

VPBank (HSX: VPB)

KQKD Q1/2025 khả quan hơn so với ngành

- Mặc dù NIM giảm 6 điểm cơ bản nhưng tăng trưởng tín dụng cao đạt 5.4% so với đầu năm cùng với thu nhập ngoài lãi tang 5.9% giúp LNST tang 25.2% svck.
- Tại cuối Q1/2025, tỷ lệ nợ nhóm 2 cải thiện đáng kể so với đầu năm nhưng nợ xấu có dấu hiệu tang trở lại.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VPB cùng với giá mục tiêu đạt **25,250 VNĐ/cổ phiếu**.

KQKD Q1/2025 vượt trội so với ngành chủ yếu nhờ NIM được duy trì và TTTD cao

VPB ghi nhận doanh thu hoạt động (TOI) đạt 15,562 tỷ đồng (+16.1% svck) chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng (TTTD) đạt 5.4% so với đầu năm (Q1/2024: 1.9% so với đầu năm) trong khi đó NIM chỉ giảm nhẹ 6 điểm cơ bản (đcb) xuống mức 5.8%. Thu nhập ngoài lãi trong Q1/2025 nhích nhẹ 5.6% svck chủ yếu được hỗ trợ bởi thu nhập từ hoạt động xử lý nợ tăng 83.8% svck. Mặc dù chi phí trích lập trong Q1/2025 đạt 6,677 tỷ đồng (+15.9% svck), nhưng tỷ lệ CIR vượt trội so với ngành ở mức 24.9% giúp LNST đạt 3,934 tỷ đồng, +25.2% svck. Mức LNST này bằng với 19.2% dự báo cả năm của MBS.

Kế hoạch tham vọng trong năm 2025 dù thách thức vẫn còn

Trong năm 2025, VPB đặt kế hoạch LNTT đạt 25,270 tỷ đồng dựa trên mục tiêu TTTD đạt 25% svck và TTHĐ đạt 34% svck; trong đó FECredit (FEC), VPBank Securities (VPBS) và công ty bảo hiểm OPES (OPES) đạt lần lượt 1.1 nghìn tỷ, 2 nghìn tỷ và 636 tỷ đồng LNTT. Điều này có nghĩa là lợi nhuận trong Q1/2025 đạt 19% kế hoạch cả năm.

Chi phí tín dụng giảm nhẹ là điểm mấu chốt cho việc đạt kế hoạch lợi nhuận trong năm 2025

Nhìn chung đến cuối Q1/2025, tỷ lệ nợ nhóm 2-5 giảm mạnh 142 đcb so với đầu năm. TTTD của nhóm bán lẻ thấp đóng góp đáng kể vào xu hướng này. Chúng tôi ước tính chi phí tín dụng sẽ đạt 3.8%/3.5% trong năm 2025/2026 đưa chi phí trích lập dự phòng tăng lần lượt 16.9%/11.5% svck. Kết quả là, LNST được kỳ vọng sẽ tăng 26.8%/34.0% svck, hoàn thành 100% kế hoạch cả năm 2025.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cùng giá mục tiêu 25,250 VND/cp

Chúng tôi duy trì dự phóng lợi nhuận cả năm so với lần gần nhất nhưng điều chỉnh tăng mức P/B mục tiêu lên 1.2x nhờ chất lượng tài sản cải thiện đáng kể. Chúng tôi tin rằng P/B 1.2x vẫn hấp dẫn cho VPB trong dài hạn. Hệ sinh thái toàn diện cùng với độ dày CAR vượt trội sẽ thúc đẩy nhiều nguồn lợi nhuận của VPB.

Hình 1: Chỉ số tài chính (Đơn vị: tỷ đồng)

	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập hoạt động	49,739	62,255	75,236	91,335
Thu nhập lãi thuần	38,175	49,080	59,422	71,493
NIM	5.7%	5.9%	6.1%	6.1%
Chi phí trích lập dự phòng	24,994	27,903	32,630	36,393
% svck	11.3%	11.6%	16.9%	11.5%
LNST	8,494	15,987	20,147	26,998
% svck	-49.8%	88.2%	26.0%	34.0%
Tăng trưởng tín dụng	25.6%	18.2%	24.1%	23.5%
Tăng trưởng huy động	45.9%	9.8%	34.2%	20.7%
Giá trị sổ sách/cp	16,969	17,886	20,301	23,537
P/B	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x

Nguồn: VPB, MBS Research

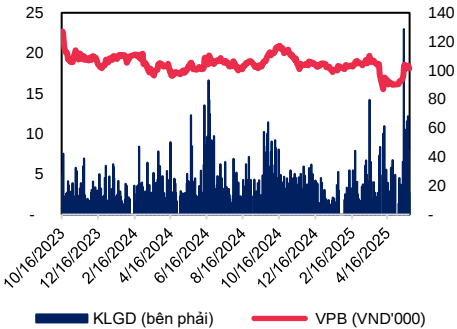
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 25,250 VND/cp
Tiềm năng tăng giá +33.3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	18,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	20,340
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15,527
Vốn hóa (tỷ VND)	145,190
P/E (TTM)	8.9x
P/B (TTM)	1.0x
Tỷ suất cổ tức (%)	2.76%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	24.53%

Nguồn: FiinproX, VSD

Cơ cấu sở hữu (31/12/2024)

SMBC	15.00%
Diera Corp.	4.40%
Ông Ngô Chí Dũng	4.14%
Ông Bùi Hải Quân	1.97%
Ông Nguyễn Đức Vinh	1.32%

Nguồn: FiinProX, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

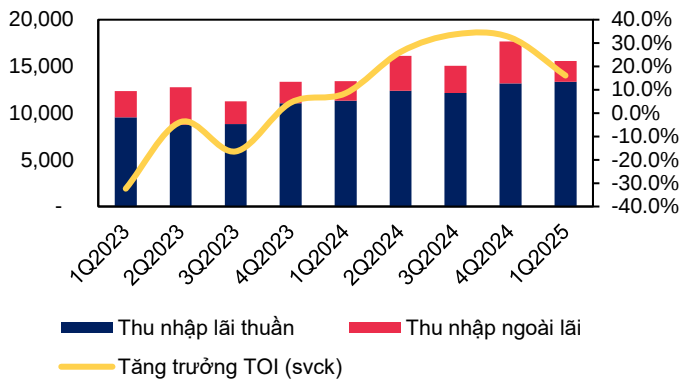
NIM không đổi cùng với TTTD cao hơn giúp duy trì tăng trưởng thu nhập tích cực trong Q1/2025 so với mức nền cao năm trước

Hình 2: Cập nhật KQKD Q1/2025 (Đơn vị: tỷ VND, %)

Các tiêu chí KQKD	1Q2024	1Q2025	% svck	So với dự báo gần nhất của MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	13,411	15,566	16.1%	20.5%	
Thu nhập lãi thuần	11,323	13,356	17.9%	22.4%	TTTD cao đạt 5.4% so với đầu năm (Q1/2024: 1,9% so với đầu năm) cùng với mức giảm nhẹ của NIM chỉ 6 điểm cơ bản svck đã mang lại mức tăng trưởng NII vượt trội so với ngành ngân hàng (6,5% YoY trong Q1/2025).
Thu nhập thuần ngoài lãi	2,087	2,210	5.9%	13.6%	Thu nhập ngoài lãi (Non-II) nhích nhẹ 5.6% svck nhờ thu nhập từ hoạt động thu hồi nợ xấu tăng mạnh 83.8% svck bù đắp cho mức giảm lần lượt 24.8% và 60.7% svck của hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối.
Chi phí hoạt động	3,467	3,874	11.8%	22.2%	
Chi phí trích lập dự phòng	5,762	6,677	15.9%	20.5%	Nhờ nợ nhóm 2 giảm mạnh, chi phí tín dụng trong Q1/2025 đã giảm 9 đcb svck, đạt 2.9%. Tuy nhiên, vẫn cao hơn nhiều so với các ngân hàng khác.
LNST	3,142	3,935	25.2%	19.2%	Mặc dù lợi nhuận ròng tăng trưởng khả quan so với ngành, nhưng chỉ đạt khoảng 19% kế hoạch cả năm.
Tăng trưởng tín dụng	1.9%	5.4%	350 đcb		Cho vay nhóm khách hàng doanh nghiệp (KHDN) tăng 8.1% so với đầu năm, là động lực chính thúc đẩy TTTD. Trong khi đó, cho vay bán lẻ tăng nhẹ 2.2% so với đầu năm chủ yếu nhờ cho vay mua nhà tăng 5.7% so với đầu năm. Lãi suất thấp là động lực chính của mảng cho vay mua nhà trong Q1/2025.
Tăng trưởng huy động	3.0%	13.7%	1069 đcb		Tăng trưởng tiền gửi tăng mạnh 13.7% so với đầu năm chủ yếu nhờ tiền gửi của khách hàng bán lẻ (KHCN) ghi nhận mức tăng trưởng 15.7% so với đầu năm. Mức tang trờng này vượt xa toàn ngành (2.4% so với đầu năm) cũng như nhóm ngân hàng vốn hóa lớn (1.7% so với đầu năm).
NIM	5.9%	5.8%	-6 đcb		NIM sụt giảm nhẹ đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng của NII trong Q1/2025 so với toàn ngành, do NIM ghi nhận giảm mạnh ở hầu hết các NHNY.
CIR	25.8%	24.9%	-96 đcb		Tỷ lệ CIR vượt trội so với toàn ngành (31.3% trong Q1/2025) chủ yếu nhờ vào mức tăng trưởng TOI tích cực.
CASA	14.0%	13.5%	-54 đcb		
NPL	4.8%	4.7%	-9 đcb		Chất lượng tài sản vào cuối Q1/2025 được cải thiện đáng kể khi tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm mạnh 35.1% svck mặc dù tỷ lệ NPL tăng 54 đcb lên 4.7% so với cuối năm 2024.
LLR	53.4%	47.4%	-601 đcb		
ROE	8.9%	11.0%	208 đcb		
ROA	1.5%	1.8%	31 đcb		

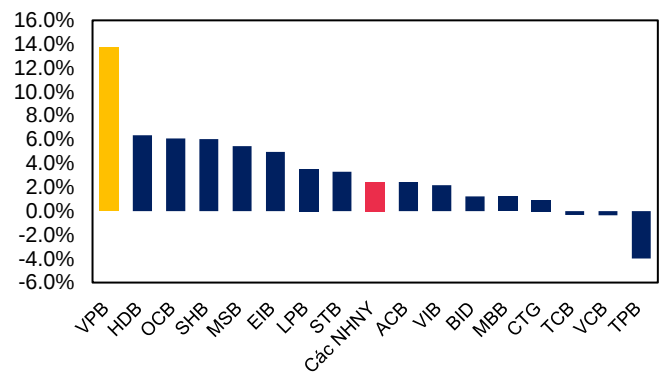
Nguồn: VPB, MBS Research.

Hình 3: KQKD hàng quý của VPB (Đơn vị: tỷ VND, %)



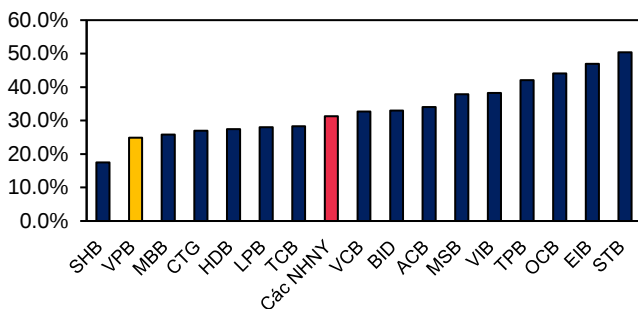
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 4: Tăng trưởng tiền gửi của các NHNY trong Q1/2025 (%)



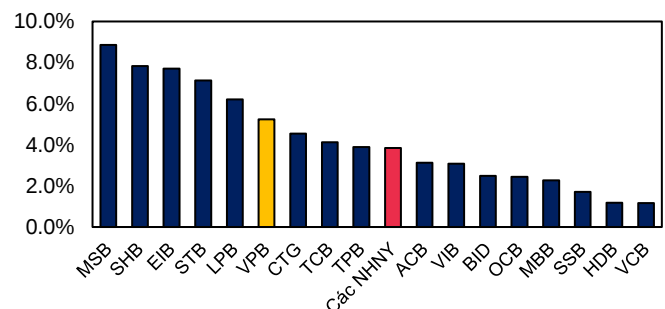
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 5: CIR của NHNY trong Q1/2025 (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 6: TTTD của các NHNY tại cuối Q1/2025 (svdn, %)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chúng tôi duy trì dự báo so với lần trước nhờ KQKD Q1/2025 phù hợp với dự phóng lợi nhuận cả năm của chúng tôi.

TTTD đạt 24.1%/23.5% trong năm 2025/2026

Tính đến hết Q1/2025, TTTD của VPB đạt 5.4% so với đầu năm, cao hơn một chút so với mức trung bình của các NHNY (3.8% so với đầu năm) và toàn hệ thống (3.5% so với đầu năm). Con số này tương đương với ~25% mục tiêu TTTD cả năm 2025.

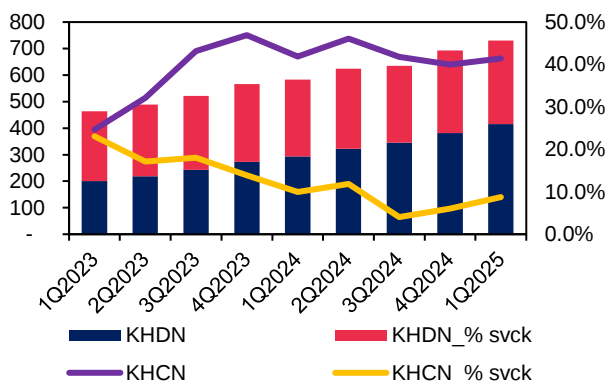
Theo phân loại khách hàng, cho vay KHDN tăng trưởng vượt trội so với cho vay bán lẻ chủ yếu do nhu cầu tín dụng thấp từ nhóm KHCN. Dư nợ cho vay của nhóm KHDN tăng 8.1% so với đầu năm và 41.4% svck trong khi nhóm KHCN ghi nhận mức tăng trưởng 2.2% so với đầu năm và 9.8% svck. Động lực chính của cho vay bán lẻ trong Q1/2025 đến từ cho vay mua nhà ghi nhận mức tăng 15.7% so với đầu năm trong khi các phân khúc khác đều ghi nhận giảm svck. Dư nợ tài chính tiêu dùng tăng 1.7% so với đầu năm với dư nợ giải ngân tăng 17% svck. Điều này đóng góp đáng kể vào thành tích sụt giảm không nhiều của NIM Q1/2025.

Giả định những kết quả không chắc chắn sau thời gian đàm phán 90 ngày, chúng tôi kỳ vọng rằng cho vay doanh nghiệp toàn ngành ngân hàng được thúc đẩy trong Q2/2025 nhờ đẩy nhanh cho vay xuất nhập khẩu cùng với động lực duy trì của các nhóm ngành khác trong Q1/2025. Đối với nửa cuối năm 2025, chúng tôi dự đoán TTTD sẽ tăng tốc về cả ngân hàng doanh nghiệp và bán lẻ. Giả định các thỏa thuận thương mại được hoàn tất trước thời gian đàm phán, các doanh nghiệp có xu hướng tăng cường cho vay để đáp ứng các đơn đặt

hàng trong thời gian còn lại của năm 2025. Từ đó, người lao động có nhiều khả năng tăng vay dựa trên thu nhập được cải thiện để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng thường tăng lên vào nửa cuối năm.

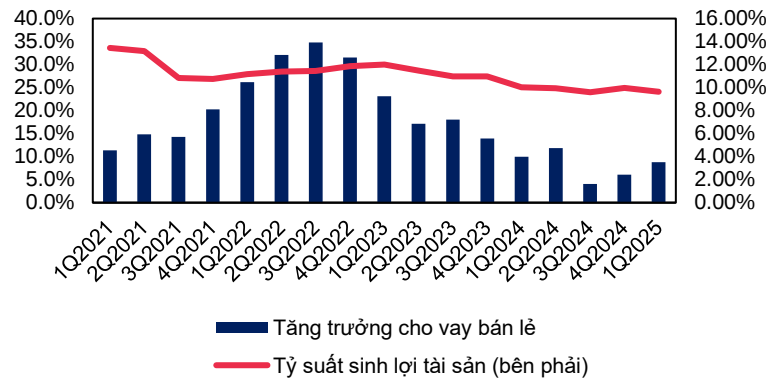
Tổng quan, chúng tôi dự báo TTTD đạt 24.1% vào năm 2025 và sẽ duy trì quanh mức 23.5% vào năm 2026 do nền so sánh cao của năm 2025. Chúng tôi tin rằng VPB có thể được cấp thêm hạn mức tín dụng trong nửa cuối năm 2025 nhờ vượt mục tiêu TTTD trong nửa đầu năm. Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo kế hoạch tín dụng của toàn hệ thống vẫn đạt trên 16% dựa trên mục tiêu tăng trưởng GDP 8%. Do đó, TTTD của các ngân hàng lớn dự kiến sẽ không thay đổi so với năm 2025.

Hình 7: TTTD theo quý của VPB, theo nhóm KH (tỷ VND, %)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 8: Lợi suất tài sản và tăng trưởng cho vay bán lẻ (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

NIM được kỳ vọng phục hồi kể từ nửa cuối năm 2025 nhờ lãi suất cho vay được cải thiện khi cho vay bán lẻ gia tăng.

Do cạnh tranh căng thẳng giữa các ngân hàng, lãi suất cho vay giảm đáng kể trong Q1/2025 trên khiến NIM trung bình của toàn ngành giảm 60 đcb. VPB ghi nhận NIM chỉ giảm nhẹ 6 đcb trong Q1/2025 đạt 5.8% mặc dù mảng ngân hàng bán lẻ vẫn chưa phục hồi hoàn toàn.

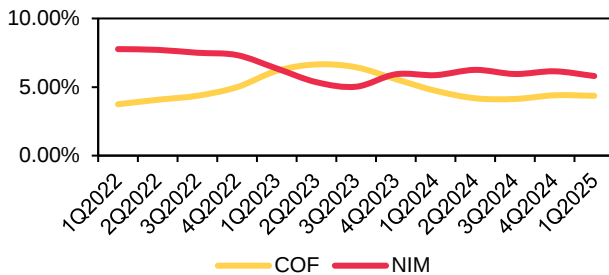
Chúng tôi quan sát thấy lãi suất cho vay trung bình của VPB thay đổi cùng chiều với TTTD của nhóm KH bán lẻ. Do cho vay bán lẻ đã chậm lại kể từ năm 2023 từ mức 31.6% svck trong Q4/2022 xuống chỉ còn 6.7% svck trong Q4/2024, lãi suất cho vay trung bình giảm từ 14% xuống 11,3% trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên, COF được kiểm soát tốt đã bù đắp đáng kể cho sự sụt giảm của NIM do lãi suất cho vay giảm. COF đã giảm từ 6.2% trong Q1/2023 xuống 4.4% trong Q1/2025.

Chúng tôi dự báo lãi suất cho vay trung bình của các ngân hàng sẽ tiếp tục giảm trong phần còn lại của năm 2025 do sự cạnh tranh khốc liệt liên tục giữa các ngân hàng mặc dù COF vẫn sẽ được kiểm soát tương đương so với Q1/2025. Do đó, chúng tôi tin rằng NIM của các ngân hàng trong Q2/2025 sẽ không cao hơn mức trong Q1/2025. Tuy nhiên, với mức tăng trưởng tiền gửi vượt trội trong Q1/2025, căng thẳng thanh khoản của VPB đã giảm đáng kể, để lại tiềm năng cho sự suy giảm của COF trong trường hợp lãi suất tiền gửi của các ngân hàng tiếp tục giảm. Bên cạnh đó, kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn của cho vay bán lẻ có thể bù đắp tác động từ sự cạnh tranh căng thẳng dẫn đến lãi suất cho vay phục hồi. Do đó, NIM của VPB được dự báo sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2025 so với nửa đầu năm 2025 và nửa cuối năm 2024. Chúng tôi ước tính NIM

của VPB sẽ đạt 6,1% vào năm 2025, tăng 23 đcb svck. Mặc dù CASA không phải là lợi thế của VPB, COF vẫn được kiểm soát tốt bất chấp mức tăng trưởng tiền gửi tăng vọt trong quý 1 năm 2025. COF ghi nhận ở mức 4.36% trong Q1/2025, giảm 37 đcb svck và giảm 4 đcb so với quý trước trong khi CASA ổn định ở mức 13.5%.

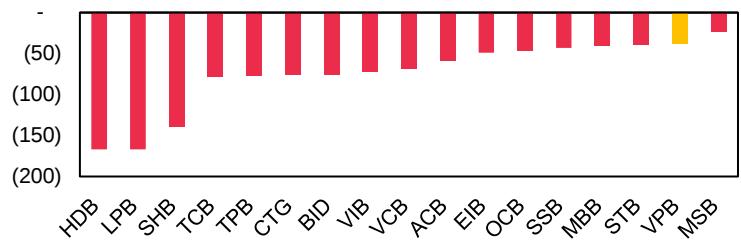
Chúng tôi đánh giá rằng đóng góp của tài chính tiêu dùng vào việc tăng NIM không lớn như trước thời kỳ Covid-19. Cụ thể, FEC sẽ tập trung vào các khách hàng chất lượng cao hơn, tạo ra lợi suất vượt trội để giảm gánh nặng dự phòng. Điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận vững chắc của FEC trong dài hạn.

Hình 9: NIM và COF của VPB theo quý (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM của các NHNY trong Q1/2025 (bps)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

FE Credit và VPBank Securities (VPBS): KQKD cải thiện hỗ trợ NFI của VPB phục hồi và NIM giảm ít hơn

VPB đặt mục tiêu LNTT 1 nghìn tỷ đồng năm 2025 cho FEC nhờ KQKD năm 2024 tốt hơn kỳ vọng. Trong quý cuối cùng của năm 2024, FEC ghi nhận LNTT 949 tỷ đồng, tăng đột biến 357.4% svck và 251.2% so với quý trước. Nhờ đó, LNTT năm 2024 đạt 512 tỷ đồng, vượt trội so với mức lỗ 3,529 tỷ đồng của năm 2023.

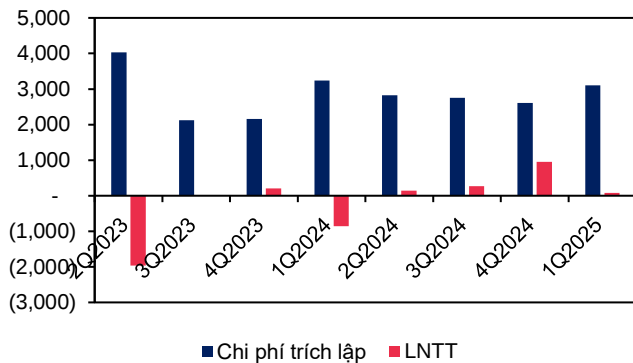
Trong Q1/2025, mặc dù LNTT của FEC ghi nhận khiêm tốn chỉ 79 tỷ đồng, nhưng vẫn tích cực so với mức lỗ 853 tỷ đồng trong Q1/2024, và là quý thứ 4 liên tiếp FEC có lãi kể từ năm 2022. Tuy nhiên, chất lượng tài sản suy giảm đáng kể khi tỷ lệ NPL tăng mạnh lên 20.1% mặc dù tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống còn 8.4% vào Q1/2025, so với 13,4% và 10,2% vào cuối năm tài chính 2024. Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) tại cuối Q1/2025 tăng lên 28.5% so với mức chỉ 23.6% vào cuối năm 2024. Do chất lượng tài sản tiếp tục có xu hướng giảm sau giai đoạn phục hồi ngắn kéo dài 2 quý, chi phí trích lập dự phòng rủi ro cũng tăng vọt 19.2% so với quý trước, đạt 3,105 tỷ đồng trong Q1/2025 mặc dù đã giảm nhẹ 4.1% svck do nền so sánh cao năm ngoái.

Mặc dù LNTT Q1/2025 chỉ đạt 8% kế hoạch cả năm 2025, chúng tôi tin rằng FEC có thể hoàn thành mục tiêu 1 nghìn tỷ LNTT. Kết quả kinh doanh của FEC đã phục hồi mạnh mẽ kể từ Q3/2023 chủ yếu nhờ sự phục hồi TTTD và gánh nặng trích lập dự phòng giảm. Bên cạnh đó, sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh của FEC dự kiến sẽ đóng góp nhiều hơn vào NFI của VPB nhờ vào khoản phí khổng lồ. Trong Q1/2025, thu nhập từ phí của FEC tăng 59% svck.

VPBank Securities (VPBS) ghi nhận LNTT 351 tỷ đồng trong Q1/2025, tăng 95.2% svck chủ yếu nhờ nền thấp năm ngoái. Mức LN này hoàn thành 17.6% kế hoạch cả năm. TOI trong Q1/2025 tăng 20.6% svck chủ yếu nhờ thu nhập từ hoạt động tự doanh và cho vay ký quỹ tăng lần lượt 37.0% và 13.8% svck. Việc giảm đáng kể lỗ từ hoạt động tự doanh đã giúp chi phí hoạt động giảm 45.3%

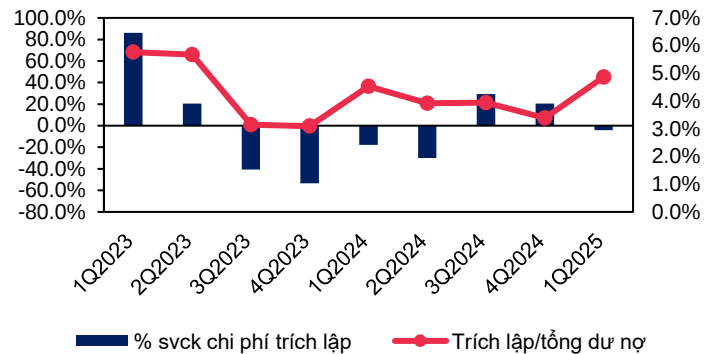
svck, thúc đẩy LNTT tăng rất tích cực như đã đề cập ở trên. Dư nợ cho vay ký quỹ vào cuối Q1/2025 đạt 12,877 tỷ đồng, tăng 35.4% so với đầu năm, tương đương 2% tổng dư nợ của ngân hàng mẹ. Mặc dù thu nhập từ hoạt động tự doanh được không bền vững do biến động khó lường của TTCK sau thông báo về thuế quan, hoạt động cho vay ký quỹ của VPBS đã tăng trưởng vững chắc kể từ năm 2023 (dư nợ tính đến cuối Q1/2025 cao gấp 3.9 lần so với cuối năm 2022) nhờ tăng vốn mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng điều này không chỉ cung cấp nguồn thu phí dồi dào cho VPB mà còn giúp NIM giảm bớt sự suy giảm nhờ lợi suất cao hơn so với cho vay KHDN.

Hình 11: Kết quả kinh doanh FECredit quý (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 12: Kết quả kinh doanh FECredit quý (tỷ đồng)



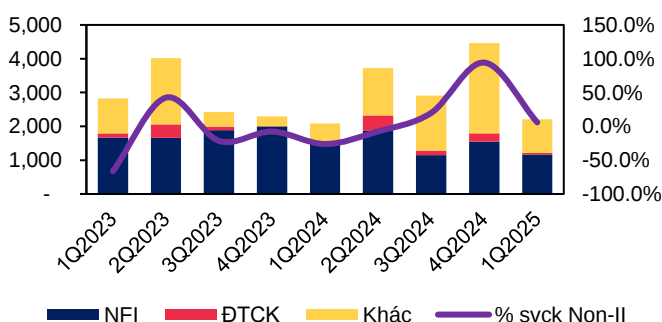
Nguồn: VPB, MBS Research

Non-II tăng trưởng trong năm 2025 được thúc đẩy bởi sự phục hồi nhẹ của thu nhập từ phí và tăng tốc thu hồi nợ xấu.

Thu nhập ngoài lãi (Non-II) ghi nhận 2,210 tỷ đồng, tăng 5.9% svck chủ yếu nhờ nền so sánh thấp năm ngoái. NFI giảm 50.4% so với quý trước chủ yếu do NFI giảm đáng kể 24.8% svck và 24.3% so với quý trước. Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng mạnh 83.8% đã bù đắp cho sự sụt giảm của các mảng khác của thu nhập ngoài lãi. Xét về cơ cấu NFI, thu nhập ròng của banca bất ngờ tăng 34.9% svck trong bối cảnh doanh thu banca ghi nhận giảm ghi nhận ở hầu hết các NHNY trong Q1/2025. Phí thanh toán giảm tốc kể từ Q1/2024 và giảm 39% svck trong Q1/2025.

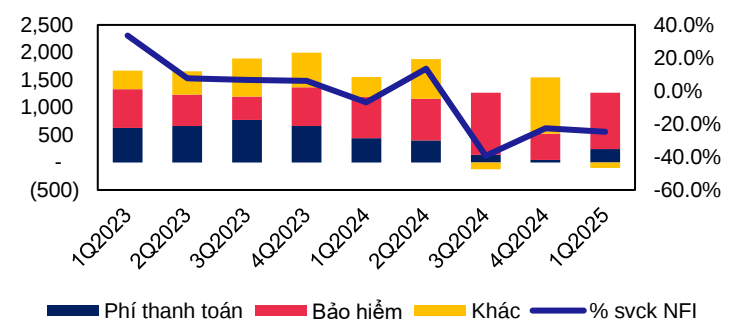
Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi của VPB sẽ tăng trưởng 20.0% svck chủ yếu nhờ vào việc liên tục tăng cường thu hồi nợ xấu (+47.3% YoY) đạt khoảng 8 nghìn tỷ đồng kết hợp với hoạt động thanh toán tốt hơn. Hoạt động ngân hàng bán lẻ dự kiến tăng trưởng nhanh hơn trong nửa cuối năm 2025 có khả năng cung cấp mức phí thanh toán cao hơn so với nửa đầu năm 2025.

Hình 13: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi theo quý (tỷ đồng, %)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 14: Cơ cấu NFI theo quý (tỷ đồng, %)



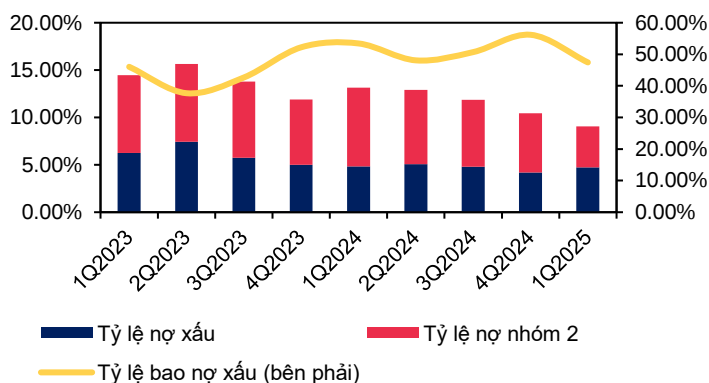
Nguồn: VPB, MBS Research

Dự báo chi phí tín dụng giảm nhẹ trong năm 2025 do chất lượng tài sản không được kỳ vọng cải thiện quá nhiều

Chất lượng tài sản cải thiện đáng kể kể từ Q1/2023, minh chứng là tỷ lệ nợ nhóm 2-5 liên tục giảm. Trong khi tỷ lệ nợ xấu dao động quanh mức 4.8%, nợ nhóm 2 đã giảm từ mức đỉnh 8.3% tại cuối Q1/2024 xuống mức thấp hiện tại là 4.3%. Nhờ đó, chi phí tín dụng cũng giảm đáng kể từ 4.2% trong Q2/2024 xuống 2.8% trong Q1/2025. Kết quả là, VPB ghi nhận 6,677 tỷ đồng chi phí dự phòng trong Q1/2025, tăng 15.9% svck và giảm 13.3% so với quý trước.

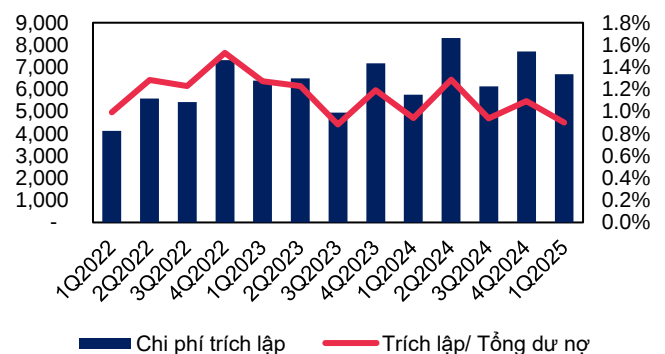
Sự tăng trưởng vượt trội của cho vay KHDN so với ngân hàng bán lẻ trong 2 năm qua đã hỗ trợ quan trọng cho sự cải thiện vững chắc về chất lượng tài sản của VPB. Với dự báo tăng trưởng nhanh hơn của cho vay bán lẻ kể từ nửa cuối 2025 kéo dài đến năm 2026, chúng tôi tin rằng áp lực tăng của NPL vẫn là thách thức đối với việc cải thiện chất lượng tài sản của VPB. Hơn nữa, sự cạnh tranh mạnh mẽ về cho vay bán lẻ giữa các ngân hàng có thể thúc đẩy các ngân hàng hạ thấp chuẩn mực cho vay để đạt được mục tiêu TTDD, vốn là điều kiện ưu tiên để mở rộng hạn mức tín dụng. Do đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 của VPB sẽ đạt 4.0% và 6.0% vào cuối năm 2025, lần lượt -18 đcb và -26 đcb svck.

Hình 15: Chất lượng tài sản của VPB theo quý (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 16: Dự phòng tín dụng của VPB theo quý (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Dự phóng KQKD

Hình 17: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

	2024F	2025F	% svck	2026F	% svck	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	62,255	75,236	20.9%	91,335	21.4%	
Thu nhập lãi thuần	49,080	59,422	21.1%	71,493	20.3%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	13,175	15,813	20.0%	19,842	25.5%	
Chi phí hoạt động	14,340	17,304	20.7%	21,007	21.4%	
Chi phí trích lập dự phòng	27,903	32,630	16.9%	36,393	11.5%	
LNST	15,987	20,147	26.0%	26,998	34.0%	
TTTD	18.2%	24.1%	585 đcb	23.5%	-63 đcb	Nhu cầu cho vay mua nhà dự kiến khả quan hơn kết hợp với mùa tiêu dùng cao trong nửa cuối năm 2025 sẽ là động lực chính cho hoạt động cho vay bán lẻ. Hoạt động ngân hàng doanh nghiệp dự kiến sẽ tập trung vào nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ chủ yếu nhờ triển vọng rõ ràng sau giai đoạn đàm phán.
Tăng trưởng huy động	9.8%	34.2%	2442 đcb	20.7%	-1352 đcb	Nhờ diễn biến rất tích cực của tăng trưởng tiền gửi trong Q1/2025, chúng tôi tin rằng VPB có thể dễ dàng đạt được mục tiêu tăng trưởng 34% vào cuối năm 2025.
NIM	5.9%	6.1%	23 đcb	6.1%	-7 đcb	Tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của hoạt động cho vay bán lẻ kể từ nửa cuối năm 2025 thúc đẩy NIM tăng trong khi COF vẫn được kiểm soát tốt nhờ môi trường lãi suất thấp.
CIR	23.0%	23.0%	-3 đcb	23.0%	0 đcb	Mức CIR vượt trội sẽ được duy trì.
CASA	12.1%	11.8%	-25 đcb	10.8%	-95 đcb	
NPL	4.2%	4.0%	-17 đcb	3.5%	-48 đcb	
LLR	56.2%	54.3%	-185 đcb	57.8%	350 đcb	
ROE	11.6%	13.3%	174 đcb	15.5%	223 đcb	
ROA	1.8%	2.0%	16 đcb	2.2%	19 đcb	

Nguồn: VPB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi giữ nguyên mức giá mục tiêu 12 tháng là 25,250 VND/cổ phiếu cho VPB so với dự báo trước đó chủ yếu do kết quả kinh doanh trong Q1/2025 vẫn phù hợp với kỳ vọng cả năm của chúng tôi. Chúng tôi vẫn khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VPB trong dài hạn dựa trên:

- Chúng tôi ước tính CAGR của lợi nhuận ròng trong 5 năm tới đạt 21.2%/năm, cao hơn mức 12.0% của 5 năm qua. KQKD cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ kể từ năm 2024, đảm bảo cho dự báo của chúng tôi.
- Mức CAR cao đã hỗ trợ mạnh mẽ cho VPB hoàn thiện hệ sinh thái của mình bằng cách mở rộng sang lĩnh vực chứng khoán và bảo hiểm, qua đó nguồn thu nhập của VPB sẽ được củng cố trong dài hạn.
- FEC vẫn là công ty đứng đầu về thị phần trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng. Mức độ tiếp xúc hiện tại với tài chính tiêu dùng tại Việt Nam tương đối thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á và Châu Á; do đó, có tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn.

Tóm tắt giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB bằng cách kết hợp 2 phương pháp định giá: Thu nhập còn lại (RI) và P/B

- P/B: Chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu là 1.2x để áp dụng cho BVPS của VPB vào cuối năm 2025. Mức P/B này cao hơn đáng kể so với P/B hiện tại của VPB và tương đương với các ngân hàng thương mại tương tự như ACB, MBB, TCB.
- Về phương pháp thu nhập còn lại, tỷ lệ giá trị sổ sách trong thành phần định giá là 94.6% cho thấy thách thức tăng trưởng thu nhập trong thời gian tới.

Rủi ro đầu tư

- Cho vay mua nhà đối mặt với thách thức do thị trường bất động sản phục hồi chậm, đặc biệt là thị trường sơ cấp. Điều này có thể làm chậm tốc độ cho vay bán lẻ của VPB so với kỳ vọng của chúng tôi vào năm 2025.
- Chúng tôi lo ngại rằng sự phục hồi chậm của ngân hàng sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến tăng trưởng của toàn ngành trong 12-18 tháng tới.

Định giá

Hình 18: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
Chi phí vốn cổ phần	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	(2,287)	1,016	4,940	7,904	9,200
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	(2,012)	787	3,367	4,741	4,856
VCSH đầu kỳ	141,905				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	11,739				
GTHT terminal value	47,056				
Giá trị VCSH cuối kỳ	200,700				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,934				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	25,300				

Nguồn: MBS Research

Hình 19: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 26/05/2025)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	Khuyến nghị	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2025F	TTM	2025F	TTM	2025F	TTM	2025F
ACB	21,600	777,393	KHẢ QUAN	6.5x	4.8x	1.2x	1.0x	20.4%	18.3%	2.0%	1.0%
BID	36,000	2,575,981	KHẢ QUAN	9.6x	8.1x	1.6x	1.4x	18.2%	15.9%	0.9%	1.0%
CTG	38,800	2,229,791	KHẢ QUAN	7.8x	6.3x	1.3x	1.2x	17.9%	20.8%	1.1%	1.8%
HDB	22,100	629,569	KHẢ QUAN	5.3x	9.6x	1.3x	1.5x	25.8%	22.0%	2.1%	2.4%
LPB	31,950	455,805	N/A	10.4x	6.6x	2.3x	1.6x	23.7%	6.2%	2.1%	10.9%
MBB	24,650	1,028,819	N/A	5.8x	5.9x	1.2x	1.2x	22.6%	14.9%	2.3%	2.4%
STB	41,800	702,986	TRUNG LẬP	6.9x	7.2x	1.3x	1.2x	20.4%	22.6%	1.5%	2.4%
TCB	30,150	927,053	KHẢ QUAN	9.2x	7.5x	1.3x	1.2x	14.7%	22.6%	2.2%	2.4%
TPB	13,250	385,352	KHẢ QUAN	5.9x	4.4x	0.9x	0.7x	16.9%	18.5%	1.6%	1.3%
VCB	56,800	1,932,362	KHẢ QUAN	13.9x	12.7x	2.3x	2.0x	17.6%	27.8%	1.7%	2.7%
OCB	10,700	265,502	KHẢ QUAN	8.9x	6.6x	0.8x	0.7x	9.4%	27.8%	1.1%	2.7%
VIB	18,200	445,378	TRUNG LẬP	7.3x	5.8x	1.2x	1.1x	17.4%	27.8%	1.5%	2.7%
VPB	18,100	858,885	KHẢ QUAN	8.4x	7.4x	0.9x	0.9x	11.5%	27.8%	1.8%	2.7%
Trung bình (ngoại trừ NHTMNN)		763,171		8.2x	7.4x	1.3x	1.2x	18.0%	21.8%	1.8%	3.2%
Trung bình		1,016,529		8.1x	7.1x	1.4x	1.2x	18.2%	21.0%	1.7%	2.8%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 20: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	%	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	25,300	50%	12,650
P/B (P/B mục tiêu 1.1x)	25,200	50%	12,550
Giá mục tiêu			25,250

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	38,175	49,080	59,422	71,493	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	7,212	6,126	7,117	10,529	Tổng tài sản	29.6%	13.0%	18.3%	26.1%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	(806)	827	451	257	Cho vay và CK	27.2%	12.7%	24.3%	21.8%
Lãi thuần từ CKKD	380	361	153	224	Tiền gửi KH & GTCG	33.6%	12.7%	25.7%	28.4%
Lãi thuần từ CKĐT	250	470	155	120	LNTT	-49.1%	85.2%	26.4%	34.1%
Lãi thuần từ HĐ khác	4,526	5,378	7,938	8,711					
Tổng thu nhập hoạt động	49,739	62,255	75,236	91,335	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	13,941	14,340	17,304	21,007	CAR	17.8%	15.1%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	24,994	27,903	32,630	36,393	VCSH/Tổng tài sản	17.1%	15.9%	15.3%	14.1%
LNTT	10,804	20,013	25,301	33,935	Đòn bẩy tài chính	120.6%	119.0%	118.1%	116.4%
Chi phí thuế TNDN	2,310	4,026	5,154	6,937					
LNST	8,494	15,987	20,147	26,998	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	(1,480)	208	987	1,323	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	5.0%	4.2%	4.0%	3.5%
LNST cho Ngân hàng	9,974	15,779	19,160	25,676	Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.9%	6.3%	6.0%	5.5%
					LLR	52.2%	56.2%	54.3%	57.8%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/24	31/12/25					
Tiền và tương đương tiền	2,285	2,148	2,270	2,289	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	8,423	14,327	19,077	23,579	LDR	93.0%	94.2%	98.6%	95.3%
Tiền gửi và cho vay TCTD	94,094	134,644	98,320	166,393	TS thanh khoản/TTS	95.3%	98.6%	97.3%	97.3%
Chứng khoán kinh doanh	12,326	13,111	8,481	10,410	TS thanh khoản/tiền gửi KH	176.1%	187.5%	163.1%	170.5%
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Hoạt động mua nợ	822	800	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	566,271	692,876	852,207	1,047,050	ROA	1.2%	1.8%	2.0%	2.2%
Dự phòng cho vay	(14,799)	(16,330)	(18,619)	(21,434)	ROE	7.3%	11.6%	13.3%	15.5%
Chứng khoán đầu tư	94,587	52,783	82,683	91,117	NIM	5.7%	5.9%	6.1%	6.1%
Đầu tư dài hạn khác	189	189	188	207	NII/TOI	76.7%	78.8%	79.0%	78.3%
Tài sản cố định	1,924	2,024	2,073	2,135	CIR	28.0%	23.0%	23.0%	23.0%
BDS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	51,446	27,276	46,329	56,176	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	817,567	923,848	1,093,009	1,377,921	EPS cơ bản (VND)	1,257	1,989	2,415	3,236
					Giá trị sổ sách (VND)	16,969	17,886	20,301	23,537
Nợ NHNN, Chính phủ	4,118	6	3,259	3,933	P/E	15.0x	9.5x	7.8x	5.8x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	156,357	201,756	200,269	251,292	P/B	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x
Tiền gửi của khách hàng	442,368	485,667	651,788	786,595					
Phái sinh và các CCTC khác	0	28	28	28					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	22	11	200	251					
Phát hành giấy tờ có giá	47,787	66,976	42,610	104,705					
Các khoản nợ khác	27,118	22,129	27,431	36,697					
NỢ PHẢI TRẢ	677,771	776,572	925,586	1,183,500					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	139,796	147,275	167,423	194,421					
Vốn điều lệ	79,339	79,339	79,339	79,339					
Thặng dư vốn cổ phần	23,993	23,993	23,993	23,993					
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quỹ của TCTD	12,233	14,566	19,051	23,795					
LN chưa phân phối	19,066	24,008	38,683	59,614					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	5,164	5,370	6,358	7,680					
TỔNG NỢ VÀ VCSH	817,567	923,848	1,093,009	1,377,921					

Nguồn: BCTC VPB, 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
TRUNG LẬP	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
TRUNG LẬP	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>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thanh Hoàng</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i>
	Công nghiệp – Năng Lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>