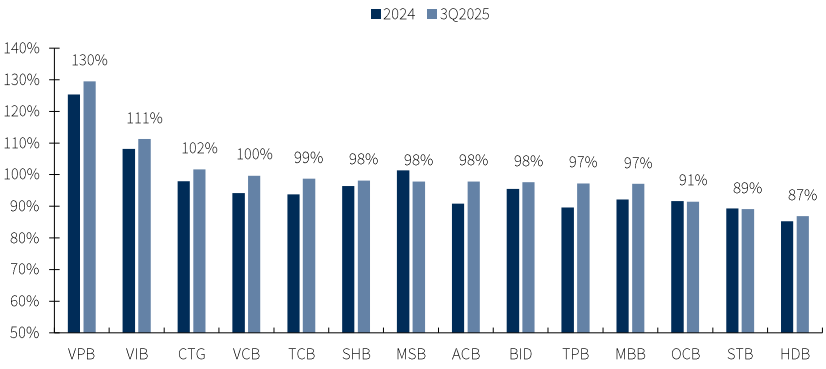
Biểu đồ 4. Tỷ lệ Tín dụng/ Tiền gửi tăng mạnh gây áp lực lên LSHĐ



Nguồn: FiinPro, KBSV

Hầu hết các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều có tỷ lệ LDR thuần tăng so với cuối năm trước do tăng trưởng huy động không bắt kịp tốc độ tăng trưởng tín dụng. Điều này tiềm ẩn những rủi ro thanh khoản và tạo áp lực tăng lãi suất huy động lên TT1.

Biểu đồ 5. LDR thuần (Tín dụng/Huy động thị trường 1) của một số ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

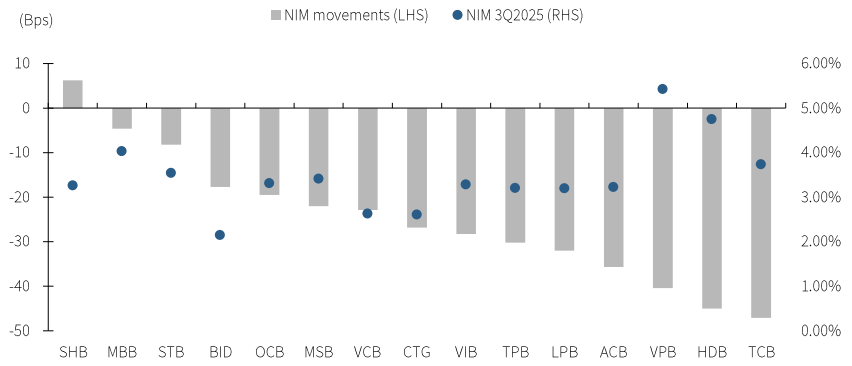
NIM chịu áp lực suy giảm bởi lãi suất cho vay giảm mạnh

NIM của hầu hết các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi ghi nhận chịu áp lực suy giảm mạnh trong năm 2025. Diễn biến này chủ yếu chịu tác động từ việc suy giảm lợi suất cho vay trong bối cảnh: (1) chỉ đạo từ Chính phủ duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ kinh tế hồi phục; (2) cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng để gia tăng thị phần và tăng trưởng tín dụng. Mặc dù lãi suất huy động cũng có xu hướng giảm mạnh trong giai đoạn này, song việc tăng huy động từ các nguồn GTCG, liên ngân hàng cũng làm chi phí vốn của các ngân hàng khó cải thiện. Bước sang quý 3, NIM toàn ngành có sự ổn định hơn khi đà giảm lãi suất cho vay có dấu hiệu chững lại.

Sự cạnh tranh diễn ra gay gắt hơn giữa các nhóm ngân hàng tư nhân trong cùng nhóm khiến NIM của nhiều ngân hàng như VPB, HDB, TCB, ACB giảm mạnh kể năm 2024 đến nay. Trong khi đó nhóm NHQD và MBB có mức giảm ít hơn do có nhiều công cụ để quản trị chi phí đầu vào.

NIM của nhiều ngân hàng giảm mạnh so với năm 2024 do chịu áp lực cạnh tranh lãi suất cho vay, trong khi chi phí vốn duy trì ổn định dù lãi suất tiền gửi thấp nhưng tăng huy động từ các nguồn chi phí cao hơn (phát hành GTCG, vay liên ngân hàng).

Biểu đồ 6. Tăng/ giảm NIM so với năm 2024 của các ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Một số ngân hàng (MBB,VPB, STB, SHB) ghi nhận NIM 3Q2025 hồi phục nhẹ so với quý liền trước, trong khi tốc độ giảm của NIM tại các ngân hàng còn lại đã chậm hơn. Lợi suất cải thiện nhờ lãi suất cho vay hồi phục, trong khi chi phí vốn cũng tăng do LSHĐ chạy trước.

Biểu đồ 7. NIM trong quý 3 của các ngân hàng có tín hiệu cải thiện nhẹ QoQ

	IEA			COF			NIM (LTM)		
	2Q2025	3Q2025	+/- bps (QoQ)	2Q2025	3Q2025	+/- bps (QoQ)	2Q2025	3Q2025	+/- bps (QoQ)
BID	4.89%	5.00%	11	3.07%	3.13%	7	2.16%	2.15%	-1
VCB	4.46%	4.48%	2	2.05%	2.10%	5	2.69%	2.63%	-6
CTG	5.10%	5.24%	14	2.77%	2.88%	11	2.68%	2.61%	-6
MBB	6.20%	6.54%	35	2.77%	2.94%	18	3.94%	4.03%	9
TCB	6.32%	6.36%	5	3.03%	3.08%	4	3.89%	3.74%	-15
VPB	8.40%	8.81%	41	3.81%	4.10%	29	5.34%	5.43%	9
ACB	5.85%	6.13%	28	3.13%	3.40%	26	3.29%	3.23%	-6
STB	6.85%	7.15%	30	3.67%	3.84%	18	3.44%	3.55%	11
SHB	6.78%	7.16%	38	4.22%	4.49%	28	3.07%	3.27%	20
HDB	8.56%	8.81%	25	4.30%	4.49%	19	4.84%	4.76%	-8
VIB	6.47%	6.67%	20	3.65%	3.84%	20	3.36%	3.29%	-7
TPB	6.37%	6.57%	20	3.52%	3.77%	25	3.41%	3.21%	-21
MSB	5.83%	6.05%	22	3.10%	3.19%	9	3.40%	3.42%	2
OCB	6.48%	6.83%	35	3.88%	4.11%	23	3.40%	3.32%	-8

Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Chất lượng tài sản ổn định hơn nhờ môi trường vĩ mô tương đối thuận lợi, bên cạnh sự hỗ trợ pháp lý từ việc Luật hoá NQ42

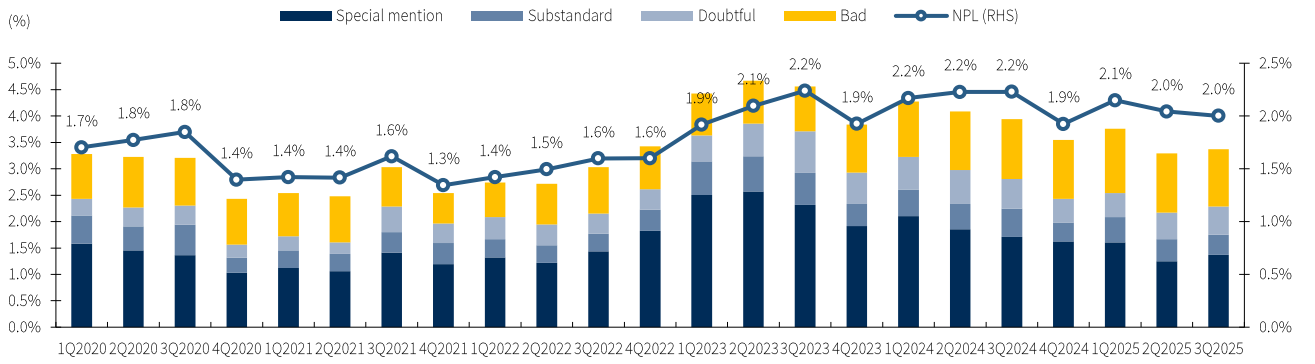
Tính đến cuối quý 3/2025, tỷ lệ nợ xấu của 27 ngân hàng niêm yết đạt mức 2.0% - giảm 20bps so với cùng kỳ năm trước. Nhóm các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân quy mô lớn có NPL cải thiện tốt hơn cả như: VPB, ACB, TCB, VCB, CTG. Trích lập dự phòng của các ngân hàng niêm yết chỉ tăng nhẹ 4% so với cuối năm 2024 để bảo toàn lợi nhuận. Trong khi đó nợ xấu tăng lên cùng với quy mô tín dụng khiến vậy tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) của các ngân hàng chưa

hồi phục đáng kể sau đợt giảm mạnh năm 2024 (giai đoạn sử dụng nhiều bộ đệm dự phòng để xử lý nợ xấu). Ngoại trừ CTG và nhóm ngân hàng tư nhân quy mô lớn (CTG, TCB, VPB, ACB) ghi nhận LLCR cải thiện, các ngân hàng còn lại trong danh mục theo dõi đều giảm. Hai ngân hàng quốc doanh còn lại là VCB và BID bộ đệm bao phủ giảm 20-40bps sau 3 quý, riêng tại BID tỷ lệ bao phủ đã giảm về dưới 100% sau năm duy trì tỷ lệ này ở mức cao (trên 130%).

Trong năm 2025, việc hoàn thiện hệ thống pháp lý cũng góp phần cho sự cải thiện chất lượng tài sản. Luật hoá Nghị quyết 42 nâng cao giá trị pháp lý và tình ràng buộc để nâng cao ý thức trả nợ của khách hàng, đồng thời rút ngắn thời gian xử lý và thu hồi nợ xấu cho các ngân hàng (chi tiết đề cập trong Chủ đề đầu tư của BCCL 2H2025). Luật sửa đổi chính thức có hiệu lực từ tháng 10/2025, theo chia sẻ từ nhiều ngân hàng, những thay đổi này đã bắt đầu phát huy tác động tích cực ban đầu.

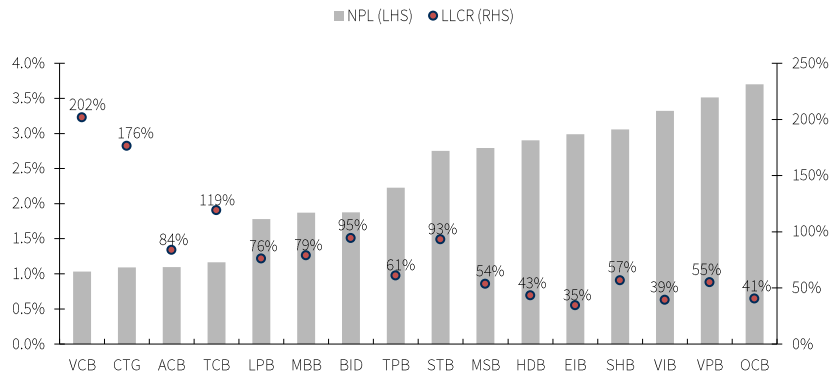
Đánh giá ảnh hưởng của thiên tai với chất lượng tài sản của toàn ngành, theo thống kê có khoảng 250 nghìn khách hàng bị ảnh hưởng với dư nợ gần 60,000 tỷ đồng. NHNN đã chỉ đạo các ngân hàng thương mại có những giải pháp kịp thời hỗ trợ khách hàng như: giảm lãi suất , triển khai chương trình vay khôi phục sản xuất… Dự kiến thiệt hại do thiên tai sẽ không ảnh hưởng nhiều đến chất lượng tài sản toàn ngành do (1) quy mô tương đối nhỏ so với bão Yagi năm 2024; (2) các biện pháp hỗ trợ giúp khách hàng từ phía các ngân hàng giúp khách hàng vượt qua giai đoạn khó khăn.

Biểu đồ 9. Tỷ trọng các nhóm nợ và NPL của toàn ngành



Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu cuối quý 3/2025



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2026

Chính sách nới lỏng có kiểm soát duy trì trong năm 2026, mặt bằng lãi suất có thể tăng thêm 50-100bps so với năm 2025

Năm 2026, chính sách tiền tệ nhiều khả năng tiếp tục theo hướng nới lỏng có kiểm soát nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng khoảng 10%. Tuy vậy, dư địa nới lỏng sẽ hạn chế hơn so với năm 2025, do bối cảnh hiện tại vẫn tồn tại các rủi ro về tỷ giá và thanh khoản, khiến NHNN phải vận hành chính sách linh hoạt và thận trọng hơn. Thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng trở lại trong thời gian gần đây sau giai đoạn tín dụng tăng mạnh của năm 2025, điều này dẫn tới việc mặt bằng lãi suất huy động tăng nhanh trở lại trong quý 4.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi dự phóng mặt bằng lãi suất huy động năm 2026 sẽ tái định vị ở vùng cao hơn năm 2025 khoảng 70-120bps để có thể đảm bảo cân đối nguồn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao (18-20%) và tuân thủ các tỷ lệ an toàn theo quy định của NHNN. Lãi suất cho vay đã tạo đáy trong quý 3/2025, phù hợp với dự báo của chúng tôi trong các báo cáo chiến lược quý. Sự tăng lên của chi phí vốn hiện tại sẽ kéo mặt bằng lãi suất cho vay nhích lên tương ứng nhưng tốc độ tăng có thể chậm hơn bởi cạnh tranh giành thị phần tín dụng giữa các ngân hàng vẫn tương đối gay gắt.

Với dự báo mặt bằng lãi suất được kỳ vọng tái định vị ở vùng cân bằng mới, chúng tôi cho rằng huy động tiền gửi khách hàng của các ngân hàng sẽ cải thiện so với năm 2025. Song song với đó, việc đẩy mạnh phát hành GTCG (Chứng chỉ tiền gửi & FI Bond) cũng giúp thu hẹp khoảng cách chênh lệch giữa tín dụng và huy động. Ngoài ra, NHNN nhiều khả năng tiếp tục linh hoạt sử dụng các công cụ điều hành để hỗ trợ thanh khoản hệ thống nhằm đảm bảo hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng đã đề ra (như đã phân tích ở phần Vĩ mô Việt Nam). Do vậy, KBSV dự báo áp lực thanh khoản trong ăm 2026 sẽ không quá lớn, dù có thể vẫn xuất hiện giai đoạn căng thẳng, nhưng chủ yếu mang tính thời điểm.

Tăng trưởng tín dụng sẽ vẫn duy trì ở mức cao 18-20%

Triển vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026 được đánh giá tích cực, với kỳ vọng đạt mức 18–20%, đóng vai trò then chốt trong việc thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 10% của Chính phủ. Động lực tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế sẽ được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố. Thứ nhất, thị trường bất động sản được dự báo hồi phục mạnh sau khi các vướng mắc pháp lý được tháo gỡ trong năm 2025; đồng thời, các khung pháp lý mới có hiệu lực từ 2026 sẽ tạo nền tảng minh bạch và ổn định hơn, thúc đẩy cả nhu cầu vay mua nhà của cá nhân lẫn nhu cầu tín dụng của các chủ đầu tư. Thứ hai, giải ngân đầu tư công tiếp tục là điểm sáng khi nhiều dự án hạ tầng trọng điểm bước vào giai đoạn thi công cao điểm, kéo theo nhu cầu tín dụng tăng ở các lĩnh vực xây dựng, vật liệu và logistics. Bên cạnh đó, các dự án mới thuộc quy hoạch hạ tầng 2026–2030 cũng sẽ được khởi động, tạo dư địa mở rộng tín dụng cho khối doanh nghiệp. Thứ ba, hoạt động bán lẻ hồi phục cùng khả năng hấp thụ vốn của doanh nghiệp cải thiện rõ nét khi hoạt động sản xuất – kinh doanh phục hồi, giúp mở rộng dư địa cho vay tiêu dùng. Thứ tư, dù mặt bằng lãi suất được dự báo tăng trở lại, mức

tăng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước, đảm bảo khả năng tiếp cận vốn thuận lợi cho doanh nghiệp và người dân, từ đó duy trì cầu tín dụng ổn định.

Chúng tôi tin rằng tín dụng sẽ vẫn là công cụ hiệu quả giúp Chính phủ theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cao giai đoạn 2026-2030, song dòng vốn ngân hàng cần được phân bổ cân bằng hơn giữa các lĩnh vực nhằm đảm bảo tăng trưởng đi kèm chất lượng và hạn chế rủi ro tập trung. Nhóm NHQD sẽ đóng vai trò dẫn dắt dòng tín dụng cho hoạt động sản xuất, xuất khẩu, FDI… trong khi nhóm ngân hàng tư nhân được kỳ vọng hưởng lợi nhiều hơn từ sự phục hồi của bán lẻ và bất động sản. Các ngân hàng như MBB, VPB và HDB nhiều khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, khoảng 20–30%, nhờ lợi thế về hạn mức và khả năng mở rộng phân khúc khách hàng.

Xu hướng ổn định của NIM sau giai đoạn giảm mạnh

NIM của các ngân hàng dự kiến sẽ ổn định trong năm 2026 dù chịu những áp lực nhất định từ chi phí vốn tăng lên, nhưng được bù đắp bởi tăng trưởng đầu ra và chiến lược tối ưu danh mục cho vay.

(1) Chi phí vốn được dự báo nhích tăng do mặt bằng lãi suất huy động đã tạo đáy và đang hồi phục. Các kênh huy động khác cũng duy trì mức chi phí cao: lãi suất vay trên thị trường liên ngân hàng neo ở vùng cao trong thời gian dài, trong khi lãi suất phát hành trái phiếu của các ngân hàng bám sát xu hướng mặt bằng lãi suất chung. Điều này khiến bài toán quản trị chi phí vốn trở nên thách thức hơn đáng kể. Những ngân hàng sở hữu lợi thế CASA lớn hoặc được hỗ trợ thanh khoản từ NHNN (TCB| MBB, VPB, HDB, VCB, CTG) sẽ kiểm soát chi phí vốn tăng với tốc độ chậm hơn so với mặt bằng ngành.

(2) Lợi suất tài sản sinh lời hồi phục sẽ hạn chế tác động tiêu cực lên NIM nhờ các yếu tố: (i) tăng trưởng tín dụng toàn ngành được kỳ vọng mức cao 18-20%; (ii) chuyển một phần chi phí vốn sang khách hàng, lãi suất cho vay tăng nhẹ theo mặt bằng thị trường; (iii) Cơ cấu tín dụng dịch chuyển sang các phân khúc có lợi suất cao hơn, như cho vay bất động sản, bán lẻ, và trung–dài hạn, nhờ nhu cầu phục hồi và chiến lược ưu tiên của các ngân hàng; (iv) chất lượng tài sản được cải thiện giúp phần lãi phải thu được ghi nhận tốt hơn.

Đánh giá với các ngân hàng, chúng tôi cho rằng diễn biến của NIM sẽ có sự phân hoá tương đối mạnh giữa các nhóm ngân hàng. Nhóm ngân hàng quốc doanh, vốn đã duy trì mặt bằng lãi suất huy động rất thấp trong thời gian dài, nhiều khả năng sẽ chứng kiến biên lãi ròng cải thiện tốt hơn các ngân hàng tư nhân. Bên cạnh đó, nhóm ngân hàng hỗ trợ các ngân hàng yếu kém dự kiến cũng hồi phục tích cực nhờ lợi thế hạn mức tăng trưởng tín dụng cao và nguồn vốn đầu vào lãi suất ưu đãi. Các ngân hàng tư nhân quy mô trung bình – nhỏ sẽ chịu áp lực lớn hơn, khiến NIM có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ ở một số ngân hàng. Nguyên nhân đến từ cạnh tranh quyết liệt ở cả đầu vào (huy động) và đầu ra (cho vay), đặc biệt tại những ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp hoặc phải chạy đua tăng trưởng tín dụng.

Tăng trưởng lợi nhuận khả quan tạo điều kiện cải thiện các chỉ số chất lượng tài sản

Với kịch bản tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 18-20% và NIM tương đối ổn định trong năm 2026, chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của các ngân hàng sẽ có diễn biến tích cực hơn so với năm 2025, quay lại mức tăng trưởng 15-20% YoY. Trong khi đó, các nguồn thu ngoài lãi sẽ tiếp tục gia tăng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu tổng thu nhập hoạt động sau năm 2025 các ngân hàng đẩy mạnh hoạt động cho các công ty con trong hệ sinh thái tài chính như bảo hiểm, chứng khoán.

Việc duy trì tốc độ tăng trưởng thu nhập 2 chữ giúp các ngân hàng có thêm dư địa để củng cố bộ đệm dự phòng – vốn bị giới hạn do sự chậm lại của thu nhập lãi thuần trong năm vừa qua. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng với bối cảnh nền kinh tế hồi phục và tăng trưởng tốt hơn, chất lượng tín dụng sẽ được cải thiện cải thiện, tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát. Ngoài ra, những thay đổi về pháp lý trong quy trình xử lý nợ (Luật hoá NQ42) được kỳ vọng sẽ mang lại hiệu quả tương đối tích cực với hoạt động quản trị rủi ro của các ngân hàng. Dù vậy, KBSV cũng sẽ tiếp tục thận trọng với những bất định bên ngoài – sự bất định về chính sách thuế quan có thể ảnh hưởng đến các doanh nghiệp xuất khẩu nội địa; và sự tăng trưởng nhanh của tín dụng bất đông sản cũng có thể tiềm ẩn những rủi ro trong tương lai.

Chuyển mình để sẵn sàng cho một chu kỳ tăng trưởng mới

1. Lộ trình tiến tới Basel III chuẩn quốc tế hoá:

Việc ban hành Thông tư 14/2025 thiết lập lộ trình áp dụng Basel III theo hướng từng bước (tự nguyện đến 2029, bắt buộc từ 2030) giúp nâng cao chất lượng vốn và hoạt động quản trị rủi ro của các ngân hàng. Đây được xem là bước nền quan trọng cho lộ trình từng bước dỡ bỏ cơ chế hạn mức tín dụng, khi tăng trưởng tín dụng trong tương lai có thể được quyết định nhiều hơn bởi năng lực vốn và mức độ kiểm soát rủi ro, thay vì phân bổ hành chính. Theo đó, các ngân hàng sở hữu bộ đệm vốn dày sẽ có lợi thế rõ rệt trong việc mở rộng quy mô hoạt động và duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong trung – dài hạn. Trong khi đó, áp lực tăng vốn sẽ gia tăng với các ngân hàng có bộ đệm mỏng (CTG, BID, STB và nhóm NH có quy mô nhỏ) nhưng cũng sẽ mở ra cơ hội cho xu hướng tăng vốn diễn ra ở nhiều ngân hàng để đáp ứng những nhu cầu ngày càng khắt khe.

2. Thay đổi quy định về tài sản số, kinh doanh vàng giúp tăng độ mở của thị trường tài chính:

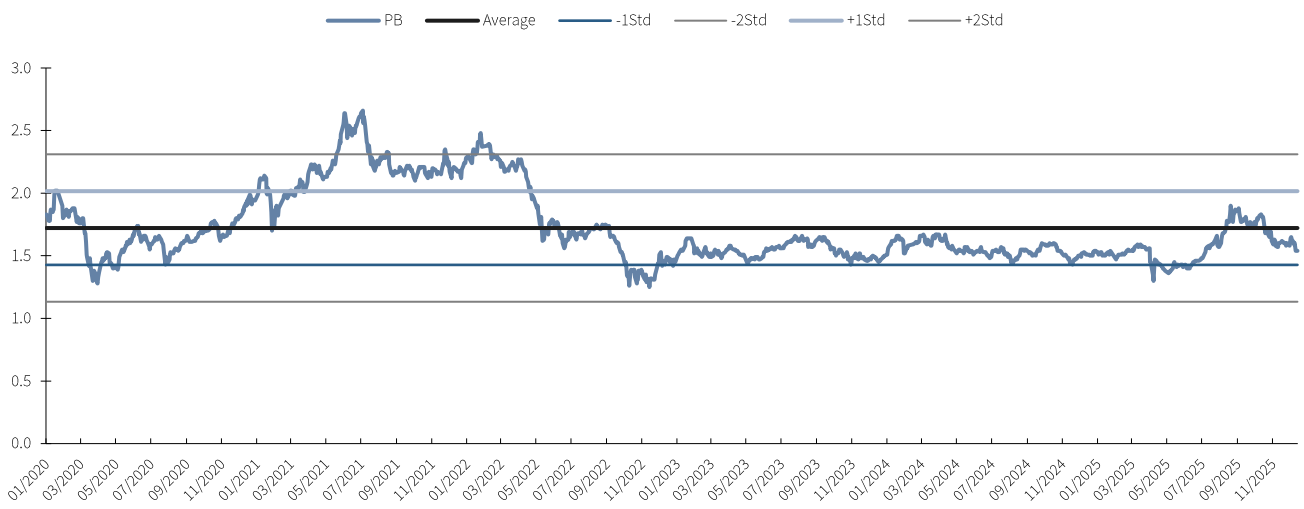
Việc ban hành Nghị định 232/2025 về quản lý thị trường vàng đã từng bước đưa các giao dịch vàng quy mô lớn quay trở lại hệ thống tài chính chính thức, tăng cường tính minh bạch và mở rộng vai trò trung gian của ngân hàng. Song song, khung pháp lý cho tài sản số đang dần được hoàn thiện với việc định danh tài sản số và thiết lập các tiêu chuẩn cấp phép nghiêm ngặt đối với sàn giao dịch trong nước. Các quy định mới này không chỉ góp phần hoàn thiện tính minh bạch cho thị trường mà còn giúp các ngân hàng mở rộng dư địa hoạt động và nguồn thu mới, đặc biệt ở mảng dịch vụ, thanh toán và phân phối. Những ngân hàng có nền tảng vốn vững chắc, có lợi thế về công nghệ, hệ sinh thái hoàn thiện (TCB, MBB, VPB, ACB…) sẽ là những ngân hàng được hưởng lợi từ xu hướng này.

Triển vọng tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố thuận lợi giúp cổ phiếu ngân hàng trở nên hấp dẫn hơn

Sau nhịp thị điều chỉnh cùng với thị trường, P/B của ngành ngân hàng quay trở lại mức 1.54 lần – bằng với P/B cuối năm 2024 và chỉ cao hơn một chút so với -1 độ lệch chuẩn bình quân quá khứ 5 năm. Chúng tôi cho rằng môi trường kinh doanh của năm 2026 có nhiều thuận lợi hơn như ưu tiên tăng trưởng tín dụng, NIM và chất lượng tài sản duy trì xu hướng ổn định, trong khi sự thay đổi pháp lý đang tạo những điều kiện cho sự phát triển của toàn ngành. Kỳ vọng, P/B của toàn ngành sẽ được tái định ở vùng P/B trung bình 5 năm (1.7x).

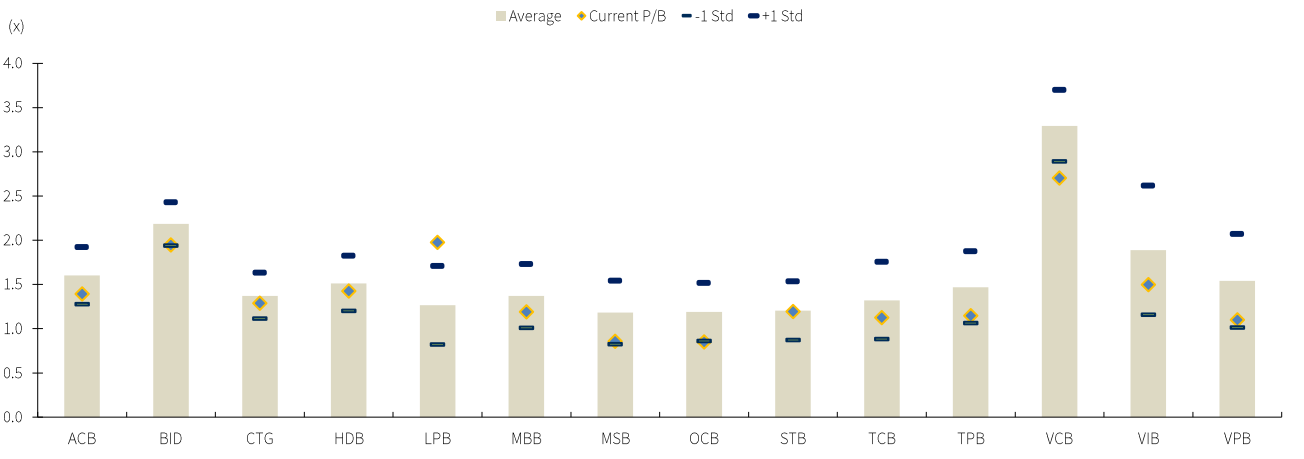
Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2026, chúng tôi ưa thích CTG cho sự chuyển mình trở thành ngân hàng năng động trong nhóm quốc doanh; TCB, MBB, VPB với tốc độ tăng trưởng vượt trội và tiềm năng triển khai tài sản số; và ACB với khẩu vị rủi ro an toàn cùng với bước đi mới đón đầu hoạt động kinh doanh vàng miếng. Hiện các cổ phiếu này đang giao dịch ở vùng giá tương đối hấp dẫn để nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào và nắm giữ dài hạn.

Biểu đồ 10. P/B ngành ngân hàng



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 11. Định giá P/B của các ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Chiến lược mới đa dạng hoá nguồn thu

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
(+84) 24-7303-5333 linhpp@kbsec.com.vn

Tín dụng hồi phục tốt trong quý 3 so với đà tăng trưởng chậm trong 6 tháng đầu năm

Hết quý 3, ACB ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 15.2% YTD – cao hơn mức 13.4% trung bình ngành sau 2 quý đầu năm chậm lại do sự hồi phục chậm của nhóm bán lẻ. Dù mảng cho vay hồi phục tích cực, thu nhập lãi thuần vẫn giảm nhẹ do sự thu hẹp của NIM. Luỹ kế 9 tháng 2025, ACB ghi nhận LNTT đạt 6,072 tỷ đồng – hoàn thành 67% kế hoạch của ngân hàng.

Bảo đảm các tỷ lệ về thanh khoản khiến NIM chưa hồi phục như kỳ vọng

Tín hiệu khả quan là lợi suất cho vay có sự cải thiện trong quý 3 (+17bps) nhờ sự cải thiện đồng đều từ cả tín dụng và lãi suất cho vay. Dù vậy, chúng tôi cho rằng NIM của ACB sẽ khó có thể cải thiện mạnh mẽ trong bối cảnh lãi suất huy động ở thị trường 1 đang có xu hướng tăng trở lại, trong khi định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ vẫn tiếp diễn trong năm 2026.

Chất lượng tài sản cải thiện giúp giảm áp lực trích lập dự phòng, bảo toàn lợi nhuận

Nợ xấu cải thiện ở hầu hết các phân khúc khách hàng, điều này cũng giúp ACB giảm áp lực trích lập nợ xấu trong quý 3 (trích lập giảm 20% YoY). Tỷ lệ nợ xấu có thể nhích tăng nhẹ trở lại về giai đoạn cuối năm, song chúng tôi vẫn giữ nguyên kỳ vọng về chất lượng tài sản của ACB vẫn ở mức an toàn với tỷ lệ nợ xấu cả năm nay trong khoảng 1.2-1.3%.

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 32,100 VNĐ/CP

Khuyến nghị MUA cổ phiếu ACB với giá mục tiêu mới 32,100 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 28% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2025.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 32,100
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 24,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 32,232
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	142.8/5.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	87.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	403.5/15.4
Sở hữu nước ngoài (%)	30.0%
Cổ đông lớn	Sather Gate Investments Limited (4.99%)

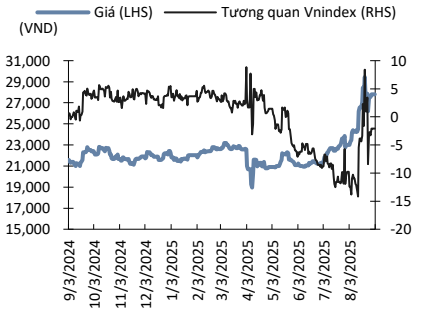
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.0	1.4	2.0	28.9
Tương đối	0.6	3.5	4.7	17.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	24,960	27,795	29,310	34,820
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	21,872	22,612	24,865	28,194
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	16,045	16,790	18,005	20,137
EPS (đồng/cổ phiếu)	4,131	3,759	3,505	3,920
Tăng trưởng EPS (%YoY)	2	-9	-7	12
PER (x)	6.0	6.6	7.1	6.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	18,269	18,685	18,779	21,324
PBR (x)	1.36	1.33	1.33	1.17
ROE (%)	24.8	21.7	20.0	19.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.16	2.16	2.16	3.60

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

BIDV (BID)

Chất lượng tài sản có tín hiệu cải thiện

05/12/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

3Q2025, LNTT đạt 7,594 tỷ VND, tăng 16.9% YoY

3Q2025, BID có thu nhập lãi thuần đạt 15,173 tỷ VND, tăng 8.5% YoY với động lực từ tăng trưởng tín dụng 8.8% YTD trong khi NIM tiếp tục duy trì ở mức thấp; Chi phí tín dụng ở mức trung bình (0.28%) với trích lập dự phòng đạt 6,186 tỷ VND (+1.4% QoQ, +33.9% YoY) khiến LNTT đạt 7,594 tỷ VND, tăng 16.9% YoY. Lũy kế 9M2025, LNTT đạt 23,632 tỷ VND, tăng 7.2% YoY.

Kì vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026 đạt 15%

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của BID duy trì ở mức 15% trong năm 2026 dựa trên: Nhu cầu tín dụng cao trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%; (2) Động lực đến từ kinh tế tư nhân, thúc đẩy đầu tư công và ngành bất động sản hồi phục; (3) Lợi thế cạnh tranh từ chi phí vốn thấp.

NIM kì vọng cải thiện trong năm 2026

KBSV kì vọng NIM 2026 của BID sẽ có sự cải thiện nhẹ so với năm 2025 trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng huy động khiến ngân hàng có điều kiện để linh hoạt lãi suất cho vay. Cùng với đó, BID có thể hưởng lợi ngắn hạn khi lãi suất thị trường 2 tăng do duy trì trạng thái cho vay liên ngân hàng ròng.

NPL cải thiện, đạt 1.87%, kì vọng có diễn biến tích cực hơn trong năm 2026

Chất lượng tài sản có diễn biến tích cực với tỷ lệ NPL đạt 1.87%, giảm 10bps QoQ. KBSV kì vọng với lãi suất vẫn sẽ duy trì ở mức thấp cùng nền kinh tế bước vào pha tăng trưởng nhanh sẽ giúp chất lượng tài sản của BID có những bước cải thiện đáng kể trong năm 2026.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 51,800 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BID. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 51,800VND/cp, cao hơn 37% so với giá tại ngày 05/12/2025.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND51,800
Tăng/giảm (%)	37.0%
Giá hiện tại (05/12/2025)	VND 37,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 43,280
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	265.4/10.1

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	5.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	135.5/5.13
Sở hữu nước ngoài (%)	14.7%
Cổ đông lớn	SBV (80.99%)

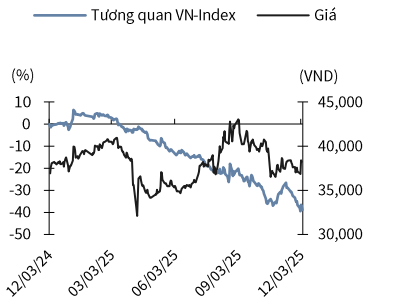
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.1	-6.8	6.5	0.4
Tương đối	-9.1	-11.0	-22.7	-38.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	56,136	58,008	60,718	75,062
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	47,932	53,094	54,545	67,466
LNST của Ngân hàng mẹ (tỷ VND)	21,505	25,140	26,368	29,060
EPS (VND)	3,773	3,645	3,755	4,139
Tăng trưởng EPS (%)	5	(3)	3	10
PER (x)	10.0	10.4	10.1	9.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	21,554	21,009	25,078	29,217
PBR (x)	1.8	1.8	1.5	1.3
ROE (%)	19.4	19.1	16.7	15.5
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

VietinBank (CTG)

Vững vàng tăng trưởng trong năm 2026

28/11/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

3Q2025, LNTT đạt 10,614 tỷ VND, tăng 62.0% YoY

3Q2025, thu nhập lãi thuần đạt 17,176 tỷ VND, tăng 10.3% YoY với động lực từ tăng trưởng tín dụng cao (15.6% YTD) trong khi NIM giảm 37bps YoY. Chi phí trích lập dự phòng giảm 36.7% YoY nhờ chất lượng tài sản cải thiện; LNTT 3Q2025 đạt 10,614 tỷ VND, tăng 62.0% YoY.

Kì vọng tăng trưởng tín dụng đạt 17% năm 2026

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của CTG trong năm 2026 đạt 17% nhờ: (1) Nhu cầu tín dụng cao trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%; (2) Động lực đến từ kinh tế tư nhân, thúc đẩy đầu tư công và ngành bất động sản hồi phục; (3) Lợi thế cạnh tranh từ chi phí vốn thấp.

NIM kì vọng cải thiện nhẹ trong 2026 nhờ tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ

KBSV kì vọng NIM 2026 của CTG sẽ tăng nhẹ 3bps YoY nhờ tăng tỷ trọng cho vay phân khúc bán lẻ, qua đó cải thiện lợi suất bình quân, bù đắp cho phần tăng lên của chi phí vốn do các vấn đề về thanh khoản và tỷ giá gây áp lực lên lãi suất huy động.

Chất lượng tài sản cải thiện với NPL xếp thứ 2 hệ thống

Chất lượng tài sản là điểm tựa với NPL đạt 1.09%, thấp thứ 2 toàn ngành sau VCB cùng bộ đệm dự phòng ở mức cao với tỷ lệ bao phủ đạt 176%. KBSV kì vọng với diễn biến tích cực của nền kinh tế cùng mặt bằng lãi suất thấp sẽ giúp CTG duy trì chất lượng tài sản ở mức tốt trong năm 2026.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 58,000 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 58,000 VND/cp, cao hơn 18.8% so với giá tại ngày 27/11/2025.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND58,000
Tăng/giảm (%)	18.8%
Giá hiện tại (27/11/2025)	VND 48,850
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 62,175
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	260.7/9.9

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	15.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	480.5/15.2
Sở hữu nước ngoài (%)	25.5%
Cổ đông lớn	SBV (64.49%)

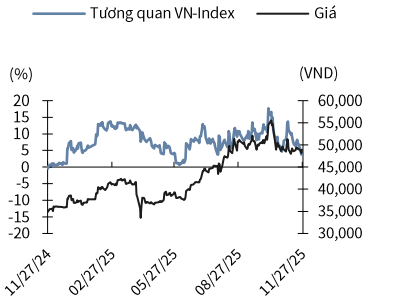
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0	-1	30	40
Tương đối	-3	-4	1	4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	52,957	62,403	65,695	77,594
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	50,105	59,363	62,370	74,239
LNST của Ngân hàng mẹ (tỷ VND)	19,904	25,348	32,420	36,674
EPS (VND)	3,706	4,720	6,037	6,829
Tăng trưởng EPS (%)	5.3	27.4	27.9	13.1
PER (x)	13.2	10.3	8.1	7.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	23,440	27,655	33,692	40,521
PBR (x)	2.08	1.77	1.45	1.21
ROE (%)	17.1	18.6	19.8	18.5
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Techcombank (TCB)

Hạ dần tỷ trọng cho vay lĩnh vực rủi ro

01/12/2025

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
(+84) 24-7303-5333 linhpp@kbsec.com.vn

Tốc độ cho vay phát triển BĐS giảm một nửa so với hiện tại để có thể đưa tỷ trọng lĩnh vực này về 25% theo chiến lược dài hạn của TCB

TCB đặt ra kế hoạch dài hạn để đưa tỷ trọng tín dụng của lĩnh vực ReCom (Bất động sản, xây dựng, Vật liệu xây dựng) từ 37% (hiện tại) về 25% trong 5 năm tới. Với giả định tăng trưởng tín dụng 18%/năm trong giai đoạn 2026-2030, ước tính tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực ReCom sẽ chậm lại ở mức 9-11%/năm (tức giảm ½ so với mức tăng trưởng trung bình trên 20% trong 3 năm trở lại đây).

NIM theo quý hồi phục nhẹ, nhưng chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất đang nhích tăng

Lãi suất huy động đang có xu hướng tăng trở lại trong quý 4 ở toàn ngành để cân đối nguồn huy động với cho vay. Điều này sẽ gây áp lực lên chi phí vốn của ngân hàng. Hoàn nhập lãi thuần từ chính sách Flexible Pricing dự kiến giúp NIM hồi phục sau khi ngân hàng hoàn thành xử lý phần dư nợ theo chính sách này vào năm 2028.

Thay đổi chiến lược cho vay dự kiến không ảnh hưởng đến chất lượng tài sản

Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tiếp tục duy trì vị thế về chất lượng tài sản như hiện tại trong thời gian tới, nhất là với chiến lược đa dạng hoá danh mục cho vay để giảm thiểu rủi ro tập trung được ban lãnh đạo đặt ra.

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 43,100 VNĐ/CP

Khuyến nghị MUA với cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 43,100 VNĐ/CP sau khi chuyển thời điểm định giá về cuối năm 2026 - tiềm năng tăng giá 28% so với giá đóng cửa ngày 28/11/2025. Cho giai đoạn 2026-2030F, kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm vẫn khả quan, nhưng việc mặt bằng lãi suất tăng trở lại có thể tiếp tục gây sức ép lên NIM, khó quay trở lại mức cao trên 4.5-5% trong lịch sử.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 43,100
Tăng/giảm (%)	28.1%
Giá hiện tại (28/11/2025)	VND 33,750
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 44,143
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	277.1/10.5

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	77.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	933.9/35.6
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cổ đông lớn	MSN (14.9%)

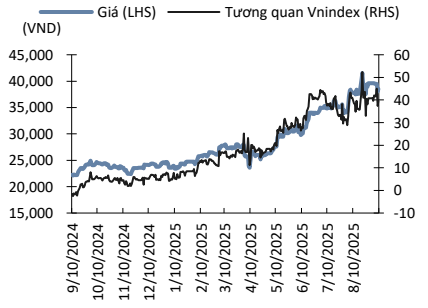
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.7	28.1	38.5	73.0
Tương đối	-1.6	3.7	15.4	42.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	27,691	35,508	37,648	46,051
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	26,809	31,621	35,335	41,254
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	18,191	21,760	24,776	29,087
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,111	3,046	3,463	4,060
Tăng trưởng EPS (%YoY)	-11%	-40%	14%	17%
PER (x)	5.1	8.6	7.5	6.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	37,364	20,940	24,085	26,351
PBR (x)	0.70	1.25	1.23	1.12
ROE (%)	14.8%	15.6%	15.6%	16.3%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00%	0.00%	2.87%	2.87%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Vietcombank (VCB)

Điểm tựa từ chất lượng tài sản

13/11/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

3Q2025, LNTT đạt 11,239 tỷ VND, tăng 5.0% YoY

3Q2025, mặc dù tín dụng tăng trưởng 12.4% tuy nhiên thu nhập lãi thuần chỉ tăng 8.0% YoY do NIM chịu áp lực giảm. Chi phí trích lập dự phòng đạt 776 tỷ VND, tăng 138.2% YoY khiến LNTT đạt 11,239 tỷ VND, tăng 5.0%. Lũy kế 9 tháng đầu năm, LNTT đạt 33,133 tỷ VND, tăng 5.1% YoY.

Kì vọng duy trì tăng trưởng tín dụng 2026 đạt 15.5%

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng của VCB trong năm 2026 đạt 15.5% nhờ: (1) Nhu cầu tín dụng cao trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 10%; (2) Động lực đến từ kinh tế tư nhân, thúc đẩy đầu tư công và ngành bất động sản hồi phục; (3) Lợi thế cạnh tranh từ chi phí vốn thấp.

NIM kì vọng đi ngang trong năm 2026

KBSV kì vọng NIM đi ngang trong năm 2026 do duy trì lãi suất đầu ra thấp để hỗ trợ nền kinh tế và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong khi việc duy trì lãi suất đầu vào thấp sẽ khó khăn hơn do gặp áp lực từ thanh khoản và tỷ giá. Một số yếu tố hỗ trợ NIM trong năm 2026 bao gồm: (1) Sự hỗ trợ thanh khoản từ SBV; (2) Giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (3) Cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.

NPL duy trì mức thấp, bộ đệm dự phòng lớn

Áp lực trích lập dự phòng của VCB là không đáng kể trong bối cảnh chất lượng tài sản được đảm bảo với NPL thấp nhất ngành, đạt 1.03%; Tỷ lệ bao phủ nợ xấu duy trì ngưỡng cao 202% đảm bảo tính linh hoạt trong hoạt động trích lập.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 76,500 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 76,500 VND/cp, cao hơn 28.6% so với giá tại ngày 12/11/2025.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND76,500
Tăng/giảm (%)	28.6%
Giá hiện tại (12/11/2025)	VND 59,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 75,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	497.2/18.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	10.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	467.9/17.7
Sở hữu nước ngoài (%)	21.5%
Cổ đông lớn	SBV (74.80%)

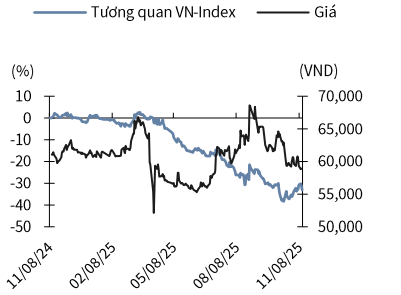
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5	-7	6	-3
Tương đối	2	-3	-19	-33

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	53,621	55,406	57,717	67,695
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	45,809	45,551	47,910	55,509
LNST của Ngân hàng mẹ (tỷ VND)	33,033	33,831	35,438	37,502
EPS (VND)	5,910	6,053	4,241	4,488
Tăng trưởng EPS (%)	(6.4)	2.4	(29.9)	5.8
PER (x)	15.1	14.7	14.0	13.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	29,524	35,106	27,723	32,211
PBR (x)	3.01	2.53	2.15	1.85
ROE (%)	22.0	18.7	16.6	15.0
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

VPBank (VPB)

IPO thành công VPBankS

06/11/2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

3Q2025, LNTT đạt 9,166 tỷ VND, tăng 76.7% YoY

3Q2025, tăng trưởng tín dụng ấn tượng đạt 29.4% YTD cùng NIM cải thiện giúp Thu nhập lãi thuần đạt 15,061 tỷ VND (+12.0% QoQ, +23.9% YoY). Chi phí trích lập dự phòng chỉ tăng nhẹ 6.8% YoY giúp LNTT đạt 9,166 tỷ VND tăng 76.7% YoY. Lũy kế 9M2025, LNTT đạt 20,396 tỷ VND, tăng 47.2% YoY.

Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 35% năm 2025 khả thi

KBSV duy trì dự phóng tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 đạt 35% YTD và năm 2026 tiếp tục ở mức cao dựa trên: (1) Nhóm khách hàng doanh nghiệp tiếp tục là động lực chính; 2) Diễn biến tích cực của ngành bất động sản; (3) Nhóm cho vay bán lẻ kì vọng hồi phục.

Áp lực lên NIM vẫn sẽ cao trong 4Q2025 và 2026

Chúng tôi kì vọng lợi suất sinh lời trung bình (IEA) sẽ được cải thiện nhờ cho vay bán lẻ - mảng có lãi suất cho vay cao hơn sẽ hồi phục cùng chất lượng tài sản tốt lên qua đó cải thiện thu nhập lãi thuần. Trong khi đó COF sẽ tiếp tục gặp áp lực từ thanh khoản và tỷ giá.

IPO thành công 375 triệu cổ phiếu VPBankS với giá 33,900VND/cổ phiếu

Ngày 31/10, VPB đã chính thức khép lại đợt chào bán IPO 375 triệu cổ phiếu CTCP Chứng khoán VPBankS với giá 33,900 VND/cổ phiếu. Tổng số tiền thu về là 12,173 tỷ VND, nâng vốn điều lệ lên 18,750 tỷ VND. Sau IPO, tỷ lệ sở hữu của VPB tại VPBankS là 80%.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 37,800 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu cho năm 2026 là 37,800 VND/cp, cao hơn 32.8% so với giá tại ngày 06/11/2025.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 37,800
Tăng/giảm (%)	32.8%
Giá hiện tại (06/11/2025)	VND 28,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 36,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	226.1/8.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	1,472/55.9
Sở hữu nước ngoài (%)	24.05%
Cổ đông lớn	SMBC (15.01%)

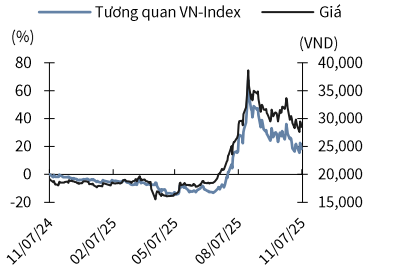
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-11.2	-8.4	56.6	48.6
Tương đối	-5.2	-9.1	29.9	18.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	38,175	49,080	57,096	73,051
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	35,798	47,915	53,382	69,295
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	9,974	15,779	21,006	25,541
EPS (VNĐ)	1,257	1,989	2,648	3,219
Tăng trưởng EPS (%)	-53	58	33	22
PER (x)	22.7	14.3	10.8	8.9
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,620	18,563	20,210	23,430
PBR (x)	1.62	1.54	1.41	1.22
ROE (%)	7.0	11.1	13.8	15.7
Tỉ lệ cổ tức (%)	0.0	0.4	3.5	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.