

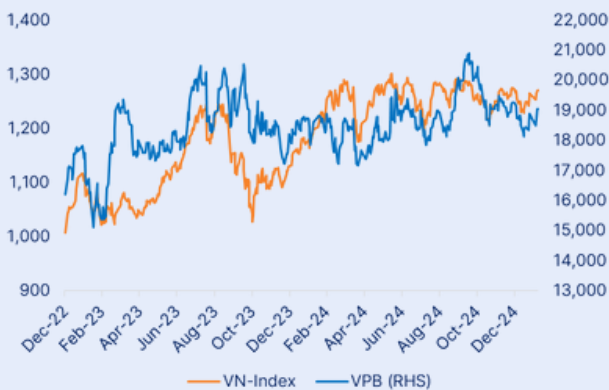
Trưởng nhóm phân tích
Đoàn Thị Ánh Nguyệt
nguyet.dta@shs.com.vn

Khuyến nghị: **Khả quan**
Giá hiện tại (24/02/2025): 19.550 VND
Giá mục tiêu: **23.500VND**
% tăng/giảm giá: 20%

Thông số cơ bản:

Giá 52T cao/thấp (VNĐ)	17.186-20.900
KLTB (10N) (Tr.CP)	21,0
Vốn hóa (Tỷ.đ)	155.108
SLCPLH (Tr.cp)	7.933,92
Giới hạn sở hữu NN	30,0%
Tỷ lệ sở hữu NN	24,9%
CP thả nổi	55,0%
Cổ đông lớn	SMBC (15%)

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinX

(Tỷ đồng)	2023	2024	2025F
Tổng TS	817,567	923,848	1,113,634
Tín dụng	551,472	676,546	825,637
Huy động	490,156	552,642	674,224
LNTT	10,804	20,013	23,671
BVPS (VNĐ)	16,969	17,886	20,273
EPS (VNĐ)	1,257	2,041	2,324
ROAE (%)	8.20%	11.28%	11.76%
ROAA (%)	1.38%	1.86%	1.81%
NIM (%)	5.62%	5.85%	5.90%
CIR (%)	28.03%	23.03%	23.00%
NPL (%)	5.02%	4.20%	4.50%

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG NHỜ DƯ ĐỊA MỞ RỘNG TÍN DỤNG THUỘC NHÓM CAO NHẤT HỆ THỐNG

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu VPB nhờ dư địa mở rộng tín dụng thuộc nhóm cao nhất hệ thống, được hỗ trợ từ hệ số CAR và nhận chuyển giao bắt buộc Ngân hàng GPBank. Thị trường Bất động sản ấm dần lên và mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 đạt 8% là yếu tố hỗ trợ nhu cầu tín dụng.

- LNTT năm 2025 dự báo tăng trưởng 18,3% YoY nhờ tín dụng tiếp tục mở rộng với NIM cải thiện nhẹ và đóng góp tích cực hơn từ FEC, VPBS và OPES. Xu hướng đi lên của thị trường BĐS là yếu tố hỗ trợ thu nhập từ thu hồi nợ xấu.
- Chất lượng tài sản của VPB đang cải thiện với tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2024 là 4,2%, giảm mạnh so với mức 5,02% thời điểm cuối năm 2023, tỷ lệ hình thành nợ xấu 4,7%, thấp nhất từ năm 2019. Xu hướng cải thiện chất lượng tài sản kỳ vọng tiếp tục diễn ra trong năm 2025, đặc biệt tại FEC, giúp bù trừ tác động từ Thông tư 02 hết hiệu lực.
- Định giá thấp. VPB đang giao dịch ở mức PB 1,1x, thấp hơn đáng kể so với bình quân 1,32x của ngành Ngân hàng và thấp hơn 29% so với mức trung bình trong giai đoạn 2019-2025. Với mức giá hiện tại, PB fw của VPB sẽ giảm xuống 0,9x, mức hấp dẫn để đầu tư.

RỦI RO

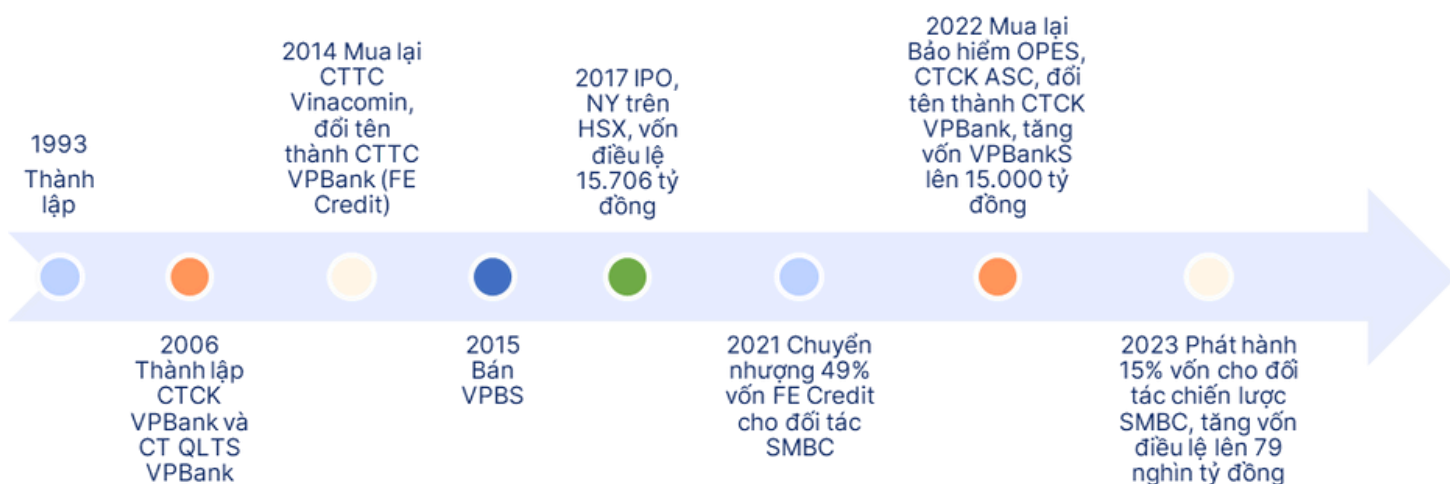
- VPB đang tập trung dòng tín dụng vào lĩnh vực BĐS. Hệ số rủi ro tín dụng của VPB ở mức cao so với trung bình ngành.
- Rủi ro sức mua nền kinh tế và thị trường bất động sản chậm phục hồi hơn so với dự kiến, ảnh hưởng đến tăng trưởng tín dụng.
- Rủi ro tiềm ẩn liên quan đến dư nợ NVL.

TỔNG QUAN VỀ VPBANK

Lịch sử hình thành và phát triển

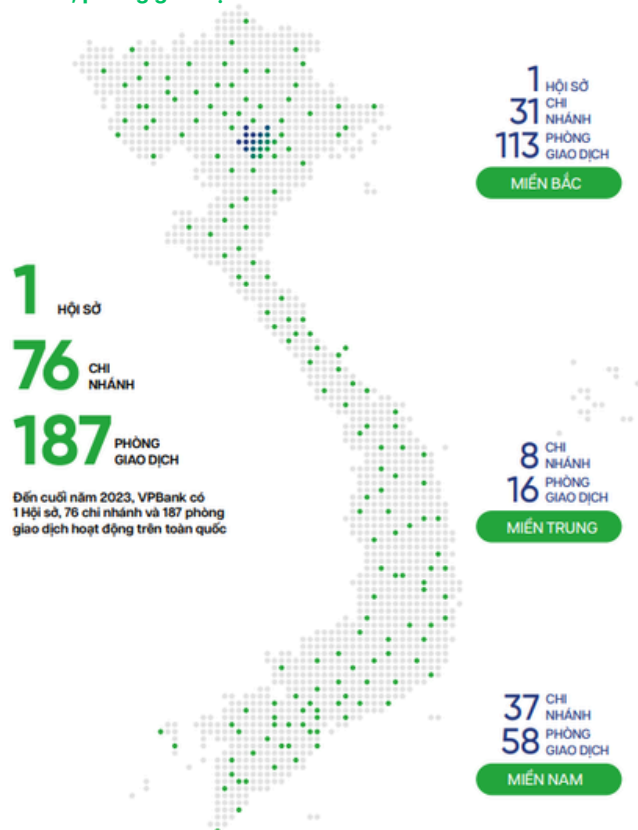
VPB thành lập năm 1993 với tên gọi NHTMCP các doanh nghiệp ngoài quốc doanh Việt Nam, vốn điều lệ ban đầu 20 tỷ đồng. Hoạt động của VPB bắt đầu phát triển mạnh từ năm 2007, sau khi Việt Nam gia nhập WTO, tiên phong trong mảng tín dụng tiêu dùng với thương hiệu FE Credit. VPB nổi bật với thương vụ chuyển nhượng 49% vốn tại FE Credit cho SMBC năm 2021 và chuyển nhượng 15% vốn điều lệ VPB cho SMBC năm 2023. Tại thời điểm cuối năm 2024, VPB đang xếp thứ 6 toàn hệ thống về tổng tài sản, thứ 4 về VCSH và TOP 1 toàn hệ thống về vốn điều lệ. VPB được Moody's xếp hạng tín nhiệm Ba3, triển vọng ổn định. Tỷ lệ an toàn vốn của VPB tại thời điểm cuối Q3.2024 đạt 15,66%, cao nhất toàn hệ thống.

Sơ đồ 1: Các mốc phát triển của VPB



Cơ cấu tổ chức hoạt động

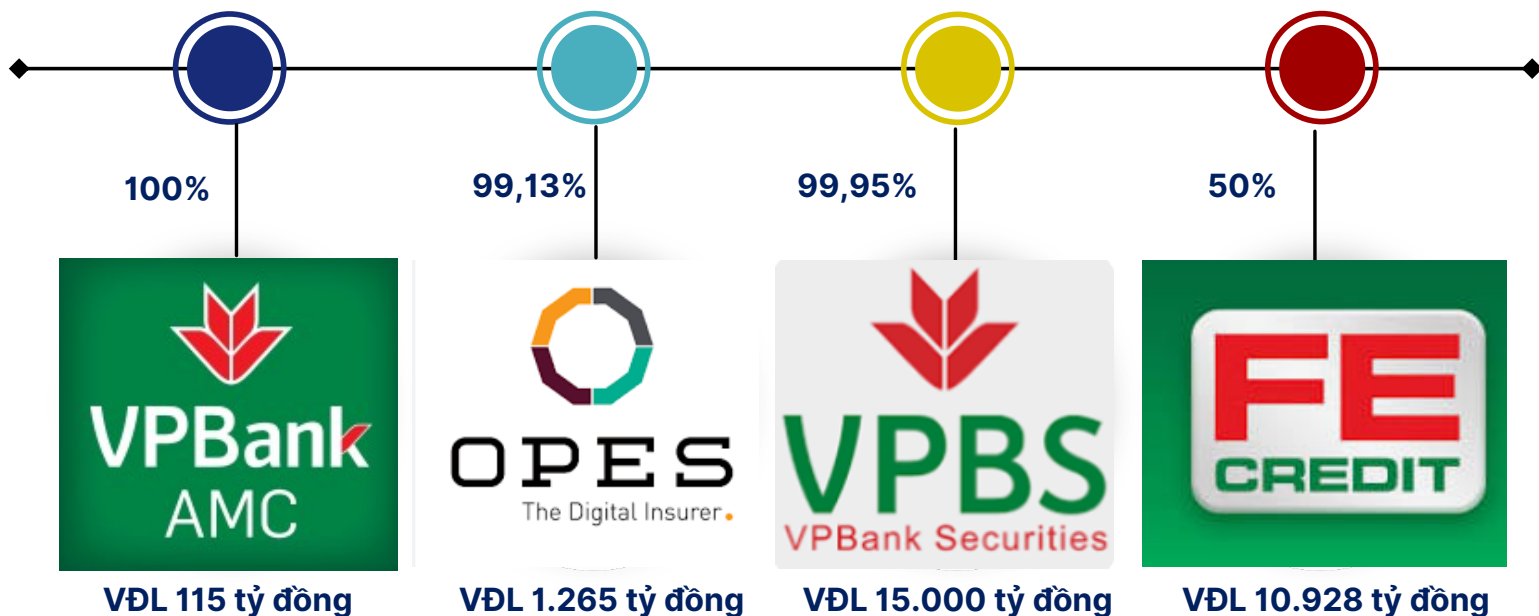
Chi nhánh, phòng giao dịch của VPB thời điểm cuối năm 2023



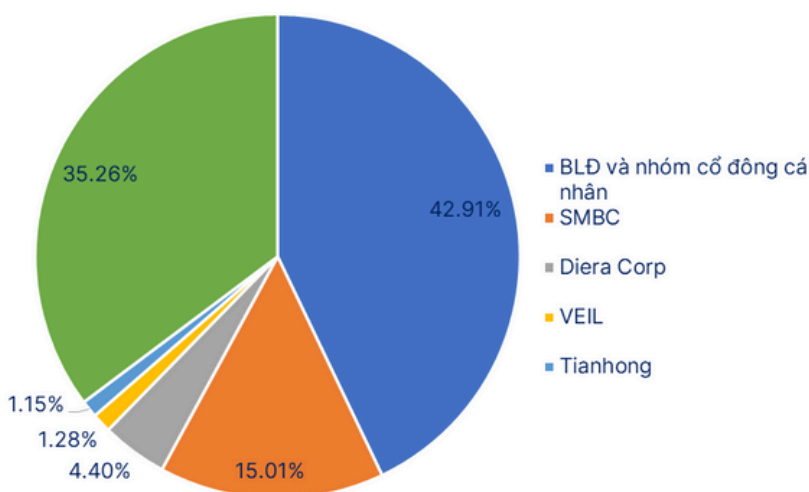
Tại thời điểm cuối năm 2024, sau 31 năm hoạt động, VPB có cơ cấu tổ chức gồm 1 trụ sở chính tại Hà Nội, 80 chi nhánh, 207 phòng giao dịch trên cả nước, tăng 4 chi nhánh và 20 phòng giao dịch so với năm 2023. Quy mô khách hàng của toàn hệ sinh thái VPBank tính tới cuối năm 2023 đạt hơn 30 triệu người, tăng hơn 2 lần trong giai đoạn 2019-2023 với tốc độ tăng trưởng kép 21%/năm.

VPB hiện có 4 công ty con gồm: Công ty TNHH Quản lý Tài sản Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB AMC); CTCP bảo hiểm OPES (OPES), CTCP Chứng khoán VPBANK (VPBankS) và Công ty Tài chính TNHH MTV Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng SMBC (FE CREDIT) với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 100%, 99,13%, 99,95% và 50%. VPB cũng nhận chuyển giao bắt buộc GPB vào đầu năm 2025, đang thực hiện các giải pháp tái cơ cấu GPB.

Mô hình hoạt động của VPB



Cơ cấu cổ đông

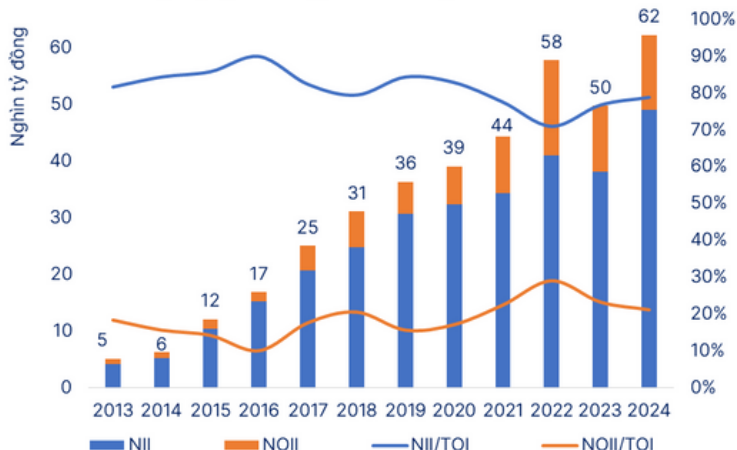


Tại thời điểm cuối năm 2024, nhóm cổ đông chiếm tỷ lệ sở hữu cao nhất tại VPB là Ban lãnh đạo và nhóm cổ đông cá nhân với tỷ lệ sở hữu 42,91%. Cổ đông chiến lược SMBC sở hữu 15% cổ phần, tiếp theo là các quỹ đầu tư tài chính. Giới hạn sở hữu của NĐTNN tại VPB hiện là 30% với tỷ lệ sở hữu của NĐTNN tại ngày 24/02/2025 là 24,9%.

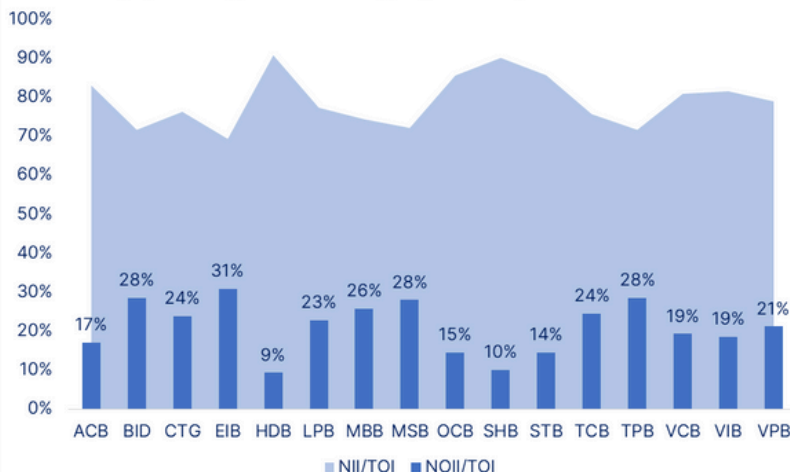
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của VPB là hoạt động tín dụng với tỷ trọng thu nhập lãi thuần (NII) chiếm khoảng 80% tổng thu nhập hoạt động (TOI). Thu nhập ngoài lãi (NOII) của VPB có cải thiện đáng kể từ năm 2022 với việc Ngân hàng gia hạn hợp đồng bảo hiểm độc quyền với AIA và mua lại bảo hiểm OPES. Năm 2024, tỷ trọng thu nhập ngoài lãi đóng góp 21% tổng thu nhập hoạt động của VPB, ở mức trung bình trong ngành.

Tỷ trọng thu nhập từ lãi và ngoài lãi của VPB

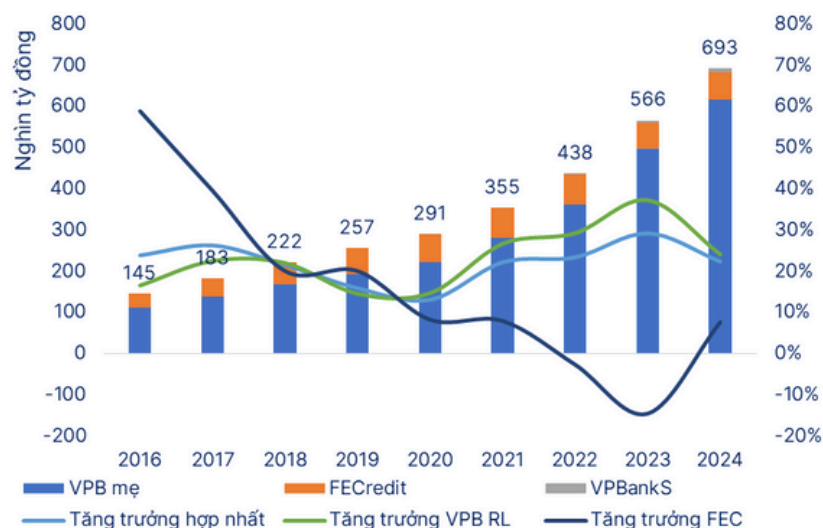


Tỷ lệ thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi một số NH năm 2024



HOẠT ĐỘNG TÍN DỤNG

Tăng trưởng dư nợ của VPB giai đoạn 2016-2024



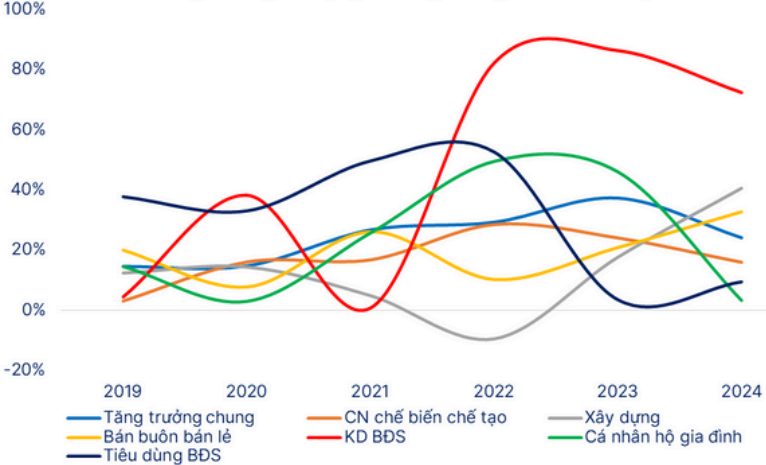
Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng cho vay khách hàng hợp nhất của VPB là 692.875 tỷ đồng, tăng 126.604 tỷ đồng so với cuối năm 2023, trong đó Ngân hàng mẹ đóng góp 88,9%, FECredit và VPBankS đóng góp lần lượt 9,7% và 1,4% tổng dư nợ. Xét về tỷ lệ tăng trưởng, dư nợ tín dụng hợp nhất toàn ngân hàng tăng 18,2% YoY, trong đó cho vay khách hàng +22,4% YoY, trái phiếu doanh nghiệp -48,6% YoY.

Chi tiết theo từng thành phần đóng góp, tín dụng tại ngân hàng mẹ tăng 19,84% (cho vay khách hàng +24,1%, trái phiếu doanh nghiệp -69%), tại VPBankS tăng 32,72%, tại FE CREDIT tăng 7,64%. Tăng trưởng cho vay khách hàng của VPB tăng đột biến trong Q4 (9,1% QoQ), đóng góp 45,4% tổng dư nợ tăng thêm trong cả năm 2024.

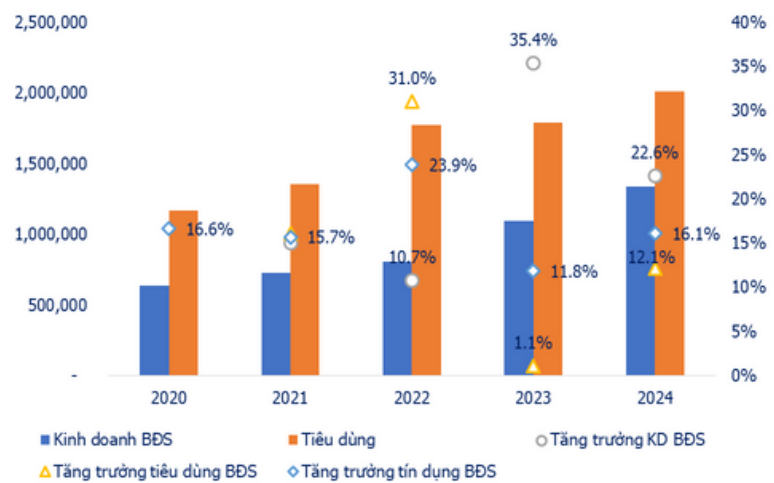
Tâm điểm tăng trưởng tín dụng đầu tư Bất động sản.

Tín dụng đầu tư BĐS của VPB tăng mạnh trong giai đoạn 2022-2024, tăng dư nợ từ 28.575 tỷ đồng thời điểm cuối năm 2021 lên 167.102 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2024, tốc độ tăng trưởng kép CAGR 80%. Trong năm 2024, tín dụng đầu tư bất động sản của VPB tăng 70.144 tỷ đồng (72,3% YoY), chiếm 58,7% tổng dư nợ tăng thêm của Ngân hàng mẹ, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng đầu tư BĐS toàn ngành (22,6%).

Tăng trưởng tín dụng theo ngành nghề của VPB mẹ

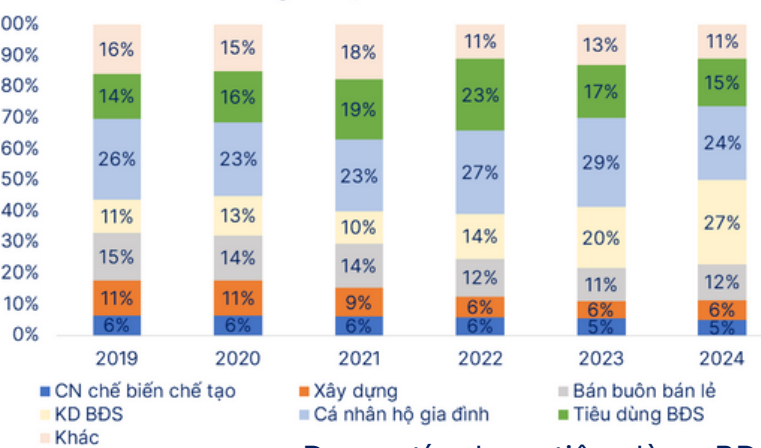


Tăng trưởng tín dụng BĐS toàn hệ thống giai đoạn 2020-2024

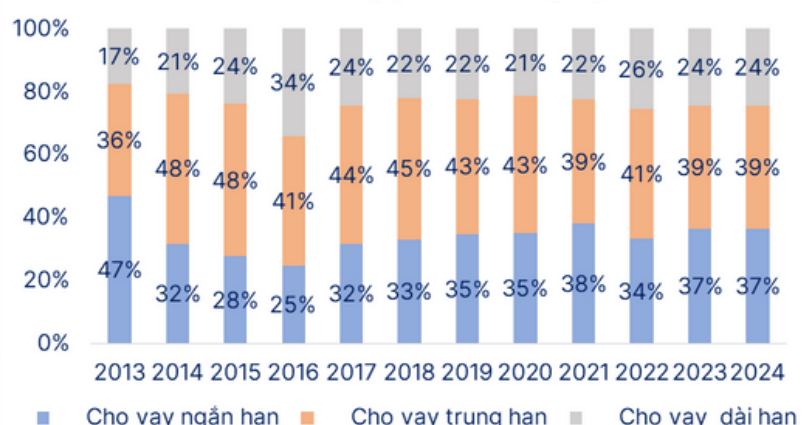


Với xu hướng tăng trưởng nóng trong 3 năm liên tiếp, tỷ trọng dư nợ lĩnh vực BĐS trên tổng dư nợ của ngân hàng mẹ VPB đã tăng lên 42,4% tại thời điểm cuối năm 2024, trở thành lĩnh vực có tỷ lệ dư nợ cao nhất toàn Ngân hàng. Tỷ trọng dư nợ BĐS của VPB mẹ gấp đôi tỷ lệ dư nợ tín dụng BĐS của toàn hệ thống (21,5%) trong đó dư nợ kinh doanh BĐS chiếm tỷ trọng 27,1%, dư nợ tiêu dùng BĐS chiếm tỷ trọng 15,3%. Tỷ trọng dư nợ cho vay dài hạn của VPB cũng tăng so với thời điểm năm 2021, khiến tỷ trọng cho vay ngắn hạn giảm nhẹ.

Tỷ trọng dư nợ theo ngành nghề của VPB mẹ giai đoạn 2019-2024



Cơ cấu cho vay phân theo kỳ hạn



Dư nợ tín dụng tiêu dùng BĐS của VPB cuối năm 2024 đạt 93.853 tỷ đồng (+9,4% YoY), tăng tập trung trong Q4.2024 (+9,58% QoQ), có cải thiện đáng kể so với xu hướng tăng trưởng yếu từ năm 2023. Nhìn chung dòng tín dụng đang có xu hướng ưu tiên doanh nghiệp phát triển dự án, kỳ vọng nhu cầu tín dụng tiêu dùng BĐS sẽ khả quan hơn từ năm 2025-2026 khi các dự án được mở bán.

Tín dụng cá nhân hộ gia đình năm 2024 tăng 3,2% YoY, tăng tập trung trong Q4.2024 (+7,28% QoQ), với dư nợ 146.331 tỷ đồng, chiếm 24% tổng dư nợ của VPB. Tín dụng cá nhân hộ gia đình tại VPB có xu hướng giảm sau hai năm 2022-2023 tăng trưởng mạnh. Diễn biến này tương đồng với xu hướng chung toàn ngành Ngân hàng khi sức mua toàn nền kinh tế chưa phục hồi sau giai đoạn Covid và chịu ảnh hưởng mạnh khi xuất nhập khẩu giảm sâu năm 2023.

Tăng trưởng tiêu dùng bán lẻ QoQ



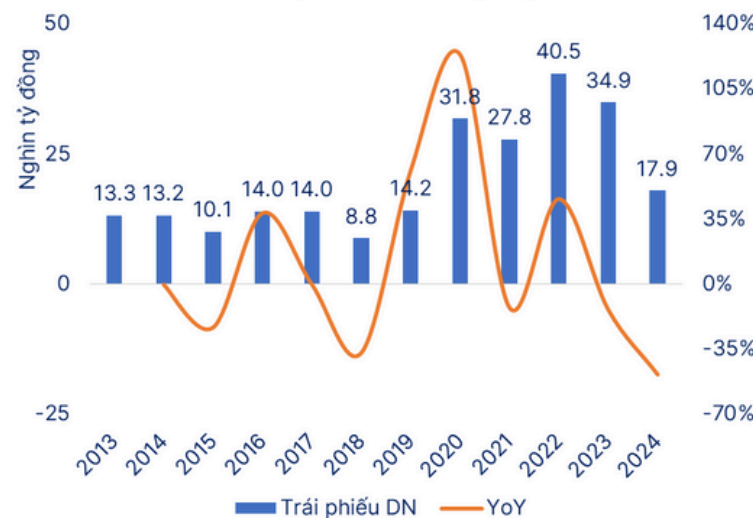
Tín dụng bán buôn bán lẻ năm 2024 của VPB đạt 70.911 tỷ đồng (+32,7% YoY), tích cực hơn đáng kể so với trung bình ngành. Tín dụng bán buôn bán lẻ của VPB tập trung vào doanh nghiệp SMEs, chiếm 12% tổng dư nợ. Mảng tín dụng tiêu dùng của Ngân hàng kỳ vọng sẽ cải thiện hơn trong năm 2025 khi nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng và với quy

định mới, khách hàng không cần cung cấp phương án sử dụng vốn khả thi đối với các khoản vay dưới 100 triệu đồng, giúp đơn giản hóa thủ tục và thúc đẩy nhu cầu vay tiêu dùng.

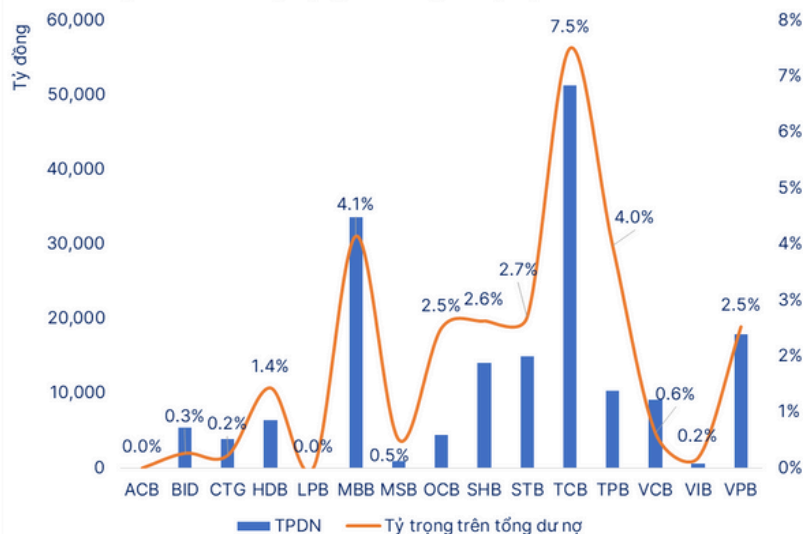
TIẾP TỤC XU HƯỚNG GIẢM MẠNH DƯ NỢ TRÁI PHIẾU

Tính đến 31/12/2024, quy mô trái phiếu doanh nghiệp của VPB có giá trị 17.944 tỷ đồng (-48,6% YoY), chiếm 2,52% tổng dư nợ tín dụng, giảm mạnh so với mức 5,8% cuối năm 2023. Trong đó, Ngân hàng mẹ VPB còn nắm giữ 7.306 tỷ đồng trái phiếu, -69% YoY, chiếm 1,17% tổng tín dụng, dư nợ trái phiếu tại các công ty con có giá trị 10.638 tỷ đồng (-6,1% YoY).

Khoản mục trái phiếu doanh nghiệp của VPB



Quy mô TPDN và tỷ trọng trên tổng dư nợ một số NH năm 2024

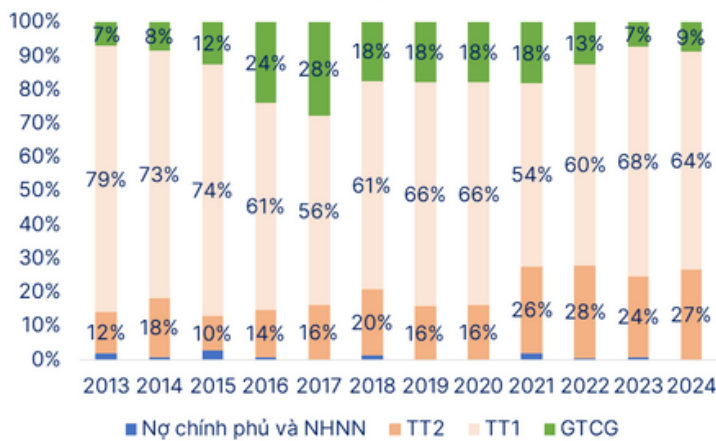


Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp trên tổng dư nợ của VPB đã giảm xuống mức trung bình thấp trong nhóm NHTMCP và chỉ còn cao hơn khoảng 30% so với trung bình giai đoạn 2012-2019, trước khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp tăng nóng.

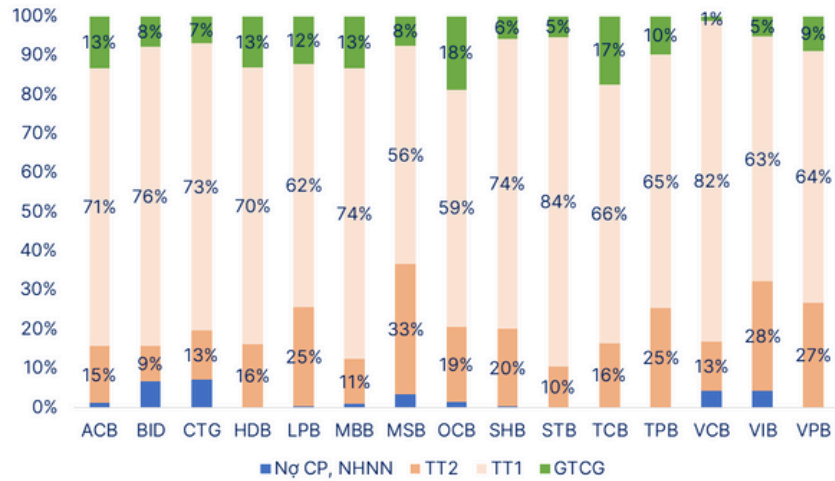
HUY ĐỘNG VỐN

Năm 2024, VPB huy động 754.415 tỷ đồng, + 16% YoY, trong đó 485.666 tỷ đồng tiền gửi từ khách hàng (+9,8% YoY), chiếm 64,4% tổng huy động, 201.756 tỷ đồng huy động từ thị trường 2 (+29% YoY), phát hành giấy tờ có giá 66.975 tỷ đồng (+40% YoY). VPB phụ thuộc vào nguồn tiền trên thị trường 2 và phát hành giấy tờ có giá thuộc nhóm cao so với trung bình ngành do đặc thù công ty tài chính tiêu dùng FE Credit không được thực hiện huy động vốn trên thị trường 1.

Cơ cấu huy động vốn của VPB

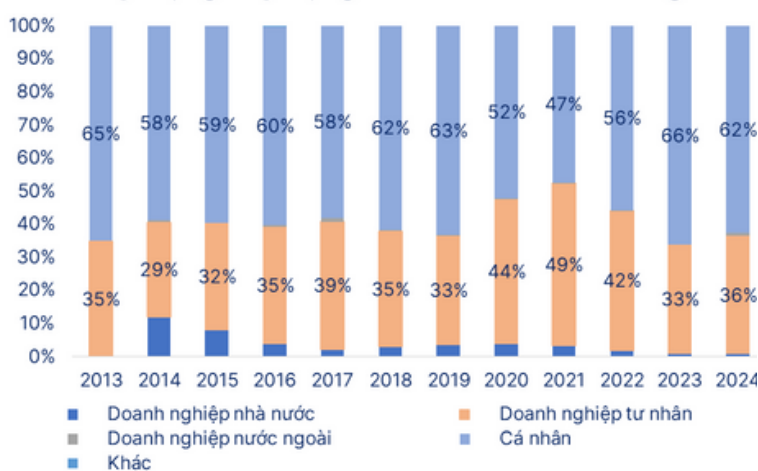


Tỷ trọng huy động vốn các Ngân hàng năm 2024

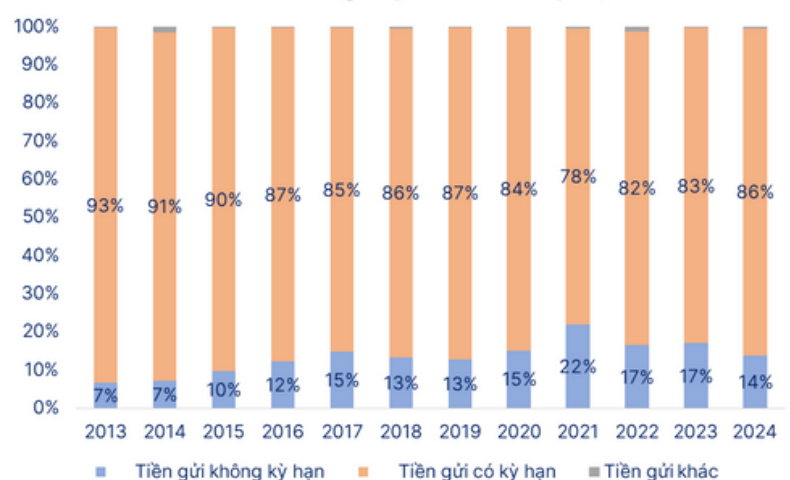


Tỷ lệ huy động trên thị trường 1, thị trường 2 và phát hành GTCG của VPB tại thời điểm cuối năm 2024 lần lượt là 64%, 27% và 9%, so với tỷ lệ trung bình của 15 Ngân hàng niêm yết lần lượt là 69%, 19% và 10%. VPB có tỷ lệ phát hành GTCG thấp hơn từ năm 2023, sau khi phát hành thành công cổ phiếu cho cổ đông chiến lược SMBC. Giấy tờ có giá VPB phát hành đa số là kỳ hạn ngắn phục vụ mục đích thanh khoản, trong đó kỳ hạn dưới 1 năm chiếm 80%, phục vụ hoạt động cho vay của FE Credit.

Tỷ trọng huy động theo nhóm khách hàng



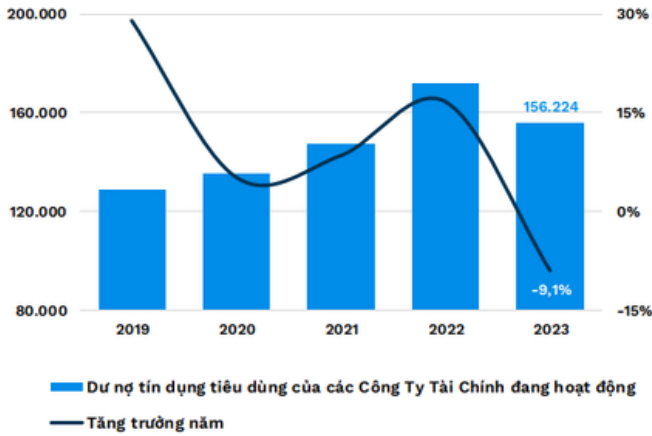
Cơ cấu tiền gửi phân theo kỳ hạn



CASA không phải thế mạnh của VPB khi tệp khách hàng chính của VPB là khách hàng cá nhân với tỷ lệ huy động từ cá nhân chiếm 62% tổng huy động tại thời điểm cuối năm 2024. Tỷ lệ CASA của VPB theo chiều hướng giảm trong giai đoạn 2021-2024, đặc biệt trong năm 2024 khi các đối thủ như TCB, VIB áp dụng nhiều biện pháp nhằm vào giới trẻ để thu hút CASA.

FE CREDIT (“FEC”) - QUAY TRỞ LẠI ĐƯỜNG ĐUA

Dư nợ tín dụng tiêu dùng tại các Công ty Tài chính

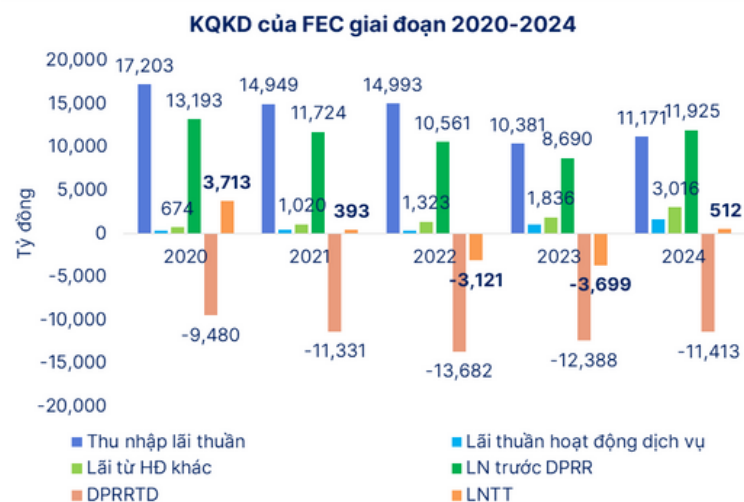
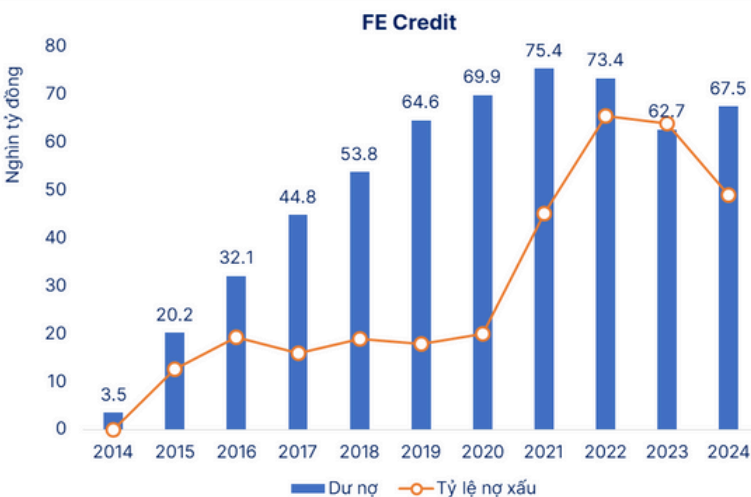


Theo số liệu của NHNN, Việt Nam hiện có 16 công ty tài chính được phép hoạt động. Dư nợ của nhóm công ty tài chính ước tính khoảng 160.000 tỷ đồng vào cuối quý III/2024. Trong đó, FE Credit hiện vẫn dẫn đầu nhóm công ty tài chính lớn khi kiểm soát hơn 30% thị phần.

Hoạt động của FEC gặp khó khăn từ năm 2022 do cầu tín dụng yếu và áp lực trích lập dự phòng tăng cao do nợ xấu gia tăng khi thu nhập của người lao động chịu ảnh hưởng của dịch bệnh Covid 19 và xuất khẩu giảm mạnh năm 2023.

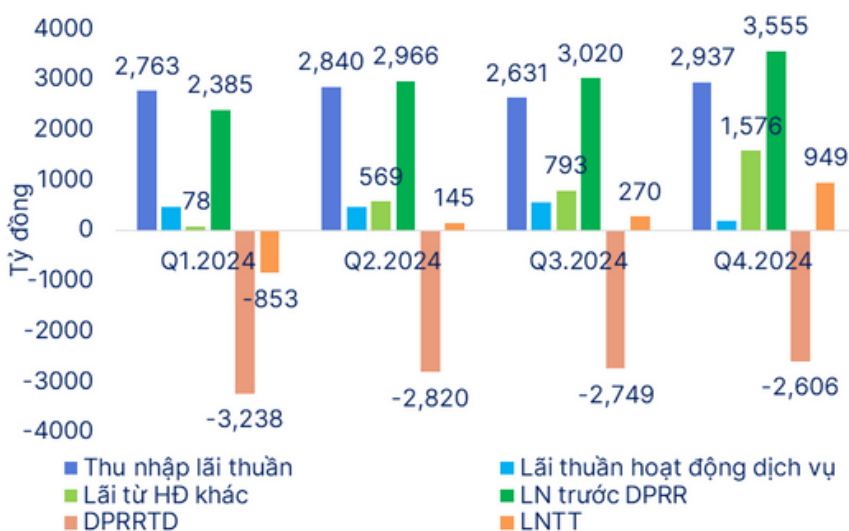
FEC đang trong giai đoạn tái cơ cấu hoạt động, bắt đầu giảm dư nợ từ năm 2022, tập trung tái cấu trúc mô hình kinh doanh. Cụ thể, FEC rà soát và cải tiến thiết kế sản phẩm, quy trình thẩm định tín dụng, kênh bán hàng, chính sách tín dụng và thu hồi nợ. Dư nợ của FEC theo xu hướng giảm từ mức đỉnh hơn 75 nghìn tỷ đồng năm 2021 (chiếm hơn 50% thị phần), tạo đáy vào năm 2023 và đang có xu hướng tăng trưởng trở lại.

Theo ước tính của chúng tôi, dư nợ của FEC thời điểm cuối năm 2024 khoảng 67 nghìn tỷ đồng, tăng 7,6% YoY trong đó các khoản giải ngân mới tăng 42% so với cùng kỳ. Tỷ lệ nợ xấu ước tính khoảng 15,3%, tương đương 10.300 tỷ đồng, giảm khá mạnh từ mức 20% năm 2023. VPB cho biết khoảng 70% danh mục cho vay của FEC đã được tái cơ cấu (đáo hạn và thay bằng khách hàng mới có hồ sơ rủi ro tốt hơn). Do vậy có thể kỳ vọng chất lượng tài sản của FEC sẽ ổn định hơn trong thời gian tới.



Hoạt động kinh doanh của FEC đã cải thiện trở lại từ Q2.2024 với kết quả lợi nhuận dương tăng dần theo quý, sau giai đoạn ghi nhận lợi nhuận âm từ năm 2022-Q1.2024. FEC đạt LNTT 949 tỷ đồng trong Q4.2024 (gấp 25 lần svck), giúp LNTT cả năm 2024 đạt 512 tỷ đồng. Kết quả lợi nhuận này được hỗ trợ từ thu nhập khác từ thu hồi nợ xấu đã xóa tăng mạnh đạt 1.576 tỷ đồng trong Q4/2024 và tổng thu hồi nợ xấu đã xóa 3.016 tỷ trong cả năm 2024. Nếu không tính đến khoản thu nhập khác này, thu nhập từ hoạt động kinh doanh chính của FEC chưa đủ bù đắp khoản trích lập dự phòng rủi ro tín dụng. Tuy nhiên kết quả dư nợ tăng trưởng và tỷ lệ nợ xấu giảm nhanh là tín hiệu tích cực.

KQKD của FEC theo quý năm 2024



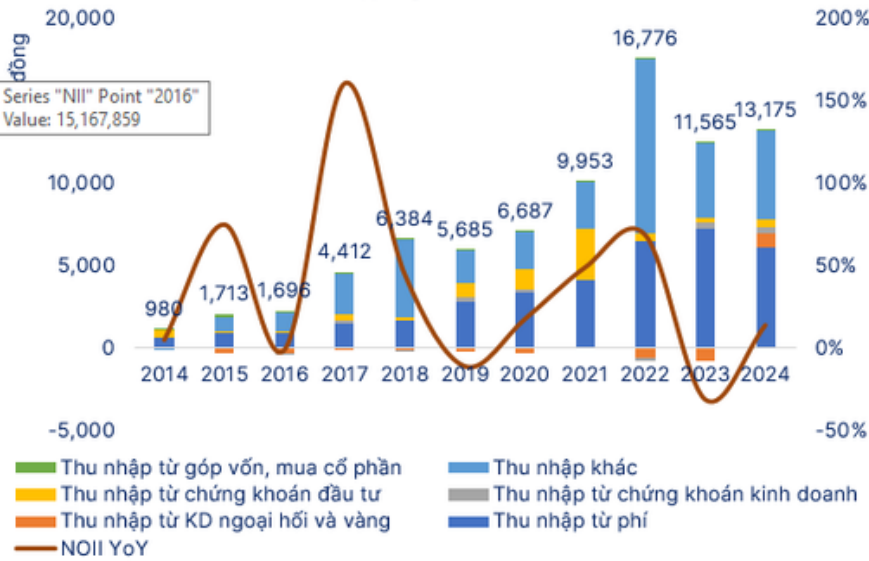
Chúng tôi kỳ vọng hoạt động của FEC tiếp tục phục hồi trong năm 2025 trên cơ sở: 1/ Tăng trưởng GDP mục tiêu tăng 8% với chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa tiếp tục mở rộng, tạo điều kiện tăng việc làm và thu nhập của người lao động; 2/ Lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp hỗ trợ nhu cầu vay tiêu dùng; 3/ FEC đẩy mạnh hợp tác với các đơn vị bán lẻ, đa dạng hóa tệp khách hàng, chú trọng phát triển sản phẩm chủ lực là sản phẩm điện tử và xe moto

2 bánh; 4/ Tăng trưởng cho vay mới của FEC cao hơn tăng trưởng cho vay tiêu dùng nói chung, tạo điều kiện cho công ty mở rộng lại thị phần; và 5/ FEC đã chuẩn hóa quy trình cho vay, chấm điểm khách hàng để giảm thiểu rủi ro nợ xấu.

Vấn đề quan trọng đối với hoạt động của các công ty tài chính tiêu dùng là khả năng thu hồi nợ. Việc tích hợp định danh điện tử đang hỗ trợ rất lớn cho các ngân hàng, công ty tài chính trong chấm điểm tín dụng với khách hàng cá nhân, góp phần đánh giá rủi ro khách hàng và nâng cao ý thức trả nợ của người vay.

HOẠT ĐỘNG PHI TÍN DỤNG

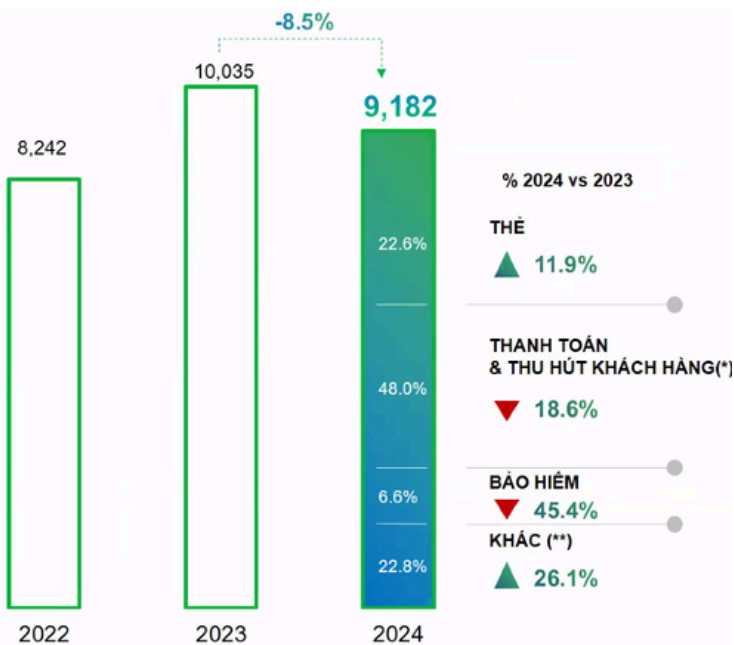
Thu nhập ngoài lãi của VPB



Thu nhập ngoài lãi đóng góp khoảng 20% tổng thu nhập của VPB qua các năm. Đóng góp phần lớn trong thu nhập ngoài lãi là thu nhập từ phí và thu nhập khác từ xử lý các khoản nợ xấu. Thu nhập ngoài lãi của VPB tăng đột biến trong năm 2022 khi Ngân hàng ghi nhận 6.000 tỷ thu nhập từ việc gia hạn hợp đồng hợp tác độc quyền với AIA, là khoản ghi nhận một lần.

Năm 2024, VPB ghi nhận 13.175 tỷ đồng thu nhập ngoài lãi (+13,9% YoY), trong đó thu nhập từ phí đóng góp 6.126 tỷ đồng (-15% YoY), thu nhập khác từ xử lý nợ xấu 5.377 tỷ đồng (+18,8% YoY), thu nhập từ kinh doanh ngoại hối, đầu tư chứng khoán có cải thiện tích cực với mức lãi 827 tỷ đồng từ mức lỗ 806 tỷ đồng trong năm 2023.

Thu nhập phí của Ngân hàng mẹ VPB



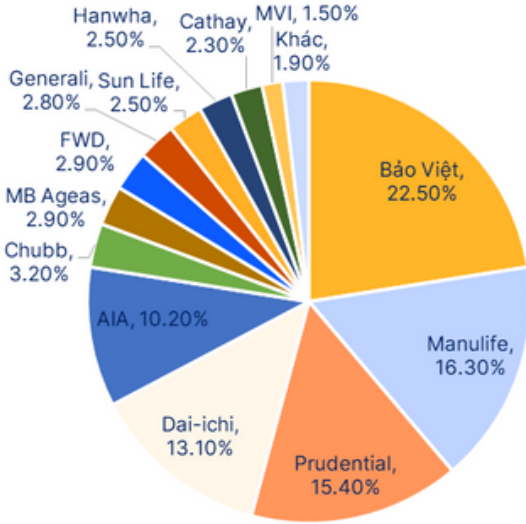
Nguồn thu nhập phí của VPB chủ yếu đến từ hoạt động thanh toán, thẻ và thu khác đến từ thu xếp vốn. Số lượng thẻ tín dụng phát hành và doanh số chi tiêu thẻ tín dụng của VPB thuộc TOP 1 toàn ngành với số lượng thẻ hoạt động thời điểm cuối năm 2023 là 1,5 triệu thẻ. Thu nhập từ phí của Ngân hàng mẹ VPB năm 2024 giảm 8,5% YoY, trong đó thu từ nghiệp vụ thanh toán giảm 18,6%, thu từ Bảo hiểm giảm mạnh 45%. Thu nhập từ phí được hỗ trợ từ mảng thẻ và thu nhập khác. Xu hướng giảm thu từ hoạt động thanh toán của VPB cùng chiều với xu hướng toàn ngành khi sức mua toàn nền kinh tế phục hồi chậm.

Doanh thu bán bảo hiểm ghi nhận ở báo cáo riêng lẻ Ngân hàng VPB tiếp tục giảm mạnh trong năm 2024 khi thị trường bảo hiểm nhân thọ vẫn chịu ảnh hưởng từ khủng hoảng niềm tin sau cơn sốt bán bảo hiểm qua ngân hàng và chính sách quản lý mới hoạt động Bancassurance làm giảm việc mua bảo hiểm như một sản phẩm đính kèm hợp đồng vay. Tuy nhiên chúng tôi đang nhận thấy tín hiệu tích cực từ công ty con OPES cho mảng bảo hiểm của VPB.

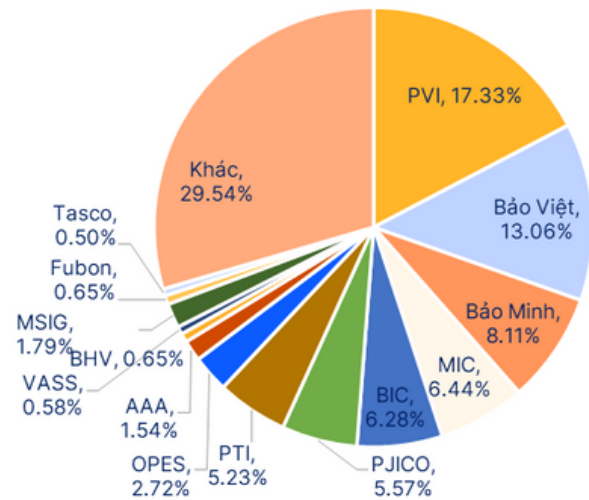
MẢNG BẢO HIỂM CỦA VPB

Thị trường bảo hiểm bước đầu có tín hiệu phục hồi. Năm 2024, tổng doanh thu phí của toàn thị trường bảo hiểm ước đạt 227.500 tỷ đồng, giảm nhẹ 0,25% so với năm trước. Trong đó, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ đạt khoảng 149.200 tỷ đồng (-5% YoY, có cải thiện so với mức -12% YoY của năm 2023), doanh thu từ bảo hiểm phi nhân thọ đạt 78.300 tỷ đồng (+10,2% YoY so với mức +2,85% YoY của năm 2023).

Thị phần doanh thu phí BHNT 8T2024

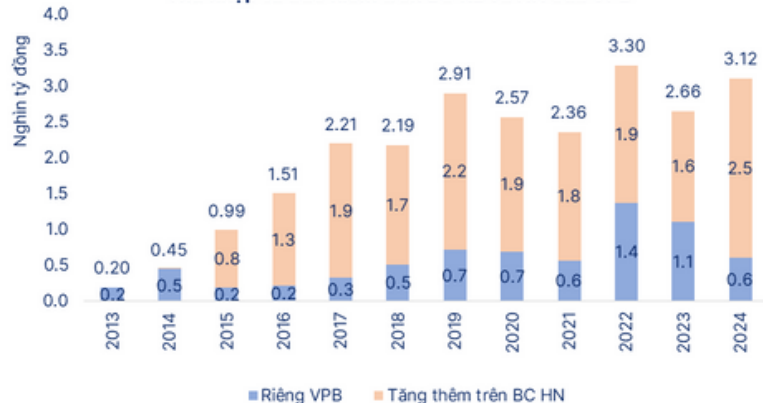


Thị phần doanh thu phí BH PNT 8T2024



VPB thu phí Bảo hiểm qua hợp đồng Bancassurance với AIA (TOP5 thị phần bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam) và cung cấp dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ qua công ty con bảo hiểm OPES. Doanh thu từ phí bảo hiểm của VPB đang được hỗ trợ nhờ đà phục hồi của ngành bảo hiểm phi nhân thọ và tốc độ tăng trưởng phí của OPES đang cao hơn trung bình ngành. Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ của OPES 8T2024 đạt 1.398 tỷ đồng, tăng 78,66% YoY, chiếm 2,72% thị phần thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam, từ mức thị phần 1,96% năm 2023.

Thu nhập từ bảo hiểm trên BC RL và HN của VPB



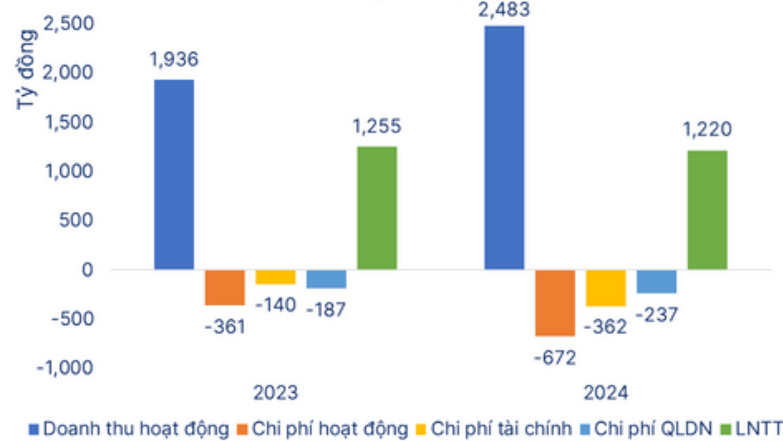
Năm 2024, VPB ghi nhận 3.115 tỷ đồng thu nhập từ mảng bảo hiểm trên báo cáo hợp nhất, so với mức 605 tỷ đồng từ Ngân hàng mẹ.

Thu nhập từ mảng bảo hiểm của VPB dự báo tăng trưởng khả quan hơn trong năm 2025 khi thị trường bảo hiểm được kỳ vọng sẽ phục hồi và tăng trưởng trở lại. Theo dự báo từ Bộ Tài chính, năm 2025, doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ ước đạt 85.938 tỷ đồng (+9,77% YoY), lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ ước đạt 153.698 tỷ đồng (+3% YoY).

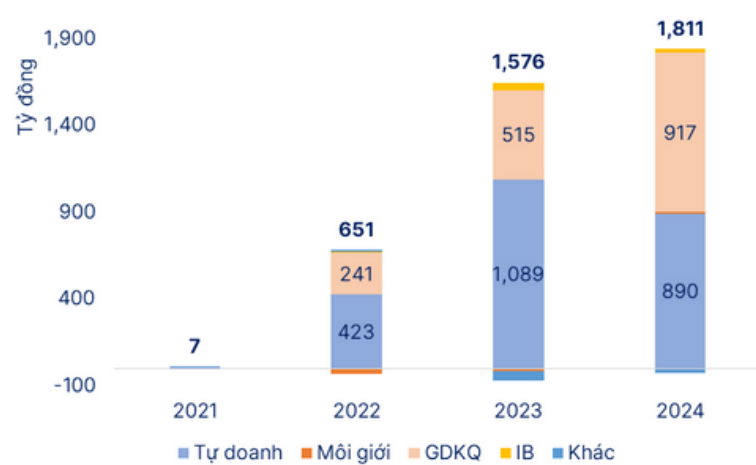
CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VPBANKS

VPBS tiền thân là CTCK ASC, VPB thực hiện mua lại trong năm 2022 và tăng vốn điều lệ lên 15.000 tỷ đồng, hiện VPB sở hữu 99,95%. Tại thời điểm cuối năm 2024, VPBS đứng thứ 4 về vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu, đứng thứ 6 về tổng tài sản toàn hệ thống CTCK. Hoạt động của VPBS hiện tập trung vào mảng cho vay giao dịch ký quỹ và giao dịch tự doanh, đóng góp lần lượt 50,7% và 49,1% lợi nhuận gộp trong năm 2024. Năm 2024, VPBS thu được 1.220 tỷ đồng LNTT, giảm nhẹ 2,8% YoY, ROE 5,76%, trong bối cảnh TTCK khó khăn hơn ảnh hưởng đến nghiệp vụ tự doanh.

KQKD của VPBS giai đoạn 2023-2024



Lợi nhuận gộp theo mảng nghiệp vụ của VPBS



Hoạt động Môi giới và cho vay ký quỹ còn nhiều tiềm năng phát triển. Tại thời điểm cuối năm 2024, VPBS có 450.000 tài khoản khách hàng, thị phần giao dịch cổ phiếu ước tính khoảng 1,56%. Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới của VPBS khá thấp trong bối cảnh các CTCK đẩy mạnh cạnh tranh về phí để chiếm thị phần. VPBS ghi nhận lợi nhuận chủ yếu qua việc cho vay giao dịch ký quỹ với dư nợ cho vay thời điểm cuối năm 2024 là 9.513 tỷ đồng (+33% YoY), chiếm 3,82% thị phần cho vay GDKQ toàn thị trường. Tiềm năng mở rộng cho vay của VPBS còn rất lớn khi tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH tại thời điểm cuối năm 2024 chỉ đạt 55%, so với mức tối đa 200% theo quy định.

Hoạt động Môi giới	2021	2022	2023	2024
Doanh thu (tỷ đồng)	0	46	127	226
Giá trị GD CP qua VPBS	0	36,081	96,855	163,843
Giá trị GD TP qua VPBS	1,523	25,011	28,041	77,840
Thị phần MG CP		0.36%	1.10%	1.56%
Biên LN gộp		-67%	-13%	5%
Phí môi giới		0.13%	0.13%	0.14%
Số lượng tài khoản CK				450,000

Cho vay GDKQ	2021	2022	2023	2024
Dư nợ cho vay (tỷ đồng)	0.0	3,281	7,168	9,513
Dư nợ/VCSH	0%	21%	44%	55%
Thị phần cho vay	0%	2,67%	3,92%	3,82%
Doanh thu	0.0	241	515	917
Lãi suất ước tính		15%	10%	11%
Chi phí lãi vay	0.0	14	140	361
Tiền gửi của NĐT	39	416	1.748	1.670

Hoạt động tự doanh tập trung vào trái phiếu và cổ phiếu chưa niêm yết.

Khoản đầu tư (tỷ đồng)	Loại chứng khoán	2021	2022	2023	2024
FVTPL	Cổ phiếu niêm yết	0	0	26	26
	Cổ phiếu chưa niêm yết	0	0	1,484	1,615
	Trái phiếu	177	7,228	8,216	7,697
	Công cụ thị trường tiền tệ	0	225	1,566	3,203
AFS	Trái phiếu	0	0	509	1,733
HTM		0	1	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	Cổ phiếu chưa niêm yết	0	0	1,070	0
Tổng		177	7,453	12,870	14,274

Với đặc thù CTCK chưa niêm yết, VPBS không công bố tên chi tiết về cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục tự doanh. Danh mục tự doanh của VPBS tập trung vào khoản mục trái phiếu và cổ phiếu chưa niêm yết, tương đối khó để đánh giá tính hiệu quả.

Chúng tôi kỳ vọng VPBS tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 trên cơ sở triển vọng nâng hạng thị trường và dư địa cho vay giao dịch ký quỹ của VPBS còn rất lớn. VPB đánh giá cao đóng góp của VPBS trong hệ sinh thái của Ngân hàng qua mảng IB và cung cấp sản phẩm dịch vụ Ngân hàng với khách hàng VIP của CTCK.

TIẾP NHẬN GPBANK VÀO HỆ SINH THÁI VPBANK

Ngày 17/01/2025, VPB đã nhận chuyển giao bắt buộc Ngân hàng GPBank theo Phương án được Chính phủ phê duyệt. Theo đó, GPBank tiếp tục hoạt động dưới hình thức Ngân hàng TNHH MTV do VPB sở hữu 100% vốn điều lệ. GPBank là pháp nhân độc lập và không thực hiện hợp nhất báo cáo tài chính vào báo cáo tài chính hợp nhất của VPB. VPBank sẽ có điều kiện mở rộng quy mô kinh doanh, cơ sở khách hàng, mạng lưới trong giai đoạn thực hiện phương án chuyển giao bắt buộc và có thể duy trì GPBank như một ngân hàng con hoặc bán/chuyển nhượng GPBank cho nhà đầu tư mới sau khi kết thúc phương án.

Về phương án hỗ trợ, VPB lên kế hoạch góp vốn vào GPBank trong thời gian thực hiện phương án CGBB để GPBank có thêm nguồn lực tài chính, phát triển kinh doanh, cải thiện kết quả hoạt động, tổng mức vốn góp không vượt quá 20% vốn điều lệ của VPBank. Việc góp vốn sẽ được ngân hàng cân nhắc kỹ lưỡng và xin ý kiến ĐHĐCĐ. GPBank là Ngân hàng có quy mô nhỏ nhất trong 4 Ngân hàng thực hiện chuyển giao bắt buộc với vốn điều lệ 3.000 tỷ đồng.

Phương án cơ cấu VPBank và GPBank còn được áp dụng các biện pháp hỗ trợ khác từ các cơ quan Nhà nước. Chúng tôi cho rằng tương tự trường hợp MBB, VPB sẽ bán dư nợ sinh lời cho GPBank và GPBank được dùng dư nợ đó để vay Chính phủ và NHNN với lãi suất bằng 0, từ đó tạo ra cơ chế sinh lời cho GPBank. Dư nợ bán cho GPBank nằm ngoài hạn mức tăng trưởng tín dụng của VPB, do vậy việc bán dư nợ cho GPBank không làm ảnh hưởng đến tài sản sinh lời của VPB. VPB cũng lên kế hoạch tăng trưởng huy động trong năm 2025 là 30%, cao hơn kế hoạch tăng trưởng tín dụng, một phần để chuẩn bị cho phương án này.

Với phương án nhận chuyển giao bắt buộc, chúng tôi kỳ vọng VPB tiếp tục được cấp hạn mức room tín dụng thuộc nhóm cao nhất trong ngành. Ngoài ra, theo Luật Các tổ chức tín dụng sửa đổi năm 2024, các ngân hàng tham gia nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém sẽ được nói room với nhà đầu tư nước ngoài. Hiện room NĐTNN tại VPB đang là 30%, tại thời điểm ngày 24/02/2025, NĐTNN đang sở hữu 24,88%.

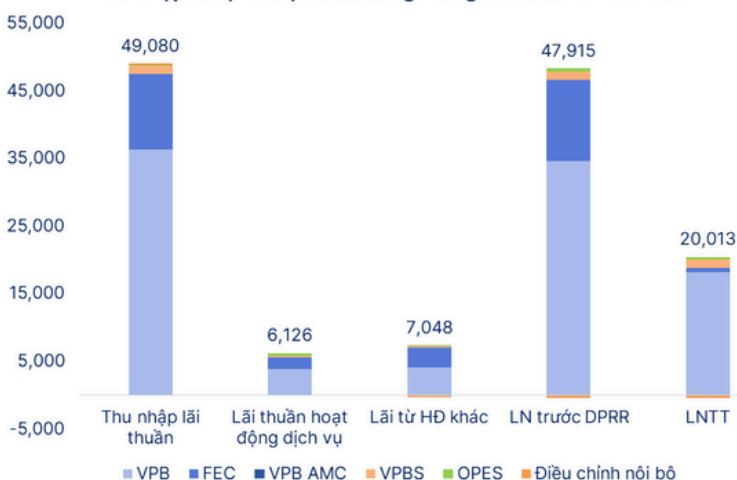
KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024

Kết quả kinh doanh năm 2024 của VPB

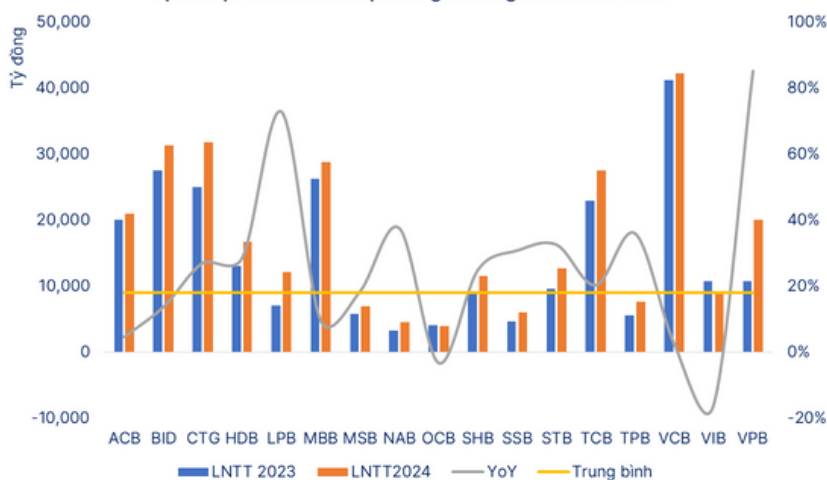
Chỉ tiêu	2023	YoY	2024	YoY
Thu nhập lãi thuần	38,175	-6.9%	49,080	28.6%
Thu nhập ngoài lãi	11,565	-31.1%	13,175	13.9%
Thu nhập từ phí	7,212	12.0%	6,126	-15.1%
Thu từ ngoại hối	-806	-30.4%	827	202.6%
Thu từ chứng khoán	633	70.1%	843	33.2%
Thu nhập khác	4,526	-57.2%	5,378	18.8%
Tổng TNHD	49,739	-13.9%	62,255	25.2%
Chi phí hoạt động	13,941	-1.2%	14,340	2.9%
Thu nhập trước chi phí DPRRTD	35,798	-18.0%	47,915	33.8%
Chi phí DPRRTD	24,994	11.3%	27,903	11.6%
LNTT	10,804	-49.1%	20,013	85.2%
LNST	8,494	-49.8%	15,987	88.2%

Năm 2024, VPB ghi nhận LNTT 20.013 tỷ đồng (+85% YoY), mức tăng trưởng cao nhất toàn hệ thống. Kết quả lợi nhuận được hỗ trợ nhờ 1/ tín dụng tiếp tục mở rộng và hệ số NIM cải thiện giúp thu nhập từ lãi tăng trưởng tích cực; 2/ Tỷ lệ nợ xấu giảm giúp chi phí tín dụng giảm đáng kể so với cùng kỳ; và 3/ Thu nhập từ nợ xấu đã xóa gia tăng và VPB kiểm soát tốt hơn chi phí hoạt động cũng là yếu tố hỗ trợ KQKD của VPB trong năm 2024.

Thu nhập và lợi nhuận theo từng mảng kinh doanh năm 2024



Lợi nhuận trước thuế một số Ngân hàng năm 2023-2024

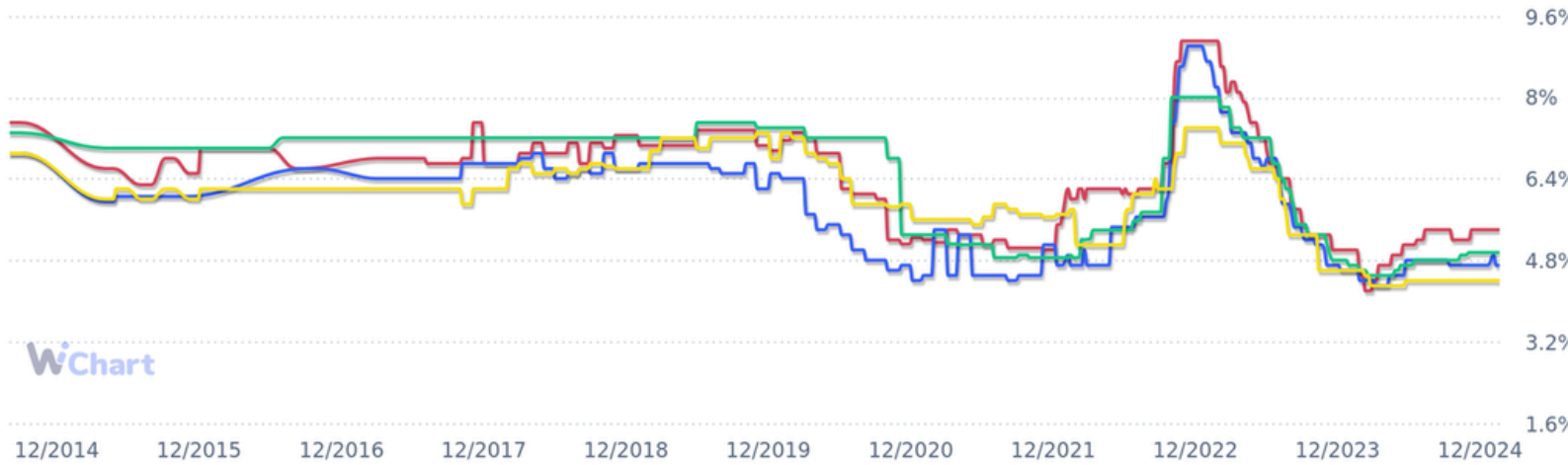


Xét chi tiết theo từng công ty con, Ngân hàng mẹ VPB đóng góp 91% LNTT, VPBS, FEC và OPES đóng góp lần lượt là 6%, 3% và 2% LNTT, phần điều chỉnh nội bộ ghi giảm 2%.

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

NIM cải thiện nhờ chi phí vốn giảm và dòng tín dụng dịch chuyển sang mảng kinh doanh Bất động sản giúp hỗ trợ NIM

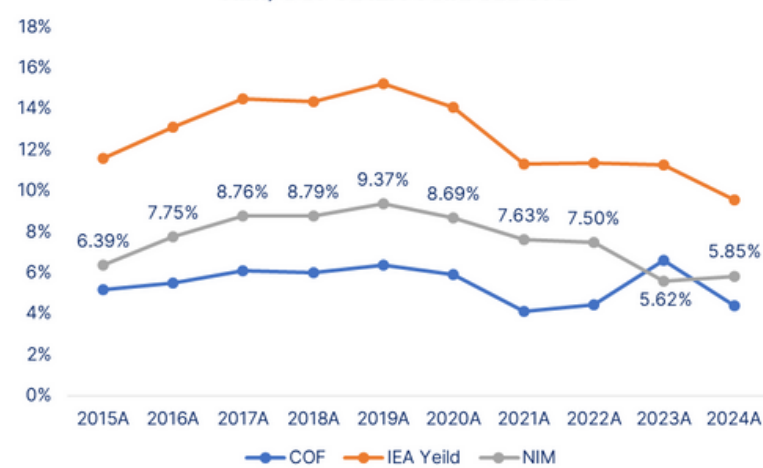
Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng nhóm NHTMCP lớn



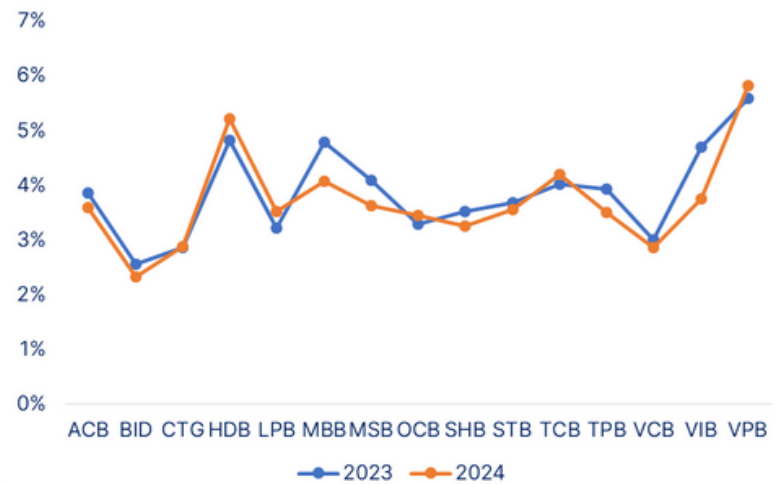
WChart

— [VN] - LSHĐ VPBank 12T (%) — [VN] - LSHĐ Techcombank 12T (%) — [VN] - LSHĐ MB 12T (%) — [VN] - LSHĐ ACB 12T (%)

NIM, COF và IEA Yeild của VPB



NIM của VPB và một số Ngân hàng



Lãi suất huy động bình quân năm 2024 giảm giúp chi phí vốn của VPB giảm 2% so với năm 2023, xuống 4,42%. Việc VPB dịch chuyển dòng tín dụng sang mảng kinh doanh BĐS có lãi suất cho vay cao hơn và động thái tối ưu hóa tài sản với tỷ lệ LDR tăng giúp NIM của VPB tăng lên 5,85%, từ mức 5,62% năm 2023.

Với đặc thù hoạt động trong mảng tín dụng tiêu dùng và khách hàng chủ yếu là cá nhân và SMEs, VPB vẫn là ngân hàng có hiệu quả sinh lời từ hoạt động tín dụng cao nhất hệ thống.

Hệ số NIM của hệ thống Ngân hàng chịu áp lực trong năm 2025 khi lãi suất huy động dự báo tiếp tục tăng nhẹ trước sức ép tỷ giá và số dư tiền gửi có kỳ hạn của KBNN từ 01/01/2025 đến 31/12/2025 chỉ được tính 20% khi tính toán LDR của hệ thống Ngân hàng. Tuy nhiên, NIM tại VPB được hỗ trợ nhờ kết quả xử lý nợ xấu tại FEC giúp tăng hiệu quả sử dụng vốn và hoạt động cho vay tập trung vào ngành BĐS có lợi suất cao hơn. NIM trong Q4.2024 của VPB có cải thiện đáng kể lên 6,1% cùng với xu hướng tăng mạnh tín dụng tiêu dùng. Do vậy chúng tôi dự báo NIM của VPB năm 2025 đạt 5,9%, tăng nhẹ so với năm 2024.

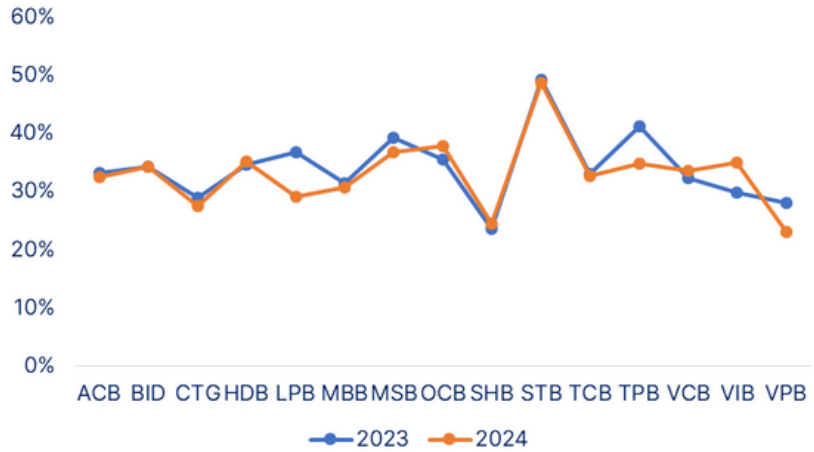
Chi phí hoạt động kiểm soát ở mức thấp nhất hệ thống

Chi phí hoạt động của VPB năm 2024 chỉ tăng nhẹ 3%, thấp hơn nhiều mức tăng trưởng 25% của tổng thu nhập hoạt động. Tỷ lệ CIR của VPB năm 2024 đạt 23%, giảm mạnh so với mức 28% trong năm 2023.

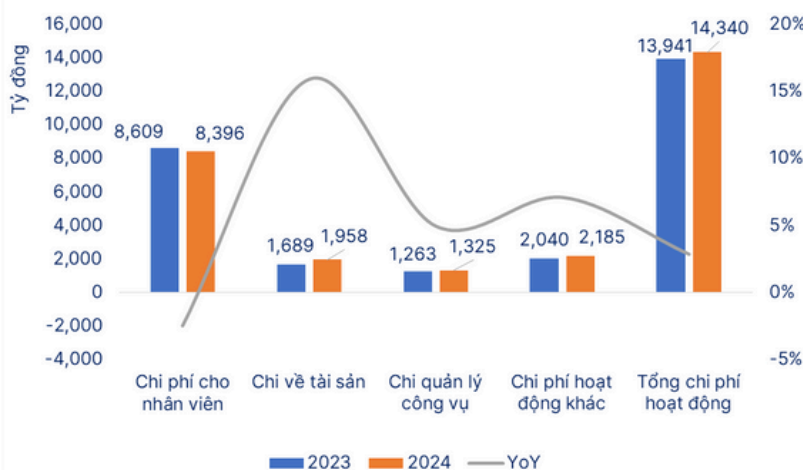
Tỷ lệ CIR của VPB



CIR của VPB và một số Ngân hàng



Khoản mục chi phí hoạt động chính của VPB

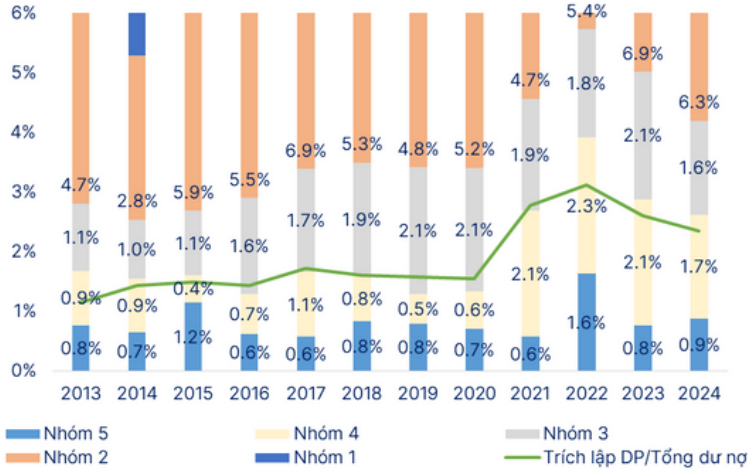


Nguyên nhân do chi phí cho nhân viên (chiếm 59% tổng chi phí hoạt động của VPB trong năm 2023/24) giảm 2,5% YoY, dù chi cho tài sản tăng 16%, chi hoạt động khác tăng 7%. VPB ghi nhận giảm chi phí nhân viên dù Ngân hàng tăng thêm 4 chi nhánh và 20 phòng giao dịch trong năm 2024 cho thấy Ngân hàng đang quản lý tốt hơn về năng suất lao động. Định hướng đầu tư công nghệ giúp VPB giảm chi phí hoạt động với tỷ lệ CIR hiện thấp nhất hệ thống.

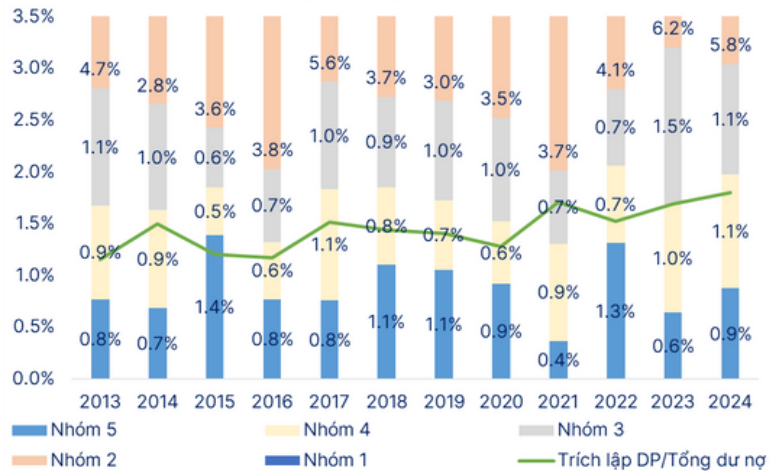
Chúng tôi cho rằng VPB đang quản lý tốt chi phí hoạt động và dự kiến tỷ lệ CIR của VPB năm 2025 duy trì ở mức tương đương năm 2024.

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN TIẾP TỤC CẢI THIỆN

Tỷ lệ nợ phân theo nhóm và tỷ lệ dự phòng trên tổng dư nợ hợp nhất

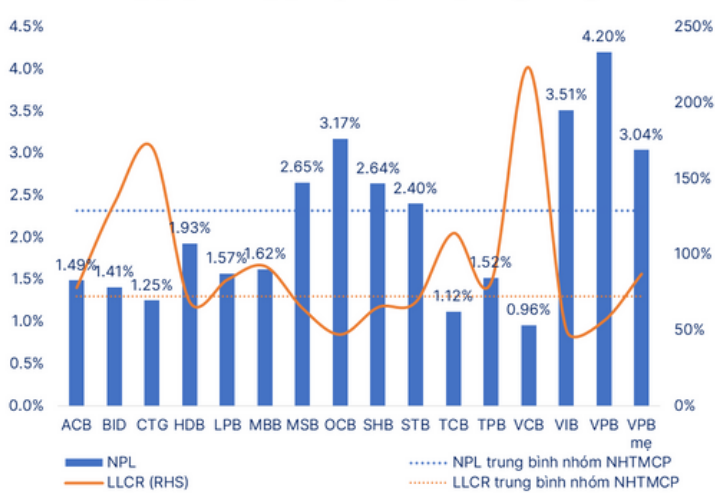


Tỷ lệ nợ phân theo nhóm và tỷ lệ DP/tổng dư nợ Ngân hàng mẹ VPB

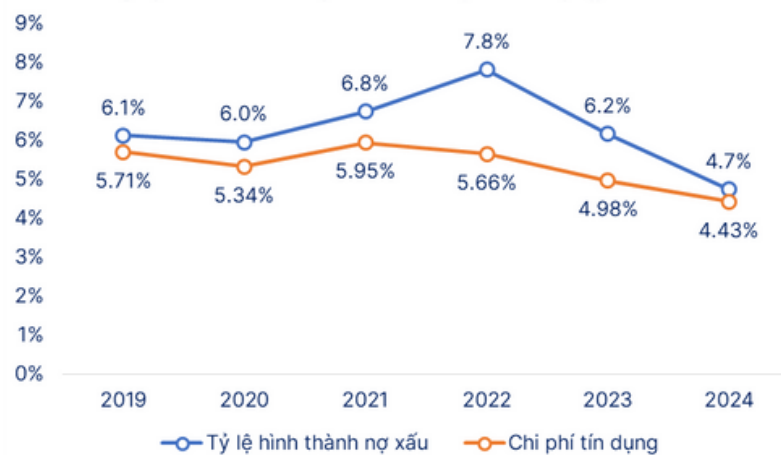


Chất lượng tài sản của VPB tiếp tục cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm trong 2 năm liên tiếp, từ mức 5,73% năm 2022 xuống 5,02% và 4,2% cuối năm 2023-2024. Tỷ lệ nợ Nhóm 2 sau diễn biến tăng trong năm 2023 đã giảm xuống 6,3% trong năm 2024. Tỷ lệ hình thành nợ xấu của VPB đã giảm mạnh trong năm 2024, xuống 4,7%, thấp nhất từ năm 2019 đến nay. Ngoài xu hướng tích cực hơn từ FEC, tỷ lệ nợ xấu của Ngân hàng mẹ VPB năm 2024 cũng giảm 0,16% so với năm 2023, xuống 3,04%.

Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu một số Ngân hàng



Tỷ lệ hình thành nợ xấu và chi phí tín dụng của VPB



Tỷ lệ nợ xấu giảm nhanh giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB trên báo cáo hợp nhất cuối năm 2024 đạt 56,2%, tăng so với tỷ lệ 51,7% thời điểm cuối năm 2023, dù VPB ghi nhận chi phí tín dụng theo xu hướng giảm. Tuy nhiên, xét tương quan trong ngành, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB hiện vẫn thấp hơn khá nhiều mức 72,4% tính trung bình nhóm NHTMCP, do ảnh hưởng từ FEC. Điểm tích cực là tỷ lệ bao phủ nợ xấu tại Ngân hàng mẹ VPB thời điểm cuối năm 2024 là 87%, cao hơn mức trung bình. Và trên thực tế, nhóm NHTMCP có tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp hơn so với trung bình ngành, do nhóm NHTMCP thường ưu tiên yếu tố lợi nhuận.

Tại thời điểm cuối năm 2024, dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 của VPBank có giá trị 10.000 tỷ đồng, tương đương khoảng 1,6% dư nợ riêng lẻ, ở mức cao so với dư nợ 92.000 tỷ đồng của toàn hệ thống. VPB cho biết có khoảng 3-4% khoản dư nợ chuyển thành nợ xấu, tương đương quy mô nợ xấu tăng thêm khoảng 300-400 tỷ đồng. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá thận trọng với số dư nợ tương đối lớn vẫn trong diện tái cơ cấu khi Thông tư 02 hết hiệu lực và tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn ở mức cao. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của VPB trong năm 2025 khoảng 4,5%, cao hơn tỷ lệ 4,2% của năm 2024, gần tương đương tỷ lệ hình thành nợ xấu.

Rủi ro liên quan đến dư nợ NVL

Theo BCTC hợp nhất Q4.2024 của NVL, công ty tiếp tục mở rộng khoản nợ vay trong năm 2024 với dư nợ 61.532 tỷ đồng (+8,35% YoY) trong đó dư nợ trái phiếu là 37.315 tỷ đồng (-3,4% YoY). NVL vẫn đang gặp khó khăn về khả năng thanh toán, công ty đang lên kế hoạch bán tài sản nhằm cân đối tài chính. Việc dự án trọng điểm Aqua City được bổ sung vào quy hoạch, giải quyết vấn đề về pháp lý để thực hiện mở bán kỳ vọng tạo dòng tiền giúp NVL dần vượt qua khó khăn về thanh khoản.

Nợ vay của NVL (tỷ đồng)	2023	Q2.2024	2024
Ngắn hạn	30,937	30,751	36,946
Trong đó: Trái phiếu	19,648	15,869	22,734
Vay bên thứ 3	8,238	10,059	9,479
Vay Ngân hàng	3,129	4,848	4,733
Dài hạn	26,775	28,464	24,586
Trong đó: Trái phiếu	18,978	22,792	14,581
Vay Ngân hàng	6,278	5,854	10,154
Tổng nợ vay	57,712	59,215	61,532
Nợ vay VPB	1,812	2,456	4,560
TP do VPBankS đại lý phát hành	5,220	5,220	-

Theo thông tin NVL công bố tại BCTC Q4.2024, VPB đang cấp tín dụng 4.560 tỷ đồng cho NVL (+152% YoY, chiếm 0,66% tổng cho vay của VPB), chủ yếu là vay dài hạn, tài trợ cho 2 dự án BĐS tại Đồng Nai và TP.HCM, tổng cam kết tài trợ 10.600 tỷ đồng. Các khoản cho vay của VPB đối với NVL đều có tài sản đảm bảo và không thuộc diện nợ xấu. Tuy nhiên với tình hình tài chính của NVL chưa cải thiện, chúng tôi đánh giá dư nợ liên quan đến NVL là tiềm ẩn rủi ro. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình liên quan đến dư nợ NVL của VPB trong các báo cáo tiếp theo.

DỰ BÁO KQKD 2025

Năm 2025, chúng tôi dự báo VPB đạt 23.671 tỷ đồng LNTT (+18,3% YoY) dựa trên các cơ sở sau:

Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025E	
Thu nhập lãi thuần	41.021	38.175	49.080	59.010	Thu nhập lãi thuần dự báo tăng 20% YoY trên cơ sở tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 22%, NIM 5,9%, tăng nhẹ so với năm 2024.
YoY growth (%)	19,4%	-6,9%	28,6%	20,2%	
Thu nhập ngoài lãi	16.776	11.565	13.175	15.605	Thu nhập ngoài lãi tăng 18,4% YoY nhờ thu nhập thuần từ dịch vụ tích cực hơn sau năm 2024 sụt giảm và thu nhập khác từ xử lý nợ xấu dự báo tiếp tục khả quan.
YoY growth (%)	68,6%	-31,1%	13,9%	18,4%	
Thu nhập hoạt động	57.797	49.739	62.255	74.614	
YoY growth (%)	30,5%	-13,9%	25,2%	19,9%	
Chi phí hoạt động	14.116	13.941	14.340	17.161	Chi phí hoạt động tăng trưởng tương ứng với tốc độ tăng của thu nhập hoạt động với giả định CIR dự báo ở mức 23%, tương tự năm 2024
YoY growth (%)	31,7%	-1,2%	2,9%	19,7%	
Chi phí DP RRTD	22.461	24.994	27.903	33.782	Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng 21% trên cơ sở tỷ lệ nợ xấu 4,5%, tăng so với mức 4,2% của năm 2024, gần tương đương tỷ lệ hình thành nợ xấu.
YoY growth (%)	16,9%	11,3%	11,6%	21,1%	
LNTT	21.220	10.804	20.013	23.671	
YoY growth (%)	47,7%	-49,1%	85,2%	18,3%	

Tại hội nghị nhà đầu tư cập nhật KQKD năm 2024 vào ngày 19/02/2025, VPB lên kế hoạch tăng trưởng LNTT năm 2025 đạt 20-25% trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 20-25%, trong đó khối chiến lược gồm bán lẻ và SME kỳ vọng tăng 30-40%, NIM và tỷ lệ nợ xấu duy trì tương đương năm 2024. Dự báo của chúng tôi đánh giá thận trọng hơn về tỷ lệ nợ xấu của VPB và kỳ vọng NIM cải thiện nhẹ nhờ tập trung tín dụng vào các khối chiến lược có lợi suất cao hơn. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật dự báo trong các báo cáo tiếp theo.

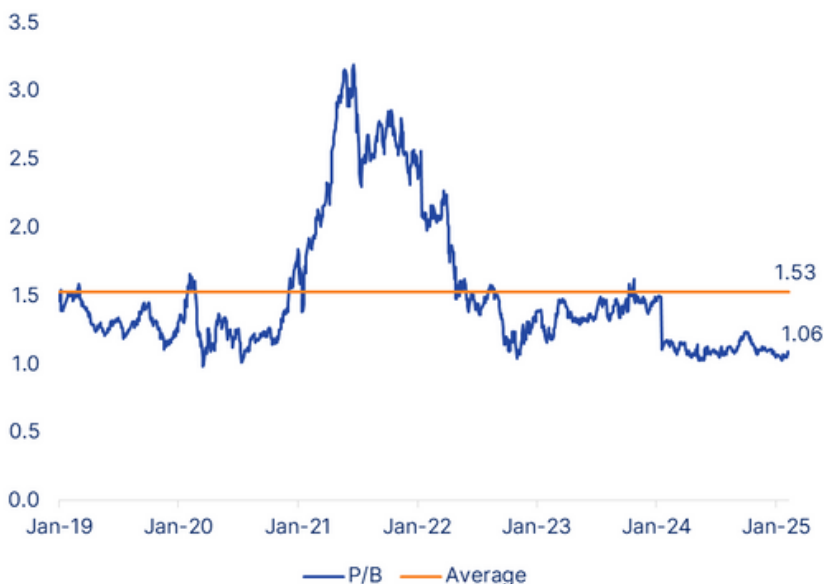
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng phương pháp PB và Phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50% để xác định giá hợp lý của cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu của VPB là 23.600 đồng/cp, upside +20% so với giá đóng cửa ngày 24/02/2025 (19.550 đồng/cp).

Bảng - Hiệu quả sử dụng vốn và hệ số định giá của VPB và các Ngân hàng so sánh

Ticker	Mkt Cap (Billion VND)	Tot Assets:Y (Billion VND)	ROA:Y (%)	ROE: Y (%)	P/E	P/B
BID VN Equity	282,108	2,760,693	0.97	19.18	11.44	2.03
CTG VN Equity	222,855	2,385,384	1.15	18.50	8.79	1.50
VCB VN Equity	519,227	2,085,397	1.72	18.60	15.38	2.62
MBB VN Equity	140,047	1,128,801	2.18	22.09	6.14	1.25
TCB VN Equity	187,572	978,799	2.35	15.61	8.68	1.29
HDB VN Equity	80,386	697,281	1.96	25.79	6.28	1.48
ACB VN Equity	116,803	864,006	2.12	21.75	6.97	1.40
STB VN Equity	73,335	748,095	1.42	20.03	7.26	1.33
SHB VN Equity	40,836	747,244	1.34	17.08	4.35	0.70
LPB VN Equity	108,438	508,330	2.18	25.10	11.23	2.51
VIB VN Equity	61,370	493,158	1.60	17.81	8.62	1.47
TPB VN Equity	44,913	418,028	1.57	17.27	7.39	1.19
SSB VN Equity	54,999	325,699	1.63	14.31	11.67	1.58
MSB VN Equity	30,160	320,177	1.88	16.21	5.44	0.82
NAB VN Equity	24,363	245,129	1.59	20.89	6.55	1.26
OCB VN Equity	28,357	280,712	1.22	10.54	8.97	0.90
Average			1.68	18.80	7.66	1.32
VPB VN Equity	153,918	923,848	1.81	11.41	9.78	1.09

PB VPB giai đoạn 2019-2025



Phương pháp P/B

VCSH 2025 (tỷ đ)	160.842
SLCPLH (tỷ CP)	7.93
BV 2025E	20.273
PB mục tiêu	1,15
Giá mục tiêu	23.313

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Phương pháp thu nhập thặng dư

Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	53.042
Giá trị sổ sách của VCSH	134.631
Giá trị hiện tại của VCSH	187.672
SLCP lưu hành (triệu CP)	7.93
Giá mục tiêu (đồng)	23.654

Tổng hợp hai phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	50%	23.654
P/B target	50%	23.313
Giá mục tiêu (VND)	23.500	

PHỤ LỤC 1 - BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ TIÊU LIÊN QUAN

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	Tỷ đồng	2023	2024	2025F
Bảng Cân đối kế toán				Báo cáo KQKD			
Tiền & các khoản tương đương	2,285	2,148	2,621	Thu nhập lãi	76,557	80,112	96,319
Tiền gửi NHNN	8,423	14,327	16,460	Chi phí lãi	-38,383	-31,031	-37,309
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	94,094	134,644	152,362	Thu nhập lãi thuần	38,175	49,080	59,010
Chứng khoán kinh doanh	12,326	13,111	15,986	Thu từ dịch vụ	12,308	13,202	15,733
Cho vay khách hàng	551,472	676,546	825,637	Chi phí dịch vụ	-5,096	-7,075	-8,432
Chứng khoán đầu tư	94,587	52,783	64,144	Lãi/lỗ thuần hoạt động dịch vụ	7,212	6,126	7,301
Góp vốn đầu tư dài hạn	189	189	231	Lãi/lỗ thuần từ ngoại hối và vàng	-806	827	995
Tài sản cố định	1,924	2,024	2,117	Lãi/lỗ thuần từ CK kinh doanh	380	361	361
Tài sản khác	51,446	27,276	33,277	Lãi/lỗ thuần từ CK đầu tư	250	470	470
Tổng tài sản	817,567	923,848	1,113,634	Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	4,526	5,378	6,466
Nợ CP & NHNN	4,118	6	7	Thu nhập từ góp vốn mua cổ phần	3	13	13
Tiền gửi & vay TCTD khác	156,357	201,756	246,143	Tổng thu nhập hoạt động	49,739	62,255	74,614
Tiền gửi KH	442,368	485,667	592,513	Chi phí hoạt động	-13,941	-14,340	-17,161
Phát hành GTCG	47,787	66,976	81,710	LN thuần trước DP RRTD	35,798	47,915	57,453
Nợ khác	27,118	22,129	26,997	Chi phí DPRRTD	-24,994	-27,903	-33,782
Tổng nợ phải trả	677,771	776,572	947,422	LNTT	10,804	20,013	23,671
Vốn của TCTD	103,332	103,332	103,332	Thuế TNDN	-2,310	-4,026	-4,734
Vốn điều lệ	79,339	79,339	79,339	LNST	8,494	15,987	18,937
Thặng dư	23,993	23,993	23,993				
Quỹ của TCTD	12,233	14,566	17,328	Định giá			
Lợi nhuận giữ lại	19,066	24,008	40,182	EPS (VND)	1,257	2,041	2,324
Tổng VCSH	134,631	141,905	160,842	BVPS (VND)	16,969	17,886	20,273
Lợi ích CĐTS	5,164	5,370	5,370	PER	14.48	9.41	8.26
Tổng nguồn vốn	817,567	923,848	1,113,634	PBR	1.07	1.07	0.95
Tăng trưởng				Chất lượng tài sản			
Huy động	33.61%	12.75%	22.00%	NPL	5.02%	4.20%	4.50%
Tín dụng	25.55%	18.23%	18.92%	LLCR	52.06%	56.17%	51.72%
Tổng tài sản	29.56%	13.00%	20.54%				
VCSH	39.03%	5.40%	13.34%	Hiệu quả hoạt động			
NII	-6.94%	28.57%	20.23%	NIM	5.62%	5.85%	5.90%
TOI	-13.94%	25.16%	19.85%	NOII/TOI	23.25%	21.16%	20.91%
Chi phí hoạt động	-1.24%	2.86%	19.68%	ROA	1.38%	1.86%	1.81%
LNTT	-49.09%	85.24%	18.28%	ROE	8.20%	11.28%	11.76%
LNST	-49.76%	88.21%	18.45%	CIR	28.03%	23.03%	23.00%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Nâng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS 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.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, Hàng Bài, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84.24.38181888
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 84.24.38181888



Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn