

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ35,200 (từ VNĐ34,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/11/2025)	29,100
Mã Bloomberg	VPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,527-38,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,825
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	230,877
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,753
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)	460
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.2%
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	2.83	(12.6)	56.9
So với chỉ số	1.73	(15.9)	6.27
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,662	2,547	4.5
2026F	3,177	3,093	2.7
2027F	3,879	3,730	4.0

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
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

Động lực tăng trưởng mạnh mẽ với tiềm năng tăng giá hấp dẫn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào và tăng 3,5% giá mục tiêu lên 35.200đ sau khi điều chỉnh nhẹ dự báo và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.
- Tăng 5,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 (nhờ VPX vượt mạnh dự báo) trong khi giảm lần lượt 1% và 2,2% cho năm 2026-2027 do lợi ích cổ đông thiểu số tăng lên sau khi IPO VPX.
- Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,48 lần với hệ số ROE bình quân 3 năm ở mức 14,4% và P/E 11 lần với EPS tăng trưởng 25%, được hỗ trợ bởi triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của VPB.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-2027

VPB đã ghi nhận KQKD Q3/2025 khả quan với LNTT hợp nhất đạt 9.172 tỷ đồng (tăng 76,6% so với cùng kỳ và tăng 47,6% so với quý trước) - cao hơn khoảng 16% so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu nhờ VPBankS, trong khi Ngân hàng mẹ nhìn chung sát với kỳ vọng và FE Credit vẫn kém tích cực.

Ngoài ra, đợt IPO thành công của VPBank Securities (VPX) đã bổ sung thặng dư cho vốn CSH hợp nhất của VPB.

Tác động: Tăng 5,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 trong khi giảm nhẹ dự báo cho năm 2026-2027

Chúng tôi tăng lần lượt 10%, 3,7% và 2,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, do lợi ích cổ đông thiểu số tăng lên (sau đợt IPO VPX), chúng tôi tăng 5,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm nhẹ lần lượt 1% và 2,2% dự báo cho năm 2026-2027.

Ngoài ra, giá trị sổ sách hợp nhất của VPB đã tăng 6,2 nghìn tỷ đồng (tương đương 4% giá trị sổ sách của VPB tại thời điểm cuối Q3/2025) do đóng góp của đợt IPO VPX vào thặng dư vốn CSH của VPB.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị cho VPB lên Mua vào và tăng 3,5% giá mục tiêu lên 35.200đ sau khi điều chỉnh nhẹ & trái chiều dự báo lợi nhuận, phản ánh tác động của đợt IPO VPX và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026.

Sau khi cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn đáng kể nhờ các kế hoạch mở rộng mới, nền tảng cơ bản cải thiện và diễn biến kém tích cực trước đó cùng một đợt điều chỉnh vừa phải trên toàn ngành, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 21%, P/B dự phóng năm 2026 là 1,48 lần với hệ số ROE đạt 14,2%, và P/E dự phóng ở mức 11 lần với EPS tăng trưởng 19,3%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/11.

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	57.0	71.4	89.2
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	49.7	62.2	71.4	87.6	108
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	9.97	15.8	21.1 ▲	25.2	30.8
EPS (đồng)	1,433	1,988	2,662 ▲	3,177	3,879
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	500	500
BVPS (đồng)	16,969	17,886	21,013	23,743	27,186
P/E (lần)	20.3	14.6	10.9	9.16	7.50
Lợi suất cổ tức (%)	3.44	3.44	1.72	1.72	1.72
P/B (lần)	1.71	1.63	1.38	1.23	1.07
Tăng trưởng EPS (%)	(47.3)	38.7	33.9	19.3	22.1
ROAE (%)	8.62	11.4	13.7	14.2	15.2

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

Động lực tăng trưởng mạnh mẽ với tiềm năng tăng giá hấp dẫn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Sau khi phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2025, kế hoạch năm 2025, các kế hoạch kinh doanh mới và xu hướng ngành, chúng tôi tăng 5,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và giảm nhẹ lần lượt 1% và 2,2% dự báo cho năm 2026-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới - mức tăng mạnh và cao hơn đáng kể so với dự báo của thị trường ở mức 16%. Sau khi được định giá lại ở mặt bằng cao hơn đáng kể nhờ các kế hoạch mở rộng mới, nền tảng cơ bản cải thiện và diễn biến kém tích cực trước đó, cùng một đợt điều chỉnh vừa phải trên toàn ngành, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần (cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân). Mặc dù hệ số ROE vẫn thấp hơn bình quân ngành (14,4% so với 17,5%), triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn (25% so với 16%) cho thấy Ngân hàng vẫn có định giá hấp dẫn. Chúng tôi tăng 3,5% giá mục tiêu lên 35.200đ – tương đương tiềm năng tăng giá 21%, P/B và P/E dự phóng năm 2026 lần lượt là 1,48 lần và 11 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào.

IPO VPBankS – tăng khoảng 4% giá trị sổ sách của VPB

Ngày 12/11/2025, VPBankS (mã chứng khoán: VPX), công ty con trong lĩnh vực chứng khoán của VPB, đã công bố hoàn tất đợt IPO. VPX đã phát hành 375 triệu cổ phiếu mới trong đợt IPO, tương đương 25% vốn cổ phần trước IPO và 20% sau IPO. Định giá chào bán là tương đối hợp lý với P/E trượt dự phóng 12 tháng là 17,4 lần, so với bình quân ngành ở mức khoảng 20 lần. Số lượng đăng ký mua cao hơn một chút so với chào bán (390,5 triệu cổ phiếu so với 375 triệu cổ phiếu chào bán).

Với mức giá IPO là 33.900đ/cp và 1.875 triệu cổ phiếu đang lưu hành, vốn hóa thị trường của VPX sau IPO đạt khoảng 63,56 nghìn tỷ đồng.

Cổ phiếu dự kiến sẽ bắt đầu giao dịch trên sàn HOSE vào ngày 25/12/2025 (ngày giao dịch chính thức đầu tiên vẫn chưa được công bố).

Tác động của việc IPO VPX đối với BCTC hợp nhất của VPB bao gồm:

- Giá trị vốn CSH của VPX trước IPO thuộc về VPB: 20.172 tỷ đồng (chiếm 99,95% vốn CSH của VPX tính đến cuối Q3/2025).
- Giá trị vốn CSH của VPX sau IPO thuộc về VPB: 26.388 tỷ đồng (khoảng 80% vốn CSH của VPX tính đến cuối Q3/2025 cộng với 12.713 tỷ đồng thu được từ IPO).

Theo đó, giá trị thuộc về VPB tăng thêm 6.217 tỷ đồng, tương đương 4% giá trị sổ sách Q3/2025. Khoản tăng này không được ghi nhận vào lợi nhuận mà ghi nhận vào thặng dư vốn cổ phần trong vốn CSH, cùng với đó là mức tăng đối ứng của lợi ích cổ đông thiểu số là 6.496 tỷ đồng.

Nhìn lại KQKD Q3/2025: Vượt mạnh dự báo với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ VPX

VPB đã công bố KQKD Q3/2025 khả quan với LNTT hợp nhất đạt 9.172 tỷ đồng (tăng 76,6% so với cùng kỳ và tăng 47,6% so với quý trước) - cao hơn khoảng 16% so với dự báo của chúng tôi. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ VPX, trong khi Ngân hàng mẹ nhìn chung vẫn sát với dự báo và FE Credit vẫn kém tích cực.

- Ngân hàng mẹ (VPB): 6.378 tỷ đồng (tăng 40% so với cùng kỳ), sát với dự báo
- FE Credit: 216 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ), thấp hơn dự báo
- VPX: 2.360 tỷ đồng (tăng 594% so với cùng kỳ), vượt gần gấp đôi so với dự báo
- OPES: 230 tỷ đồng (tăng 35%), vượt mạnh dự báo

Những kết quả chính của VPB (hợp nhất) bao gồm:

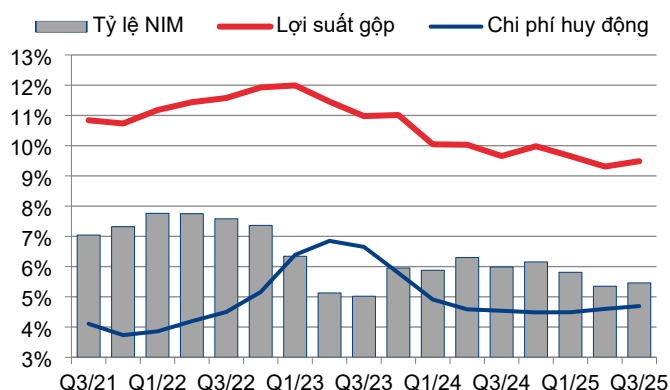
- Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ: Tăng 28,1% kể từ đầu năm và tăng 8,3% so với quý trước, mức tăng trưởng mạnh nhất trong ngành. Cơ cấu đóng góp tăng trưởng dư nợ tín dụng theo lĩnh vực trong 9 tháng đầu năm 2025 (203,5 nghìn tỷ đồng)

gồm: Dịch vụ tài chính 18,8%, dịch vụ khách sạn 18%, cho vay mua nhà 11,9%, cho vay thương mại bán buôn & bán lẻ 11%, và cho vay các dự án BĐS 9,4%. Điều này phản ánh tăng trưởng cho vay được đa dạng hóa, thay vì tập trung vào ngành BĐS như năm 2023 (56,7% giải ngân cho vay vào ngành BĐS).

- NIM cải thiện nhẹ: Tỷ lệ NIM Q3 nhích nhẹ 10 điểm cơ bản so với quý trước lên 5,46%, nhưng tỷ lệ NIM 9 tháng đầu năm 2025 giảm 52 điểm cơ bản so với cùng kỳ đạt 5,5%. Cả lợi suất tài sản và chi phí huy động đều có xu hướng tăng trong Q3/2025, lần lượt tăng 18 điểm cơ bản và 9 điểm cơ bản.
- Chất lượng tài sản cải thiện: Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 3,5% trong Q3 từ 3,97% trong Q2/2025 trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhẹ lên 3,6% từ 3%.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ NIM hàng quý, VPB hợp nhất

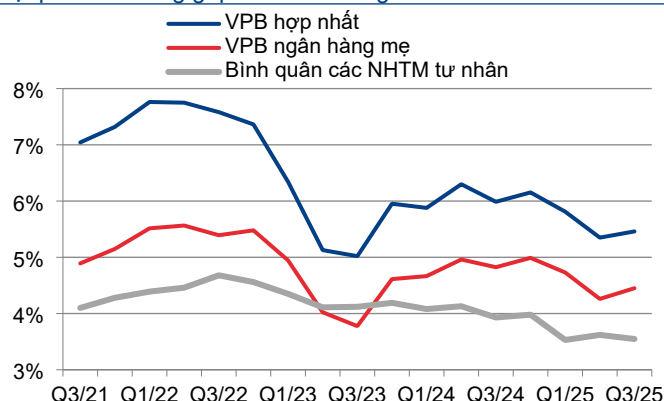
Tỷ lệ NIM trong Q2 đã phục hồi 11 điểm cơ bản so với quý trước nhưng vẫn giảm 53 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 2: So sánh tỷ lệ NIM, VPB & các NHTM khác

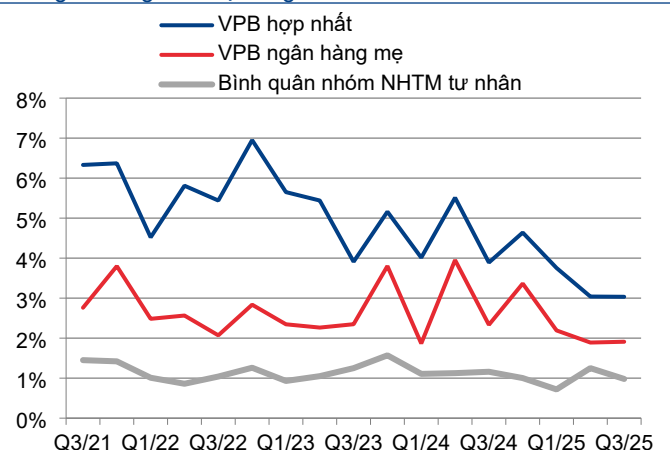
Tỷ lệ NIM của VPB đã suy giảm đáng kể trong 4-5 năm vừa qua, một phần do đóng góp từ FE Credit giảm



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 3: So sánh chi phí tín dụng, VPB & các NHTM khác

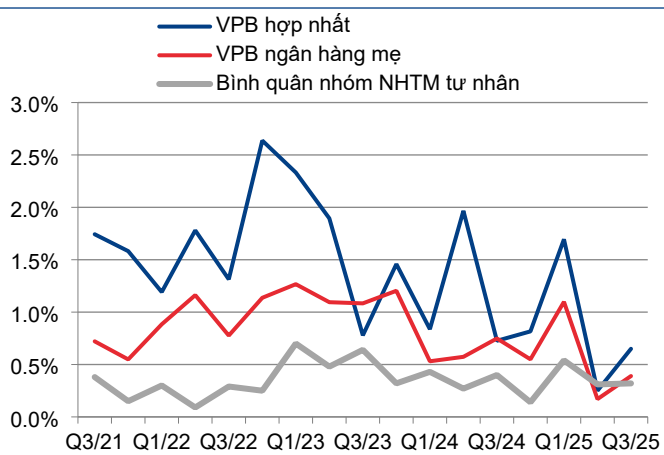
Khẩu vị rủi ro cao hơn mức trung bình dẫn đến chi phí tín dụng của VPB cao hơn so với các NHTM khác; tuy nhiên, chi phí tín dụng trong Q2/2025 của VPB đã giảm so với quý trước, trong khi các ngân hàng khác lại tăng



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 4: So sánh tỷ lệ nợ xấu mới hình thành, VPB & các NHTM khác

Nợ xấu mới hình thành của VPB giảm mạnh trong Q2/2025 nhưng đã tăng nhẹ trở lại trong Q3



Nguồn: VPB, HSC

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi phân tích KQKD gần đây của VPB và xu hướng ngành, HSC điều chỉnh một số giả định chính như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Tăng khoảng 3,3 điểm phần trăm dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2025 lên 34,7%, đồng thời giữ nguyên dự báo tăng trưởng cho năm 2026-2027 ở mức khoảng 29%/năm.

- **Tỷ lệ NIM:** Giảm lần lượt 16, 11 và 5 điểm cơ bản do kế hoạch mở rộng đầy tham vọng của VPB và tình hình cạnh tranh khốc liệt.
- Dự báo **lãi thuần HĐ dịch vụ** điều chỉnh tăng lần lượt 18%, 13% và 10% chủ yếu nhờ kết quả vượt dự báo của VPX. Động lực tăng trưởng trong những năm tiếp theo khả năng sẽ đến từ: (1) Công ty con bảo hiểm nhân thọ của VPB (hiện chưa được thành lập), (2) Phí tư vấn TPDN tại VPBankS, (3) Phí/hoa hồng giao dịch tài sản số. Chúng tôi chưa phản ánh những triển vọng này vào mô hình dự báo vì những kế hoạch này vẫn đang trong giai đoạn sơ khai.
- Dự báo **thu nhập ngoài lãi:** Điều chỉnh tăng cho năm 2025 do thu nhập đầu tư của VPX vượt dự báo.
- Dự báo **chi phí dự phòng:** Giảm 5% dự báo cho năm 2025, nhờ xu hướng cải thiện chất lượng tài sản trong 9 tháng đầu năm 2025, nhưng tăng lần lượt 1,3% và 1,6% dự báo cho năm 2026-2027 dựa trên quan điểm thận trọng hơn sau giai đoạn tín dụng tăng trưởng cao.

Do đó, chúng tôi tăng lần lượt 10%, 3,7% và 2,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, do lợi ích cổ đông thiểu số tăng lên (sau đợt IPO VPX), chúng tôi tăng 5,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm nhẹ lần lượt 1% và 2,2% dự báo cho năm 2026-2027.

Bảng 5: Cơ cấu LNTT dự báo, VPB

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, chủ yếu nhờ nâng dự báo của VPX

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	22,222	27,511	33,503	23,253	26,775	33,014	4.6%	-2.7%	-1.5%
FE	-3,699	512	803	1,200	1,328	710	1,064	1,280	-11.6%	-11.3%	-3.6%
VPX	1,255	1,220	2,906	4,296	5,769	4,490	6,296	7,035	54.5%	46.6%	22.0%
OPES	156	473	548	634	741	556	644	753	1.5%	1.5%	1.5%
Hợp nhất	10,804	20,013	25,342	32,411	40,008	27,873	33,596	40,848	10.0%	3.7%	2.1%

Nguồn: VPB, HSC

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận hợp nhất, VPB

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 25% nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ & đóng góp từ VPX tăng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	49,080	57,458	70,693	88,126	56,976	71,431	89,195
Tăng trưởng	28.6%	17.1%	23.0%	24.7%	16.1%	25.4%	24.9%
Điều chỉnh					-0.8%	1.0%	1.2%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,124	5,307	6,213	7,298	6,263	7,031	8,001
Tăng trưởng	-15.1%	-13.3%	17.1%	17.5%	2.3%	12.3%	13.8%
Điều chỉnh					18.0%	13.2%	9.6%
Thu nhập ngoài lãi khác	7,042	7,531	9,593	11,236	8,150	9,173	10,676
Tăng trưởng	61.8%	7.0%	27.4%	17.1%	15.7%	12.5%	16.4%
Điều chỉnh					8.2%	-4.4%	-5.0%
Tổng thu nhập HĐ	62,246	70,296	86,498	106,660	71,389	87,635	107,872
Tăng trưởng	25.1%	12.9%	23.0%	23.3%	14.7%	22.8%	23.1%
Điều chỉnh					1.6%	1.3%	1.1%
Chi phí HĐ	(14,340)	(17,423)	(20,459)	(24,496)	(17,370)	(19,977)	(24,206)
Tăng trưởng	2.9%	21.5%	17.4%	19.7%	21.1%	15.0%	21.2%
Điều chỉnh					-0.3%	-2.4%	-1.2%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	47,906	52,874	66,039	82,164	54,019	67,658	83,666
Tăng trưởng	33.8%	10.4%	24.9%	24.4%	12.8%	25.2%	23.7%
Điều chỉnh					2.2%	2.5%	1.8%
Chi phí dự phòng	(27,903)	(27,531)	(33,628)	(42,155)	(26,147)	(34,062)	(42,818)
Tăng trưởng	11.6%	-1.3%	22.1%	25.4%	-6.3%	30.3%	25.7%
Điều chỉnh					-5.0%	1.3%	1.6%
LNTT	20,004	25,342	32,411	40,008	27,873	33,596	40,848
Tăng trưởng	85.2%	26.7%	27.9%	23.4%	39.3%	20.5%	21.6%
Điều chỉnh					10.0%	3.7%	2.1%
Lợi nhuận thuần	15,770	19,953	25,449	31,476	21,118	25,203	30,773
Tăng trưởng	58.1%	26.5%	27.5%	23.7%	33.9%	19.3%	22.1%
Điều chỉnh					5.8%	-1.0%	-2.2%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị cho VPB lên Mua vào và tăng 3,5% giá mục tiêu lên 35.200đ sau khi điều chỉnh dự báo nhẹ & trái chiều dự báo lợi nhuận, phản ánh tác động của đợt IPO VPX và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 12,6% trong 3 tháng qua, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21%, P/B dự phóng năm 2026 là 1,48 lần với hệ số ROE bình quân 3 năm đạt 14,4%, và P/E ở mức 11 lần với EPS tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm.

Tăng 3,5% giá mục tiêu

HSC tăng 3,5% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư lên 35.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 21%. Những điều chỉnh dự báo và giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Điều chỉnh trái chiều dự báo lợi nhuận: Tăng 5,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và giảm nhẹ lần lượt 1% và 2,2% dự báo cho năm 2026-2027.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026

Chúng tôi tóm tắt định giá trong Bảng 7 và thực hiện phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính trong Bảng 8.

Bảng 7: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	21,118	25,203	30,773	35,494	40,754	46,492	53,081	60,651	69,356	78,189	82,851
- Chi phí vốn CSH	20,505	24,090	27,220	31,168	35,527	39,974	45,013	50,728	57,215	63,618	66,163
Lợi nhuận thặng dư	613	1,113	3,552	4,326	5,227	6,518	8,068	9,923	12,142	14,571	16,689
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư										167,304	
Giá trị 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	613	973	2,712	2,886	3,046	3,322	3,599	3,877	4,159	54,657	
Vốn CSH đầu tư	166,713	188,375									
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	79,843	90,679									
Giá trị của vốn CSH	246,556	279,054									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	7,934	7,934									
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	31,076	35,200									

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), VPB

HSC đưa ra giá mục tiêu 35.200đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & 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%	49,200	44,900	41,100	37,800	34,800
	3.5%	45,100	41,300	38,000	35,000	32,300
	4.0%	41,500	38,200	35,200	32,500	30,100
	4.5%	38,400	35,300	32,700	30,200	28,000
	5.0%	35,500	32,800	30,400	28,200	26,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VPB đã tăng mạnh kể từ đầu tháng 7 đến tuần thứ ba của tháng 8 (tăng 109% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân tăng 48%), trước khi điều chỉnh trong 3 tháng qua (giảm 12,6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân giảm 9,4%). Sau đợt

điều chỉnh này, cổ phiếu VPB vẫn có hiệu suất kể từ đầu năm tốt thứ hai trong nhóm NHTM trong phạm vi phân tích (tăng 55,7%). Mặt bằng định giá được nâng lên đáng kể nhờ (1) các kế hoạch mở rộng đầy tham vọng, (2) nền tảng cơ bản cải thiện rõ rệt và (3) diễn biến cổ phiếu kém tích cực trong giai đoạn trước đó của Ngân hàng.

VPB hiện đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 5% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Mặc dù hệ số ROE bình quân 3 năm ở mức 14,4%, vẫn thấp hơn bình quân ngành (17,5%), phản ánh hệ số CAR cao hơn, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hợp lý trên cơ sở triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của VPB (25% so với 16% bình quân ngành) cùng xu hướng tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Biểu đồ 9: P/B trượt dự phóng 1 năm, VPB

VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,24 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VPB

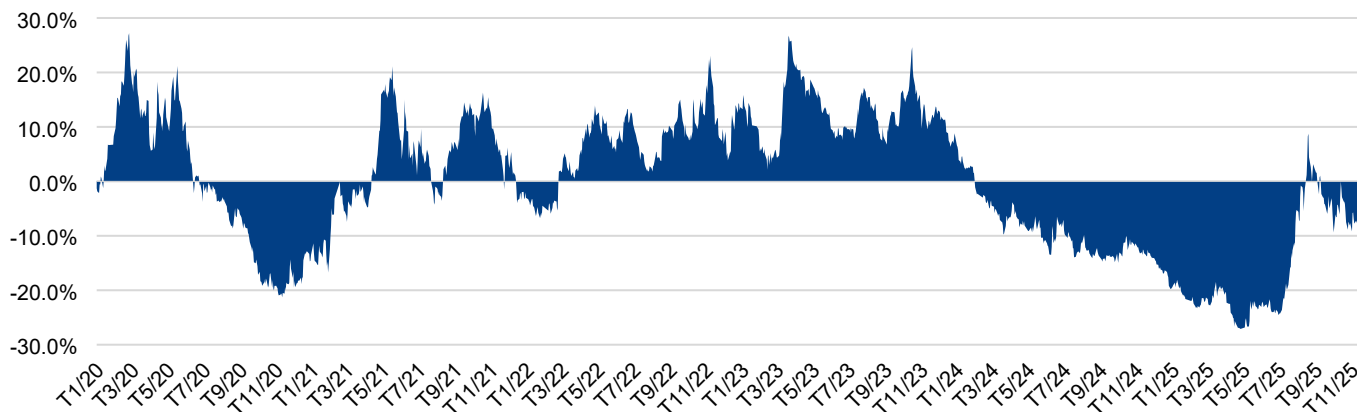
...cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: Chênh lệch định giá (P/B trượt dự phóng 1 năm), VPB & nhóm NHTM tư nhân

Sau khi định giá được đưa lên mặt bằng cao hơn đáng kể (từ chiết khấu ~25% lên thẳng dư ~8%) và nhịp điều chỉnh đáng kể sau đó, VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM



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	98.5	127	158
Chi phí lãi	(38.4)	(31.0)	(41.5)	(55.5)	(68.9)
Thu nhập lãi thuần	38.2	49.1	57.0	71.4	89.2
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7.21	6.12	6.26	7.03	8.00
Lãi thuần HĐ KDNH	(0.81)	0.83	0.47	0.47	0.48
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.63	0.82	1.26	1.43	1.51
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
Thu nhập khác	4.53	5.38	6.42	7.26	8.67
Tổng thu nhập HĐ	49.7	62.2	71.4	87.6	108
Chi phí HĐ	(13.9)	(14.3)	(17.4)	(20.0)	(24.2)
LN trước dự phòng	35.8	47.9	54.0	67.7	83.7
Chi phí dự phòng	(25.0)	(27.9)	(26.1)	(34.1)	(42.8)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10.8	20.0	27.9	33.6	40.8
Chi phí thuế TNDN	(2.31)	(4.03)	(5.57)	(6.72)	(8.17)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.48)	0.21	1.18	1.67	1.91
Lợi nhuận thuần	9.97	15.8	21.1	25.2	30.8
EPS (đồng)	1,433	1,988	2,662	3,177	3,879
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	16.6	7.74	6.97
Tiền gửi tại NHNN	8.42	14.3	15.7	20.3	21.1
Tiền gửi tại các TCTD khác	94.1	135	175	169	178
Chứng khoán kinh doanh	12.3	13.1	31.4	32.9	34.6
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	552	677	921	1,190	1,532
Tổng dư nợ cho vay	567	694	938	1,209	1,556
Dự phòng rủi ro	(14.8)	(16.3)	(16.8)	(19.8)	(24.8)
Chứng khoán đầu tư	94.6	52.8	57.2	59.9	62.8
CK đầu tư sẵn sàng để bán	88.1	51.9	55.1	57.9	60.8
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	32.3	32.3	32.3
Tổng tài sản	818	924	1,251	1,514	1,870
Nợ phải trả	678	777	1,072	1,312	1,639
Tiền gửi của NHNN	4.12	0.01	1.50	1.55	1.59
Tiền gửi của các TCTD khác	156	202	310	328	366
Tổng tiền gửi KH	442	486	623	809	1,052
Trái phiếu và CCTG	47.8	67.0	110	144	188
Nợ khác	27.1	22.1	27.1	29.2	31.1
Vốn chủ sở hữu	135	142	167	188	216
Vốn điều lệ	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3
Thặng dư vốn cổ phần	24.0	24.0	30.2	30.2	30.2
Lợi nhuận giữ lại	19.1	24.0	38.0	56.0	78.9
Quỹ & vốn khác của CSH	12.2	14.6	19.1	22.8	27.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.16	5.37	12.2	13.9	15.8
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	818	924	1,251	1,514	1,870
BVPS (đồng)	16,969	17,886	21,013	23,743	27,186

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	35.4	21.0	23.5
Tăng trưởng cho vay KH (%)	29.1	22.3	35.2	29.0	28.7
Tăng trưởng huy động KH (%)	45.9	9.79	28.2	29.9	30.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	33.6	12.7	32.7	29.9	30.1
Tăng trưởng VCSH (%)	39.0	5.40	17.5	13.0	14.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(6.94)	28.6	16.1	25.4	24.9
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(1.24)	2.86	21.1	15.0	21.2
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(18.0)	33.8	12.8	25.2	23.7
Tăng trưởng LNTT (%)	(49.1)	85.2	39.3	20.5	21.6
Tăng trưởng LN thuần (%)	(45.1)	58.1	33.9	19.3	22.1
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	6.87	7.15	6.56	6.34	6.38
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.92)	(1.65)	(1.60)	(1.44)	(1.43)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	92.0	95.1	96.3	96.6	97.6
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.99	2.27	2.48	2.90	3.40
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	37.8	54.8	72.1	84.6	102
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	20.3	14.6	10.9	9.16	7.50
P/B (lần)	1.71	1.63	1.38	1.23	1.07
Lợi suất cổ tức (%)	3.44	3.44	1.72	1.72	1.72
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	20.1	25.3	29.6	28.8	28.5
ROAA (%)	1.38	1.81	1.94	1.82	1.82
ROAE (%)	8.62	11.4	13.7	14.2	15.2
Chi phí huy động BQ (%)	6.62	4.42	4.61	4.77	4.77
Lợi suất góp BQ (%)	11.5	9.68	9.41	9.50	9.57
Lợi suất thuần (%)	4.87	5.26	4.79	4.73	4.81
Tỷ lệ NIM (%)	5.73	5.93	5.44	5.35	5.40
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	14.5	9.84	8.77	8.02	7.42
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.7	78.8	79.8	81.5	82.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	8.75	11.3	11.4	10.5	9.90
Tỷ lệ CIR (%)	28.0	23.0	24.3	22.8	22.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	69.8	50.3	18.8	15.7	12.9
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	17.1	15.2	15.1	14.4	13.9
VCSH/Tổng TS (%)	16.5	15.4	13.3	12.4	11.5
Đòn bẩy vốn (lần)	6.07	6.51	7.51	8.04	8.67
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	5.00	4.19	3.44	3.25	3.16
Hệ số LLR (%)	52.2	56.2	52.2	50.5	50.5
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	128	143	151	149	148
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	24.2	26.7	29.7	25.6	22.8
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.4	75.1	74.9	79.9	83.2
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 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