

# THEO DÕI

Giá mục tiêu 2025: **21.500 VND**  
% tăng giá: **13%**  
Cập nhật: **12/24/2024**

## TRIỂN VỌNG 2025

**Tích cực:** (1) Mở rộng thông qua các chuỗi bán lẻ giúp tín dụng bán lẻ cải thiện; (2) NIM duy trì ở mức cao so với trung bình ngành; (3) Tiềm năng từ thu nhập thu hồi nợ xấu.

**Tiêu cực:** Áp lực xử lý nợ xấu tiếp diễn, tỷ trọng cho vay kinh doanh BĐS tăng mạnh trong 2 năm qua tiềm ẩn rủi ro nợ xấu gia tăng trở lại.

	Q3/2023	Q3/2024	2025F
TOI	11.262	15.063	67.423
% YoY	-16%	34%	12%
LNTT	3.117	5.187	21.146
% YoY	-31%	66%	17%

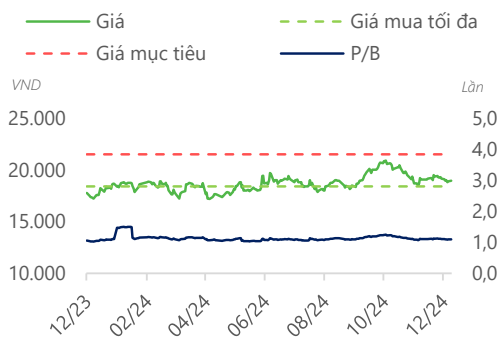
Đơn vị: tỷ VND

## Tổng quan doanh nghiệp

VPB có quy mô tổng tài sản đạt gần 860 nghìn tỷ tính đến Q3/2024, đứng thứ 3 trong các ngân hàng tư nhân. Tập khách hàng của VPB tập trung vào khách hàng cá nhân và doanh nghiệp SME. VPB đang nắm giữ 51% cổ phần FeCredit - công ty tài chính tiêu dùng có thị phần top 1 thị trường, chủ yếu cho vay các khoản vay tín chấp, phục vụ cho tệp đối tượng khách hàng thu nhập thấp.

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Ngân hàng
Giá hiện tại:	18.950 VND
Vốn hóa:	150.348 tỷ VND
Số lượng CPLH:	7933,9 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	1.672 VND
P/B:	1,1 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	12,5%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	17,0%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

# VPB

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh  
Vượng

DSC

## KHUYẾN NGHỊ

DSC đánh giá VPB đang ghi nhận những tín hiệu cải thiện từ quá trình tái cơ cấu lại sau giai đoạn chịu ảnh hưởng từ Covid 19 và xu hướng tăng lãi suất. Tuy nhiên, với khẩu vị rủi ro cao hơn trung bình ngành, quá trình tái cơ cấu dự báo vẫn ảnh hưởng kìm tích cực đến triển vọng ROE của ngân hàng.

Với dự báo tổng thu nhập hoạt động và LNTT năm 2025 lần lượt đạt 67.423 tỷ và 21.146 tỷ, sử dụng mức P/B mục tiêu thận trọng cho năm 2025 là 1,05 lần, DSC xác định giá mục tiêu cho năm 2025 của cổ phiếu VPB là 21.500 VND, đồng thời khuyến nghị theo dõi. Vùng giá an toàn cần nhắc giải ngân là 18.400 VND.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

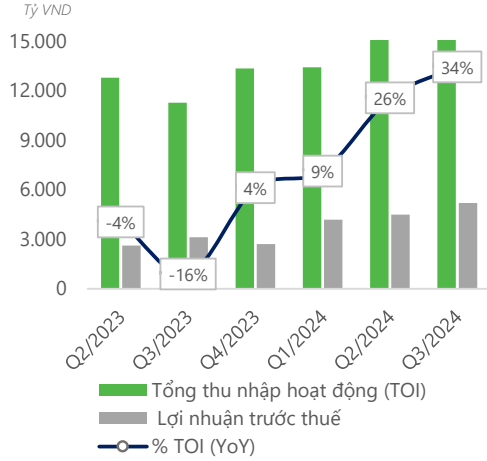
### Giai đoạn tái cơ cấu dần cho thấy hiệu quả

VPB đang trong giai đoạn tái cơ cấu mạnh mẽ, đặc biệt là đối với FeCredit sau khi chịu những ảnh hưởng nặng nề từ Covid 19 và xu hướng lãi suất tăng. Chất lượng tài sản đang ghi nhận những dấu hiệu cải thiện so với giai đoạn khó khăn nhất trong năm 2023. Bên cạnh đó, ngân hàng cũng đang nỗ lực gia tăng tệp khách hàng thu nhập cao hơn nhằm cơ cấu lại danh mục cho vay, mở rộng tệp khách hàng FDI thông qua đối tác chiến lược là SMBC. Bộ đệm dự phòng ở mức thấp so với khẩu vị rủi ro nhưng được bù đắp bởi nền tảng vốn vững chắc.

### Biên lãi thuần cao và thu nhập từ thu hồi nợ xấu là động lực

Nhờ khẩu vị rủi ro cao hơn so với trung bình ngành, tỷ trọng cho vay tiêu dùng cao, VPB có khả năng duy trì mức biên lãi thuần cao. Hiện NIM của VPB đang đứng thứ 2 toàn ngành. Chúng tôi kỳ vọng các thương vụ hợp tác với các chuỗi bán lẻ gần đây sẽ giúp VPB gia tăng được tín dụng bán lẻ, mở rộng tệp khách hàng và quy mô hoạt động, từ đó hỗ trợ tăng trưởng tín dụng cũng như duy trì NIM ở mức cao. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng thu nhập từ thu hồi nợ xấu tiếp tục đóng góp tích cực cho tổng thu nhập hoạt động.

## KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: VPB, DSC tổng hợp

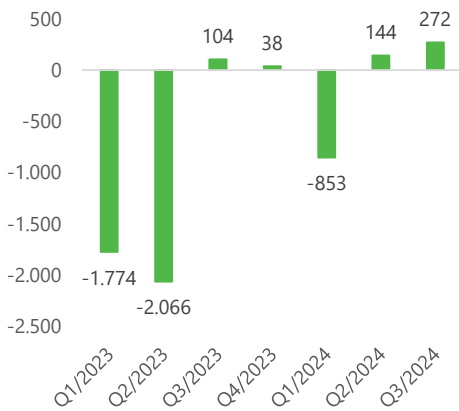
## ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

### Duy trì tốc độ hồi phục cao so với cùng kỳ

Q3/2024, VPB ghi nhận 15.063 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+34% YoY, -7% QoQ) và 5.187 tỷ LNTT (+66% YoY, +15% QoQ). Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 12.156 tỷ (+38% YoY, -2% QoQ) nhờ biên lãi thuần hồi phục so với cùng kỳ. Đối với thu nhập ngoài lãi, đạt 2.907 tỷ (+20% YoY, -22% QoQ) chủ yếu nhờ hoạt động thu hồi nợ xấu tích cực trong khi thu từ hoạt động dịch vụ suy giảm 39% YoY khi hoạt động thanh toán sụt giảm.

Về phía chi phí, chi phí hoạt động ghi nhận 3.751 tỷ (+17% YoY, +13% QoQ), tương đương tỷ lệ CIR là 24,9%, vẫn ở mức thấp cho thấy VPBank kiểm soát chi phí này hiệu quả. Chi phí dự phòng chiếm 6.125 tỷ (+24% YoY, -26% QoQ) nhờ chất lượng tài sản cải thiện so với quý trước.

## LNTT FeCredit



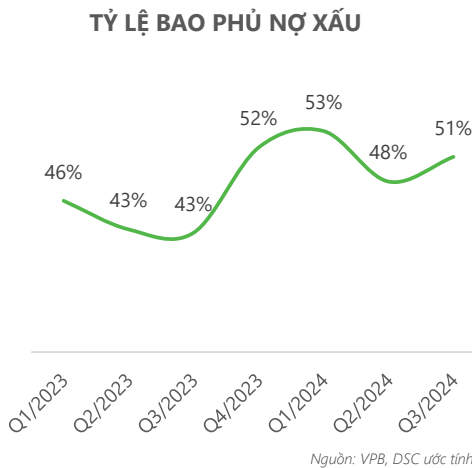
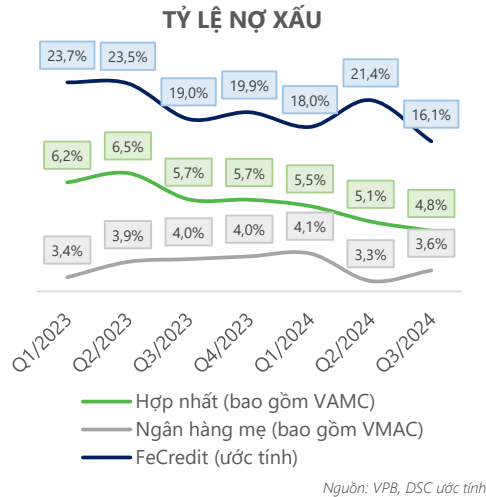
Nguồn: VPB, DSC ước tính

### FeCredit có lãi quý thứ 2 liên tiếp

Quý 3/2024, ước tính FeCredit đạt 272 tỷ LNTT, mặc dù lũy kế 9 tháng đầu năm, công ty tài chính tiêu dùng này vẫn lỗ khoảng 437 tỷ, cách xa mục tiêu lãi 1.200 tỷ LNTT đề ra đầu năm. Động lực chủ yếu đến từ việc chi phí vốn tiếp tục giảm và áp lực trích lập hạ nhiệt nhờ chất lượng tài sản có dấu hiệu tạo đáy. Chúng tôi kỳ vọng quá trình tái cơ cấu lại FeCredit kể từ 2023 sẽ tiếp tục cho thấy sự cải thiện trong những quý tiếp theo.

## LUẬN ĐIỂM 1:

### Giai đoạn tái cơ cấu dần cho thấy hiệu quả



# VPB

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh  
Vượng

DSC

### Chất lượng tài sản tạo đáy

Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 4,81%, thấp nhất kể từ Q1/2022 chủ yếu nhờ tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh tại FeCredit. Cụ thể, NPL tại FeCredit ước tính giảm mạnh từ 21,4% quý trước xuống 16,1% trong quý 3/2024. Công ty tài chính tiêu dùng này đã bước vào giai đoạn tái cơ cấu kể từ năm 2023 sau quá trình tăng trưởng nóng trước đó và chịu ảnh hưởng nặng nề do ảnh hưởng từ Covid 19 cũng như xu hướng tăng lãi suất. Dư nợ xấu hình thành trong quý 3/2024 cũng ghi nhận giảm mạnh và ngân hàng đã tất toán sớm được 4.350 tỷ dư nợ trái phiếu VAMC trong quý 2.

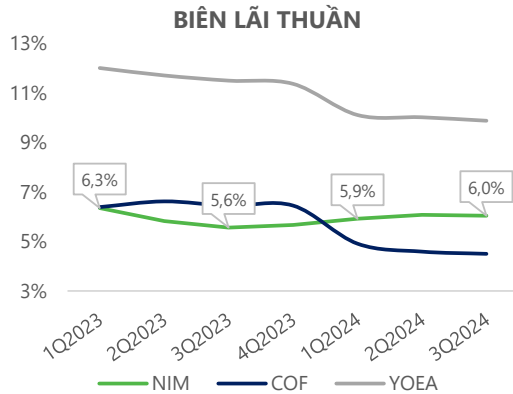
Bộ đệm dự phòng tăng nhẹ lên 51% so với 48% trong quý 2. Ngân hàng cho biết vẫn trích lập đầy đủ theo quy định của NHNN sau khi trừ đi giá trị TSĐB và ngang mức trung bình 5 năm gần nhất. Chúng tôi đánh giá bộ đệm dự phòng của VPB tương đối thấp so với khẩu vị rủi ro của ngân hàng, đây cũng là nguyên nhân khiến lợi nhuận của ngân hàng sụt giảm mạnh trong năm 2023 khi hoạt động kinh doanh chịu cú sốc từ bên ngoài. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá ngân hàng đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất nhờ nền lãi suất đã giảm mạnh. Tổng thu nhập hồi phục là nền tảng để ngân hàng xử lý nợ xấu, cải thiện chất lượng tài sản. Bên cạnh đó, VPB còn là ngân hàng có tỷ lệ an toàn vốn CAR thuộc top cao nhất ngành, tính đến hết Q3/2024, tỷ lệ này đạt 15,66%, tạo nên nền tảng vốn mạnh mẽ hỗ trợ ngân hàng vượt qua giai đoạn tái cơ cấu hiện tại.

### Nỗ lực gia tăng tệp khách hàng chất lượng

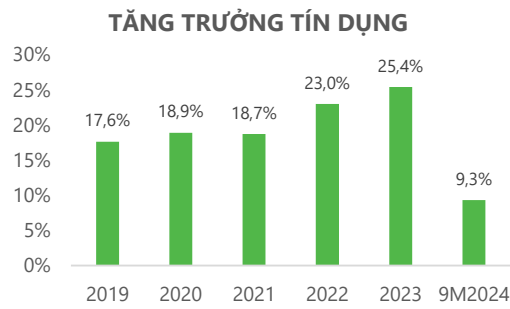
VPB đang sở hữu tệp khách hàng lớn mạnh nhất hệ thống ngân hàng với quy mô 30 triệu khách hàng (hết năm 2023), bao phủ tất cả các phân khúc. Trong đó nhóm khách hàng thu nhập thấp (15 triệu khách hàng của FeCredit) chiếm phần lớn. Tuy nhiên, FeCredit đang trải qua giai đoạn tái cơ cấu, và ngân hàng mẹ đang nỗ lực gia tăng tệp khách hàng thu nhập cao hơn (khách hàng ưu tiên và trung lưu lần lượt tăng 25% YoY lên hơn 600 nghìn và 52% YoY lên 2,3 triệu trong năm 2023) nhằm đa dạng hóa và giảm khẩu vị rủi ro. VPB cũng quyết định mở rộng sang khách hàng lớn, tập đoàn đa quốc gia và doanh nghiệp FDI thông qua đối tác chiến lược SMBC.

## LUẬN ĐIỂM 2:

### Biên lãi thuần cao và thu nhập từ xử lý nợ xấu là động lực

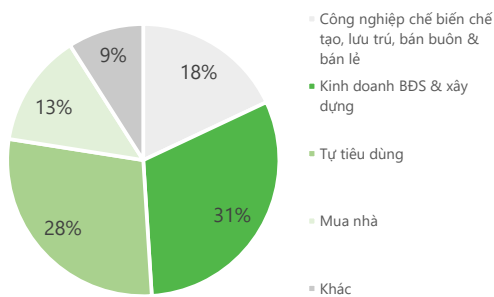


Nguồn: VPB, DSC ước tính

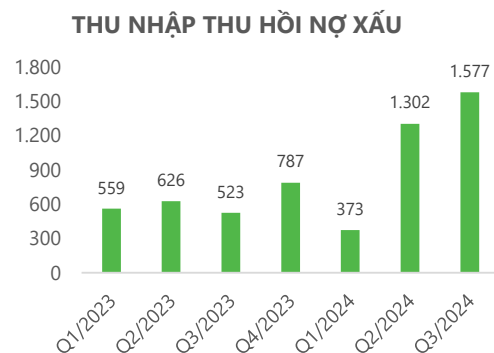


Nguồn: VPB, DSC ước tính

### CƠ CẤU DƯ NỢ CHO VAY



Nguồn: VPB, DSC ước tính



Nguồn: VPB, DSC ước tính

# VPB

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh  
Vượng

DSC

### Biên lãi thuần cao bù đắp cho tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại

Với khẩu vị rủi ro cao hơn so với trung bình ngành, VPB có khả năng duy trì biên lãi thuần NIM ở mức hấp dẫn. Biên lãi thuần 3Q2024 của VPB đạt 6,04%, cao hơn so với 5,67% của cả năm 2023 và đứng thứ 2 toàn ngành. Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ duy trì được mức NIM này trong quý cuối năm và năm 2025 với giả định nền lãi suất huy động tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp, được bù đắp bởi lợi suất sinh lãi cao hơn khi tăng trưởng tín dụng bán lẻ và chất lượng tài sản cải thiện.

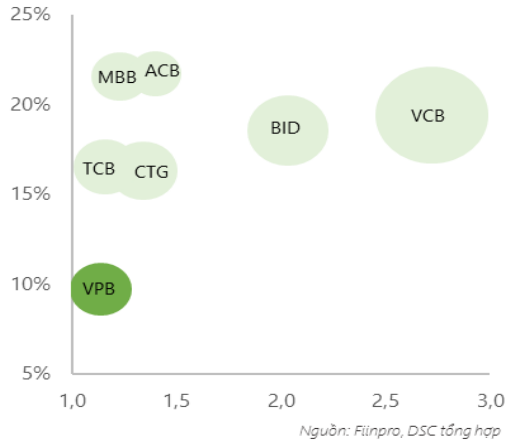
Đối với tăng trưởng tín dụng, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng có khả năng sẽ chậm lại so với các năm trước do động lực tăng trưởng kể từ đầu năm 2023 đến Q3/2024 chủ yếu đến từ cho vay kinh doanh BĐS. Tỷ trọng lĩnh vực này hiện tại đã vượt qua 25% - mức mục tiêu của ngân hàng khiến tốc độ tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu chậm lại khi 3Q2024 tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 9,3%, so với 7,8% YTD trong quý 2. Các lĩnh vực khác ghi nhận tốc độ tăng tốt trong 3Q2024 là: Công nghiệp chế biến chế tạo (+12% YTD), Bán buôn & bán lẻ (+26% YTD), Dịch vụ lưu trú & ăn uống (+37% YTD)... tuy nhiên các lĩnh vực này có tỷ trọng đóng góp tương đối thấp. Trong bối cảnh đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 16% và 18%, cao hơn trung bình ngành khi VPB đang đẩy mạnh hợp tác với các chuỗi bán lẻ như Lotte, Thế giới di động, Bách hóa xanh... trong quý 3, mở rộng độ phủ sóng tại các điểm tiêu dùng và cung cấp các dịch vụ tài chính, cho vay. Về dài hạn hơn, tiềm năng từ thị trường tín dụng tiêu dùng vẫn còn rất lớn và bất chấp những khó khăn trong giai đoạn tái cơ cấu, FeCredit vẫn duy trì vị trí top 1 thị phần.

### Thu hồi nợ xấu hồi phục tốt

Việc đẩy mạnh các biện pháp thu hồi nợ xấu đang cho thấy hiệu quả trong các quý gần đây giúp thu từ nợ xấu đã xử lý ghi nhận những dấu hiệu tích cực. Số dư nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng lũy kế từ đầu năm 2022 đến Q3/2024 đạt gần 62.000 tỷ, chúng tôi kỳ vọng nền lãi suất thấp cùng môi trường kinh tế hồi phục tốt hơn sẽ giúp nguồn thu này tiếp tục gia tăng, hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của ngân hàng.

(Tỷ VND)	2023	2024F	2025F
TOI	49.739	60.423	67.473
% (YoY)	-14%	21%	12%
LNTT	10.804	18.140	21.146
% LNTT (YoY)	-49%	68%	17%

### TƯƠNG QUAN P/B



## DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024 với tổng thu nhập ước đạt 60.423 tỷ (+21% YoY) và LNTT đạt 18.140 tỷ (+68% YoY). Đối với năm 2025, DSC dự phóng tăng trưởng kết quả kinh doanh sẽ giảm tốc do không còn hiệu ứng nền thấp như năm 2024. Cụ thể, tổng thu nhập và LNTT năm 2025 của VPB lần lượt ước đạt 67.473 tỷ và 21.146 tỷ dựa trên giả định tăng trưởng tín dụng đạt 18% nhờ tín dụng bán lẻ cải thiện và chiến lược mở rộng qua các chuỗi bán lẻ hiệu quả. Từ đó, ngân hàng có thêm dư địa để xử lý nợ xấu và trích lập dự phòng rủi ro, đưa NPL về 4,4%.

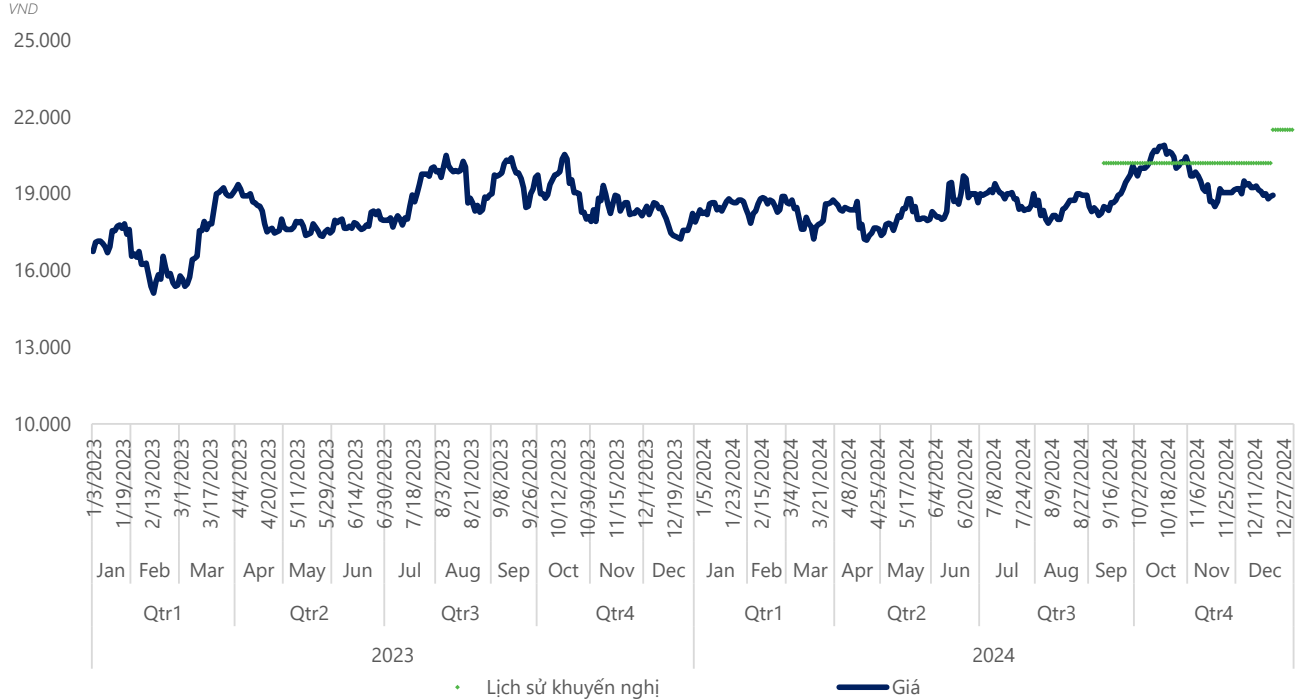
### Định giá

DSC sử dụng phương pháp định giá P/B với mức P/B mục tiêu thận trọng cho năm 2025 là 1,05 lần, thấp hơn trung bình 5 năm 1 lần độ lệch chuẩn. Mặc dù quá trình tái cơ cấu đang dần cho thấy hiệu quả nhưng tác động kém tích cực đến kết quả kinh doanh dự kiến vẫn sẽ tiếp tục, khiến triển vọng ROE ở mức kém hấp dẫn (ước đạt 12 - 13%) so với trung bình ngành. Với LNST năm 2025 ước đạt 16.625 tỷ, tương đương BVPS là 20.500 VND/cp. Từ đó, giá mục tiêu năm 2025 là 21.500 VND.

### BIỂU ĐỒ GIÁ

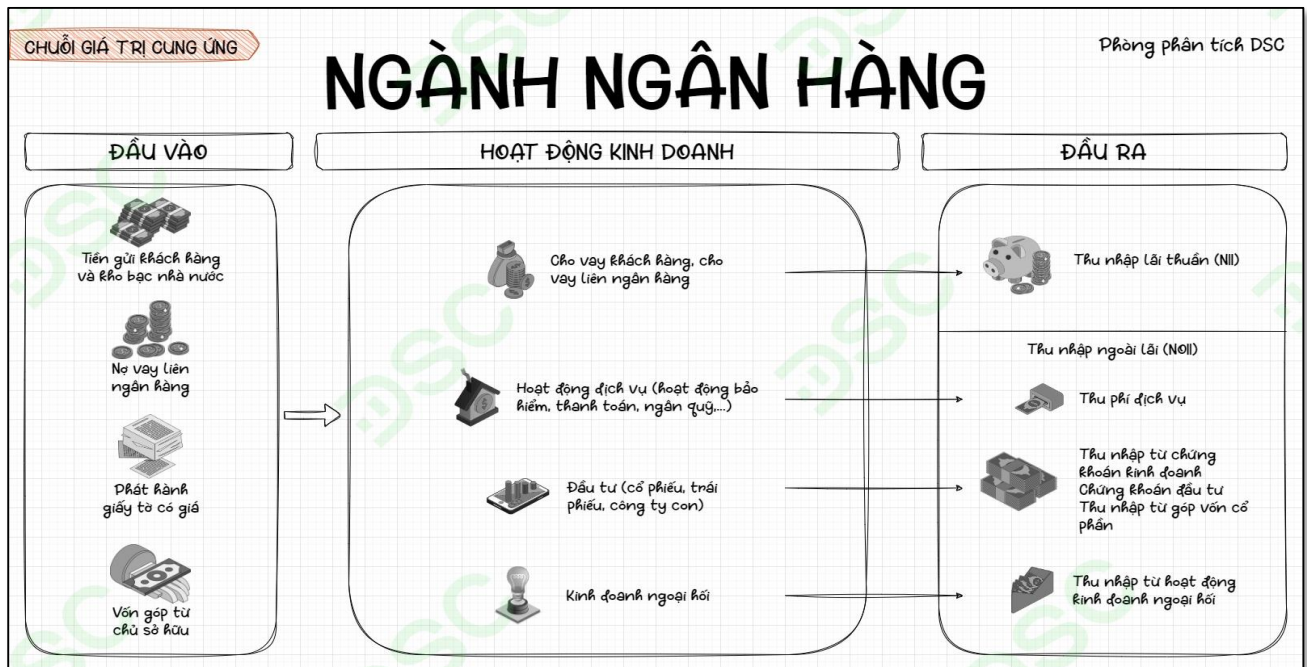


## LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



\*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

## MÔ HÌNH NGÀNH



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>THEO DÕI</b>	Giá mục tiêu CHẼNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
<b>BÁN</b>	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
<b>CHỐT LỖI</b>	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Đặng Thu Hiền

Chuyên viên Phân tích  
hien.dt@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn