

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	21/08/2025
Giá hiện tại	36.550 VND
Giá mục tiêu	37.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	25.000 VND
TL tăng	+1,2%
Lợi suất cổ tức	1,4%
Tổng mức sinh lời	+2,6%

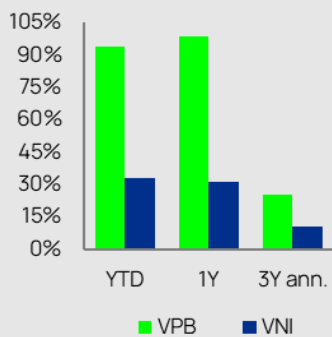
GT vốn hóa	286 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	1,7 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	7,934 tỷ

	VPB	Peers	VNI
P/E (trung)	16,0x	9,4x	15,2x
P/B (ht)	2,0x	1,8x	2,0x
ROE	12,5%	20,2%	13,4%
ROA	1,8%	1,7%	2,0%

Tổng quan Ngân hàng

VPBank là một Ngân hàng thương mại tại Việt Nam với một công ty con thuộc sở hữu hoàn toàn – công ty quản lý tài sản VPBank AMC – và sở hữu 50% công ty tài chính tiêu dùng FE Credit (FEC). FEC đóng góp khoảng 11% vào tổng dư nợ cho vay hợp nhất vào năm 2024.

Diễn biến giá cổ phiếu



Huỳnh Thị Hồng Ngọc
Trưởng phòng

Nam Hoàng
Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
LN trước dự phòng (tỷ đồng)	47.915	51.274	65.499	79.210
% YoY	33,8%	7,0%	27,7%	20,9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	15.779	19.013	24.686	31.371
% YoY	58,2%	20,5%	29,8%	27,1%
EPS	45,7%	20,5%	29,8%	27,1%
NIM	5,83%	5,52%	5,88%	5,90%
Tỷ lệ CASA	14,1%	16,1%	17,6%	19,1%
Nợ xấu/cho vay	4,17%	3,87%	3,73%	3,53%
Chi phí tín dụng	4,0%	3,0%	2,9%	2,7%
Chi phí/thu nhập	23,0%	24,5%	24,5%	25,0%
P/B	2,1x	1,9x	1,7x	1,5x
P/E	18,4x	15,3x	11,7x	9,2x
ROE	11,0%	12,3%	14,4%	16,3%
ROA	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%

Định giá phản ánh triển vọng tăng trưởng khả quan hơn nhờ chính sách thuế quan rõ ràng hơn

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 48% lên 37.000 đồng/cổ phiếu, nhưng hạ khuyến nghị từ MUA xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG cho Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) do giá cổ phiếu đã tăng 88% trong 3 tháng qua.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu do (1) chúng tôi tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029F thêm 20,1% (tương ứng +1%/+13%/+24%/+25%/+27% trong dự báo các năm 2025/26/27/28/29) và (2) điều chỉnh tăng P/B mục tiêu từ 1,20 lần lên 1,85 lần, phản ánh triển vọng tích cực của VPB trong bối cảnh các điều kiện vĩ mô thuận lợi hơn và lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ để nắm bắt đà tăng trưởng.
- VPB đang trên đà cải thiện ROE**, với dự phóng của chúng tôi cho thấy mức tăng lên 16,3% vào năm 2027 (so với 11,0% năm 2024), được củng cố bởi (1) NIM cải thiện và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, (2) sự phục hồi của thu nhập ngoài lãi (NOII), đặc biệt là từ việc thu hồi các khoản nợ đã xử lý, và (3) đóng góp lợi nhuận mạnh mẽ hơn từ FE Credit (FEC) và các công ty con khác (VPBankS, OPES).
- Ngân hàng sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi tiếp diễn của ngành BĐS. Tính đến quý 2/2025, các khoản vay cho các chủ đầu tư phát triển BĐS và các khoản vay mua nhà lần lượt chiếm 23% và 13% tổng danh mục cho vay của VPB.
- Chúng tôi dự báo VPB sẽ trả cổ tức tiền mặt 500 đồng/cổ phiếu cho các năm tài chính 2025-2026 và 1.000 đồng/cổ phiếu cho giai đoạn 2027-2029. Ban lãnh đạo dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm ổn định trong giai đoạn 2025-2027.
- Yếu tố hỗ trợ:** Tăng trưởng trong bảng cân đối kế toán mạnh hơn dự kiến; các kế hoạch huy động vốn mới tiềm năng tại cả ngân hàng mẹ và VPBankS (khả năng PO).
- Rủi ro:** NIM thấp hơn dự kiến; những thách thức trong việc kiểm soát chi phí tín dụng; rủi ro về phí chấm dứt hợp đồng với đối tác bancassurance độc quyền nếu VPB sở hữu một công ty bảo hiểm nhân thọ.

Tăng trưởng kinh tế tăng tốc tiếp tục hỗ trợ triển vọng cổ phiếu tích cực của VPB: Việc chính sách thuế quan rõ ràng hơn từ đầu tháng 7/2025 đã xóa bỏ những lo ngại trước đây của chúng tôi liên quan đến tăng trưởng và chất lượng tài sản ở mảng doanh nghiệp vừa và nhỏ, và mảng phổ thông, đặc biệt là tài chính tiêu dùng. Trong 6T 2025, VPB đạt tăng trưởng tín dụng ở mức 21% – vượt xa kỳ vọng của chúng tôi – được thúc đẩy bởi nhiều lĩnh vực, bao gồm bán buôn và bán lẻ, sửa chữa ô tô xe máy, BĐS (cả nhà đầu tư lẫn cho vay mua nhà), dịch vụ lưu trú, và công nghệ. Được hỗ trợ bởi các lợi thế cạnh tranh then chốt như (1) hạn mức tín dụng ưu tiên (>30%/năm), (2) quan hệ hợp tác chiến lược với SMBC giúp đa dạng hóa cả hoạt động cho vay lẫn huy động vốn, và (3) nền tảng vốn mạnh (CAR gần 14% tính đến quý 2/2025), VPB có vị thế vững chắc để duy trì tăng trưởng cao hơn các ngân hàng cùng khác. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sẽ tăng tốc, đạt 29,8% trong năm 2026.

VPB thực hiện các bước đi chiến lược nhằm củng cố dòng thu nhập: Trong khi vẫn đề ngỏ khả năng IPO ngắn hạn cho VPBankS, VPB cũng đang theo đuổi kế hoạch gia nhập ngành bảo hiểm nhân thọ thông qua xin giấy phép mới hoặc M&A. Quá trình tái cơ cấu GPBank đang tiến triển thuận lợi, với kế hoạch tái định danh thương hiệu sắp tới. GPBank đã bắt đầu có lãi trong tháng 6 và đang trên lộ trình hoàn thành mục tiêu đạt lợi nhuận 500 tỷ đồng cho năm 2025. FE Credit hiện tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập ổn định hơn thông qua hợp tác với các doanh nghiệp FDI và chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang hàng tiêu dùng bền vững và xe hai bánh. Tăng trưởng của FEC được điều chỉnh ở mức khoảng 10–15%/năm, song song với việc quản trị rủi ro thận trọng hơn.

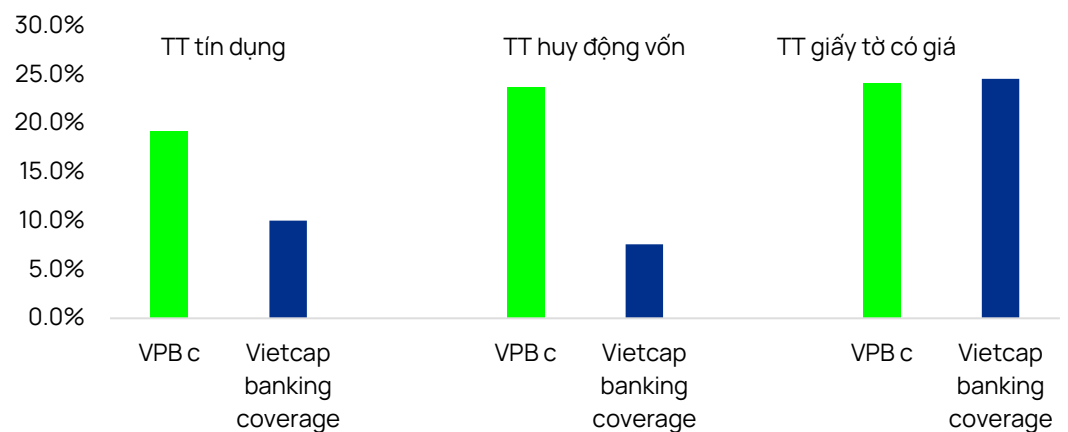
Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng tín dụng ở mức cao; chi phí tín dụng giảm dần

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 trước đây	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới s/v 2024	Nhận định của Vietcap
Thu nhập lãi ròng (NII)	49.080	56.050	54.986	12,0%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo NII do NIM giảm 19 điểm cb, nguyên nhân đến từ cạnh tranh lãi suất cho vay gia tăng và tăng trưởng mạnh hơn dự kiến, có thể tạo áp lực lên NIM để cạnh tranh thị phần.
Thu nhập phí ròng (NFI)*	6.954	6.846	6.662	-4,2%	* Chúng tôi lưu ý rằng từ quý 3/2024, VPB đã phân loại lại thu nhập từ sản phẩm LC UPAS vào NII. Ngoài ra, thu nhập phí từ dịch vụ Settlement & Treasury (Thanh toán & Ngân quỹ) giảm 60% YoY trong 6T 2025, với áp lực chi phí ngắn hạn từ các chương trình khuyến mãi (ví dụ: hoàn tiền), nhưng yếu tố này sẽ chuyển hóa thành thu nhập trong tương lai.
Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)	13.175	14.723	12.927	-1,9%	* Thu nhập từ thu hồi nợ duy trì đa tích cực so với mức cơ sở cao của năm trước; thị trường BĐS cải thiện cũng sẽ tiếp tục hỗ trợ hoạt động thu hồi nợ.
Thu nhập từ HĐKD (TOI)	62.255	70.773	67.913	9,1%	
Chi phí từ HĐKD (OPEX)	(14.340)	(17.339)	(16.639)	16,0%	
LN trước dự phòng (PPOP)	47.915	53.434	51.274	7,0%	
Chi phí dự phòng	(27.903)	(29.552)	(27.060)	-3,0%	* Chi phí dự phòng giảm khi chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tỷ lệ xử lý nợ trong năm 2025 và mức cải thiện tốt hơn dự kiến trong cả nợ Nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu trong quý 2/2025. Các chỉ số nợ xấu của VPB đã cải thiện liên tục trong 4 quý vừa qua.
Lợi nhuận ròng	15.779	18.786	19.013	20,5%	
NIM	5,83%	5,71%	5,52%	-31 điểm cb	* Dù NIM dự kiến chịu áp lực trong nửa cuối năm 2025, sự phục hồi của thị trường BĐS cùng với đóng góp mạnh hơn từ mảng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ bù đắp cho tác động từ cạnh tranh lãi suất cho vay. Chúng tôi cũng dự báo lợi suất IEA trong nửa đầu năm 2025 sẽ chịu áp lực tạm thời do giải ngân mạnh trong tháng 6 và tối ưu hóa tỷ lệ cho vay/huy động (LDR).
Lợi suất tài sản sinh lời (IEA)	9,52%	9,64%	9,43%	-9 điểm cb	
Chi phí huy động (COF)	4,42%	4,55%	4,51%	9 điểm cb	
Tỷ lệ CASA**	14,1%	16,1%	16,1%	2,0 điểm %	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR)	23,0%	24,5%	24,5%	1,5 điểm %	
Tỷ lệ nợ xấu	4,17%	3,90%	3,87%	-30 điểm cb	
Tổng dư nợ cho vay	697.771	845.561	908.249	30,2%	* VPB nhận hạn mức tín dụng ưu tiên hơn 30% nhờ hỗ trợ GPBank. Mảng doanh nghiệp vẫn là động lực chính, nhưng đóng góp từ tín dụng bán lẻ dự kiến sẽ cải thiện dần về cuối năm.
Tiền gửi KH	485.667	616.797	631.367	30,0%	* CASA tăng 40% so với cuối năm 2024, được thúc đẩy bởi tài khoản tự động sinh lãi (ra mắt trong quý 1/2025) và các chương trình khuyến mãi.
Giấy tờ có giá	66.976	85.729	93.766	40,0%	
Tổng tài sản	923.848	1.127.598	1.156.051	25,1%	
Tổng vốn chủ sở hữu	147.275	161.258	161.511	9,7%	
ROAE	11,0%	12,2%	12,3%	1,3 điểm %	
ROAA	1,8%	1,8%	1,8%	0,0 điểm %	
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) quy định	81,6%	78,6%	82,0%	0,4 điểm %	

Nguồn: BCTC của VPB, dự báo của Vietcap. Đơn vị là tỷ đồng trừ khi có lưu ý khác – * Thu nhập phí ròng bao gồm thu nhập ngoại hối; ** CASA bao gồm tiền gửi không kỳ hạn và tiền kỳ quỹ.

Hình 2: Tăng trưởng tín dụng và huy động vốn của VPB trong nửa đầu năm 2025

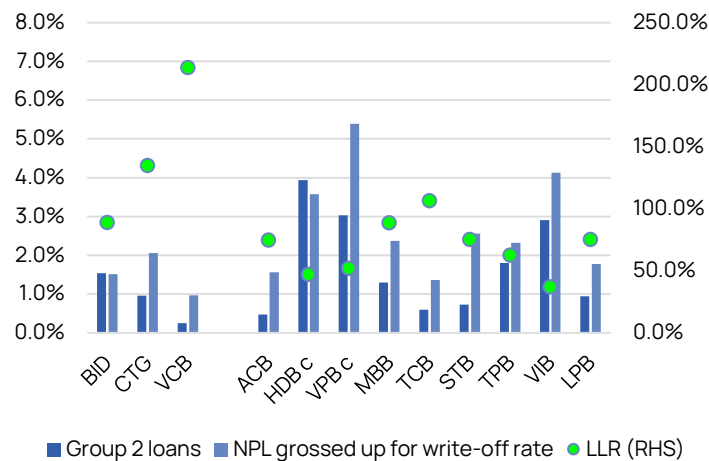


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị số liệu hợp nhất)

Tăng trưởng bằng cân đối của VPB trong nửa đầu năm 2025 vượt trội so với các ngân hàng khác. VPB ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh, đạt mức 21% trong nửa đầu năm 2025, được thúc đẩy bởi nhiều ngành, bao gồm bán buôn và bán lẻ, sửa chữa ô tô xe máy, BĐS (cả nhà đầu tư và cho vay mua nhà), dịch vụ lưu trú và công nghệ. Ngân hàng cho biết cho vay đối với mảng doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng tăng 20% nhờ việc triển khai Nghị quyết 68 về thúc đẩy khu vực tư nhân. Trong bối cảnh thị trường thuận lợi, VPB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt hơn 30% mỗi năm. Bên cạnh mảng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ, BĐS vẫn là một phần quan trọng trong danh mục cho vay của VPB, xét đến vai trò then chốt của lĩnh vực này đối với tăng trưởng kinh tế và các sáng kiến của Chính phủ nhằm gia tăng nguồn cung ở mảng nhà ở phân khúc giá bình dân.

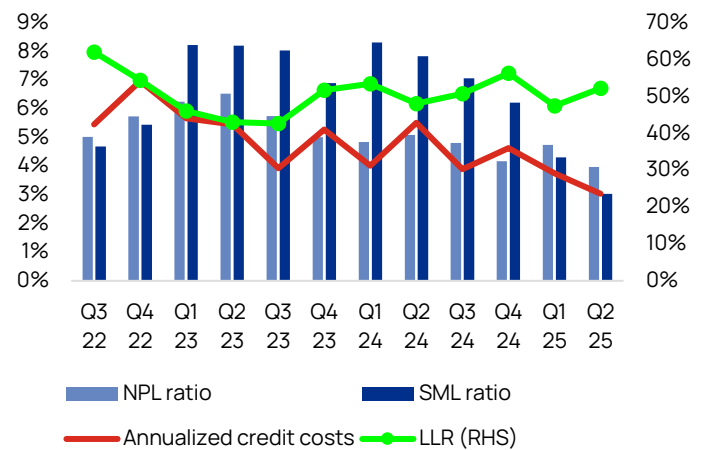
VPB cũng chủ động chuẩn bị nguồn vốn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ. Tăng trưởng tiền gửi hợp nhất trong nửa đầu năm 2025 đạt 23,7%, tuy nhiên tỷ lệ CASA duy trì ổn định ở mức 13,9% (đi ngang QoQ; -4 điểm % YoY). Khối lượng CASA tăng 40% so với cuối năm 2024, được thúc đẩy bởi sản phẩm tài khoản sinh lãi tự động (ra mắt quý 1/2025) và chiến dịch lễ hội âm nhạc VPBank K-Star Spark tại Việt Nam, giúp nâng cao nhận diện thương hiệu và dịch vụ thanh toán. Trong khi đó, tỷ lệ cho vay/huy động trong quý 2/2025 và tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của VPB vẫn ở mức an toàn, lần lượt là 80,2% (+2 điểm % QoQ) và 25,8% (+1,5 điểm % QoQ; thấp hơn mức trần quy định 30%). Trong nửa đầu năm 2025, VPB huy động 1,56 tỷ USD vốn vay nước ngoài và có quyền chọn greenshoe để tăng giá trị khoản vay tùy theo nhu cầu vốn, với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ cổ đông chiến lược SMBC. Chúng tôi cho rằng năng lực đa dạng hóa nguồn vốn và cải thiện CASA của VPB – trong bối cảnh NHNN quyết tâm duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng (kiểm chế lãi suất huy động) – là yếu tố then chốt và đóng góp thiết yếu cho triển vọng tăng trưởng của ngân hàng.

Hình 3: Chất lượng tài sản của các ngân hàng trong danh mục theo dõi tính đến quý 2/2025



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị số liệu hợp nhất)

Hình 4: Chất lượng tài sản, chi phí tín dụng và bộ đệm dự phòng của VPB



Nguồn: VPB, Vietcap.

Trong quý 2/2025, chất lượng tài sản của VPB cải thiện vượt xa kỳ vọng của chúng tôi, dẫn đến việc điều chỉnh giảm dự báo chi phí tín dụng. Các chỉ số nợ xấu của VPB đã cải thiện liên tục trong 5 quý vừa qua, với chi phí tín dụng cũng giảm dần trong cùng giai đoạn. Chúng tôi cho rằng diễn biến này đến từ (1) Chính sách tiền tệ nới lỏng giúp giảm áp lực thanh toán, (2) Hoạt động kinh tế cải thiện, hỗ trợ thu nhập hộ gia đình, (3) Thị trường BDS hồi phục (bao gồm tháo gỡ vướng mắc pháp lý, cải thiện tâm lý người vay, gia tăng thanh khoản hỗ trợ thu hồi nợ/thanh lý tài sản thế chấp), và (4) Các quan hệ hợp tác chiến lược (như với SMBC) bổ sung thêm chuyên môn giúp nâng cao mô hình quản trị rủi ro (cả ở ngân hàng mẹ và FEC). Bên cạnh diễn biến vĩ mô thuận lợi hơn, những yếu tố này khiến chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự phóng tổng chi phí dự phòng của VPB trong giai đoạn 2025–2029.

Theo dữ liệu chúng tôi tổng hợp, tỷ lệ nợ xấu của VPB luôn cao hơn mức trung bình của các ngân hàng tư nhân khác trong danh mục theo dõi của chúng tôi kể từ 2014. Chúng tôi cho rằng mức nợ xấu cao xuất phát từ (1) chiến lược ưu tiên tăng trưởng, tập trung vào nhóm khách hàng mang lại lợi suất cao hơn trong số khách hàng của ngân hàng, và (2) tỷ trọng lớn từ FEC – vốn phục vụ khách hàng phổ thông và thu nhập thấp (underbanked). Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VPB cũng thuộc nhóm thấp nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Theo VPB, phần lớn nợ xấu là các khoản vay mua nhà, và việc trích lập dự phòng cho vay mua nhà có tính đến giá trị tài sản đảm bảo, qua đó góp phần làm giảm tỷ lệ LLR. Thêm vào đó, VPB áp dụng chính sách xử lý nợ nhanh cho các khoản vay không có tài sản đảm bảo (thường sau 180 ngày, thay vì 360 ngày như các khoản vay khác), cũng phần nào lý giải mức LLR tương đối thấp so với các ngân hàng khác. Dù VPB không có bộ đệm dự phòng mạnh, chúng tôi tin rằng nền tảng vốn vững chắc (CAR ở mức cao, gần 14% trong quý 2/2025) vẫn đủ để ngân hàng đối phó với các thách thức trong việc quản trị rủi ro. Kết hợp với thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh và NIM duy trì ở mức cao, VPB có thể bù đắp chi phí tín dụng tương đối lớn để đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong 5 năm tới.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá để đưa ra giá mục tiêu ước tính của chúng tôi, với việc áp dụng tỷ trọng bằng nhau cho phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/B mục tiêu.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 48% giá mục tiêu lên 37.000 đồng/CP, chủ yếu nhờ (1) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 tăng 20,1% (tăng lần lượt +1%/+13%/+24%/+25%/+27% trong năm 2025/26/27/28/29) và (2) điều chỉnh tăng P/B mục tiêu từ 1,20x lên 1,85x, phản ánh triển vọng tích cực hơn cho VPB sau chính sách thuế quan của Mỹ trở nên rõ ràng hơn từ đầu tháng 7/2025 cũng như lợi thế cạnh tranh vượt trội của ngân hàng để nắm bắt tăng trưởng. Dự báo lợi nhuận tăng trong giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi được thúc đẩy bởi (1) NII gộp tăng 6% nhờ CAGR tín dụng đạt 22,7% trong giai đoạn 2025-2029 (so với 19,0% trước đó) và (2) tổng chi phí dự phòng gộp giảm 10%, nhờ chất lượng tài sản cải thiện tốt hơn dự kiến trong quý 2/2025 và lo ngại về các mảng dễ bị ảnh hưởng dẫn giảm bớt (ví dụ: doanh nghiệp vừa và nhỏ, tài chính tiêu dùng) khi triển vọng kinh tế được cải thiện.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho VPB, được ước tính dựa trên hệ số beta trượt 2 năm từ Bloomberg (tỷ trọng là 50%) và beta bằng 1,0 (50% trọng số) để phản ánh giả định beta có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn.

Hình 5: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu	Trước đây	Điều chỉnh
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%	6,0%
Beta	1,01	1,02
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,1%	14,1%

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Tóm tắt định giá

(Tỷ đồng)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
Phương pháp thu nhập thặng dư	280.399	50%	140.199
Phương pháp P/B mục tiêu tại 1,85x	306.044	50%	153.022
Định giá tổng hợp			293.221
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ)			7.934
Giá mục tiêu (đồng)			37.000
Giá hiện tại			36.550
Tỷ lệ tăng			+1,2%
Lợi suất cổ tức			1,4%
Tổng mức sinh lời			+2,6%
P/B năm 2025 theo giá mục tiêu			1,88x
KHUYẾN NGHỊ			PHTT

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Mô hình thu nhập thẳng dư

(Tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
ROE (Vốn chủ sở hữu đầu kỳ)	13,4%	15,8%	17,9%	19,9%	21,2%
Chi phí vốn chủ sở hữu (COE)	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Biên lợi nhuận kinh tế	-0,7%	1,7%	3,8%	5,8%	7,0%
Giá trị vốn chủ sở hữu (đầu kỳ)	141.905	155.810	175.048	196,603	225,424
Thu nhập thẳng dư (TNTD)	(1.024)	2.685	6.654	11,341	15,859
Giá trị hiện tại của TNTD	(479)	2.203	4.783	7,143	8,753
Sum PV of RI					22.402
Tổng giá trị hiện tại của TNTD					109.139
Giá trị hiện tại của giá trị cuối (Tăng trưởng trung bình trong 10 năm là 8,0% và tăng trưởng ổn định là 3,0%)					148.858
Giá trị vốn chủ sở hữu đầu kỳ (giữa năm 2025)					280.399
Giá trị vốn chủ sở hữu hiện tại					7,934
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ)					35.342

Nguồn: Vietcap

So sánh với các ngân hàng và phương pháp P/B mục tiêu

Hình 8: Dự báo của Vietcap cho các ngân hàng tại Việt Nam

Mã	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E			P/B			ROE			ROA	Hệ số nhân VCSH	Tỷ lệ nợ xấu
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	TTM	2024	2024
ACB	5,5	8,7	8,1	6,9	1,72	1,49	1,28	22,4%	20,0%	20,1%	1,90%	10,4	1,51%
BID	10,9	12,7	12,3	11,5	2,02	1,68	1,47	19,5%	17,1%	15,8%	0,93%	19,1	1,41%
CTG	10,3	12,2	10,3	8,9	1,82	1,55	1,32	18,5%	18,5%	18,4%	1,26%	15,9	1,25%
MBB	8,5	9,9	8,7	7,5	2,00	1,64	1,36	22,1%	20,8%	20,0%	2,19%	9,6	1,62%
VCB	20,0	16,9	15,6	14,1	2,65	2,08	1,86	18,6%	15,7%	15,2%	1,68%	10,5	0,96%
STB	3,9	11,2	8,8	4,9	1,86	1,53	1,16	20,0%	21,1%	30,1%	1,52%	13,6	2,40%
HDB	4,2	8,7	7,2	6,2	2,05	1,68	1,38	25,8%	25,7%	24,5%	2,03%	12,3	1,98%
TCB	10,9	13,3	11,4	9,4	1,97	1,77	1,57	15,6%	16,4%	17,7%	2,22%	6,6	1,17%
TPB	2,1	9,0	8,3	7,5	1,45	1,23	1,06	17,3%	16,2%	15,2%	1,63%	11,1	1,52%
VIB	2,8	9,2	8,4	7,3	1,56	1,37	1,22	18,1%	17,6%	17,7%	1,57%	11,8	3,51%
LPB	5,2	14,8	13,4	13,2	3,15	2,97	2,43	25,1%	24,0%	21,3%	2,08%	11,7	1,57%
Trung vị		11,2	8,8	7,5	1,97	1,64	1,36	19,5%	18,5%	18,4%	1,68%	11,7	1,52%
VPB	11,0	18,4	15,3	11,7	2,04	1,86	1,66	11,0%	12,3%	14,4%	1,84%	6,3	4,20%

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 20/08/2025)

Hình 9: Phân tích độ nhạy đối với P/B mục tiêu của chúng tôi cho VPB trong tương quan với ROE từ mô hình tăng trưởng Gordon và tốc độ tăng trưởng cuối, giả định các biến số khác không đổi

ROE trung bình giai đoạn 2019-2029						
Tốc độ tăng trưởng cuối %		12,1%	14,1%	16,1%	18,1%	20,1%
	1,5%	0,84	1,00	1,16	1,32	1,48
	2,0%	0,84	1,00	1,17	1,33	1,50
	2,5%	0,83	1,00	1,17	1,34	1,52
	3,0%	0,82	1,00	1,18	1,36	1,54
	3,5%	0,81	1,00	1,19	1,38	1,57
	4,0%	0,80	1,00	1,20	1,40	1,59

Nguồn: VPB, Vietcap

Bảng phân tích độ nhạy trên minh họa giá trị P/B hợp lý cho VPB ở mức 1,18 lần bằng cách sử dụng Mô hình tăng trưởng Gordon (GGM) với ROE trung bình giai đoạn 2019-2029 của chúng tôi là 16,1%, chi phí vốn chủ sở hữu là 14,1% (**Hình 9**) và giả định tăng trưởng cuối là 3%.

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng P/B mục tiêu từ 1,20 lần lên 1,85 lần, phản ánh triển vọng tích cực hơn cho ngân hàng sau khi chính sách thuế quan của Mỹ trở nên rõ ràng hơn kể từ đầu tháng 7. Trước đó, chúng tôi khá thận trọng do lo ngại về triển vọng tăng trưởng và chất lượng tài sản, đặc biệt ở mảng doanh nghiệp vừa và nhỏ và phổ thông trong bối cảnh kinh tế vĩ mô gặp thách thức. Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh vượt kỳ vọng trong 6T 2025 – cả về tín dụng lẫn huy động vốn – càng củng cố niềm tin của chúng tôi vào khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận bền vững của ngân hàng trong 5 năm tới. Mức P/B mục tiêu này xấp xỉ một độ lệch chuẩn so với P/B trượt trung bình 8 năm.

Hình 10: P/B trượt trung bình 8 năm của VPB



Nguồn: FiinPro data, Vietcap

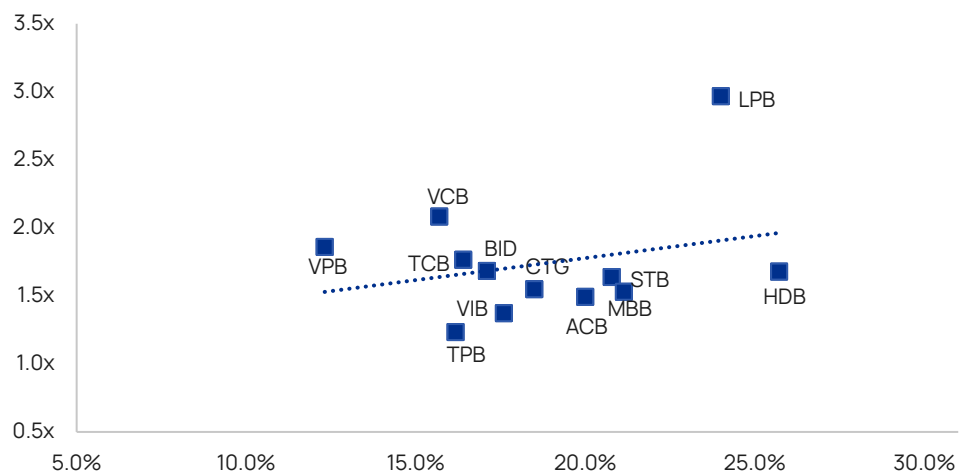
P/B tính toán từ GGM thấp hơn so với P/B mục tiêu của chúng tôi vì ROE dự phóng của chúng tôi phản ánh tác động tiêu cực của tỷ lệ đòn bẩy thấp – đặc biệt rõ rệt sau đợt chào bán cho SMBC vào năm 2023. Cụ thể, tỷ lệ đòn bẩy của VPB là 6,3 lần, mức thấp nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi tính đến quý 2/2025.

Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của VPB vẫn còn dư địa để tăng trưởng bởi các lý do sau:

- Chúng tôi cho rằng SMBC sẽ mang lại sự hỗ trợ toàn diện cho VPB trong việc huy động vốn, phát triển tệp khách hàng mới (đặc biệt là nhóm khách hàng FDI), và nâng cao năng lực quản trị rủi ro. Kể từ năm 2020, VPB đã huy động 2,8 tỷ USD vốn vay quốc tế và SMBC tham gia vào hầu hết các khoản vay này. Ngoài ra, chúng tôi ghi nhận SMBC hiện đang nắm giữ 15% cổ phần tại VPB với tư cách cổ đông chiến lược, đồng nghĩa với việc SMBC vẫn có thể nâng tỷ lệ sở hữu lên tối đa 20% (theo giới hạn quy định đối với nhà đầu tư chiến lược nước ngoài tại TCTD). Khoản đầu tư bổ sung này có thể mang lại nguồn vốn chủ sở hữu mới cho VPB, tạo dư địa cho ngân hàng theo đuổi tăng trưởng chất lượng.
- Chúng tôi cho rằng ngân hàng vẫn còn dư địa để giảm chi phí vốn bằng cách nâng tỷ lệ CASA và các nguồn vốn chi phí thấp thông qua việc tận dụng tệp khách hàng sẵn có, nâng cao việc khai thác nguồn lực từ công ty con và các đối tác, cũng như củng cố lòng trung thành của khách hàng thông qua các khoản đầu tư liên tục vào công nghệ nhằm cải thiện trải nghiệm người dùng.
- ROE dự kiến cải thiện lên 15,8% vào năm 2027 (so với 11,0% trong năm 2024), được thúc đẩy bởi (1) NIM cải thiện cùng tăng trưởng tín dụng mạnh, (2) NOII phục hồi, đặc biệt là thu nhập từ thu hồi các khoản nợ xấu đã xử lý, và (3) đóng góp lớn hơn từ FEC. Đáng chú ý, FEC đã ghi nhận 4 quý liên tiếp có lãi tính đến quý 2/2025 và dự kiến lợi nhuận sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2025 nhờ yếu tố mùa vụ của nhu cầu và điều kiện vĩ mô cải thiện.

- Lợi nhuận từ các công ty con tiếp tục hỗ trợ cho ROE của VPB: Ngoài FEC, VPBank Securities (VPBankS) là động lực tiềm năng quan trọng trong dài hạn, dù quy mô hiện tại còn tương đối nhỏ so với ngân hàng mẹ. VPB đã mua lại VPBankS vào năm 2022 (hiện sở hữu 99,95%), và vốn điều lệ của công ty chứng khoán này đã tăng từ 269 tỷ đồng khi mới mua lên 15 nghìn tỷ đồng vào quý 2/2025. VPBankS duy trì lợi nhuận kể từ năm 2022; trong 6T 2025, LNTT đạt 890 tỷ đồng (+80% YoY). Dư nợ cho vay margin tính đến quý 2/2025 đạt 18 nghìn tỷ đồng (+87% so với cuối 2024; chiếm 2% tổng dư nợ hợp nhất quý 2 của VPB), thuộc top 4 về thị phần dư nợ margin. Thị phần môi giới trên HOSE trong tháng 6 đạt 2,2% (xếp hạng 14). Công ty chứng khoán này ghi nhận tăng trưởng mạnh nhờ mô hình môi giới công nghệ, đồng thời có lợi thế cạnh tranh về vốn và mở rộng cơ sở khách hàng nhờ hậu thuẫn từ ngân hàng mẹ. Dù chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch IPO của VPBankS, ngân hàng cho biết vẫn đề nghị khả năng IPO trong ngắn hạn, và đây sẽ là yếu tố tạo động lực gia tăng vốn, giúp VPB đạt được mức tăng trưởng cao hơn.

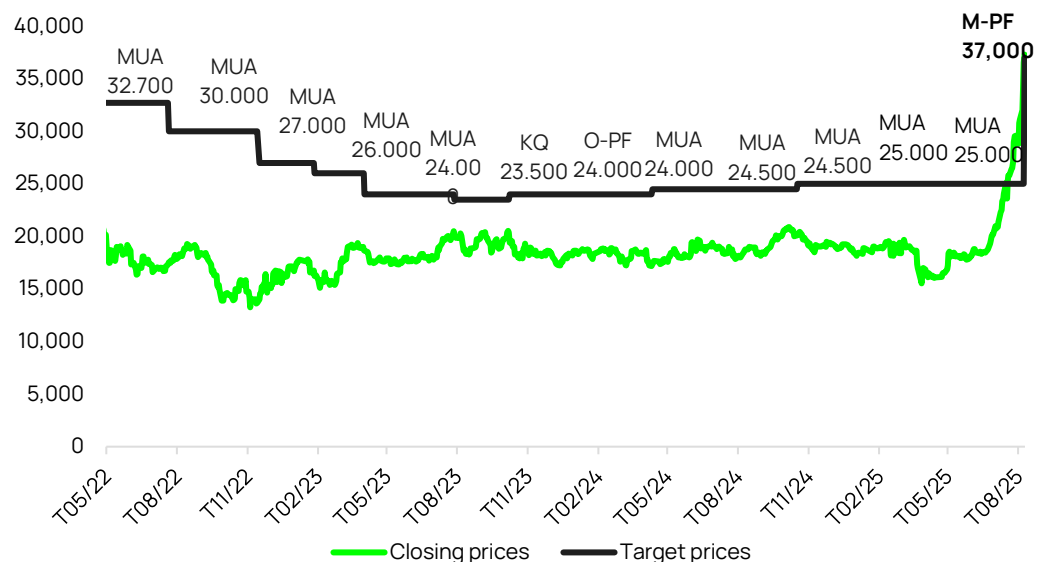
Hình 11: P/B (trục y) và ROE (trục x) của các ngân hàng Việt Nam (năm 2025)



Nguồn: Vietcap (cập nhật ngày 20/08/2025)

Diễn biến Khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2024	2025F	2026F	2027F		2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi vay	80.112	93.890	123.154	154.922	Tiền và tương đương tiền	2.148	2.753	3.461	4.299
Chi phí lãi vay	(31.031)	(38.905)	(51.997)	(66.683)	Tiền gửi tại NHNN	14.327	17.556	22.805	29.094
Thu nhập lãi thuần	49.080	54.986	71.157	88.239	Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	134.644	93.388	84.288	148.236
Thu nhập từ phí dịch vụ	6.126	6.249	6.874	8.592	Đầu tư ngắn hạn	65.701	60.378	64.085	70.493
Thu nhập ngoài lãi khác	7.048	6.678	8.723	8.781	Cho vay khách hàng	681.404	888.676	1.145.998	1.369.745
Tổng thu nhập ngoài lãi	13.175	12.927	15.597	17.374	Chứng khoán đầu tư - HTM	993	146	22	3
Tổng thu nhập từ HĐKD	62.255	67.913	86.754	105.613	Đầu tư dài hạn	189	189	189	189
Chi phí ngoài lãi	(14.340)	(16.639)	(21.255)	(26.403)	Tài sản và trang thiết bị	2.024	2.141	2.277	2.434
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0	Tài sản khác	22.417	90.825	117.082	139.892
Tổng chi phí hoạt động	(14.340)	(16.639)	(21.255)	(26.403)	Tổng tài sản	923.848	1.156.051	1.440.208	1.764.385
LN từ HĐKD trước dự phòng	47.915	51.274	65.499	79.210	Nợ NHNN	6	7	9	11
Chi phí dự phòng	(27.903)	(27.060)	(33.608)	(38.120)	Huy động & vay liên ngân hàng	201.756	246.602	300.448	352.819
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0	Vốn cho vay & ủy thác khác	11	5	3	1
LN trước thuế	20.013	24.214	31.891	41.090	Tiền gửi khách hàng	485.667	631.367	808.149	1.018.268
Thuế	(4.026)	(4.871)	(6.415)	(8.266)	Công cụ tài chính khác	28	0	0	0
LN ròng	15.987	19.343	25.475	32.824	Giấy tờ có giá	66.976	93.766	126.584	164.559
Lợi ích CĐTS	(208)	(330)	(790)	(1.453)	Nợ khác	22.129	22.793	23.477	24.181
LNST sau lợi ích CĐTS	15.779	19.013	24.686	31.371	Tổng nợ	776.572	994.540	1.258.669	1.559.840
LN ròng được chia (tr)	7.934	7.934	7.934	7.934	Vốn CSH của cổ đông	141.905	155.810	175.048	196.603
Số cp bình quân gia quyền (tr)	7.934	7.934	7.934	7.934	Lợi ích CĐTS	5.370	5.700	6.490	7.943
EPS (đồng)	1.989	2.396	3.111	3.954	Tổng nợ và vốn CSH	923.848	1.156.051	1.440.208	1.764.385
DPS (đồng)	500	500	500	1.000					

TỶ LỆ (%)	2024	2025F	2026F	2027F	TỶ LỆ (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng					Khả năng sinh lời				
Tăng trưởng cho vay	23,2	30,2	28,9	19,5	NIM	5,83	5,52	5,88	5,90
Tăng trưởng tiền gửi	9,8	30,0	28,0	26,0	Lợi suất tài sản sinh lãi	9,52	9,43	10,17	10,37
Tăng trưởng thu nhập từ HĐKD	25,2	9,1	27,7	21,7	Chi phí huy động	4,42	4,51	4,71	4,81
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	33,8	7,0	27,7	20,9	Chi phí / thu nhập	23,0	24,5	24,5	25,0
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS	58,2	20,5	29,8	27,1					
Chất lượng tài sản					Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	6,21	3,21	3,50	3,50	NII	5,64	5,29	5,48	5,51
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	4,17	3,87	3,73	3,53	Dự phòng	-3,20	-2,60	-2,59	-2,38
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	56,3	55,7	56,8	59,0	NII sau dự phòng	2,43	2,69	2,89	3,13
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	4,00	2,98	2,87	2,72	Thu nhập ngoài lãi	1,51	1,24	1,20	1,08
Thanh khoản					Chi phí hoạt động	-1,65	-1,60	-1,64	-1,65
CAR theo Basel II	15,5	14,6	14,1	13,2	Thuế & lợi ích CĐTS	-0,49	-0,50	-0,56	-0,61
Tỷ lệ cho vay/ tiền gửi theo quy định	81,6	82,0	83,0	84,9	ROAA	1,81	1,83	1,90	1,96
					Tổng tài sản trên vốn cổ phần	6,1	6,7	7,6	8,3
					ROAE	11,0	12,3	14,4	16,3

Nguồn: VPB, Vietcap dự báo

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Huỳnh Thị Hồng Ngọc, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.