

NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HSX: VPB)

Tái định giá với thương vụ IPO VPBankS

- Lợi nhuận trước thuế của VPB dự kiến tăng 43.6%/31.8% svck, nhờ tăng trưởng tín dụng top đầu ngành và chi phí tín dụng giảm đáng kể.
- Tỷ lệ nợ xấu được kỳ vọng cải thiện đáng kể so với đầu năm;
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VPB với giá mục tiêu 42,400 VNĐ/cp.

Lợi nhuận Q3/25 tạo mức đỉnh mới

Trong Q3/2025, LNTT của VPB đạt 9,166 tỷ đồng, tăng trưởng 76.7%, chỉ thấp hơn mức đỉnh vào Q1/2022. Lũy kế 9 tháng, LNTT hợp nhất đạt 20,395 tỷ đồng, tăng 47.1% svck, hoàn thành 72% kế hoạch điều chỉnh và đạt 72% dự phóng của MBS Research. Lợi nhuận Q3/25 tăng mạnh chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh mẽ tổng thu nhập hoạt động. Thu nhập lãi thuần tăng mạnh 23.9% svck chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng vượt bậc tính đến cuối Q3/25 đạt 28.4% so với đầu năm (trong khi cùng kỳ chỉ tăng 8.7%). NIM theo năm trong Q3/25 tăng 10 điểm cơ bản so với Q2/25. Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 74.6% svck chủ yếu do tăng mạnh thu nhập phí thuần (+108.4%) và thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh (+1000%). Tỷ lệ CIR giảm từ 26% trong nửa đầu năm xuống còn 22% trong Q3/25, và chi phí tín dụng giảm svck.

LNTT kỳ vọng tăng trưởng bình quân trên 35% giai đoạn 2025 - 2026

LNTT kỳ vọng tăng lần lượt 43.6%/31.8% svck trong năm 2025/2026F chủ yếu nhờ động lực tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và chi phí tín dụng giảm đáng kể. Chúng tôi kỳ vọng TTTD cả năm 2025 đạt 35.3% nhờ đẩy mạnh cho vay thương mại và cho vay bán lẻ, chủ yếu cho vay mua nhà. Tỷ lệ nợ xấu được kỳ vọng tiếp tục cải thiện, đến cuối năm 2025 dự kiến đạt 3.48%, giảm 72 đcb svck nhờ quy mô nợ nhóm 1 tăng mạnh cùng với việc tích cực xử lý nợ xấu. Chi phí tín dụng dự kiến giảm svck khi áp lực trích lập nợ xấu giảm bớt, dự kiến đạt 25,684 tỷ đồng (-8% svck).

Tái định giá với thương vụ IPO VPBankS

VPB đang dần hoàn thiện hệ sinh thái khi FE Credit ghi nhận lãi liên tục 6 quý và VPBankS ghi nhận lợi nhuận bứt phá từ Q4/24 trở lại đây. Ngoài ra, việc IPO VPBankS giúp huy động cho công ty thành viên này hơn 12,713 tỷ đồng, từ đó giúp nâng cao năng lực cạnh tranh khi thị trường chứng khoán sôi động trở lại. Hợp lực tập đoàn cùng với sự góp mặt của nhà đầu tư chiến lược như SMBC sẽ góp phần gia tăng khả năng cạnh tranh của ngân hàng có tư nhân có tổng tài sản lớn nhất ngành tại cuối Q2/25.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 42,400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh LNTT 2025F/2026F so với báo cáo gần nhất lần lượt 13.6%/11.7% do kỳ vọng LN các công ty con đóng góp đáng kể hơn. Chúng tôi điều chỉnh P/B mục tiêu lên 1.8x khi định giá ngành ngân hàng được nâng lên và chất lượng tài sản VPB cải thiện đáng kể. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh BVPS theo SLCP sau khi thực hiện IPO VPBS. Chúng tôi kết hợp hai phương pháp thu nhập thặng dư và P/B, dựa trên luận điểm đầu tư: 1) ngân hàng tư nhân top đầu về tổng tài sản, 2) TTTD cao hàng đầu ngành, 3) chất lượng tài sản cải thiện đáng kể và 4) thương vụ IPO VPBankS. Rủi ro đầu tư: 1) chất lượng tài sản suy giảm hơn, 2) thị trường BĐS kém khả quan đi.

Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi thuần	49,080	57,428	75,307	97,702
Tổng thu nhập hoạt động	62,255	71,900	92,805	118,129
Chi phí trích lập dự phòng	(27,903)	(25,684)	(32,363)	(39,704)
LNST	15,779	22,785	30,099	39,843
Biên lãi ròng (NIM)	5.83%	5.39%	5.52%	5.77%
Tăng trưởng huy động	9.79%	25.00%	24.00%	22.00%
Tăng trưởng tín dụng	17.96%	35.31%	29.88%	28.00%
Tăng trưởng LNST	58.20%	44.40%	32.10%	32.37%
BVPS	18,563	20,737	24,392	29,231
P/B	2.44	1.46	1.24	1.04

Nguồn: VPB, MBS Research

KHẢ QUAN

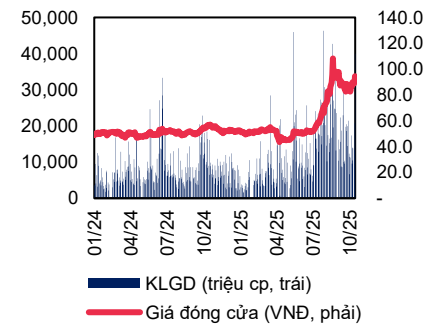
Giá mục tiêu 42,400 VNĐ

Tiềm năng tăng giá 39.7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh tăng LNTT 2025F/2026F lần lượt lên 13.6%/11.7%
- Điều chỉnh mức P/B mục tiêu

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	30,350
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	38,700
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	15,500
Vốn hóa (Tỷ đồng)	240,795
P/E (TTM)	11.43
P/B	1.53
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23.87

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

SMBC	15.00%
Ngô Chí Dũng và gia đình	14.04%
Bùi Hải Quân và gia đình	6.08%
CTCP Diera Corp	4.40%
Khác	60.48%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Hương
Huong.phamthithanh@mbs.com.vn

Luận điểm đầu tư & Định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu VPB vì 1) vị thế ngân hàng tư nhân top đầu về tổng tài sản và bộ đệm vốn CAR, 2) TTTD cao top đầu ngành, 3) chất lượng tài sản cải thiện đáng kể và 4) thương vụ IPO VPBankS giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của công ty con.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **42,400 đồng**, với tiềm năng tăng giá **39.7%**

- Phương pháp thu nhập thặng dư:** Chúng tôi áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư, vì phần lớn giá trị ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá, với chi phí vốn là 12.8%. Chúng tôi điều chỉnh LNTT 2025/2026 tăng lần lượt 13.6%/11.7% so với báo cáo trước do kỳ vọng tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn và đóng góp đáng kể từ công ty thành viên.
- Phương pháp so sánh P/B:** Chúng tôi đặt P/B mục tiêu 1.8x cho BVPS năm 2026. Chúng tôi điều chỉnh P/B mục tiêu do định giá ngành ngân hàng được nâng lên và chất lượng tài sản của VPB cải thiện đáng kể cùng với việc tăng trưởng tín dụng cao hàng đầu trong hệ thống.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phí rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Chi phí vốn cổ phần	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					3.0%
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	4,479	8,074	13,934	20,195	22,997
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	4,479	7,151	10,932	14,033	14,155
VCSH đầu kỳ	141,905				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	50,750				
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	147,267				
Giá trị VCSH cuối kỳ	339,922				
SLCP lưu hành (tr cp)	8,234				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	41,300				

Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 2: Giá mục tiêu kết hợp 2 phương pháp

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	41,300	50%	20,650
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.8x)	43,418	50%	21,709
Giá mục tiêu			42,400

Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 3: So sánh với các ngân hàng khác

Ngân hàng	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Khuyến nghị</u>	<u>P/B định giá</u>	<u>P/E</u>		<u>P/B</u>		<u>Tăng trưởng LNST</u>		<u>ROE</u>		<u>ROA</u>	
	(VND/cp)			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	32,100	KHẢ QUAN	1.6x	7.5x	6.2x	1.3x	1.1x	1.5%	22.0%	19.0%	19.6%	1.8%	1.9%
BID	48,000	KHẢ QUAN	1.8x	9.3x	7.8x	1.5x	1.3x	9.5%	18.4%	17.6%	17.7%	1.0%	1.0%
CTG	65,400	KHẢ QUAN	1.9x	8.8x	6.9x	1.6x	1.3x	20.2%	26.8%	19.1%	20.6%	1.2%	1.3%
EIB	23,200	TRUNG LẬP	1.5x	12.7x	11.2x	1.5x	1.4x	5.1%	13.7%	13.0%	12.7%	1.4%	1.4%
HDB	39,450	KHẢ QUAN	1.7x	6.7x	5.0x	1.6x	1.2x	31.5%	34.3%	27.7%	28.2%	2.2%	2.3%
LPB	N/A	N/A	N/A	12.6x	10.7x	2.7x	2.2x	19.9%	17.8%	23.9%	22.6%	2.1%	2.2%
MBB	N/A	N/A	N/A	6.0x	4.6x	1.1x	0.9x	14.0%	31.5%	20.1%	21.5%	2.0%	2.2%
OCB	N/A	N/A	N/A	8.8x	7.1x	0.9x	0.8x	9.4%	24.7%	10.4%	11.6%	1.2%	1.3%
STB	N/A	N/A	N/A	9.7x	8.8x	1.6x	1.4x	12.7%	5.1%	18.8%	16.7%	1.5%	1.4%
TCB	46,800	KHẢ QUAN	1.7x	10.8x	9.0x	1.5x	1.3x	15.3%	18.4%	15.8%	15.9%	2.3%	2.3%
TPB	22,800	KHẢ QUAN	1.3x	6.7x	5.9x	1.1x	1.0x	18.3%	14.1%	18.0%	17.7%	1.7%	1.7%
VCB	79,300	KHẢ QUAN	2.8x	13.8x	12.5x	2.2x	1.9x	5.7%	10.8%	16.8%	16.0%	1.6%	1.6%
VIB	23,100	KHẢ QUAN	1.5x	7.7x	6.6x	1.3x	1.1x	14.2%	17.4%	18.4%	18.5%	1.5%	1.5%
VPB	42,400	KHẢ QUAN	1.8x	11.0x	8.3x	1.5x	1.2x	43.8%	31.8%	14.1%	15.7%	2.1%	2.2%
Trung bình (Không tính các NH quốc doanh)			1.6x	9.1x	7.6x	1.5x	1.2x	18.3%	23.6%	18.1%	18.2%	1.8%	1.8%
Trung bình			1.8x	9.4x	7.9x	1.5x	1.3x	15.5%	21.5%	18.0%	18.2%	1.7%	1.7%

Giá đóng cửa tại ngày 21/10/2025

Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Rủi ro đầu tư

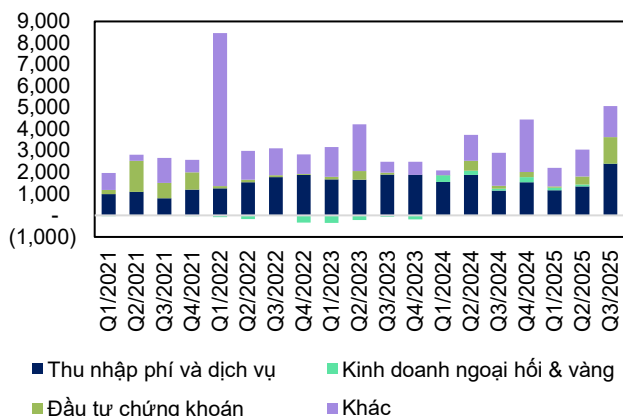
- 1) Chúng tôi lo ngại về chất lượng tài sản khi nợ xấu tăng trở lại trong khi bộ đệm dự phòng của VPB chưa đủ mạnh, vẫn dưới mức 60%.
- 2) Tính đến cuối Q3/25, dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản và dư nợ cho vay cá nhân mua nhà để ở chiếm lần lượt 22.97% và 13.16% tổng dư nợ. Do vậy, khi thị trường bất động sản diễn biến kém khả quan có thể ảnh hưởng đến danh mục cho vay của VPB.

NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

KQKD Q3/25: Lợi nhuận theo quý tạo đỉnh mới

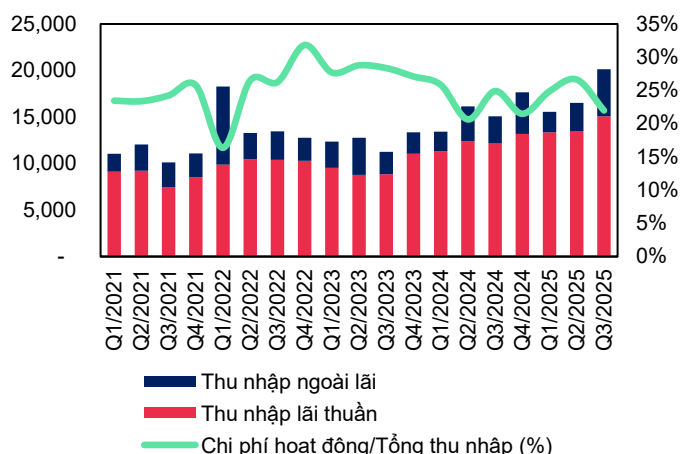
Hình 4: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q3/25					
(Đơn vị: tỷ đồng)	Q3/25	% svck	9T25	%svck	% dự báo MBS
Nhận xét					
Thu nhập lãi thuần	15,061	23.9%	41,896	16.7%	73%
Thu nhập lãi thuần tăng mạnh 23.9% svck chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng vượt bậc tính đến cuối Q3/25 đạt 28.4% so với đầu năm (trong khi cùng kỳ chỉ tăng 8.7%). NIM theo năm trong Q3/25 tăng 10 điểm cơ bản so với Q2/25.					
Thu nhập ngoài lãi	5,076	74.6%	10,343	18.6%	71%
Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 74.6% svck chủ yếu do tăng mạnh thu nhập phí thuần (+108.4%) và thu nhập từ mua bán chứng khoán kinh doanh (+1000%).					
Tổng thu nhập hoạt động	20,138	33.7%	52,238	17.1%	73%
Chi phí hoạt động	(4,428)	18.0%	(12,706)	20.5%	73%
LN trước dự phòng	15,710	38.9%	39,532	16.1%	73%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(6,544)	6.8%	(19,137)	-5.3%	75%
LN trước thuế	9,166	76.7%	20,396	47.1%	71%
Trong Q3/2025, LNTT của VPB đạt 9,166 tỷ đồng, tăng trưởng 76.7% và cao nhất trong 15 quý gần đây, cao hơn 16.1% so với dự báo của MBS Research. Lũy kế 9 tháng, LNTT hợp nhất 9T2025 ở mức 20,395 tỷ đồng, cao hơn 47.1% svck, hoàn thành 81% kế hoạch (đầu năm) và 72% kế hoạch điều chỉnh (do điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận của VPBS).					
LN ròng	7,275	80.6%	16,033	43.6%	70%
Tăng trưởng tín dụng	9.8%	8.8%	28.5%	19.7%	
Tính đến hết Q3/2025, tín dụng của VPB tăng 28.5%, trong khi cùng kỳ chỉ tăng 8.7%, tăng gấp hơn hai lần so với mức TTTD toàn hệ thống. Đây cũng là mức tăng trưởng cuối quý cao nhất kể từ trước đến nay. Trong đó, TTTD tính riêng Q3/25 đạt gần 10% so với cuối Q2/25.					
Tăng trưởng huy động	1.4%	1.2%	25.2%	17.7%	
Tăng trưởng huy động chủ yếu do phát hành giấy tờ có giá, còn tăng trưởng tiền gửi giảm từ 23.7% tại cuối Q2/25 xuống 20.6%					
NIM	5.4%	-0.5%	5.42%	-0.52%	
CIR	42.5%	-2.9%	24.32%	0.68%	
Tỷ lệ CIR giảm từ 26% trong nửa đầu năm xuống còn 22% trong Q3/25, và chi phí tín dụng giảm svck					
CASA			14.3%	0.1%	
NPL			3.5%	-1.3%	
Tỷ lệ nợ xấu của VPB cuối Q1/25 tăng mạnh hơn 50 điểm cơ bản so với đầu năm, tuy nhiên đã giảm đáng kể xuống mức 3.51% vào cuối Q3/25 - mức thấp nhất kể từ năm 2022 tới nay. Tính đến cuối Q3/25, giá trị nợ xấu của VPB tăng 8% so với đầu năm, trong khi giá trị nợ nhóm 1 tăng mạnh 34.2% so với đầu năm.					
LLR			55.1%	4.4%	
ROE	13.7%	3.2%			
ROA	2.0%	0.4%			

Hình 5: Thu nhập ngoài lãi Q3/25 tăng mạnh chủ yếu do tăng thu nhập dịch vụ và từ mua bán chứng khoán kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)



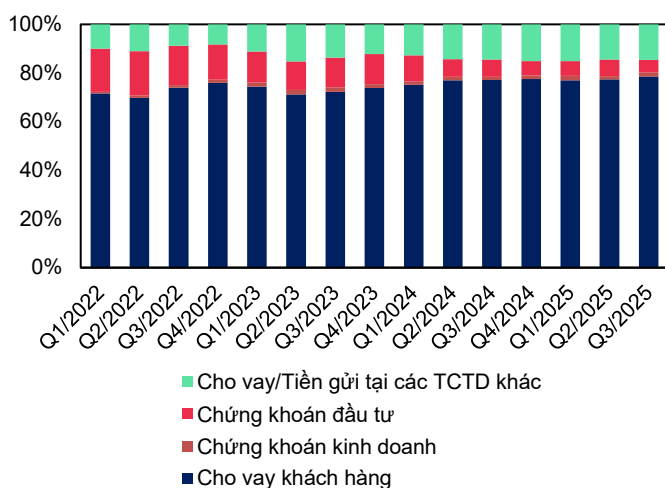
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 6: Thu nhập ngoài lãi Q3/25 tăng trưởng mạnh mẽ, đóng góp vào 25% tổng thu nhập hoạt động. Tỷ lệ CIR giảm so với nửa đầu năm.

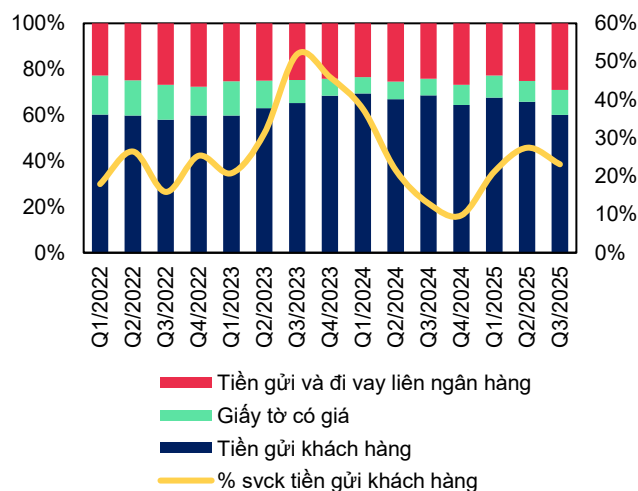


Nguồn: VPB, MBS Research

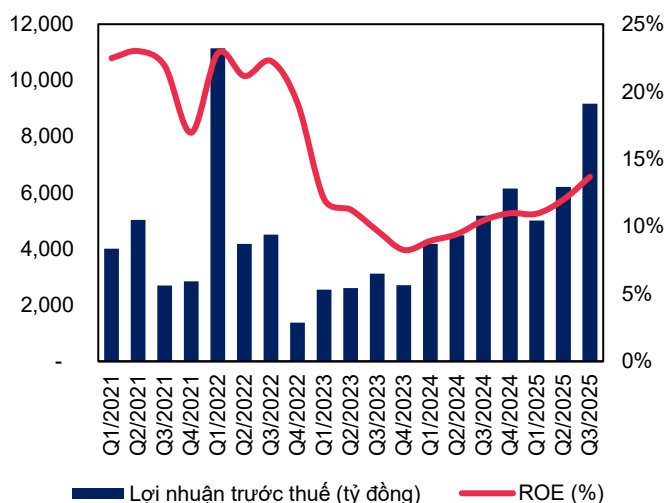
Hình 7: Cơ cấu tài sản sinh lời theo quý



Hình 8: Cơ cấu nợ phải trả lãi theo quý

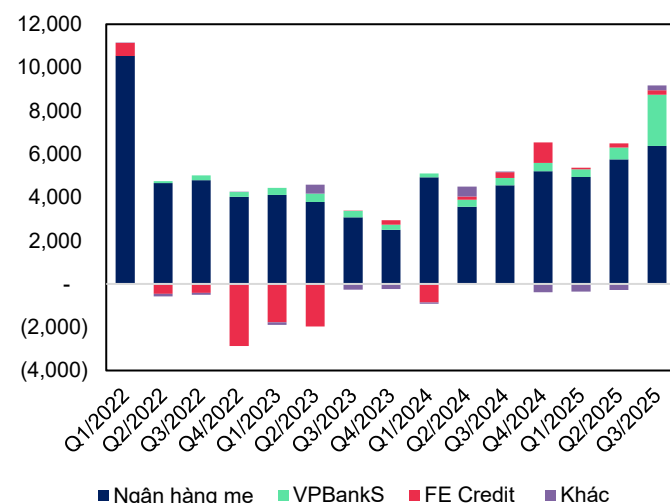


Hình 9: VPB ghi nhận lợi nhuận trước thuế Q3/25 cao gần đạt mức đỉnh vào Q1/2022



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 10: VPBankS đóng góp LNTT lên tới 26% tổng lợi nhuận hợp nhất vào Q3/2025



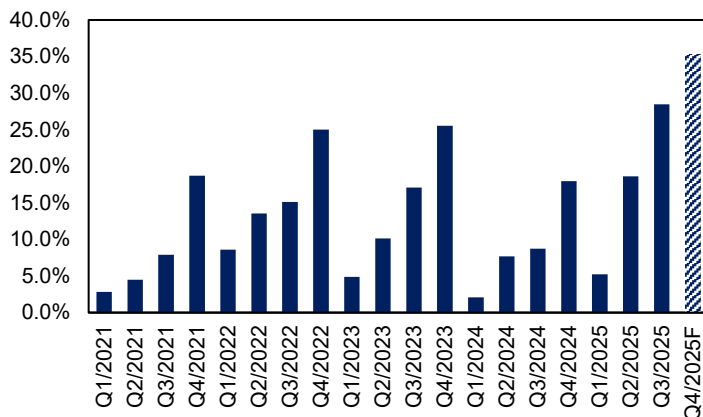
Nguồn: VPB, MBS Research

Triển vọng kinh doanh năm 2025-2026

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng đạt trên 30%/năm trong 2025-2026

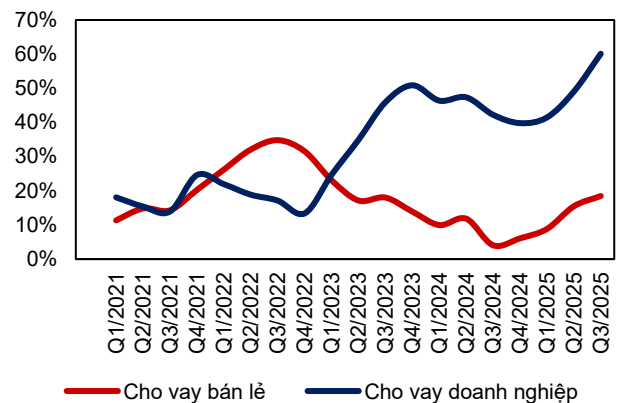
Tính đến hết Q3/2025, tín dụng của VPB tăng 28.5%, trong khi cùng kỳ chỉ tăng 8.7%, tăng gấp hơn hai lần so với mức TTĐD toàn hệ thống. Đây cũng là mức tăng trưởng cuối quý cao nhất kể từ trước đến nay. Trong đó, TTĐD tính riêng Q3/25 đạt gần 10% so với cuối Q2/25. TTĐD ở các ngành thương mại sản xuất tăng trưởng tốt, trên 30% trong bối cảnh thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao. Ngoài ra, TTĐD về số tuyệt đối và tương đối đều tăng mạnh so với đầu năm ở nhóm cho vay nhà hàng khách sạn và cho vay dịch vụ tài chính. Về mảng cho vay bất động sản, tính đến cuối Q3/2025, dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản tăng hơn 10% so với đầu năm và chiếm 23% tổng dư nợ cho vay, trong khi đó cho vay cá nhân mua nhà tăng mạnh 25% so với đầu năm và chiếm 13.16% tổng dư nợ. Bên cạnh đó, động lực tăng trưởng tín dụng trong 9T25 của VPB chủ yếu đến từ nhóm khách hàng doanh nghiệp với mức tăng đạt 45%, trong khi đó tăng trưởng cho vay bán lẻ chỉ đạt 11% so với đầu năm. Tỷ trọng cho vay bán lẻ giảm liên tục từ mức 57% cuối Q2/2022 xuống còn 38% cuối Q3/2025.

Hình 11: TTĐD cả năm 2025 được kỳ vọng tiếp tục đạt đỉnh mới (Đơn vị: %)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 12: Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ chủ yếu được dẫn dắt bởi tăng trưởng cho vay doanh nghiệp (Đơn vị: % svck)



Nguồn: VPB, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VPB đạt 35.3%/30% lần lượt trong năm 2025/2026 nhờ:

- Thị trường bất động sản phục hồi:** Theo dữ liệu của Bộ Tài chính, trong 9 tháng đầu năm, các khoản thu về nhà và đất đạt 409,116 tỷ đồng, tăng 218% svck, cho thấy thị trường bất động sản vẫn đang phục hồi dần. Theo d Với danh mục cho vay liên quan đến bất động sản chiếm hơn 36% tổng dư nợ cho vay, việc thị trường BĐS phục hồi giúp VPB có thể đẩy mạnh cho vay lĩnh vực mà VPB có lợi thế cũng như đem lại lợi suất cao hơn.
- Chính sách tiền tệ nới lỏng và lợi thế từ việc nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng “0 đồng”:** Là một trong 4 ngân hàng nhận chuyển giao ngân hàng yếu kém, VPB cũng được ưu tiên mức tăng trưởng tín dụng cao vượt trội so với toàn ngành. Trước đó, VPB cũng là ngân hàng có mức tăng trưởng cao so với mức tăng trưởng chung của hệ thống. Trong bối cảnh chính sách tiền tệ nới lỏng hướng đến mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 và 2026 lần lượt trên 8% và 10%, VPB có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng trên 30% trong giai đoạn 2025-2026.

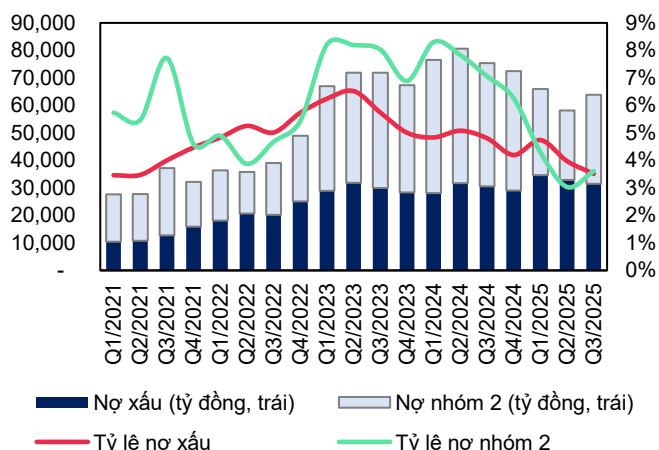
Chất lượng tài sản đã hồi phục ấn tượng và kỳ vọng tiếp tục cải thiện

Tỷ lệ nợ xấu của VPB cuối Q1/25 tăng mạnh hơn 50 điểm cơ bản so với đầu năm, tuy nhiên đã giảm đáng kể xuống mức 3.51% vào cuối Q3/25 - mức thấp nhất kể từ năm 2022 tới nay. Tính đến cuối Q3/25, giá trị nợ xấu của VPB tăng 8% so với đầu năm, trong khi giá trị nợ nhóm 1 tăng mạnh 34.2% so với đầu năm. Ngoài ra, trong 9 tháng đầu năm, VPB đã sử dụng hơn 18 nghìn tỷ đồng dự phòng để xử lý nợ xấu. Như vậy, có thể thấy, tỷ lệ nợ xấu của VPB giảm trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng cao là do kiểm soát chất lượng cho vay cũng như chủ động xử lý nợ xấu.

Mặc dù, tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng 60 điểm cơ bản so với cuối Q2/25 nhưng ghi nhận giảm mạnh 265 điểm cơ bản so với cuối năm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB đạt 55.1%, cải thiện 3 điểm % so với cuối Q2/25 tuy vẫn thấp hơn mức cuối năm 2024. Chi phí tín dụng Q3/25 giảm đáng kể so với nửa đầu năm, đạt 2.1% (thấp hơn 7 điểm cơ bản so với nửa đầu năm).

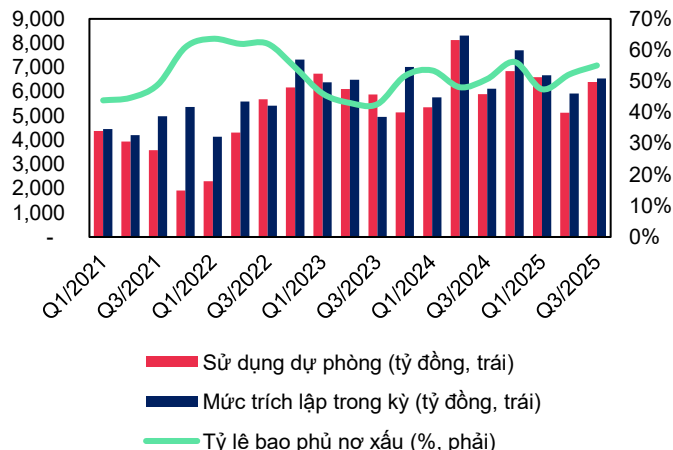
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu tiếp tục cải thiện, đạt mức 3.48% (- 72 điểm cơ bản so với cuối năm 2024) thông qua việc chủ động trích lập dự phòng và tiếp tục kiểm soát chất lượng cho vay. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu được kỳ vọng sẽ cải thiện 1 điểm % so với năm trước. Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ ghi nhận chi phí trích lập dự phòng cả năm đạt hơn 25.6 nghìn tỷ và chi phí tín dụng tiếp tục duy trì ở mức thấp.

Hình 13: Tỷ lệ nợ xấu của VPB cuối Q3/25 thấp nhất kể từ năm 2022



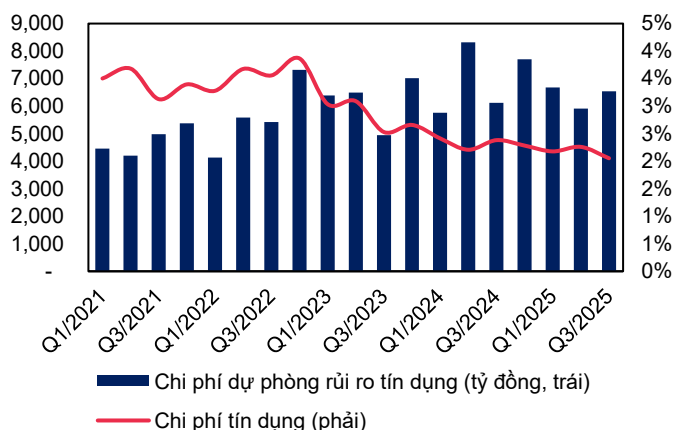
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 14: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB cải thiện nhẹ



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 15: Chi phí tín dụng của VPB chạm đáy



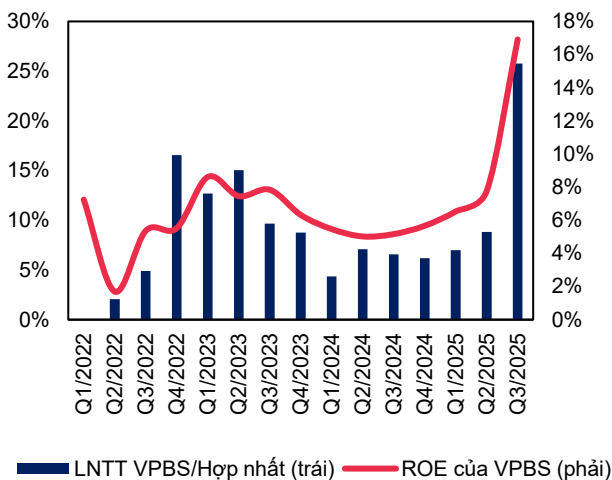
Nguồn: VPB, MBS Research

Tái định giá VPBank với thương vụ IPO VPBankS

VPBankS: bứt phá lợi nhuận và câu chuyện IPO

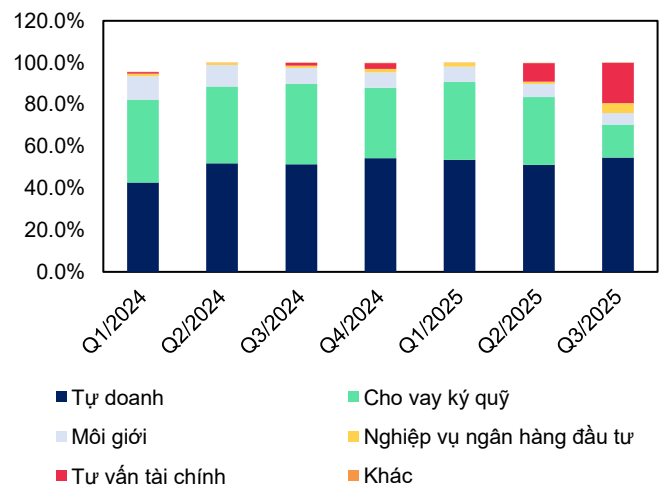
- VPBankS ghi nhận lợi nhuận trước thuế Q3/25 đạt 2,360 tỷ đồng, tăng 594% svck, cao thứ hai toàn ngành và đóng góp hơn 26% vào tổng lợi nhuận trước thuế hợp nhất. Lợi nhuận trước thuế lũy kế 9 tháng đạt 3,260 tỷ đồng, cao hơn 127% svck và đạt 73% kế hoạch điều chỉnh.
- Tính đến cuối Q3/25, quy mô cho vay ký quỹ vượt 27 nghìn tỷ đồng, tăng 184% so với cuối năm trước, đứng thứ 3 về tổng dư nợ cho vay. Thị phần cho vay margin cuối Q2/25 đạt 7.2%, tăng mạnh 3.4 điểm % so với quý trước VPBankS đặt kế hoạch dư nợ cho vay cuối năm 2025 đạt 38 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng 300% so với cuối năm trước và đạt khoảng 10% thị phần. VPBankS sở hữu lợi thế chi phí vốn thấp từ thị trường tiền tệ cùng với việc có thể huy động tới 400 triệu USD vốn quốc tế ổn định dài hạn nhờ SMBC là đối tác chiến lược lâu dài của ngân hàng mẹ. Thị phần môi giới cổ phiếu trên HOSE đạt 2.8% toàn ngành vào cuối Q3/25, tăng 0.8 điểm % so với cuối quý trước và 1.2 điểm % so với đầu năm.
- Về thương vụ IPO: VPBankS sẽ phát hành tối đa 375 triệu cổ phiếu (tương đương 25% vốn điều lệ) với giá chào bán 33,900 đồng/cổ phiếu, tương đương định giá sau IPO đạt gần 64 nghìn tỷ đồng. Thương vụ IPO dự kiến huy động khoảng 12,713 tỷ đồng và vốn điều lệ của VPBankS dự kiến sẽ tăng từ 15,000 lên 18,750 tỷ đồng sau IPO. Vốn thu được được phân bổ cho hoạt động đầu tư – tự doanh (30%), cho vay ký quỹ (68%) và bổ sung vốn cho hoạt động ứng trước tiền bán chứng khoán (2%). Việc tăng vốn thông qua IPO giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của VPBankS trong bối cảnh thị trường chứng khoán trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn hơn khi vừa được nâng hạng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VPBankS sẽ đóng góp lợi nhuận đáng kể hơn cho hệ sinh thái VPBank trong thời gian tới.
- Ban lãnh đạo VPBankS đặt kế hoạch tham vọng với mục tiêu tăng trưởng kép LNTT giai đoạn 2026-2030 đạt 32%, hướng đến Top 1 về tổng tài sản và cho vay ký quỹ, Top 1 LNTT và Top 2 thị phần môi giới trên HOSE.

Hình 16: Kết quả kinh doanh khả quan, đặc biệt trong Q3/25 giúp VPBS đóng góp lợi nhuận đáng kể vào lợi nhuận hợp nhất



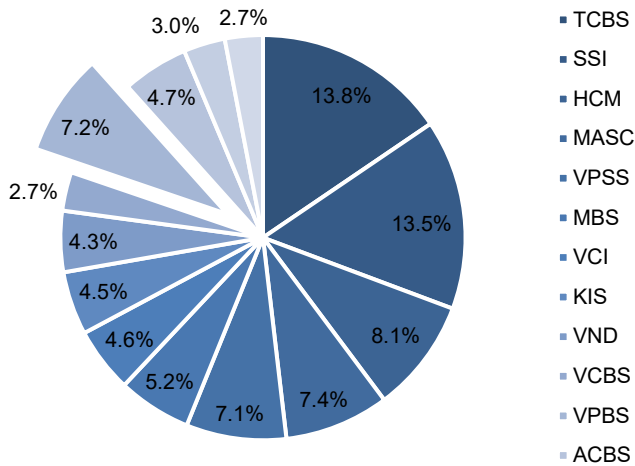
Nguồn: VPBankS, MBS Research

Hình 17: Cơ cấu doanh thu của VPBS dần đa dạng hóa



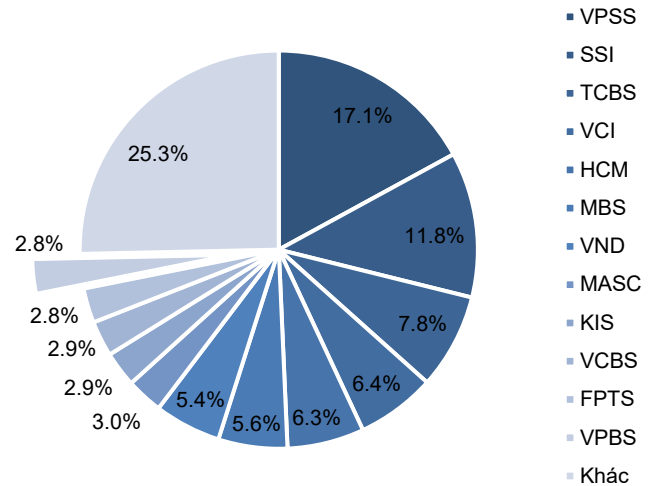
Nguồn: VPBankS, MBS Research

Hình 18: Thị phần cho vay margin của các CTCK cuối Q2/25



Nguồn: MBS Research

Hình 19: Thị phần môi giới trên HOSE tại Q3/2025

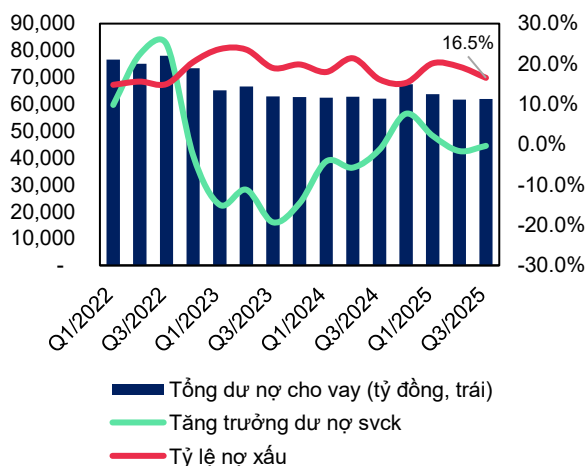


Nguồn: MBS Research

FECredit: Lợi nhuận ổn định trong 6 quý tuy nhiên dư nợ cho vay chưa cải thiện

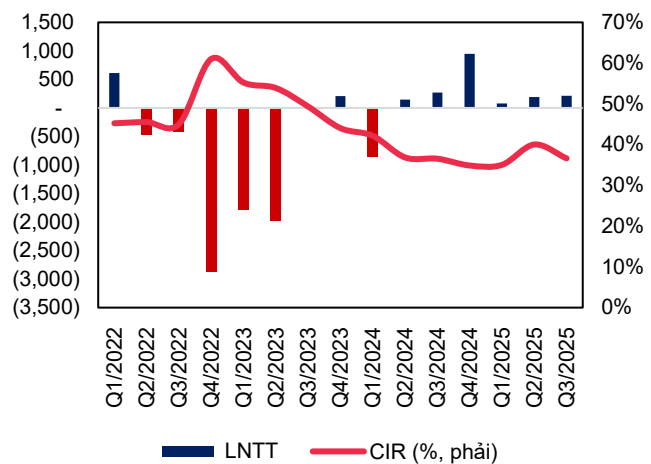
Về FE Credit, công ty ghi nhận lợi nhuận liên tục trong 6 quý trở lại đây. Lợi nhuận trước thuế lũy kế 9 tháng của FE Credit đạt 483 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm trước lỗ 437 tỷ đồng, và chỉ đạt 43% kế hoạch tham vọng của cả năm – kế hoạch tăng 120% so với lợi nhuận năm trước. Tính đến cuối Q3/25, dư nợ cho vay của FE Credit đạt khoảng 61,908 tỷ đồng, tương ứng giảm 8.3% so với đầu năm, vẫn chưa cải thiện khi khu vực hoạt động chính của FE Credit là khu vực phía Nam vẫn chưa hồi phục rõ rệt về tiêu dùng. Dư nợ cho vay vẫn gặp khó khi Tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao, tuy nợ xấu cuối Q3/25 đã giảm so với cuối Q1/25, đạt mức 16.54%.

Hình 20: Dư nợ cho vay của FE Credit xu hướng giảm từ mức đỉnh năm 2022, tỷ lệ nợ xấu vẫn biến động qua từng quý



Nguồn: FE Credit, MBS Research

Hình 21: FE Credit ghi nhận lợi nhuận liên tục trong 6 quý trở lại đây



Nguồn: FE Credit, MBS Research

Dự báo lợi nhuận 2025-2026: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của VPB sẽ đạt 43.6%/31.8% svck

Hình 22: Dự báo lợi nhuận 2025 - 2026

	2024	2025F	% svck	% Thay đổi	2026F	% svck	% Thay đổi	Nhận định
Thu nhập lãi thuần	49,080	57,428	17.0%	-3.4%	75,307	31.1%	5.3%	Thu nhập lãi thuần tăng chủ yếu do mức tăng trưởng tín dụng cao có thể bù đắp mức giảm NIM svck
Thu nhập ngoài lãi	13,175	14,472	9.8%	-8.5%	17,498	20.9%	-11.8%	
Tổng thu nhập hoạt động	62,255	71,900	15.5%	-4.4%	92,805	29.1%	1.6%	
Chi phí hoạt động	(14,340)	(17,472)	21.8%	1.0%	(22,552)	29.1%	7.4%	
LN trước dự phòng	47,915	54,429	13.6%	-6.0%	70,253	29.1%	-0.1%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(27,903)	(25,684)	-8.0%	-21.3%	(32,363)	26.0%	-11.1%	Chi phí dự phòng dự kiến duy trì khoảng 25 nghìn tỷ theo kế hoạch, và chi phí tín dụng dự kiến thấp hơn 90 điểm cơ bản svck.
LN trước thuế	20,013	28,745	43.6%	13.6%	37,891	31.8%	11.7%	Lợi nhuận trước thuế dự phóng inline với kế hoạch điều chỉnh. Do lợi nhuận nửa đầu năm tăng trưởng đối chậm (so với KH kinh doanh điều chỉnh) kéo theo KQKD 9T25 chưa đạt mức 75%, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận quý 4 sẽ có mức tăng trưởng tương đương mức của Q3/25 và có thể hoàn thành kế hoạch năm điều chỉnh.
LN ròng	15,779	22,785	44.4%	13.1%	30,099	32.1%	11.5%	
Tăng trưởng tín dụng	18.0%	35.3%	17.3%		29.9%	-5.4%		Do tăng trưởng tín dụng quý cuối năm thường ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng gấp 2 lần so với mức tăng trưởng tín dụng hệ thống theo kế hoạch ban đầu.
Tăng trưởng huy động	9.8%	25.0%	15.2%		24.0%	-1.0%		Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng huy động nửa cuối năm sẽ cao hơn so với Q3/25 để đảm bảo nguồn vốn và các chỉ tiêu theo quy định
NIM	5.8%	5.4%	-0.4%		5.52%	0.1%		Mức NIM cuối năm dự kiến đi ngang so với nửa đầu năm và NIM cả năm vẫn thấp hơn svck
CIR	23.0%	24.3%	1.3%		24.3%	0.0%		Tỷ lệ CIR dự kiến cao hơn năm trước nhẹ do tỷ lệ CIR đầu năm ở mức cao kéo theo CIR cả năm tăng nhẹ
CASA	14.1%	14.2%	0.0%		14.3%	0.1%		
NPL	4.20%	3.5%	-0.7%		3.12%	-0.4%		Với mức cải thiện tỷ lệ nợ xấu hiệu quả trong 6 tháng vừa qua, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu tiếp tục được
LLR	56.2%	57.1%	1.0%		57.2%	0.0%		
ROE	11.1%	14.1%	3.0%		15.7%	1.6%		
ROA	1.8%	2.1%	0.3%		2.2%	0.1%		

KQKD	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Thu nhập lãi	80,112	101,677	135,712	Tăng trưởng tiền gửi	9.8%	25.0%	24.0%
Chi phí lãi	(31,031)	(44,249)	(60,405)	Tăng trưởng cho vay KH	18.0%	35.3%	29.9%
Thu nhập lãi thuần	49,080	57,428	75,307	Tăng trưởng tổng tài sản	13.0%	34.8%	23.3%
Thu nhập ngoài lãi	13,175	14,472	17,498	Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	28.6%	17.0%	31.1%
Tổng lợi nhuận hoạt động	62,255	71,900	92,805	Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	13.9%	9.8%	20.9%
Tổng chi phí hoạt động	(14,340)	(17,472)	(22,552)	Tăng trưởng LN ròng	58.2%	44.4%	32.1%
LN trước dự phòng	47,915	54,429	70,253				
Tổng trích lập dự phòng	(27,903)	(25,684)	(32,363)	Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	92.1%	90.8%	95.0%
LN hoạt động sau trích lập	20,013	28,745	37,891	Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	5.8%	5.4%	5.5%
Lợi nhuận sau thuế	15,987	22,996	30,313	Chi phí hoạt động/thu nhập (CIR)	23.0%	24.3%	24.3%
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,370	7,702	7,489				
LN chia cho cổ đông hiện hữu	15,779	22,785	30,099	Chi phí tín dụng cho vay KH	3.3%	2.4%	2.4%
				Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	4.2%	3.5%	3.1%
				Tổng dự phòng/nợ xấu (LLR)	56.2%	57.1%	57.2%
Cân đối kế toán	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026				
Tổng cho vay khách hàng	827,519	1,099,407	1,388,805				
Tổng các khoản mục chứng khoán	81,158	123,017	120,416	ROAE	11.1%	14.1%	15.7%
Tổng dự phòng	(16,467)	(18,968)	(22,095)	ROAA	1.8%	2.1%	2.2%
Tổng tài sản sinh lãi ròng	891,654	1,202,657	1,486,326				
Tổng tài sản không sinh lãi	31,637	42,571	52,565	EPS	1,978	2,767	3,656
Tổng tài sản	923,848	1,245,508	1,536,151	Giá trị sổ sách/cp	18,563	20,737	24,392
Tiền gửi của khách hàng	485,667	607,083	752,783	P/B	2.44	1.46	1.24
Tiền gửi và vay các TCTD khác	201,756	310,963	380,478				
Tổng nợ phải trả	776,572	1,067,064	1,327,822				
Vốn điều lệ	79,339	82,338	82,338				
Lợi nhuận chưa phân phối	24,008	38,574	63,256				
Vốn chủ sở hữu	147,275	178,444	208,330				
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,370	7,702	7,489				
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	923,848	1,245,508	1,536,151				

11 | MBS RESEARCH

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô - Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Đình Hà Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản - VLXD <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
Logistics – Vật liệu cơ bản <i>Võ Đức Anh</i>	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Bán lẻ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>