

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

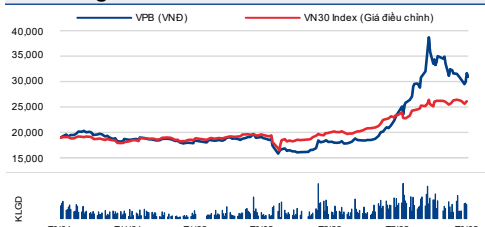
Giá mục tiêu: VNĐ34,000 (từ VNĐ23,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/9/2025)	30,950
Mã Bloomberg	VPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,527-38,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,488
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	245,555
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,301
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)	427
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.6%
Tỷ lệ freefloat	58.3%
Cổ đông lớn	ing , người liên quan (19.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(7.61)	68.2	63.5
So với chỉ số	(11.4)	32.6	18.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,515	2,471	1.8
2026F	3,208	3,042	5.4
2027F	3,967	3,692	7.5

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

Tăng trưởng mạnh mẽ nhưng dư địa tăng giá vừa phải; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định chi phí vốn CSH. Tuy nhiên, do giá cổ phiếu đã tăng 68% trong 3 tháng qua, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào.
- Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận ròng giai đoạn 2025-27 trung bình khoảng 6,5%, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn. Theo dự báo mới, tốc độ tăng trưởng kép lợi nhuận ròng 3 năm (CAGR) đạt 25,9% (so với 21,9% trước đây).
- VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 2,3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Dù ROE vẫn thấp hơn trung bình ngành (14,8% so với 18%), triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn (25,9% so với 17,4%) có thể giúp cổ phiếu tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng và định giá

VPB đã ghi nhận KQKD Q2 khả quan nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ và chất lượng tài sản cải thiện, mặc dù tỷ lệ NIM vẫn chịu áp lực. Nhìn chung, những xu hướng này sát với kỳ vọng của chúng tôi.

Ngoài ra, các động thái gần đây của VPBankS (điều chỉnh tăng kế hoạch 2025, công bố kế hoạch 5 năm đầy tham vọng và kế hoạch IPO), cùng khả năng VPB bán thêm cổ phần cho SMBC, sẽ là các yếu tố xúc tác chính cho tăng trưởng và diễn biến cổ phiếu trong thời gian tới.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 trung bình 6,5%

Dự báo lợi nhuận ròng 2025-27 được điều chỉnh tăng lần lượt 2%/7%/11%, chủ yếu nhờ giả định tăng trưởng tín dụng cao hơn. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25,9% (so với 21,9% trước đó) trong 3 năm tới. Mức tăng trưởng mạnh mẽ (và cao hơn khoảng 6,5% so với dự báo của thị trường), dù vẫn thấp hơn đáng kể so với kế hoạch đầy tham vọng của BLĐ.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu tăng mạnh 68% trong 3 tháng qua, vượt trội so với bình quân ngành trong giai đoạn từ tháng 7 đến giữa tháng 8 (tăng 109% so với tăng 48%) trước đợt điều chỉnh gần đây (giảm 23% so với giảm 11%). Cổ phiếu VPB được định giá lại đáng kể nhờ kế hoạch mở rộng kinh doanh, nền tảng cơ bản cải thiện và hiệu suất giá cổ phiếu kém hơn bình quân ngành trước đó. Theo đó, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần (cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, cao hơn 2,3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân). Mặc dù hệ số ROE vẫn thấp hơn bình quân ngành (14,8% so với 18%), tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn (25,9% so với 17,4%) là động lực cho định giá.

HSC tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và giảm giả định chi phí vốn CSH, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 10% và P/B dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 1,69 lần và 1,49 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/9.

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	57.5	70.7	88.1 ▲
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	49.7	62.2	70.3	86.5	107
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	9.97	15.8	20.0	25.4 ▲	31.5 ▲
EPS (đồng)	1,433	1,988	2,515	3,208 ▲	3,967 ▲
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	500	500
BVPS (đồng)	16,969	17,886	20,082	22,850	26,384
P/E (lần)	21.6	15.6	12.3	9.65	7.80
Lợi suất cổ tức (%)	3.23	3.23	1.62	1.62	1.62
P/B (lần)	1.82	1.73	1.54	1.35	1.17
Tăng trưởng EPS (%)	(47.3)	38.7	26.5	27.5	23.7
ROAE (%)	8.62	11.4	13.2	14.9	16.1

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

Tăng trưởng quy mô mạnh mẽ - lợi nhuận sẽ theo sau

Sau khi đánh giá KQKD, kế hoạch năm 2025, các chiến lược mới của VPB và xu hướng ngành, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng 2025–27 trung bình khoảng 6,5%. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25,9% (so với 21,9% trước đó) trong 3 năm tới - mạnh mẽ và cao hơn so với dự báo của thị trường dù vẫn thấp hơn kế hoạch tham vọng của BLĐ. Sau khi cổ phiếu được định giá lại ở mức cao hơn đáng kể nhờ các kế hoạch mở rộng kinh doanh mới, nền tảng cơ bản cải thiện và hiệu suất cổ phiếu kém tích cực trước đó, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần (cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 2,3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân). Dù ROE thấp hơn bình quân ngành (14,8% so với 18%), chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu vẫn đang thấp hơn giá trị dựa trên kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng cao hơn (25,9% so với 17,4%). Chúng tôi tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ – tương đương tiềm năng tăng giá 10%, P/B mục tiêu tại cuối năm 2025 và 2026 lần lượt là 1,69 lần và 1,49 lần – nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi cổ phiếu đã tăng giá mạnh.

Tầm nhìn 5 năm tham vọng đang dần được hiện thực hóa

Tại ĐHĐCĐ năm 2024, Hội đồng quản trị VPB đã công bố tầm nhìn chiến lược 2025-2029 với mục tiêu tăng trưởng mạnh ở hầu hết các chỉ tiêu chính. Cụ thể, ngân hàng riêng lẻ đặt mục tiêu tăng trưởng trung bình 28% cho tín dụng, 27% cho tiền gửi, 26% cho vốn chủ sở hữu, 30% cho thu nhập hoạt động và 35% cho LNTT. Ở cấp độ hợp nhất, mục tiêu còn cao hơn: vốn chủ sở hữu tăng trưởng 30% và LNTT 42%, nhấn mạnh vai trò then chốt của các công ty con trong việc tạo “alpha”.

Phù hợp với những mục tiêu này, chúng tôi lưu ý những kết quả và kế hoạch hành động sau:

VPB: Tiềm năng từ việc tiếp tục bán cổ phiếu cho NĐT chiến lược SMBC

Những tin đồn gần đây trên thị trường cho rằng VPB có thể tiếp tục bán cổ phần cho cổ đông chiến lược SMBC, hiện đang sở hữu 15% cổ phần. SMBC Consumer Finance (một công ty con của SMFG) đã đầu tư lần đầu vào tháng 3/2023, mua 15% cổ phần VPB với giá trị 1,5 tỷ USD (35,9 nghìn tỷ đồng) ở mức giá 30.160đ/cp, tương đương định giá P/B năm 2023 ở mức 1,8 lần và cao hơn 40-50% so với thị giá tại thời điểm đó. Thương vụ này đã nâng cao đáng kể hệ số CAR của VPB và mang lại lợi ích chiến lược trong phân khúc bán lẻ/DNNVV, tài chính tiêu dùng và hoạt động quản trị rủi ro.

Chúng tôi lưu ý rằng:

- HĐQT đã bày tỏ ý định (chưa công bố chi tiết) về việc tiếp tục bán cổ phần cho các NĐT nước ngoài sau khi được nâng trần sở hữu nước ngoài lên tối đa 49% theo Nghị định 69/2025, phù hợp với kế hoạch tăng trưởng quy mô bằng cân đối đầy tham vọng của Ngân hàng.
- Tỷ lệ trần sở hữu đối với NĐT chiến lược nước ngoài tại một NHTM Việt Nam thường ở mức 20%, nhưng có thể lên đến 49% đối với các NHTM yếu kém đang trong quá trình tái cấu trúc, phụ thuộc vào sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ.
- Dựa trên tỷ lệ nắm giữ 15% cổ phần hiện tại của SMBC, chúng tôi cho rằng khả năng Ngân hàng bán thêm 5% cổ phần để đạt 20% là phù hợp, mặc dù không loại trừ khả năng tỷ lệ bán ra có thể cao hơn.
- Tin đồn trên thị trường cho rằng giá chào bán ở mức 40.000-42.000đ/cp, tương đương P/B dự phóng năm 2025 dao động 2,0-2,1 lần, cao hơn 29-36% so với mặt bằng định giá hiện tại.
- Khối lượng và mức giá giao dịch nhiều khả năng vẫn đang được xem xét hoặc đàm phán.

VPBankS: Kế hoạch 5 năm tham vọng và IPO sắp tới nhằm khai mở giá trị

CTCK VPBank (VPBankS) gần đây đã phê duyệt phương án IPO, chào bán tối đa 25% cổ phần hiện hữu, tương đương 375 triệu cổ phiếu mới. Nếu được đăng ký mua

toàn bộ, vốn điều lệ của công ty sẽ tăng từ 15.000 tỷ đồng lên 18.750 tỷ đồng, đưa VPBankS trở thành CTCK có vốn điều lệ lớn thứ 3 tại Việt Nam. VPBankS dự kiến niêm yết trên sàn HoSE (hoặc phương án dự phòng là sàn UPCoM).

Giá IPO sẽ do HĐQT quyết định với giá sàn theo giá trị sổ sách là 12.130đ/cp (dựa trên BCTC soát xét giữa năm 2025). Thời gian chào bán dự kiến diễn ra trong Q3/2025-2026, tùy thuộc vào phê duyệt của UBCKNN. Kế hoạch sử dụng vốn: 30% cho đầu tư & tự doanh, 70% cho hoạt động cho vay ký quỹ & các HĐKD hợp pháp khác.

Bảng 1: Kế hoạch giai đoạn 2025-2030, VPBankS

Công ty đặt mục tiêu đạt mức tăng trưởng lợi nhuận bình quân khoảng 56% trong giai đoạn 2025-2030 với động lực là thị phần các mảng kinh doanh đều tăng đáng kể và lợi suất đầu tư cao

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Thị phần môi giới chứng khoán	2.9%	4.8%	6.2%	7.4%	8.8%	10.0%
Thị phần môi giới phái sinh	3.5%	8.5%	12.5%	15.0%	18.0%	20.0%
Thị phần phát hành TPDN phi ngân hàng	10.2%	12.0%	14.0%	17.5%	18.0%	18.5%
Thị phần cho vay ký quỹ	10.0%	14.0%	14.3%	14.2%	14.5%	15.0%
Hiệu suất đầu tư ECM	24.7%	16.6%	18.3%	17.9%	18.0%	18.7%
Hiệu suất đầu tư DCM	14.0%	13.7%	13.3%	13.6%	13.5%	13.8%
ROE	18.5%	13.4%	14.6%	16.1%	17.7%	18.6%
ROA	7.0%	5.3%	5.1%	5.4%	6.0%	6.5%
D/E (lần)	1.25	1.79	1.97	1.98	1.94	1.88
Hệ số CIR	18.9%	21.5%	22.4%	23.4%	23.7%	242.2%
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	7,177	11,216	14,524	18,471	23,147	29,051
Tổng chi phí (tỷ đồng)	(2,727)	(4,763)	(6,394)	(8,024)	(9,566)	(11,531)
LNTT (tỷ đồng)	4,450	6,453	8,130	10,447	13,581	17,520

Nguồn: VPB

Gần đây, VPBankS đã công bố kế hoạch đầy tham vọng cho giai đoạn 2025-2030 (Biểu đồ 1), đặt mục tiêu mở rộng hoạt động trên tất cả các mảng kinh doanh chính và tăng trưởng lợi nhuận bình quân đạt 56% trong giai đoạn này. Cụ thể, kế hoạch LNTT năm 2025 được điều chỉnh tăng 122% lên 4.050 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 4 lần so với năm 2024.

Chiến lược tài sản số

CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Việt Nam Thịnh Vượng (CAEX) vừa được thành lập vào ngày 19/9/2025 với vốn điều lệ 25 tỷ đồng, tập trung vào các hoạt động liên quan đến tài sản số/mã hóa. Cơ cấu sở hữu của CAEX bao gồm LynkiD - đối tác độc quyền chương trình khách hàng thân thiết của VPBank - nắm giữ 50% cổ phần, tiếp theo là Công ty TNHH Đầu tư Future Land nắm giữ 39% cổ phần và VPBankS nắm giữ 11%. Đầu tháng 9, VPB đã công bố kế hoạch tham gia thí điểm thị trường tài sản số của Việt Nam thông qua VPBankS, và dự kiến sẽ tập trung vào lĩnh vực blockchain, tài chính và an ninh mạng. Kế hoạch này hỗ trợ cho sự đa dạng cho hệ sinh thái rộng lớn và tầm nhìn đầy tham vọng của VPB.

KQKD Q2/2025: Tiếp tục xu hướng tích cực

VPB đã ghi nhận KQKD Q2/2025 tích cực với LNTT hợp nhất đạt 6.214 tỷ đồng (tăng 38,6% so với cùng kỳ), vượt 5% dự báo của chúng tôi. Cơ cấu lợi nhuận theo từng đơn vị như sau:

- Ngân hàng mẹ (VPB): 5.781 tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ).
- FE Credit (công tin con tài chính tiêu dùng): 188 tỷ đồng (tăng 29,4% so với cùng kỳ).
- VPBankS: 549 tỷ đồng (tăng 72,7% so với cùng kỳ).
- OPES: 75 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ).

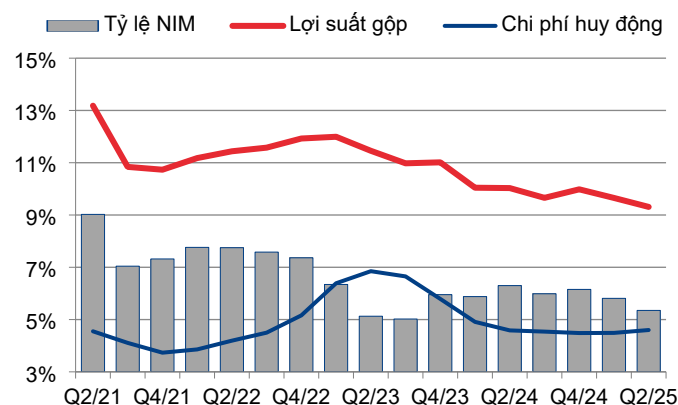
Những thông tin chính về kết quả hợp nhất bao gồm:

- Tín dụng tăng trưởng mạnh** đạt 18,3% so với đầu năm (tăng 12,5% so với quý trước), tốc độ tăng nhanh nhất trong ngành. Tính đến cuối tháng 8, tăng trưởng tín dụng đã đạt khoảng 23%.

- **Tỷ lệ NIM thu hẹp** xuống 5,35%, giảm 46 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 95 điểm cơ bản so với cùng kỳ, phản ánh chiến lược hy sinh tỷ suất lợi nhuận để đẩy mạnh tăng trưởng quy mô tín dụng của VPB.
- **Chất lượng tài sản cải thiện:** Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 4,96% xuống 3,97% trong Q1/2025, trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng cải thiện từ 4,38% lên 3%. Giá trị tuyệt đối của nợ xấu và nợ nhóm 2 cũng giảm lần lượt 7,5% và 20%, cho thấy chất lượng tín dụng lành mạnh hơn.

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

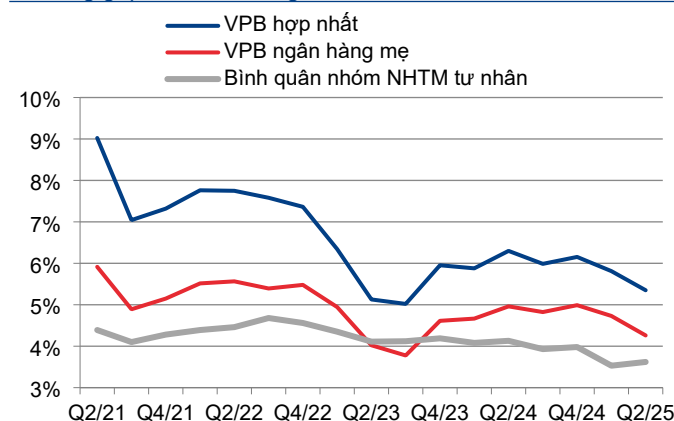
Tỷ lệ NIM giảm 46 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 97 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong Q2/2025



Nguồn: VPB, HSC

Bảng 3: So sánh tỷ lệ NIM, VPB so với các NHTM khác

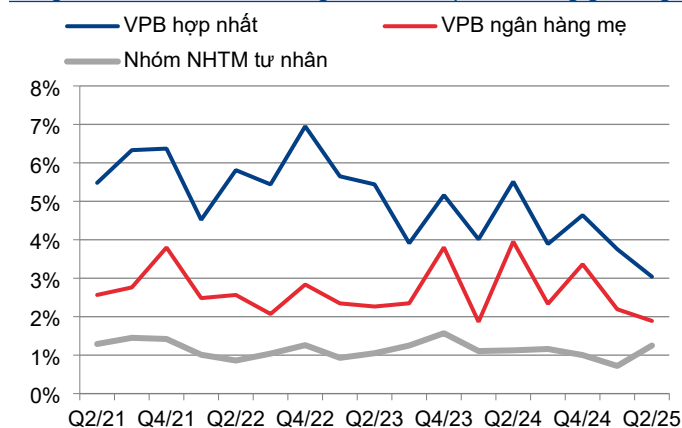
Tỷ lệ NIM của VPB đã giảm đáng kể trong 4-5 năm qua, một phần do đóng góp từ FE Credit giảm



Nguồn: VPB, HSC

Bảng 4: So sánh chi phí tín dụng, VPB so với các NHTM khác

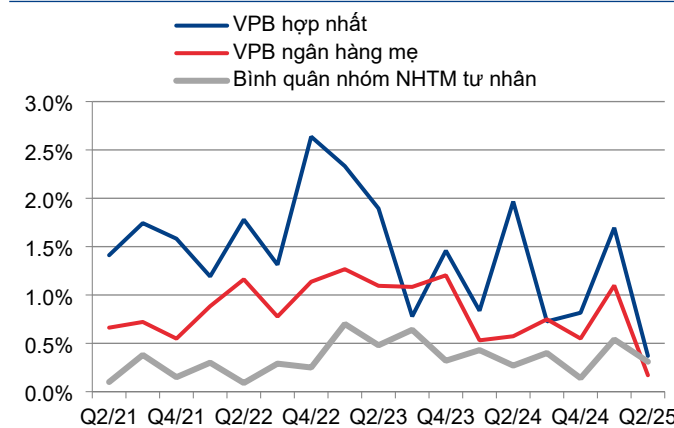
VPB vốn có khẩu vị rủi ro cao hơn mức trung bình nên chi phí tín dụng thường cao hơn so với các NHTM khác. Tuy nhiên, trong Q2/2025, chi phí tín dụng của VPB đã giảm so với quý trước, trong khi các NHTM khác tại ghi nhận chi phí tín dụng gia tăng



Nguồn: VPB, HSC

Bảng 5: So sánh tỷ lệ nợ xấu mới hình thành, VPB so với các NHTM khác

Nợ xấu mới hình thành của VPB giảm mạnh trong Q2/2025



Nguồn: VPB, HSC

Tăng bình quân 6,5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích KQKD gần đây, kế hoạch năm 2025, sáng kiến chiến lược mới và xu hướng ngành, HSC điều chỉnh những giả định chính như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Tăng 5,7 điểm phần trăm lên 30% nhờ (1) chính sách đẩy mạnh tăng trưởng của Chính phủ và NHNN với tín dụng ngân hàng vẫn là nguồn cung cấp vốn chính, (2) thị trường BĐS phục hồi và (3) kế hoạch tăng trưởng cao của VPB.
- **Tỷ lệ NIM:** Gần như giữ nguyên.

- **Lãi thuần HĐ dịch vụ:** Giảm 22% sau kết quả kém tích cực trong 6 tháng đầu năm 2025. Tiềm năng tăng trong những năm tiếp theo đến từ (1) công ty con bảo hiểm nhân thọ của VPB (chưa thành lập ở thời điểm hiện tại), (2) phí tư vấn TPDN tăng lên tại VPBankS, (3) Phí/hoa hồng giao dịch tài sản số. Chúng tôi chưa phản ánh những tiềm năng tăng trưởng này vào mô hình dự báo do mảng này vẫn đang trong giai đoạn sơ khai.
- **Thu nhập ngoài lãi:** Hạ dự báo cho năm 2025 do kết quả khiêm tốn trong 6 tháng đầu năm 2025, nâng dự báo cho năm 2026-2027 dựa trên kỳ vọng thu nhập đầu tư cải thiện.
- **Chi phí tín dụng:** Hạ dự báo cho năm 2025, phù hợp với xu hướng cải thiện của chất lượng tài sản trong 6 tháng đầu năm 2025

Từ đó, chúng tôi tăng lần lượt 2%, 7% và 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 25,9% trong 3 năm tới (từ 21,9% trong dự báo trước đó).

Bóc tách theo cơ cấu doanh nghiệp, chúng tôi tăng lần lượt 1%, 3% và 7% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 của Ngân hàng mẹ, tăng lần lượt 61%, 73% và 103% dự báo cho VPBankS và giữ nguyên dự báo cho FE Credit và OPES.

Bảng 6: Dự báo cơ cấu LNTT, VPB

VPB và VPBS đóng vai trò là động lực chính hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất

Tỷ đồng	2023	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
VPB	13,468	18,260	22,108	26,674	31,975	22,222	27,511	33,503	1%	3%	5%
FE	-3,699	512	803	1,200	1,328	803	1,200	1,328	0%	0%	0%
VPBS	1,255	1,220	1,810	2,347	2,847	2,906	4,296	5,769	61%	83%	103%
OPES	156	473	548	634	741	548	634	741	0%	0%	0%
VPB hợp nhất	10,804	20,013	24,788	30,345	36,349	25,342	32,504	40,204	2%	7%	11%

Nguồn: VPB, HSC

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận hợp nhất, VPB

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 25,9%, chủ yếu do chúng tôi nâng giả định tăng trưởng tín dụng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	49,080	56,199	67,861	81,977	57,458	70,693	88,126
Tăng trưởng	28.6%	14.5%	20.8%	20.8%	17.1%	23.0%	24.7%
Điều chỉnh					2.2%	4.2%	7.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,124	6,822	8,007	9,430	5,307	6,213	7,298
Tăng trưởng	-15.1%	11.4%	17.4%	17.8%	-13.3%	17.1%	17.5%
Điều chỉnh					-22.2%	-22.4%	-22.6%
Thu nhập ngoài lãi khác	7,042	8,319	9,467	10,773	7,531	9,593	11,236
Tăng trưởng	61.8%	18.1%	13.8%	13.8%	7.0%	27.4%	17.1%
Điều chỉnh					-9.5%	1.3%	4.3%
Tổng thu nhập HĐ	62,246	71,340	85,335	102,179	70,296	86,498	106,660
Tăng trưởng	25.1%	14.6%	19.6%	19.7%	12.9%	23.0%	23.3%
Điều chỉnh					-1.5%	1.4%	4.4%
Chi phí HĐ	(14,340)	(17,445)	(20,392)	(23,856)	(17,423)	(20,459)	(24,496)
Tăng trưởng	2.9%	21.7%	16.9%	17.0%	21.5%	17.4%	19.7%
Điều chỉnh					-0.1%	0.3%	2.7%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	47,906	53,894	64,943	78,323	52,874	66,039	82,164
Tăng trưởng	33.8%	12.5%	20.5%	20.6%	10.4%	24.9%	24.4%
Điều chỉnh					-1.9%	1.7%	4.9%
Chi phí dự phòng	(27,903)	(29,106)	(34,598)	(41,974)	(27,531)	(33,628)	(42,155)
Tăng trưởng	11.6%	4.3%	18.9%	21.3%	-1.3%	22.1%	25.4%
Điều chỉnh					-5.4%	-2.8%	0.4%
LNTT	20,004	24,788	30,345	36,349	25,342	32,411	40,008
Tăng trưởng	85.2%	23.9%	22.4%	19.8%	26.7%	27.9%	23.4%
Điều chỉnh					2.2%	6.8%	10.1%
Lợi nhuận thuần	15,770	19,510	23,796	28,548	19,953	25,449	31,476
Tăng trưởng	58.1%	23.7%	22.0%	20.0%	26.5%	27.5%	23.7%
Điều chỉnh					2.3%	6.9%	10.3%

Nguồn: HSC

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

HSC dự báo hệ số ROE sẽ tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2025-2027

% bình quân tổng tài sản	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%	5.4%	5.3%	5.3%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
Thu nhập ngoài lãi khác	1.2%	1.6%	0.8%	0.8%	1.2%	1.8%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
Chi phí dự phòng	-3.2%	-3.7%	-3.9%	-3.7%	-4.0%	-3.8%	-3.5%	-3.2%	-2.6%	-2.5%	-2.6%
Chi phí HĐ	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-2.9%	-2.2%	-2.4%	-1.9%	-1.6%	-1.6%	-1.5%	-1.5%
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%	0.0%	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%	1.9%	1.9%
Tổng tài sản / vốn CSH	10.8	9.3	9.1	8.4	7.4	6.7	6.3	6.3	7.0	7.8	8.5
ROE	27.5%	22.8%	21.5%	21.9%	17.9%	20.7%	8.6%	11.4%	13.2%	14.9%	16.1%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định chi phí vốn CSH, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu tăng mạnh - nhờ được hỗ trợ bởi: Kế hoạch mở rộng mới, nền tảng cơ bản cải thiện và diễn biến giá cổ phiếu kém tích cực trước đó). VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần (cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 2,3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân). Dù mức định giá hiện tại đi kèm ROE của Ngân hàng vẫn thấp hơn bình quân ngành (14,8% so với 18%), chúng tôi cho rằng kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh hơn so với ngành (25,9% so với 17,4%) sẽ giúp cổ phiếu tiếp tục được định giá lại. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 10% và P/B dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 1,69 lần và 1,49 lần.

Tăng 48% giá mục tiêu

HSC tăng 48% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 34.000đ (tiềm năng tăng giá 10%) sau khi:

- Tăng lần lượt 2,3%, 6,9% và 10,3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027.
- Giảm 75 điểm cơ bản giả định chi phí vốn CSH xuống 14,45% sau khi giảm 50 điểm cơ bản phần bù rủi ro điều chỉnh xuống 9,5% (từ 10%) nhờ chất lượng tài sản cải thiện và rủi ro tại FE Credit giảm xuống.

Chúng tôi tóm tắt định giá trong Bảng 9 và thực hiện phân tích độ nhạy đối với các giả định 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	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	19,953	25,449	31,476	37,680	43,445	49,701	56,858	65,045	72,758	81,264	84,514
- Chi phí vốn CSH	20,505	23,023	26,197	30,249	34,877	39,636	45,044	51,187	58,165	64,895	67,491
Lợi nhuận thặng dư	-553	2,425	5,279	7,431	8,568	10,064	11,814	13,858	14,593	16,369	17,024
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư										170,662	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.14	1.31	1.50	1.72	1.96	2.24	2.56	2.92	3.33	
Giá trị hiện tại	-553	2,119	4,030	4,957	4,994	5,129	5,270	5,415	4,998	56,207	
Vốn CSH đầu tư =	159,331	181,292									
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	92,566	106,574									
Giá trị của vốn CSH =	251,897	287,867									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) =	7,934	7,934									
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	31,749	36,283									
Giá mục tiêu giữa năm 2026 (đồng)	34,000										

Nguồn: HSC

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

Giá mục tiêu 34.000đ của chúng tôi dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9,5%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh					
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
	3.0%	47,800	43,600	39,800	36,600	33,700
	3.5%	43,800	40,100	36,800	33,800	31,200
	4.0%	40,300	37,000	34,000	31,400	29,000
	4.5%	37,200	34,200	31,500	29,200	27,000
	5.0%	34,400	31,700	29,300	27,200	25,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu tăng mạnh trong giai đoạn từ đầu tháng 7 đến tuần thứ ba của tháng 8 (tăng 109% so với tăng bình quân 48% của nhóm NHTM tư nhân), trước khi điều chỉnh trong 1 tháng vừa qua (giảm 23% so với giảm 11%). Tuy nhiên, giá cổ phiếu VPB vẫn tăng mạnh nhất trong 3 tháng qua. Xu hướng định giá lại được thúc đẩy dựa trên (1) kế hoạch mở rộng kinh doanh đầy tham vọng mới, (2) nền tảng cơ bản cải thiện rõ rệt và (3) hiệu suất kém hơn trung bình ngành của cổ phiếu trước đó.

Theo đó, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,36 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 2,3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Mặc dù hệ số ROE bình quân 3 năm (14,8%) vẫn thấp hơn bình quân ngành (18%), do hệ số CAR cao hơn, mức định giá hiện tại được hỗ trợ nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của VPB (25,9% so với 17,4% bình quân ngành) và tỷ suất lợi nhuận đang trên đà 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 1,36 lần...



Nguồn: HSC

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

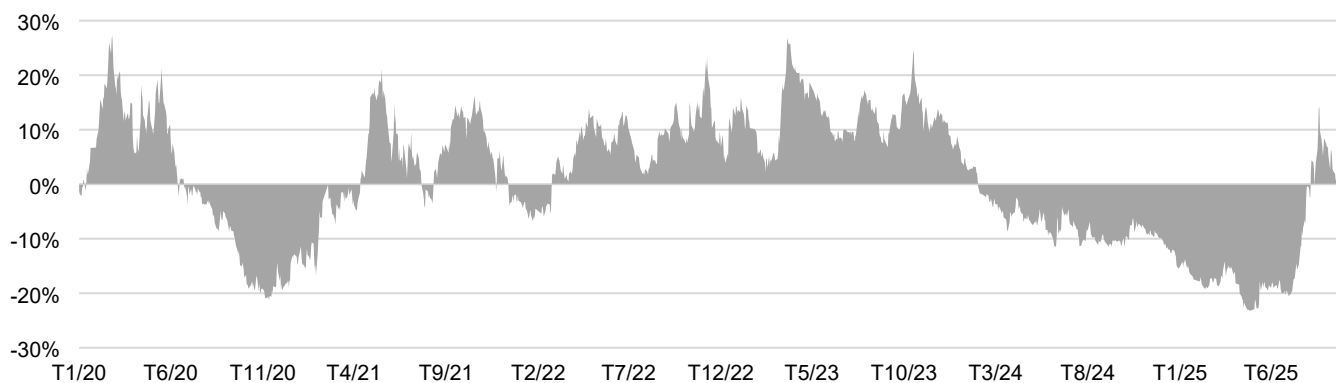
... cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Chênh lệch định giá (P/B trượt dự phóng 1 năm), VPB so với các NHTM tư nhân khác

Sau đợt tăng mạnh về định giá – từ chiết khấu khoảng 20% lên mức thẳng dư khoảng 15% – và giai đoạn điều chỉnh nhẹ, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm gần mức bình quân của các NHTM tư nhân khác



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	97.0	121	151
Chi phí lãi	(38.4)	(31.0)	(39.6)	(50.5)	(63.1)
Thu nhập lãi thuần	38.2	49.1	57.5	70.7	88.1
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7.21	6.12	5.31	6.21	7.30
Lãi thuần HĐ KDNH	(0.81)	0.83	0.47	0.47	0.48
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.63	0.82	0.31	0.45	0.50
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
Thu nhập khác	4.53	5.38	6.75	8.66	10.2
Tổng thu nhập HĐ	49.7	62.2	70.3	86.5	107
Chi phí HĐ	(13.9)	(14.3)	(17.4)	(20.5)	(24.5)
LN trước dự phòng	35.8	47.9	52.9	66.0	82.2
Chi phí dự phòng	(25.0)	(27.9)	(27.5)	(33.6)	(42.2)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10.8	20.0	25.3	32.4	40.0
Chi phí thuế TNDN	(2.31)	(4.03)	(5.07)	(6.48)	(8.00)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.48)	0.21	0.32	0.48	0.53
Lợi nhuận thuần	9.97	15.8	20.0	25.4	31.5
EPS (đồng)	1,433	1,988	2,515	3,208	3,967
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	7.57	9.15	9.15
Tiền gửi tại NHNN	8.42	14.3	16.5	21.4	22.3
Tiền gửi tại các TCTD khác	94.1	135	171	175	183
Chứng khoán kinh doanh	12.3	13.1	17.1	20.5	23.6
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	552	677	898	1,164	1,504
Tổng dư nợ cho vay	567	694	914	1,183	1,528
Dự phòng rủi ro	(14.8)	(16.3)	(16.5)	(19.5)	(24.4)
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	25.0	25.0
Tổng tài sản	818	924	1,192	1,474	1,829
Nợ phải trả	678	777	1,027	1,287	1,613
Tiền gửi của NHNN	4.12	0.01	1.50	1.55	1.59
Tiền gửi của các TCTD khác	156	202	253	292	332
Tổng tiền gửi KH	442	486	657	854	1,109
Trái phiếu và CCTG	47.8	67.0	89.5	112	141
Nợ khác	27.1	22.1	26.5	28.0	29.6
Vốn chủ sở hữu	135	142	159	181	209
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	36.9	55.1	78.6
Quỹ & vốn khác của CSH	12.2	14.6	19.1	22.9	27.4
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	1,192	1,474	1,829
BVPS (đồng)	16,969	17,886	20,082	22,850	26,384

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	29.1	23.6	24.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	29.1	22.3	31.8	29.4	29.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	45.9	9.79	35.2	29.9	30.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	33.6	12.7	35.0	29.4	29.5
Tăng trưởng VCSH (%)	39.0	5.40	12.3	13.8	15.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(6.94)	28.6	17.1	23.0	24.7
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(1.24)	2.86	21.5	17.4	19.7
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(18.0)	33.8	10.4	24.9	24.4
Tăng trưởng LNTT (%)	(49.1)	85.2	26.7	27.9	23.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(45.1)	58.1	26.5	27.5	23.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	6.87	7.15	6.64	6.49	6.46
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.92)	(1.65)	(1.65)	(1.53)	(1.48)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	92.0	95.1	96.9	97.2	97.8
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.99	2.27	2.44	2.86	3.36
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	37.8	54.8	68.1	85.4	104
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	21.6	15.6	12.3	9.65	7.80
P/B (lần)	1.82	1.73	1.54	1.35	1.17
Lợi suất cổ tức (%)	3.23	3.23	1.62	1.62	1.62
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	20.1	25.3	28.4	29.4	29.5
ROAA (%)	1.38	1.81	1.89	1.91	1.91
ROAE (%)	8.62	11.4	13.2	14.9	16.1
Chi phí huy động BQ (%)	6.62	4.42	4.51	4.47	4.44
Lợi suất góp BQ (%)	11.5	9.68	9.46	9.34	9.36
Lợi suất thuần (%)	4.87	5.26	4.96	4.88	4.92
Tỷ lệ NIM (%)	5.73	5.93	5.61	5.45	5.46
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	14.5	9.84	7.55	7.18	6.84
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.7	78.8	81.7	81.7	82.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	8.75	11.3	10.7	11.1	10.5
Tỷ lệ CIR (%)	28.0	23.0	24.8	23.7	23.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	69.8	50.3	19.9	15.6	12.6
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	17.1	15.2	14.4	13.9	13.5
VCSH/Tổng TS (%)	16.5	15.4	13.4	12.3	11.4
Đòn bẩy vốn (lần)	6.07	6.51	7.48	8.13	8.74
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	5.00	4.19	3.75	3.27	3.16
Hệ số LLR (%)	52.2	56.2	48.2	50.5	50.5
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	128	143	139	139	138
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	24.2	26.7	25.3	23.2	21.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.4	75.1	76.7	80.3	83.5
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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