

Báo cáo ngành

Cập nhật ngành Ngân hàng: Tăng trưởng tín dụng cao đi cùng áp lực chi phí vốn

Tăng trưởng tín dụng vẫn duy trì ở mức cao trong 2026, đi cùng áp lực ngày

càng lớn từ nguồn vốn. Tính đến giữa T9 2026, tín dụng toàn hệ thống tăng 10.1% so với cuối 2025, cao hơn mức tăng 9.2% của huy động và đưa LDR thuần lên 111.5%. Thanh khoản chưa tạo nút thắt đối với khả năng mở rộng tín dụng, song nhu cầu huy động bổ sung ngày càng lớn trong lúc mặt bằng lãi suất đã tăng. NIM của 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi phục hồi từ 3.06% trong Q1 lên 3.24% trong Q2 nhờ lợi suất tài sản điều chỉnh nhanh hơn CoF, dù lợi thế về thời điểm này nhiều khả năng thu hẹp từ cuối năm khi tiền gửi có kỳ hạn và GTCG cũ lần lượt đáo hạn. Chúng tôi dự phóng LNTT tăng 17.1% trong 2026, sau đó chậm lại còn 10.4% trong 2027 và 10.0% trong 2028 dù tín dụng tiếp tục tăng cao.

Nhu cầu vốn trung dài hạn tiếp tục gia tăng cùng tín dụng dự án, trong khi tín

dụng BĐS dịch chuyển nhanh về phía chủ đầu tư. Riêng 18 dự án theo Công văn 5386/NHNN-TD có kế hoạch giải ngân 244.2 nghìn tỷ VND trong 2027, còn tỷ trọng tín dụng dành cho chủ đầu tư BĐS đã tăng lên khoảng 48% trong Q2 2026. Xét về quy mô, lượng tín dụng mới chưa tạo áp lực lớn lên toàn hệ thống, trong khi kỳ hạn vay dài hơn và sức mua nhà ở phục hồi chậm làm nhu cầu vốn trung dài hạn gia tăng làm nhu cầu vốn trung dài hạn gia tăng trong khi sức mua nhà ở phục hồi chậm làm dòng tiền trả nợ gấn nhiều hơn với tiến độ dự án và bán hàng. Chất lượng tài sản cũng bắt đầu kém thuận lợi hơn khi nợ xấu tăng từ 1.7% cuối 2025 lên 1.9% trong Q2 2026, nợ nhóm 2 tăng lên 1.4% và LLCR giảm còn 72.3%. Áp lực dự phòng nhiều khả năng xuất hiện muộn hơn chi phí huy động, kéo ROE giảm từ 17.5% trong 2026 xuống 16.5% trong 2027 và 15.8% trong 2028.

Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP với ngành Ngân hàng khi tăng trưởng lợi nhuận nhiều khả năng chậm lại từ 2027. P/B của nhóm theo dõi hiện quanh 1.4x, thấp hơn trung vị 5 năm khoảng 1.6x, trong lúc chênh lệch về nguồn vốn, chất lượng tài sản và khả năng duy trì ROE ngày càng lớn giữa các ngân hàng. Trong năm 2027, chúng tôi lựa chọn **CTG, ACB, MBB, VPB và TCB**. CTG và ACB có P/B tương đối thấp trong khi ROE và chất lượng tài sản vẫn tốt. MBB và VPB duy trì tăng trưởng lợi nhuận cao hơn nhờ tín dụng mở rộng nhanh, đi cùng nhu cầu huy động và chi phí tín dụng lớn hơn. TCB có CASA cao và chất lượng tài sản tốt, trong khi P/B đã gần trung vị 5 năm. Rủi ro chính nằm ở lãi suất huy động duy trì cao lâu hơn dự kiến và chất lượng tài sản xấu đi nhanh hơn khi dư nợ mới bước sâu hơn vào kỳ trả nợ.

Tiêu Phan Thanh Quangquangtpt@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6416

Cập nhật diễn biến ngành

Tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao, áp lực chuyển dần từ khả năng huy động sang chi phí nguồn vốn.

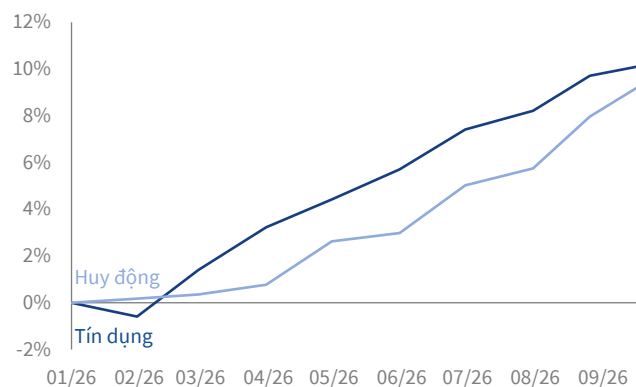
Tính đến giữa T9 2026, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt khoảng 20.5 triệu tỷ VND, tăng 10.1% so với cuối 2025, trong khi huy động đạt khoảng 18.4 triệu tỷ VND, tăng 9.2%. Huy động cải thiện từ Q2 nhưng vẫn tăng chậm hơn tín dụng, khiến tỷ lệ tín dụng trên huy động theo cách tính đơn giản (LDR thuần) tăng từ 110.6% cuối 2025 lên 111.5%. Thanh khoản hệ thống chưa chịu áp lực lớn, song phần tín dụng tăng thêm ngày càng cần nhiều tiền gửi mới cùng nguồn vốn từ thị trường liên NH, giấy tờ có giá (GTCG) và các tổ chức tín dụng (TCTD) khác.

Biên lãi ròng (NIM) của 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi phục hồi từ 3.06% trong Q1 lên 3.24% trong Q2 2026, khi lợi suất tài sản sinh lãi tăng từ 6.7% lên 7.4%, nhanh hơn mức tăng của chi phí vốn (CoF) từ 3.9% lên 4.5%. Các khoản vay mới và khoản vay điều chỉnh lãi suất phản ánh mặt bằng lãi suất cao hơn tương đối nhanh, trong khi tiền gửi có kỳ hạn và GTCG điều chỉnh dần theo thời điểm đáo hạn. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) đồng thời giảm từ 25.5% cuối 2025 xuống 23.8% trong Q2. KQKD Q2 nhờ đó được hỗ trợ bởi quy mô tín dụng lớn hơn và chênh lệch thời điểm điều chỉnh lãi suất, khi chi phí của nguồn vốn mới chưa phản ánh đầy đủ vào CoF bình quân.

Chúng tôi dự phóng (LNTT) của 12 ngân hàng tăng 17.1% trong 2026, chủ yếu nhờ tín dụng mở rộng trong khi chi phí nguồn vốn mới chưa phản ánh đầy đủ trong phần lớn năm. Từ Q4 2026, CoF bắt đầu tăng nhanh hơn khi tiền gửi có kỳ hạn và GTCG cũ lần lượt đáo hạn. Sang 2027, tín dụng tiếp tục tạo thêm NII trong lúc phần dư nợ mở rộng đòi hỏi nguồn vốn có chi phí cao hơn, làm tốc độ tăng lợi nhuận chậm hơn tăng trưởng tín dụng.

Biểu đồ 1: Tín dụng tiếp tục đi trước huy động, duy trì áp lực lên nguồn vốn

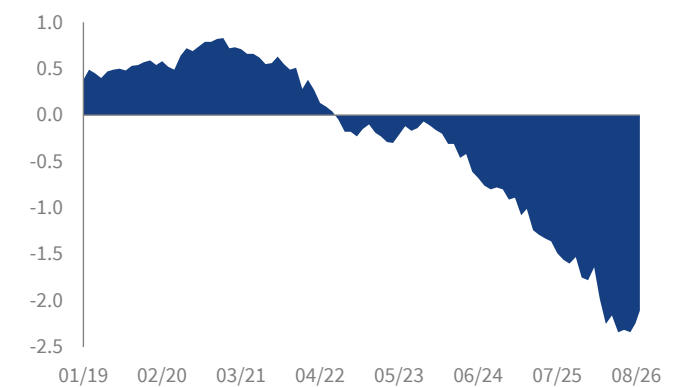
Tăng trưởng tín dụng và huy động YTD 2026 [%]



Nguồn: SBV, TVS Research tổng hợp

Biểu đồ 2: Chênh lệch tín dụng và huy động đã mở rộng trở lại từ cuối 2025

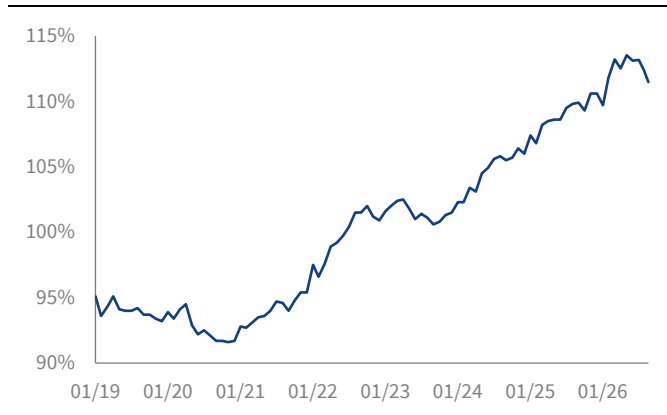
Chênh lệch tăng trưởng tín dụng và huy động 2019-2026 [triệu tỷ VND]



Nguồn: SBV, TVS Research tính toán

Biểu đồ 3: LDR thuần trở lại vùng cao khi tín dụng duy trì tăng nhanh hơn tiền gửi

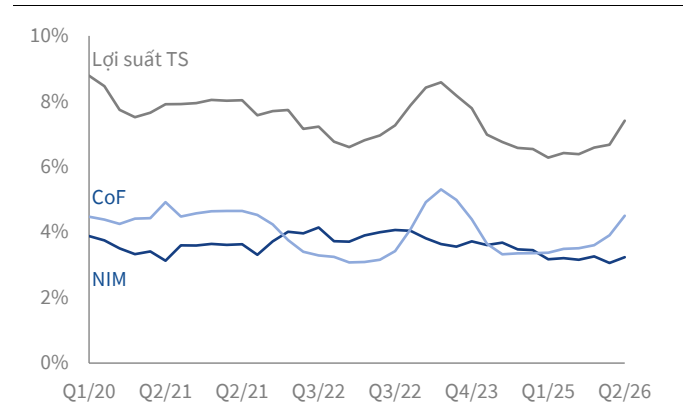
LDR thuần toàn hệ thống 2019-2026 [%]



Nguồn: SBV, TVS Research

Biểu đồ 4: NIM phục hồi nhờ lợi suất tài sản điều chỉnh trước chi phí vốn

NIM, lợi suất TSSL và CoF của 12 ngân hàng theo dõi [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Chi phí nguồn vốn tiếp tục tạo áp lực từ cuối 2026 sang 2027.

CoF của 12 ngân hàng TVS Research theo dõi đạt khoảng 4.5% trong Q2 2026, trong khi chi phí tiền gửi bình quân của nhóm ngân hàng niêm yết rộng hơn đã lên 4.91% trong H1 2026, cao hơn khoảng 80 điểm cơ bản so với cùng kỳ năm trước. Mặt bằng huy động mới hiện cao hơn tương đối nhiều so với chi phí đang ghi nhận trên báo cáo tài chính, với lãi suất tiền gửi tổ chức kỳ hạn 12 tháng bình quân khoảng 8.12% trong T8 2026, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng và 1 năm lần lượt quanh 6.9% và 8.3% trong Q2, còn một số lô trái phiếu ngân hàng phát hành mới có lãi suất khoảng 8.5%-9.0%. Dù các nguồn vốn này khác nhau về kỳ hạn và tính chất, khoảng cách với CoF hiện tại cho thấy phần chi phí huy động mới vẫn chưa đi hết vào chi phí vốn bình quân của các ngân hàng.

Khoảng cách này thu hẹp dần khi tiền gửi có kỳ hạn và GTCG cũ đáo hạn, còn nguồn vốn mới với lãi suất cao hơn chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng nguồn vốn chịu lãi. Thanh khoản hệ thống đã cải thiện từ Q2 nhờ huy động phục hồi, dù tín dụng vẫn tăng nhanh hơn tiền gửi và nhu cầu vốn trung dài hạn tiếp tục gia tăng. Các ngân hàng do đó vẫn phải duy trì lãi suất huy động ở mức cạnh tranh và bổ sung thêm vốn qua GTCG, vay các TCTD cùng các nguồn vốn trung dài hạn khác. Thanh khoản ngắn hạn có thể bớt căng thẳng mà không kéo chi phí huy động trở lại vùng thấp của 2024-2025 khi nhu cầu tín dụng vẫn duy trì cao và phần vốn huy động mới tiếp tục được định giá ở mặt bằng lãi suất cao hơn.

Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy lợi nhuận 2027 phản ứng khá mạnh với biến động chi phí huy động. Với giả định 75% tiền gửi có kỳ hạn cùng toàn bộ vốn liên ngân hàng và GTCG tăng lãi suất 50 điểm cơ bản trong 12 tháng, LNTT giảm từ khoảng 9.0% tại TCB tới 33.2% tại STB. Biên độ tác động khác nhau chủ yếu do quy mô nguồn vốn được tái định giá, cơ cấu huy động và nền lợi nhuận của từng ngân hàng.

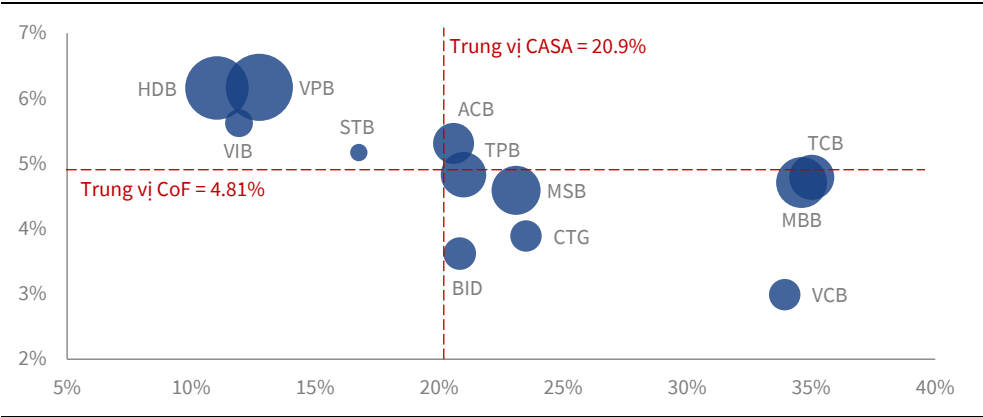
Bảng 1: Nhu cầu huy động lớn làm lợi nhuận nhạy hơn với biến động chi phí vốn
Độ nhạy LNTT 2027 khi chi phí nguồn vốn tăng 50 điểm cơ bản

Mã	Chênh lệch cho vay và tiền gửi tăng thêm 2027 (% dư nợ 2026)	CASA	Nguồn vốn bán buôn* 2027	Thay đổi CoF 2027	LNTT 2027 giảm khi chi phí nguồn vốn tăng 50 đcb
STB	0.7%	17.0%	16.5%	+38 đcb	-33.2%
VPB	11.6%	13.0%	39.6%	+13 đcb	-11.3%
MBB	10.2%	35.5%	35.2%	+22 đcb	-12.6%
TCB	7.4%	35.0%	36.9%	+21 đcb	-9.0%
HDB	5.1%	11.0%	30.1%	+36 đcb	-13.4%
ACB	2.9%	22.0%	36.4%	+18 đcb	-16.2%
VIB	2.0%	12.2%	33.8%	+6 đcb	-20.7%
BID	-0.1%	20.8%	20.5%	+14 đcb	-25.3%

Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research tính toán
*Ghi chú: Nguồn vốn bán buôn gồm tiền gửi/vay từ các TCTD khác và GTCC

Biểu đồ 5: CASA cao không hoàn toàn bù đắp được nhu cầu huy động từ tăng trưởng tín dụng

CASA, CoF và tăng trưởng tín dụng YTD (kích cỡ bong bóng) theo ngân hàng tại Q2 2026 [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Tỷ lệ CASA cao tiếp tục giúp giảm chi phí huy động, với mức độ hỗ trợ khác nhau khá rõ theo tốc độ tăng tín dụng và cơ cấu nguồn vốn. VCB duy trì CASA 33.9% trong Q2 2026 và CoF quanh 3.0%, thấp hơn khoảng 170-180 điểm cơ bản so với TCB và MBB dù CASA của hai ngân hàng này cũng quanh 35%. Chênh lệch chủ yếu đến từ tốc độ mở rộng tín dụng và nhu cầu huy động bổ sung, khi TCB và MBB tăng dư nợ nhanh hơn và sử dụng nhiều hơn nguồn vốn từ các TCTD cùng GTCC, do đó CoF phản ứng mạnh hơn với mặt bằng lãi suất thị trường. Áp lực lớn hơn tại VPB và HDB khi CASA chỉ quanh 11%-13%, trong khi tín dụng đã tăng trên 20% từ đầu năm và CoF cùng ở mức khoảng 6.2%, do phần vốn huy động mới có chi phí cao chiếm tỷ trọng lớn hơn.

Xu hướng này nhiều khả năng tiếp tục trong 2027 khi chênh lệch giữa tăng trưởng cho vay và tiền gửi vẫn khá lớn tại một số ngân hàng. Chúng tôi dự phóng phần

chênh lệch này tại VPB, MBB, TCB và HDB tương đương khoảng 11.6%, 10.2%, 7.4% và 5.1% dư nợ năm 2026, trong khi nguồn vốn từ các TCTD và GTCTG hiện chiếm khoảng 30%-40% tổng nguồn vốn chịu lãi tại nhóm này. CASA cao giúp MBB và TCB hạn chế phần nào mức tăng của CoF trong lúc nhu cầu huy động mới vẫn lớn do tín dụng tiếp tục mở rộng nhanh. Với VPB và HDB, tỷ trọng CASA thấp khiến nhiều hơn phần vốn bổ sung phải được huy động ở mặt bằng lãi suất hiện tại, làm chi phí vốn nhiều khả năng tăng nhanh hơn trong 2027.

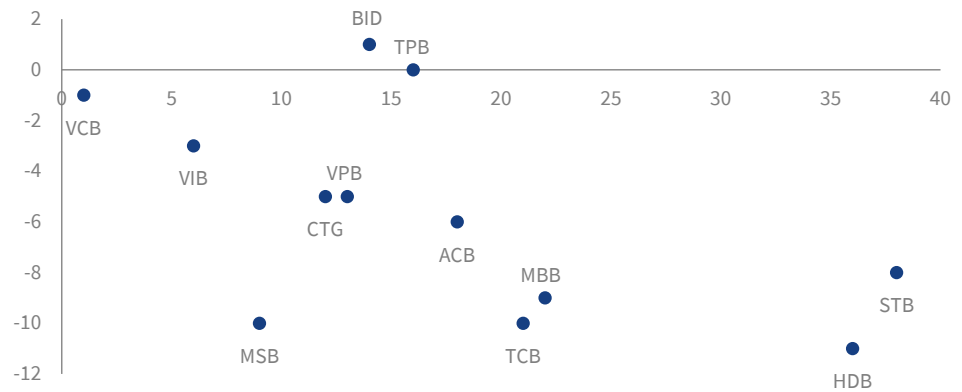
Dự địa cải thiện NIM thu hẹp khi chi phí vốn tiếp tục tăng.

NIM của phần lớn các ngân hàng phục hồi trong Q2 2026 chủ yếu nhờ lợi suất tài sản tăng nhanh hơn CoF, khi nhiều khoản vay đã điều chỉnh theo mặt bằng lãi suất mới còn tiền gửi có kỳ hạn và GTCTG điều chỉnh chậm hơn theo thời điểm đáo hạn. Lợi thế về thời điểm này nhiều khả năng tiếp tục hỗ trợ NIM trong phần còn lại của 2026 rồi thu hẹp dần khi nguồn vốn mới có chi phí cao hơn đi vào CoF bình quân. Mức độ cải thiện cũng khác nhau theo cơ cấu tín dụng, khi các khoản vay có lãi suất thả nổi và kỳ hạn ngắn tái định giá nhanh hơn, còn cho vay doanh nghiệp lớn và hạ tầng có kỳ hạn dài cùng mức độ cạnh tranh cao khiến khả năng tăng lợi suất hạn chế hơn. Khả năng tái định giá nhanh hơn của nhóm bán lẻ và tài chính tiêu dùng đi kèm chi phí tín dụng cao hơn, khiến phần lợi suất bổ sung đi kèm rủi ro tín dụng lớn hơn.

Sang tới 2027, chênh lệch NIM giữa các nhóm ngân hàng nhiều khả năng mở rộng theo khả năng điều chỉnh lợi suất tài sản so với mức tăng của CoF. Nhóm bán lẻ và tài chính tiêu dùng có khả năng tăng lãi suất cho vay nhanh hơn, nhưng cũng chịu chi phí tín dụng cao hơn, còn nhóm tập trung vào doanh nghiệp lớn chịu áp lực cạnh tranh về lãi suất mạnh hơn và có ít khả năng cải thiện lợi suất. Chúng tôi dự phóng NIM của nhóm theo dõi duy trì quanh 3.2% trong 2027, khi phần tăng của lợi suất tài sản được bù trừ phần lớn bởi chi phí vốn cao hơn. Quy mô dư nợ lớn hơn vẫn giúp NII duy trì tăng trưởng, trong khi chi phí của nguồn vốn mới làm tốc độ tăng lợi nhuận nhiều khả năng thấp hơn tăng trưởng tín dụng.

Biểu đồ 6: CoF tăng thêm trong 2027 nhiều khả năng tiếp tục thu hẹp NIM

Thay đổi CoF và NIM dự phóng 2027F so với 2026F theo ngân hàng [điểm cơ bản]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research dự báo

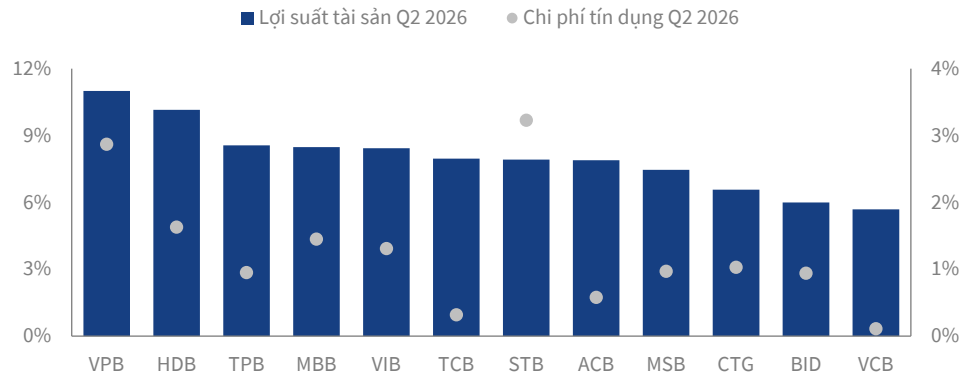
Lợi suất tín dụng cao thường đi kèm chi phí tín dụng lớn hơn.

NIM phục hồi trong Q2 2026 nhờ lợi suất tài sản tăng nhanh hơn CoF, còn chênh lệch lợi suất giữa các ngân hàng chủ yếu gắn với cơ cấu và mức rủi ro của danh mục tín dụng. VPB, HDB, TPB và VIB tập trung nhiều hơn vào bán lẻ, tài chính tiêu dùng và các phân khúc doanh nghiệp có lợi suất cao, giúp duy trì thu nhập tốt hơn trên dư nợ và có khả năng điều chỉnh lãi suất cho vay nhanh hơn. Mức lợi suất cao hơn đồng thời đi kèm khả năng phát sinh nợ xấu và chi phí tín dụng lớn hơn khi lãi suất tăng hoặc hoạt động kinh doanh của khách hàng suy yếu. Tỷ trọng doanh nghiệp lớn và hạ tầng cao hơn hỗ trợ chất lượng tín dụng tại VCB, BID và CTG, đồng thời mức độ cạnh tranh về lãi suất lớn hơn làm lợi suất cho vay thấp hơn.

Theo chúng tôi, nhóm tập trung vào các phân khúc lợi suất cao có khả năng duy trì tăng trưởng thu nhập tốt hơn, với phần lợi nhuận sau dự phòng nhạy hơn trước biến động nợ xấu và chi phí tín dụng. Sang 2027, chênh lệch lợi nhuận giữa các ngân hàng nhiều khả năng mở rộng khi CoF tiếp tục tăng và chất lượng tài sản bắt đầu ảnh hưởng rõ hơn tới chi phí dự phòng. Nhóm tập trung vào các phân khúc lợi suất cao vẫn có khả năng duy trì tăng trưởng thu nhập tốt hơn, nhưng phần lợi nhuận giữ lại từ tăng trưởng tín dụng sẽ nhạy hơn với diễn biến nợ xấu và chi phí tín dụng. Ngược lại, nhóm có lợi suất thấp hơn nhưng chất lượng tài sản ổn định và mức bao phủ nợ xấu cao sẽ chịu ít biến động hơn khi các khoản vay mới bước sâu hơn vào kỳ trả nợ.

Biểu đồ 7: Lợi suất tín dụng cao hơn đi kèm mức chi phí tín dụng lớn hơn

Lợi suất tài sản sinh lãi và chi phí tín dụng theo ngân hàng trong Q2 2026 [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Các dự án lớn bổ sung nhu cầu tín dụng, đồng thời làm nhu cầu vốn trung dài hạn gia tăng.

Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2026-2030 có quy mô 8,220 nghìn tỷ VND, trong đó phần lớn là vốn ngân sách và không chuyển trực tiếp thành nhu cầu vay ngân hàng. Nhu cầu tín dụng liên quan nhiều hơn tới các dự án PPP và dự án tư nhân quy mô lớn, trong đó riêng 18 dự án của Vingroup, Sun Group và Masterise theo Công văn 5386/NHNN-TD có tổng nhu cầu vay khoảng 752.1 nghìn tỷ VND. Kế hoạch giải ngân đạt 210.0 nghìn tỷ VND trong 2026, tăng lên 244.2 nghìn tỷ VND trong 2027 và còn 187.0 nghìn tỷ VND trong 2028, tương đương khoảng 85% tổng nhu cầu vay được thực hiện trong ba năm đầu.

Xét trên quy mô toàn hệ thống, lượng vốn này chưa tạo áp lực lớn khi riêng kế hoạch giải ngân 244.2 nghìn tỷ VND trong 2027 chỉ tương đương khoảng 1.2% dư nợ tại giữa T9 2026. Áp lực nhiều khả năng đến từ kỳ hạn và đặc điểm dòng tiền của các khoản vay hơn là quy mô tuyệt đối, khi 58.0% nhu cầu vốn thuộc nhóm giao thông và 23.8% liên quan tới khu đô thị, tái định cư cùng quỹ đất đối ứng. Các dự án giao thông thường có thời gian xây dựng và hoàn vốn dài, còn khả năng trả nợ của các dự án đô thị gắn chặt hơn với tiến độ pháp lý, bán hàng và thu tiền từ khách hàng. Riêng hai tuyến đường sắt của Vingroup có tổng nhu cầu vay khoảng 212.3 nghìn tỷ VND so với 37.5 nghìn tỷ VND vốn chủ sở hữu, tương đương tỷ trọng vốn vay khoảng 85%, làm nhu cầu tài trợ trung dài hạn tăng tương đối nhanh trong giai đoạn triển khai.

Khả năng giải ngân của các ngân hàng đã được mở rộng khi phần dư nợ phát sinh mới tại nhóm dự án này không được tính vào mức tăng trưởng tín dụng hằng năm, trong khi Thông tư 25 nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung dài hạn từ 30% lên 40% kể từ T7 2026. Các thay đổi này nới giới hạn tăng trưởng tín dụng mà không làm lượng vốn huy động của hệ thống tăng tương ứng. Khi quy mô các khoản vay dự án tiếp tục mở rộng và kỳ hạn cho vay dài hơn, nhu cầu huy động trung dài hạn cùng yêu cầu về vốn tự có nhiều khả năng gia tăng trong 2027-2028, đúng vào giai đoạn chi phí nguồn vốn đang ở mặt bằng cao hơn.

Xét trên tốc độ tăng cho vay so với vốn chủ sở hữu, nhu cầu bổ sung vốn lớn hơn tại nhóm tăng tín dụng nhanh. Trong 2027, dư nợ của VPB và MBB dự kiến tăng lần lượt 29.7% và 29.9%, cao hơn mức tăng vốn chủ sở hữu 17.3% và 16.6%, trong khi HDB có chênh lệch khoảng 7.8 điểm %. Tại CTG, vốn chủ sở hữu dự kiến tăng 16.9%, cao hơn mức tăng cho vay 13.5%. Với VPB, MBB và HDB, tốc độ tăng cho vay cao hơn vốn chủ sở hữu làm nhu cầu giữ lại lợi nhuận hoặc bổ sung thêm vốn lớn hơn trong các năm tiếp theo, còn CTG có mức tăng vốn chủ sở hữu theo sát hơn tốc độ mở rộng tín dụng.

Bảng 2: Nhu cầu giải ngân năm 2027 tập trung vào một số nhóm dự án quy mô lớn
Quy mô vay và kế hoạch giải ngân của 18 dự án theo Công văn 5386/NHNN-TD [nghìn tỷ VND]

Nhóm dự án	Tổng nhu cầu vay	Giải ngân 2027
Sun Group	169.7	82.1
PPP	162.3	37.8
Hai tuyến đường sắt Vingroup	212.3	58.6
Cụm Gia Bình và dự án đối ứng Masterise	207.8	65.7
Tổng	752.1	244.2

Nguồn: Công văn 5386/NHNN-TD, TVS Research tổng hợp

Tín dụng bất động sản dịch chuyển về phía chủ đầu tư trong lúc sức mua phục hồi chậm hơn.

Cùng với tín dụng dự án tiếp tục mở rộng, cơ cấu tín dụng bất động sản (BDS) cũng thay đổi khá mạnh khi dư nợ toàn thị trường đạt khoảng 5.15 triệu tỷ VND cuối Q2 2026, tăng 8.1% từ đầu năm. Trong đó, tín dụng dành cho doanh nghiệp phát triển dự án tăng 23.4% lên 2.5 triệu tỷ VND, trong khi tín dụng mua nhà giảm 3.0%, đưa tỷ trọng tín dụng dành cho chủ đầu tư từ 31% cuối 2023 lên khoảng 48% trong Q2 2026. Tỷ trọng chủ đầu tư tăng nhanh làm chất lượng tín dụng BDS gần nhiều hơn với tiến độ pháp lý, triển khai và bán hàng của từng dự án, khi dòng tiền trả nợ ngày càng đến từ hoạt động của chủ đầu tư hơn là nhu cầu vay mua nhà của người dân.

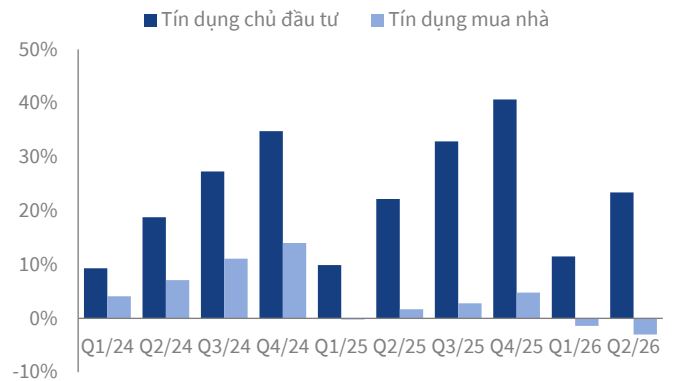
Tín dụng chủ đầu tư tăng nhanh hơn khá nhiều so với mức phục hồi của sức mua trên thị trường nhà ở. Tại Hà Nội, giá sơ cấp bình quân trong Q2 2026 tăng 12% so với quý trước và 21% so với cùng kỳ lên khoảng 95 triệu VND/m², trong khi giá thứ cấp giảm 3% so với quý trước xuống khoảng 60 triệu VND/m². Tỷ lệ hấp thụ căn hộ đồng thời giảm về khoảng 68% trong Q2, sau giai đoạn thường xuyên duy trì trên 90% trong 2024-2025. Khoảng cách giữa tốc độ mở rộng tín dụng của chủ đầu tư và khả năng tiêu thụ sản phẩm chưa tạo áp lực nợ xấu lớn trong ngắn hạn, dù dòng tiền trả nợ nhiều khả năng nhạy hơn với tiến độ bán hàng trong các quý tới.

Áp lực có thể gia tăng trong 2027 khi khoảng 111 nghìn tỷ VND trái phiếu BĐS đáo hạn, gần gấp đôi lượng đáo hạn còn lại của 2026 và tập trung khoảng 44 nghìn tỷ VND riêng trong Q4 2027. Các doanh nghiệp BĐS vẫn huy động được khoảng 70 nghìn tỷ VND trái phiếu trong H1 2026 với lãi suất phát hành trung vị đã tăng lên

quanh 12.0%, trong lúc khối lượng đáo hạn gia tăng và chi phí tái tài trợ cũng cao hơn. Theo chúng tôi, rủi ro tín dụng trong năm tới nhiều khả năng tập trung ở các chủ đầu tư có tốc độ bán hàng chậm, lượng nợ đáo hạn lớn và dư nợ ngân hàng cao, trong khi các dự án đã hoàn thiện pháp lý và duy trì tiến độ bán hàng tốt có dòng tiền thuận lợi hơn để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ. Chênh lệch về khả năng bán hàng, dòng tiền và áp lực đáo hạn vì thế sẽ tạo khoảng cách lớn hơn về chất lượng tín dụng giữa từng chủ đầu tư và dự án.

Biểu đồ 8: Tăng trưởng tín dụng BĐS ngày càng tập trung vào phía chủ đầu tư

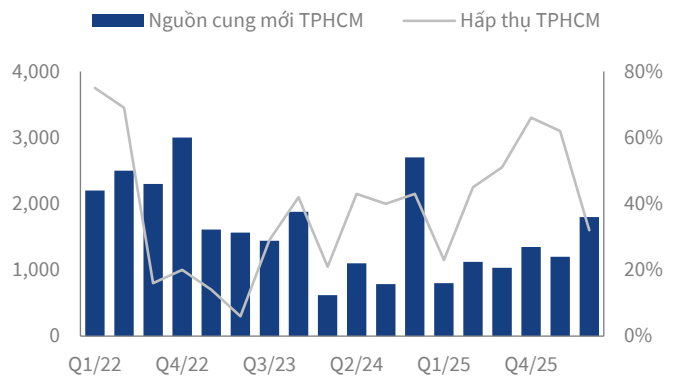
Tăng trưởng tín dụng chủ đầu tư và tín dụng mua nhà [%]



Nguồn: SBV, TVS Research tổng hợp

Biểu đồ 10: Nguồn cung TPHCM vẫn ở mức thấp dù thanh khoản đã cải thiện từ đáy

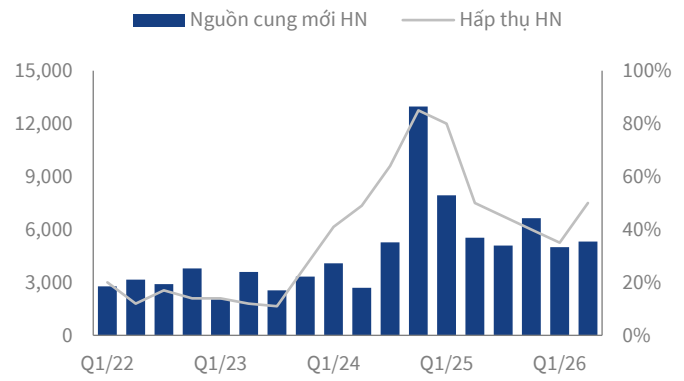
Nguồn cung mới và tỷ lệ hấp thụ căn hộ TPHCM [căn, %]



Nguồn: Savills, TVS Research

Biểu đồ 9: Nguồn cung Hà Nội phục hồi nhanh hơn khả năng hấp thụ của thị trường

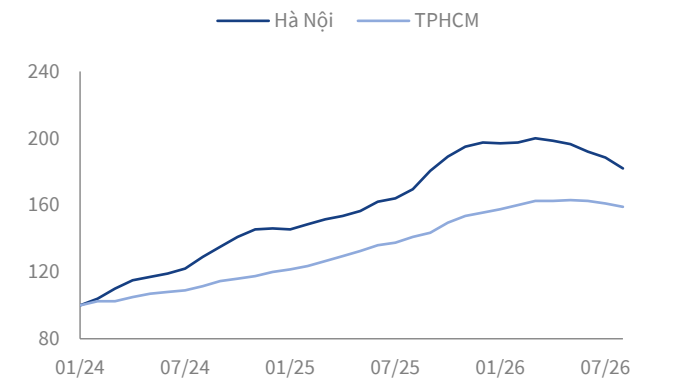
Nguồn cung mới và tỷ lệ hấp thụ căn hộ Hà Nội [căn, %]



Nguồn: Savills, TVS Research

Biểu đồ 11: Khoảng cách giá nhà giữa Hà Nội và TPHCM đã thu hẹp đáng kể

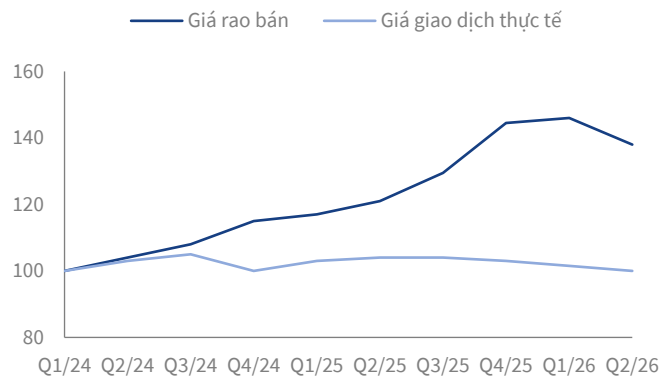
Diễn biến giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội và TPHCM [T1 2024 = 100]



Nguồn: Savills, TVS Research

Biểu đồ 12: Khoảng cách giữa giá chào bán và giá giao dịch cho thấy sức mua chưa theo kịp mặt bằng giá

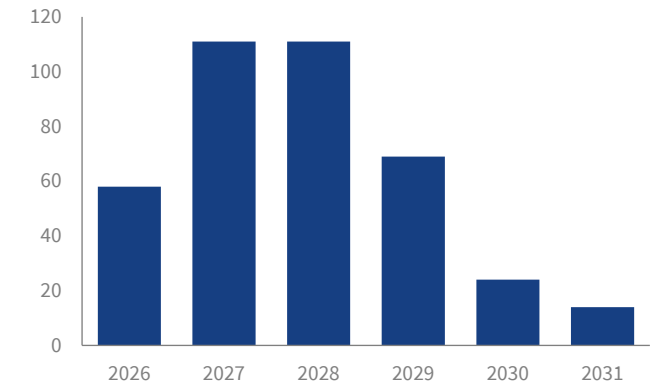
Giá rao bán và giá giao dịch thực tế [Q1 2024 = 100]



Nguồn: Batdongsan.com, TVS Research

Biểu đồ 13: Áp lực tái tài trợ BĐS tăng mạnh trong 2027 khi lượng trái phiếu đáo hạn lên cao

Giá trị trái phiếu BĐS đáo hạn giai đoạn 2026-2031 [nghìn tỷ VND]



Nguồn: HNX, TVS Research

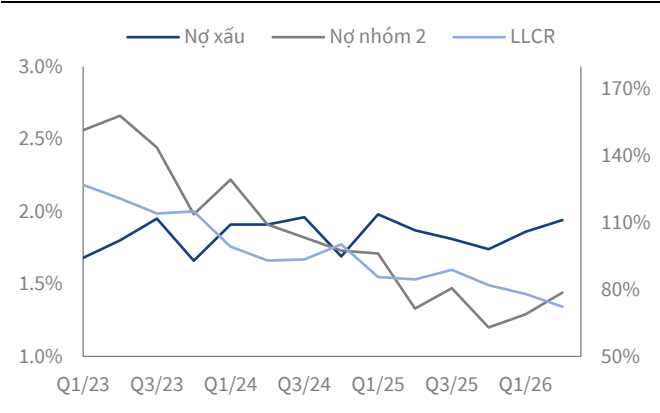
Chất lượng tài sản bắt đầu kém thuận lợi hơn, dù nợ xấu mới chưa tăng trên diện rộng.

Sau giai đoạn tín dụng tăng nhanh trong 2025 và H1 2026, tỷ lệ nợ xấu của 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi tăng từ 1.7% cuối 2025 lên 1.9% cuối Q2 2026, nợ nhóm 2 tăng từ 1.2% lên 1.4%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) giảm từ 81.9% xuống 72.3%. Chất lượng tài sản nhìn chung đã kém thuận lợi hơn so với cuối 2025, dù tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới lại giảm mạnh từ 3.9% trong Q4 2025 xuống 1.5% trong Q1 và 1.2% trong Q2 2026. Theo chúng tôi, áp lực hiện tại chưa đến từ một làn sóng nợ xấu mới trên toàn hệ thống, mà tập trung nhiều hơn ở lượng nợ có vấn đề đã tích tụ từ trước trong khi mức bao phủ giảm sau nhiều quý tín dụng tăng nhanh.

Khoảng cách giữa các ngân hàng cũng ngày càng rõ hơn khi khả năng xử lý phần nợ có vấn đề phụ thuộc nhiều vào mức dự phòng đã tích lũy. VCB, CTG, TCB và ACB kết thúc Q2 với LLCR lần lượt khoảng 279%, 134%, 126% và 105%, cao hơn khá nhiều so với mức 44%-57% tại HDB, VIB, MSB, VPB và STB. Chênh lệch này đi cùng tốc độ phát sinh nợ xấu khác nhau, khi VPB ghi nhận tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới trong H1 2026 khoảng 3.5% và HDB khoảng 2.3%, còn VCB, TCB và ACB lần lượt chỉ quanh 0.1%, 0.4% và 0.6%. STB có đặc điểm riêng khi tỷ lệ nợ xấu ở mức 7.5%, trong đó vẫn bao gồm lượng tài sản tồn đọng từ quá trình tái cơ cấu. Theo chúng tôi, chênh lệch về LLCR nhiều khả năng ảnh hưởng rõ hơn tới lợi nhuận trong các quý tới, bởi nhóm có mức bao phủ thấp sẽ phải dành nhiều lợi nhuận hơn cho dự phòng khi lượng nợ có vấn đề tiếp tục chuyển nhóm.

Biểu đồ 14: Chất lượng tài sản bắt đầu kém thuận lợi hơn sau giai đoạn tín dụng tăng nhanh

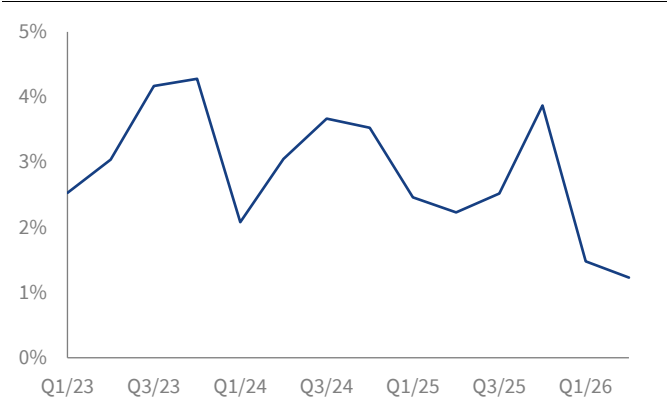
Nợ xấu, nợ nhóm 2 và LLCR của 12 ngân hàng theo dõi [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Biểu đồ 15: Nợ xấu phát sinh mới giảm trong khi lượng nợ có vấn đề vẫn ở mức cao

Tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới tối thiểu, quy đổi theo năm [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Ghi chú: Tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới tối thiểu = (nợ xấu cuối kỳ - nợ xấu đầu kỳ + nợ xử lý bằng dự phòng trong kỳ) / dư nợ cho vay bình quân, quy đổi theo năm.

Bảng 3: LLCR thấp làm dư địa xử lý nợ khác biệt lớn giữa các ngân hàng

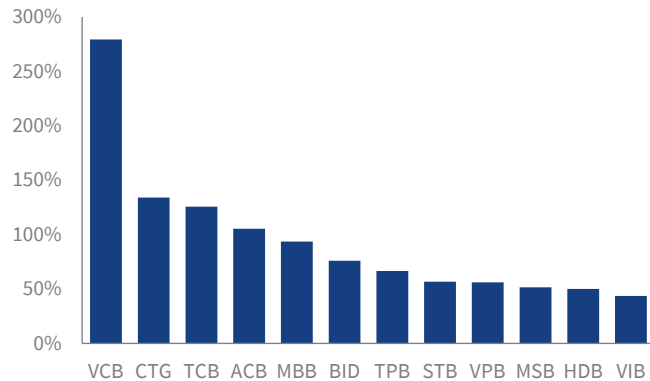
Chất lượng tài sản và xử lý nợ theo ngân hàng trong H1 2026 [%]

Mã	Nợ xấu	Nợ nhóm 2	LLCR	Tỷ lệ nợ xử lý bằng dự phòng trong H1 2026, tính theo năm	Nợ xấu phát sinh mới H1 2026, tính theo năm
	%	%	%	%	%
VCB	0.6%	0.3%	279.3%	0.0%	0.1%
BID	1.8%	1.2%	75.9%	1.0%	1.8%
CTG	1.2%	0.9%	134.0%	1.4%	1.7%
VPB	3.3%	3.2%	56.2%	2.2%	3.5%
TCB	1.1%	0.7%	125.6%	0.1%	0.4%
ACB	1.0%	0.7%	105.3%	0.4%	0.6%
HDB	2.8%	4.7%	50.0%	0.7%	2.3%
MBB	1.5%	1.0%	93.6%	0.7%	1.4%
STB	7.5%	2.7%	56.7%	0.1%	2.6%
TPB	1.9%	1.9%	66.5%	0.5%	1.9%
VIB	2.9%	2.6%	43.6%	1.2%	1.3%
MSB	2.5%	1.3%	51.6%	0.8%	1.1%

Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Biểu đồ 16: Khả năng hấp thụ tổn thất khác biệt lớn theo mức bao phủ nợ xấu

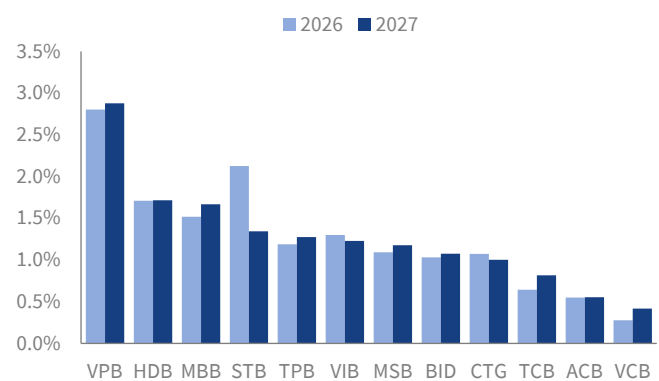
LLCR theo ngân hàng tại Q2 2026 [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Biểu đồ 17: Chi phí tín dụng cao tiếp tục tập trung ở nhóm có chất lượng tài sản yếu hơn

Chi phí tín dụng dự phóng 2026-2027 theo ngân hàng [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research dự báo

Tăng trưởng tín dụng cao đang kéo áp lực từ nguồn vốn sang chất lượng tài sản.

Phần dư nợ tăng mạnh trong 2025-2026, đặc biệt tại BĐS, tín dụng dự án và các phân khúc bán lẻ có lợi suất cao, vẫn còn tương đối mới và chưa bước đủ sâu vào kỳ trả nợ để chất lượng khoản vay phản ánh đầy đủ vào các chỉ tiêu nợ xấu hiện tại. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của nhóm theo dõi tăng từ 1.8% trong 2026 lên 1.9% trong 2027 và 2.0% trong 2028, trong khi chi phí tín dụng duy trì quanh 1.2% trong 2027 trước khi tăng lên 1.4% trong 2028. Áp lực dự phòng vì vậy nhiều khả năng xuất hiện muộn hơn chi phí huy động, khi phần dư nợ tăng nhanh trong các năm trước bước sâu hơn vào kỳ trả nợ và chất lượng khoản vay bộc lộ đầy đủ hơn.

Giai đoạn 2010-2014 cũng ghi nhận độ trễ giữa áp lực nguồn vốn và chất lượng tài sản, dù mức độ mất cân đối và điều kiện vĩ mô khi đó khác đáng kể. Sau khi tăng trưởng tín dụng đạt 39.6% trong 2009 và 32.4% trong 2010, áp lực lạm phát, tỷ giá và thanh khoản buộc chính sách tiền tệ phải thắt chặt mạnh trong 2011, khiến tăng trưởng tín dụng giảm nhanh trong các năm sau. Tuy nhiên, tác động lên chất lượng tài sản và khả năng sinh lời xuất hiện chậm hơn, khi nợ xấu chính thức tăng từ 2.1% năm 2010 lên 3.4% trong 2012, còn ROE giảm từ 17.7% xuống 8.2% và tiếp tục về 3.2% trong 2014. Trong chu kỳ này, chi phí nguồn vốn phản ứng trước, trong khi nợ xấu và dự phòng cần thêm thời gian để đi vào KQKD sau một giai đoạn tín dụng mở rộng nhanh.

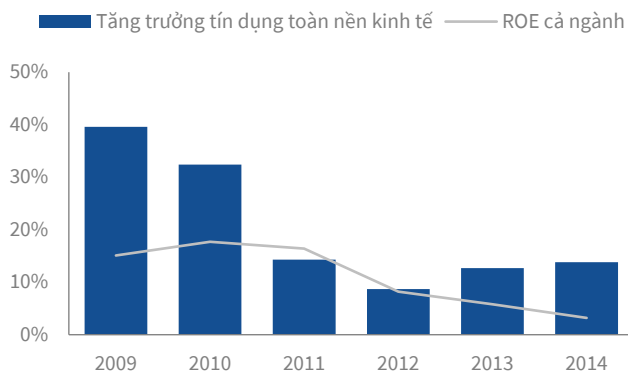
Ở giai đoạn hiện nay, chi phí huy động đã tăng rõ từ cuối 2025, trong khi chất lượng tài sản mới bắt đầu kém thuận lợi hơn. Nợ xấu của nhóm theo dõi tăng từ 1.74% cuối 2025 lên 1.94% trong Q2 2026, nợ nhóm 2 tăng từ 1.20% lên 1.44% và LLCR giảm từ 81.9% xuống 72.3%, dù tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới giảm mạnh trong H1. KQKD 2026 vẫn được hỗ trợ bởi quy mô tín dụng lớn hơn và phần lớn dư nợ mới còn trong giai đoạn tạo thêm thu nhập, trong khi tác động từ chi phí vốn và chất lượng tài sản nhiều khả năng rõ hơn trong các năm sau. Chúng tôi dự phóng

CoF tăng từ 4.1% trong 2026 lên 4.3% trong 2027, trước khi giảm nhẹ về 4.2% trong 2028, còn chi phí tín dụng tăng lên 1.4% trong 2028, khiến ROE của nhóm theo dõi giảm từ 17.5% trong 2026 xuống 16.5% và 15.8% trong hai năm tiếp theo.

Khả năng duy trì lợi nhuận giữa các ngân hàng vì thế ngày càng gắn với cả chất lượng nguồn vốn và mức dự phòng đã tích lũy. CASA cao cùng nguồn vốn ổn định giúp hạn chế mức tăng của CoF, trong khi LLCR cao tạo khoảng đệm tốt hơn khi nợ chuyển nhóm và nhu cầu trích lập gia tăng. Ngược lại, các ngân hàng tăng tín dụng gần 30%, đồng thời phải bổ sung nhiều nguồn vốn mới và duy trì LLCR thấp, sẽ có lợi nhuận nhạy hơn với cả chi phí huy động và chất lượng tài sản. Sang 2027, các ngân hàng duy trì nguồn vốn ổn định, LLCR cao và ROE tốt nhiều khả năng giữ được tốc độ tăng lợi nhuận tốt hơn, trong khi tốc độ mở rộng dư nợ đơn thuần tạo ít khác biệt hơn so với 2025-2026.

Biểu đồ 18: Trong chu kỳ trước, suy giảm lợi nhuận xuất hiện muộn hơn điều chỉnh tín dụng

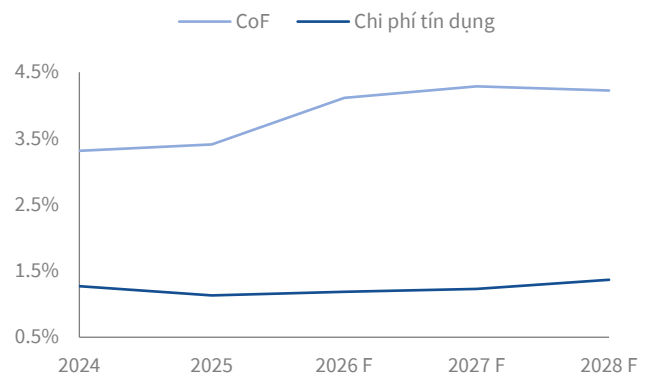
Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế và ROE ngành Ngân hàng [%]



Nguồn: IMF, TVS Research tổng hợp

Biểu đồ 19: Áp lực lợi nhuận nhiều khả năng chuyển từ CoF sang dự phòng từ 2027-2028

CoF và chi phí tín dụng của 12 ngân hàng theo dõi, 2024-2028F [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research dự báo

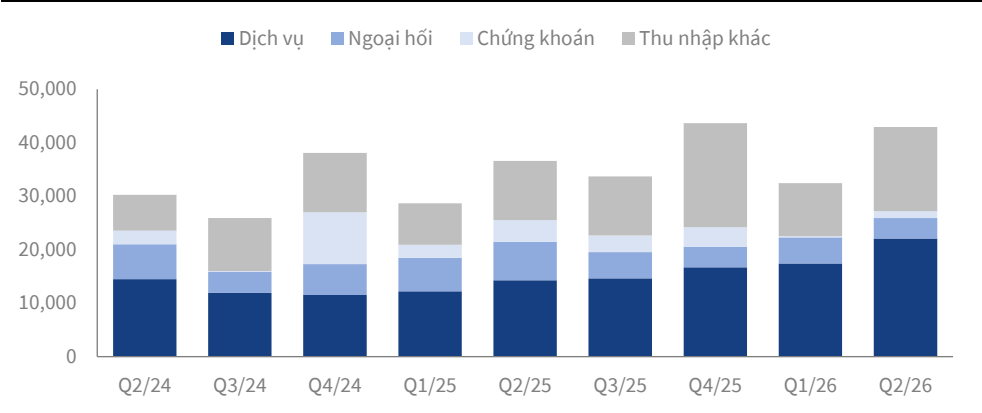
Thu ngoài lãi vẫn hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong hai năm tới, dù mức đóng góp nhiều khả năng thấp hơn 2026 và khó bù mức tăng của chi phí huy động và dự phòng.

Lãi thuần hoạt động dịch vụ tăng mạnh trong Q2 2026 nhờ sự cải thiện đồng thời của thanh toán, thẻ, bảo lãnh, tài trợ thương mại, bảo hiểm và các hoạt động liên quan tới thị trường vốn, qua đó bổ sung thêm nguồn tăng trưởng bên cạnh NII trong giai đoạn NIM bắt đầu chịu nhiều áp lực hơn. Tuy nhiên, khả năng duy trì mức tăng này khác nhau khá rõ giữa từng nguồn thu, khi thanh toán, thẻ và tài trợ thương mại thường mở rộng cùng quy mô khách hàng và khối lượng giao dịch, còn chứng khoán, phân phối trái phiếu và ngân hàng đầu tư phản ứng sát hơn với thanh khoản cũng như mức độ sôi động của thị trường vốn. Với mặt bằng lãi suất cao hơn và điều kiện huy động vốn kém thuận lợi hơn giai đoạn trước, đóng góp từ nhóm hoạt động liên quan tới thị trường vốn nhiều khả năng biến động mạnh hơn, khiến tốc độ tăng thu ngoài lãi giữa các ngân hàng tiếp tục có sự khác biệt tùy theo cơ cấu nguồn thu. Sau mức tăng 36.4% trong 2026, chúng tôi dự phóng lãi thuần dịch vụ tăng 12.8% trong 2027 và 13.1% trong 2028 trên nền so sánh cao hơn. Thu ngoài lãi vì vậy vẫn có thể hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong hai năm

tối, nhưng mức đóng góp nhiều khả năng thấp hơn 2026 và khó bù đắp mức tăng của chi phí huy động và dự phòng.

Biểu đồ 20: Thu ngoài lãi phục hồi trong khi phần đóng góp từ thị trường vốn vẫn biến động lớn

Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của 12 ngân hàng theo dõi, Q2 2024-Q2 2026 [tỷ VND]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

CIR tiếp tục giảm với phần hỗ trợ thêm cho lợi nhuận ngày càng thu hẹp.

CIR của nhóm theo dõi giảm từ 34.3% năm 2023 xuống 32.1% năm 2025 và 29.3% trong H1 2026, chủ yếu do thu nhập tăng nhanh hơn chi phí hoạt động khi quy mô khách hàng và giao dịch tiếp tục mở rộng. Chi phí tuyệt đối vẫn tăng do đầu tư cho công nghệ, dữ liệu, an toàn hệ thống và quản trị rủi ro, nên mức giảm của CIR chủ yếu đến từ hiệu quả vận hành trên quy mô lớn hơn. Chúng tôi dự phóng CIR giảm tiếp về 29.4% trong 2027 và 28.7% trong 2028, dù phần cải thiện thêm nhiều khả năng không còn lớn khi tỷ lệ này đã về quanh 30%.

Biểu đồ 21: Hiệu quả vận hành tiếp tục cải thiện với dư địa ngày càng thu hẹp

CIR của 12 ngân hàng theo dõi, Q1 2020-Q2 2026 [%]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research

Quan điểm và khuyến nghị của chúng tôi

Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP với ngành Ngân hàng khi tín dụng vẫn tăng cao, trong khi tăng trưởng lợi nhuận nhiều khả năng chậm lại từ 2027.

KQKD H1 2026 tích cực hơn dự kiến đầu năm nhờ tín dụng duy trì tăng trưởng cao, NIM phục hồi trong Q2 và thu nhập phí cải thiện. Tuy nhiên, chi phí huy động cũng đã tăng lên, trong khi nợ nhóm 2 và nợ xấu nhích cao hơn còn LLCR tiếp tục giảm. Tăng trưởng tín dụng vẫn là động lực chính của lợi nhuận trong 2026, dù phần lợi nhuận tạo thêm từ quy mô dư nợ lớn hơn nhiều khả năng thu hẹp dần khi chi phí nguồn vốn mới đi vào CoF và chất lượng tài sản kém thuận lợi hơn.

Chúng tôi dự phóng LNTT của 12 ngân hàng trong năm 2026 tăng 17.1% YoY, sau đó chậm lại còn 10.4% trong 2027 và 10.0% trong 2028. Áp lực xuất hiện trước ở nguồn vốn khi tín dụng năm 2027 dự kiến tăng 18.2%, cao hơn tăng trưởng tiền gửi 15.9%, qua đó kéo CoF từ 4.1% lên 4.3%. Sang 2028, CoF giảm nhẹ về 4.2% trong lúc chi phí tín dụng tăng từ 1.2% lên 1.4% khi phần dư nợ mở rộng nhanh trong các năm trước bước sâu hơn vào kỳ trả nợ. ROE của nhóm theo dõi theo đó giảm từ 17.5% trong 2026 xuống 16.5% trong 2027 và 15.8% trong 2028, dù tín dụng vẫn duy trì mức tăng trưởng cao. Khoảng cách ngày càng lớn giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng lợi nhuận cho thấy chi phí vốn cùng dự phòng sẽ ảnh hưởng nhiều hơn tới phần thu nhập tạo thêm từ dư nợ mới trong hai năm tới.

Trong báo cáo CLĐT đầu năm 2026, chúng tôi ưu tiên **VPB, HDB và MBB** nhờ hạn mức tín dụng cao cùng khả năng mở rộng dư nợ sau nhận chuyển giao bắt buộc, và tốc độ tăng tín dụng cao tại nhóm này đã đóng góp tích cực vào KQKD H1 2026. Sang 2027, chúng tôi tập trung nhiều hơn vào chênh lệch về chi phí huy động, chất lượng tài sản và khả năng duy trì ROE giữa các ngân hàng, khi tăng trưởng tín dụng cao không còn chuyển hóa thành mức tăng lợi nhuận tương ứng như giai đoạn trước. Chúng tôi tiếp tục giữ **MBB và VPB**, đồng thời bổ sung **CTG, ACB và TCB** trong danh sách khuyến nghị cho Q4 2026 - 2027.

Bảng 4: Lợi nhuận chậm lại từ 2027 khi CoF và dự phòng cùng gia tăng

Dự báo KQKD và các chỉ số chính của 12 ngân hàng theo dõi, 2025-2028F [%]

	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng KQKD				
Thu nhập lãi thuần	9.7%	18.5%	14.6%	17.2%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	11.4%	36.4%	12.8%	13.1%
Tổng thu nhập HĐ	11.6%	16.7%	13.1%	15.5%
Chi phí HĐ	8.9%	11.1%	10.9%	12.7%
Chi phí dự phòng	6.2%	24.8%	22.2%	30.7%
LNTT	15.7%	17.1%	10.4%	10.0%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	15.5%	16.7%	10.4%	10.0%
Các chỉ số chính				
Tăng trưởng tín dụng	20.1%	18.2%	18.2%	17.0%
Tăng trưởng tiền gửi	23.1%	14.7%	15.9%	16.0%
NIM	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
Lợi suất TS	6.3%	7.0%	7.2%	7.2%

CoF	3.4%	4.1%	4.3%	4.2%
CIR	31.5%	30.0%	29.4%	28.7%
Nợ xấu	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
Nợ xấu + Nợ N2	2.9%	3.3%	3.6%	3.6%
LLCR	90.5%	87.4%	85.4%	85.9%
Chi phí tín dụng	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%
ROA	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
ROE	17.8%	17.5%	16.5%	15.8%

Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research dự báo

Định giá ngành và các CP đã thấp hơn trung vị lịch sử, nhưng ROE và chất lượng tài sản khác biệt lớn giữa các ngân hàng.

P/B của nhóm theo dõi hiện quanh 1.4x, thấp hơn trung vị 5 năm khoảng 1.6x, trong khi ROE dự phóng giảm từ 17.5% trong 2026 xuống 16.5% trong 2027 và 15.8% trong 2028. Tín dụng vẫn duy trì tăng trưởng hai chữ số và tiếp tục mở rộng lợi nhuận cùng giá trị sổ sách, dù tốc độ tăng lợi nhuận nhiều khả năng chậm lại khi chi phí huy động và dự phòng gia tăng. Mặt bằng P/B thấp hơn lịch sử đi cùng ROE thấp hơn, trong khi chênh lệch về chi phí nguồn vốn và chất lượng tài sản làm triển vọng lợi nhuận giữa các ngân hàng khác biệt rõ ràng hơn trong 2027-2028.

Trong nhóm theo dõi, CTG và ACB đang giao dịch dưới trung vị P/B lịch sử trong khi vẫn duy trì ROE ở mức cao và LLCR tốt hơn phần lớn các ngân hàng. MBB và VPB tiếp tục có tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ tín dụng, FE Credit và các hoạt động ngoài ngân hàng, với độ nhạy lớn hơn trước biến động chất lượng tài sản do LLCR thấp và chi phí vốn cao. Lợi nhuận từ phần dư nợ tăng thêm vì thế biến động mạnh hơn theo lãi suất và chất lượng tài sản. TCB duy trì CASA cao, chất lượng tài sản tốt và nguồn thu ngoài lãi lớn, song P/B đã gần trung vị 5 năm trong khi ROE bình quân 2027-2028 khoảng 15%. Theo chúng tôi, mặt bằng P/B hiện tại chưa phản ánh đồng đều chênh lệch về khả năng duy trì ROE, chất lượng tài sản và chi phí nguồn vốn giữa các ngân hàng, qua đó tạo ra khoảng cách lớn hơn về mức tăng giá kỳ vọng trong giai đoạn 2027-2028.

Biểu đồ 22: P/B ngành đã giảm xuống dưới trung vị 5 năm

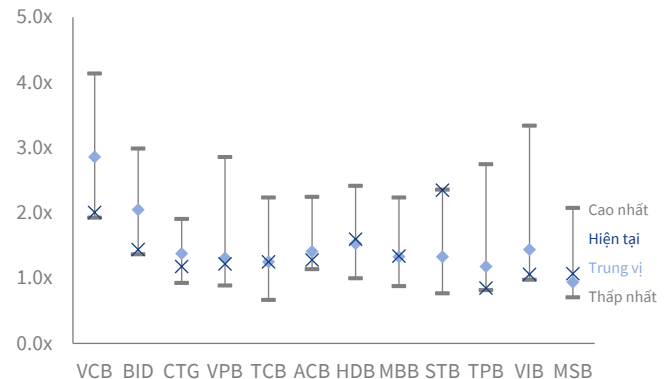
P/B của nhóm ngân hàng theo dõi [x]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 23: P/B thấp của ngành không đồng nghĩa mọi ngân hàng cùng rẻ so với lịch sử

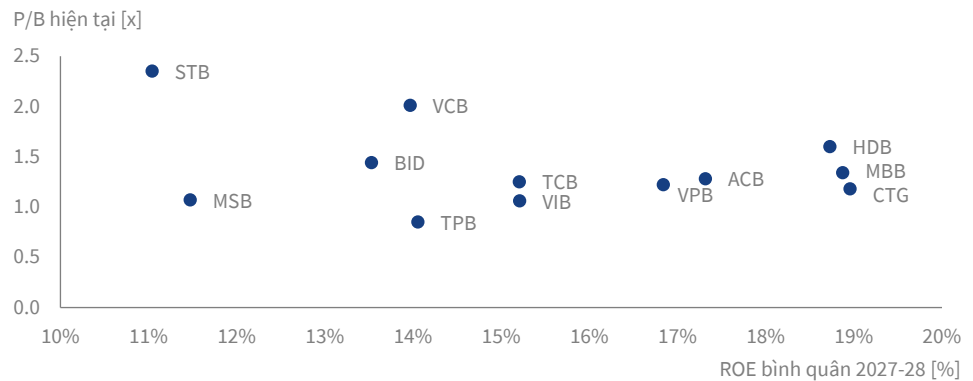
P/B hiện tại, trung vị, cao nhất và thấp nhất 5 năm theo ngân hàng [x]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 24: CTG và ACB có tương quan định giá và ROE thuận lợi hơn trong nhóm theo dõi

P/B hiện tại và ROE bình quân 2027-2028 theo ngân hàng [x, %]



Nguồn: Các ngân hàng niêm yết, TVS Research dự báo

Chúng tôi ưu tiên CTG, ACB, MBB, VPB và TCB cho giai đoạn 2027.

Trong báo cáo CLĐT đầu năm 2026, chúng tôi lựa chọn VPB, HDB và MBB nhờ hạn mức tín dụng cao cùng khả năng mở rộng dư nợ sau nhận chuyển giao bắt buộc. Tăng trưởng tín dụng cao của ba ngân hàng đã đóng góp tích cực vào KQKD H1 2026, phù hợp với luận điểm đầu năm. Sang 2027, khi chi phí huy động duy trì ở mặt bằng cao hơn và chất lượng tài sản bắt đầu tạo ra chênh lệch lớn hơn về chi phí dự phòng, tốc độ tăng tín dụng không còn mang lại mức tăng lợi nhuận tương ứng như giai đoạn trước. Chúng tôi tiếp tục lựa chọn MBB và VPB, đồng thời bổ sung CTG, ACB và TCB do nhóm này có sự kết hợp khác nhau giữa định giá, khả năng sinh lời và chất lượng tài sản. CTG và ACB đang giao dịch ở mức P/B tương đối thấp trong khi vẫn duy trì ROE cao và chất lượng tài sản tốt. MBB giữ ROE gần 19% và CASA trên 35%, dù nhu cầu huy động tăng khá nhanh cùng tốc độ mở rộng tín dụng. VPB tiếp tục có tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ tín dụng, FE Credit và các hoạt động ngoài ngân hàng, nhưng LLCR thấp và chi phí vốn cao làm mức biến động lợi nhuận lớn hơn khi chất lượng tài sản kém thuận lợi. TCB duy trì CASA cao, chất lượng tài sản tốt và nguồn thu ngoài lãi lớn, trong khi định giá đang ở mức hợp lý so với lịch sử.

So với đầu năm, chúng tôi không còn lựa chọn HDB cho 2027 khi P/B đã tăng lên khoảng 1.6x, trong khi nợ nhóm 2 ở mức 4.7% và LLCR quanh 50%, làm tương quan giữa định giá và rủi ro kém thuận lợi hơn so với các cổ phiếu còn lại. Ở cấp độ toàn ngành, lãi suất huy động cao vẫn là rủi ro chính đối với lợi nhuận 2027, trong khi nợ xấu và nợ nhóm 2 đã cao hơn cuối 2025 còn LLCR thấp hơn, khiến áp lực dự phòng nhiều khả năng tăng dần trong các năm sau. Tăng trưởng tiền gửi bắt kịp tín dụng, mặt bằng lãi suất huy động hạ nhiệt và LLCR ổn định trở lại sẽ cải thiện triển vọng lợi nhuận, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi hơn cho định giá ngành.

Bảng 5: Khả năng duy trì ROE và chất lượng tài sản trở thành yếu tố chính trong lựa chọn cổ phiếu 2027

Giá mục tiêu và khuyến nghị với một số CP ngân hàng

Mã	Giá hiện tại (2/10)	Giá mục tiêu	Upside	Khuyến nghị	Điểm chính
CTG	29,750	41,200	38.5%	MUA	- Chúng tôi dự phóng ROE duy trì quanh 19% trong 2027-2028, trong khi LLCR quanh 140% giúp CTG có khả năng xử lý nợ xấu phát sinh mà không làm chi phí dự phòng biến động quá mạnh - Việc chuyển nhượng VietinBank Tower dự kiến bổ sung lợi nhuận ngoài hoạt động cốt lõi, hỗ trợ KQKD bên cạnh tăng trưởng tín dụng và thu nhập phí - P/B hiện tại vẫn thấp hơn trung vị 5 năm và quanh vùng giao dịch của 2022-2023, trong khi ROE và LLCR đều cao hơn giai đoạn này. Theo chúng tôi, mức định giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ khả năng duy trì ROE cao cùng mức dự phòng tương đối tốt của CTG
ACB	21,100	29,400	39.3%	MUA	- NPL quanh 1%, LLCR trên 100% và chi phí tín dụng khoảng 0.5%-0.6% giúp lợi nhuận của ACB ít chịu ảnh hưởng hơn khi chất lượng tài sản toàn ngành xấu đi, dù NIM nhiều khả năng còn chịu áp lực trong 2027 - Thu nhập từ thanh toán quốc tế, bảo hiểm và thẻ tiếp tục bổ sung cho NII, trong khi chi phí dự phòng thấp giúp ACB duy trì ROE quanh 17%-18% mà không cần tăng tín dụng gần 30% như MBB hay VPB - P/B hiện tại thấp hơn vùng 1.34-1.37x của 2022-2023 và trung vị 5 năm. Theo chúng tôi, mức định giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ khả năng duy trì ROE cao với chi phí tín dụng thấp trong 2027-2028
MBB	19,100	27,100	41.9%	MUA	- Tăng trưởng tín dụng gần 30% trong 2027 tiếp tục hỗ trợ ROE quanh 19%, trong khi CASA khoảng 35% giúp hạn chế phần nào mức tăng của chi phí huy động đủ nhu cầu vốn mới vẫn lớn - NPL dự phóng tăng từ khoảng 1.45% trong 2026 lên 1.75% trong 2028 và chi phí tín dụng tăng lên khoảng 1.8%. Mức chi phí tín dụng này làm lợi nhuận của MBB biến động mạnh hơn CTG và ACB với diễn biến chi phí vốn và chất lượng tài sản - MBB hiện giao dịch quanh trung vị P/B 5 năm. Theo chúng tôi, phần tăng giá kỳ vọng nhiều khả năng đến chủ yếu từ tăng trưởng lợi nhuận và giá trị sổ sách, khi dư địa từ P/B tăng thêm không còn lớn
VPB	22,900	27,800	21.4%	MUA	- Tăng trưởng tín dụng gần 30%, cùng sự phục hồi của FE Credit và đóng góp từ chứng khoán, phí dịch vụ, giúp VPB duy trì tăng trưởng lợi nhuận cao hơn phần lớn nhóm theo dõi - Nguồn vốn từ các TCTD và GTCG chiếm gần 40%, trong khi LLCR thấp. VPB vì vậy chịu áp lực lớn hơn từ chi phí huy động và chất lượng tài sản - P/B hiện tại vẫn thấp hơn trung vị 5 năm. Theo chúng tôi, mức định giá còn thấp so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng mẹ và FE Credit, dù rủi ro nguồn vốn và dự phòng cao hơn CTG, ACB và TCB
TCB	32,250	40,700	26.2%	MUA	- CASA quanh 35% và chất lượng tài sản tương đối tốt giúp TCB hạn chế tác động từ mặt bằng lãi suất huy động cao, dù tăng trưởng tín dụng vẫn tạo thêm nhu cầu vốn và gây áp lực lên NIM trong 2027 - Chứng khoán, quản lý tài sản, thanh toán và các hoạt động liên quan tới thị trường vốn tiếp tục đóng góp lớn vào thu nhập ngoài lãi, trong khi tỷ trọng tín dụng BĐS và xây dựng cao làm KQKD biến động nhiều hơn theo dòng tiền của chủ đầu tư - TCB hiện giao dịch quanh trung vị P/B 5 năm với ROE bình quân 2027-2028 khoảng 15%. Theo chúng tôi, định giá hiện tại đã phản ánh tương đối nhiều lợi thế về CASA và chất lượng tài sản, làm khả năng được tái định giá thấp hơn CTG, ACB và MBB

Nguồn: các DN niêm yết, TVS Research ước tính

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhằm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NẮM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt - www.tvs.vn

Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec
4A Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội
Phone: +84 (24) 7300 6588
Fax: +84 (24) 3248 4821

Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long
63A Võ Văn Tần, Quận 3, Hồ Chí Minh
Phone: +84 (28) 7300 6588
Fax: +84 (28) 299 2088

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Phạm Nguyên Long

Chuyên viên cao cấp
longpn@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên
anhnd@tvs.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên cao cấp
quangtpt@tvs.vn

Nguyễn Văn Quang

Chuyên viên
quangnv@tvs.vn

Vũ Quỳnh Như

Chuyên viên
nhuvq@tvs.vn