

Ngân hàng Tiên Phong (HSX: TPB)

Chất lượng tài sản cải thiện, ổn định tăng trưởng

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế năm 2026/2027 tăng trưởng trên 16% svck, nhờ sự hồi phục của thu lãi thuần và chi phí tín dụng thấp;
- Chất lượng tài sản kỳ vọng tiếp tục đà phục hồi;
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 21,000 VNĐ/cổ phiếu.

TPB hoàn thành vượt kế hoạch tham vọng năm 2025

Trong khi LNTT 9 tháng đầu năm chỉ hoàn thành 67% kế hoạch cả năm, LNTT Q4/2025 bứt phá đạt 3,155 tỷ đồng – mức lợi nhuận quý cao kỷ lục và tăng 48% svck. Như vậy, lợi nhuận trước thuế cả năm 2025 đạt 9,203 tỷ đồng, tăng 21.1% svck, hoàn thành 102% kế hoạch cả năm và hoàn thành 104% dự báo của MBS Research. LNTT năm 2025 chủ yếu tăng nhờ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi và tiết giảm chi phí trích lập dự phòng. Tính đến cuối năm 2025, **dư nợ tín dụng** hợp nhất của TPB tăng 19.6% svck, giảm nhẹ mức TTTD năm 2024 (+19.9% svck). NIM cả năm 2025 giảm 50 điểm cơ bản svck, do vậy, thu nhập lãi thuần chỉ tăng nhẹ 3.6% svck. Thu nhập ngoài lãi tăng 9.3% do các mảng hoạt động đóng góp chính đều tăng trưởng tốt svck. Chi phí dự phòng đạt 3,201 tỷ đồng, giảm 23% svck do chất lượng tài sản cải thiện đáng kể. Tỷ lệ nợ xấu cuối năm giảm 23 điểm cơ bản svck và 94 điểm cơ bản so với cuối quý trước, đạt 1.29%.

Triển vọng 2026-2027: LNTT tăng trưởng bình quân trên 16%/năm với hạn mức tín dụng khá cao trong ngành, cùng chất lượng tài sản cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng TPB vẫn duy trì tăng trưởng tín dụng mức cao trong ngành, sau nhóm ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc. Với mức giảm svck của NIM thu hẹp dần về cuối năm, chúng tôi kỳ vọng NIM năm 2026 sẽ có mức giảm nhẹ hơn mức giảm 50 điểm cơ bản svck của năm 2025, và có thể tăng trở lại vào năm 2027 trong bối cảnh lãi suất tăng. Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt svck và đóng góp khoảng 30% tổng thu nhập hoạt động. Chi phí tín dụng kỳ vọng giảm svck do chất lượng tài sản kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong bối cảnh chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng năm 2025 tăng đáng kể, tạo dư địa cho việc xử lý nợ xấu trong năm 2026.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 21,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho TPB với mức P/B mục tiêu trong vòng 12 tháng tới là 1.2x – tương đương bình quân 3 năm. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 21,000 đồng/ cổ phiếu, dựa trên các luận điểm sau: 1) vị thế ngân hàng số hiện đại hàng đầu với nền tảng vốn vững chắc, 2) tăng trưởng tín dụng khá cao trong nhóm ngân hàng tư nhân lớn và vừa, 3) thu nhập ngoài lãi tiếp tục đóng góp tích cực, 4) chất lượng tài sản cải thiện đáng kể. Rủi ro đầu tư có thể liên quan đến (1) NIM giảm mạnh hơn dự kiến, 2) chi phí dự phòng tăng mạnh hơn kỳ vọng.

Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi thuần	12,907	13,368	14,941	17,186
Tổng thu nhập hoạt động	18,038	18,978	21,571	24,679
Chi phí trích lập dự phòng	(4,159)	(3,201)	(3,411)	(3,839)
LNST	6,072	7,380	8,556	9,923
Biên lãi ròng (NIM)	3.58%	3.12%	2.91%	2.99%
Tăng trưởng huy động	20.20%	20.91%	13.06%	10.64%
Tăng trưởng tín dụng	19.88%	20.01%	13.18%	12.94%
Tăng trưởng LNST	36.03%	21.54%	15.94%	15.97%
BVPS	14,230	16,589	19,449	23,288
P/B	1.12	1.05	0.87	0.73

Nguồn: TPB, MBS Research

KHẢ QUAN

21,000 VND

Giá mục tiêu

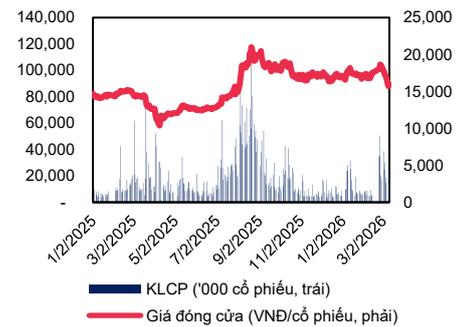
Tiềm năng tăng giá

35.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giá mục tiêu tăng 15% so với dự báo trước do tinh tiến cấu phần vốn chủ sở hữu đầu kỳ trong phương pháp thu nhập thặng dư

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	16,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,400
Vốn hóa (tỷ VND)	43,553
P/E (TTM)	6.01
P/B	1.05
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	24.66

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Tỷ lệ sở hữu

CTCP FPT	6.77%
Tập đoàn Vàng bạc Đá quý DOJI	5.93%
SBI Ven Holding PTE. Ltd	4.51%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Hương

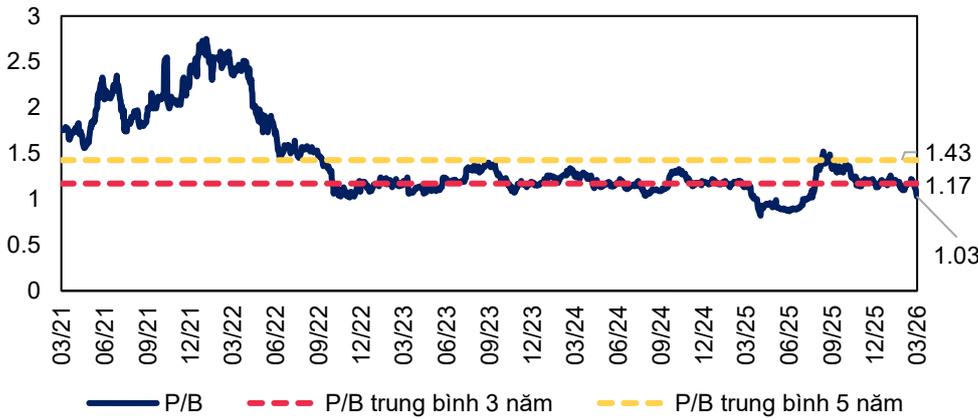
Huong.phamthithanh@mbs.com.vn

Định giá hấp dẫn bù đắp rủi ro

Luận điểm đầu tư & Định giá

Chúng tôi ưa thích TPB nhờ 1) vị thế dẫn đầu trong mảng ngân hàng số, cùng nền tảng vốn vững chắc; 2) tăng trưởng tín dụng hợp nhất ở mức cao (19.6%) so với nhóm ngân hàng tư nhân lớn và vừa (loại trừ HDB, MBB, VPB, đạt 18.1%); 3) thu nhập ngoài lãi kỳ vọng đóng góp khoảng 30%, chủ yếu do tăng trưởng lãi thuần từ phí và dịch vụ nhờ lợi thế về nền tảng ngân hàng số; và 4) chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng cải thiện đáng kể.

Hình 1: P/B của TPB hiện xấp xỉ 1.0x, thấp hơn 12% so với P/B trung bình 3 năm



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho TPB với giá mục tiêu 21,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho TPB với giá mục tiêu 12 tháng tới là 21,000 đồng/cổ phiếu, tăng 28% so với giá mục tiêu trước đó, do nâng mức P/B mục tiêu lên mức 1.2x từ mức 1.1x trước đó, và điều chỉnh dự báo EPS năm 2026-2027 tăng lần lượt 4%/8% so với báo cáo trước. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên hai phương pháp, bao gồm phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/B với tỷ trọng lần lượt là 50% - 50%.

- **Phương pháp thu nhập thặng dư:** Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư, do phần lớn giá trị của ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá. Chúng tôi cập nhật mức beta trượt 3 năm, điều chỉnh lại lãi suất phi rủi ro từ 3% lên 4% và phân bù rủi ro từ 9% về 8.5%, từ đó xác định mức chi phí vốn để chiết khấu thu nhập thặng dư là 14.8%.
- **Phương pháp định giá P/B:** Chúng tôi nâng mức P/B mục tiêu cho giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) năm 2026 lên mức 1.2x từ mức 1.1x, tương đương P/B bình quân 3 năm, với kỳ vọng chất lượng tài sản của TPB tiếp tục cải thiện so với 3 năm trước.

Hình 2: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LS phi rủi ro	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Chi phí vốn cổ phần	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					3.0%
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	2,300	2,401	2,317	2,147	1,778
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	2,004	1,822	1,532	1,237	892
VCSH đầu kỳ	42,284				
Tổng Giá trị hiện tại RI (6 năm)	7,486				
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	7,789				
Giá trị VCSH cuối kỳ	57,559				
SLCP lưu hành (tr cp)	2,774				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	20,700				

Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	20,700	50%	10,350
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.2x)	21,473	50%	10,737
Giá mục tiêu			21,000

Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Ngân hàng	Vốn hóa Tỷ đồng	Khuyến nghị	P/B đỉnh giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LNST		ROE		ROA	
				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
ACB	118,914	KHẢ QUAN	1.6x	5.8x	5.0x	1.0x	0.9x	30.5%	17.2%	19.5%	18.9%	1.9%	2.0%
BID	293,493	KHẢ QUAN	2.0x	8.7x	7.7x	1.5x	1.3x	15.3%	14.7%	18.6%	18.3%	1.0%	1.0%
CTG	272,231	KHẢ QUAN	1.9x	6.6x	5.6x	1.3x	1.1x	19.4%	17.7%	21.2%	21.1%	1.4%	1.5%
EIB	39,210	TRUNG LẬP	1.5x	13.3x	8.3x	1.4x	1.0x	159.5%	59.4%	12.9%	13.4%	1.0%	1.4%
HDB	125,883	KHẢ QUAN	1.8x	6.0x	4.1x	1.3x	1.0x	26.1%	44.9%	24.9%	27.7%	2.0%	2.3%
LPB	121,284	N/A	N/A	9.6x	8.1x	1.8x	1.5x	10.4%	18.6%	20.9%	20.4%	1.9%	2.0%
MBB	213,860	N/A	N/A	6.7x	5.1x	1.3x	1.0x	19.4%	32.0%	20.7%	22.2%	1.8%	1.9%
OCB	28,362	N/A	N/A	7.5x	5.8x	0.7x	0.7x	-6.6%	29.6%	10.2%	11.8%	1.1%	1.2%
STB	122,539	N/A	N/A	9.0x	7.8x	1.7x	1.4x	128.4%	15.8%	20.5%	19.6%	1.4%	1.5%
TCB	214,713	KHẢ QUAN	1.7x	7.3x	6.2x	1.1x	0.9x	16.5%	17.9%	16.4%	16.4%	2.4%	2.4%
TPB	44,385	KHẢ QUAN	1.2x	5.2x	4.5x	0.9x	0.7x	15.9%	16.0%	17.1%	16.7%	1.6%	1.7%
VCB	504,683	KHẢ QUAN	2.4x	12.6x	10.9x	1.9x	1.6x	13.9%	15.1%	15.8%	15.5%	1.5%	1.5%
VIB	54,804	KHẢ QUAN	1.5x	5.9x	4.8x	1.0x	0.8x	27.9%	23.4%	18.2%	18.8%	1.6%	1.7%
VPB	202,315	KHẢ QUAN	1.6x	6.4x	5.7x	1.0x	0.9x	32.0%	15.1%	16.4%	16.4%	2.2%	2.1%
TB các NHTMCP Nhà nước			2.1x	9.6x	8.4x	1.6x	1.4x	16.2%	15.9%	18.6%	18.3%	1.3%	1.3%
TB các NHTMCP tư nhân			1.5x	7.8x	6.1x	1.2x	1.0x	27.2%	23.9%	18.0%	18.4%	1.7%	1.8%
Trung bình			1.7x	8.2x	6.6x	1.3x	1.1x	22.8%	20.8%	18.1%	18.4%	1.6%	1.7%

Giá đóng cửa ngày 10/03/2026

Nguồn: TPB, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- (1) NIM có thể giảm mạnh hơn dự kiến do thanh khoản căng thẳng hơn trong năm 2026, tạo áp lực lên chi phí vốn.
- (2) Chi phí trích lập dự phòng cao hơn dự kiến do nợ xấu gia tăng hoặc thời gian xử lý nợ xấu kéo dài hơn do tính thanh khoản của tài sản thế chấp.

NGÂN HÀNG TMCP TIỀN PHONG

Kết quả kinh doanh 2025: Lợi nhuận quý cuối năm bứt tốc, đưa lợi nhuận cả năm vượt kế hoạch

Hình 5: Đánh giá kết quả kinh doanh năm 2025 của TPB

	4Q2025	% svck	2025	% svck	% dự phóng MBS Research	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	3,595	17.2%	13,368	3.6%	100.6%	Thu nhập lãi thuần Q4/2025 tăng mạnh do NIM Q4/2025 chỉ giảm nhẹ svck và dư nợ tín dụng ở mức cao. Thu nhập lãi thuần cả năm chỉ tăng nhẹ 3.6% do nhìn chung, NIM cả năm giảm mạnh 50 điểm cơ bản svck.
Thu nhập ngoài lãi	1,759	-14.3%	5,610	9.3%	87.0%	Thu ngoài lãi Q4/2025 giảm mạnh svck do thu nhập từ chứng khoán đầu tư và thu nhập khác ròng giảm lần lượt 99% và 84% svck. Cả năm 2025, thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 9.3% svck chủ yếu được dẫn dắt bởi các hoạt động mang lại nguồn thu lớn đều ghi nhận tăng trưởng svck, như thu nhập phí thuần (+23.6%), hoạt động ngoại hối (+117.6%) và thu nhập khác ròng (+30.6%).
Tổng thu nhập hoạt động	5,355	4.5%	18,978	5.2%	96.1%	
Chi phí hoạt động	(1,222)	-31.9%	(6,573)	4.7%	86.5%	Chi phí hoạt động Q4/2025 đạt mức thấp nhất theo quý từ năm 2022 trở lại đây, đưa mức CIR giảm mạnh về 22.8% chủ yếu do giảm chi phí nhân viên 45% svck. Chi phí hoạt động cả năm tăng nhẹ 4.7% svck.
LN trước dự phòng	4,133	24.2%	12,404	5.5%	102.2%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(978)	-17.9%	(3,201)	-23.0%	96.8%	Chi phí dự phòng cả năm giảm svck đưa chi phí tín dụng cả năm về mức 1.2%, giảm 67 điểm cơ bản svck do TPB trích lập thấp trong quý đầu năm và chất lượng tài sản cải thiện đáng kể trong quý cuối năm.
LN trước thuế	3,155	47.6%	9,203	21.1%	104.2%	Lợi nhuận trước thuế cả năm đạt 102.2% kế hoạch đề ra
LN ròng	2,543	49.3%	7,380	21.5%	104.4%	
Tăng trưởng tín dụng	19.6%	-0.3 điểm %	19.6%	-0.3 điểm %		Tăng trưởng tín dụng cả năm tăng 19.6% svck, tính riêng cho vay khách hàng tăng 22.2% svck, dẫn dắt chủ yếu bởi nhóm khách hàng doanh nghiệp (+23.7% so với đầu năm). Cho vay bán lẻ cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ nét hơn, khi ghi nhận cho vay bán lẻ tính đến cuối Q4/2025 tăng 20.6% svck, cao hơn mức tăng 13% svck của năm 2024.
Tăng trưởng huy động	20.9%	0.7 điểm %	20.9%	0.7 điểm %		Tăng trưởng huy động cả năm đạt 20.9% svck, trong đó tỷ trọng huy động qua chứng chỉ tiền gửi/tổng huy động tăng từ 13.1% năm 2024 lên 17.4% năm 2025, giúp hạn chế sự mất cân đối kỳ hạn giữa cho vay và huy động.
NIM	3.1%	-0.1 điểm %	3.0%	-0.5 điểm %		NIM năm 2025 vẫn tiếp tục xu hướng giảm, và giảm mạnh hơn so với mức giảm svck của năm 2024.
CIR	22.8%	-12.2 điểm %	34.6%	-0.2 điểm %		
CASA	22.5%	0.3 điểm %	22.5%	0.3 điểm %		
NPL	1.3%	-0.2 điểm %	1.3%	-0.2 điểm %		Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2025 giảm đáng kể 94 điểm cơ bản so với cuối quý trước và 23 điểm cơ bản svck. TPB sử dụng 2,680 tỷ đồng để xử lý nợ xấu, giảm 29% svck.
LLR	92.5%	11.2 điểm %	92.5%	11.2 điểm %		Cả năm, TPB trích lập hơn 3.2 nghìn tỷ đồng, giảm 24% svck, tuy nhiên LLR lại tăng đáng kể 11.2 điểm % svck do sử dụng dự phòng nợ xấu thấp hơn nhiều và chất lượng tài sản cũng cải thiện đáng kể.
ROE	18.0%	1.1 điểm %	18.0%	1.1 điểm %		
ROA	1.7%	0.1 điểm %	1.7%	0.1 điểm %		

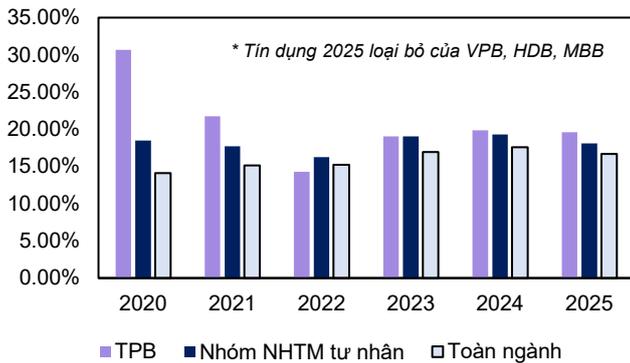
Nguồn: TPB, MBS Research

Triển vọng kinh doanh năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng dư nợ tín dụng của TPB duy trì mức cao trong ngành và tín dụng bán lẻ tiếp tục phục hồi

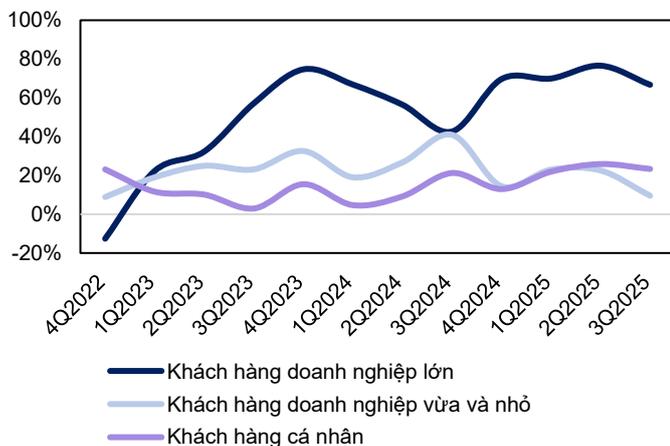
TPB là ngân hàng luôn duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hàng đầu trong nhóm NHTM tư nhân, sau nhóm ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc. Tăng trưởng tín dụng hợp nhất cuối năm 2025 đạt mốc 19.6% so với đầu năm, giảm nhẹ svck. Dư nợ nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn tiếp tục là đầu tàu dẫn dắt tăng trưởng tín dụng, khi mặt bằng lãi suất cho vay về mức thấp từ đầu năm 2023 đến nay, nâng tỷ trọng trên tổng dư nợ cho vay từ 12% vào cuối Q1/2023 lên mức 22% vào cuối Q3/2025. Dư nợ cho vay bán lẻ cho thấy dấu hiệu phục hồi khi tính đến cuối năm 2025 tăng 20.6% svck năm trước, cao hơn mức tăng 13% svck của năm 2024. Tính đến cuối Q3/2025, mảng cho vay mua nhà tăng 16% so với đầu năm khi thị trường bất động sản vẫn duy trì đà phục hồi. Dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản cuối Q4/2025 đạt 32,255 tỷ đồng, tăng 51% svck, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng chung. Hai mảng cho vay qua thẻ tín dụng và cho vay tiêu dùng, tính đến cuối Q3/2025, ghi nhận mức tăng so với đầu năm cao hơn mức tăng của cùng kỳ năm trước trong bối cảnh tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ ghi nhận mức tăng 11.3% svck – mức cao nhất kể từ T5/2023, đặc biệt là doanh thu dịch vụ.

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng của TPB luôn cao hơn trung bình nhóm NHTM tư nhân, chỉ sau nhóm ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc



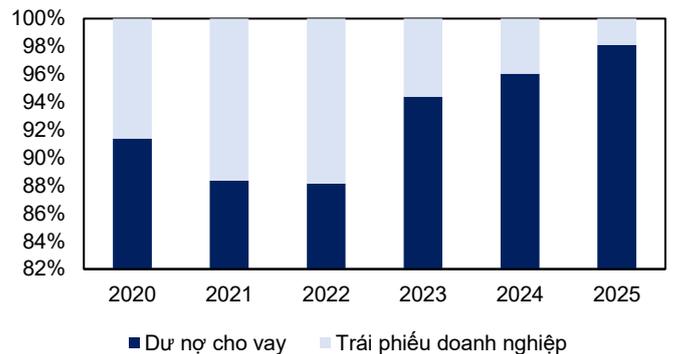
Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Hình 8: Tín dụng khách hàng doanh nghiệp lớn vẫn dẫn dắt tăng trưởng (đơn vị: % svck)



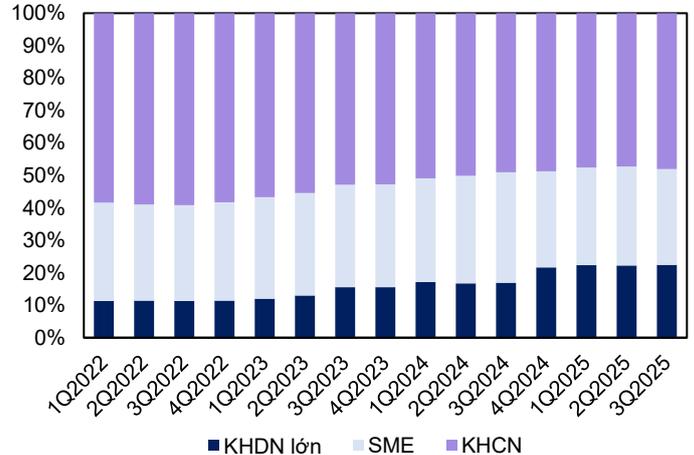
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 7: Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trên tổng dư nợ tín dụng của TPB giảm đáng kể



Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 9: Mặc dù tỷ trọng khách hàng cá nhân đã giảm đáng kể, nhưng vẫn đóng vai trò chủ lực trong tổng dư nợ cho vay.



Nguồn: TPB, MBS Research

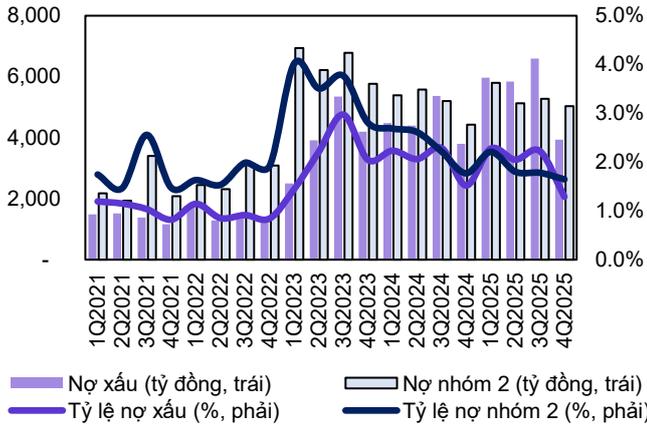
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TPB tăng khoảng 13.6% svck trong bối cảnh NHNN điều hành chính sách tiền tệ theo hướng thận trọng và linh hoạt hơn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng đến từ các động lực sau:

- **Cho vay bán lẻ kỳ vọng phục hồi:** Dù theo xu hướng giảm từ mức 59% tại cuối Q3/2022, cho vay bán lẻ vẫn là chủ lực khi chiếm 48% tổng dư nợ cho vay tính đến cuối năm 2025, tăng 70 điểm cơ bản sau khi chạm mức đáy vào cuối Q2/2025. Trong giai đoạn 2023 – 2024 khi sức cầu yếu, tăng trưởng cho vay cá nhân so với đầu năm liên tục giảm so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên đã có dấu hiệu phục hồi từ đầu năm 2025. Trong bối cảnh tín dụng bất động sản được kiểm soát, mảng cho vay mua nhà – mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cho vay bán lẻ - sẽ có thể tăng trưởng chậm lại so với mức tăng của năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng bán lẻ được thúc đẩy nhờ các mảng sản phẩm khác có xu hướng phục hồi khá tốt trong năm 2025.
- **Cho vay doanh nghiệp tiếp tục duy trì đà tăng:** Tín dụng doanh nghiệp, đặc biệt nhóm doanh nghiệp lớn, ghi nhận tăng trưởng tích cực từ năm 2023 khi mặt bằng lãi suất giảm sâu. Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất năm 2026 có thể cao hơn so với năm 2025, tuy nhiên vẫn duy trì mặt bằng thấp. Khi nền kinh tế Việt Nam tiếp tục trong giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ, với năm 2025 là tiền đề, sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu đi vay phục vụ sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Việc tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cho vay doanh nghiệp giúp TPB có thể đảm bảo tăng trưởng tín dụng ở mức cao.

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của TPB sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026

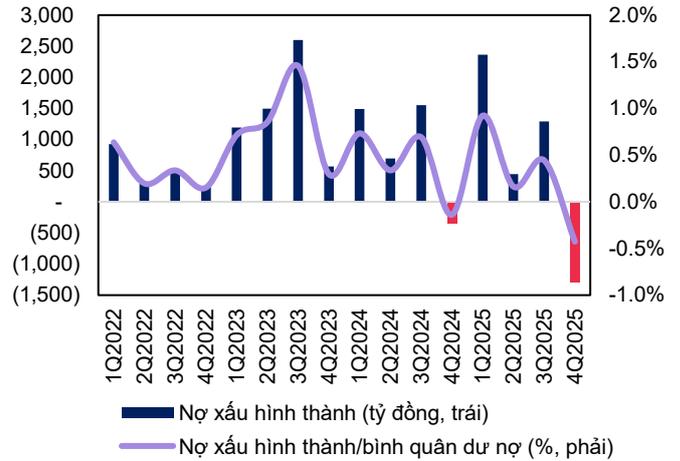
- Chất lượng tài sản của TPB trong 3 quý đầu năm 2025 giảm đáng kể so với cuối năm 2024, tuy nhiên đã hồi phục đáng kể vào Q4/2025. Tỷ lệ nợ xấu tại cuối Q4/2025 đạt 1.29%, giảm 23 điểm cơ bản so với đầu năm và 94 điểm cơ bản so với cuối quý trước – thấp hơn 56 điểm cơ bản so với trung bình ngành. Đây cũng là mức nợ xấu cuối quý thấp nhất trong 3 năm trở lại đây. Lũy kế cả năm, TPB sử dụng 2,680 tỷ đồng dự phòng để xử lý nợ xấu, giảm 29% svck. Giá trị nợ xấu hình thành năm 2025 đạt 2,815 tỷ đồng, giảm 17% svck, do vậy tỷ lệ hình thành nợ xấu/bình quân dư nợ cho vay giảm mạnh 50 điểm cơ bản svck.
- Tỷ lệ nợ nhóm 2 tại cuối Q4/2025 tiếp đà giảm từ Q1/2023, đạt 1.65%, giảm 13 điểm cơ bản so với quý trước và 12 điểm cơ bản so với đầu năm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tại cuối Q4/2025 đạt 92.5%, cải thiện 31.2 điểm % so với cuối quý trước và 11.2 điểm % so với đầu năm. Bộ đệm dự phòng được củng cố đáng kể nhờ chất lượng tài sản hồi phục tốt, dù TPB chỉ trích lập 3,218 tỷ đồng (-24% svck). Chi phí tín dụng cả năm 2025 đạt 1.2%, giảm 67 điểm cơ bản svck và thấp hơn 37 điểm cơ bản so với trung bình ngành.

Hình 10: Tỷ lệ nợ nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2025 giảm mạnh so với cùng kỳ



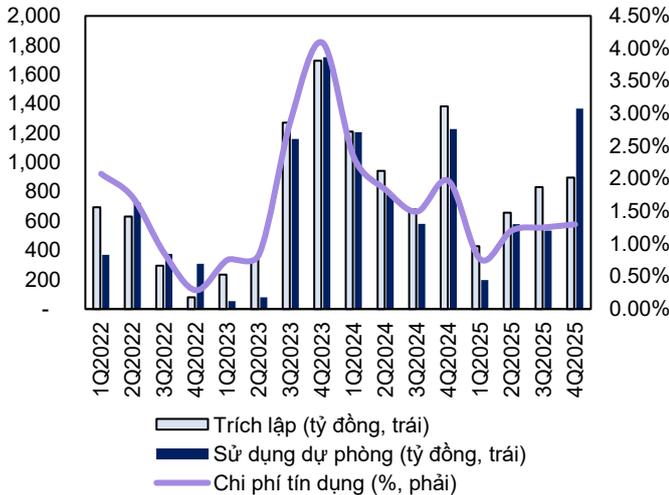
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 11: Nợ xấu hình thành theo quý của TPB giảm mạnh trong Q4/2025



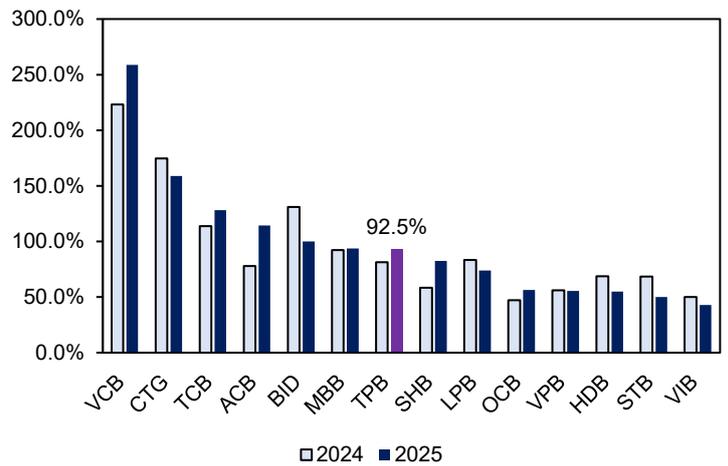
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 12: Chi phí tín dụng của TPB trong 2025 giảm svck do TPB đã trích lập cao trong các năm trước



Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 13: Tỷ lệ LLR cuối năm 2025 của TPB cao hơn so với trung bình ngành (84.5%)



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

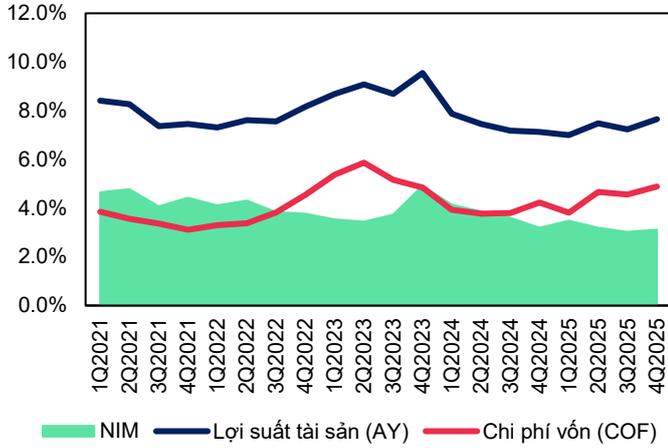
- Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất năm 2026 sẽ cao hơn 2025 nhưng vẫn thấp so với chu kỳ trước. Với tỷ lệ nợ xấu hình thành/bình quân dư nợ cho vay giảm svck trong năm 2025, chất lượng tài sản của TPB cuối năm 2026 được kỳ vọng cải thiện so với cùng kỳ nhờ nền tảng vững chắc từ chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng trong năm 2025 sẽ tạo ra dư địa lớn giúp ngân hàng chủ động xử lý nợ xấu trong năm 2026. Ngoài ra, việc luật hóa Nghị quyết 42/TT-NHNN cũng giúp minh bạch và tạo hành lang pháp lý cho việc xử lý tài sản đảm bảo cho các ngân hàng.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế năm 2026/2027 tăng 16.2%/16.0% svck nhờ sự phục hồi của thu nhập lãi thuần và chi phí tín dụng thấp

Lợi nhuận trước thuế năm 2025 đạt 9,203 tỷ đồng, tăng 21% svck và hoàn thành 102% kế hoạch cả năm. Như vậy, lợi nhuận trước thuế Q4/2025 đạt 3,155 tỷ đồng, tăng 47.6% svck. Thu nhập lãi thuần cả năm chỉ tăng nhẹ 3.6% do nhìn chung, NIM cả năm vẫn giảm 50 điểm cơ bản svck. Thu nhập ngoài lãi năm 2025 đạt 5,610 tỷ đồng, tăng trưởng 9.3% svck, chủ yếu được dẫn dắt bởi các hoạt động mang lại nguồn thu lớn đều ghi nhận tăng trưởng svck, như thu nhập phí thuần (+23.6%), hoạt động ngoại hối (+117.6%) và thu nhập khác ròng (+30.6%). Trong cơ cấu thu nhập

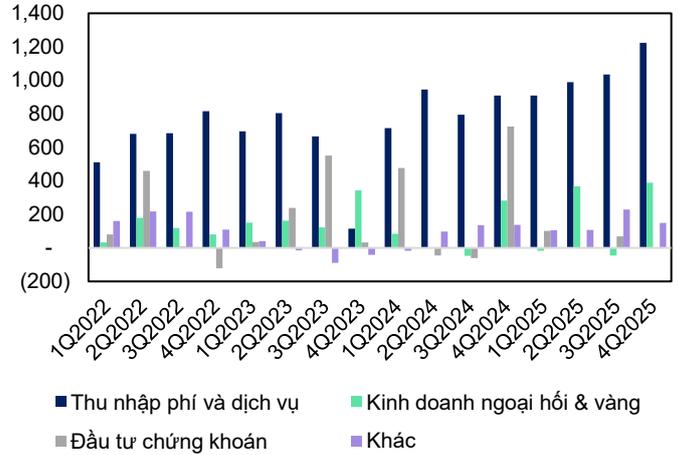
phí dịch vụ thuần, hoạt động thanh toán và bảo hiểm chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi, tuy nhiên được bù đắp bằng thu phí dịch vụ khác thuần tăng mạnh 48% svck. Chi phí dự phòng cả năm đạt 3,201 tỷ đồng, giảm 23% svck do TPB trích lập thấp trong quý đầu năm và chất lượng tài sản cải thiện đáng kể trong quý cuối năm.

Hình 14: NIM theo năm của TPB giảm liên tục từ đầu năm 2024, nhưng có cải thiện nhẹ trong tháng 10/2025 so với tháng 9/2025



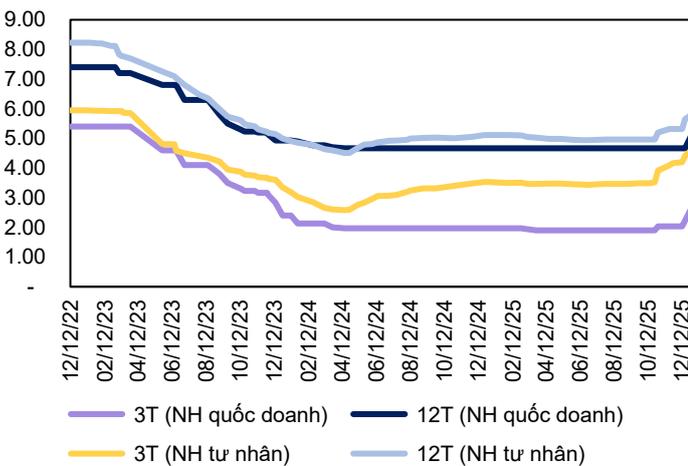
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 15: Thu nhập ngoài lãi năm 2025 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đóng góp từ thu nhập ngoại hối, thu nhập khác và thu nhập dịch vụ



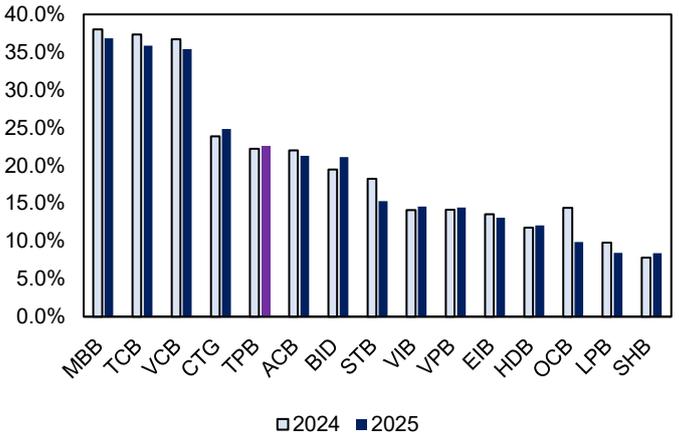
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 16: Lãi suất huy động của hầu hết ngân hàng chúng tôi theo dõi tăng rõ rệt từ tháng 10/2025



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 17: Tỷ lệ CASA của TPB đứng thứ 5 trong các ngân hàng quy mô lớn và vừa



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

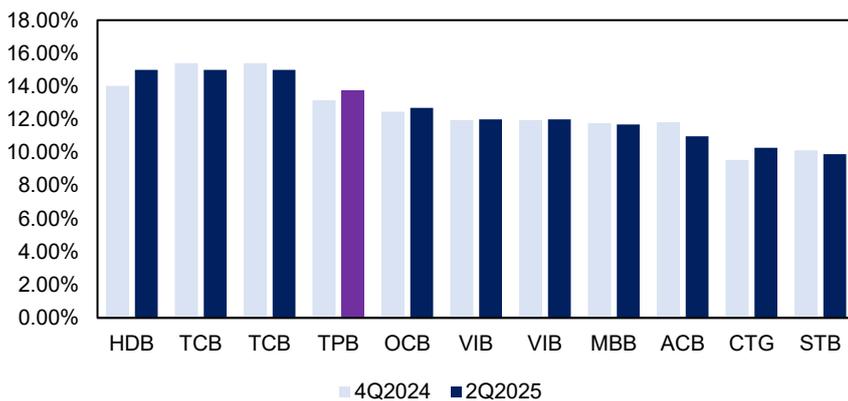
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế năm 2026/2027 tăng 16.2%/16.0% svck nhờ sự phục hồi của thu nhập lãi thuần và chi phí tín dụng duy trì ở mức thấp. Dự báo cho giai đoạn 2026 - 2027, thu nhập lãi thuần của TPB được kỳ vọng sẽ có sự cải thiện rõ rệt nhờ NIM ghi nhận mức giảm nhẹ hơn so với mức giảm của năm 2025 và dần hồi phục từ năm 2027. Mặc dù NIM năm 2026 dự kiến vẫn giảm 11 điểm cơ bản do lãi suất cho vay chưa theo kịp đà tăng của mặt bằng lãi suất huy động mới nhằm hỗ trợ kinh tế, nhưng dấu hiệu khởi sắc sẽ xuất hiện rõ nét hơn từ cuối năm 2026 - năm 2027 nhờ sự phục hồi bền vững hơn của mảng bán lẻ, kết hợp với việc các khoản cho vay mua nhà hết thời gian ưu đãi sẽ bắt đầu thả nổi theo lãi suất - dự kiến sẽ tăng dần.
- TPB hướng đến việc đa dạng hóa nguồn thu, tạo cơ cấu thu nhập bền vững hơn khi thu nhập ngoài lãi trong 5 năm vừa qua chiếm hơn 27% tổng thu nhập hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi của TPB tiếp tục duy trì đà tăng trưởng và đóng góp đáng kể vào tổng thu nhập hoạt động, kỳ vọng

khoảng 30% trong giai đoạn 2026-2027. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2026 – 2027, thu nhập từ phí dịch vụ tiếp tục tăng trưởng tốt khi hoạt động tín dụng và thanh toán tích cực. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng lãi thuần từ hoạt động khác (phần lớn đến từ thu hồi nợ đã xử lý rủi ro) trong hai năm tới có thể chậm lại so với mức tăng của năm 2024 – 2025 do mặt bằng lãi suất cho vay đang nhích dần lên và các quy định liên quan đến cho vay bất động sản chặt chẽ hơn. Điều này phần nào tạo áp lực cho thị trường bất động sản và gây khó khăn cho hoạt động xử lý tài sản đảm bảo để thu hồi nợ.

Từng bước xây dựng hệ sinh thái

Các ngân hàng dần chuyển hướng xây dựng hệ sinh thái tài chính để cung cấp chuỗi giá trị liền mạch cho người tiêu dùng từ huy động tiền gửi, cho vay, đầu tư hay bảo hiểm. Nhìn về xu hướng chung, TPB cũng dần tập trung hơn vào việc xây dựng hệ sinh thái cho riêng mình, góp phần nâng cao thu nhập ngoài lãi cho TPB và tạo cơ cấu thu nhập bền vững hơn. Năm 2024, TPB đã hoàn thiện góp vốn vào công ty quản lý quỹ Việt Cát (VFC) và tiếp tục chi gần 3.600 tỷ đồng để nâng sở hữu tại Chứng khoán TPS thành công ty con vào cuối năm 2025. Tháng 10/2025, Ngân hàng Nhà nước đã chính thức chấp thuận cho TPBank thành lập Công ty TNHH MTV Quản lý nợ và Khai thác tài sản (TPBank AMC) với số vốn 100 tỷ đồng – sở hữu 100%. Việc thành lập công ty AMC sẽ giúp TPB chủ động hơn trong việc xử lý nợ xấu, đặc biệt trong giai đoạn tăng trưởng tín dụng cao trong 2 năm 2024 – 2025 và tiếp tục trong các năm tới. Ngoài ra, với việc sở hữu tệp khách hàng cá nhân lớn, kế hoạch sở hữu một công ty tài chính vẫn là hướng đi chiến lược và phù hợp với TPB. TPB vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu Công ty Tài chính Cổ phần Handico (HAFIC) - đơn vị mà TPBank đã “nhắm tới” và tham gia hỗ trợ từ nhiều năm nay. Tuy nhiên, câu chuyện về hiệu quả vận hành và tối ưu trong hệ sinh thái vẫn cần phải theo dõi thêm để đánh giá mức độ hiệu quả.

Hình 18: CAR của TPB đứng trong top đầu ngành, đạt 13.72% vào cuối Q2/2025, tăng 57 điểm cơ bản so với cuối năm 2024



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

TPB sở hữu nền tảng vốn mạnh mẽ, với tỷ lệ an toàn vốn nằm trong top đầu ngành. Mới đây, Thông tư 14/2025/TT-NHNN (Thông tư 14) có hiệu lực, đánh dấu bước ngoặt trong việc nâng cao an toàn hệ thống, hướng tới tiệm cận chuẩn Basel III. TPB chính thức công bố việc tuân thủ Thông tư 14 theo phương pháp tiêu chuẩn (Standardized Approach – SA) và tiếp tục đăng ký triển khai phương pháp xếp hạng nội bộ (Internal Ratings-Based – IRB). Việc sở hữu nền tảng an toàn vốn mạnh giúp TPB có lợi thế hơn trong việc mở rộng hệ sinh thái trong khi vẫn duy trì mức độ tăng trưởng tín dụng cao.

Dự báo kết quả kinh doanh của TPB năm 2026 - 2027

Hình 19: Tóm tắt dự báo kết quả kinh doanh của TPB năm 2026 - 2027

	2025	2026F	% svck	% thay đổi	2027F	% svck	% thay đổi	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	13,368	14,941	11.8%	-11.1%	17,186	15.0%	-12.0%	Chúng tôi kỳ vọng NIM năm 2026/2027 lần lượt giảm 11 điểm cơ bản và tăng 8 điểm cơ bản svck, cùng với mức tăng trưởng tín dụng ở mức cao có thể giúp thu nhập lãi thuần trong năm 2026/2027 cải thiện rõ rệt hơn mức tăng của năm 2025.
Thu nhập ngoài lãi	5,610	6,629	18.2%	-5.2%	7,493	13.0%	2.2%	Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2026 – 2027, thu nhập từ phí dịch vụ tiếp tục tăng trưởng tốt khi hoạt động tín dụng và thanh toán tích cực. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng thu nhập khác (chủ yếu đến từ thu hồi nợ ngoại bảng) trong hai năm tới có thể chậm lại so với mức tăng của năm 2024 – 2025.
Tổng thu nhập hoạt động	18,978	21,571	13.7%	-9.4%	24,679	14.4%	-8.2%	
Chi phí hoạt động	(6,573)	(7,465)	13.6%	-4.9%	(8,436)	13.0%	-4.9%	
LN trước dự phòng	12,404	14,106	13.7%	-11.5%	16,242	15.1%	-9.8%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3,201)	(3,411)	6.5%	-40.2%	(3,839)	12.6%	-41.6%	Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng năm 2026-2027 giảm nhẹ so với năm 2025 nhờ chất lượng tài sản cải thiện.
LN trước thuế	9,203	10,695	16.2%	4.4%	12,404	16.0%	8.5%	
LN ròng	7,380	8,556	15.9%	4.4%	9,923	16.0%	8.5%	
Tăng trưởng tín dụng	19.6%	13.6%	-6.0 điểm %		12.9%	-0.6 điểm %		Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026/2027 tăng 13.6%/12.9% svck nhờ kỳ vọng tín dụng doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng tốt khi mặt bằng lãi suất vẫn ở mức hấp dẫn, trong khi cho vay bán lẻ được kỳ vọng tiếp tục hồi phục.
Tăng trưởng huy động	20.9%	13.1%	-7.8 điểm %		10.6%	-2.4 điểm %		
NIM	3.0%	2.9%	-0.1 điểm %		2.99%	0.1 điểm %		Chúng tôi kỳ vọng NIM năm 2026 có thể tiếp tục gặp áp lực khi lãi suất huy động tạo mặt bằng lãi suất mới, trong khi lãi suất cho vay vẫn chưa thể theo kịp mức tăng của lãi suất huy động để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. NIM có thể cải thiện rõ rệt hơn từ cuối năm 2026 - năm 2027 nhờ 1) tăng trưởng bán lẻ tăng trưởng tích cực hơn, 2) NIM còn được đẩy mạnh khi các khoản cho vay mua nhà với lãi suất ưu đãi hết thời gian cố định lãi suất và thả nổi theo mức lãi suất huy động đã ở mức nền cao hơn.
CIR	34.6%	34.6%	0.0 điểm %		34.2%	-0.4 điểm %		
CASA	22.5%	22.9%	0.4 điểm %		22.7%	-0.2 điểm %		
NPL	1.3%	1.3%	0.0 điểm %		1.2%	0.0 điểm %		Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu năm 2026/2027 lần lượt đạt 1.3%/1.2%, cải thiện svck khi tỷ lệ nợ xấu hình thành đang cải thiện dần và kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng, cùng với bộ đệm dự phòng được củng cố vững chắc hơn trong năm 2025.
LLR	92.5%	95.9%	3.7 điểm %		110.2%	14.3 điểm %		
ROE	18.0%	17.1%	-0.9 điểm %		16.7%	-0.4 điểm %		
ROA	1.7%	1.6%	-0.1 điểm %		1.7%	0.1 điểm %		

Nguồn: TPB, MBS Research

Báo cáo tài chính

KQKD	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi	25,949	30,747	35,989	40,981	Tăng trưởng tiền gửi	20.2%	20.9%	13.1%	10.6%
Chi phí lãi	(13,042)	(17,379)	(21,048)	(23,795)	Tăng trưởng cho vay KH	19.9%	20.0%	13.2%	12.9%
Thu nhập lãi thuần	12,907	13,368	14,941	17,186	Tăng trưởng tổng tài sản	17.2%	21.0%	12.3%	11.6%
Thu nhập ngoài lãi	5,132	5,610	6,629	7,493	Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	3.9%	3.6%	11.8%	15.0%
Tổng lợi nhuận hoạt động	18,038	18,978	21,571	24,679	Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	34.7%	9.3%	18.2%	13.0%
Tổng chi phí hoạt động	(6,279)	(6,573)	(7,465)	(8,436)	Tăng trưởng LN ròng	36.0%	21.5%	15.9%	16.0%
LN trước dự phòng	11,759	12,404	14,106	16,242	Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	69.7%	69.5%	70.1%	71.8%
Tổng trích lập dự phòng	(4,159)	(3,201)	(3,411)	(3,839)	Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	3.5%	3.0%	2.9%	3.0%
LN hoạt động sau trích lập	7,600	9,203	10,695	12,404	Chi phí hoạt động/thu nhập (CIR)	34.8%	34.6%	34.6%	34.2%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Chi phí tín dụng cho vay KH	1.8%	1.2%	1.0%	1.0%
LN chia cho cổ đông hiện hữu	6,072	7,380	8,556	9,923	Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
					Tổng dự phòng/nợ xấu (LLR)	81.3%	92.5%	95.9%	110.2%
Cân đối kế toán	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027					
Tổng cho vay khách hàng	320,852	409,205	465,384	526,895	ROAE	17.3%	17.7%	17.1%	16.7%
Tổng các khoản mục chứng khoán	59,594	54,163	55,835	58,816	ROAA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
Tổng dự phòng	(3,215)	(4,093)	(4,320)	(5,491)	EPS	2,186	2,660	3,084	3,577
Tổng tài sản sinh lãi ròng	403,927	482,768	541,011	604,230	Giá trị sổ sách/cp	14,230	15,243	18,327	21,904
Tổng tài sản	418,028	505,872	568,130	633,773	P/B	1.12	1.05	0.87	0.73
Tiền gửi của khách hàng	242,806	279,050	320,230	358,793					
Tiền gửi và vay các TCTD khác	94,514	112,055	122,713	134,167					
Tổng nợ phải trả	380,434	459,853	514,178	569,171					
Vốn điều lệ	26,420	27,740	27,740	27,740					
Lợi nhuận chưa phân phối	7,453	9,607	16,452	24,390					
Vốn chủ sở hữu	37,594	46,019	53,952	64,602					
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	3,735	3,113	3,839					
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	418,028	505,872	568,130	633,773					

Nguồn: TPB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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 thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản – KCN - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly