

Mua vào (giữ nguyên)

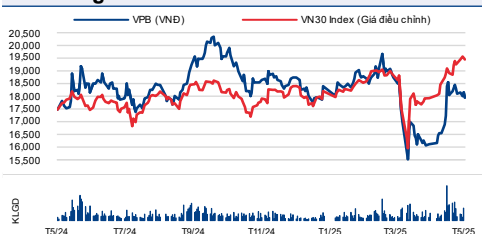
Giá mục tiêu: VNĐ23,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 28.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/5/2025)	17,950
Mã Bloomberg	VPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,527-20,346
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,070
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	142,414
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,468
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,934
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,380
Slg CP NN được mua (tr.đv)	434
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.5%
Tỷ lệ freefloat	58.3%
Cổ đông lớn	ing , người liên quan (19.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	11.4	(4.46)	2.72
So với chỉ số	2.49	(8.98)	(7.70)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,459	2,387	3.0
2026F	2,999	2,950	1.7
2027F	3,598	3,483	3.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VPB hiện có quy mô tổng tài sản lớn thứ ba trong nhóm các NH tư nhân. Với chiến lược xây dựng một NH đa năng, VPB cung cấp toàn diện các giải pháp và dịch vụ tài chính bao gồm NH thương mại, chứng khoán, cho vay tiêu dùng, và bảo hiểm.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Bảo Ngọc

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Đà tăng trưởng mạnh mẽ trở lại cùng định giá hấp dẫn

- HSC giữ nguyên giá mục tiêu là 23.000đ và khuyến nghị Mua vào đối với VPB do tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận bù trừ với tác động từ việc điều chỉnh giá định định giá.
- Chúng tôi tăng 1,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi giảm 4,1% dự báo cho năm 2026. Theo dự báo mới, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 23,7%, 22% và 20%. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi thấp hơn so với kế hoạch 5 năm đầy tham vọng của BLD với LNTT tăng trưởng trung bình 42%.
- Giá cổ phiếu VPB đã hồi phục gần đây nhưng vẫn kém tích cực hơn so với ngành trong 2 năm qua. VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,86 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 18,5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-27 và định giá

VPB đã công bố LNTT hợp nhất đạt 5.017 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ (nhưng giảm 18,4% so với quý trước) nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ nhưng bị giảm trừ một phần do tỷ lệ NIM thu hẹp và nợ xấu tăng. Ngoài ra, tại ĐHCĐ gần đây, BLD đã công bố kế hoạch tăng trưởng đầy tham vọng cùng các mục tiêu tài chính cho giai đoạn 2025-2029.

Tác động: Tăng 1,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng giảm 4% dự báo cho năm 2026

HSC nâng dự báo tăng trưởng tín dụng và hạ giá định chi phí hoạt động & chi phí tín dụng - tất cả đều tích cực đối với tăng trưởng - nhưng bị bù trừ một phần do hạ giá định tỷ lệ NIM. Từ đó, chúng tôi tăng 1,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và giảm 4,1% dự báo cho năm 2026. Theo dự báo mới - bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 - lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh trung bình 21,9% trong 3 năm tới, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với kế hoạch đầy tham vọng của BLD (LNTT tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 42%).

Dự báo của chúng tôi cao hơn một chút so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu VPB phục hồi mạnh mẽ trong 1 tháng qua (tăng 11,4% so với bình quân ngành tăng 5,3%), nhưng đã có diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong 1 năm (tăng 0,6% so với bình quân ngành tăng 15,3%) và 2 năm qua (tăng 2,8% so với tăng 59,9% bình quân ngành) do tâm lý tiêu cực đến từ việc FE Credit lỗ làm giảm lợi nhuận chung và hệ số ROE thấp hơn mức bình quân ngành. Hiện tại, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,86, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 18,5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn khi triển vọng đang cải thiện.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 23.000đ (dù có một số điều chỉnh nhẹ về lợi nhuận và cập nhật giá định định giá). Với việc ngân hàng đã mạnh tay trích lập dự phòng và tái cơ cấu trong hai năm qua, cùng kế hoạch mở rộng đầy tham vọng trở lại, chúng tôi kỳ vọng triển vọng sẽ cải thiện và lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	38.2	49.1	56.2 ▼	67.9 ▼	82.0
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	49.7	62.2	71.3 ▼	85.3	102
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	9.97	15.8	19.5	23.8	28.5
EPS (đồng)	1,433	1,988	2,459	2,999	3,598
DPS (đồng)	1,000	1,000	500 ▼	500 ▼	500
BVPS (đồng)	16,969	17,886	20,026	22,586	25,751
P/E (lần)	12.5	9.03	7.30	5.98	4.99
Lợi suất cổ tức (%)	5.57	5.57	2.79	2.79	2.79
P/B (lần)	1.06	1.00	0.90	0.79	0.70
Tăng trưởng EPS (%)	(47.3)	38.7	23.7	22.0	20.0
ROAE (%)	8.62	11.4	13.0	14.1	14.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ cùng định giá hấp dẫn

Sau khi phân tích KQKD gần đây & kế hoạch năm 2025, sáng kiến chiến lược mới của VPB cùng xu hướng ngành, HSC nâng dự báo tăng trưởng tín dụng và hạ giả định chi phí tín dụng & chi phí hoạt động nhưng cũng hạ dự báo tỷ lệ NIM. Từ đó dự báo năm 2025-2026 của chúng tôi thay đổi. Theo dự báo mới, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 21,9% trong 3 năm tới, mạnh mẽ nhưng vẫn khiêm tốn so với kế hoạch tham vọng của BLĐ. Sau khi giá cổ phiếu phục hồi mạnh mẽ trong 1 tháng qua (tăng 11,4% so với bình quân ngành tăng 5,3%), nhưng diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong 1 năm qua (tăng 0,6% so với bình quân ngành tăng 15,3%), VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,86, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 18,5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn với triển vọng đang cải thiện. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 23.000đ.

Những thông tin chính tại ĐHCĐ

Tầm nhìn 5 năm đầy tham vọng với trọng tâm là mở rộng quy mô

HĐQT của VPB đã công bố tầm nhìn chiến lược đầy tham vọng cho giai đoạn 2025-2029 với mục tiêu tăng trưởng mạnh ở các chỉ số tài chính quan trọng. Cụ thể, Ngân hàng mẹ đặt mục tiêu tốc độ tăng trưởng kép ở các chỉ tiêu: tín dụng đạt 28%, tiền gửi đạt 27%, vốn CSH đạt 26%, tổng thu nhập hoạt động đạt 30% và LNTT đạt 35%. Đối với kết quả hợp nhất, các mục tiêu đặt ra thậm chí còn tham vọng hơn, với vốn CSH tăng trưởng trung bình 30% và LNTT tăng trưởng trung bình 42%.

Để hoàn thành các mục tiêu này, VPB đặt kế hoạch mở rộng đáng kể sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và quản lý quỹ. Ngân hàng đặt mục tiêu mang tính chiến lược mở rộng hệ sinh thái các dịch vụ tài chính thông qua một công ty con bảo hiểm nhân thọ với vốn điều lệ 2 nghìn tỷ đồng và một công ty con quản lý quỹ. Kế hoạch này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thu nhập ngoài lãi và đa dạng hóa nguồn doanh thu, từ đó góp phần quan trọng để VPB hoàn thành các mục tiêu 5 năm đầy tham vọng này. Mặc dù những động thái này là hợp lý về mặt chiến lược và bổ sung cho mô hình kinh doanh hiện tại, Ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt với những nhiều thách thức về cạnh tranh & vận hành để triển khai hiệu quả những kế hoạch này.

Nội dung chính của kế hoạch kinh doanh năm 2025

Cho năm 2025, VPB đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 25% và LNTT hợp nhất đạt 25.270 tỷ đồng, tăng trưởng 26%. Trong vài năm qua, VPB thường đặt kế hoạch đầy tham vọng nhưng điều kiện thị trường không thuận lợi khiến Ngân hàng không hoàn thành kế hoạch đặt ra.

Trong năm 2025, HSC dự báo LNTT đạt 24,8 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 23,9% và bằng 98% kế hoạch của BLĐ.

Bảng 1: LNTT thực tế & kế hoạch, VPB

VPB chưa hoàn thành các kế hoạch kinh doanh đề ra trong 3 năm qua

	2022	% kế hoạch	2023	% kế hoạch	2024	Kế hoạch 2024	% kế hoạch	2025F	Tăng trưởng	Kế hoạch 2025	Tăng trưởng
VPB			13,468		18,260	20,709	88.2%	22,108	21.1%	22,219	21.7%
FE			-3,699		512	1,200	42.7%	803	56.8%	1,126	119.9%
VPBS			1,255		1,220	1,902	64.1%	1,810	48.4%	2,003	64.2%
OPES			156		473	873	54.2%	548	15.8%	636	34.5%
Hợp nhất	21,220	72%	10,804	45.0%	20,013	23,165	86.4%	24,788	23.9%	25,270	26.3%

Nguồn: VPB, HSC

Duy trì chính sách cổ tức bằng tiền mặt

VPB duy trì kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong 5 năm liên tiếp (giai đoạn 2023-2027), chấp thuận cổ tức bằng tiền mặt 5% cho năm 2024, tương đương lợi suất cổ tức 3,7% tại thị giá hiện tại.

KQKD Q1/2025: Lợi nhuận vững chắc cùng động lực mạnh mẽ đang hình thành

VPB đã công bố LNTT hợp nhất đạt 5.017 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ (nhưng giảm 18,4% so với quý trước) nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ trong khi tỷ lệ NIM thu hẹp & nợ xấu gia tăng.

Cơ cấu LNTT bao gồm: Ngân hàng mẹ đạt 4.942 tỷ đồng, chỉ tăng 0,4% so với cùng kỳ; FE Credit đạt 79 tỷ đồng (phục hồi sau khi lỗ 853 tỷ đồng trong Q1/2024 nhưng giảm mạnh so với lãi 949 tỷ đồng trong Q4/2024); VPBankS đạt 351 tỷ đồng (tăng 92,5% so với cùng kỳ); và OPES đạt 96 tỷ đồng (giảm 0,4% so với cùng kỳ).

Những chỉ số quan trọng bao gồm (KQKD hợp nhất):

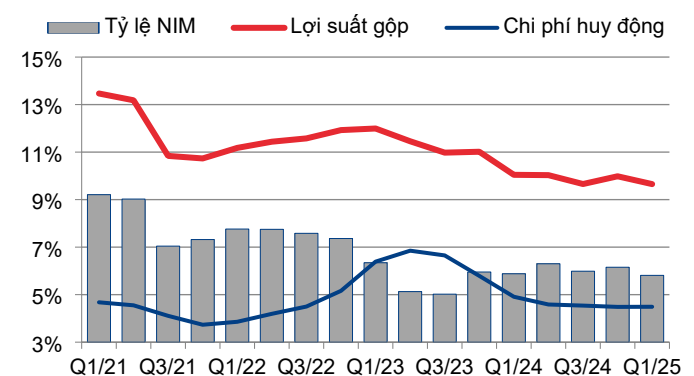
Tăng trưởng tín dụng đạt 5,4% kể từ đầu năm chủ yếu nhờ Ngân hàng mẹ (tăng 5,5%) và VPBank Securities (tăng 35,4%), bù đắp một phần cho sự sụt giảm của FE Credit (giảm 0,5%). Điều chỉnh cho các khoản vay bán cho GP Bank đạt 21 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng tín dụng “hữu cơ” của VPB đạt 8,4%.

Trong danh mục cho vay của Ngân hàng mẹ, cho vay mua ô tô tăng 13,7% so với quý trước, chiếm 12% danh mục cho vay và đóng góp 26% vào tăng trưởng tín dụng Q1/2025. Cho vay mua nhà giữ vững đà tăng trưởng mạnh mẽ, tăng 6,2% so với quý trước trong khi tín dụng ngành BĐS tăng chậm lại ở mức 3,1% so với quý trước sau khi tăng trưởng 72% trong năm 2024.

So với cùng kỳ, **tỷ lệ NIM** giảm nhẹ xuống 5,81% (giảm 7 điểm cơ bản) mặc dù tỷ lệ NIM của Ngân hàng mẹ đã cải thiện lên 4,74% (tăng 8 điểm cơ bản). Trong khi đó, so với quý trước, NIM ghi nhận giảm mạnh hơn với NIM hợp nhất và Ngân hàng mẹ giảm lần lượt 34 điểm cơ bản và 26 điểm cơ bản.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM theo quý, VPB hợp nhất

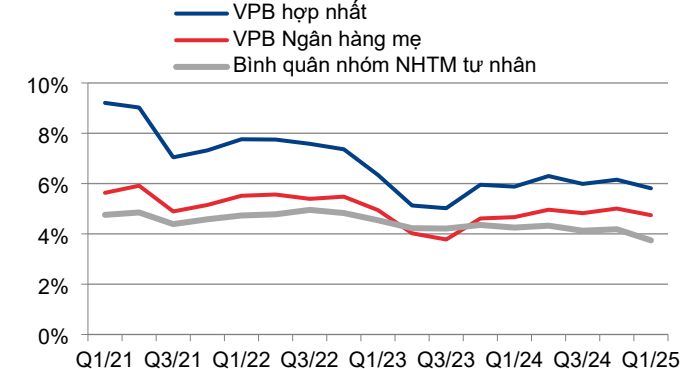
Tỷ lệ NIM giảm 34 điểm cơ bản so với quý trước nhưng duy trì ổn định so với cùng kỳ



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 3: So sánh tỷ lệ NIM, VPB & các NHTM khác

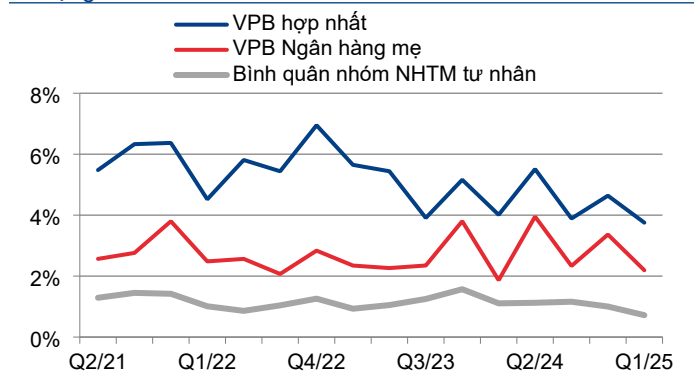
Tỷ lệ NIM của VPB đã sụt giảm đáng kể trong 4-5 năm qua, một phần do đóng góp từ FE Credit giảm



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 4: So sánh chi phí tín dụng

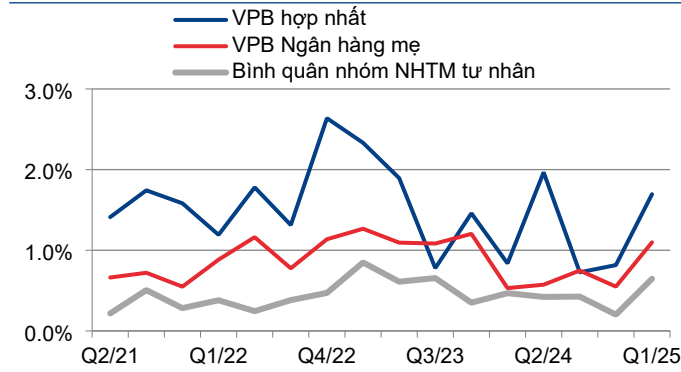
Khẩu vị rủi ro của VPB cao hơn mức bình quân, và do đó chi phí tín dụng...



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 5: So sánh tỷ lệ nợ xấu mới hình thành

...cũng như nợ xấu mới hình thành của Ngân hàng này đều cao hơn so với các NHTM khác



Nguồn: VPB, HSC

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 4,96% (từ 4,34% trong Q4/2024) do các khoản vay mua nhà có vấn đề, đặc biệt là từ các doanh nghiệp phát triển BĐS như Novaland (NVL; Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 10.500đ).

Tác động của chính sách thuế quan: BLĐ đã đánh giá những tác động tiềm ẩn từ chính sách thuế quan lên HĐKD của VPB, chỉ ra những vấn đề chính, bao gồm tác động trực tiếp đến các doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ, chiếm khoảng 3% tổng danh mục cho vay của VPB. Ngoài ra, Ngân hàng cũng lưu ý đến các rủi ro tiềm ẩn đến từ phân khúc FDI. VPB hiện đang phục vụ khoảng 500 doanh nghiệp FDI với tổng giá trị các khoản vay ước tính 6 nghìn tỷ đồng (chiếm 0,8% tổng danh mục cho vay) và tiền gửi ước tính 10 nghìn tỷ đồng (chiếm 1,8% tổng tiền gửi).

Ngoài ra, ngành BĐS công nghiệp cũng được xác định là một lĩnh vực có thể chịu ảnh hưởng nếu dòng vốn FDI suy giảm, từ đó thận trọng hơn đối với triển vọng ngành này. VPB cũng chia sẻ những lo ngại về những tác động gián tiếp, đặc biệt là rủi ro nhu cầu tài chính tiêu dùng sụt giảm & chất lượng tài sản suy yếu do người lao động ở các doanh nghiệp xuất khẩu có khả năng mất việc làm, từ đó ảnh hưởng đáng kể đến FE Credit, đóng góp 8,5% danh mục cho vay hợp nhất.

Triển vọng của FE Credit: Mặc dù KQKD Q1/2025 vừa phải với LNTT đạt 79 tỷ đồng - chỉ hoàn thành 7% kế hoạch năm 2025 - BLĐ nhấn mạnh rằng kết quả trong nửa đầu năm 2025 nhiều khả năng vẫn sẽ thấp do những nỗ lực đẩy mạnh trích lập dự phòng và thu hồi nợ xấu. Tuy nhiên, BLĐ vẫn lạc quan chất lượng tài sản sẽ cải thiện, thể hiện rõ qua tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống, từ đó giúp giảm chi phí dự phòng & nâng cao tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2025, giúp FE Credit hoàn thành kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Triển vọng GP Bank: BLĐ kỳ vọng GP Bank - ngân hàng '0 đồng' mà VPB nhận chuyển giao bắt buộc - sẽ chuyển biến tích cực trong năm 2025 với kế hoạch LNTT đạt 500 tỷ đồng - cải thiện đáng kể so với lỗ hàng năm bình quân khoảng 1 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng hiện đang xây dựng chiến dịch tái cấu trúc phối hợp với McKinsey, phản ánh cách tiếp cận chủ động của VPB nhằm cải thiện và tối ưu hóa hiệu suất hoạt động của GP Bank.

Dự báo năm 2025-2026

Sau khi phân tích KQKD gần đây & kế hoạch năm 2025, sáng kiến chiến lược mới của VPB cùng xu hướng ngành, HSC điều chỉnh một số giả định chính như sau:

- **Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng:** HSC tăng lần lượt 1,2 điểm phần trăm và 3,2 điểm phần trăm dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2025-2026 lên lần lượt 24,8% và 23,9% và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với tăng trưởng tín dụng đạt 24%. Điều chỉnh này xuất phát từ (1) các chính sách đẩy mạnh tăng trưởng của Chính phủ và NHNN, trong đó tín dụng ngân hàng vẫn là nguồn tài trợ chính và (2) sự phục hồi của thị trường BĐS.
- **Hạ dự báo tỷ lệ NIM:** Chúng tôi giảm lần lượt 40 và 50 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2025-2026 xuống lần lượt 5,6% (giảm 34 điểm cơ bản so với cùng kỳ) và 5,5% (tăng 10 điểm cơ bản so với cùng kỳ).
- **Hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ năm 2025-2026** do (1) KQKD hoạt động bancassurance tiếp tục khiêm tốn (xu hướng chung của ngành) và (2) nhu cầu dịch vụ UPAS L/C sụt giảm do thay đổi về quy định cùng ảnh hưởng của thuế quan. Thu nhập phí được kỳ vọng sẽ tăng lên trong những năm tới sau khi công ty con bảo hiểm nhân thọ của VPB được thành lập và đi vào hoạt động.
- **Nâng dự báo thu nhập ngoài lãi khác chủ yếu nhờ đẩy mạnh thanh lý tài sản đảm bảo.**
- **Hạ dự báo chi phí hoạt động** nhờ hiệu quả cải thiện và chi phí được kiểm soát chặt chẽ trong bối cảnh triển vọng tổng thu nhập HĐ vừa phải.
- **Hạ dự báo chi phí tín dụng** cho năm 2025 do năm 2024 đã đẩy mạnh trích lập dự phòng và kỳ vọng thị trường BĐS phục hồi.

Từ đó, chúng tôi tăng 1,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và hạ dự báo cho năm 2026. Lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 21,9% trong 3 năm tới.

Bảng 6: Dự báo LNTT theo các công ty con, VPB

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2027
VPB	13,468	18,315	21,721	27,706	18,260	22,108	26,674	31,975
FE	-3,699	1,062	1,348	1,972	512	803	1,200	1,328
VPBS	1,255	1,358	1,944	2,608	1,220	1,810	2,347	2,847
OPES	156	220	253	292	473	548	634	741
Hợp nhất	10,804	20,466	24,739	32,005	20,013	24,788	30,345	36,349

Nguồn: HSC

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VPB

Theo dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 21,9%

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	38,175	50,153	60,647	72,362	49,080	56,199	67,861	81,977
Tăng trưởng	-6.9%	31.4%	20.9%	19.3%	28.6%	14.5%	20.8%	20.8%
Điều chỉnh						-7.3%	-6.2%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7,212	8,003	9,181	10,520	6,124	6,822	8,007	9,430
Tăng trưởng	12.0%	11.0%	14.7%	14.6%	-15.1%	11.4%	17.4%	17.8%
Điều chỉnh						-25.7%	-23.9%	
Thu nhập ngoài lãi khác	4,353	5,466	7,084	7,551	7,042	8,319	9,467	10,773
Tăng trưởng	-10.0%	25.6%	29.6%	6.6%	61.8%	18.1%	13.8%	13.8%
Điều chỉnh						17.4%	25.4%	
Tổng thu nhập HĐ	49,739	63,622	76,912	90,433	62,246	71,340	85,335	102,179
Tăng trưởng	-4.9%	27.9%	20.9%	17.6%	25.1%	14.6%	19.6%	19.7%
Điều chỉnh						-7.2%	-5.6%	
Chi phí HĐ	(13,941)	(16,675)	(19,709)	(22,979)	(14,340)	(17,445)	(20,392)	(23,856)
Tăng trưởng	-1.2%	19.6%	18.2%	16.6%	2.9%	21.7%	16.9%	17.0%
Điều chỉnh						-11.5%	-11.3%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	35,798	46,947	57,202	67,455	47,906	53,894	64,943	78,323
Tăng trưởng	-6.2%	31.1%	21.8%	17.9%	33.8%	12.5%	20.5%	20.6%
Điều chỉnh						-5.8%	-3.7%	
Chi phí dự phòng	(24,994)	(26,481)	(32,463)	(35,450)	(27,903)	(29,106)	(34,598)	(41,974)
Tăng trưởng	11.3%	5.9%	22.6%	9.2%	11.6%	4.3%	18.9%	21.3%
Điều chỉnh						-10.3%	-2.4%	
LNTT	10,804	20,466	24,739	32,005	20,004	24,788	30,345	36,349
Tăng trưởng	-31.3%	89.4%	20.9%	29.4%	85.2%	23.9%	22.4%	19.8%
Điều chỉnh						0.2%	-5.2%	
Lợi nhuận thuần	9,974	15,948	19,252	24,815	15,770	19,510	23,796	28,548
Tăng trưởng	-27.6%	59.9%	20.7%	28.9%	58.1%	23.7%	22.0%	20.0%
Điều chỉnh						1.3%	-4.1%	

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích Dupont (% tài sản bình quân), VPB

Chúng tôi kỳ vọng hệ số ROE sẽ tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2025-2027

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	8.1%	8.2%	8.7%	8.1%	7.1%	7.0%	5.3%	5.6%	5.5%	5.5%	5.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
Thu nhập ngoài lãi khác	1.2%	1.6%	0.8%	0.8%	1.2%	1.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
Chi phí dự phòng	-3.2%	-3.7%	-3.9%	-3.7%	-4.0%	-3.8%	-3.5%	-3.2%	-2.8%	-2.7%	-2.7%
Chi phí HĐ	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-2.9%	-2.2%	-2.4%	-1.9%	-1.6%	-1.8%	-1.7%	-1.7%
Thuế	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.02%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	2.5%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	3.1%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%	1.9%
Tài sản / vốn CSH (lần)	10.8	9.3	9.1	8.4	7.4	6.7	6.3	6.3	6.9	7.5	8.0
ROE	27.5%	22.8%	21.5%	21.9%	17.9%	20.7%	8.6%	11.4%	12.9%	13.9%	15.1%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 23.000đ sau khi điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận và giá định giá (chuyển thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 và tăng 1 điểm phần trăm giá định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh). Sau khi cổ phiếu phục hồi mạnh mẽ gần đây (tăng 12% trong 1 tháng qua), nhưng diễn biến kém tích cực hơn so với ngành trong 2 năm qua, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,86, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 18,5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn với triển vọng đang cải thiện.

Giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 23.000đ

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư ở mức 23.000đ (tiềm năng tăng giá 28%) sau khi thực hiện một số điều chỉnh như sau:

- Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026: Chúng tôi tăng 1,3% dự báo cho năm 2025 nhưng giảm 4% dự báo cho năm 2026. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 23,7%, 22% và 20% trong giai đoạn 2025-2027.
- Nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 10% (từ 9% trước đó), dựa trên giá định phần bù rủi ro chung của HSC là 8,75% (tăng 1,25 điểm phần trăm từ 7,5% trước đó) trong khi giảm 0,25 điểm phần trăm giá định phần bù phụ trội xuống 1,25 điểm phần trăm (từ 1,5 điểm phần trăm trước đó) nhờ HĐKD của FE Credit cải thiện và rủi ro giảm xuống.
- Chuyển thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.

Chúng tôi tóm tắt định giá trong Bảng 9 và thực hiện phân tích độ nhạy đối với các giá định giá chính trong Bảng 10.

Bảng 9: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VPB

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	19,510	23,796	28,548	33,302	38,847	43,509	47,760	52,190	54,278
- Chi phí vốn CSH	21,570	24,151	27,238	31,055	35,241	39,818	44,924	50,506	52,527
Lợi nhuận thặng dư	-2,060	-355	1,310	2,247	3,606	3,692	2,836	1,684	1,751
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư								15,917	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.15	1.33	1.53	1.76	2.03	2.33	2.68	
Giá trị hiện tại	-2,060	-308	987	1,470	2,048	1,822	1,216	6,565	
Vốn CSH đầu tư	158,888	179,197							
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	11,741	15,899							
Giá trị vốn CSH	170,629	195,096							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	7,934	7,934							
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	21,506	24,590							
Giá mục tiêu giữa 2026 (đồng)	23,000								

Nguồn: HSC

Bảng 10: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), VPB

Giá mục tiêu 23.000đ của chúng tôi dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
	3.0%	37,200	31,200	26,500	22,700	19,700
	3.5%	34,300	28,900	24,700	21,300	18,500
	4.0%	31,700	26,900	23,000	19,900	17,300
	4.5%	29,300	25,000	21,600	18,700	16,300
	5.0%	27,300	23,400	20,200	17,600	15,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu phục hồi mạnh mẽ trong 1 tháng qua (tăng 11,4% so với bình quân ngành tăng 5,3%), nhưng diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân trong 1 năm (tăng 0,6% so với bình quân ngành tăng 15,3%) và 2 năm qua (tăng 2,8% so với bình quân ngành tăng 59,9%) do FE Credit lỗ làm giảm lợi nhuận chung và hệ số ROE thấp hơn mức bình quân ngành.

Với việc ngân hàng đã mạnh tay trích lập dự phòng và tái cơ cấu trong hai năm qua, cùng kế hoạch mở rộng đầy tham vọng trở lại, chúng tôi kỳ vọng triển vọng sẽ cải thiện và lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ. VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,86, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 18,5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, mức định giá hấp dẫn với triển vọng đang cải thiện.

Biểu đồ 11: P/B trượt dự phóng 1 năm, VPB

VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,86 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VPB

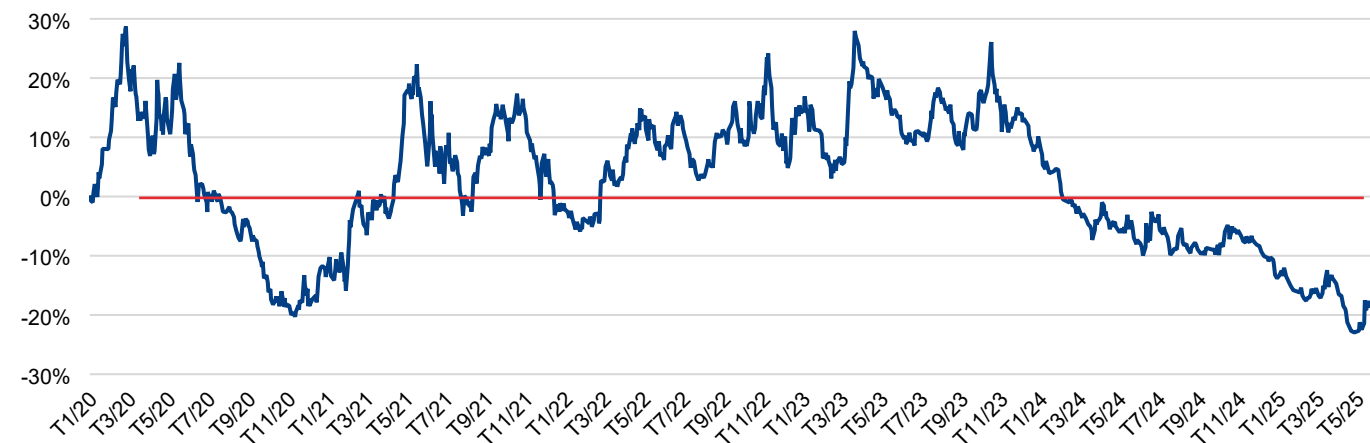
...thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Chênh lệch định giá, VPB và các NHTM tư nhân khác

VPB đang giao dịch với chiết khấu 18% so với bình quân các NHTM tư nhân



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	76.6	80.1	95.2	115	140
Chi phí lãi	(38.4)	(31.0)	(39.0)	(47.6)	(57.7)
Thu nhập lãi thuần	38.2	49.1	56.2	67.9	82.0
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7.21	6.12	6.82	8.01	9.43
Lãi thuần HĐ KDNH	(0.81)	0.83	0.47	0.47	0.48
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.63	0.82	0.55	0.74	0.85
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
Thu nhập khác	4.53	5.38	7.29	8.24	9.43
Tổng thu nhập HĐ	49.7	62.2	71.3	85.3	102
Chi phí HĐ	(13.9)	(14.3)	(17.4)	(20.4)	(23.9)
LN trước dự phòng	35.8	47.9	53.9	64.9	78.3
Chi phí dự phòng	(25.0)	(27.9)	(29.1)	(34.6)	(42.0)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10.8	20.0	24.8	30.3	36.3
Chi phí thuế TNDN	(2.31)	(4.03)	(4.96)	(6.07)	(7.27)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.48)	0.21	0.32	0.48	0.53
Lợi nhuận thuần	9.97	15.8	19.5	23.8	28.5
EPS (đồng)	1,433	1,988	2,459	2,999	3,598
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	6,959	7,934	7,934	7,934	7,934
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.28	2.15	8.34	7.36	9.76
Tiền gửi tại NHNN	8.42	14.3	19.1	23.6	29.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	94.1	135	179	196	206
Chứng khoán kinh doanh	12.3	13.1	17.1	19.7	22.6
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	552	677	851	1,056	1,312
Tổng dư nợ cho vay	567	694	867	1,075	1,334
Dự phòng rủi ro	(14.8)	(16.3)	(16.0)	(18.6)	(22.6)
Chứng khoán đầu tư	94.6	52.8	54.7	57.3	60.1
CK đầu tư sẵn sàng để bán	88.1	51.9	52.6	55.3	58.0
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	6.76	0.99	2.05	2.05	2.05
Dự phòng rủi ro	(0.22)	(0.07)	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Tài sản cố định	1.92	2.02	2.20	2.32	2.45
Tài sản khác	51.4	27.3	25.0	26.0	27.0
Tổng tài sản	818	924	1,156	1,389	1,669
Nợ phải trả	678	777	992	1,204	1,458
Tiền gửi của NHNN	4.12	0.01	1.50	1.55	1.59
Tiền gửi của các TCTD khác	156	202	249	288	335
Tổng tiền gửi KH	442	486	633	784	972
Trái phiếu và CCTG	47.8	67.0	82.5	100.0	114
Nợ khác	27.1	22.1	26.0	30.0	34.6
Vốn chủ sở hữu	135	142	159	179	204
Vốn điều lệ	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3
Thặng dư vốn cổ phần	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
Lợi nhuận giữ lại	19.1	24.0	36.5	53.1	73.9
Quỹ & vốn khác của CSH	12.2	14.6	19.0	22.7	27.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.16	5.37	5.76	6.24	6.77
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	818	924	1,156	1,389	1,669
BVPS (đồng)	16,969	17,886	20,026	22,586	25,751

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	29.6	13.0	25.2	20.1	20.2
Tăng trưởng cho vay KH (%)	29.1	22.3	24.9	24.0	24.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	45.9	9.79	30.2	24.0	24.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	33.6	12.7	29.4	23.6	22.9
Tăng trưởng VCSH (%)	39.0	5.40	12.0	12.8	14.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(6.94)	28.6	14.5	20.8	20.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(1.24)	2.86	21.7	16.9	17.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(18.0)	33.8	12.5	20.5	20.6
Tăng trưởng LNTT (%)	(49.1)	85.2	23.9	22.4	19.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	(45.1)	58.1	23.7	22.0	20.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	6.87	7.15	6.86	6.71	6.68
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.92)	(1.65)	(1.68)	(1.60)	(1.56)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	92.0	95.1	96.7	96.9	97.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.99	2.27	2.48	2.82	3.22
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	37.8	54.8	66.6	79.9	94.2
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	12.5	9.03	7.30	5.98	4.99
P/B (lần)	1.06	1.00	0.90	0.79	0.70
Lợi suất cổ tức (%)	5.57	5.57	2.79	2.79	2.79
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	20.1	25.3	27.3	27.9	27.9
ROAA (%)	1.38	1.81	1.88	1.87	1.87
ROAE (%)	8.62	11.4	13.0	14.1	14.9
Chi phí huy động BQ (%)	6.62	4.42	4.54	4.45	4.45
Lợi suất góp BQ (%)	11.5	9.67	9.47	9.37	9.40
Lợi suất thuần (%)	4.87	5.25	4.93	4.91	4.96
Tỷ lệ NIM (%)	5.73	5.92	5.59	5.50	5.52
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	14.5	9.84	9.56	9.38	9.23
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.7	78.8	78.8	79.5	80.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	8.75	11.3	11.7	11.1	10.5
Tỷ lệ CIR (%)	28.0	23.0	24.5	23.9	23.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	69.8	50.3	20.3	16.7	13.9
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	17.1	15.2	14.4	13.7	13.2
VCSH/Tổng TS (%)	16.5	15.4	13.7	12.9	12.2
Đòn bẩy vốn (lần)	6.07	6.51	7.28	7.75	8.17
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	5.00	4.19	3.83	3.66	3.58
Hệ số LLR (%)	52.2	56.2	48.2	47.4	47.2
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	128	143	137	137	137
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	24.2	26.7	25.8	24.6	23.6
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.4	75.1	74.9	77.4	79.9
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	264	288	293	298	303
Số lượng nhân viên	24,973	27,428	28,799	30,239	31,751

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn