

NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG – HSX: VPB

TÌM LẠI BẦU TRỜI

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 24,800

Upside: +26%

Ngành Ngân hàng | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cho **VPB** với giá mục tiêu cập nhật là **24,800 đồng/cp** (upside **26%** so với giá đóng cửa 11/03/2025). Giá mục tiêu được điều chỉnh giảm khoảng 4% so với báo cáo gần nhất do chúng tôi cập nhật giảm dự báo CAGR LNST 5 năm tới xuống 22%/năm với dự báo NIM dài hạn thận trọng hơn trong bối cảnh ngành ngày càng cạnh tranh. P/B mục tiêu 1 năm được giữ nguyên ở mức 1.3x với kì vọng ROAE tiếp tục được cải thiện, tương đối thận trọng so với trung bình lịch sử.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Đà phục hồi ROAE tiếp tục được duy trì.** Dù nhu cầu tín dụng bán lẻ chưa thật sự quay trở lại, FECredit vẫn ghi nhận những kết quả tích cực từ quá trình tái cơ cấu với chất lượng tài sản cải thiện, chi phí dự phòng giảm, từ đó đã có lãi trở lại. Theo đó, BSC kì vọng VPB sẽ tiếp tục giữ được mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình >20%/năm trong 2025-2026, duy trì xu hướng phục hồi ROAE.
- Bộ đệm vốn cao giúp duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.** Dựa trên CAR vượt trội, BSC duy trì kì vọng rằng VPB sẽ trả cổ tức tiền mặt tối thiểu 1,000 đồng/cp trong 1-2 năm tới, qua đó đem lại thêm hơn 5% tỷ suất sinh lời so với giá hiện tại.
- Định giá được chiết khấu.** Với P/B dự phóng 1 năm hiện chỉ ở 1.0x (so với trung bình các ngân hàng so sánh là 1.2x) và ROAE dự báo tiếp tục cải thiện, BSC cho rằng VPB vẫn chưa được trả giá hợp lý so với tiềm lực vốn của ngân hàng.

CATALYST

NHNN từng có dự thảo về việc 2 trong 4 ngân hàng nhận tiếp quản ngân hàng yếu kém sẽ được nâng FOL lên 49%. Vừa qua, BLĐ của VPB cũng đã nhắc đến khả năng được nối FOL. BSC cho rằng đây có thể là chất xúc tác giúp cổ phiếu được tái định giá.

DỰ BÁO KQKD 2025-2026

BSC điều chỉnh tăng nhẹ 2.4% dự báo LNTT 2025F của VPB lên 23.9 nghìn tỷ (+20% YoY) sau kết quả 2024 tốt hơn kì vọng, đặc biệt là phía FECredit. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu LNTT 2026F của ngân hàng đạt 29.1 nghìn tỷ (+22% YoY). Động lực chính trong câu chuyện phục hồi lợi nhuận của VPB trong 2025-2026 được kì vọng đến từ **(1)** tăng trưởng tín dụng ở mức cao (>25%/năm), **(2)** lợi nhuận từ thu hồi nợ xấu (trung bình +18%/năm), và **(3)** chi phí tín dụng được cải thiện nhờ khẩu vị rủi ro thận trọng hơn.

RỦI RO

NIM thấp hơn dự kiến do áp lực từ chi phí vốn. Tín dụng bán lẻ tiếp tục phục hồi chậm hơn kì vọng. Chi phí tín dụng không giảm nhiều như dự kiến.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	49,739	62,255	72,943	88,491
LNTT	10,804	20,013	23,926	29,083
EPS	1,433	1,989	2,385	2,891
BVPS	19,347	17,886	19,271	21,162
ROAE	8.6%	11.4%	12.8%	14.3%

Trung tâm phân tích BSC

Đoàn Minh Trí
(Chuyên viên phân tích)
tridm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	19,700
Cổ phiếu LH (Triệu):	7,934
Vốn hoá (Tỷ VND):	156,298
Thanh khoản 30n (Triệu):	19.0
Sở hữu nước ngoài:	24.8%

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh Q4/2024 và cả năm 2024

VPB công bố LNTT hợp nhất Q4/24 vượt kì vọng, đạt gần 6.2 nghìn tỷ (+144% YoY), đưa lũy kế cả năm 2024 đạt 20.0 nghìn tỷ (+85% YoY), hoàn thành 106% dự báo của BSC và 86% kế hoạch của ngân hàng.

- Điểm nhấn trong quý đến từ FECredit ghi nhận LNTT gần 1 nghìn tỷ (gấp gần 5 lần cùng kỳ) với dư nợ tăng tốc (+10% YTD) và tỷ lệ nợ xấu tiếp tục cải thiện so với quý trước, ước tính giảm xuống <17%.
- Dư nợ VAMC quay trở lại bằng cân đối, tuy nhiên ở quy mô nhỏ (gần 1 nghìn tỷ) và chỉ tương đương 0.1% danh mục cho vay, do đó không gây ảnh hưởng đáng kể đến xu hướng phục hồi của chất lượng tài sản nói chung.

Một số điểm tổng quan về KQKD Q4/2024 của VPB xin tham khảo thêm tại [báo cáo trước đó](#). Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ đi chi tiết hơn về 1 số diễn biến quan trọng.

Hình 1: KQKD Q4/2024 và cả năm 2024 so với cùng kì và dự báo của BSC

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD (hợp nhất)	4Q23	4Q24	%YoY	FY23	FY24	%YoY	BSC dự báo	% Dự báo
Thu nhập lãi	20,431	21,401	5%	76,557	80,112	5%	78,862	102%
Chi phí lãi	(9,389)	(8,208)	-13%	(38,383)	(31,031)	-19%	(30,200)	103%
Thu nhập lãi thuần	11,042	13,193	19%	38,175	49,080	29%	48,662	101%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	1,997	1,542	-23%	7,212	6,124	-15%	6,933	88%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	(185)	233	-226%	(806)	827	-203%	--	N/M
Lãi từ mua bán chứng khoán	3	240	9100%	630	824	31%	487	169%
Thu nhập từ góp vốn	--	10	N/A	3	13	307%	3	407%
Thu nhập khác	481	2,427	405%	4,526	5,378	19%	4,862	111%
Thu nhập ngoài lãi	2,295	4,451	94%	11,565	13,166	14%	12,286	107%
Tổng thu nhập hoạt động	13,337	17,644	32%	49,739	62,246	25%	60,948	102%
Chi phí hoạt động	(3,645)	(3,791)	4%	(13,941)	(14,340)	3%	(14,926)	96%
Lợi nhuận trước dự phòng	9,692	13,853	43%	35,798	47,906	34%	46,021	104%
Chi phí dự phòng	(7,168)	(7,702)	7%	(24,994)	(27,903)	12%	(27,094)	103%
Lợi nhuận trước thuế	2,525	6,151	144%	10,804	20,004	85%	18,927	106%
Lợi nhuận sau thuế	1,965	5,040	157%	8,494	15,978	88%	15,142	106%
LNST thuộc cổ đông mẹ	1,951	4,617	137%	9,974	15,770	58%	15,221	104%

Nguồn: VPB, BSC Research

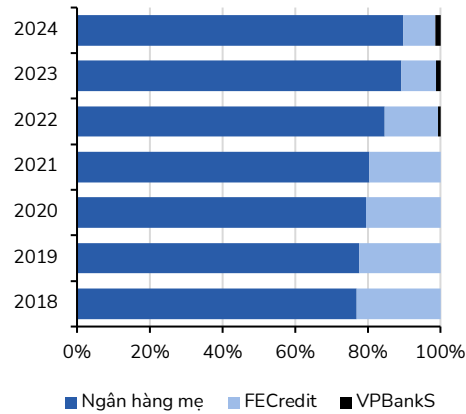
Cho vay lĩnh vực BĐS hiện chiếm hơn 40% cơ cấu danh mục của VPB, trong đó cho vay chủ đầu tư đang là động lực dẫn dắt.

Trong danh mục cho vay của VPB tại cuối 2024, cho vay kinh doanh BĐS ghi nhận tăng trưởng cao nhất (+63% YTD) và chiếm 27% cơ cấu danh mục (so với 20% cùng kỳ).

Tỷ trọng này gần tương đương với TCB (khoảng 33% tại cuối 2024) khi đây là 2 ngân hàng có tỷ trọng cho vay chủ đầu tư BĐS cao đầu ngành, dù xu hướng của 2 bên tương đối trái ngược trong năm qua.

Hình 2: Cơ cấu tín dụng VPB theo công ty con

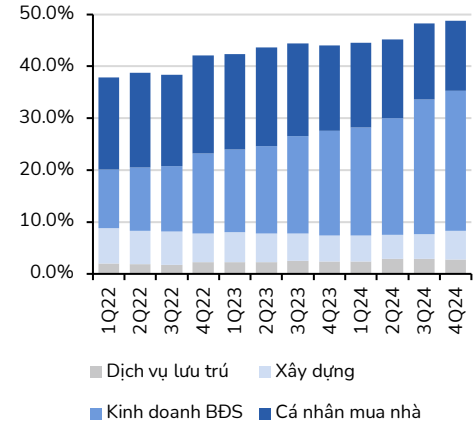
Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 3: Tỷ trọng cho vay BĐS và một số lĩnh vực khác

Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

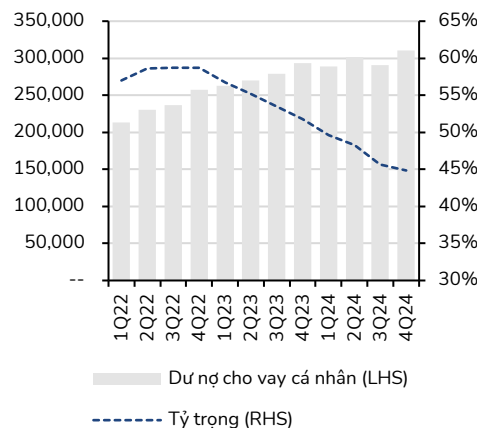
Cho vay bán lẻ còn tăng trưởng chậm, chờ đợi sự phục hồi từ mảng cho vay mua nhà.

Diễn biến trên xuất phát từ (1) nhu cầu yếu của tín dụng bán lẻ trong 2 năm qua và (2) quá trình tái cơ cấu FECredit tập trung vào chất lượng tài sản sau giai đoạn tăng trưởng nóng. Điều này khiến cho tỷ trọng cho vay bán lẻ hợp nhất của VPB liên tục suy giảm từ cuối 2022 đến nay, hiện ở mức 45% toàn danh mục.

Xét danh mục cho vay bán lẻ của ngân hàng mẹ, 2 mảng ghi nhận tăng trưởng tích cực nhất trong 2024 bao gồm cho vay ô tô (+19% YTD) và thẻ tín dụng (+11% YTD), hiện lần lượt chiếm 13% và 12% tỷ trọng. Mảng cho vay cá nhân mua nhà chỉ bắt đầu ghi nhận tăng trưởng trong Q4/2024 (+11% QoQ và +10% YTD), tuy nhiên BSC cho rằng cần theo dõi thêm để loại bỏ yếu tố mùa vụ. Thị trường BĐS được kỳ vọng khởi sắc trong 2025 sẽ là yếu tố giúp VPB lấy lại đà tăng trưởng.

Hình 4: Tỷ trọng cho vay bán lẻ trong danh mục hợp nhất

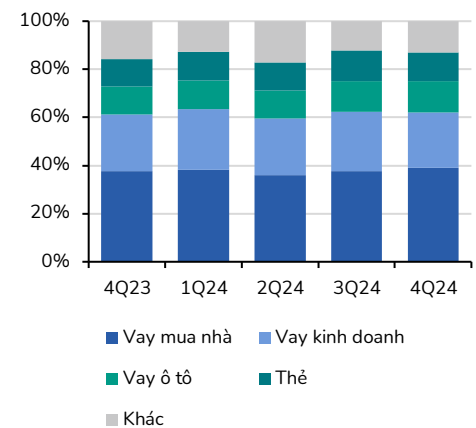
Đơn vị: tỷ đồng (LHS)



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 5: Cơ cấu danh mục cho vay bán lẻ theo ngành nghề

Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

FECredit trên hành trình tìm lại chính mình.

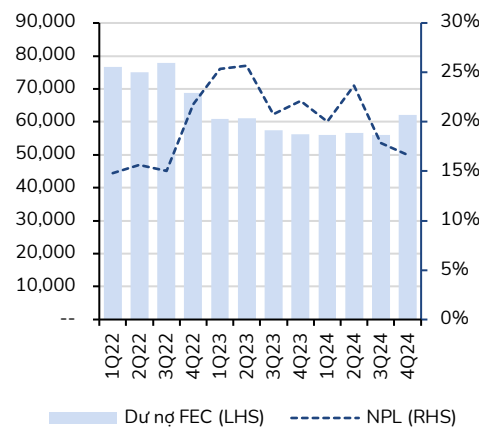
Về FECredit, số liệu Q4/2024 tiếp tục thể hiện xu hướng tích cực về cả tăng trưởng và chất lượng tài sản.

Theo ước tính của BSC, dư nợ FECredit tăng trưởng khoảng hơn +10% YTD tính tới cuối 2024, tương đối khiêm tốn so với kì vọng trước đó. Điểm đáng chú ý hơn là tỷ lệ nợ xấu ước tính đã giảm xuống <17% trong Q4/2024, cải thiện đáng kể so với giai đoạn 2023.

Điều này nhất quán với chiến lược cải thiện khẩu vị rủi ro và thu hẹp tập khách hàng được công ty chia sẻ trong quá trình tái cơ cấu. VPB cho biết rằng ảnh hưởng của các khoản vay cũ trên bảng cân đối sẽ không còn trong 2025 (thông tin thêm rằng VPB vừa bổ nhiệm Giám đốc rủi ro mới).

Hình 6: Dư nợ và tỷ lệ NPL ước tính của FECredit

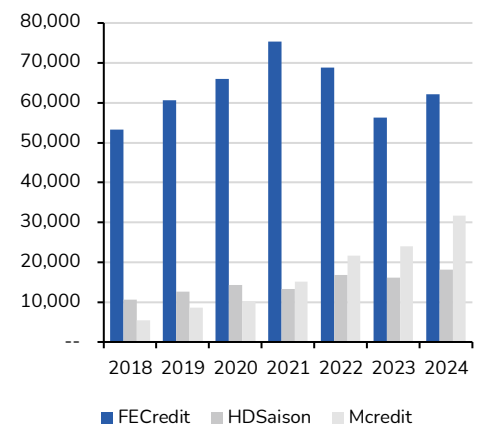
Đơn vị: tỷ đồng (LHS)



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 7: Ước tính dư nợ của 1 số công ty tài chính tiêu dùng

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: VPB, BSC Research

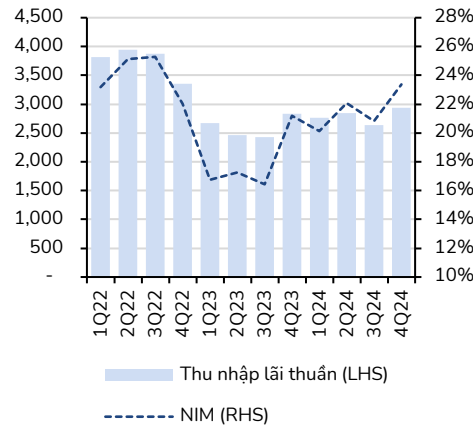
Theo đó, FECredit tiếp tục giảm thiểu được chi phí trích lập trong quý xuống khoảng 2.6 nghìn tỷ (-5% QoQ), và đồng thời cải thiện thu nhập lãi thuần lên khoảng 2.9 nghìn tỷ (+12% QoQ).

Trọng tâm của FECredit trong quá trình tái cơ cấu là công tác thu hồi nợ. Theo thông tin từ BLĐ, ước tính công ty con đã ghi nhận thu hồi nợ xấu khoảng 1.5 nghìn tỷ tính riêng trong Q4, đóng góp tới 75% số liệu hợp nhất trong quý hay 50% cả năm của VPB.

Lợi nhuận theo đó duy trì xu hướng phục hồi 3 quý liên tiếp, đạt gần 1.0 nghìn tỷ (gấp 3.5 lần quý trước) và đưa lũy kế cả năm đạt hơn 0.5 nghìn tỷ, vượt kì vọng của BSC. Phía BLĐ nhận định rằng xu hướng đóng góp lợi nhuận của FECredit sẽ tiếp tục được cải thiện trong 2025.

Hình 8: Thu nhập lãi của FECredit

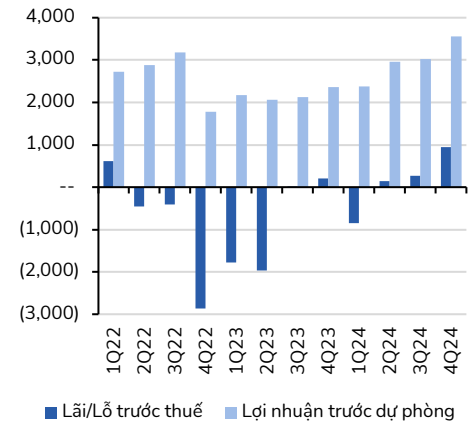
Đơn vị: tỷ đồng (LHS)



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 9: LNTT của FECredit

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: VPB, BSC Research

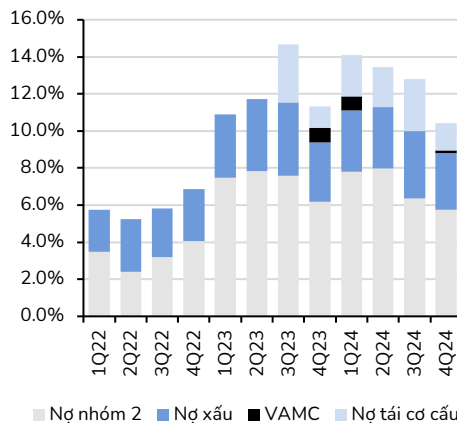
Chi phí tín dụng trừ đi thu hồi nợ (chỉ tiêu được VPB thường xuyên sử dụng) tiếp tục được cải thiện rõ nét.

Ủng hộ bởi sự cải thiện về chất lượng tài sản (tỷ lệ nợ có vấn đề liên tục giảm qua từng quý), chi phí tín dụng hợp nhất của VPB tại cuối 2024 cũng đã được cải thiện hơn 50bps so với cùng kỳ, đóng góp chính bởi FECredit. Nếu xét chỉ tiêu được VPB ưa thích sử dụng là chi phí tín dụng trừ đi thu hồi nợ, mức cải thiện này sẽ là hơn 90bps.

Dư nợ tái cơ cấu Thông tư 02 tại cuối 2024 giảm còn 10.1 nghìn tỷ, tương đương 1.6% dư nợ riêng lẻ. Do đã được trích lập đầy đủ trong 2024 theo quy định, BSC cho rằng tác động tiềm tàng lên tỷ lệ nợ xấu tương lai sẽ không đáng lo ngại.

Hình 10: Tỷ lệ nợ có vấn đề hợp nhất

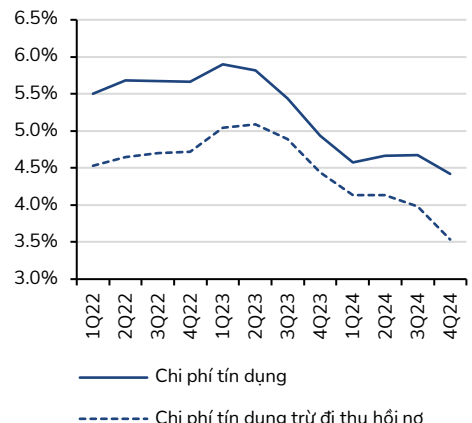
Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 11: Chi phí tín dụng hợp nhất

Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

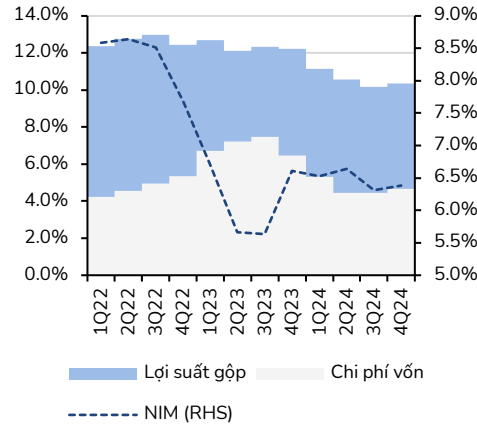
LDR theo quy định được kiểm soát nhờ tăng cường huy động trên thị trường 2, tuy nhiên có thể ảnh hưởng đến NIM trong ngắn hạn.

Điểm đáng lưu ý khác trên bảng cân đối Q4/2024 là sự lệch pha tiếp diễn giữa huy động thị trường 1 và tăng trưởng dư nợ khi LDR thuần riêng lẻ tiếp tục được kéo giãn lên 116% (+5 điểm % QoQ) mặc dù LDR theo Thông tư 22 vẫn được kiểm soát ở mức gần

82% (giảm nhẹ QoQ). Điều này là nhờ VPB đẩy mạnh huy động liên ngân hàng trong Q4 (+21% QoQ và +29% YTD). BSC cho rằng diễn biến này có thể gây ảnh hưởng đến NIM trong ngắn hạn khi lãi suất trên thị trường 2 liên tục duy trì cao (trung bình ON >4%) trong 4 quý vừa qua, chưa kể đến áp lực gia tăng huy động tiền gửi thị trường 1.

Hình 12: NIM hợp nhất trong Q4/2024 cải thiện nhẹ

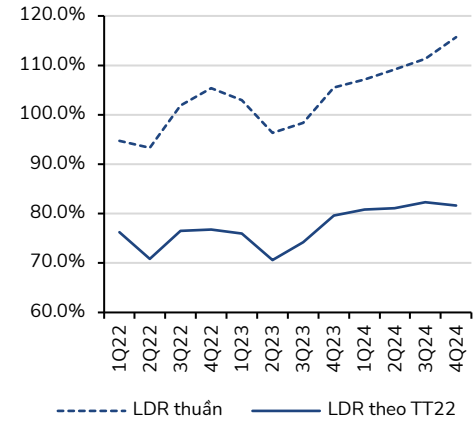
Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 13: Sự lệch pha giữa LDR thị trường 1 và thị trường 2 (riêng lẻ)

Đơn vị: %



Nguồn: VPB, BSC Research

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F.

BSC điều chỉnh tăng 2.4% dự báo LNTT 2025F của VPB lên 23.9 nghìn tỷ (+20% YoY) sau kết quả 2024 tốt hơn kì vọng, đặc biệt là phía FECredit. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu LNTT 2026F của ngân hàng đạt 29.1 nghìn tỷ (+22% YoY).

Động lực chính trong câu chuyện phục hồi lợi nhuận của VPB trong 2025-2026 được kì vọng đến từ **(1)** tăng trưởng tín dụng ở mức cao (trung bình >25%/năm) sau khi chính thức nhận chuyển giao GPBank, **(2)** lợi nhuận từ thu hồi nợ xấu kì vọng tăng trưởng trung bình 18%/năm khi ngân hàng tiếp tục tăng cường công tác thu hồi, được hỗ trợ bởi sự phục hồi về thanh khoản trên thị trường BDS, và **(3)** chi phí tín dụng tiếp tục được cải thiện về khoảng 4.0% (hợp nhất) nhờ khẩu vị rủi ro thận trọng hơn.

Hình 10: Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD	Thực tế	Dự báo cũ	Dự báo mới		Điều chỉnh
	2024	2025F	2025F	2026F	2025F
Thu nhập lãi thuần	49,080	58,450	58,383	72,162	-0.1%
%YoY	28.6%	20.1%	19.0%	23.6%	
Thu nhập ngoài lãi	13,175	14,129	14,559	16,329	3.0%
%YoY	13.9%	15.0%	10.5%	12.2%	
Tổng thu nhập hoạt động	62,255	72,579	72,943	88,491	0.5%
%YoY	25.2%	19.1%	17.2%	21.3%	
Chi phí hoạt động	(14,340)	(18,376)	(16,816)	(20,103)	-8.5%
%YoY	2.9%	23.1%	17.3%	19.5%	
Lợi nhuận trước dự phòng	47,915	54,203	56,127	68,388	3.5%
%YoY	33.8%	17.8%	17.1%	21.8%	
Chi phí dự phòng	(27,903)	(30,845)	(32,200)	(39,305)	4.4%
%YoY	11.6%	13.8%	15.4%	22.1%	
LNTT	20,013	23,358	23,926	29,083	2.4%
%YoY	85.2%	23.4%	19.6%	21.6%	
LNST thuộc cổ đông mẹ	15,779	18,686	18,920	22,940	1.2%
%YoY	58.2%	22.8%	19.9%	21.3%	

Các giả định chính	Thực tế	Dự báo cũ	Dự báo mới		Điều chỉnh
	2024	2025F	2025F	2026F	2025F
Tăng trưởng tín dụng	18.2%	26.4%	25.5%	25.9%	-1 điểm %
Ngân hàng mẹ	19.4%	26.9%	27.9%	25.6%	1 điểm %
Tăng trưởng huy động	12.7%	28.6%	26.2%	31.8%	-2 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.3%	6.1%	5.9%	5.5%	-20 bps
Tỷ lệ NPL	4.2%	4.0%	4.1%	3.9%	5 bps
NIM	5.9%	6.0%	5.9%	5.9%	-7 bps
CIR	23.0%	24.6%	23.1%	22.7%	-2 điểm %
Chi phí tín dụng	4.4%	4.3%	4.1%	4.0%	-15 bps
LLCR	55.9%	52.1%	48.1%	41.6%	-4 điểm %
ROAE	11.4%	12.9%	12.8%	14.3%	-11 bps

Nguồn: VPB, BSC Research

Các cấu phần chính được điều chỉnh như sau:

BSC gần như giữ nguyên dự báo thu nhập lãi thuần 2025F ở mức 58.4 nghìn tỷ (+19% YoY), đến từ giả định tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 25.5% (trong đó FECredit đạt 16%) và NIM đi ngang ở mức 5.9% (giảm 7bps so với dự báo 6.0% trước đó) do áp lực về việc gia tăng huy động như đề cập ở trên, trong khi lãi suất đầu ra dự kiến tiếp tục chịu cạnh tranh.

Dự báo của chúng tôi tương đối phù hợp với định hướng của BLĐ, trong đó tăng trưởng tín dụng 2025 nằm trong khoảng 20-25% (15% với FECredit) và tăng trưởng tiền gửi có thể đạt khoảng 30% nhằm đáp ứng tỷ lệ thanh khoản. NIM cũng được ngân hàng dự kiến duy trì tương đương 2024 trong bối cảnh ngành hiện tại.

Dự báo thu nhập ngoài lãi 2025F được điều chỉnh tăng 3.0% lên 14.6 nghìn tỷ (+11% YoY), tập trung vào dự báo thu nhập từ nợ xấu đã xử lý đạt 6.7 nghìn tỷ (+20% YoY), tương ứng với tỷ lệ thu hồi tiếp tục cải thiện nhẹ so với 2024. Thị trường BĐS tiếp tục chu kỳ phục hồi về nguồn cung trong 2025-2026 sẽ là yếu tố hỗ trợ đối với VPB.

Bên cạnh đó, NHNN đang tiếp tục đề xuất luật hóa một số nội dung chủ chốt từ Nghị quyết 42 về việc xử lý tài sản bảo đảm. Trong trường hợp được thông qua, các ngân hàng sẽ được hưởng lợi từ việc giảm thiểu tranh chấp và đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ.

Chi phí hoạt động 2025F được điều chỉnh giảm đáng kể nhất, khoảng 8.5% xuống 16.8 nghìn tỷ (+17% YoY), chủ yếu do kết quả 2024 tốt hơn dự kiến và BSC cho rằng xu hướng cắt giảm chi phí nhân sự của VPB sẽ tiếp tục được duy trì.

Chi phí dự phòng 2025F được điều chỉnh tăng 4.4% lên 32.2 nghìn tỷ (+15% YoY), tương ứng với chi phí tín dụng ở mức 4.1% (-28bps YoY), có phần thận trọng hơn định hướng của BLĐ.

Ngân hàng kì vọng rằng chi phí tín dụng trừ đi thu hồi trong 2025 có thể sẽ giảm khoảng 60bps so với 2024, trong khi tỷ lệ nợ xấu được dự kiến kiểm soát ở mức tương đương. Điều này lần nữa lại càng nhấn mạnh vào quyết tâm thu hồi nợ xấu của VPB.

Thông tin thêm về GPBank, đây là ngân hàng có quy mô nợ xấu nhỏ nhất trong 4 ngân hàng yếu kém được chuyển giao bắt buộc. VPB dự kiến sẽ đưa GPBank tối thiểu hết lỗ trong 2025 và tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo. Ngoài việc đưa nhân sự sang điều hành, BSC tin rằng VPB cũng sẽ bán các khoản nợ tốt của mình cho GPBank tương tự các trường hợp nhận chuyển giao khác. Bù lại, VPB sẽ được 1 số lợi ích quy định trong Luật TCTD như hạn mức tín dụng cao hơn và có thể được vay tái cấp vốn từ NHNN với lãi suất 0% (khoản tiền này nằm ngoài các giới hạn tỷ lệ như LDR, MTLT).

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Luận điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị VPB dựa trên các luận điểm sau:

- **Đà phục hồi về ROAE tiếp tục được duy trì.** Dù nhu cầu tín dụng bán lẻ chưa thực sự quay trở lại, FECredit vẫn ghi nhận những kết quả tích cực từ quá trình tái cơ cấu với chất lượng tài sản cải thiện, chi phí dự phòng giảm, từ đó đã có lãi trở lại. Theo đó, BSC kì vọng VPB sẽ tiếp tục giữ được mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình >20%/năm trong 2025-2026, qua đó duy trì xu hướng phục hồi ROAE.
- **Bộ đệm vốn cao giúp duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.** Dựa trên CAR vượt trội, BSC duy trì kì vọng rằng VPB sẽ trả cổ tức tiền mặt tối thiểu 1,000 đồng/cp trong 1-2 năm tới, qua đó đem lại thêm hơn 5% tỷ suất sinh lời so với giá hiện tại.
- **Định giá được chiết khấu so với các ngân hàng cạnh tranh.** Tính từ đầu năm, trong bối cảnh thị trường thuận lợi về cả chính sách tiền tệ và tài khóa, VPB (+1%) có hiệu suất tương đối thấp hơn các ngân hàng cạnh tranh khác như TCB (+14%), MBB (+12%), CTG (+11%), STB (+8%), ACB (+3%). Với P/B dự phóng 1 năm hiện chỉ ở 1.0x (so với trung bình các ngân hàng so sánh là 1.2x) và ROAE dự báo tiếp tục cải thiện, BSC cho rằng VPB vẫn chưa được trả giá hợp lý so với tiềm lực vốn của ngân hàng.

Catalyst

NHNN từng công bố dự thảo về việc 2 trong 4 ngân hàng nhận tiếp quản ngân hàng yếu kém sẽ được nâng giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) lên 49% (so với mức 30% thông thường). Đây là một trong những ưu tiên của NHNN dành cho các ngân hàng tham gia vào đề án này. Vừa qua, BLĐ của VPB cũng đã nhắc đến khả năng được nối FOL, qua đó thu hút thêm nguồn vốn ngoại. BSC cho rằng đây có thể là chất xúc tác giúp thị trường định giá lại cổ phiếu.

Định giá

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cho **VPB** với giá mục tiêu cập nhật là **24,800 đồng/cp** (upside **26%** so với giá đóng cửa 11/03/2025). Giá mục tiêu được điều chỉnh giảm khoảng 4% so với báo cáo gần nhất do chúng tôi cập nhật dự báo CAGR LNST 5 năm từ 29%/năm xuống 22%/năm với dự báo NIM dài hạn thận trọng hơn trong bối cảnh ngành ngày càng cạnh tranh. P/B mục tiêu 1 năm được giữ nguyên ở mức 1.3x với kì vọng ROAE tiếp tục được tối ưu, là mức tương đối thận trọng so với trung bình lịch sử 1.6x của VPB.

Tương tự các báo cáo trước, chúng tôi duy trì phân bổ tỷ trọng 70/30 lần lượt cho phương pháp P/B và thu nhập thặng dư khi cho rằng diễn biến giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố trong ngắn hạn, đặc biệt là các chuyển biến của thị trường BĐS.

Rủi ro

- NIM thấp hơn dự kiến do áp lực từ chi phí vốn.
- Tín dụng bán lẻ tiếp tục phục hồi chậm hơn kì vọng.
- Chi phí tín dụng cao hơn dự kiến.

Hình 13: Tổng hợp kết quả định giá theo 2 phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
Thu nhập thặng dư	30%	24,772
P/B (P/B mục tiêu = 1.3x)	70%	24,859
Giá mục tiêu		VND 24,833
Giá đóng cửa 11/03/2025		VND 19,700
Tiềm năng tăng giá		26%

Hình 14: Chi phí VCSH

Giá định chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro	10.0%
Beta điều chỉnh	1.2
Chi phí VCSH	15.2%

Phân bổ giá trị hiện tại thu nhập thặng dư

Giai đoạn 2025F-2029F	16.7%
Giá trị dài hạn	83.3%

Nguồn: BSC Research

Hình 15: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư (đơn vị: tỷ đồng trừ khi ghi chú)

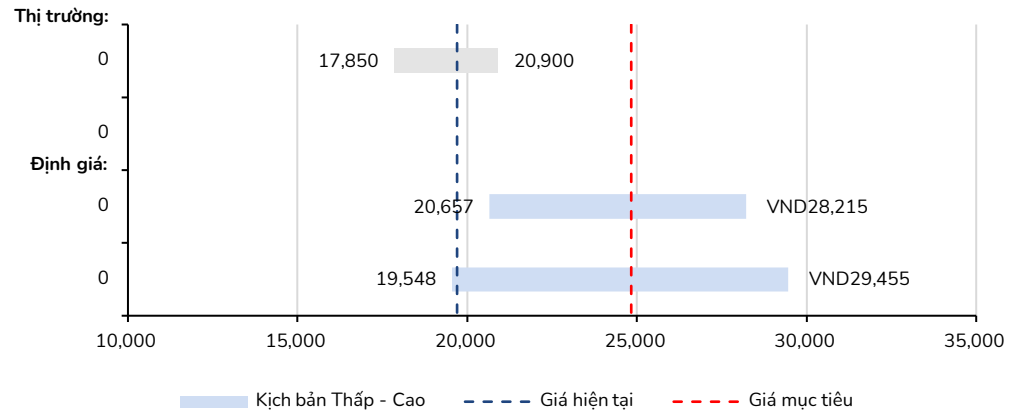
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LNST thuộc cổ đông mẹ	18,920	22,940	28,684	34,710	42,349
(-) Chi phí VCSH	(22,458)	(24,438)	(27,162)	(30,782)	(35,444)
Lợi nhuận thặng dư	(3,538)	(1,498)	1,522	3,928	6,905
Giá trị dài hạn (g = 3.0%)					62,392
Hệ số chiết khấu		0.8	1.8	2.8	3.8
Giá trị hiện tại		(1,139)	1,265	2,832	4,321
					36,371
Tổng giá trị hiện tại	43,649				
(+) Giá trị sổ sách VCSH	152,891				
Tổng giá trị VCSH	196,540				
SLCP lưu hành (triệu)	7,934				
Giá trị hợp lý	VND 24,772				

(P/B FY+1 ngầm định = 1.3x)

Nguồn: BSC Research

Hình 16: Khoảng định giá theo phân tích kịch bản

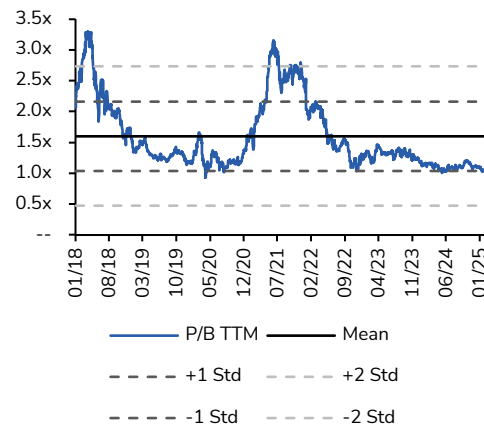
Đơn vị: nghìn đồng/cp



Nguồn: BSC Research

Hình 17: Định giá P/B lịch sử

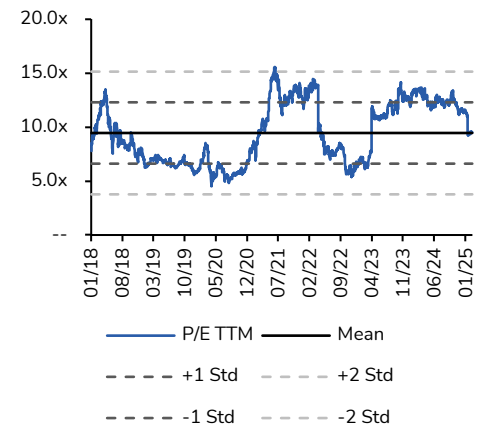
Đơn vị: lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 18: Định giá P/E lịch sử

Đơn vị: lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi	76,557	80,112	99,236	129,406	Quy mô				
Chi phí lãi	(38,383)	(31,031)	(40,852)	(57,244)	Thị phần cho vay	4.2%	4.4%	4.8%	5.3%
Thu nhập lãi thuần	38,175	49,080	58,383	72,162	Thị phần tiền gửi	3.3%	3.3%	3.5%	3.9%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	7,212	6,126	6,577	7,080	An toàn vốn				
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	(806)	827	827	827	CAR Basel II	17.1%	15.5%	14.1%	12.5%
Lãi từ mua bán chứng khoán	630	831	668	913	VCSH/TTS	16.5%	15.4%	13.7%	11.9%
Thu nhập từ góp vốn	3	13	13	13	Đòn bẩy	6.1x	6.5x	7.3x	8.4x
Thu nhập khác	4,526	5,378	6,475	7,497	Chất lượng tài sản				
Tổng thu nhập hoạt động	49,739	62,255	72,943	88,491	Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.9%	6.3%	5.9%	5.5%
Chi phí hoạt động	(13,941)	(14,340)	(16,816)	(20,103)	Tỷ lệ nợ xấu	5.0%	4.2%	4.1%	3.9%
Lợi nhuận trước dự phòng	35,798	47,915	56,127	68,388	LLCR	51.9%	55.9%	48.1%	41.6%
Chi phí dự phòng	(24,994)	(27,903)	(32,200)	(39,305)	DPRR cụ thể/Nợ xấu	37.3%	38.5%	30.2%	23.0%
Lợi nhuận trước thuế	10,804	20,013	23,926	29,083	DPRR/Nợ nhóm 2-5	22.0%	22.5%	19.7%	17.3%
Chi phí thuế TNDN	(2,310)	(4,026)	(4,785)	(5,817)	Thanh khoản				
Lợi nhuận sau thuế	8,494	15,987	19,141	23,266	LDR TT1	115.5%	125.4%	124.7%	119.1%
Lợi ích của CBTS	1,480	(208)	(221)	(326)	LDR TT2	87.8%	92.1%	93.3%	90.7%
LNST thuộc cổ đông mẹ	9,974	15,779	18,920	22,940	Vay ròng LNH/Tiền gửi	14.1%	13.8%	17.4%	19.8%
Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Hiệu quả sinh lời				
Tổng tài sản	817,567	923,848	1,115,110	1,406,146	Lợi suất gộp	11.5%	9.7%	10.1%	10.6%
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,285	2,148	2,593	3,270	Chi phí vốn	6.6%	4.4%	4.8%	5.3%
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	8,423	14,327	10,014	27,900	NIM	5.7%	5.9%	5.9%	5.9%
Tiền gửi tại các TCTD khác	94,094	134,644	133,653	139,592	CIR	28.0%	23.0%	23.1%	22.7%
Chứng khoán kinh doanh	12,326	13,111	12,428	14,181	ROAA	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
Các công cụ tài chính phái sinh	--	--	--	--	ROAE	8.6%	11.4%	12.8%	14.3%
Cho vay khách hàng	551,472	676,546	852,787	1,077,190	Chi phí tín dụng	5.0%	4.4%	4.1%	4.0%
Tổng dư nợ cho vay	566,271	692,876	869,897	1,095,182	Tăng trưởng				
Dự phòng rủi ro	(14,799)	(16,330)	(17,110)	(17,992)	Tín dụng	25.5%	18.2%	25.5%	25.9%
Chứng khoán đầu tư	94,587	52,783	65,656	96,248	Huy động	33.6%	12.7%	26.2%	31.8%
Góp vốn đầu tư dài hạn	189	189	189	189	Tổng tài sản	29.6%	13.0%	20.7%	26.1%
Tài sản khác	53,369	29,300	36,786	46,312	Cho vay	29.2%	22.4%	25.5%	25.9%
Nợ phải trả	677,771	776,572	957,071	1,233,426	Tiền gửi	45.9%	9.8%	23.0%	28.5%
Các khoản nợ NHNN Việt Nam	4,118	6	7	9	Thu nhập hoạt động	-13.9%	25.2%	17.2%	21.3%
Tiền gửi các TCTD khác	156,357	201,756	237,431	291,658	LNTT	-49.1%	85.2%	19.6%	21.6%
Tiền gửi của khách hàng	442,368	485,667	597,191	767,660	Định giá				
Các công cụ tài chính phái sinh	0	28	28	28	EPS (đồng)	1,433	1,989	2,385	2,891
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	22	11	14	17	BVPS (đồng)	19,347	17,886	19,271	21,162
Phát hành giấy tờ có giá	47,787	66,976	100,271	151,924	P/E	12.7x	9.7x	8.0x	6.6x
Các khoản nợ khác	27,118	22,129	22,129	22,129	P/B	0.9x	1.1x	1.0x	0.9x
Vốn chủ sở hữu	134,631	141,905	152,891	167,897	SLCP lưu hành (triệu)	6,959	7,934	7,934	7,934
Vốn điều lệ	79,339	79,339	79,339	79,339	SLCP pha loãng (triệu)	6,959	7,934	7,934	7,934
Thặng dư vốn cổ phần	23,993	23,993	23,993	23,993					
Cổ phiếu quỹ	--	--	--	--					
Lợi nhuận chưa phân phối	19,066	24,008	34,993	50,000					
Quỹ và vốn khác	12,233	14,566	14,566	14,566					
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,164	5,370	5,149	4,823					
Tổng nợ phải trả và VCSH	817,567	923,848	1,115,110	1,406,146					

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Định lượng

Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn