

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HOSE: VPB)

NGÂN HÀNG

ĐÁNH GIÁ 12 THÁNG

Khả quan

Giá mục tiêu 12T	VND42,800
Tiềm năng tăng giá	25.9%
Giá đóng cửa gần nhất	VND34,000

Tăng trưởng tín dụng ngân hàng mẹ và đóng góp từ công ty con là động lực cho định giá

Luận điểm đầu tư

- **Ưu tiên (Overweight) các NHTM vừa được NHNN ưu đãi (tham gia xử lý ngân hàng 0 đồng) vừa có bộ đệm CAR đủ mạnh để duy trì tăng trưởng tín dụng vượt trội**

Ưu đãi của NHNN không phải là vấn đề phỏng đoán. Đây là chính sách đã được quy định rõ tại Thông tư 23/2025/TT-NHNN, theo đó giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho một số ngân hàng được lựa chọn. Và dù NHNN chưa ấn định thời điểm dỡ bỏ hoàn toàn hạn mức tăng trưởng tín dụng, cơ quan này chắc chắn sẽ giữ đúng cam kết "có đi có lại" với các ngân hàng tham gia cứu trợ ngân hàng 0 đồng, qua đó mở ra con đường cho tăng trưởng tín dụng vượt trội. Không nên quá tập trung vào chỉ tiêu LDR theo quy định. Bộ đệm CAR mới là tài sản quan trọng nhất trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng nóng.

- **Ưu tiên (Overweight) các NHTM có nhà đầu tư chiến lược có tiềm năng tài chính**

Quá trình thu hút nhà đầu tư chiến lược gặp vô vàn trở ngại mà nhiều nhà đầu tư chưa đánh giá đúng mức độ khó khăn để chốt giao dịch. Lần sóng NĐT chiến lược hiện tại ở các ngân hàng Việt Nam trải từ nhóm "say men" sau các thương vụ thu tóm ở nước ngoài, cho đến nhóm vẫn còn rất tích cực tham gia M&A quốc tế (ví dụ SMBC tăng tỷ lệ sở hữu tại Yes Bank Ấn Độ trong năm 2025). Chúng tôi khuyến nghị NĐT lựa chọn nhà đầu tư chiến lược của ngân hàng cần trọng như chính khi lựa chọn cổ phiếu ngân hàng đó.

- **Kỷ nguyên biến động kinh tế chưa từng có đòi hỏi giả định mô hình mới – và thị trường thường chậm trễ trong việc định giá VPB**

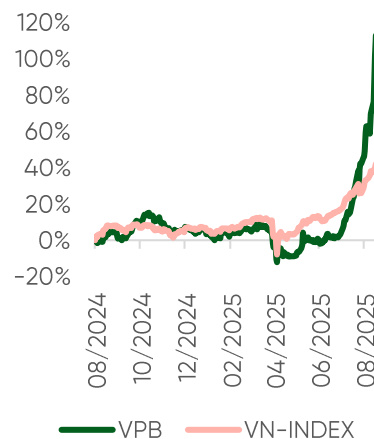
Tính đến 25/08/2025, đồng thuận thị trường dự báo tăng trưởng tín dụng của VPB năm 2025 là 23%, trong khi thực tế 6M25 (hợp nhất) đạt gần 19%. Thông thường, việc mô hình hóa tăng trưởng bình quân dư nợ cho vay (ngân hàng mẹ) ở mức 31,5% giai đoạn 2025F – 2027F sẽ bị xem là "quá lạc quan", thiếu thận trọng vốn được đúc kết qua nhiều chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên, chúng ta đang sống trong bối cảnh chưa từng có, khi một số ngân hàng được trao cơ hội tăng trưởng đặc biệt. Vinhomes nhận định 2025 đánh dấu khởi đầu một chu kỳ mới của BĐS nhà ở. Hiến pháp Việt Nam đang được sửa đổi lần đầu tiên kể từ 2013 nhằm tinh giản thủ tục hành chính. Giải ngân đầu tư công 7T25 tăng 58,6% YoY. Các nhà phát triển BĐS cũng ghi nhận các rào cản pháp lý đang được tháo gỡ đều đặn, dù thống kê công bố chính thức còn chậm. Trong bối cảnh này, mô hình cơ sở (base-case) của chúng tôi cho VPB (ngân hàng mẹ) là tăng trưởng bình quân dư nợ cho vay 31,5% giai đoạn 2025F – 2027F (so với mục tiêu 35% của công ty).

- **Ngân hàng là ngành mang tính chu kỳ, và dư nợ của VPB mang lại mức độ phân tán rủi ro tốt hơn so với các ngân hàng quá tập trung vào BĐS**

Phân khúc đại chúng (mass) là nhóm đi sau trong chu kỳ hiện tại, nhưng khả năng phục hồi sẽ giúp toàn bộ động cơ tăng trưởng của VPB vận hành đồng bộ. Doanh nghiệp, vay mua nhà và SME đều ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh trong 6T25, đều trên 20%, cho thấy mô hình kinh doanh của VPB rất hiệu quả trong việc tận dụng tăng trưởng chu kỳ. Thật khó để hình dung mức tăng trưởng GDP > 8% trong giai đoạn 2025F – 2027F lại không sớm hay muộn nâng đỡ phân khúc đại chúng.

Giá đóng cửa gần nhất	VND34,000
Cao nhất 52 tuần	VND38,650
Thấp nhất 52 tuần	VND15,500
Giá mục tiêu	VND42,800
Tiềm năng tăng giá	25.9%
Tỷ suất cổ tức	1.5%

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá (%)	1T	3T
VPB	42.6	89.0
VN-INDEX	8.9	25.1

	VPB	VNI
P/E trượt 12T	15.6x	15.1x
P/B hiện tại	1.9x	2.1x
ROAA trượt 12T	1.8%	2.2%
ROAE trượt 12T	11.9%	13.6%

Cổ đông lớn

Sumitomo Mitsui Banking	15.0%
CTCP Diera Corp	4.4%
Ngô Chí Dũng	4.1%

Tổng quan doanh nghiệp

VPB được thành lập năm 1993 và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ tháng 8/2017. Năm 2023, SMBC trở thành cổ đông chiến lược với tỷ lệ sở hữu 15%, qua đó nâng vốn điều lệ của VPB lên hơn 79 nghìn tỷ đồng – mức cao nhất trong ngành tại thời điểm đó. Tính đến cuối năm 2024, VPB xếp thứ ba trong nhóm ngân hàng thương mại tư nhân về tổng tài sản.

Giám đốc TT Phân tích

Ngô Hoàng Long

longngo@vpbanks.com.vn

Một điểm hấp dẫn then chốt trong mô hình kinh doanh của VPB là mức độ phân tán tiếp xúc rộng hơn với các yếu tố chu kỳ của nền kinh tế, thay vì quá tập trung vào bất động sản như một số ngân hàng khác. Tuy nhiên, bất kể nhà đầu tư lựa chọn cổ phiếu ngân hàng tập trung vào BĐS nào để làm "proxy" cho tăng trưởng chu kỳ, chúng tôi vẫn đánh giá các lựa chọn này hấp dẫn hơn so với mô hình kinh doanh quá phòng thủ của VCB và ACB trong giai đoạn này của chu kỳ kinh tế.

- **Đóng góp từ công ty con trở thành yếu tố then chốt trong quyết định đầu tư, xét đến việc chuẩn bị IPO VPBankS và khả năng ra mắt sàn giao dịch tài sản số với sự tham gia vốn của một pháp nhân hợp nhất VPB**

FECredit ("FEC") từ lâu đã là mối quan tâm lớn của NĐT VPB, nhưng các công ty con khác cho đến nay phần nào bị "ngó lơ". Kế hoạch IPO trong Q4/25 của VPBank Securities (VPBS) đã thay đổi bức tranh này. Chúng tôi ước tính ba công ty con gồm FEC, VPBS và OPES sẽ đóng góp 22,5% LNTT hợp nhất trong 2025 và đạt mức đóng góp bình quân 23,8% trong giai đoạn 2025 – 2027. Chính phủ dự kiến sẽ cấp 4 giấy phép sàn giao dịch tài sản số, trong đó 1 giấy phép nhiều khả năng sẽ thuộc về một đơn vị trong hệ sinh thái VPB với khả năng tham gia vốn của một pháp nhân hợp nhất VPB. Điều 129 Luật các TCTD giới hạn mức đầu tư vào doanh nghiệp hoạt động ngoài phạm vi kinh doanh của ngân hàng ở mức tối đa 11% vốn điều lệ của doanh nghiệp nhận đầu tư (mức trần này áp dụng cho cả các công ty con đóng vai trò nhà đầu tư), do đó bất kỳ lợi ích kinh tế nào cũng sẽ bị giới hạn ở 11%. Chúng tôi chưa đưa giả định này vào mô hình định giá. Người dân Việt Nam được đánh giá là khá "sành" tài sản số, với ước tính lượng nắm giữ bitcoin vào khoảng 120 tỷ USD (theo Chainalysis, tháng 7/2023).

- **VPB đang thử nghiệm khái niệm "zerocore". Ngân hàng cũng đặt mục tiêu trở thành ngân hàng đầu tiên tại Việt Nam triển khai đồng thời các trung tâm dữ liệu "live" để loại bỏ độ trễ khi phục hồi ứng dụng**

Nhà đầu tư còn nhớ VPB gần đây đã nâng cấp hệ thống core banking Temenos lên phiên bản R23 trong Q2 2025, tuy nhiên động thái này vốn đã được ký kết từ đầu 2024, trong khi chiến lược "zerocore" chỉ bắt đầu hình thành vào cuối 2024. VPB sẽ khởi động dự án này từ tháng 8/2025 và đặt mục tiêu hoàn tất vào cuối 2026. Sau khi hoàn tất, core hiện tại sẽ chỉ được dùng để vận hành sổ cái kế toán và các chức năng kế toán tổng hợp. Bên cạnh đó, để loại bỏ nguy cơ ngắt kết nối ứng dụng, VPB hướng đến trở thành ngân hàng đầu tiên tại Việt Nam vận hành song song các DC với khả năng chuyển đổi liền mạch giữa hai trung tâm trong trường hợp sự cố. Đây là những chủ đề trọng yếu sẽ được chúng tôi phân tích sâu hơn trong các báo cáo chuyên về công nghệ ngân hàng công bố cuối năm nay.

- **Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư (residual income) được xây dựng dựa trên giả định tăng trưởng bình quân dư nợ cho vay ngân hàng mẹ 31,5% giai đoạn 2025F – 2027F và tỷ lệ đóng góp LNTT từ công ty con ~24% trong cùng giai đoạn.**

Định giá của chúng tôi cũng bao gồm thành phần định giá theo P/B forward với hệ số mục tiêu 1,9x. Thành phần thu nhập thặng dư có các độ nhạy như sau:

		Tăng trưởng dư nợ cho vay bình quân của ngân hàng mẹ VPB, giai đoạn 2025–27				
		21.5%	26.5%	31.5%	36.5%	41.5%
Đóng góp của công ty con vào LNTT hợp nhất, giai đoạn FY25–27F	11.8%	24,714	30,343	36,805	44,187	52,578
	15.8%	25,874	31,740	38,475	46,169	54,914
	19.8%	27,135	33,260	40,292	48,324	57,455
	23.8%	28,512	34,919	42,275	50,678	60,229
	27.8%	30,021	36,738	44,449	53,258	63,271
	31.8%	31,683	38,740	46,843	56,099	66,621

Tất nhiên, nếu tách riêng lợi nhuận của VPBS và áp dụng hệ số định giá mục tiêu cao hơn, giá trị định giá của VPB sẽ tăng lên. Tuy nhiên, chúng tôi chưa thực hiện điều chỉnh này cho đến khi IPO chắc chắn thành công.

Rủi ro đầu tư

- Chu kỳ bất động sản nhà ở hiện tại có thể suy yếu sớm; hoặc Chính phủ không duy trì được tốc độ giải ngân đầu tư công như hiện nay; hoặc điều kiện thương mại của Việt Nam xấu đi đến mức khiến giả định tăng trưởng dư nợ tín dụng của chúng tôi trở nên quá tham vọng.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tóm tắt kết quả 2Q25: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ chất lượng tài sản được cải thiện

Hình 1: Các chỉ số chính

Các chỉ số chính	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	69%	78%	83%	87%	79%	81%	75%	85%	82%	
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	31%	22%	17%	13%	21%	19%	25%	15%	18%	
Tăng trưởng tín dụng svck	21.2%	27.1%	24.3%	21.3%	22.8%	16.6%	20.1%	22.3%	30.0%	
NIM (bình quân quý)	5.3%	5.0%	5.9%	6.0%	6.3%	5.8%	6.0%	5.7%	5.3%	
Lợi suất tài sản (bình quân quý)	11.3%	10.8%	10.9%	10.1%	10.0%	9.4%	9.8%	9.5%	9.2%	
Chi phí vốn (bình quân quý)	6.9%	6.7%	5.8%	4.9%	4.3%	4.3%	4.5%	4.5%	4.6%	
LDR (hợp nhất)	79.7%	80.9%	87.8%	89.1%	88.9%	91.8%	92.8%	89.5%	90.9%	
LDR (ngân hàng mẹ)	70.6%	74.2%	79.6%	80.8%	81.1%	82.3%	81.6%	79.2%	80.2%	
VNHCVTĐH (NH mẹ)	25.9%	26.6%	25.3%	22.8%	23.5%	24.6%	27.3%	24.3%	25.8%	
Tỷ lệ nợ xấu thuần (NPL)	6.5%	5.7%	5.0%	4.8%	5.1%	4.8%	4.2%	4.7%	4.0%	
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	43.0%	42.7%	51.7%	53.4%	48.1%	50.7%	56.3%	47.4%	52.2%	
Chi phí tín dụng	5.5%	3.9%	5.2%	4.0%	5.5%	3.9%	4.6%	3.7%	3.0%	
Chi phí / Thu nhập (CIR)	28.8%	28.4%	27.1%	25.8%	20.6%	24.9%	21.5%	25.8%	25.7%	
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	71.3%	61.4%	72.2%	57.9%	64.9%	54.1%	55.6%	57.1%	48.8%	
ROAA (12T gần nhất)	1.4%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%	
ROAE (12T gần nhất)	12.0%	10.3%	9.3%	9.6%	9.4%	10.2%	11.5%	11.6%	12.3%	
Tỷ lệ CASA (%)	14.6%	16.4%	17.0%	14.0%	17.5%	13.7%	13.7%	13.5%	13.6%	

Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 1: Kết quả hợp nhất của VPB trong Q2/2025

	Q2/24	Q2/25	6T24	6T25	% sv dự phòng cũ VPBS	% sv dự phòng thị trường
Thu nhập lãi thuần (svck)	45.3%	5.7%	31.5%	9.7%	49%	46%
Thu nhập ngoài lãi (svck)	-15.2%	-15.4%	-19.7%	3.4%	40%	35%
Chi phí hoạt động (svck)	-9.4%	26.3%	-4.3%	21.8%	52%	41%
LN trước dự phòng (svck)	40.7%	-5.3%	26.1%	4.7%	46%	45%
Chi phí dự phòng (svck)	28.1%	-28.8%	9.3%	-10.5%	45%	44%
LNTT (svck)	72.0%	38.3%	68.0%	29.5%	47%	47%
Tăng trưởng cho vay (svck)	27.8%	32.8%	27.8%	32.8%		
Tăng trưởng huy động (svck)	21.6%	27.5%	21.6%	27.5%		
NIM (%)	6.3%	5.3%	6.0%	5.4%		
Lợi suất tài sản (%)	11.6%	9.2%	10.7%	9.1%		
Chi phí vốn (%)	6.3%	4.6%	5.5%	4.5%		
Tỷ lệ CASA	17.5%	13.6%	17.5%	13.6%		
CIR (%)	20.6%	25.7%	23.0%	25.8%		
ROAE (%)	9.2%	12.7%	9.2%	12.7%		
Tỷ lệ NPL (%)	5.1%	4.0%	5.1%	4.0%		
Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	7.8%	3.0%	7.8%	3.0%		
LLR (%)	48.1%	52.2%	48.1%	52.2%		

Nguồn: VPB, VPBankS Research

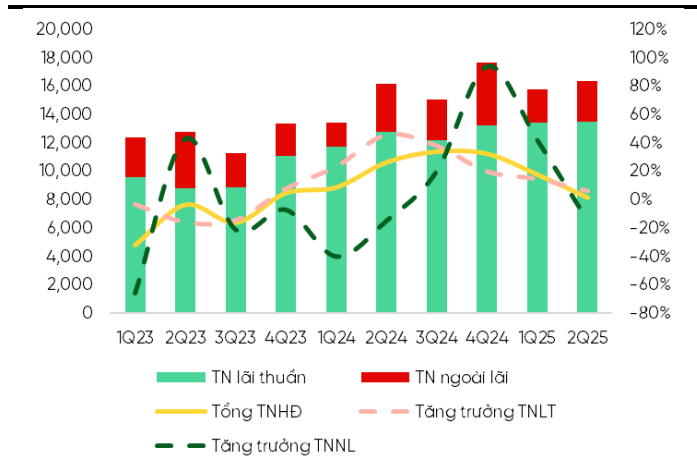
Tăng trưởng TOI khiêm tốn do thu nhập lãi thuần yếu và thu nhập ngoài lãi sụt giảm

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng nhẹ 1.2% svck trong 2Q25, tiếp tục xu hướng chững lại so với mức tăng trưởng cao 33.8% svck của 3Q24. Động lực chính khiến TOI suy yếu gồm: 1) tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) khiêm tốn; và 2) sụt giảm mạnh thu nhập ngoài lãi (Noll).

TN ngoài lãi giảm 15.4% svck, làm tỷ trọng trong TOI xuống còn 17.7% (-3.5 điểm % svck). Cụ thể, thu nhập từ kinh doanh ngoại hối giảm 51.9% svck và kinh doanh trái phiếu giảm 90.6% svck, chủ yếu do lợi suất trái phiếu Chính phủ tăng (giá trái phiếu giảm). Thu nhập

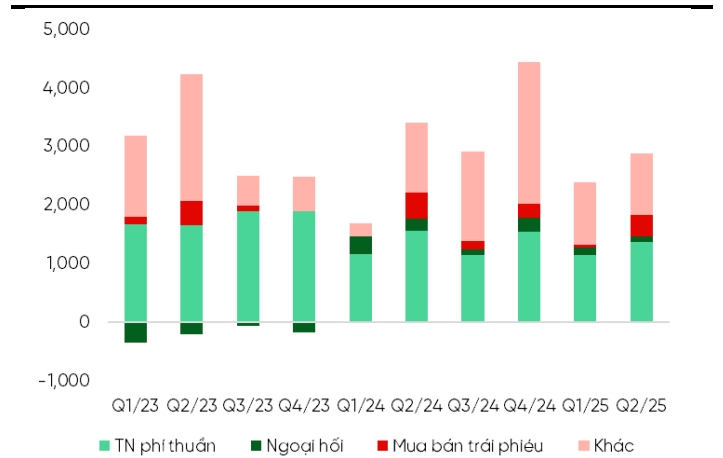
phí ròng (NFI) và thu nhập khác ròng – hai cấu phần lớn nhất trong cơ cấu TN ngoài lãi – cũng giảm lần lượt 12.3% svck và 12.7% svck.

Hình 2: Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động



Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 3: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi

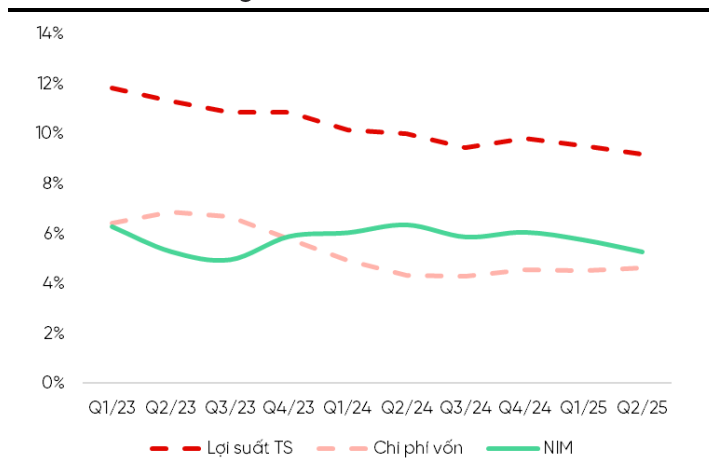


Nguồn: VPB, VPBankS Research

Tín dụng khách hàng bùng nổ nhưng phải đánh đổi bằng biên lãi ròng (NIM) bị co hẹp

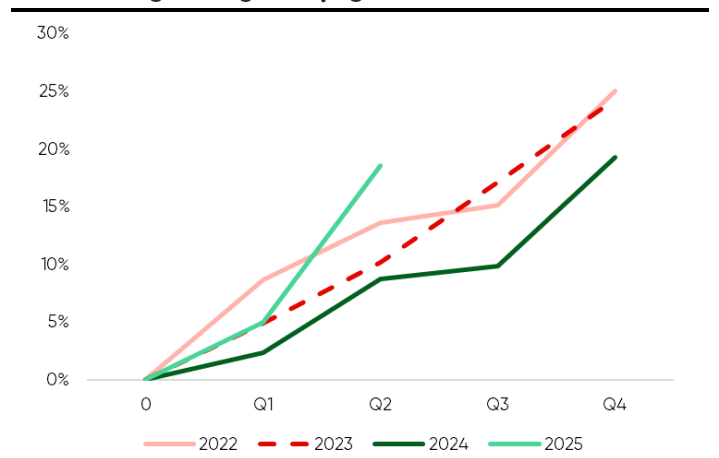
Thu nhập lãi thuần (NII) tăng khiêm tốn 5.7% svck trong 2Q25, do NIM bình quân năm giảm 1.1 điểm % svck (-47bps sv quý trước) mặc dù tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ 32.8% svck và 18.8% trong 6T25. Nguyên nhân khiến NIM co hẹp chủ yếu đến từ việc lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) giảm 80bps svck, trong khi chi phí vốn tăng 28bps svck. Lợi suất IEA giảm do: (1) lợi suất cho vay giảm 40bps svck, khi VPB áp dụng chính sách lãi suất ưu đãi để thúc đẩy tín dụng; (2) lợi suất đầu tư giảm mạnh 2.8 điểm % svck, do VPB cắt giảm mạnh danh mục trái phiếu doanh nghiệp (-60.5% svck); (3) tỷ trọng cho vay tín chấp suy giảm. COF tăng chủ yếu do chi phí huy động tiền gửi tăng 46bps svck, trong bối cảnh nhu cầu vốn tăng cao để đáp ứng mở rộng tín dụng và tỷ lệ LDR ở mức cao theo quy định. Ở chiều tích cực, dư nợ cho vay khách hàng tăng mạnh 18.8% trong 6T25, vượt xa mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 9.9% trong cùng kỳ.

Hình 4: Biên lãi ròng



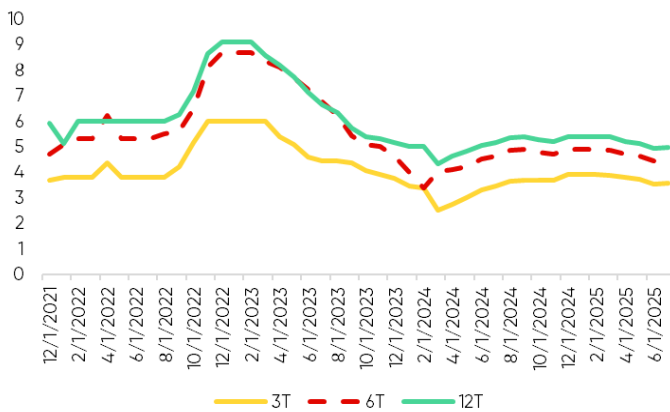
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 5: Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 6: Lãi suất tiền gửi tại quầy

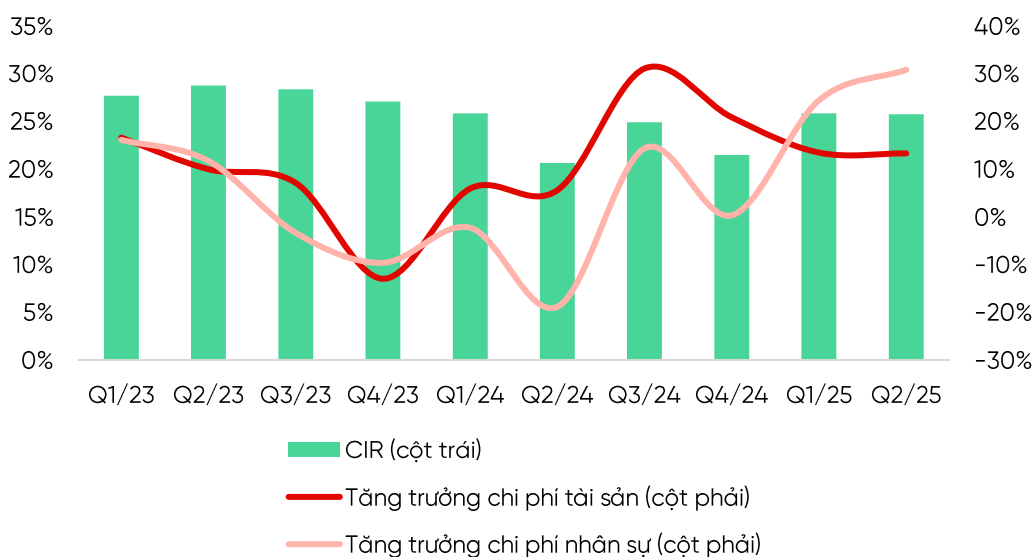


Nguồn: VPB, VPBankS Research

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) duy trì ở mức trung bình 3 năm

Lợi nhuận hoạt động trước trích lập (PPOP) giảm 5.3% svck trong 2Q25, do chi phí hoạt động tăng mạnh 26.3% svck. Sự gia tăng OPEX chủ yếu đến từ chi phí nhân sự (+30.8% svck), vốn cần thiết trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ. Dù vậy, CIR vẫn được kiểm soát tốt, chỉ tăng 5.1 điểm % svck lên 25.7%, vẫn phù hợp với mức trung bình 3 năm là 25.5%.

Hình 7: Tỷ lệ CIR



Nguồn: VPB, VPBankS Research

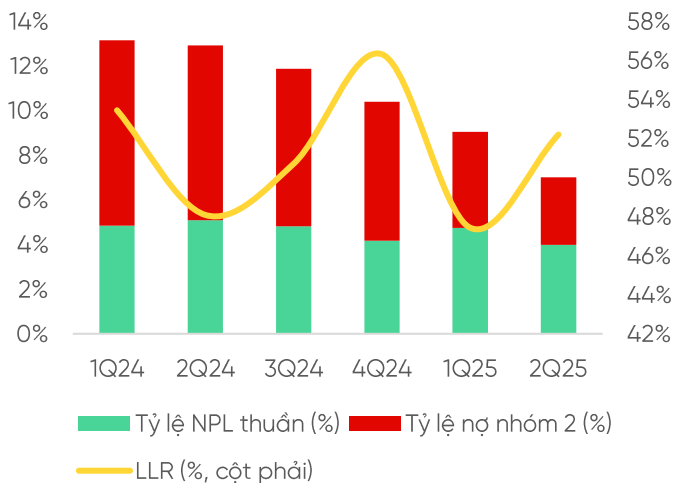
Chất lượng tài sản trở thành điểm nhấn

Trong quý 2/2025, chất lượng tài sản của VPB được cải thiện, với tỷ lệ NPL cộng xóa nợ giảm xuống còn 4.6% (-1.8 điểm % svck; -1.0 điểm % sv quý trước) – mức thấp nhất kể từ quý 1/2023. Thêm vào đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 tiếp tục xu hướng giảm mạnh từ quý 1/2024, từ 8.3% xuống còn 3.0% trong quý 2/2025.

Trong bối cảnh tỷ lệ hình thành NPL giảm xuống mức thấp nhất, đạt 1.8% trong quý 2/2025 (-5.0 điểm % sv quý trước; -6.1 điểm % svck), VPB đã giảm tỷ lệ xóa nợ thường niên xuống 2.7% (-1.0 điểm % sv quý trước; -2.9 điểm % svck). Nhờ đó, chi phí tín dụng thường niên tính trên dư nợ cho vay giảm 2.5 điểm % svck (-0.7 điểm % sv quý trước), kéo chi phí trích lập

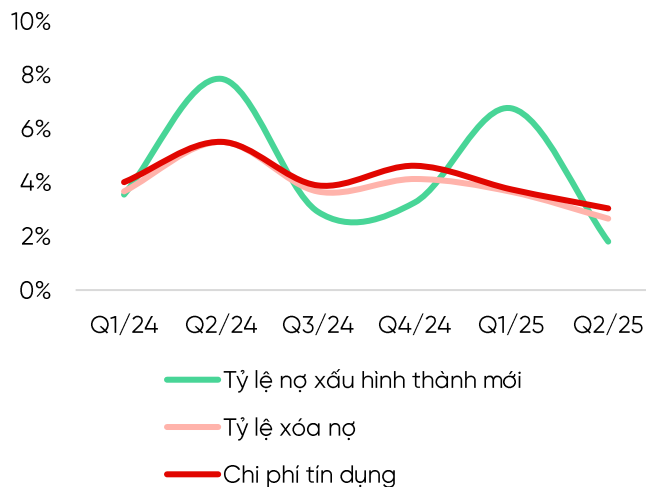
dự phòng giảm 28.8% svck trong quý 2/2025. Việc giảm chi phí dự phòng đã hỗ trợ LNTT tăng trưởng 38.3% svck, nâng ROAE 12 tháng lên 12.7% (+1.3 điểm % qoq; +3.5 điểm % svck).

Hình 8: Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 9: Tỷ lệ hình thành nợ xấu



Nguồn: VPB, VPBankS Research

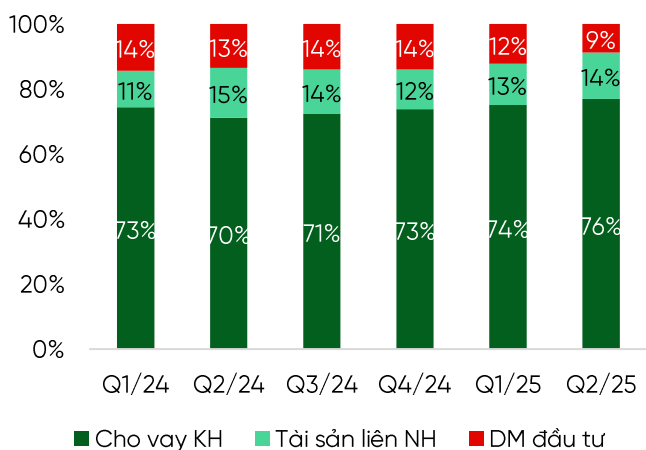
Chỉ số bảng cân đối kế toán Q2/2025

Nhu cầu vay vốn mạnh mẽ trên các ngành trọng điểm

Trong 2Q25, tổng tài sản sinh lãi hợp nhất (IEA) của VPB tăng 33% svck và 15% sv quý trước, chủ yếu nhờ danh mục đầu tư và dư nợ cho vay khách hàng. Danh mục đầu tư tăng 17.9% sv quý trước, chiếm 8.1% cơ cấu IEA. Trong 2Q25, VPB gia tăng phân bổ vào trái phiếu TCTD (+85.4% sv quý trước) trong khi giảm tỷ trọng nắm giữ trái phiếu chính phủ (-0.6% sv quý trước) và trái phiếu doanh nghiệp (-24.8% sv quý trước).

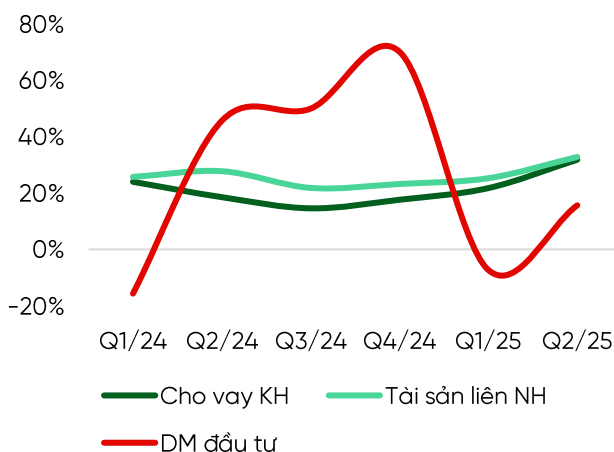
Dư nợ cho vay khách hàng tăng mạnh 13.6% sv quý trước (+18.8% trong 6M25), được hỗ trợ bởi tăng trưởng kinh tế nhanh hơn và sự phục hồi của thị trường bất động sản. Cụ thể, trong bối cảnh hoạt động kinh doanh sôi động hơn, dư nợ cho vay thương mại, sản xuất và hộ kinh doanh lần lượt tăng 13.9%, 13.1% và 12.9% sv quý trước. Nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản, dư nợ vay mua nhà tăng 9.2% sv quý trước trong 2Q25. Ngoài ra, dư nợ cho vay ngành khách sạn và nhà hàng tăng vọt 139.9% sv quý trước nhờ nhu cầu cao hơn từ khách du lịch.

Hình 10: Cơ cấu tài sản sinh lãi



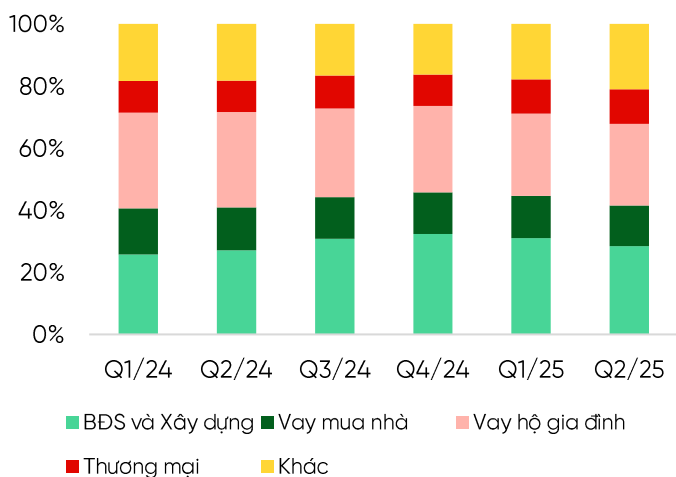
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 11: Gia tăng tỷ trọng cho vay khách hàng



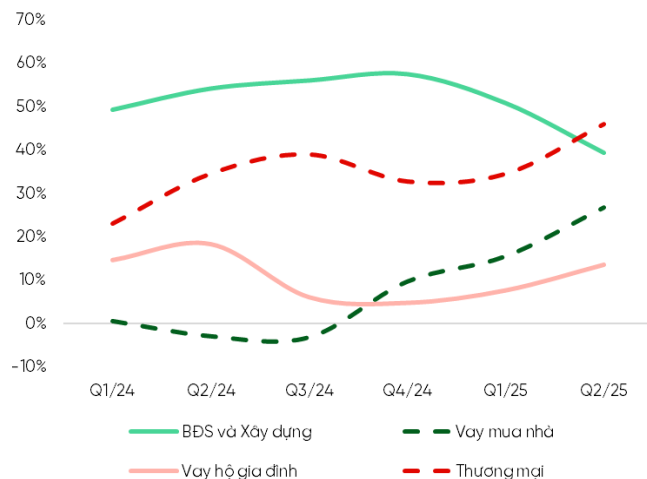
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 12: Cơ cấu cho vay khách hàng



Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 13: Tăng trưởng dư nợ cho vay svck theo ngành



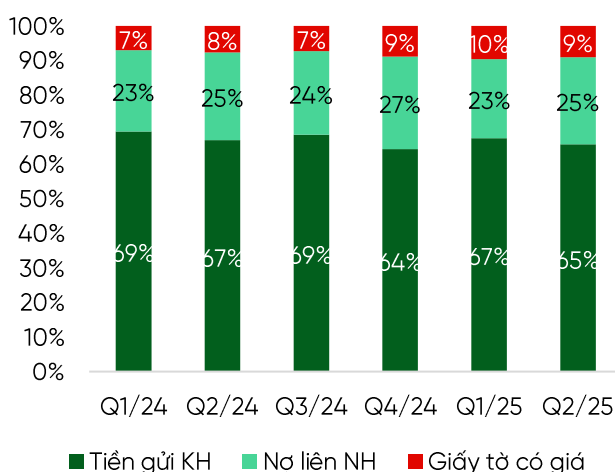
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Cơ cấu nợ phải trả có lãi (IBL): Tận dụng cấu trúc bảng cân đối kế toán để hỗ trợ NIM

Về phía huy động, tổng nợ phải trả có lãi (IBL) tăng 12.1% sv quý trước trong 2Q25, thấp hơn mức tăng của IEA. Trong kỳ, VPB chủ yếu huy động từ nguồn liên ngân hàng (+362.5% sv quý trước) và bao gồm trong đó là khoản vay 1.6 tỷ USD (17% cơ cấu nợ liên ngân hàng) từ các tổ chức tài chính quốc tế. Trong khi đó, tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá chỉ tăng lần lượt 8.8% và 5.5%.

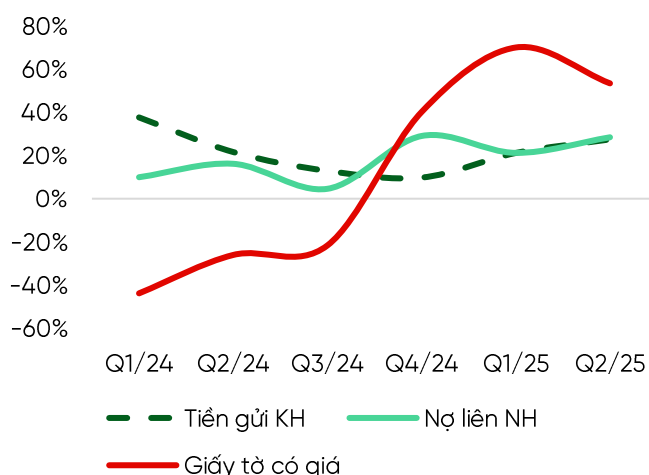
Hệ quả là, do gia tăng huy động ngắn hạn trong khi phân bổ vào tài sản trung và dài hạn, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (ngân hàng mẹ) tăng lên 25.8% từ mức 24.3%. Cùng với tỷ lệ LDR (ngân hàng mẹ) ở mức cao 80.2% (+1.0 điểm % sv quý trước), chúng tôi cho rằng VPB đang tận dụng quản lý kỳ hạn, cơ cấu tài sản và huy động, cũng như mở rộng bảng cân đối để hỗ trợ NIM. Ngoài ra, VPB cũng nỗ lực giảm áp lực co hẹp NIM bằng việc cải thiện tỷ lệ CASA (ngân hàng mẹ) thêm 1.6 điểm % sv quý trước.

Hình 14: Cơ cấu nợ phải trả có lãi (IBL)



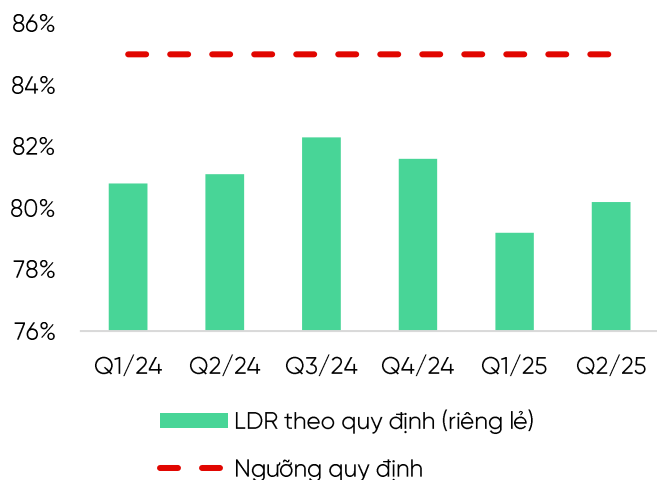
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 15: Tăng trưởng huy động svck



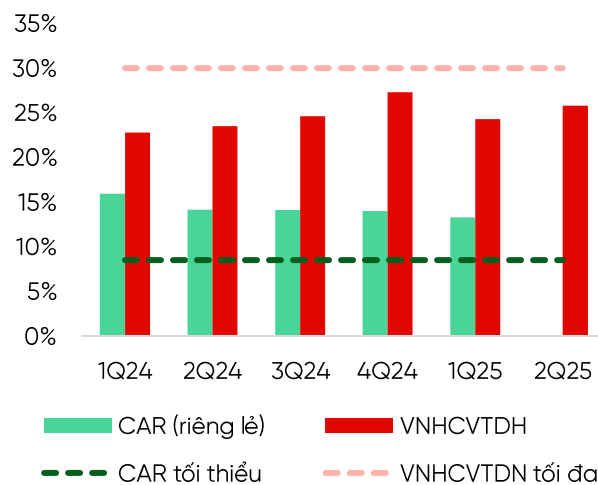
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 16: Tỷ lệ LDR theo quy định



Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 17: Tỷ lệ CAR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn



Nguồn: VPB, VPBankS Research

TRIỂN VỌNG 2025

Hình 18: Giả định chính cho VPB (ngân hàng mẹ)

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck	CAGR 2024-27
Thu nhập lãi thuần	36,334	44,332	22.0%	60,509	36.5%	80,956	33.8%	30.6%
NIM	4.8%	4.5%	-0.2% pts	4.9%	0.4% pts	5.2%	0.4% pts	
Tăng trưởng tín dụng	24.1%	35.0%	10.9% pts	29.7%	-5.3% pts	29.7%	0.0% pts	
Thu nhập ngoài lãi	7,959	6,883	-13.5%	7,675	11.5%	9,954	29.7%	7.7%
Tổng thu nhập HĐ	44,293	51,214	15.6%	68,184	33.1%	90,911	33.3%	27.1%
Chi phí HĐ	-9,613	-12,889	34.1%	-17,182	33.3%	-22,909	33.3%	33.6%
CIR	21.7%	25.2%	3.5% pts	25.2%	0.0% pts	25.2%	0.0% pts	
LN trước dự phòng	34,680	38,326	10.5%	51,002	33.1%	68,001	33.3%	25.2%
Chi phí dự phòng	-16,420	-15,195	-7.5%	-21,527	41.7%	-24,747	15.0%	14.7%
Chi phí tín dụng	3.0%	2.1%	-0.9% pts	2.3%	0.2% pts	2.0%	-0.3% pts	
LNTT	18,260	23,131	26.7%	29,475	27.4%	43,254	46.7%	33.3%
LN ròng	14,641	18,572	26.8%	23,639	27.3%	34,690	46.7%	33.3%
Tổng LNTT của các công ty con	1,752	6,698	282.2%	9,447	41.0%	12,813	35.6%	94.1%
LNTT hợp nhất	20,013	29,829	49.1%	38,923	30.5%	56,067	44.0%	41.0%
LN ròng	15,779	23,386	48.2%	30,515	30.5%	43,957	44.0%	40.7%

Nguồn: VPB, VPBankS Research

Triển vọng 2025

Chúng tôi đồng ý với nhận định của Vinhomes rằng năm 2025 đánh dấu sự bắt đầu của một chu kỳ bất động sản nhà ở mới và trong bối cảnh chi tiêu đầu tư công được đẩy nhanh. Chúng tôi chỉ ra rằng một số ngân hàng đã tham gia tái cơ cấu một ngân hàng 0 đồng đã được NHNN trao cơ hội để tăng trưởng vượt trội so với các ngân hàng không tham gia. Theo quan điểm của chúng tôi, không phải tất cả các ngân hàng có cơ hội này đều sẽ ở vị thế có thể tận dụng triệt để. Ví dụ, Vietcombank quá lớn để có thể tăng trưởng trên 30% trong ba năm liên tiếp, ngay cả khi tạm gác lại câu hỏi liệu ngân hàng có đủ vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tăng trưởng này hay không. MB Bank có lịch sử không ổn định trong việc huy động vốn cổ phần mới ngoài các cổ đông hiện hữu. Đối với HD Bank, đã rất lâu kể từ lần gần nhất họ tiếp cận thị trường vốn cổ phần quốc tế, với lần huy động gần nhất vào tháng 12/2017. Ngược lại, chúng tôi dự phóng rằng ngay cả khi dư nợ cho vay của ngân hàng mẹ VPB tăng trưởng 31.5% mỗi năm trong giai đoạn 2025 đến 2027, đồng thời vẫn giữ cam kết chi trả cổ tức tiền mặt hiện tại, thì CAR sẽ ở mức 10.2% (CAR hợp nhất 11.9%). Do đó, chúng tôi cho rằng VPB là ngân hàng duy nhất trong số bốn ngân hàng có thể tận dụng trọn vẹn cơ hội tăng trưởng nhanh này.

Nhà đầu tư có lý do để quan tâm đến chất lượng tín dụng đối với một ngân hàng tăng trưởng ở mức 30% mỗi năm trong giai đoạn 2025 đến 2027. Có những yếu tố giúp giảm bớt lo ngại cho chu kỳ này: (1) Tỷ trọng cho vay có tài sản đảm bảo trong 6M25 tăng nhanh hơn tăng trưởng tín dụng chung, tăng 22% trong 6M25, (2) Nghị quyết 42, trao cho ngân hàng quyền kiểm soát TSDB mạnh mẽ hơn, sẽ có hiệu lực từ tháng 10/2025 (lần này là luật chính thức thay vì chương trình thí điểm từ năm 2017) và khiến việc so sánh các số liệu thu hồi nợ đã xóa sổ của các chu kỳ kinh tế trước trở nên kém tương đồng và (3) đối với các nhà đầu tư có tầm nhìn dưới hai năm, chúng tôi cho rằng còn quá sớm để đưa vấn đề nợ xấu lên hàng đầu trong cân nhắc đầu tư khi chúng ta mới chỉ bắt đầu một chu kỳ bất động sản nhà ở mới.

Chúng tôi mô hình hóa năm 2025 sẽ là đáy của sự suy giảm NIM ở mức 5.5%, giảm 30bps so với 2024, và kỳ vọng NIM sẽ duy trì ở mức 5.5% trong 2026 và sau đó tăng lên 5.9% trong 2027 khi mảng tài chính tiêu dùng trở lại.

Thu hồi nợ đã xóa sổ cũng sẽ là yếu tố biến động lớn cho năm 2025. Ở ngân hàng mẹ, con số này đạt 1,269 tỷ VND trong 6M25, tăng 8.8% svck. Chúng tôi dự phóng một con số hợp nhất thận trọng hơn là 4,148 tỷ VND, giảm 25.6% svck, thấp hơn mục tiêu 4,500 tỷ VND của công ty cho năm 2025. Con số này rất khó để dự báo chính xác nhưng chúng tôi ghi nhận trong nửa đầu năm 2025, có năm ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi (tổng cộng 11 ngân hàng) công bố số liệu này và nếu loại VPB khỏi mẫu, mức thay đổi svck trọng số của nhóm này là 53.2%. Đây là lý do tại sao chúng tôi xem đây là một yếu tố biến động lớn cho năm 2025.

ĐỊNH GIÁ: Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu cao hơn là 42,800 đồng/cp

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp định giá P/B multiple và thu nhập thặng dư (RI), với tỷ trọng ngang bằng 50%–50%, để đưa ra giá mục tiêu cho VPB ở mức 42,800 đồng/cp. Trong dự phóng, chúng tôi giữ nguyên giả định về chi phí vốn chủ sở hữu (CoE), bao gồm: lãi suất phi rủi ro 4.4%, phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu 8.2% và beta trung bình 5 năm ở mức 1.06.

Đối với phương pháp P/B multiple, chúng tôi tính toán giá trị hợp lý của VPB dựa trên BVPS tại giữa năm FY26 ở mức 22,757 đồng/cp, áp dụng hệ số mục tiêu 1.9x. Hiện tại, VPB đang giao dịch ở mức P/B 1.86x, cao hơn 10.7% so với trung vị của nhóm ngân hàng so sánh. Giả định định giá bao gồm hệ số P/B mục tiêu ở mức vừa phải 1.9x, dựa trên tăng trưởng dư nợ bình quân của ngân hàng mẹ đạt 31.5%/năm trong giai đoạn 2025–2027, cùng với đóng góp bình quân vào LNTT từ các công ty con khoảng 24% trong cùng kỳ. Phần định giá theo phương pháp RI cũng được thực hiện song song, với các phân tích độ nhạy kèm theo.

Hình 19: Tính toán giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	42,275	21,138
Hệ số P/B (1.9 lần cho BVPS tại giữa 2026)	50%	43,240	21,620
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			42,757
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			42,800

Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 20: Phương pháp thu nhập thặng dư RI (Đơn vị: tỷ VND)

Giả định chính	2025	2026	2027	2028	2029	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%
Phần bù rủi ro	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%	8.20%
Beta	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
Chi phí vốn chủ sở hữu	13.09%	13.09%	13.09%	13.09%	13.09%	13.09%
Tăng trưởng dài hạn						3.00%
Chi phí vốn dài hạn						14.50%
Vốn chủ sở hữu (cuối kỳ)	165,300	195,816	239,772	297,209	368,746	442,430
ROE (%)	15.2%	16.9%	20.2%	21.4%	21.5%	16.7%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	4,808	8,874	18,321	26,046	32,627	251,756
Tỷ lệ chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	4,251	6,938	12,666	15,922	17,637	136,088
Giá trị sổ sách đầu kỳ	141,905					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	57,415					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	136,088					
Giá trị vốn chủ sở hữu	335,408					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7,934					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	42,275					

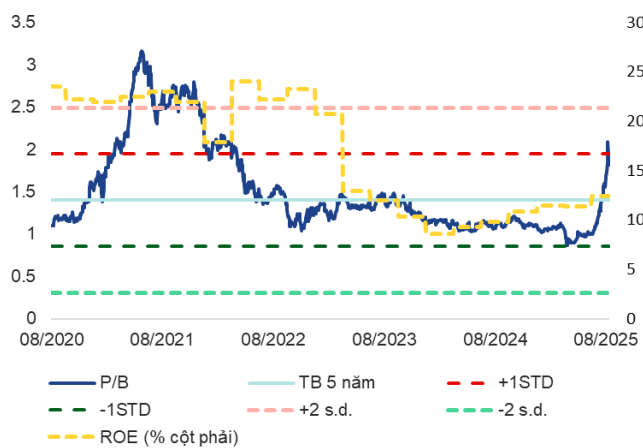
Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 21: Phân tích độ nhạy phương pháp thu nhập thặng dư

Tăng trưởng dư nợ cho vay bình quân của ngân hàng mẹ VPB, giai đoạn 2025–27						
Đóng góp của công ty con vào LNTT hợp nhất, giai đoạn FY25–27F		21.5%	26.5%	31.5%	36.5%	41.5%
	11.8%	24,714	30,343	36,805	44,187	52,578
	15.8%	25,874	31,740	38,475	46,169	54,914
	19.8%	27,135	33,260	40,292	48,324	57,455
	23.8%	28,512	34,919	42,275	50,678	60,229
	27.8%	30,021	36,738	44,449	53,258	63,271
	31.8%	31,683	38,740	46,843	56,099	66,621

Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 22: P/E của VPB – So sánh lịch sử



Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 23: P/B của VPB – So sánh trung bình ngành



Nguồn: VPB, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, quận 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