

NGÂN HÀNG TMCP TIÊN PHONG (HOSE: TPB)
TÀI CHÍNH
KHUYẾN NGHỊ 12T
MUA

Giá mục tiêu 12T	VND20,300
Lợi suất kỳ vọng	24.9%
Giá đóng cửa gần nhất (14/4/26)	VND16,250

Định giá hấp dẫn, triển vọng tăng trưởng tín dụng vẫn còn

- Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TPB với giá mục tiêu 20,300 đồng/cổ phiếu, dựa trên P/B mục tiêu 1.03x. Ở mức P/B dự phóng FY26F 0.9x và ROE kỳ vọng 17.8%, chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn đang được định giá hấp dẫn.
- Ở mức giá 16,250 đồng/cổ phiếu, TPB đang giao dịch tại P/B 1.1x, tương đương khoảng -1 độ lệch chuẩn so với trung bình lịch sử 5 năm và thấp hơn P/B bình quân 5 năm của ngành là 1.5x.

Luận điểm đầu tư

➤ **Tăng trưởng tín dụng dự kiến duy trì ngang bằng mặt bằng ngành trong năm 2026.** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của TPB đạt 14.6% trong năm 2026, tương đương mặt bằng chung của ngành, được hỗ trợ bởi CAR ở mức tốt và cơ cấu tín dụng ngày càng cân bằng hơn giữa KHDN và KHCN. Trong khi cho vay doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng bền hơn trong môi trường lãi suất cao, cho vay bán lẻ được kỳ vọng phục hồi dần, dù TPB có thể sẽ cần đa dạng hóa ra ngoài cho vay mua nhà để duy trì đà tăng trưởng.

➤ **NIM nhiều khả năng vẫn chịu áp lực, nhưng tốc độ co hẹp sẽ nhẹ hơn so với năm 2025.** Chúng tôi kỳ vọng NIM của TPB tiếp tục xu hướng thu hẹp, nhưng mức giảm trong năm 2026 sẽ nhẹ hơn, ở khoảng 14bps svck, so với mức giảm 50bps của năm 2025. Lợi suất tài sản vẫn có thể chịu áp lực khi tốc độ điều chỉnh lãi suất cho vay có thể không theo kịp đà tăng của chi phí vốn. Dù vậy, áp lực chi phí huy động được kỳ vọng sẽ bớt căng hơn so với năm trước, nhờ dự địa LDR còn thoải mái, CASA cải thiện và tăng trưởng tiền gửi tích cực trong 4Q25.

➤ **Bộ đệm LLR dày hơn tại cuối năm 2025 sẽ tạo dư địa hấp thụ rủi ro chất lượng tài sản trong năm 2026.** Dù chúng tôi vẫn cho rằng áp lực chất lượng tài sản sẽ còn kéo dài trong năm 2026, đặc biệt khi TPB có tỷ trọng cho vay khá lớn ở nhóm khách hàng bán lẻ nhạy cảm với lãi suất và mảng cho vay mua nhà, bộ đệm dự phòng dày hơn sẽ giúp chi phí trích lập giảm nhẹ xuống khoảng 1.1% trên dư nợ gộp.

➤ **Định giá vẫn hấp dẫn.** Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch tại P/B dự phóng FY26F là 0.9x, với ROE kỳ vọng đạt 17.8%, tương đương khoảng -1 độ lệch chuẩn so với mức bình quân lịch sử 5 năm.

Rủi ro đầu tư

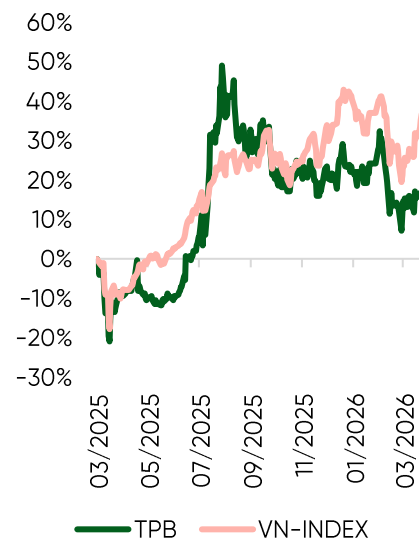
➤ Rủi ro đến từ việc lãi suất tăng nhiều hơn kỳ vọng và môi trường vĩ mô kém thuận lợi, có thể tiếp tục gây áp lực lên tệp khách hàng nhạy cảm với lãi suất của TPB, từ đó dẫn đến NIM co hẹp mạnh hơn dự kiến và chất lượng tài sản xấu đi.

Giá hiện tại	VND16,250
Cao nhất 52 tuần	VND21,000
Thấp nhất 52 tuần	VND11,500
Giá mục tiêu	VND20,300
Tiềm năng tăng giá	24.9%
Tỷ suất cổ tức	5.9%

Vốn hóa (tỷ đồng)	45,078
KGLD TB 10 phiên	7.9
Sở hữu NN còn lại	5.5%
Số CP lưu hành (tr CP)	2,774

	TPB	VNI
P/E trượt 12T	6.1	14.4
P/B trượt 12T	1.1	2.1
ROAA trượt 12T	1.6%	2.4%
ROAE trượt 12T	18.5%	16.1%

*Dữ liệu ngày 16/04/2026

Diễn biến giá cổ phiếu


Thay đổi (%)	1T	3T	6T
TPB	1.6	-6.6	-13.6
VN-INDEX	7.5	-3.2	3.0

Cổ đông lớn (%)

CTCP Tập đoàn Vàng bạc Đá quý Doji	5.9
SBI Ven Holdings Pte. Ltd	4.5

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB) được thành lập vào năm 2008, là một trong những ngân hàng dẫn đầu về ngân hàng số, với mạng lưới LiveBank hoạt động 24/7 rộng khắp, tạo lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút tệp khách hàng trẻ, am hiểu công nghệ.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Ngọc Minh

minhnn3@vpbanks.com.vn

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

Hình 1: Các chỉ số chính

Các chỉ số chính	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần svck	13.9%	43.8%	25.2%	18.6%	1.7%	-23.2%	-1.3%	-2.6%	2.0%	17.3%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi svck	6.8%	-49.4%	36.4%	-15.9%	-24.9%	359.1%	-12.6%	46.5%	56.7%	-13.6%
Tỷ lệ LDR theo quy định	59.7%	65.4%	64.2%	67.7%	69.1%	67.5%	78.4%	76.1%	73.8%	69.1%
NIM (năm hóa, theo quý)	3.7%	4.9%	4.1%	3.9%	3.6%	3.2%	3.5%	3.2%	3.0%	3.1%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	3.0%	2.0%	2.2%	2.1%	2.3%	1.5%	2.3%	2.0%	2.2%	1.3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	47.0%	63.7%	60.3%	66.0%	58.8%	81.3%	57.0%	62.7%	61.2%	92.2%
Chi phí dự phòng/Dư nợ cho vay gộp bình quân (năm hóa, theo quý)	1.2%	2.1%	2.5%	2.8%	2.4%	1.9%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
CIR	31.9%	41.5%	35.8%	32.6%	35.7%	35.0%	42.0%	38.0%	37.9%	22.7%
Chi phí dự phòng/LN trước dự phòng	45.1%	75.8%	39.2%	33.3%	32.6%	35.8%	18.8%	28.8%	32.3%	23.3%
ROAE (trượt 12T)	17.4%	13.7%	13.3%	14.2%	14.2%	17.3%	17.1%	17.3%	17.1%	18.5%
ROAA (trượt 12T)	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%

Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 2: KQKD hợp nhất 4Q25

	4Q24	4Q25	2024	2025	% dự phóng cả năm VPBS	% dự báo đồng thuận
Thu nhập lãi thuần svck	-23.2%	17.3%	2.6%	3.6%	103%	
Thu nhập ngoài lãi svck	359.1%	-	40.6%	9.3%	98%	
Chi phí hoạt động svck	-2.7%	-	-6.3%	4.7%	94%	
LN trước dự phòng svck	28.0%	24.7%	23.3%	5.5%	105%	
Chi phí dự phòng svck	-39.6%	-	5.4%	-	100%	
LNTT svck	239.4%	48.9%	36.0%	21.1%	108%	102%
Tăng trưởng cho vay svck	22.0%	22.2%	22.0%	22.2%		
Tăng trưởng tiền gửi svck	16.6%	14.9%	16.6%	14.9%		
NIM (%)	3.2%	3.1%	3.5%	3.0%		
Lợi suất tài sản sinh lãi (%)	7.1%	7.6%	7.3%	7.3%		
Chi phí vốn (%)	4.2%	4.9%	3.9%	4.4%		
Tỷ lệ CASA	22.2%	22.6%	22.2%	22.6%		
CIR (%)	35.0%	22.7%	34.8%	34.6%		
ROAE (%)	18.4%	24.9%	17.3%	18.5%		
Nợ xấu/Dư nợ cho vay gộp	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%		
Nợ nhóm 2/Dư nợ cho vay gộp	1.8%	1.6%	1.8%	1.6%		
LLR (%)	81.3%	92.2%	81.3%	92.2%		

Nguồn: TPB, VPBankS Research

Tăng trưởng thu nhập hoạt động 2025 vẫn thiếu bất phá, khi cả NII lẫn Noll đều chưa tạo được động lực tăng trưởng rõ nét

Trong 4Q25, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 5,372 tỷ đồng (+4.9% svck; +18.7% so với quý trước). Dù ngân hàng đã thoát khỏi vùng tăng trưởng âm ghi nhận trong 1Q25, mức tăng svck trong quý vẫn thấp hơn so với 4Q24. Thu nhập lãi thuần (NII) là động lực tăng trưởng chính (+17.2% svck), trong khi thu nhập ngoài lãi (Noll) giảm (-13.6% svck), đảo chiều so với đà tăng mạnh trong giai đoạn 2Q25–3Q25. Đà chững lại của Noll chủ yếu đến từ: (i) thu nhập từ chứng khoán (kinh doanh và đầu tư) giảm 98.4% svck; và (ii) lãi thuần từ hoạt động khác giảm 84.1% svck. Lũy kế FY25, TOI đạt 18,995 tỷ đồng (+5.3% svck), với NII và Noll đóng góp lần lượt 70.4% và 29.6%.

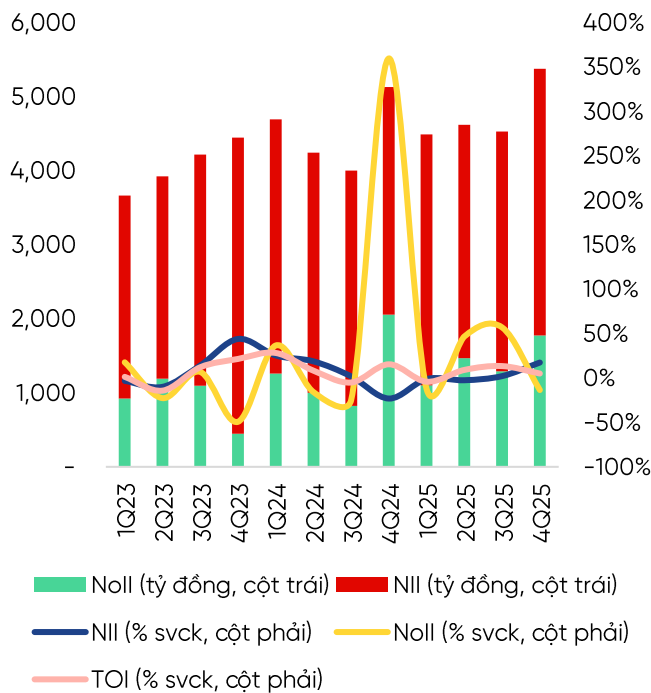
Noll cả năm đạt 5,624 tỷ đồng (+9.6% svck), được hỗ trợ bởi nhiều cấu phần. Cụ thể: (i) thu nhập phí thuần (NFI) duy trì tăng trưởng tích cực (+23.6% svck), chủ yếu nhờ thu nhập thuần từ phí khác tăng mạnh (+48.0% svck), trong khi các mảng cốt lõi như thanh toán và bancassurance vẫn ghi nhận tăng trưởng âm; (ii) lãi kinh doanh ngoại hối tăng vọt (+117.6% svck), nhờ thu nhập từ kinh doanh ngoại tệ giao ngay và vàng tăng mạnh (+59.1% svck), qua đó bù đắp cho diễn biến kém tích cực của chứng khoán kinh doanh và đầu tư (-83.4% svck). Với riêng lãi từ chứng khoán đầu tư giảm 56.5% svck, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ việc mất bằng lợi suất tăng trở lại, đồng thời kéo theo áp lực trích lập cao hơn, khi TPB ghi nhận thêm 403 triệu đồng dự phòng cho chứng khoán AFS; và (iii) lãi thuần từ hoạt động khác tăng 30.6% svck, nhờ thu hồi ổn định từ các khoản nợ đã xử lý cùng với chi phí liên quan giảm 22.7% svck.

Tăng trưởng tín dụng tiếp tục hỗ trợ NII, trong khi NIM vẫn chịu áp lực.

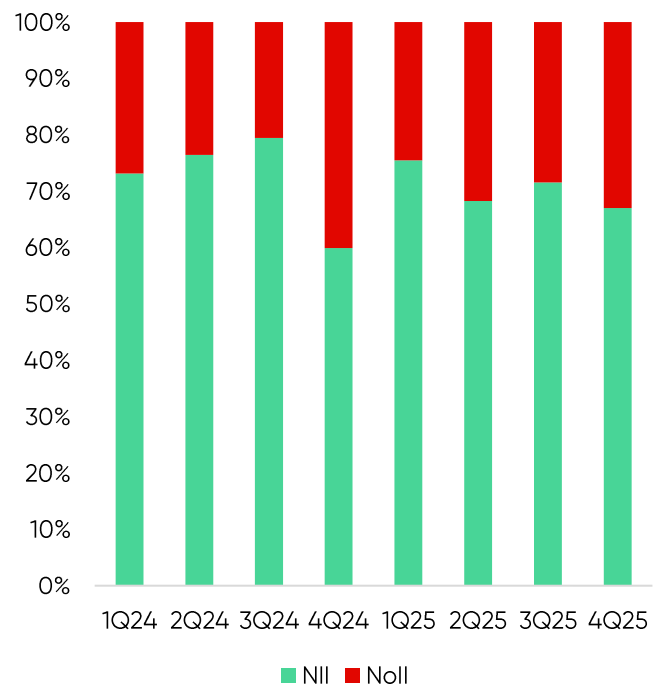
Lũy kế cả năm, NII đạt 13,371 tỷ đồng (+3.6% svck), trong đó riêng 4Q25, NII tăng 17.3% svck, đánh dấu quý đầu tiên quay lại mức tăng trưởng svck hai chữ số kể từ 2Q24. Động lực tăng trưởng cả năm chủ yếu đến từ tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 19.2%, nhỉnh hơn nhẹ so với mức bình quân toàn ngành 19.1%, nhờ cho vay khách hàng tăng 22.2% trong năm; trong khi trái phiếu doanh nghiệp giảm 55.1% svck, nổi dài xu hướng giảm liên tục từ 3Q24. NIM 4Q25 ước đạt 3.1% (-8bps svck). Lũy kế 2025, NIM ở mức 3.0% (-50bps svck), đánh dấu năm thứ tư liên tiếp NIM co hẹp.

Xét theo quý, NIM 4Q25 cải thiện nhẹ (+8bps so với quý trước) khi lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) tăng nhanh hơn chi phí vốn (COF) - lần lượt tăng 41bps và 33bps so với quý trước. Mức tăng của COF chủ yếu đến từ chi phí huy động tăng (+16bps so với quý trước), sau khi TPB tăng lãi suất huy động tại quầy vào tháng 8/2025 và một lần nữa vào đầu tháng 11/2025. Yếu tố này được bù đắp một phần bởi tỷ lệ CASA cải thiện lên 22.6% (+3.6 điểm % so với quý trước). Mặt bằng chi phí vốn cao phản ánh cạnh tranh huy động gia tăng - đặc biệt ở nhóm ngân hàng quy mô nhỏ - đồng thời cho thấy nỗ lực của TPB trong việc giữ tăng trưởng huy động (tiền gửi khách hàng + giấy tờ có giá) bám sát tăng trưởng tín dụng (20.9% so với 19.2%). Nhờ đó, LDR của ngân hàng tiếp tục hạ nhiệt từ mức cao ghi nhận trong 1Q25 xuống còn 69.1% trong 4Q25. Ở phía tài sản, lợi suất IEA ước đạt 7.6% (+41bps so với quý trước), là mức cao nhất trong các quý của năm 2025. Động lực chính đến từ lợi suất cho vay phục hồi lên khoảng 9.1% (+24bps svck; +60bps so với quý trước), theo chúng tôi tiếp tục được hỗ trợ bởi cho vay mua nhà bán lẻ (dư nợ bán lẻ tăng 20.6% so với cuối năm 2024; trong đó cho vay mua nhà chiếm 48.2% tổng dư nợ bán lẻ tại thời điểm cuối 3Q25).

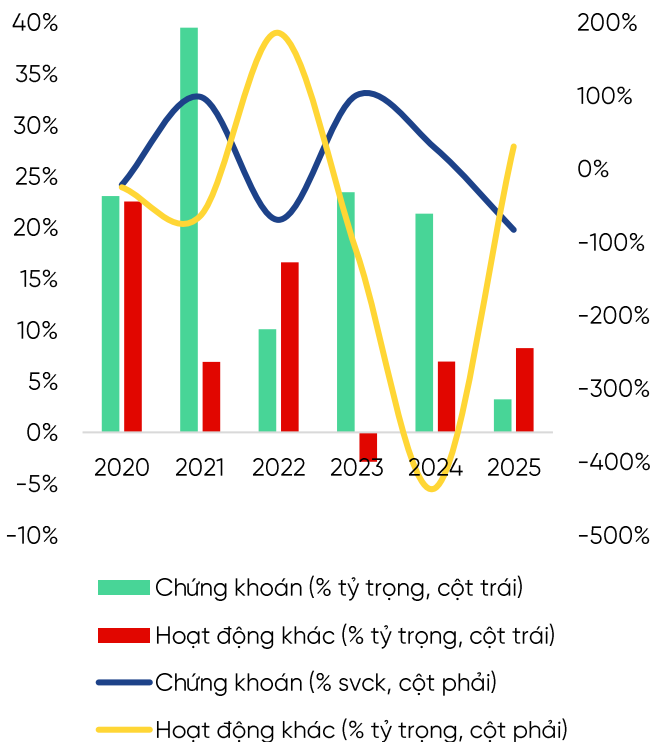
Hình 3: TOI chỉ tăng nhẹ 4.9% svck trong 4Q25, khi Noll giảm 14% đã bù trừ một phần mức tăng 17% của NII



Hình 4: TPB đang từng bước đa dạng hóa cơ cấu nguồn thu, với tỷ trọng đóng góp của NII giảm xuống 70% trong năm 2025 (-7.1 điểm % svck)

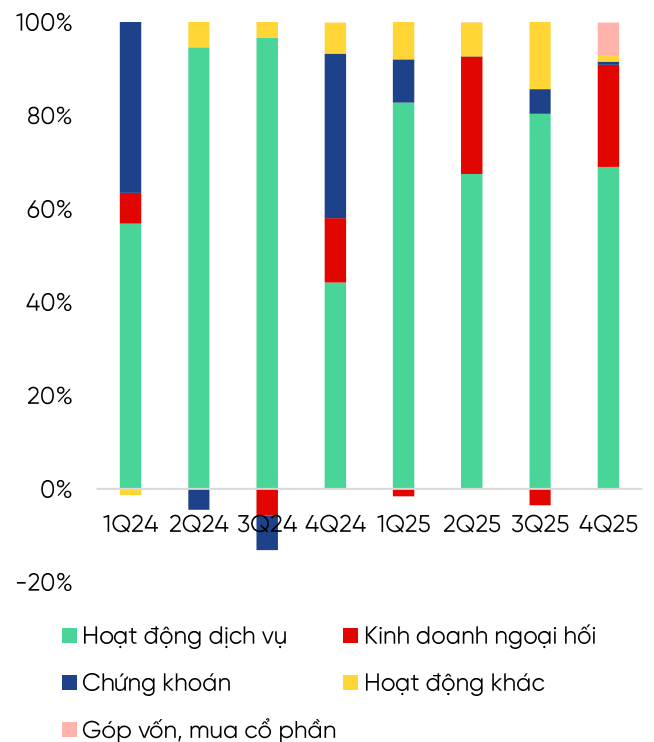


Hình 5: Lãi thuần từ hoạt động khác tăng 30.6% svck, nhưng lãi từ chứng khoán AFS và chứng khoán kinh doanh tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh lãi suất tăng



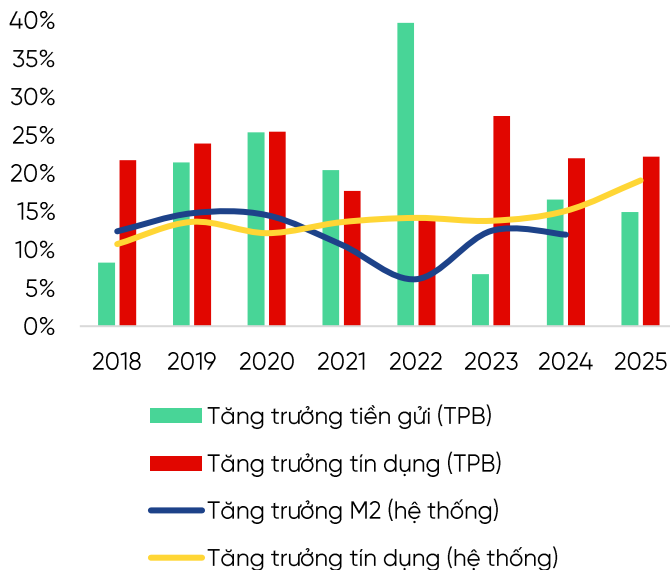
Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 6: Đóng góp của NFI giảm trong 4Q25, trong khi TPB ghi nhận 128 tỷ đồng lãi đánh giá lại từ khoản đầu tư vào ORS



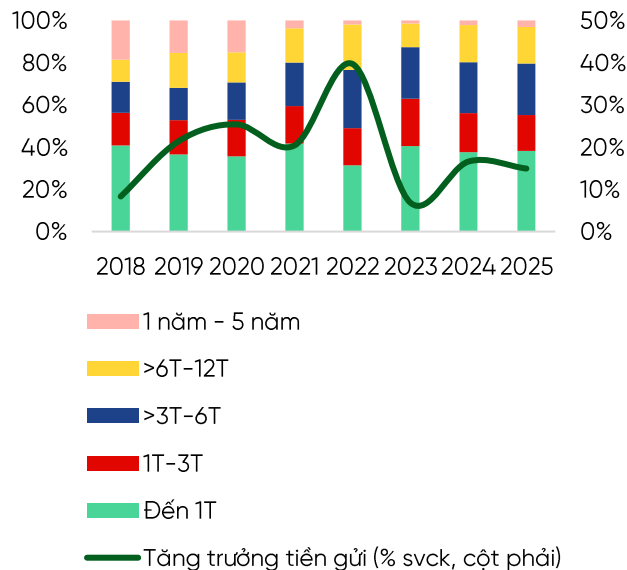
Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 7: Cho vay khách hàng của TPB tăng tốc lên 22.2% trong năm 2025, là động lực chính của NII trong bối cảnh NIM tiếp tục chịu áp lực



Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 8: Với phần lớn tiền gửi tập trung ở kỳ hạn 1 tháng và 3-6 tháng, việc TPB tăng lãi suất tại quầy ở các kỳ hạn này đã đẩy chi phí huy động tăng trong 4Q25

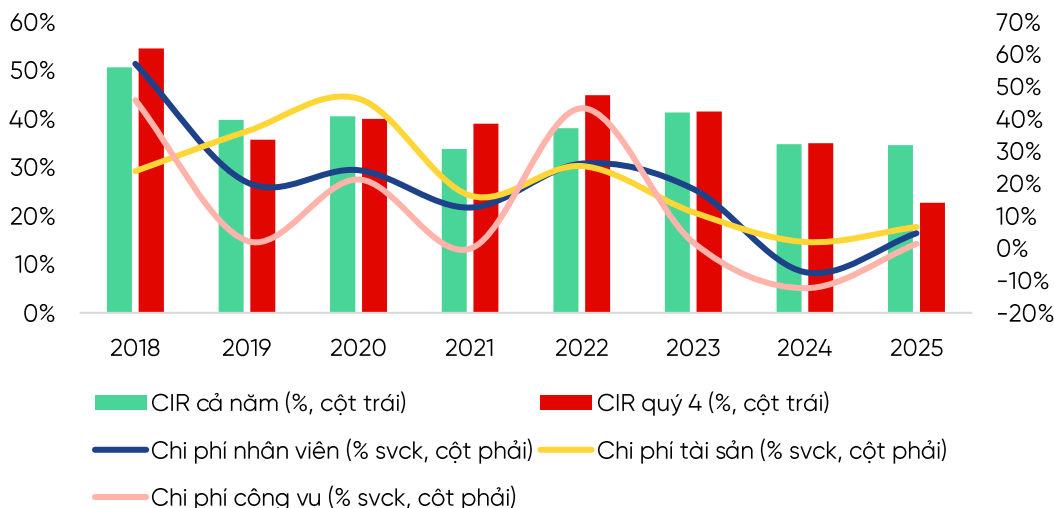


Nguồn: TPB, VPBankS Research

CIR cả năm duy trì ổn định, nhờ cải thiện mạnh trong 4Q25

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) trong 2025 đạt 34.6%, gần như đi ngang so với năm 2024, nhờ CIR trong 4Q25 cải thiện mạnh xuống 22.7% (-12.3 điểm % svck; -15.1 điểm % so với quý trước), đồng thời thấp hơn mức CIR bình quân quý 4 trong giai đoạn 2022-2024. Chi phí hoạt động cả năm đạt 6,573 tỷ đồng (+4.7% svck), chủ yếu do chi phí nhân viên tăng nhẹ (+4.6% svck), tiếp tục chiếm 55.8% tổng chi phí hoạt động. Trong 4Q25, chi phí hoạt động giảm 31.9% svck; cùng với mức tăng nhẹ của TOI (+4.9% svck), điều này giúp lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) tăng mạnh 24.7% svck. Lũy kế cả năm, cùng với mức tăng nhẹ của TOI, PPOP tăng 5.6% svck lên 12,421 tỷ đồng.

Hình 9: CIR giảm mạnh trong 4Q25 giúp TPB giữ CIR cả năm ở vùng thấp so với một bằng các năm trước

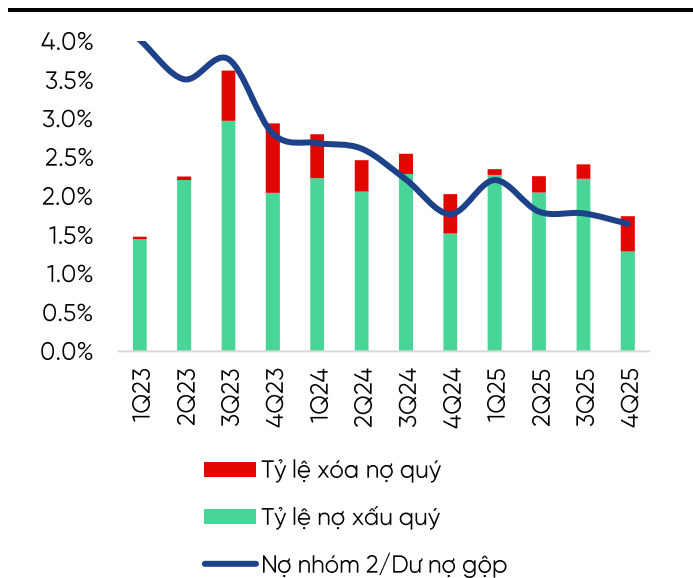


Nguồn: TPB, VPBankS Research

Chất lượng tài sản cải thiện hỗ trợ lợi nhuận

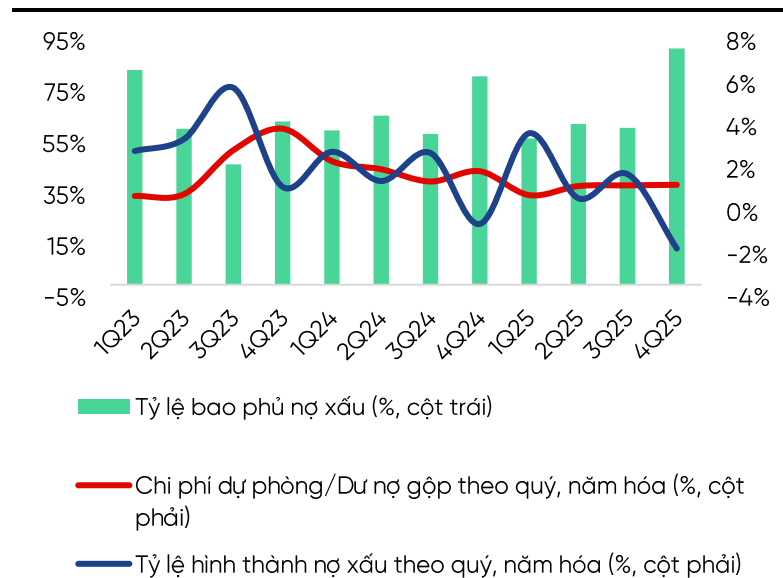
Chỉ báo chất lượng tài sản của chúng tôi (tỷ lệ nợ xấu theo quý cộng với tỷ lệ xóa nợ theo quý) được ước tính ở mức 1.7% (-28bps svck; -67bps so với quý trước), nổi dài xu hướng cải thiện kể từ 4Q23. Trong đó, tỷ lệ nợ xấu hình thành mới thuận trên dư nợ gộp trong quý ở mức -0.4% (so với 0.4% trong 3Q25), chủ yếu nhờ: (i) tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 1.3% (-23bps svck; -94bps so với quý trước) khi nợ Nhóm 3-5 cải thiện và tỷ trọng trong danh mục cho vay giảm theo quý; và (ii) tỷ lệ xóa nợ theo quý ở mức 0.5% (-5bps svck; +27bps so với quý trước). Tỷ lệ nợ Nhóm 2 trong 4Q25 ở mức 1.6%, giảm 13bps so với quý trước và tiếp tục xu hướng đi xuống từ mức đỉnh 4.0% trong 1Q23. Trong bối cảnh chất lượng tài sản cải thiện, TPB đã giảm trích lập trong quý, qua đó đưa chi phí dự phòng cả năm trên dư nợ gộp xuống còn 1.2% (-69bps svck). Trong khi đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng lên 92.2% từ 61.2% trong 3Q25.

Hình 10: Chất lượng tài sản cải thiện...



Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 11: ...hỗ trợ LLR



Nguồn: TPB, VPBankS Research

Diễn biến bảng cân đối kế toán

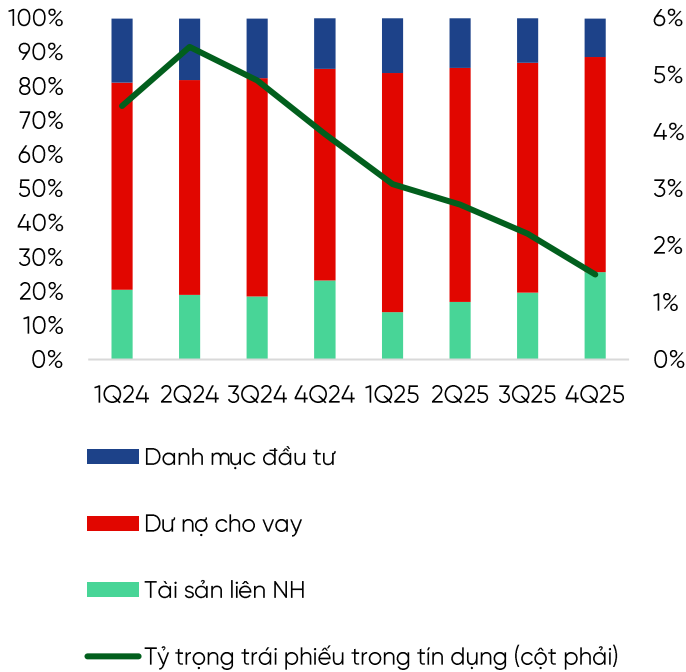
Tài sản sinh lãi (IEA): Tăng trưởng IEA duy trì tích cực trong 4Q25, được dẫn dắt bởi mở rộng cho vay và tài sản liên ngân hàng, trong khi danh mục chứng khoán tiếp tục thu hẹp

Trong 4Q25, tài sản sinh lãi hợp nhất (IEA) tăng 20.1% svck và 10.3% so với quý trước, chủ yếu nhờ tăng trưởng ở cho vay khách hàng và tài sản liên ngân hàng. Tài sản liên ngân hàng tăng 32.8% svck, chủ yếu do số dư tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác tăng 52.6% so với 4Q24, qua đó nâng tỷ trọng khoản mục này lên 25.5% tổng IEA (+2.4 điểm % svck). Trong khi đó, danh mục chứng khoán tiếp tục xu hướng giảm kể từ 2Q23, giảm 9.1% svck. Diễn biến này chủ yếu đến từ trái phiếu doanh nghiệp giảm mạnh 54.9% svck, nổi dài xu hướng TPB liên tục giảm tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trong danh mục tín dụng kể từ 2Q22.

Dư nợ cho vay khách hàng gộp tăng 22.2% svck (+3.3% so với quý trước) trong 4Q25, dù tăng trưởng theo quý đã chậm lại và là mức thấp nhất trong bốn quý của năm 2025. Cho vay doanh nghiệp tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, tăng 23.7% svck, trong khi cho vay bán lẻ theo sau với mức tăng 20.6% svck, cho thấy đà phục hồi của phân khúc bán lẻ

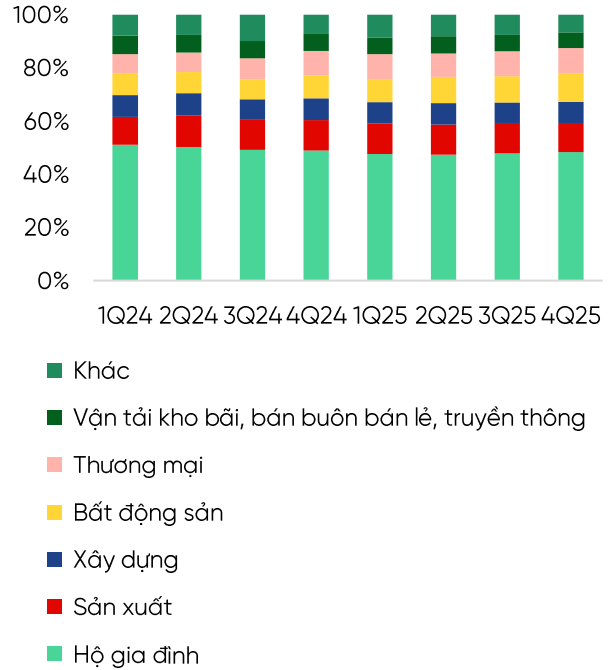
vẫn kéo dài trong suốt năm 2025. Theo ngành, tăng trưởng chủ yếu đến từ bất động sản (+51.0% svck), thương mại (+26.6% svck) và xây dựng (+24.3% svck). Phù hợp với cơ cấu này, cho vay trung và dài hạn tăng 25.3% svck và nâng tỷ trọng lên 61.3% tổng dư nợ gộp (+1.6 điểm % svck).

Hình 12: Cơ cấu IEA



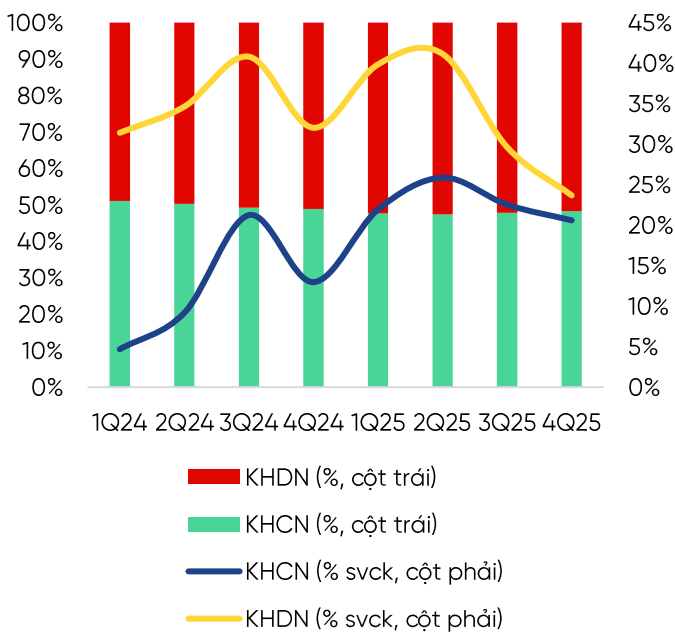
Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 13: Cơ cấu cho vay theo ngành



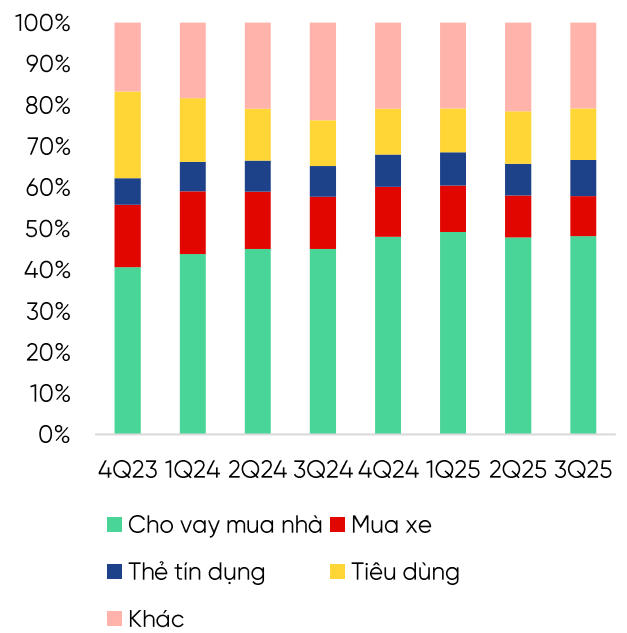
Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 14: Cơ cấu cho vay theo khách hàng



Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 15: Cơ cấu cho vay bán lẻ theo sản phẩm

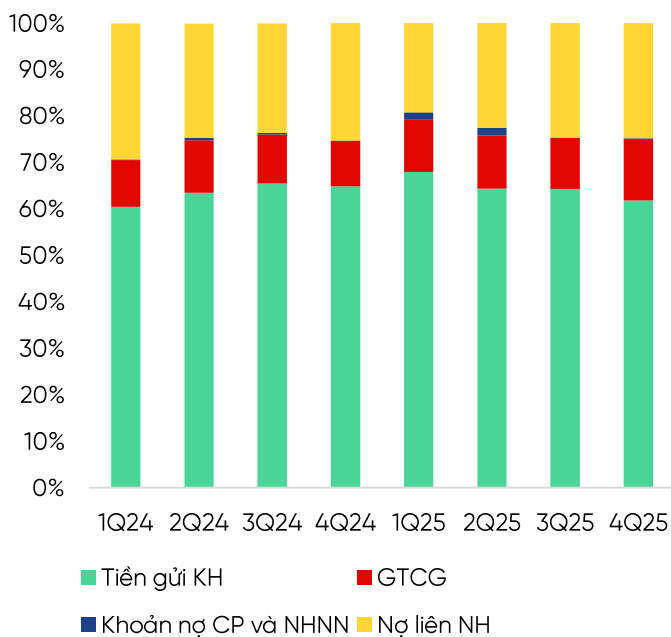


Nguồn: TPB, VPBankS Research

Nguồn vốn chịu lãi (IBL): Tăng trưởng IBL duy trì tích cực trong 4Q25, được dẫn dắt bởi giấy tờ có giá và tăng trưởng tiền gửi, trong khi LDR tiếp tục hạ nhiệt

Ở phía nguồn vốn, nguồn vốn chịu lãi (IBL) tăng 20.6% svck (+11.6% so với quý trước) trong 4Q25, nhỉnh hơn nhẹ so với tốc độ tăng của tài sản sinh lãi (IEA). Động lực chính đến từ giấy tờ có giá, tăng mạnh 60.6% svck và ghi nhận mức tăng theo quý cao nhất trong các nguồn vốn chính, ở mức 32.8% trong 4Q25, trong khi nợ liên ngân hàng và tiền gửi khách hàng tăng với tốc độ vừa phải hơn, lần lượt 18.6% và 14.9% svck. Theo chúng tôi, diễn biến này phản ánh cả cạnh tranh huy động gia tăng vào cuối năm và nỗ lực của TPB trong việc khóa trước nguồn vốn có kỳ hạn dài hơn, khi cơ cấu cho vay tiếp tục dịch chuyển sang kỳ hạn trung và dài hạn. Do đó, tiền gửi khách hàng chỉ còn chiếm 61.8% tổng IBL trong 4Q25, giảm 3.1 điểm % svck. Dù vậy, CASA vẫn cải thiện lên mức ước tính 22.6% (+34bps svck; +3.6 điểm % so với quý trước), là mức cao nhất trong năm 2025. Đồng thời, tiền gửi khách hàng tăng 7.2% so với quý trước trong 4Q25, cao hơn đáng kể so với tăng trưởng cho vay 3.3%, qua đó nhiều khả năng đã giúp LDR giảm xuống mức ước tính 69.1% tại cuối quý, thấp nhất trong năm 2025.

Hình 16: Cơ cấu IBL



Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 17: LDR ước tính



Nguồn: TPB, VPBankS Research

TRIỂN VỌNG 2026: Tăng trưởng tín dụng vẫn bền vững, nhưng NIM còn chịu áp lực

Triển vọng 2026

Hình 18: Các giả định chính

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck
Thu nhập lãi thuần	12,907	13,371	+3.6%	14,832	+10.9%	17,168.2	15.8%
NIM	3.5%	3.0%	-50bps	2.9%	-14bps	2.9%	+6bps
Tăng trưởng tín dụng	20.2%	19.2%	-1.1ppts	14.6%	-4.6ppts	14.6%	-2bps
Thu nhập ngoài lãi	5,132	5,624	+9.6%	5,756	+2.3%	6,471	+12.4%
Tổng thu nhập hoạt động	18,038	18,995	+5.3%	20,588	+8.4%	23,640	+14.8%
Chi phí hoạt động	6,279	6,573	+4.7%	6,422	-2.3%	7,361	+14.6%
CIR	34.8%	34.6%	-20bps	31.2%	-3.4ppts	31.1%	-5bps
Lợi nhuận trước dự phòng	11,759	12,421	+5.6%	14,166	+14.0%	16,279	+14.9%
Chi phí dự phòng	4,159	3,190	-23.3%	3,598	+12.8%	4,504	+25.2%
Chi phí dự phòng/Dư nợ gộp	1.9%	1.2%	-69bps	1.1%	-6bps	1.2%	+10bps
Lợi nhuận trước thuế	7,600	9,231	+21.5%	10,568	+14.5%	11,775	+11.4%
Lợi nhuận sau thuế	6,072	7,402	+21.9%	8,401	+13.5%	9,365	+11.5%

Nguồn: TPB, VPBankS Research

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng tương đương mặt bằng ngành, dự kiến đa dạng hóa hơn về cơ cấu sản phẩm

Chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ duy trì tăng trưởng tín dụng nhìn chung tương đương mặt bằng ngành, ở mức 14.6% trong năm 2026, được dẫn dắt bởi cho vay doanh nghiệp, trong khi phân khúc bán lẻ phục hồi theo hướng đa dạng hóa hơn về cơ cấu sản phẩm. Chúng tôi kỳ vọng các động lực tăng trưởng chính sẽ bao gồm:

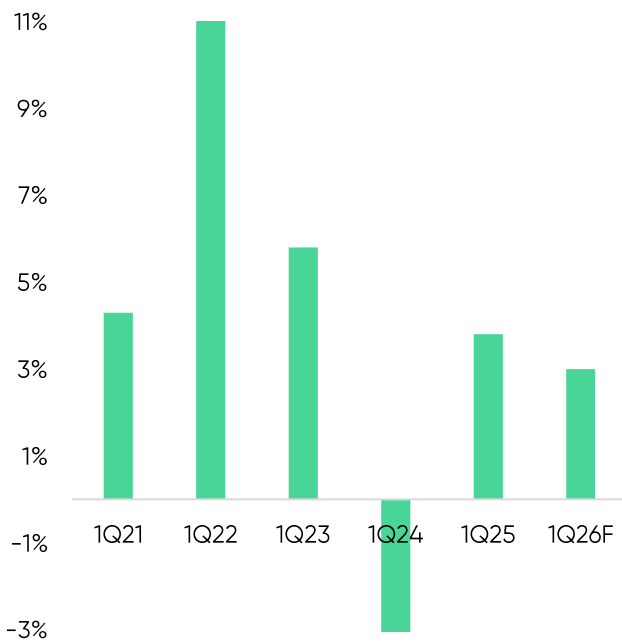
- (i) **Cho vay bán lẻ có thể phục hồi dần, dù TPB nhiều khả năng sẽ cần giảm phụ thuộc vào cho vay mua nhà để duy trì tăng trưởng.** Cho vay bán lẻ đã đi theo xu hướng giảm tỷ trọng kể từ 3Q22, với tỷ trọng trong tổng dư nợ giảm từ 59.2% xuống 48.3% vào 4Q25, trong khi cho vay doanh nghiệp vẫn là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2023-2025. Dù vậy, số liệu ngành bán lẻ đã cải thiện so với giai đoạn 2023-2024, với tăng trưởng bán lẻ ước đạt 10.9% svck trong 1Q26 và cả năm dự kiến quanh 10%-11%. Tuy nhiên, trong môi trường lãi suất cao hơn, cho vay mua nhà - sản phẩm bán lẻ cốt lõi của TPB, chiếm 48.2% dư nợ bán lẻ tại thời điểm 3Q25 - nhiều khả năng vẫn sẽ khó hấp thụ hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ mở rộng các động lực tăng trưởng bán lẻ sang những mảng khác, đặc biệt là cho vay tiêu dùng, trong bối cảnh thu nhập và chi tiêu hộ gia đình được kỳ vọng tiếp tục cải thiện.
- (ii) **Cho vay doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng ổn định hơn.** Trong giai đoạn 2023-2025, TPB đã tái cân bằng cơ cấu cho vay theo hướng phân bổ đều hơn giữa KHDN và KHCCN, với tỷ trọng cho vay doanh nghiệp tăng từ 40.8% trong 3Q22 lên 51.7% trong 4Q25. Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ở phân khúc doanh nghiệp, phù hợp với triển vọng kinh tế và nhu cầu vốn phục vụ hoạt động sản xuất - kinh doanh đang cải thiện.

NIM dự kiến sẽ tiếp tục co hẹp, nhưng với tốc độ nhẹ hơn so với năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng NIM vẫn sẽ chịu áp lực trong năm 2026, nhưng mức độ co hẹp sẽ giảm xuống còn 14bps svck, so với mức giảm 50bps trong năm 2025. NIM 2026 được dự phóng ở mức 2.9%. Chúng tôi cho rằng có hai nguyên nhân chính:

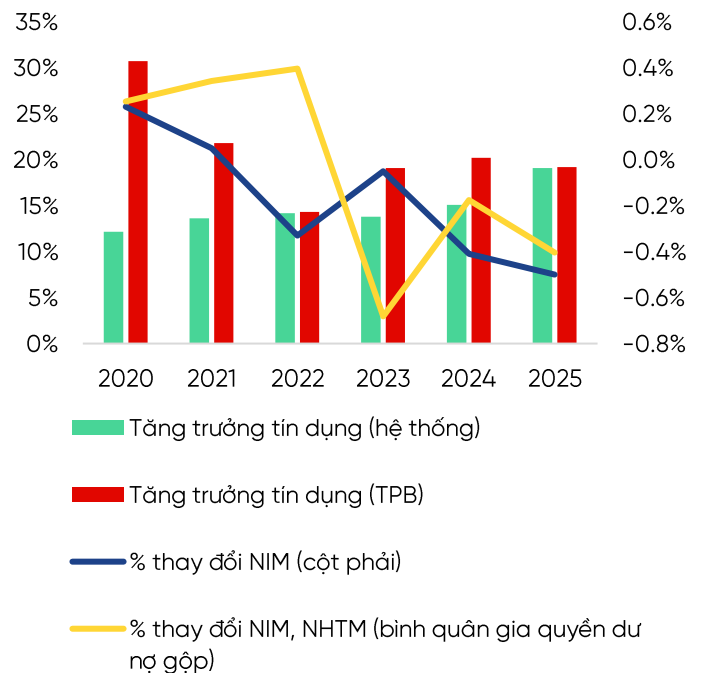
- (i) Áp lực ở phía tài sản nhiều khả năng vẫn tiếp diễn. Chúng tôi kỳ vọng lợi suất cho vay tiếp tục chịu áp lực, khi tốc độ điều chỉnh trên sổ cho vay khó có thể theo kịp hoàn toàn đà tăng của chi phí vốn, đặc biệt với một ngân hàng quy mô nhỏ hơn như TPB, vốn có thể vẫn cần duy trì mức giá cạnh tranh để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Bên cạnh đó, khi cho vay doanh nghiệp nhiều khả năng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, lợi suất tài sản bình quân có thể chỉ cải thiện nhẹ. Ở mảng bán lẻ, việc dịch chuyển khỏi cho vay mua nhà sang các sản phẩm khác cũng khó tạo ra mức cải thiện đáng kể cho lợi suất cho vay tổng thể trong ngắn hạn, ngay cả khi danh mục cho vay dần được điều chỉnh lại sau các đợt tăng lãi suất huy động.
- (ii) Áp lực chi phí vốn được kỳ vọng sẽ dễ kiểm soát hơn so với năm 2025. TPB hiện vẫn có dư địa LDR khá thoải mái so với mức trần quy định, qua đó cho phép ngân hàng giữ kỷ luật tốt hơn trong định giá huy động. Điều này cũng được hỗ trợ bởi CASA cải thiện trong 4Q25 và tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt 7.2% so với quý trước trong cùng kỳ, trước khi ngân hàng thực hiện hai đợt tăng lãi suất huy động tại quý trong 1Q26. Dù TPB đã tăng lãi suất huy động tại quý hai lần trong tháng 2 và tháng 3/2026, với lãi suất ở các kỳ hạn trên 6 tháng tăng từ 60bps đến 1.1 điểm % so với cuối năm 2025, chúng tôi cho rằng vị thế nguồn vốn tương đối thuận lợi của ngân hàng sẽ giúp kiểm chế tốc độ tăng của chi phí vốn, qua đó hỗ trợ mức giảm NIM nhẹ hơn so với năm 2025.

Hình 19: Tăng trưởng tín dụng quý 1 của TPB qua các năm (so với cuối năm trước đó)



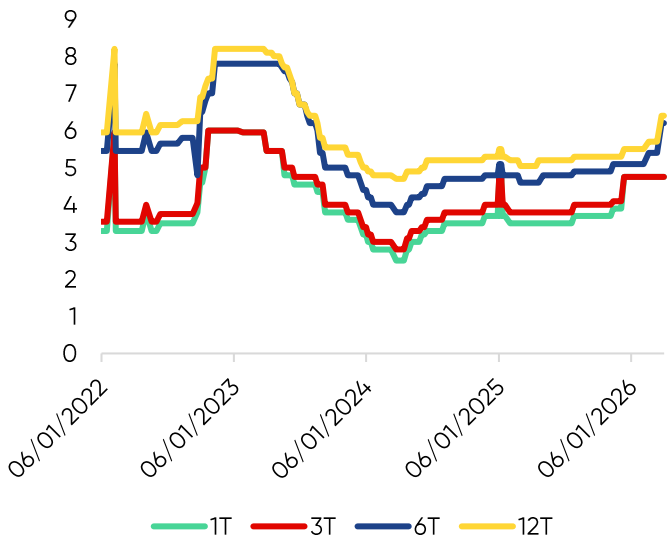
Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 20: Tăng trưởng tín dụng của TPB so với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống qua các năm



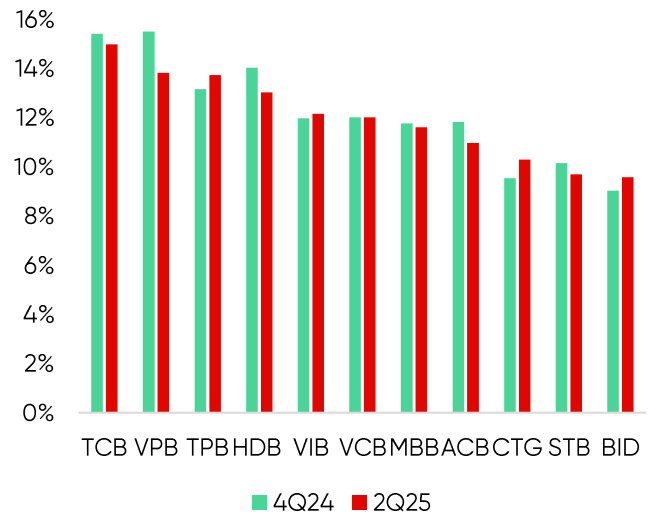
Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 21: TPB tiếp tục tăng lãi suất huy động tại quầy đối với các kỳ hạn trên 6 tháng trong suốt 1Q26 (%)



Nguồn: TPB, VPBankS Research

Hình 22: Vị thế CAR của TPB sẽ cho phép ngân hàng duy trì tăng trưởng tín dụng ngang toàn ngành



Nguồn: NH theo dõi, VPBankS Research

Chất lượng tài sản có thể suy yếu nhẹ trong môi trường lãi suất cao hơn, dù bộ đệm LLR dày hơn trong 4Q25 sẽ giúp kiểm chế áp lực trích lập

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 1.4% (+9bps svck). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng trên dư nợ gộp sẽ giảm nhẹ xuống 1.1% (-6bps svck), nhờ bộ đệm LLR được cải thiện lên mức tương đối an toàn là 92.2% vào cuối năm 2025. Trong môi trường lãi suất cao hơn, danh mục cho vay bán lẻ của TPB - vốn vẫn tập trung đáng kể vào cho vay mua nhà - có thể tiếp tục chịu áp lực lên khả năng trả nợ của khách hàng trong năm 2026, do nhóm khách hàng này nhạy cảm hơn với biến động lãi suất. Vì vậy, chúng tôi cho rằng áp lực chất lượng tài sản nhiều khả năng sẽ vẫn kéo dài trong năm tới.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế sẽ tăng 14.5% svck, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng duy trì tương đương mặt bằng ngành và chi phí dự phòng trên dư nợ gộp giảm nhẹ. Các động lực chính bao gồm:

- (i) Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần tăng 10.9% svck so với năm 2025, nhờ mức giảm NIM nhẹ hơn so với năm trước và tăng trưởng tín dụng tiếp tục bám sát mặt bằng chung của ngành. Chúng tôi cũng tiếp tục ghi nhận những nỗ lực của TPB trong việc đa dạng hóa cơ cấu nguồn thu. Dù vậy, khi NII được kỳ vọng phục hồi rõ nét hơn, thu nhập ngoài lãi dù vẫn tăng trưởng nhưng sẽ chỉ còn đóng góp khoảng 28.0% tổng thu nhập hoạt động (-1.6 điểm % svck).
- (ii) Áp lực trích lập nhiều khả năng vẫn ở mức cao nhưng trong tầm kiểm soát. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng tăng khoảng 12.8% svck, nhìn chung tương đương với năm 2025, trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì cao hơn. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ tiếp tục tối ưu hóa chi phí hoạt động, với CIR dự phóng ở mức 31% trong năm 2026.

ĐỊNH GIÁ: Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 20,300 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá theo P/B và phương pháp thu nhập thặng dư, với tỷ trọng ngang nhau 50%, để đưa ra giá mục tiêu 20,300 đồng/cổ phiếu cho TPB. Trong kỳ định giá này, chúng tôi giữ nguyên giả định về chi phí vốn chủ sở hữu, với lãi suất phi rủi ro ở mức 4.2%, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu ở mức 8.1%, và beta lịch sử 5 năm là 1.2x.

Theo phương pháp P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của TPB dựa trên BVPS FY26F là 18,337 đồng/cổ phiếu, áp dụng mức P/B mục tiêu 1.03x, tương đối phù hợp với mặt bằng giao dịch hiện tại trong bối cảnh môi trường lãi suất còn cao và bất định vẫn hiện hữu. Hiện tại, TPB đang giao dịch tại P/B 1.1x, tương đương khoảng -1 độ lệch chuẩn so với mức bình quân lịch sử 5 năm của chính cổ phiếu, đồng thời thấp hơn mức bình quân 5 năm của ngành là 1.5x.

Hình 23: Xác định giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cp)	Đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	21,642	10,821
Định giá theo P/B (áp dụng 1.03x BVPS 2026)	50%	18,888	9,444
Giá mục tiêu (làm tròn)			20,300

Hình 24: Thu nhập thặng dư (Đơn vị: tỷ đồng)

Giả định chung	2026	2027	2028	2029	2030	Giá trị cuối kỳ
Lãi suất phi rủi ro	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Phần bù rủi ro VCSH	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Chi phí VCSH	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
% ROE	17.8%	16.6%	17.0%	16.2%	15.8%	15.8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						3.0%
VCSH cuối kỳ	50,863	60,390	71,931	84,953	99,817	
% ROE	17.8%	16.6%	17.0%	16.2%	15.8%	15.8%
Thu nhập thặng dư (RI)	2,409	2,177	2,854	2,725	2,735	17,185
Hệ số chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	
Giá trị hiện tại của RI	2,115	1,677	1,931	1,618	1,426	8,957
VCSH đầu kỳ	42,306					
Giá trị hiện tại của RI (5 năm)	8,766					
Giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ	8,957					
Giá trị VCSH	60,029					
Số lượng CP lưu hành (triệu)	2,774					
Giá trị hợp lý trên mỗi CP (VND/cp)	21,642					

Nguồn: VPBankS Research

Hình 25: P/B so với dữ liệu lịch sử (Trailing)



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 26: P/B so với ngành (Trailing)



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

PHỤ LỤC: DỰ PHÒNG TÀI CHÍNH TRỌNG YẾU

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	25,949	30,751	39,714	44,994
Chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự	13,042	17,379	24,882	27,826
Thu nhập lãi thuần	12,907	13,371	14,832	17,168
Thu nhập thuần từ phí và hoa hồng	3,364	4,158	4,366	4,628
Thu nhập ngoài lãi khác	1,768	1,466	1,390	1,844
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,132	5,624	5,756	6,471
Tổng thu nhập hoạt động	18,038	18,995	20,588	23,640
Chi phí hoạt động và quản lý	6,279	6,573	6,422	7,361
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	11,759	12,421	14,166	16,279
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	4,159	3,190	3,598	4,504
Lợi nhuận trước thuế	7,600	9,231	10,568	11,775
Thuế thu nhập doanh nghiệp	1,529	1,829	2,166	2,410
Lợi nhuận sau thuế	6,072	7,402	8,401	9,365

Bảng cân đối (tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027
Tiền mặt và số dư tại NHNN	22,708	20,460	23,028	25,918
Cho vay liên ngân hàng	70,521	103,388	116,365	130,969
Chứng khoán đầu tư	59,594	54,170	58,636	63,469
Dự phòng chứng khoán đầu tư	(122)	(438)	(88)	(95)
Cho vay khách hàng	247,239	302,186	346,958	397,957
Dư nợ cho vay khách hàng gộp	250,331	305,817	350,915	402,665
Dự phòng rủi ro tín dụng	(3,093)	(3,630)	(3,957)	(4,708)
Tài sản khác	18,088	26,134	29,525	33,338
Tổng tài sản	418,028	505,902	574,423	651,556
Vay NHNN	238	1,642	1,675	1,708
Tiền gửi từ các tổ chức tín dụng khác	94,514	112,055	123,688	136,529
Tiền gửi khách hàng	242,806	279,050	323,303	367,413
Giấy tờ có giá phát hành	36,632	58,825	64,929	73,078
Nợ phải trả khác	6,244	8,281	6,127	8,492
Tổng nợ phải trả	380,434	459,853	519,722	587,220
Vốn của tổ chức tín dụng	26,420	27,740	27,740	27,740
Các quỹ dự trữ	3,722	4,936	4,936	4,936
Lợi nhuận giữ lại	7,453	9,629	18,186	27,713
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	3,743	3,839	3,946
Tổng vốn chủ sở hữu	37,594	46,049	54,701	64,336
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	418,028	505,902	574,423	651,556

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank (VPBankS) phát hành báo cáo này với mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này được lưu hành tới các khách hàng của VPBankS và các công ty liên kết hoặc các đối tượng mà VPBankS cho rằng phù hợp để nhận báo cáo, và không xét đến mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hay nhu cầu riêng biệt của bất kỳ cá nhân nào nhận được báo cáo này.

Báo cáo này không nhằm mục đích và trong bất kỳ trường hợp nào cũng không được hiểu là lời đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong đây hoặc các công cụ tài chính liên quan. Báo cáo cũng có thể bao gồm, toàn bộ hoặc một phần, các bản tóm tắt, nghiên cứu, tổng hợp, trích xuất hoặc phân tích được chuẩn bị bởi các đối tác chiến lược, liên doanh và/hoặc đối tác kinh doanh của VPBankS.

VPBankS không cam kết hay đảm bảo (dù rõ ràng hay ngụ ý) về tính chính xác hoặc đầy đủ của các thông tin này, và do đó, nhà đầu tư cần tự đưa ra quyết định sau khi cân nhắc kỹ lưỡng. Báo cáo này không nhằm hướng tới, phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào tại các khu vực, quốc gia hoặc vùng lãnh thổ mà việc phát hành, phân phối, hoặc sử dụng báo cáo sẽ vi phạm quy định pháp luật hiện hành.

Mọi thông tin trong báo cáo này được tổng hợp từ các nguồn công khai mà VPBankS tin tưởng là đáng tin cậy và chính xác tại thời điểm phát hành báo cáo. Tuy nhiên, các nguồn này chưa được VPBankS và/hoặc các công ty liên kết kiểm chứng độc lập và báo cáo cũng không khẳng định rằng đã bao gồm tất cả các thông tin mà nhà đầu tư tiềm năng có thể cần. Các quan điểm được thể hiện trong báo cáo là những đánh giá hiện tại của VPBankS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VPBankS không có nghĩa vụ phải cập nhật hay duy trì sự chính xác của thông tin, quan điểm được nêu trong báo cáo, cũng như không có nghĩa vụ cung cấp thêm bất kỳ thông tin nào cho người nhận.

Do đó, VPBankS không đảm bảo, đại diện hay cam kết, dù rõ ràng hay ngụ ý, về tính đầy đủ, chính xác, tin cậy, công bằng hoặc hợp lý của các thông tin và quan điểm trong báo cáo. Mặc dù đã nỗ lực để các dữ liệu thực tế trong báo cáo là chính xác, mọi ước tính, dự báo, nhận định hoặc đánh giá chủ quan được đưa ra đều dựa trên các giả định được VPBankS xem là hợp lý và không nên được hiểu là cam kết chắc chắn về khả năng xảy ra của các sự kiện được đề cập. Các giả định khác nhau có thể dẫn tới các kết quả và khuyến nghị hoàn toàn khác biệt.

Báo cáo này cũng có thể bao gồm các bình luận, ước tính, dự báo và ý kiến liên quan đến các nghiên cứu kinh tế vĩ mô do các chuyên gia kinh tế của VPBankS công bố, tuy nhiên các nội dung này không nên được xem là khuyến nghị đầu tư hoặc tư vấn đầu tư đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập.

Báo cáo này không mang tính toàn diện và không cung cấp đầy đủ các thông tin mà một nhà đầu tư tiềm năng cần để đưa ra quyết định đầu tư. Người nhận báo cáo cần tự thực hiện đánh giá và quyết định độc lập đối với bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào được đề cập.

Bất kỳ khoản đầu tư nào được thảo luận hoặc khuyến nghị trong báo cáo có thể không phù hợp với mục tiêu đầu tư và tình hình tài chính cụ thể của từng nhà đầu tư.

Báo cáo này có thể chứa các tuyên bố dự báo về tương lai, thường (nhưng không phải luôn luôn) được nhận diện thông qua các từ ngữ như "tin rằng", "ước tính", "dự định", "kỳ vọng" hoặc những diễn đạt tương tự như "có thể", "sẽ", "có khả năng xảy ra". Những tuyên bố này dựa trên các giả định và thông tin sẵn có tại thời điểm báo cáo được phát hành và chịu ảnh hưởng bởi các rủi ro, bất định cũng như các yếu tố khác có thể khiến kết quả thực tế khác biệt đáng kể so với những dự báo đã nêu.

Người nhận báo cáo cần thận trọng đối với những tuyên bố này và không nên quá tin tưởng vào các dự báo nêu ra. VPBankS từ chối mọi nghĩa vụ cập nhật hoặc điều chỉnh bất kỳ tuyên bố dự báo nào dù do có thông tin mới, sự kiện tương lai hay những tình huống ngoài dự tính phát sinh sau ngày công bố báo cáo.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn