

VPBANK (VPB)

Khả quan (Duy trì)

Tài chính

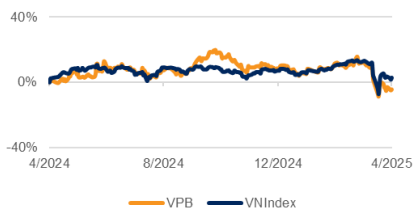
Giá hiện tại	VND18.000
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND20.346/15.527
Giá mục tiêu	VND24.100
Giá mục tiêu trước đó	VND24.000
Consensus	Khả quan
Tiềm năng tăng giá	33,8%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	33,8%
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	5.532,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	17,4
Sở hữu NN (tr USD)	303,1
Số CP lưu hành (tr)	7.933,9
Số CP sau pha loãng (tr)	7.933,9

	VPB	Ngành	VNI
P/E 12T	8,8x	8,7x	13,2x
P/B hiện tại	0,9x	1,25x	1,7x
ROA	1,8%	1,5%	2,1%
ROE	10,7%	17,2%	13,0%

*dữ liệu ngày 30/05/2025

Diễn biến cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
VPB	0,8%	1,6%	8,7%
VN-Index	2,2%	4,5%	5,1%

Cơ cấu sở hữu

Ban lãnh đạo	26%
Sumitomo Mitsui Banking Corporation	15,0%
Quý Composie Capital Master Fund	1,7%
CTCP Diera Corp	4,4%
Khác	52,9%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1993, VPB hiện là ngân hàng TMCP lớn thứ 8 về tài sản. Tốc độ tăng trưởng nhanh gần đây của ngân hàng là nhờ công ty con – công ty tài chính tiêu dùng FE Credit.

Chuyên viên phân tích:



Trần Kim Phượng

Phuong.trankim@vndirect.com.vn

Định giá hấp dẫn trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan với tiềm năng tăng giá 33,8%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 0,4% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 5,7%
- Giá mục tiêu cao hơn đến từ việc điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận năm 2025-26 và cập nhật mô hình định giá cho giai đoạn 2025-2029
- P/B hiện tại là 0,9 lần, chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Tiêu điểm tài chính

- LNTT Q1/25 tăng 19,9% svck (-18,5% sv quý trước) đạt 5.015 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng và thu nhập khác tăng
- Chúng tôi ước tính tỷ lệ NPL hợp nhất tăng 55 điểm cơ bản sv quý trước (giảm 9 điểm cơ bản svck), lên 4,74% vào cuối Q1/25. Tỷ lệ NPL của NH mẹ tăng 29 điểm cơ bản sv quý trước (+2 điểm cơ bản svck), lên 3,33%.
- Kỳ vọng ROE năm 2025 sẽ cải thiện lên 13%, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh và chi phí dự phòng thấp hơn khi chất lượng tài sản cải thiện.

Luân điểm đầu tư

Cho vay bán lẻ và bất động sản phục hồi thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VPB đạt 25% trong năm 2025–26, được thúc đẩy bởi mảng cho vay bán lẻ và bất động sản (BDS) mạnh mẽ hơn. Nhu cầu vay mua hàng tiêu dùng đang tăng cùng với thu nhập cá nhân cải thiện, trong khi lãi suất cho vay mua nhà thấp hỗ trợ nhu cầu mua nhà. Thị trường BĐS ấm hơn, nguồn cung nhà ở cải thiện ở miền Nam và các tháo gỡ về pháp lý sẽ thúc đẩy nhu cầu vay vốn trong lĩnh vực BDS.

NIM ổn định nhờ chi phí vốn được kiểm soát

Chúng tôi dự phóng NIM sẽ giảm nhẹ 10 điểm cơ bản xuống 5,7% trong năm 2025, sau đó phục hồi trong năm 2026. Lãi suất cho vay thấp hơn sẽ gây áp lực lên lợi suất, nhưng việc VPB có thể huy động từ khoản vay hợp vốn 1 tỷ USD sẽ cắt giảm chi phí vốn 14 điểm cơ bản từ mức 5,24%. Cùng với đó là những nỗ lực cải thiện tỷ lệ CASA, qua đó kiểm soát chi phí vốn, giúp duy trì sự ổn định của NIM.

Chất lượng tài sản cải thiện nhờ xử lý các khoản nợ quá hạn tồn đọng

VPB tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản thông qua trích lập dự phòng và xóa nợ chủ động. Chúng tôi kỳ vọng chất lượng các khoản vay được giải ngân mới sẽ tốt hơn, khiến cho tỷ lệ NPL giảm dần trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng việc luật hóa Nghị quyết 42 sẽ cho phép thu giữ tài sản đảm bảo, cải thiện tỷ lệ thu hồi nợ, đặc biệt trong các phân khúc cho vay bán lẻ có tài sản đảm bảo.

Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng

VPB hiện đang giao dịch ở mức P/B 0,9 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ba năm là khoảng 1,2 lần. Mức định giá này là khá hấp dẫn so với triển vọng lợi nhuận dự báo trong năm 2025, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, kiểm soát chi phí vốn tốt và cải thiện chất lượng danh mục cho vay.

Tổng quan tài chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	57,4%	26,6%	33,6%	21,2%
Tăng trưởng tín dụng svck	22,2%	22,1%	22,3%	22,3%
NIM	5,8%	5,7%	5,7%	5,8%
Tỷ lệ CASA	14,4%	14,1%	14,1%	14,1%
Tỷ lệ nợ xấu	4,8%	3,8%	3,4%	3,1%
Tỷ lệ bao nợ xấu LLR	53,4%	52,3%	62,6%	75,4%
ROE trung bình	11,1%	13,0%	15,2%	15,8%
P/B	1,1	1,0	0,8	0,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

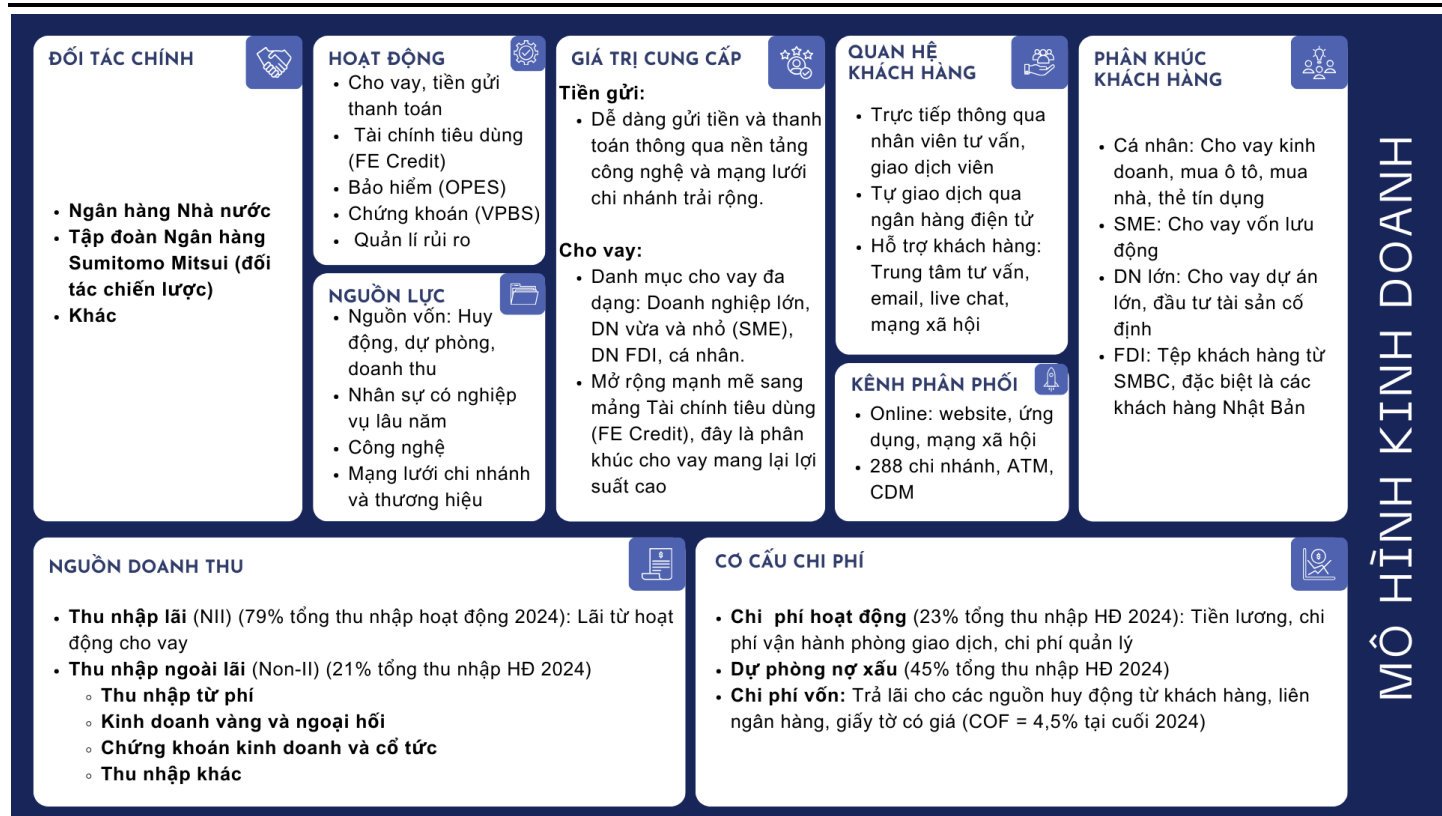
Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank) là một trong những ngân hàng tư nhân lớn tại Việt Nam. Được thành lập vào năm 1993, VPBank đã phát triển mạnh mẽ, cung cấp đa dạng các sản phẩm và dịch vụ tài chính cho cả khách hàng cá nhân và doanh nghiệp. VPB đã đạt được mức tăng trưởng tín dụng nhanh chóng trong 5 năm qua để trở thành một trong những ngân hàng bán lẻ tốt nhất Việt Nam, đặc biệt tập trung vào mảng tài chính tiêu dùng, cho vay tín chấp thông qua công ty tài chính tiêu dùng FE Credit.

FE Credit là công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu tại Việt Nam, chiếm gần 30% thị phần vào năm 2024. Được thành lập như một công ty con của VPBank, FE Credit nhắm tới các phân khúc người lao động thu nhập trung bình – thấp với nhiều sản phẩm đa dạng như: vay tiền mặt, vay mua ô tô, vay mua hàng tiêu dùng và thẻ tín dụng. Vào năm 2021, VPBank đã chuyển nhượng 49% vốn điều lệ của FE Credit cho Công ty Tài chính Tiêu dùng SMBC, một công ty con của SMBC Finance (Nhật Bản) với định giá 2,8 tỷ USD. Năm 2023, VPBank bán thêm 15% cổ phần cho SMBC, nâng tổng vốn chủ sở hữu lên 140 nghìn tỷ đồng— đứng thứ hai trong 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất.

Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng dài hạn của VPBank vẫn vững chắc nhờ lợi thế về vốn dồi dào (tỷ lệ CAR là 15,5% trong Q1/25, cao nhất trong ngành); và mở rộng ra ngoài lĩnh vực cho vay truyền thống thông qua các công ty con trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng (FE Credit), môi giới chứng khoán (VPBank Securities), và bảo hiểm phi nhân thọ (OPES).

Hình 1: Mô hình kinh doanh Canvas của VPB



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Tăng trưởng tín dụng và thu nhập từ thu hồi nợ xấu thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 2: So sánh KQKD (tỷ đồng trừ khi có ghi chú khác)

	Q4/24	Q4/24	% svck	Q3/24	% sv quý trước	2024	2023	% svck	Dự phóng 2024 của VND	% dự báo VND	Nhận xét
Thu nhập lãi	13.356	11.323	18%	13.193	1%	57.129	49.080	16%	56.738	24%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	2.210	2.087	6%	4.451	-50%	11.528	12.705	-9%	12.206	18%	Thấp hơn dự phóng do thu nhập từ phí thấp hơn dự kiến sau khi chuyển ghi nhận phí từ UPAS LC sang thu nhập lãi
Tổng thu nhập HĐKD	15.566	13.411	16%	17.644	-12%	68.657	61.785	11%	68.943	23%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Chi phí hoạt động	(3.874)	(3.467)	12%	(3.791)	2%	(16.237)	(14.340)	13%	(16.945)	23%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
LN trước dự phòng	11.692	9.944	18%	13.853	-16%	52.420	47.446	10%	51.999	22%	
Chi phí dự phòng	(6.677)	(5.762)	16%	(7.702)	-13%	(27.723)	(27.903)	-1%	(27.354)	24%	Phù hợp với dự phóng
Lợi nhuận trước thuế	5.015	4.182	20%	6.151	-18%	24.697	19.543	26%	24.644	20%	
LN ròng	3.895	3.567	9%	4.617	-16%	19.377	15.309	27%	19.513	20%	Thấp hơn một chút so với dự phóng do thu nhập ngoài lãi thấp hơn dự kiến

Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Các chỉ số chính của VPB theo quý (BCTC hợp nhất) theo ước tính của chúng tôi

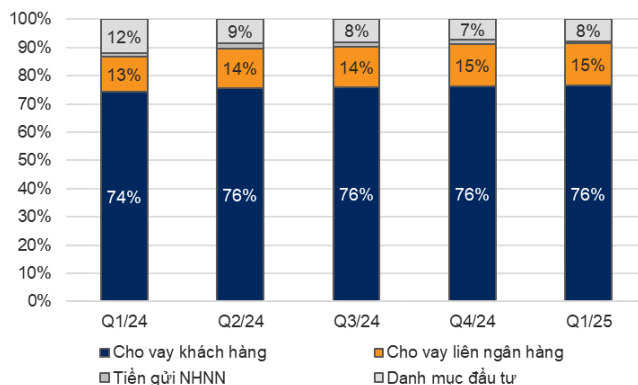
Các chỉ số chính	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	77%	69%	78%	83%	84%	77%	81%	75%	86%	
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	23%	31%	22%	17%	16%	23%	19%	25%	14%	
NIM (12T gần nhất)	6%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
LDR (hợp nhất)	84%	80%	81%	88%	89%	89%	92%	92%	90%	
LDR (ngân hàng mẹ)	77%	72%	74%	81%	82%	82%	85%	85%	84%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	6%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	46%	43%	43%	52%	53%	48%	51%	56%	47%	
Chi phí tín dụng	6%	5%	4%	5%	4%	6%	4%	5%	4%	
Chi phí / Thu nhập (CIR)	28%	29%	28%	27%	26%	21%	25%	21%	25%	
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	71%	71%	61%	72%	58%	65%	54%	56%	57%	
ROAA (12T gần nhất)	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	
ROAE (12T gần nhất)	13%	12%	10%	9%	10%	9%	10%	12%	12%	
Tỷ lệ CASA (%)	14%	15%	16%	17%	14%	18%	14%	14%	13%	

Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của VPB (BC hợp nhất)

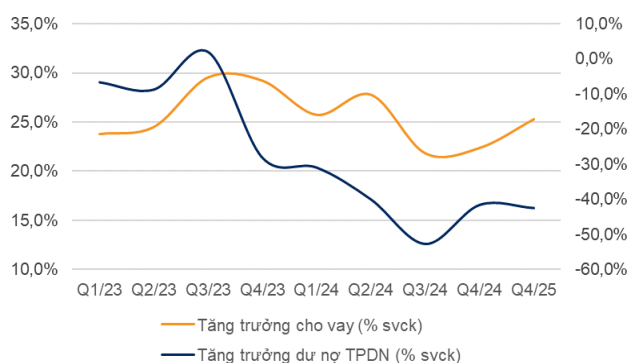
Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Cho vay khách hàng thúc đẩy tăng trưởng

- Tổng tài sản sinh lãi tăng 5,2% sv quý trước (+21,8% svck) trong Q1/25, chủ yếu đến từ tăng trưởng cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng, chiếm hơn 95% mức tăng của IEA.
- Dư nợ cho vay khách hàng tăng 5,4% so với quý trước (+25,2% svck), trong khi cho vay liên ngân hàng tăng 6% sv quý trước (+44,9% svck), tiếp tục xu hướng tăng khi VPB sử dụng lượng thanh khoản dư để cho vay ngắn hạn.
- Trong khi đó, danh mục đầu tư tăng 13,6% sv quý trước (-21,2% svck), đảo ngược xu hướng tăng trước đó.



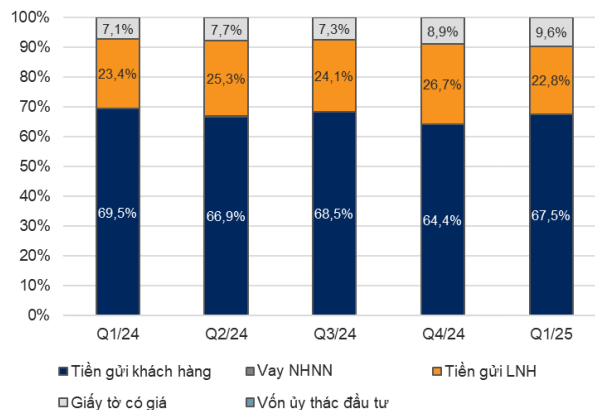
Tăng trưởng cho vay: Cho vay bán lẻ và cho vay BĐS phục hồi

- Cho vay khách hàng tăng 25,3% svck trong Q1/25, tăng tốc từ mức tăng trưởng 22,4% trong Q4/24. Cho vay cá nhân và cho vay doanh nghiệp lần lượt chiếm 43,1% và 56,9% tổng dư nợ. Mức tăng trưởng được hỗ trợ bởi nhu cầu vay mua nhà tăng mạnh và sự phục hồi của cho vay doanh nghiệp, đặc biệt trong các phân khúc thương mại và sản xuất.
- Cho vay hộ kinh doanh và cho vay bất động sản vẫn là hai lĩnh vực chính, lần lượt chiếm 26,4% và 25,5% tổng dư nợ cho vay. Cho vay hộ kinh doanh đi ngang, trong khi cho vay mua nhà tăng mạnh 5,9% sv quý trước, nhờ môi trường lãi suất thấp và tâm lý cải thiện của thị trường bất động sản phía Nam.



Cơ cấu nguồn vốn: Tiền gửi khách hàng là động lực chính

- Tổng huy động tăng 8,5% sv quý trước (+24,8% svck) trong Q1/25, phản ánh việc huy động vốn mạnh mẽ từ cả tiền gửi khách hàng và các công cụ nợ.
- Tiền gửi khách hàng tăng 13,7% sv quý trước (+21,2% svck), thúc đẩy bởi dòng tiền từ khách hàng cá nhân, hỗ trợ mục tiêu của ngân hàng nhằm củng cố nguồn vốn huy động ổn định.
- Tiền gửi liên ngân hàng giảm 7,6% sv quý trước, trong khi giấy tờ có giá tăng mạnh 17,6% sv quý trước (+70% svck), khi VPB chuyển hướng sang huy động vốn dài hạn hơn, chuẩn bị nguồn vốn để đẩy mạnh cho vay dài hạn, như cho vay mua nhà.

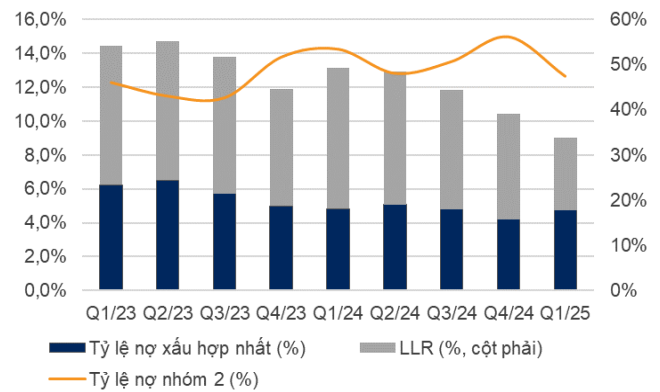
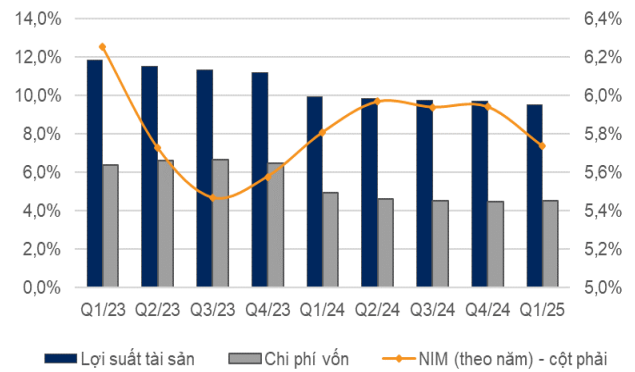


Diễn biến NIM: Thu hẹp do lãi suất cho vay thấp hơn

- NIM giảm nhẹ xuống 5,74% trong Q1/25 (-20 điểm cơ bản sv quý trước; -7 điểm cơ bản svck), đánh dấu sự sụt giảm đầu tiên sau ba quý ổn định. Điều này phản ánh lợi suất tài sản yếu hơn và đã giảm chi phí huy động vốn chứng lại.
- Lợi suất tài sản giảm xuống 9,53% trong Q1/25 (-17 điểm cơ bản sv quý trước, -39 điểm cơ bản svck), tiếp tục xu hướng giảm từ Q1/24. Sự sụt giảm này phản ánh sự thay đổi trong cơ cấu cho vay theo hướng các sản phẩm bán lẻ có tài sản đảm bảo như cho vay mua nhà và ô tô.
- Chi phí huy động vốn duy trì ổn định ở mức 4,49% (-42 điểm cơ bản svck), nhưng tỷ lệ CASA giảm xuống 13,5%, từ mức 13,7% trong Q4/24. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán tỷ lệ này có thể cải thiện lên mức 14% vào cuối năm 2025, nhờ việc ra mắt các sản phẩm tiết kiệm tự động mới.

Chất lượng tài sản: Tỷ lệ NPL tăng trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm

- Tỷ lệ NPL của VPB tăng lên 4,74% trong Q1/25 (+55 điểm cơ bản sv quý trước; -9 điểm cơ bản svck), nhưng vẫn thấp hơn so với mức đỉnh 6,52% trong Q2/23. Tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm đáng kể xuống 4,3% (-196 điểm cơ bản sv quý trước), trong khi tỷ lệ hình thành NPL tăng so với quý trước.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL của VPB sẽ ổn định và giảm dần trong năm 2025, khi ngân hàng tăng cường thu hồi nợ xấu, và chuyển dịch cơ cấu cho vay sang các phân khúc rủi ro thấp hơn như cho vay mua nhà và ô tô.
- Một số dự án bất động sản gần đây đã được tháo gỡ vướng mắc pháp lý—chẳng hạn như dự án Aquacity của Novaland—dự kiến các chủ đầu tư bất động sẽ tiếp tục có dòng tiền và trả nợ. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giảm bớt áp lực lên chất lượng nợ vay của các chủ đầu tư, đặc biệt trong nửa cuối năm 2025.



Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2025-26: Tiềm năng tăng trưởng đến từ cho vay BĐS phục hồi

Hình 5: Thay đổi dự phóng (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

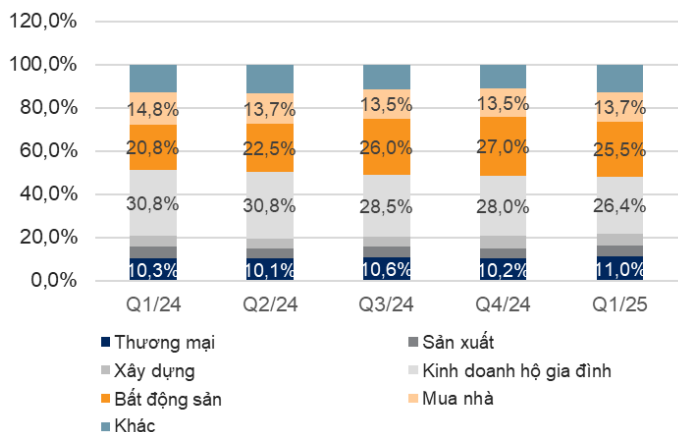
	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Thay đổi		Tăng trưởng (svck)		Nhận xét
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Thu nhập lãi	56.738	67.277	57.129	68.460	1%	2%	16%	20%	Chúng tôi không thay đổi dự phóng tăng trưởng tín dụng 25% trong giai đoạn 2025-26, và nâng nhẹ dự phóng NIM, do chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn sẽ được kiểm soát tốt, hỗ trợ NIM
Thu nhập ngoài lãi	12.206	13.367	11.528	12.887	-6%	-4%	-9%	12%	Chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng thu nhập từ phí cho giai đoạn năm 2025-26, do ảnh hưởng từ khoản thu từ UPAS LC được ghi nhận vào thu nhập lãi ròng (NII). Tuy nhiên, chúng tôi tăng dự phóng thu nhập từ xử lý nợ xấu, do những nỗ lực của VPB đã mang lại kết quả thu nhập mảng này khá khả quan trong Q1/25
Tổng thu nhập từ HĐKD	68.943	80.644	68.657	81.347	0%	1%	0%	0%	
Chi phí hoạt động	(16.945)	(19.609)	(16.237)	(19.017)	-4%	-3%	0%	0%	
Lợi nhuận trước dự phòng	51.999	61.035	52.420	62.330	1%	2%	0%	0%	
Chi phí dự phòng	(27.354)	(28.913)	(27.723)	(29.244)	1%	1%	0%	0%	
Lợi nhuận trước thuế	24.644	32.122	24.697	33.086	0%	3%	0%	0%	
Lợi nhuận ròng	19.513	25.493	19.377	25.887	-1%	2%	27%	34%	Thay đổi dự phóng LN ròng đến từ các thay đổi bên trên

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cho vay bán lẻ và bất động sản phục hồi trong năm 2025 sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

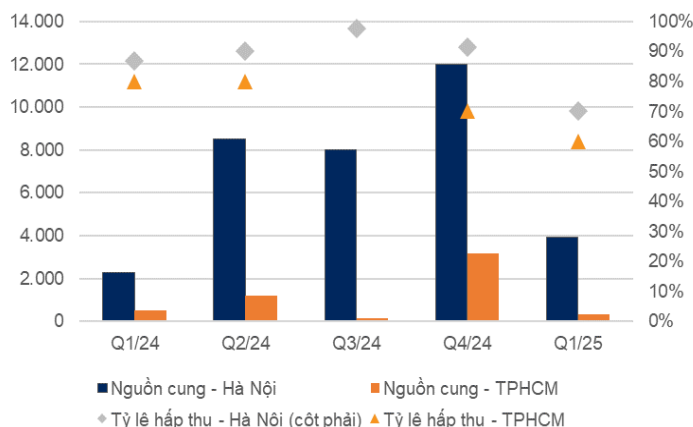
Chúng tôi kỳ vọng dư nợ tín dụng của VPB sẽ tăng trưởng 25% svck trong cả năm 2025 và 2026, được thúc đẩy bởi sự phục hồi ở cả mảng cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng hoạt động cho vay bán lẻ sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của VPB trong năm 2025, nhờ vào sự phục hồi thu nhập hộ gia đình và nhu cầu tiêu dùng tăng trở lại. VPB đã tích cực hợp tác với các doanh nghiệp sản xuất trong khu công nghiệp, nhằm khai thác chuỗi cho vay SME và thiết kế các sản phẩm vay tiêu dùng phù hợp với nhu cầu của khách hàng cá nhân. FE Credit đã chuyển hướng sang cho vay các tệp khách hàng ít rủi ro hơn để cải thiện chất lượng khoản cho vay, chất lượng tài sản và giảm chi phí dự phòng.

Hình 6: Cơ cấu cho vay: Lĩnh vực thương mại và cho vay mua nhà là động lực chính



Nguồn: BCTC, FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Nguồn cung căn hộ phía Bắc phục hồi mạnh mẽ, và chúng tôi kỳ vọng thị trường phía Nam sẽ theo sau



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

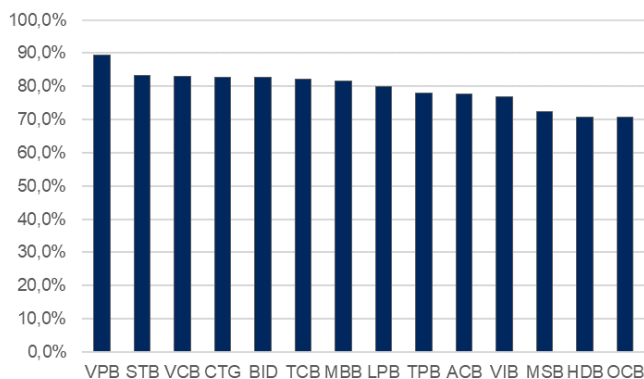
Ở mảng cho vay doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng việc cho vay các công ty sản xuất sẽ trở lại, đặc biệt khi hoạt động sản xuất trong nước phục hồi. Lĩnh vực cho vay tín dụng xanh cũng sẽ được đẩy mạnh. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực bất động sản sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng tín dụng, khi các chủ đầu tư đang đẩy nhanh tiến độ dự án sau những tháo gỡ pháp lý gần đây.

NIM ổn định với dư địa tăng từ mở rộng cho vay bán lẻ

Chúng tôi dự báo NIM của VPB sẽ giảm nhẹ 10 điểm cơ bản xuống 5,7% trong năm 2025, phản ánh tác động của lãi suất cho vay thấp hơn. Mặc dù lãi suất cho vay có gặp áp lực, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ bù đắp một phần thông qua cải thiện chi phí vốn. Cụ thể, chúng tôi ước tính rằng khoản huy động thông qua vay hợp vốn 1 tỷ USD gần đây của VPB có thể làm giảm chi phí huy động vốn bình quân 14 điểm cơ bản từ mức 5,24% tại cuối Q1/25. Ngoài ra, ngân hàng đã và đang tích cực quảng bá các sản phẩm tiền gửi tiết kiệm tự động để cải thiện tỷ lệ CASA, điều này sẽ hỗ trợ thêm cho việc quản lý chi phí vốn.

Mặc dù NIM có thể thu hẹp nhẹ trong năm 2025, chúng tôi nhận thấy có tiềm năng tăng trong năm 2026 khi cơ cấu danh mục cho vay chuyển dịch sang các sản phẩm bán lẻ có lợi suất cao hơn, như cho vay mua hàng tiêu dùng lâu bền.

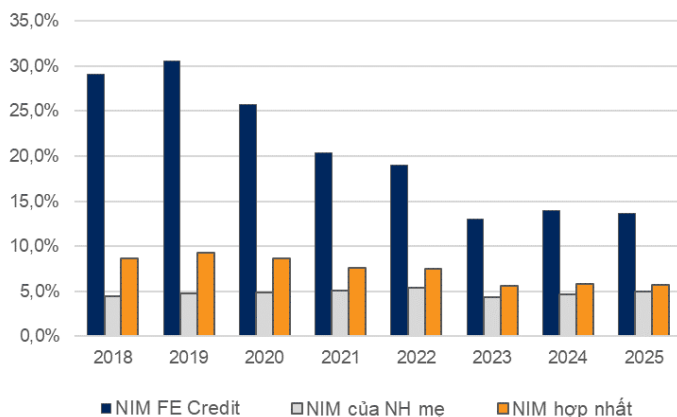
Hình 8: Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) của VPB cao nhất trong số các ngân hàng cùng ngành.



*dữ liệu từ BCTC hợp nhất

Nguồn: BCTC, FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Chúng tôi dự phóng NIM hợp nhất của VPB giảm nhẹ trong năm 2025



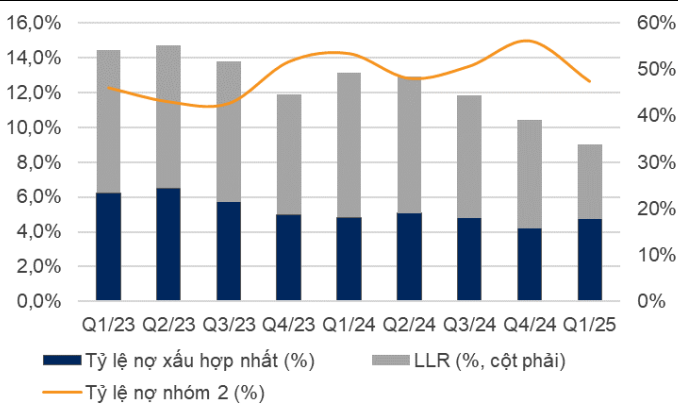
Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Chất lượng tài sản cải thiện nhờ đẩy mạnh xử lý nợ xấu

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của VPB sẽ cải thiện ổn định trong năm 2025, dù tỷ lệ nợ xấu có tăng nhẹ trong Q1/25. Về phía doanh nghiệp, khả năng thanh toán của các chủ đầu tư bất động sản có khả năng được củng cố khi các vướng mắc pháp lý tại một số dự án bị đình trệ dự kiến sẽ được giải quyết trong nửa cuối năm 2025, giúp khơi thông dòng tiền và tạo điều kiện thuận lợi cho việc trả nợ. Trong khi đó, ở phân khúc bán lẻ, VPB tiếp tục tập trung vào các sản phẩm cho vay có tài sản đảm bảo, rủi ro thấp hơn—như cho vay mua nhà - những sản phẩm này được kỳ vọng sẽ mang lại hiệu suất cho vay ổn định hơn.

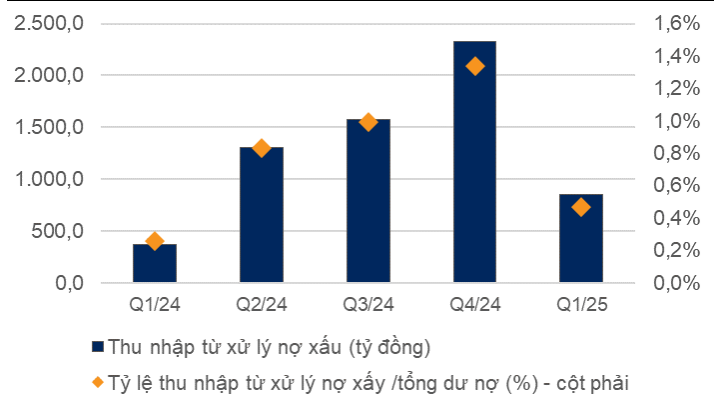
Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Nghị quyết 42 sẽ được luật hóa trong năm 2025, cho phép các ngân hàng thu giữ tài sản đảm bảo thông qua quy trình pháp lý đơn giản hơn.

Hình 10: Tỷ lệ NPL tăng trong Q1/25, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ cải thiện trong nửa cuối năm



Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ xử lý nợ xấu sẽ tăng



Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu 24.100 đ/cp

Chúng tăng phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu lên 8,35%, sau khi cập nhật các điều chỉnh từ [NYU Stern](#) vào tháng 1/2025. Chúng tôi kết hợp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số bằng nhau là 50% để đưa ra mức giá mục tiêu là 24.100 đồng cho VPB

Mức P/B mục tiêu của chúng tôi là 1,2x cho năm 2025. Trong quá khứ, VPB thường giao dịch cùng mức với P/B trung bình ngành. Tuy nhiên, trong năm 2024, VPB được giao dịch ở mức chiết khấu 13% so với ngành, phần lớn là do lo ngại về chất lượng tài sản của ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng tình hình chất lượng các khoản cho vay cải thiện trong năm 2025 sẽ giúp ROE tăng lên mức 12,9%, cao hơn mức hiện tại. Vì vậy, chúng tôi dự phóng P/B mục tiêu là 1,2x, bằng với tỷ lệ P/B trung bình hiện tại của ngành là 1,2x

Tiềm năng tăng giá chúng tôi bao gồm tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến và tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 12: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2025	2026	2027	2028	2029	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Phần bù rủi ro	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Chi phí vốn dài hạn						14,5%
Vốn chủ sở hữu (cuối kỳ)	157.318	183.205	214.578	252.117	297.413	340.538
ROE (%)	13,0%	15,2%	15,8%	16,1%	16,5%	12,7%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	1.138	5.667	7.826	9.960	12.892	49.715
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)	1.009	4.449	5.445	6.140	7.043	27.159
Giá trị sổ sách đầu kỳ	141.905					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	24.086					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)						27.159
Giá trị vốn chủ sở hữu	193.150					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7.934					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	24.345					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giá mục tiêu dựa trên các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	24.345	12.172
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2025)	50%	23.794	11.897
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			24.070
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			24.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đã thực hiện phân tích độ nhạy đối với chi phí vốn chủ sở hữu và giá trị ROE tại cuối kỳ. ROE tại năm cuối được tính dựa trên ROE trung bình của giai đoạn 2025-28, nhằm phản ánh quan điểm của chúng tôi về tác động của sự phục hồi của FE Credit trong giai đoạn 2025-28 đến ROE hợp nhất của VPB.

Hình 14: Phân tích độ nhạy đối với chi phí vốn và ROE cuối kỳ

Chi phí vốn	ROE	ROE				
		12,5%	13,5%	14,5%	15,5%	16,5%
9,8%		24.505	25.809	27.113	28.417	29.721
10,8%		23.106	24.263	25.419	26.576	27.733
11,8%		21.991	23.030	24.070	25.109	26.148
12,8%		21.081	22.025	22.968	23.912	24.855
13,8%		20.325	21.189	22.053	22.917	23.781

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Hệ số P/B hiện tại so với quá khứ của VPB



Dữ liệu ngày 30/05/2025

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Hệ số P/B so với trung bình ngành của VPB



Dữ liệu ngày 30/05/2025

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 30/05/2025)

Mã CK	Tiềm năng tăng giá	Vốn hóa	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
	(%) (triệu USD)		12T	2025	12T	2025	12T	2025	12T	2025	%	12T	2025	12T	2025
VCB VN	23,9%	18.123	2,9%	2,8%	1,2%	0,9%	2,3	2,3	13,9	11,8	-3,9%	1,7%	1,6%	17,9%	17,8%
CTG VN	13,6%	7.909	2,8%	2,9%	1,3%	1,2%	1,3	1,1	8,0	7,3	30,4%	1,1%	1,3%	18,3%	19,7%
BID VN	18,9%	9.721	2,3%	2,2%	1,5%	1,4%	1,7	1,5	9,9	10,7	18,0%	1,0%	0,9%	18,3%	17,8%
TCB VN	2,1%	8.273	3,9%	4,5%	1,1%	1,1%	1,4	1,2	10,1	7,6	21,4%	2,3%	2,7%	14,8%	17,6%
MBB VN	15,0%	5.714	4,4%	4,4%	2,5%	1,6%	1,3	1,1	6,0	5,9	16,8%	2,4%	2,1%	22,9%	21,5%
ACB VN	30,3%	4.168	3,5%	3,3%	1,5%	1,5%	1,2	1,0	6,5	5,2	15,5%	2,0%	2,0%	20,5%	20,3%
HDB VN	33,6%	2.917	5,4%	5,6%	2,2%	1,4%	1,3	1,1	5,4	7,4	21,4%	2,1%	2,2%	26,1%	25,6%
VIB VN	42,5%	2.051	3,7%	4,1%	3,6%	3,6%	1,2	1,0	7,6	6,1	22,5%	1,6%	2,0%	17,4%	21,0%
TPB VN	34,3%	1.346	3,8%	3,4%	2,2%	2,0%	0,9	0,8	5,6	5,2	10,2%	1,7%	1,6%	17,1%	16,3%
LPB VN	5,0%	3.653	3,1%	3,3%	1,4%	1,6%	2,1	1,7	9,6	10,3	1,9%	2,2%	1,8%	24,2%	18,7%
STB VN	12,3%	2.951	3,7%	3,5%	2,3%	2,3%	1,3	1,1	7,1	5,0	18,1%	1,5%	1,9%	20,6%	24,9%
OCB VN	27,4%	1.005	3,0%	3,6%	2,9%	2,7%	0,8	0,6	8,9	4,8	16,8%	1,1%	1,5%	9,5%	14,0%
Trung bình			3,7%	3,8%	2,2%	1,9%	1,4	1,2	8,3	7,3	16,7%	1,7%	1,8%	18,4%	19,1%
VPB VN	34,3%	5.477	5,9%	5,7%	4,8%	3,8%	1,0	0,9	8,8	7,3	27,5%	1,8%	1,9%	11,3%	13,0%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	32.346	34.349	41.021	38.175	49.080	57.129	68.460
Thu nhập ngoài lãi	6.687	9.953	16.776	11.315	12.705	11.528	12.887
Tổng thu nhập hoạt động	39.033	44.302	57.797	49.489	61.785	68.657	81.347
Chi phí hoạt động	11.392	10.719	14.116	13.941	14.340	16.237	19.017
LN trước trích lập	27.641	33.583	43.681	35.548	47.446	52.420	62.330
Chi phí trích lập dự phòng	14.622	19.002	22.461	24.994	27.903	27.723	29.244
Lợi nhuận trước thuế	13.019	14.581	21.220	10.554	19.543	24.697	33.086
Lợi nhuận sau thuế	10.414	11.808	18.183	9.724	15.309	19.377	25.887

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kết toán

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	9.062	13.310	12.594	10.708	16.476	10.301	10.878
Cho vay liên ngân hàng	19.555	57.105	47.965	94.094	134.644	151.489	163.976
Chứng khoán - tổng cộng	77.307	83.007	91.122	107.132	65.961	77.250	80.387
Cho vay khách hàng	286.319	345.390	424.662	551.472	676.546	834.662	1.021.775
Cho vay khách hàng (gộp)	290.816	355.281	438.338	566.271	692.876	851.477	1.043.426
Trích lập dự phòng	(4.497)	(9.891)	(13.676)	(14.799)	(16.330)	(16.816)	(21.651)
Tài sản cố định	2.101	2.123	2.047	2.113	2.213	2.430	2.890
Tài sản khác	24.681	46.475	52.622	52.049	28.008	57.983	68.844
Tổng tài sản	419.027	547.409	631.013	817.567	923.848	1.134.116	1.348.750
	0	0	0	0	0	0	0
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHNN	14	8.454	1.929	4.118	6	940	940
Tiền gửi liên ngân hàng	56.511	114.619	140.249	156.357	201.756	197.906	214.220
Tiền gửi khách hàng	233.428	241.837	303.151	442.368	485.667	639.760	808.212
Giấy tờ có giá	62.845	81.296	63.700	47.787	66.976	83.612	90.504
Các khoản nợ khác	13.434	14.925	18.481	27.141	22.168	48.906	45.414
Tổng nợ	366.233	461.131	527.511	677.771	776.572	971.123	1.159.289
	0	0	0	0	0	0	0
Vốn điều lệ	25.300	45.057	67.434	79.339	79.339	79.339	79.339
Quỹ của TCTD	11.912	12.559	13.535	12.233	14.566	14.569	14.569
Lợi nhuận giữ lại	17.415	22.439	16.752	19.066	24.008	39.417	65.303
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	7.906	6.664	5.164	5.370	5.674	6.257
Tổng VCSH	52.794	86.278	103.502	139.796	147.275	162.992	189.461

Các chỉ số tài chính

Các chỉ số chính

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Giá trị cổ phiếu							
Hệ số P/B	-	-	-	-	1,07	0,97	0,83
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	5%	5%	0%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	10%	10%	0%	0%
Lãi cơ bản/cp (đồng)	1.544	1.751	2.696	1.226	1.930	2.442	3.263

Các chỉ số tăng trưởng svck

Tín dụng	14,7%	25,5%	19,9%	28,4%	18,7%	22,1%	5,1%
Tiền gửi khách hàng	9,1%	3,6%	25,4%	45,9%	9,8%	31,7%	22,8%
Thu nhập lãi thuần	5,5%	6,2%	19,4%	-6,9%	28,6%	16,4%	19,8%
Thu nhập ngoài lãi	17,6%	48,8%	68,6%	-32,6%	12,3%	-9,3%	11,8%
Tổng thu nhập hoạt động	7,4%	13,5%	30,5%	-14,4%	24,8%	11,1%	18,5%
LN sau thuế	26,1%	13,4%	54,0%	-46,5%	57,4%	26,6%	33,6%

Các chỉ số lợi nhuận

NIM	8,7%	7,6%	7,5%	5,6%	5,8%	5,7%	5,7%
Chi phí/Thu nhập HĐKD (CIR)	29,2%	24,2%	24,4%	28,2%	23,2%	23,6%	23,4%
LN trước trích lập / Thu nhập HĐKD	70,8%	75,8%	75,6%	71,8%	76,8%	76,4%	76,6%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HĐKD	26,7%	26,7%	31,5%	19,6%	24,8%	28,2%	31,8%
ROA (12 tháng)	2,6%	2,4%	2,9%	1,1%	1,8%	1,9%	2,1%
ROE (12 tháng)	21,9%	18,0%	20,8%	8,4%	11,1%	13,0%	15,2%

Chất lượng tài sản

Tỷ lệ nợ nhóm 2	5,2%	4,7%	5,4%	6,9%	6,3%	4,4%	4,3%
Nợ nhóm 2 hình thành svck	382,1%	-52,4%	476,4%	101,4%	-71,4%	-252,3%	-215,7%
Tỷ lệ nợ xấu	3,4%	4,6%	5,7%	5,0%	4,8%	3,8%	3,4%
Nợ xấu hình thành svck	-212,7%	28,5%	40,7%	-10,7%	9,3%	11,1%	-10,6%
Tỷ lệ xử lý nợ xấu (write-off)	5,2%	4,4%	4,7%	4,3%	4,2%	3,6%	3,5%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	45,3%	60,9%	54,4%	51,7%	53,4%	52,3%	62,6%
Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán							
LDR	82,3%	80,4%	86,3%	87,3%	91,8%	92,4%	93,7%
Tỷ lệ đòn bẩy							
VCSSH/Tổng tài sản	12,6%	14,3%	15,3%	16,5%	15,4%	13,9%	13,6%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Trần Kim Phượng – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.trankim@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>