

The image features a light gray background with a large, stylized number '4' in the center. The number is composed of two overlapping triangles: a light green one on top and a dark green one on the bottom. In the top right corner, the word 'FINGARDEN' is written in a bold, dark green, sans-serif font.

**FINGARDEN**

**CÂU CHUYỆN ĐẦU TƯ  
QUÝ 4 2025**


# Định giá THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

FINGARDEN

Định giá thị trường theo P/B ở mức 2.24 và P/E ở mức 15.5, tương đương cao hơn trung bình 5 năm lần lượt là 10% và 6,3%. Định giá trị trường bị ảnh hưởng bởi một số cổ phiếu nhóm Vingroup, do đó chỉ số P/B và P/E chung toàn thị trường chỉ mang tính chất tham khảo và không phản ánh được rủi ro hay cơ hội của thị trường



**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH  
QUÝ 4/2025 CỦA  
MBB, ACB, FPT, REE, QNS, VIB, BIC**



# CÂU CHUYỆN REE

FINGARDEN

## Kết quả kinh doanh năm 2025

Doanh thu đạt **10 nghìn tỷ đồng** tăng 19,4% YoY và LNST sau lợi ích CĐTTS đạt **2,5 nghìn tỷ đồng** tăng 26,8% YoY. Cụ thể:

- **Năng lượng:** Lợi nhuận tăng **40,2% YoY** tiếp tục đóng góp chủ yếu từ mức tăng trưởng mạnh của lợi nhuận mảng thủy điện do điều kiện thủy văn thuận lợi ở miền Bắc và miền Trung liên tiếp có mưa lớn trong năm
- **Văn phòng cho thuê & BĐS:** Mảng văn phòng với tỉ lệ lấp đầy 50% tòa Etown 6, tuy nhiên phải chịu chi phí khấu hao và lãi vay cao do mới đi vào vận hành. Mảng BĐS với LN tăng **63%** do chuyển nhượng khu đất chung cư thuộc dự án The Light square Thái Bình
- **Cơ điện lạnh:** Ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu tăng **22%** và LNST tăng **10%**. Tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt 3,8 nghìn tỉ chủ yếu từ sân bay Phú Quốc và Cát Bi.
- **Nước:** Duy trì kết quả tích cực với LNST tăng **40%**, với lượng thương phẩm tăng nhẹ và chi phí vận hành được tối ưu hóa

## Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế năm 2025

KẾT QUẢ KINH DOANH (Đơn vị tính: tỷ đồng)	Doanh thu			Lợi nhuận sau thuế (*)		
	2024	2025	% thay đổi	2024	2025	% thay đổi
Năng lượng	4.240	4.979	+17,4%	1.007	1.412	+40,2%
Nước và Môi trường	114	174	+52,8%	267	355	+33,0%
Bất động sản	1.149	1.338	+16,5%	509	513	+0,8%
Cơ điện lạnh và Thương mại	2.880	3.521	+22,3%	150	164	+9,6%
Khác	-	-	-	61	84	+36,6%
<b>Cộng</b>	<b>8.383</b>	<b>10.011</b>	<b>+19,4%</b>	<b>1.994</b>	<b>2.529</b>	<b>+26,8%</b>
<b>EPS (đồng / cổ phiếu)</b>				<b>3.680</b>	<b>4.668</b>	<b>+26,8%</b>

(\*) Là lợi nhuận sau thuế của các cổ đông công ty mẹ

## Tình hình tài chính cuối 2025

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (Đơn vị tính: tỷ đồng)	31-12-2024	31-12-2025	% thay đổi
Vốn điều lệ	4.710	5.417	+15,0%
Vốn chủ sở hữu	22.455	24.796	+10,4%
Nợ vay	10.397	10.852	+4,4%
Tiền	5.964	6.612	+10,9%
Nợ ròng	4.433	4.240	-4,4%
Tỷ lệ Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu (%)	19,7%	17,1%	

## Yếu tố hỗ trợ

- REE đặt mục tiêu bổ sung 1.300 - 1.500 MW tổng công suất điện đến năm 2030 được hỗ trợ bởi (1) mở rộng quy mô công suất điện đối với QHĐ VIII, cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), và giá điện gió được phê duyệt vào T5/2025 vượt kỳ vọng và (2) năng lực chuyên môn vững mạnh của REE trong lĩnh vực này
- Công suất dự kiến các nhà máy điện gió gần bờ triển khai từ 2026 đến 2028 lần lượt là 96/280/300MW
- Mảng cho thuê văn phòng bổ sung Etown 6 với tỉ lệ lấp đầy ngày càng tăng dần. Đến 2027 sẽ có đóng góp thêm từ tòa nhà VP Phú Hữu (Thủ Đức).
- Mảng M&E kỳ vọng kết quả kinh doanh tích cực do hưởng lợi từ xu hướng giải ngân đầu tư công mạnh mẽ của chính phủ
- Mảng nước với công suất tăng gấp đôi từ cuối năm 2025 và giá nước tăng gấp đôi áp dụng từ quý 2/2025 do công ty VCW áp dụng

## Định giá REE trong 10 năm

- **Giá cổ phiếu tăng 5 lần trong 10 năm**
- Cổ tức tiền mặt 1000đ/ cổ phiếu và cổ tức cổ phiếu 15% đều đặn từ năm 2022
- ROE = 10,8% ở mức thấp so với trung bình 12-16% trong 5 năm, kỳ vọng sẽ cải thiện lên 15% trong 2027
- PB= 1.6, PE = 13.3 và kì vọng EPS tăng trưởng 15% trong giai đoạn 2024-2028

## Yếu tố rủi ro

- Biến đổi khí hậu ảnh hưởng nhiều đến điều kiện thủy văn, gió và tỉ lệ huy động của thủy điện thấp hơn dự kiến
- Việc triển khai điện gió và điện mặt trời thả nổi chậm hơn dự kiến
- Văn phòng vẫn chịu áp lực khi lượng cung tăng cao ở các khu ngoại thành đẩy tỉ lệ văn phòng trống lên 20%
- Mảng BĐS không đóng góp doanh thu từ năm 2027 và việc bán hàng từ dự án Light Square cũng chưa có dấu hiệu tích cực.
- Do ảnh hưởng của tỉ giá, chi phí vốn đầu tư xây dựng các dự án điện gió gần bờ cũng tăng lên và có thể làm giảm hiệu suất IRR

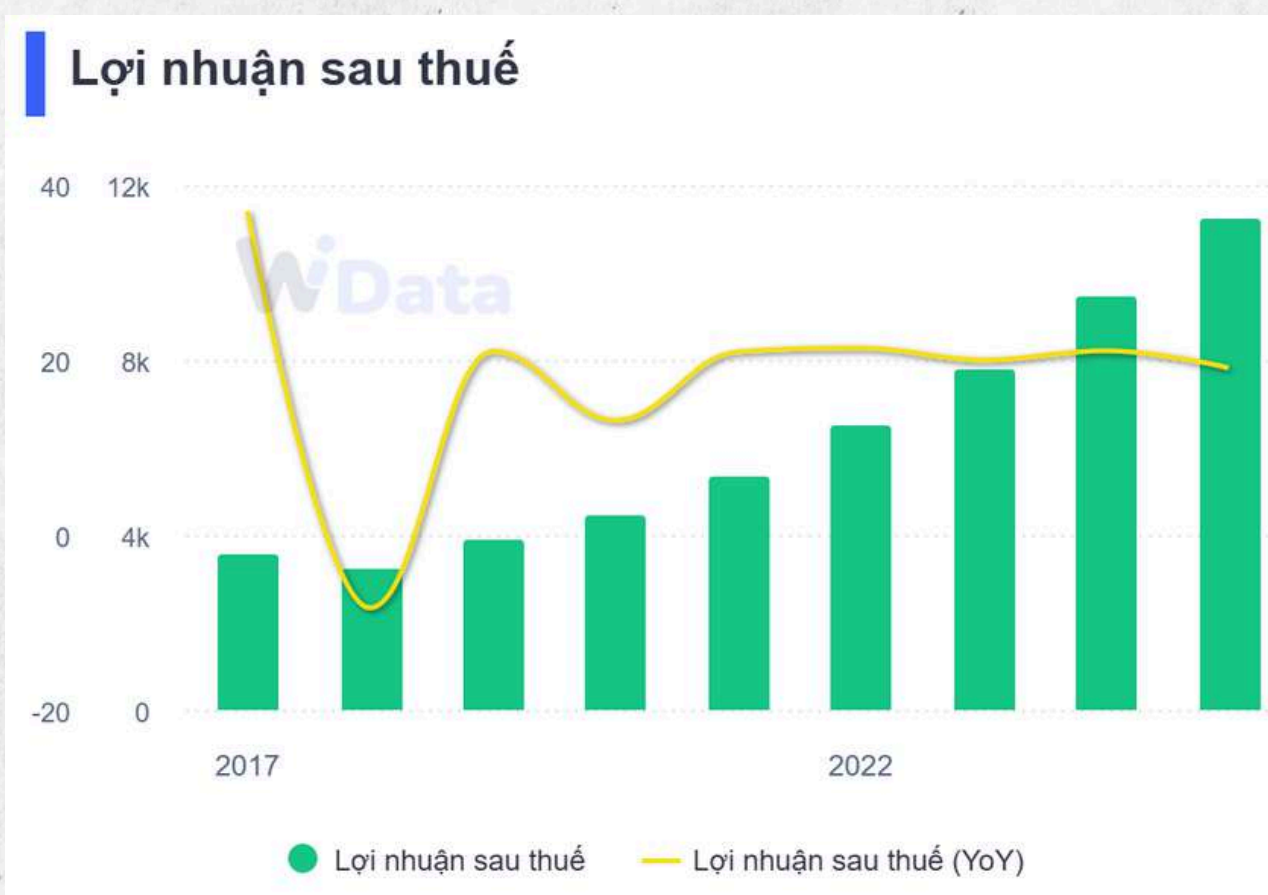
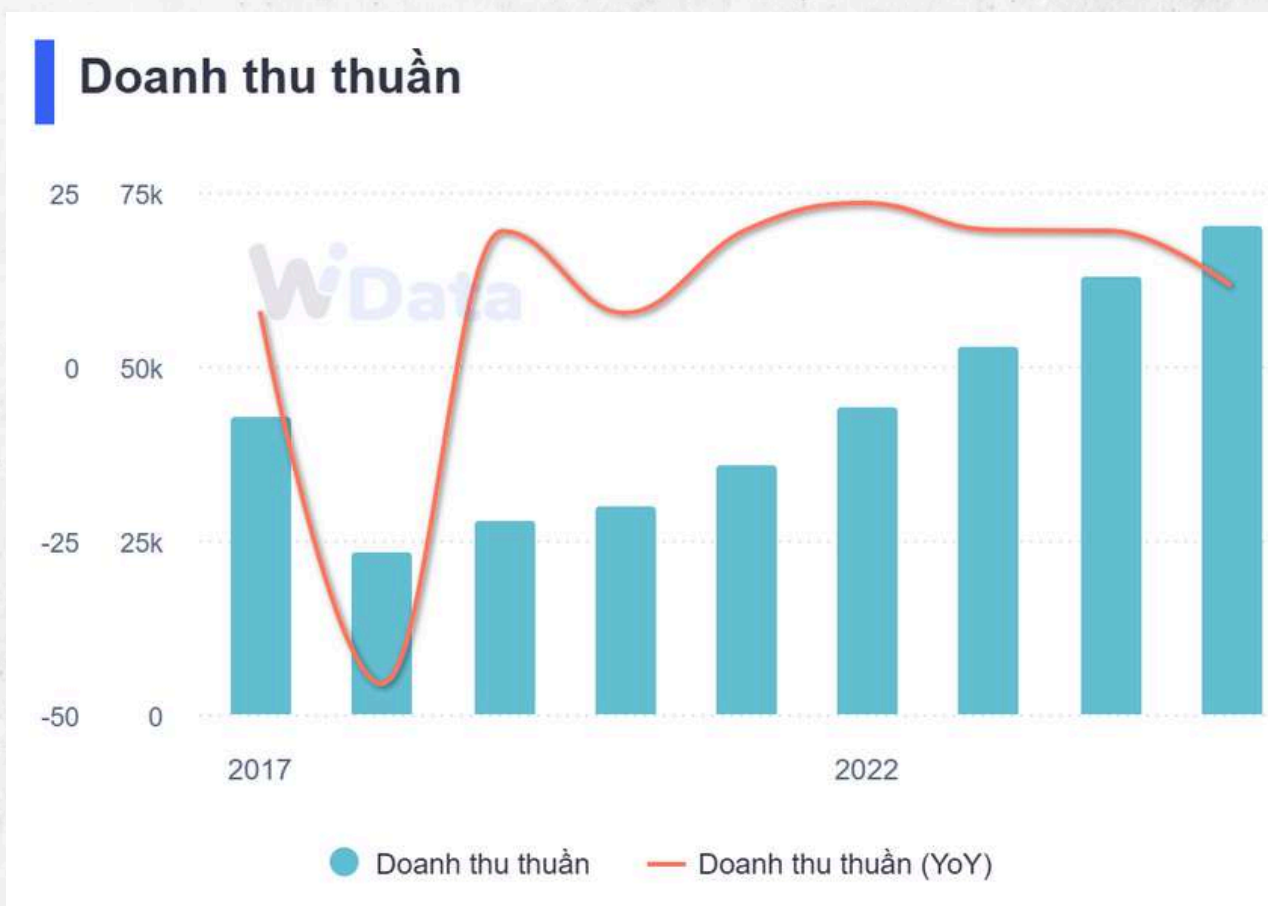


# CÂU CHUYỆN FPT

## Kết quả kinh doanh năm 2025

Kết quả kinh doanh năm 2025, bám sát kế hoạch đề ra với chỉ tiêu về LNST, tuy nhiên doanh thu chỉ tăng trưởng ở mức khiêm tốn:

- **Dịch vụ CNTT nước ngoài:** trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều thách thức, mảng này vẫn duy trì đà tăng trưởng **14.3%** so với cùng kỳ. Động lực chính vẫn là thị trường Nhật Bản tăng **25.4%** với nhu cầu chi tiêu cho công nghệ và chuyển đổi số cao.
- **Dịch vụ Viễn thông:** duy trì mức tăng trưởng bền vững với doanh thu tăng **10.6%**, LNTT tăng **21.9%**, trong đó doanh thu băng thông rộng tăng 13.7% và các mảng khác tăng 7.3%.
- **Mảng giáo dục, đầu tư & khác:** Mảng giáo dục duy lần đầu tăng trưởng âm **-1%**. Lợi nhuận chủ yếu đóng góp nhờ vào các công ty liên kết.



## Yếu tố hỗ trợ

- Dự báo chi tiêu toàn cầu cho chuyển đổi số sẽ tích cực trong 2026 và trong dài hạn, giúp gia tăng giá trị các hợp đồng ký mới sau những bất định về thuế quan của Mỹ trong 2025. FPT tiếp tục hưởng lợi trong xu thế này nhờ chi phí nhân lực cạnh tranh, năng lực hạ tầng công nghệ cải thiện và tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị nhờ vào các dịch vụ có giá trị gia tăng cao.
- Mạng viễn thông kì vọng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định ở 9-10%/năm nhờ các mảng băng thông rộng, truyền hình trả phí, trung tâm dữ liệu.
- Nhu cầu nhân lực mảng công nghệ thông tin ngày càng lớn cũng như đưa công nghệ vào trong giáo dục từ lớp 1 là lợi thế lớn của FPT

## Định giá FPT trong 10 năm

- Giá cổ phiếu tăng 8,2 lần trong 10 năm
- Cổ tức ổn định 2000đ/ cổ phiếu và tăng 15% hàng năm trong 10 năm
- ROE = 23,4% duy trì ổn định >20% trong 5 năm
- PE = 16,4, thấp hơn 52% với mức P/E trượt trung bình 3 năm của nhóm các công ty cùng ngành CNTT toàn cầu là 34,7 lần

## Yếu tố rủi ro

- Các bất ổn kinh tế vĩ mô và địa chính trị có thể làm chậm lại việc chi tiêu cho CNTT của các khu vực như Mỹ, EU..
- Triển vọng đóng góp của AI vào doanh thu vẫn là một thử thách khi xu hướng chi cho AI có phần sụt giảm vì hiệu quả và nguồn thu mang lại chưa đáng kể
- Mảng Giáo dục với số lượng tuyển sinh có xu hướng giảm do cầu chi tiêu giảm và cạnh tranh gia tăng với các trường công lập với điều kiện cơ sở vật chất xây dựng mới nhiều và học phí ưu đãi hơn
- Văn hóa doanh nghiệp phụ thuộc vào số ít lãnh đạo kỳ cựu cũng là rủi ro đáng lưu ý



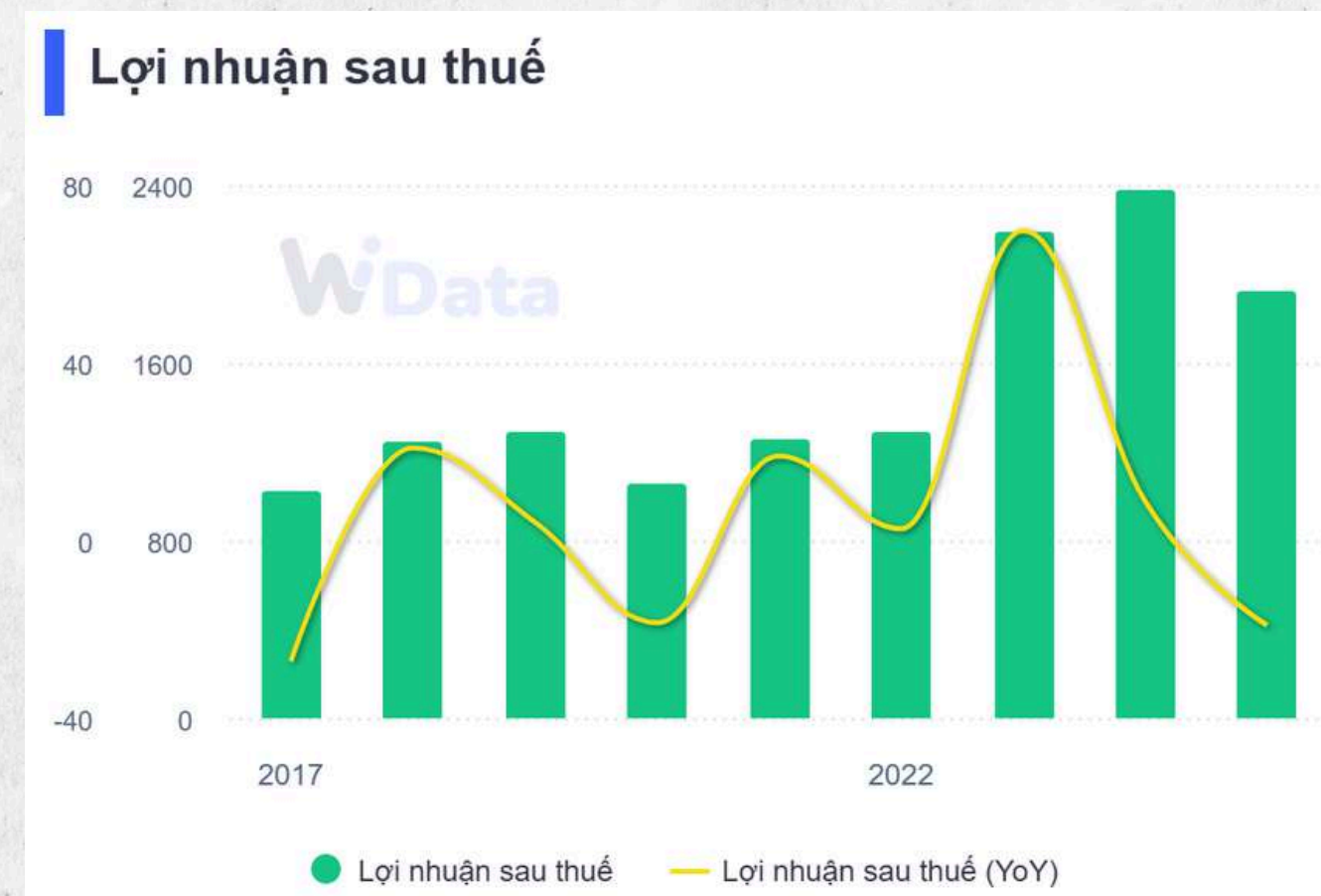
# CÂU CHUYỆN QNS

FINGARDEN

## Kết quả kinh doanh năm 2025

Cả năm với doanh thu đạt **10,5 nghìn tỷ đồng** tăng 3% YoY và LNST sau lợi ích CĐTS đạt **1,9 nghìn tỷ đồng** giảm 19% cùng kỳ 2024. Trong đó:

- **Sữa đậu nành:** Doanh thu **tăng 15% YoY**, nhờ giá bán tăng ở tỉ trong phân khúc trung và cao cấp trong khi sản lượng đi ngang. Biên lợi nhuận gộp duy trì mức cao 44,4% so với mức 39% của năm ngoái nhờ tỉ trọng tăng ở phân khúc cao cấp và giá nguyên liệu đầu vào giảm.
- **Đường:** Doanh thu **giảm 8% YoY** do áp lực từ nhu cầu yếu trong khi áp lực cạnh tranh với đường nhập lậu và đường nhập khẩu vẫn lớn. Biên lợi nhuận gộp của mảng đường giảm mạnh xuống còn 20%, và lợi nhuận gộp cũng giảm 44% so với năm ngoái.
- Các mảng kinh doanh còn lại cũng ghi nhận doanh thu đi ngang với sản lượng bán hàng **giảm 1-10% YoY**, do biến động thị trường và nhu cầu tiêu dùng vẫn đang phục hồi chậm



## Yếu tố hỗ trợ

- Sản xuất đường trong nước vẫn mới chỉ đáp ứng 50% nhu cầu trong nước, nên dư địa phát triển vẫn còn nhiều đặc biệt đối với các DN có hiệu quả hoạt động đứng đầu ngành như QNS với quy mô và quản lý chi phí hiệu quả. Ngoài ra, giá đường vẫn được hỗ trợ bởi chính sách quản lý tốt đường nhập khẩu và các biện pháp phòng vệ thương mại của Nhà nước.
- Liên tục cải tiến và ra mắt các sản phẩm sữa hạt mới ở phân khúc giá cao giúp tăng doanh thu, cải thiện biên lợi nhuận
- Mở rộng hoạt động qua các dự án mở rộng công suất nhà máy đường An Khê từ 20.000 TMN lên 25.000 TMN, mở rộng công suất nhà máy điện sinh khối từ 90MW lên 135 MW và nghiên cứu triển khai dự án Ethanol nhằm tối ưu hóa lợi ích vùng mía đường

## Định giá QNS trong 5 năm

- Giá cổ phiếu tăng 1,8 lần trong 5 năm
- Cổ tức tiền 30-40%/năm trong nhiều năm, tương đương tỉ lệ cổ tức/ thị giá là 7-8%/ năm
- ROE = 18 -22% trong 5 năm và luôn ở top đầu trong ngành
- PE = 9.5, PB = 1.8 lần lượt thấp hơn 10-17% so với trung bình 5 năm

## Yếu tố rủi ro

- Giá đường tiếp tục ở mức thấp do nhu cầu tiêu thụ yếu, bên cạnh dự báo dư thừa đường năm 2026 dẫn đến giá đường thế giới xuống đáy trong nhiều năm
- Ảnh hưởng tiêu cực từ đường nhập lậu chiếm 30% tổng lượng đường tiêu thụ trong nước và vẫn chưa được xử lý triệt để.
- Biến đổi khí hậu thất thường ảnh hưởng đến năng suất mía nguyên liệu
- Mạng sữa đậu nành duy trì ổn định khó tăng trưởng mạnh trong dài hạn do thị phần đang ở ngưỡng cao gần 90% và sản lượng cũng có xu hướng chững lại so với các quý trước.
- Chi phí hoa hồng và hỗ trợ đại lý tăng cao do tác động của Nghị định 70 lên các điểm phân phối, bên cạnh thuế thu nhập doanh nghiệp của nhiều mảng đã giảm ưu đãi so với giai đoạn trước

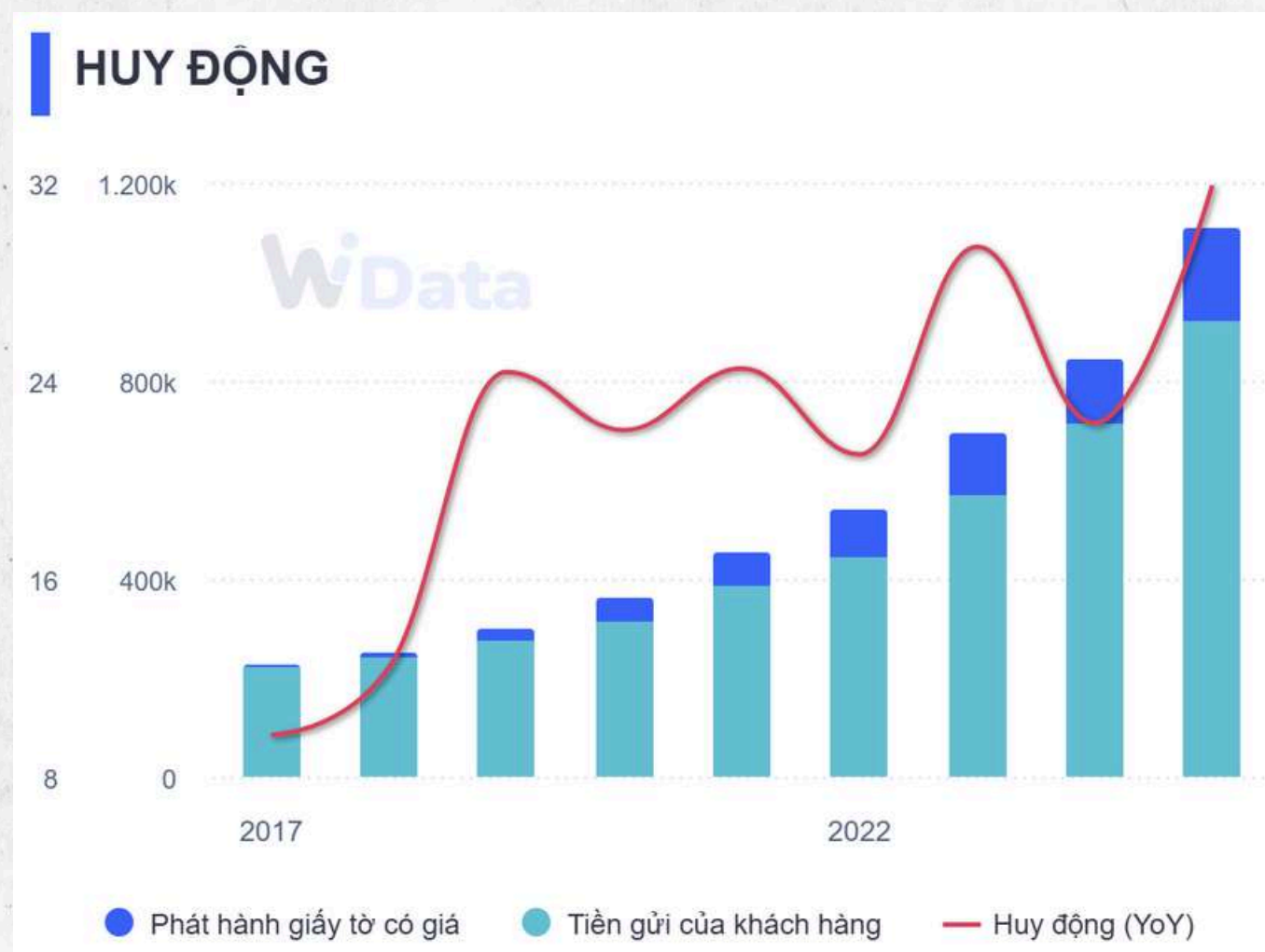


## Cập nhật kinh doanh 2025

KQKD hợp nhất trong 2025 với thu nhập từ HĐKD đạt 68 nghìn tỷ đồng, **tăng 22% YoY** và LNTT đạt 34,3 nghìn tỷ đồng, **tăng 19% YoY**. Trong đó:

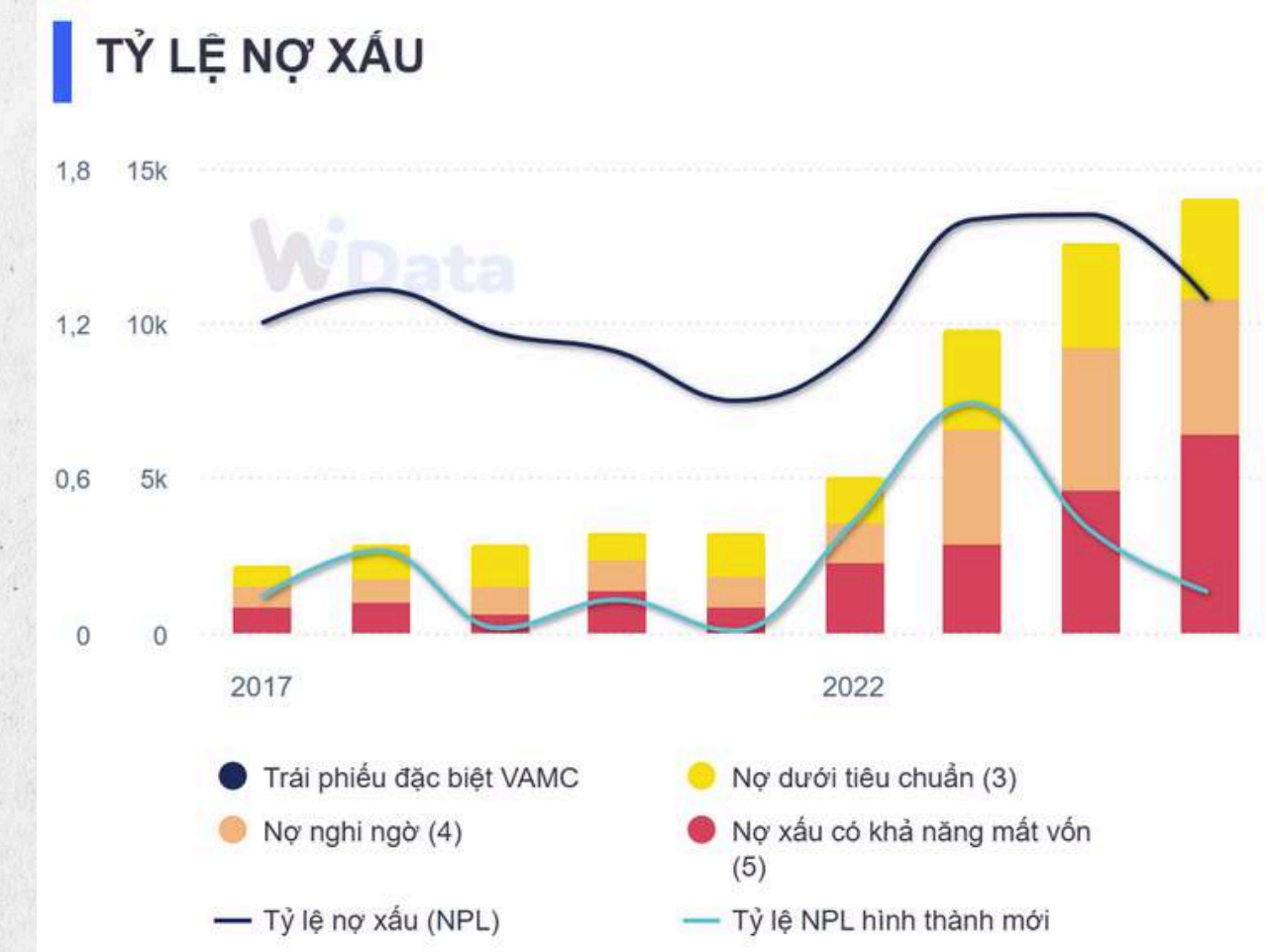
- Tăng trưởng tiền gửi **đạt 29%**, vượt trội so với trung bình ngành do lợi thế từ hệ sinh thái của Viettel và tích cực trong các hoạt động số thu hút lượng tiền gửi cá nhân. Tỷ lệ CASA **đạt 38,0%** đạt tỉ lệ cao nhất toàn ngành

- Tăng trưởng tín dụng **đạt 35%** bỏ xa mức 19% trên toàn hệ thống. Đóng góp chủ yếu dựa vào tăng trưởng công nghiệp chế biến chế tạo, hộ kinh doanh, bán buôn bán lẻ, bất động sản. Dư nợ cho vay doanh nghiệp BĐS chiếm 11,4% tổng dư nợ, tăng so với mức 8,3% trong năm 2024



## Cập nhật kinh doanh năm 2025

- NIM năm 2025 ở mức **3,9%** thấp hơn so -21 điểm cơ bản YOY với NIM quý 4 đạt 4,07%. Do cạnh tranh từ lãi suất trong cả hệ thống và chi phí phí vốn, tăng trưởng tín dụng tập trung lớn vào quý 4 khiến NIM giảm so với mặt bằng trung bình các quý trong năm.
- Thu nhập ngoài lãi đạt 16,1 nghìn tỷ đồng tăng **13% YoY**, chủ yếu nhờ phí từ dịch vụ **tăng 51% YoY** và thu hồi nợ xấu đã xử lý tăng mạnh **69% YoY** bù đắp cho phần sụt giảm trong đầu tư và kinh doanh ngoại hối.
- Tỷ lệ nợ xấu là **1,29%** giảm 33 điểm cơ bản YOY, và ở mức thấp trong nhiều năm sau khi tăng mạnh vào quý 3/2025 do một KHDN lớn thuộc nhóm nợ xấu đã trở lại vào nợ nhóm 1. Bên cạnh, tỷ lệ nợ nhóm 2 duy trì ở mức 0,94%, thấp nhất trong 5 năm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR ở mức 94%, sát mức mục tiêu 100% MBB đã đặt ra.



# CÂU CHUYỆN MBB

## Yếu tố hỗ trợ

- Tăng trưởng tín dụng vẫn là điều kiện cần để hỗ trợ tăng trưởng nền kinh tế khi các kênh huy động vốn khác còn yếu. Tận dụng được lợi thế là NHNN và hệ sinh thái của Viettel giúp MBB tăng trưởng tốt hơn mặt bằng chung trong thị trường tăng trưởng và duy trì được ổn định trong giai đoạn thị trường bán lẻ suy yếu.
- Kỳ vọng doanh thu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ tập khách hàng đa dạng, lợi thế lớn từ chi phí huy động vốn cạnh tranh, tập trung vào chuyển đổi số và quản trị rủi ro tốt.
- Hệ sinh thái đa dạng là động lực duy trì tăng trưởng thu nhập ngoài tín dụng như bảo hiểm, chứng khoán, tài chính tiêu dùng.
- Hợp tác với Dunamu của Hàn Quốc trong việc phát triển sàn giao dịch và hạ tầng nền tảng cho tài sản số giúp củng cố chiến lược số hóa và tạo vị thế tăng trưởng dài hạn trong lĩnh vực tài chính số.

## Định giá MBB trong 10 năm

- Giá cổ phiếu MBB tăng 8,8 lần trong 10 năm
- Tỷ lệ cổ tức tiền mặt 3%-5% và cổ tức cổ phiếu 15-30%
- ROE = 20,1%, ROA = 2% - duy trì ngân hàng hiệu quả top cao nhất ngành (lưu ý Return chưa trừ đi phần khen thưởng và phúc lợi của CBCNV tỉ lệ 8% LNST)
- Định giá PB hiện tại = 1.7, cao hơn 12% so với mức PB trung bình 5 năm.

## Yếu tố rủi ro

- Casa ở top đầu nhưng có xu hướng suy giảm, bên cạnh NIM (biên lãi ròng) tiếp tục thu hẹp do cạnh tranh giữa các ngân hàng trở nên gay gắt hơn, mặc dù vẫn ở mức cao so với hệ thống
- Nhóm dư nợ cho vay bán buôn bán lẻ, sửa chữa ô tô động cơ... chiếm 30% tổng dư nợ và tăng trưởng mạnh trong 4 năm qua, tuy nhiên chưa được làm rõ cụ thể là nhóm nào để đánh giá được rủi ro để tránh những khoản nợ xấu tiềm ẩn phát sinh từ 1 doanh nghiệp lớn xảy ra như quý 3/2025
- Sát nhập với MBV có thể dẫn đến phải phân bổ nhiều nguồn lực hơn và có thể ảnh hưởng đến kỳ vọng tăng trưởng của ngân hàng.
- ROA có xu hướng giảm nhanh do lợi suất sinh lời của các tài sản suy giảm do cạnh tranh và mặt bằng lãi suất cho vay thấp

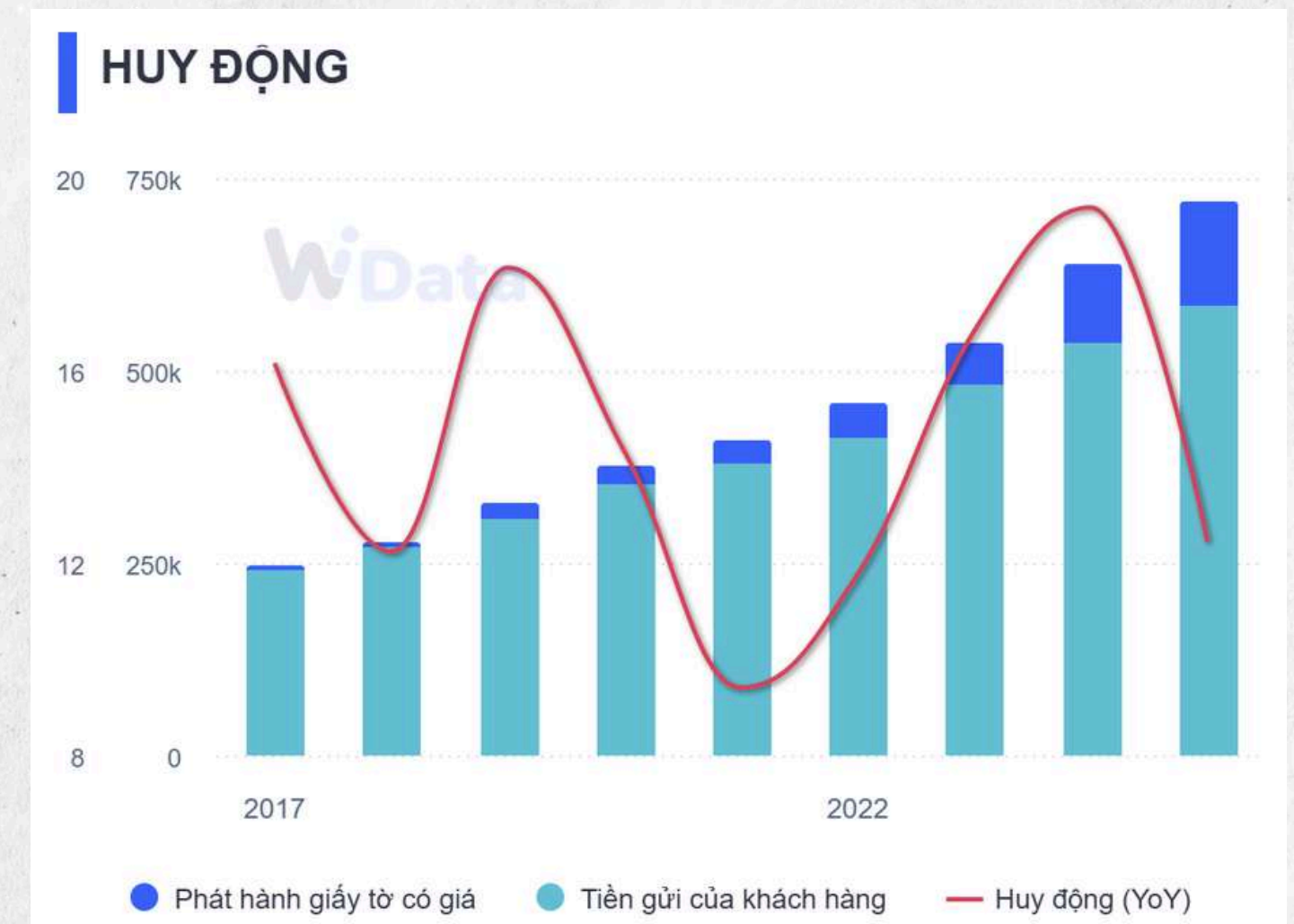
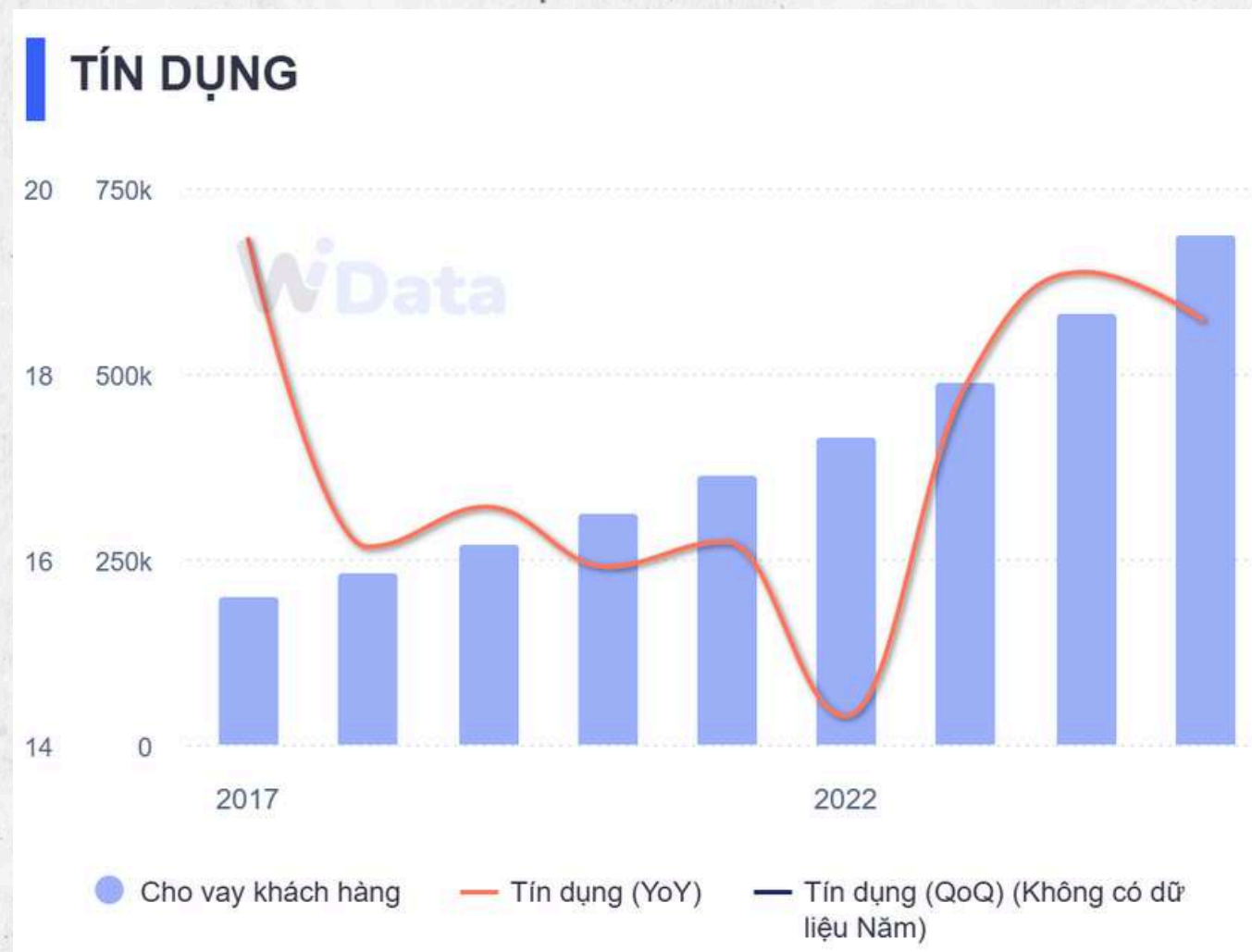


## Cập nhật kinh doanh năm 2025

Năm 2025 với thu nhập từ HĐKD đạt 33,8 nghìn tỷ đồng, **tăng +0,9% YoY** và LNTT đạt 19,5 nghìn tỷ đồng, **giảm -7,0% YoY**. Quý 4 với TOI và LNTT giảm 2,1% và 35,6% so với cùng kỳ.

- Tăng trưởng tín dụng **18,3%**, thấp hơn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 19%, đến từ mức tăng trưởng của mảng cho vay doanh nghiệp 25,5% hơn là mảng tiêu dùng và bán lẻ 12,4%. Riêng quý 4 chỉ tăng trưởng 2,4% do ảnh hưởng thanh toán và hạn mức tín dụng.

- Tiền gửi tăng trưởng 8,8% - thấp hơn nhiều so với quy mô tăng trưởng tín dụng. Tăng trưởng nguồn vốn từ tiền gửi và giấy tờ có giá vẫn đảm bảo tỉ lệ LDR = 79% thấp hơn mức trần 85%. Mặt bằng lãi suất mới 2026, sẽ thu hút được dòng tiền gửi tích cực sẽ làm giảm áp lực thanh khoản của cả hệ thống.
- Tỷ lệ CASA (tiền gửi không kỳ hạn) đi ngang ở mức 23%, duy trì vị trí thứ 5 so với các ngân hàng trong hệ thống

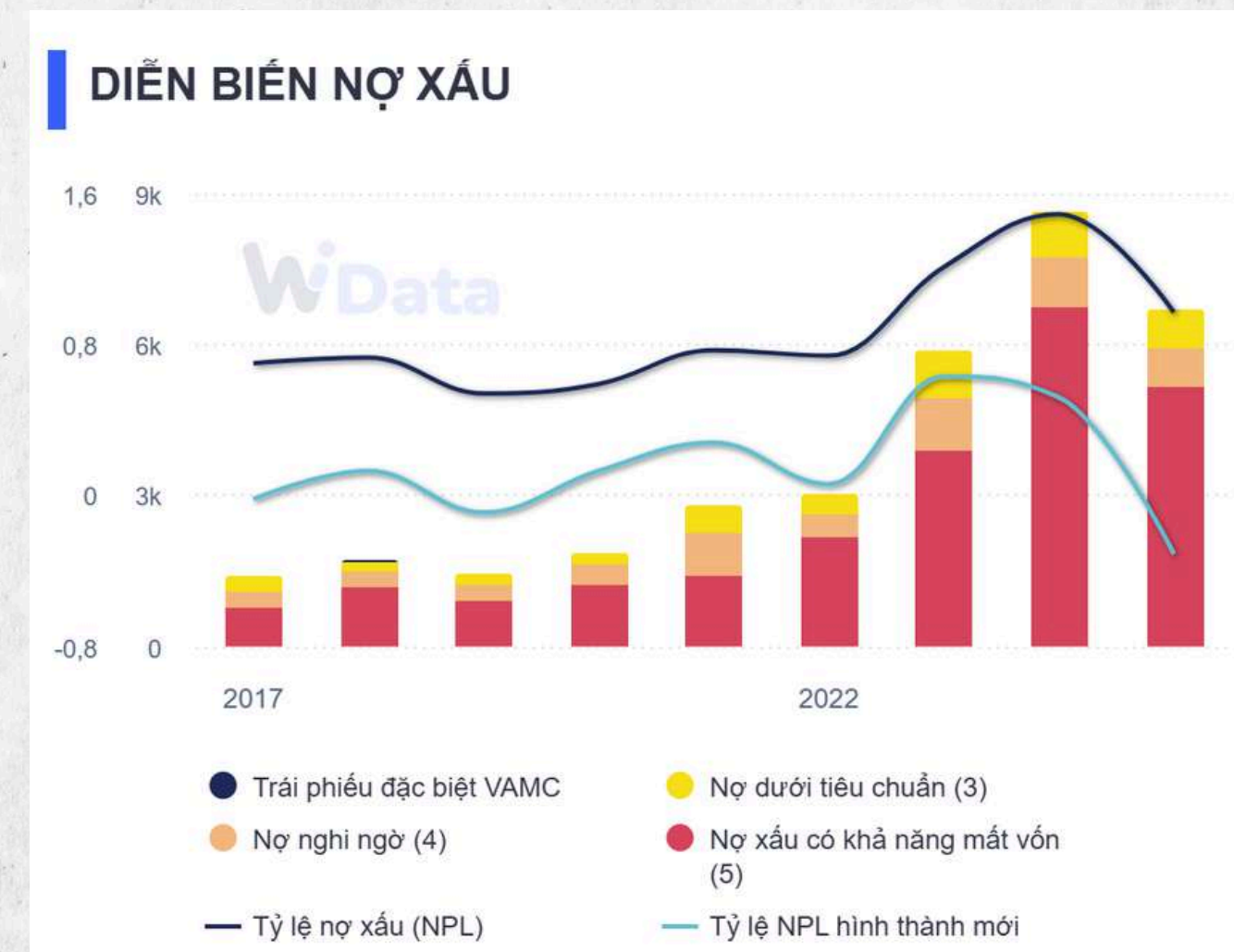


## Cập nhật kinh doanh 2025

- NIM (biên lãi ròng) thu hẹp **xuống mức 2,92%** thấp nhất trong nhiều năm, do lãi suất cho vay cạnh tranh gay gắt trong khi chi phí vốn tăng lên. Xu hướng này sẽ khó được cải thiện nếu tỉ lệ cho vay trung, dài hạn tăng lên không bù đắp được việc sụt giảm của mảng bán lẻ và hộ kinh doanh phục hồi chậm do sức mua yếu và quy định về thuế quan chưa được thích ứng.



- Tỷ lệ nợ xấu cải thiện tích cực **xuống mức 0.97%**, duy trì tỉ lệ nợ xấu thấp nhất trong khối ngân hàng tư nhân. Tỉ lệ bao phủ nợ xấu LLR cải thiện **lên 114%** cũng là bộ đệm dự phòng của NH cho những khó khăn của 2026
- NOII tăng ổn định ở **mức 20%** nhờ vào hoạt động đầu tư và kinh doanh ngoại hối, hoạt động của ACBS tích cực trong năm 2025.



# CÂU CHUYỆN ACB

## Yếu tố hỗ trợ

- Kỳ vọng kinh tế duy trì mức độ phục hồi ổn định, với điểm sáng là FDI, vay bán lẻ và đặc biệt là cho vay tiêu dùng kỳ vọng phục hồi mạnh để đảm bảo kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm từ 16-18%
- Chất lượng tài sản an toàn và tỉ lệ cho vay bất động sản thấp nên hạn chế được những ảnh hưởng về tăng trưởng tín dụng và nợ xấu gia tăng khi thị trường BĐS bước vào giai đoạn khó khăn
- Trích lập dự phòng tích cực trong 2025, hi vọng sẽ làm giảm chi phí dự phòng cho năm tới
- Hệ sinh thái dịch vụ ngày càng hoàn thiện với mảng bảo hiểm hi vọng sẽ mang lại nguồn thu mới cho NH khi đi vào hoạt động trong năm 2026, bên cạnh việc phát triển đầu tư vào ACBS và ACBC với mô hình các quỹ đầu tư mới

## Định giá ACB trong 10 năm

- **Giá cổ phiếu ACB tăng 6,8 lần trong 10 năm**
- Duy trì từ năm 2023, chính sách trả cổ tức tiền mặt 1000đ/CP và 15% cổ phiếu.
- ROE = 17.3%, ROA = 1,7% - suy giảm sâu so với mức 24% và 2.3% trong 5 năm
- Định giá PB hiện tại = 1.3, trong đó trung bình ngành PB = 1.8

## Yếu tố rủi ro

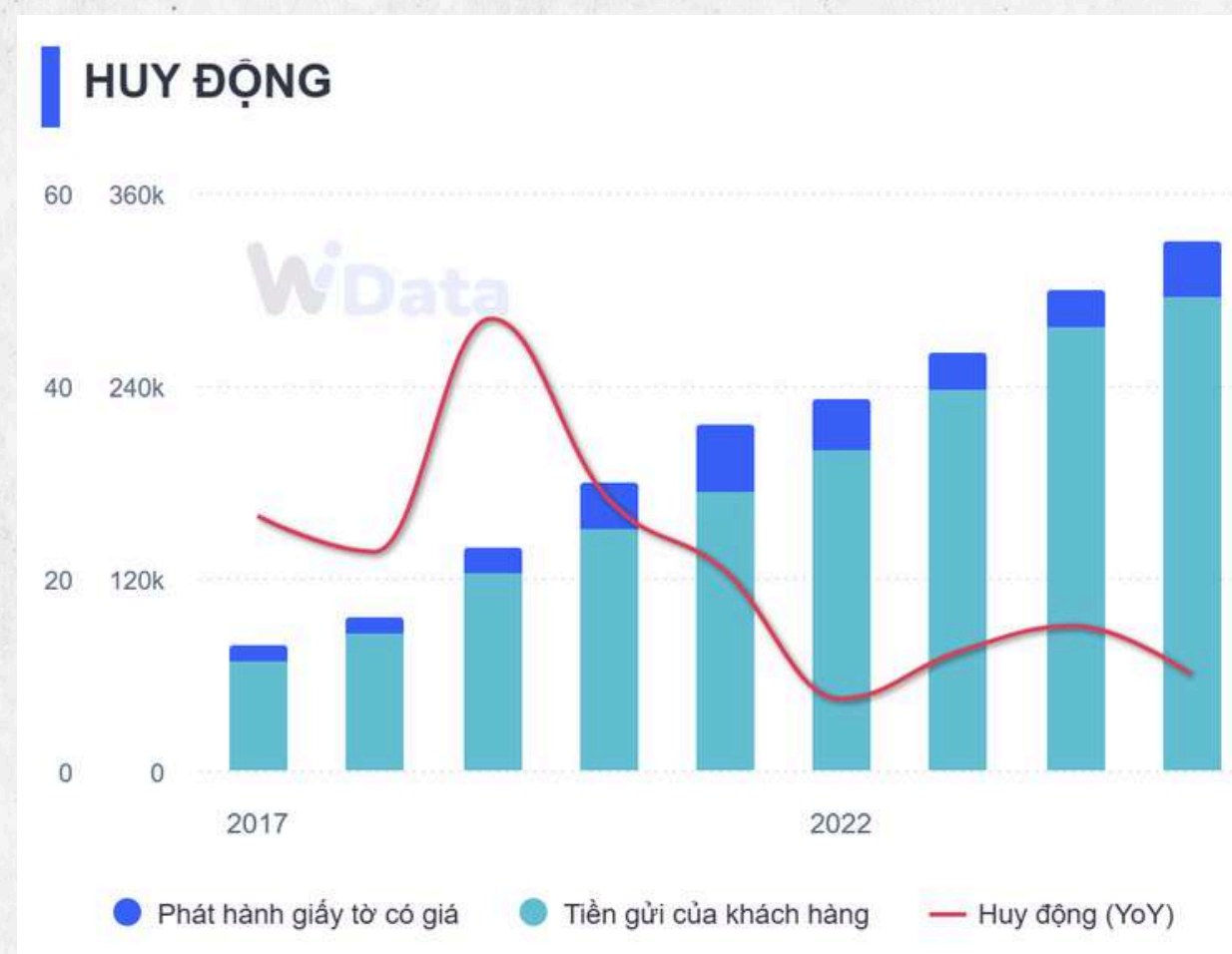
- Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống sẽ thấp hơn trong 2026 và có thể các năm tới do dư địa để nới lỏng sẽ hạn chế và chính phủ sẽ hạn chế tín dụng vào một số ngành sxkd và cả bất động sản
- NIM (biên lãi ròng) liên tục bị co hẹp do chi phí huy động đã lên mặt bằng cao mới và việc cho vay cũng sẽ gặp khó khăn khi các doanh nghiệp cũng khó chấp nhận mặt bằng cho vay cao khi cầu yếu bán lẻ và kinh tế ngoài lĩnh vực đầu tư công vẫn còn gặp khó khăn
- ROA và ROE không giữ được mức trên 2% và 20% có thể sẽ ảnh hưởng đến chính sách chia cổ tức trong dài hạn



## Cập nhật kinh doanh năm 2025

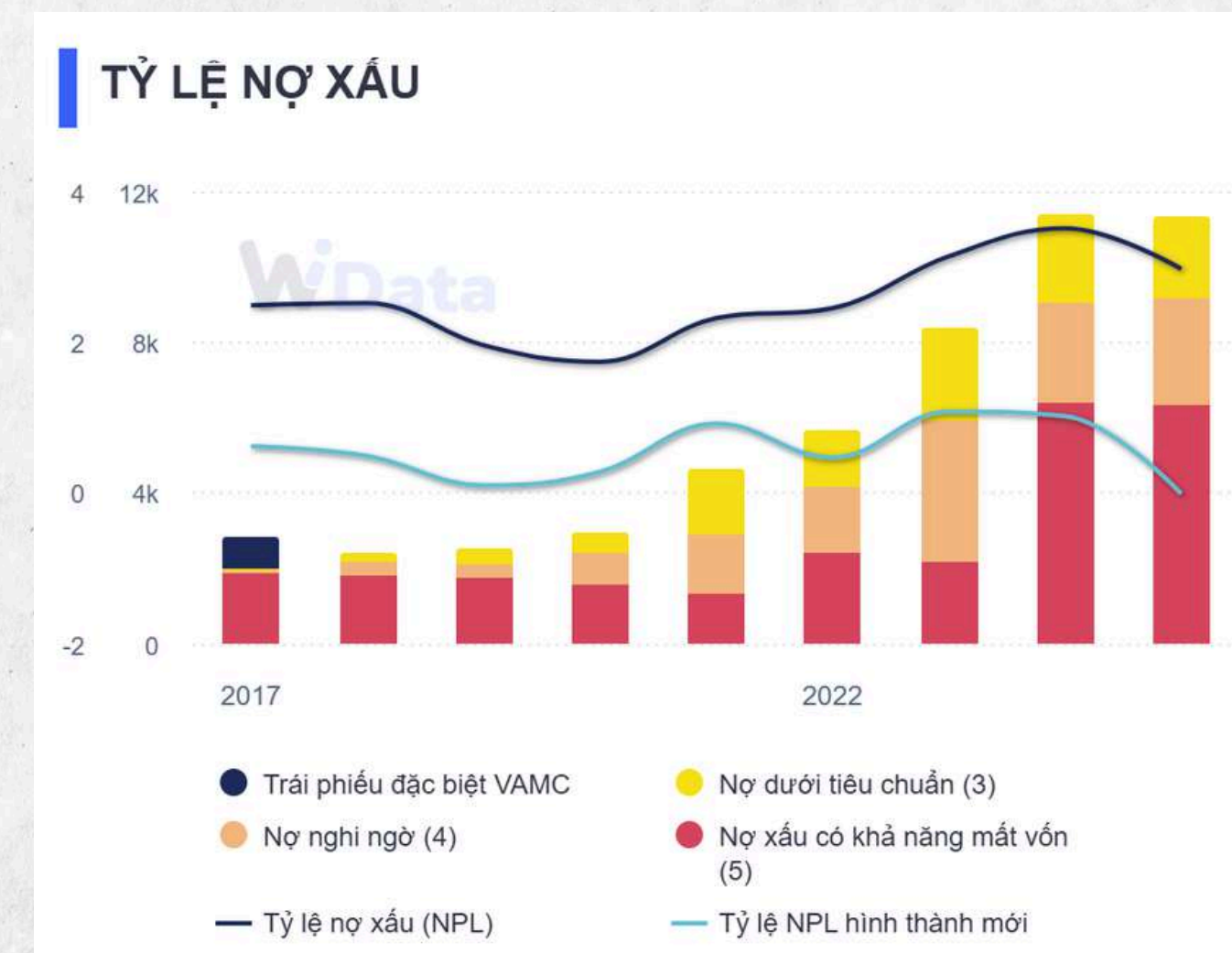
KQKD năm 2025 tổng thu nhập từ HĐKD đạt **20 nghìn tỷ đồng** giảm 1,7% YoY và LNTT đạt **9,1 nghìn tỷ đồng** tăng 1% YoY. Trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng đạt **17,9%** thấp hơn mức toàn hệ thống là 19%. Khi mảng cho vay bán lẻ vẫn yếu, chỉ tăng 4,7% cả năm, mức tăng đóng góp chủ yếu đến từ mảng cho vay khách hàng doanh nghiệp tăng 66%, trong đó cho vay bán buôn bán bán lẻ và cho vay hoạt động tài chính bảo hiểm tăng vượt trội lần lượt đóng góp 10,5% đến 8,5% tổng dư nợ
- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt **6,6%**, thấp hơn nhiều mức tăng trung của hệ thống, trong đó tăng trưởng tổng nguồn vốn cũng chỉ đạt 10%, thấp đáng kể so với mức tăng trưởng tín dụng. Tăng trưởng tiền gửi phần lớn đến từ nhóm KH doanh nghiệp với mức tăng 21% và chiếm 35% trong tổng tiền gửi của NH. Tỷ lệ CASA giảm xuống mức 14,6%
- Thu nhập ngoài lãi đạt **3,8 nghìn tỷ đồng** tăng 15,7% YoY nhờ thu nhập thu hồi nợ xấu tăng và thu nhập từ phí cải thiện đáng kể. Đặc biệt mảng bancassurance tăng 2,2 lần



## Cập nhật kinh doanh năm 2025

- NIM đi ngang ở mức **3,1%** cả năm, trong đó quý 4 cho thắt chặt hạn mức tín dụng giúp ngân hàng điều chỉnh lãi suất cho vay bù đắp một phần cho chi phí đầu vào tăng lên. Tuy nhiên, cạnh tranh vẫn rất gay gắt, đặc biệt các ngân hàng có quy mô vừa và nhỏ như VIB phải đối mặt với áp lực NIM lớn hơn, do các ngân hàng này thiếu lợi thế về nguồn vốn chi phí thấp.
- Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục cải thiện xuống mức **2,9 % YoY** và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tích cực lên mức 43%, tuy nhiên vẫn ở mức mặt bằng thấp so với trung bình các ngân hàng trong ngành.



# CÂU CHUYỆN VIB

## Yếu tố hỗ trợ

- NHNN định hướng tăng trưởng tín dụng ở mức cao để kích thích tăng trưởng GDP 8%-10% trong các năm tới, trong khi các kênh trái phiếu và cổ phiếu chưa đáp ứng được nhu cầu vốn.
- VIB đã xây dựng được vị trí thương hiệu nhất định đối với khách hàng trẻ và trung niên ở khu vực thành thị và mảng thẻ có tiềm năng tăng trưởng dài hạn
- Nhu cầu tín dụng bán lẻ kỳ vọng phục hồi tích cực hỗ trợ tăng trưởng tín dụng VIB trong giai đoạn tới
- NQ 42 sửa đổi kỳ vọng sẽ đẩy nhanh tốc độ xử lý nợ xấu, làm tăng chất lượng tài sản của bank và giúp cải thiện lợi nhuận

## Định giá VIB trong 9 năm

- Giá cổ phiếu VIB tăng 5,7 lần trong 9 năm
- Tỷ lệ cổ tức ổn định 30-40% với mức 5-15% tiền mặt/vốn điều lệ
- ROE = 16,6%, ROA = 1,3% - suy giảm mạnh so với mức 28% và 2,2% trung bình trong 5 năm
- Định giá PB hiện tại = 1.3 thấp hơn mức trung bình trong 5 năm PB =1.9

## Yếu tố rủi ro

- Mảng cho vay bán lẻ không phục hồi như kỳ vọng, tăng trưởng chủ yếu bởi cho vay doanh nghiệp và các khoản phí dịch vụ khó duy trì tăng trưởng bền vững nếu cho vay từ bán lẻ không cải thiện tích cực
- NIM tiếp tục bị thu hẹp xuống mức thấp nhất trong nhiều năm khi lợi thế cho vay mảng bán lẻ không tăng, bên cạnh cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng và chi phí huy động thấp không phải là lợi thế của nhóm NH tầm vừa và nhỏ như VIB. Tỷ lệ LDR ở mức trên 85,4%
- Tỷ lệ đòn bẩy cao với tỷ lệ asset/equity = 12 lần, so với nhóm thận trọng và an toàn  $\leq 10$  lần.
- Nợ xấu cải thiện chậm, với tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở **mức 42%** mặt bằng thấp hơn nhiều so với trung bình 5 năm



# CÂU CHUYỆN BIC

## Kết quả kinh doanh 2025

Kết quả kinh doanh với doanh thu hợp nhất **đạt 4,2 nghìn tỷ** đi ngang YoY và lợi nhuận sau lợi ích của CĐTS **đạt 544 tỷ** tăng 9,8% YoY, trong đó:

- Doanh thu phí bảo hiểm gốc 2025 đạt **5,7 nghìn**, tăng 4,7% YoY. Trong đó dòng bảo hiểm chiếm tỉ trọng 40% là bảo hiểm sức khỏe có mức giảm 6,4% YoY. Bù đắp bởi tăng trưởng từ các dòng bảo hiểm khác như bảo hiểm cháy nổ, xe cơ giới, tài sản..
- Lợi nhuận gộp từ hoạt động tài chính trong năm **tăng 36,7%**, được đóng góp tích cực dựa vào từ hoạt động kinh doanh chứng khoán tăng 3,1 lần YoY và lãi từ tiền gửi và trái phiếu lần lượt tăng 15% và 6%.
- Tỷ lệ kết hợp năm 2025 là **82,3%** tăng mạnh so với mức 76% của 2024. tuy nhiên vẫn nằm trong nhóm có tỉ lệ kết hợp thấp nhất ngành. Mức tăng của tỉ lệ kết hợp chủ yếu đến từ chi phí bồi thường tăng mạnh, bên cạnh chi phí hoa hồng bảo hiểm vẫn giữ nguyên

### TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN



### PHÍ GỐC BẢO HIỂM PHI NHÂN THỌ



## Yếu tố hỗ trợ

- Luật kinh doanh bảo hiểm đang được sửa đổi và rà soát để áp dụng vào 1/12/2026 với mục tiêu đưa ngành bảo hiểm về đúng vai trò đóng góp giá trị và nguồn vốn bền vững cho phát triển kinh tế xã hội
- Nhu cầu bảo hiểm phi nhân thọ còn dư địa phát triển lớn với tỉ lệ thâm nhập đang ở mức 0,6% so với mức độ 1,5-2% của các nước trong khu vực. Bên cạnh GDP với mục tiêu tăng trưởng 8-10% trong 5 năm tới thì kỳ vọng thị trường bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tăng tỉ lệ thâm nhập đáng kể trong giai đoạn tới
- Vị thế top 5 trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ, với tỉ suất sinh lời cao top 3 trong ngành và tận dụng được lợi thế là công ty con trong hệ sinh thái của BIDV sẽ là đòn bẩy để BIC duy trì thị phần, tăng trưởng và trả cổ tức bền vững trong tương lai
- Mặt bằng lãi suất tăng cao là một lợi thế lớn cho ngành bảo hiểm bởi bản chất của bảo hiểm là dựa trên kinh doanh tài chính dựa vào dòng tiền free flow từ tiền phí thu trước và chưa phải trả cho các khoản bồi thường

## Định giá BIC trong 10 năm

- **Giá cổ phiếu tăng 3 lần trong 10 năm**
- Cổ tức tiền mặt ổn định 1500 đ trong nhiều năm
- ROE = 17,2% thuộc top cao nhất ngành và duy trì ổn định >15% trong 5 năm
- PB = 1,5 và PE = 9,2 lần lượt cao hơn 12% và 2% so với trung bình trong 5 năm

## Yếu tố rủi ro

- Nhạy cảm với biến động của nền kinh tế đến hoạt động kinh doanh bảo hiểm như nhu cầu bảo hiểm cho hoạt động sản xuất kinh doanh và cho cá nhân...
- Rủi ro do thiên tai, lũ lụt xảy ra với mật độ và cường độ cao làm bào mòn lợi nhuận vì chi phí bồi thường tăng cao
- Tỉ trọng lớn vào bảo hiểm sức khỏe với chi phí bồi thường thấp, nên khi đẩy mạnh các mảng bảo hiểm khác với chi phí bồi thường cao hơn sẽ làm tăng tỉ lệ kết hợp và biên lợi nhuận gộp của bảo hiểm sẽ bị tác động tiêu cực
- Thị trường bảo hiểm phi nhân thọ cạnh tranh gay gắt cả trong và ngoài nước là một áp lực khi hoạt động của BIC phụ thuộc nhiều vào ngân hàng mẹ BIDV



“Time in the market  
beats  
Timing the market”



# THANK YOU

**KHUYẾN CÁO:** Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các nhà đầu tư và không mang tính chất khuyến nghị mua bán chứng khoán được thảo luận trên đây. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

