

TIẾP TỤC ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2025

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	21.797
Tiềm năng tăng giá	14%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (26/11/2024)	19.050
Biến động 1 năm	17.2 – 20.9
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	18.238.407
Vốn hóa (Tỷ đồng)	151.141,24
P/E	11,35x
P/B	1,06x
%NN sở hữu	25,18%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích cao cấp

Nguyễn Thị Thùy Dung
nttdung01@vcbs.com.vn - 024 3936 6990
<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
 Bloomberg: VCBS <GO>

ĐÁNH GIÁ:

Cho năm 2025, VCBS cho rằng VPB sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng tín dụng khả quan nhờ sự phục hồi của mảng cho vay bán lẻ. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu vay tiêu dùng có xu hướng tăng trở lại cũng như khả năng trả nợ được cải thiện khi nền kinh tế có những dấu hiệu khởi sắc sẽ là động lực giúp FE Credit gia tăng khả năng ghi nhận lãi kể từ năm 2025, qua đó cải thiện lợi nhuận cũng như chất lượng tài sản của toàn ngân hàng.

Chúng tôi ước tính LNTT của VPB cho năm 2024 và 2025 lần lượt đạt **19.520 tỷ đồng (+80,7% yoy)** và **22.781 tỷ đồng (+16,71% yoy)**, tương đương BVPS lần lượt đạt 17.337 đồng/cổ phiếu và 18.711 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu VPB với giá mục tiêu **21.797 đồng/cp**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2025 với động lực chính đến từ sự hồi phục của nhóm KHCN và tiềm năng mở rộng danh mục tín dụng đối với phân khúc SME trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và sự thúc đẩy của các chính sách hỗ trợ nền kinh tế.

Lợi nhuận giữ đà tăng trưởng khả quan nhờ: (1) NIM hợp nhất tiếp tục được mở rộng nhờ tăng trưởng tín dụng tích cực và áp lực cạnh tranh giữa các ngân hàng được giảm bớt; (2) FE Credit lấy lại đà tăng trưởng giúp hỗ trợ lợi nhuận hợp nhất của toàn ngân hàng; (3) Hoạt động kinh doanh của các công ty con kỳ vọng giữ mức tăng trưởng khả quan.

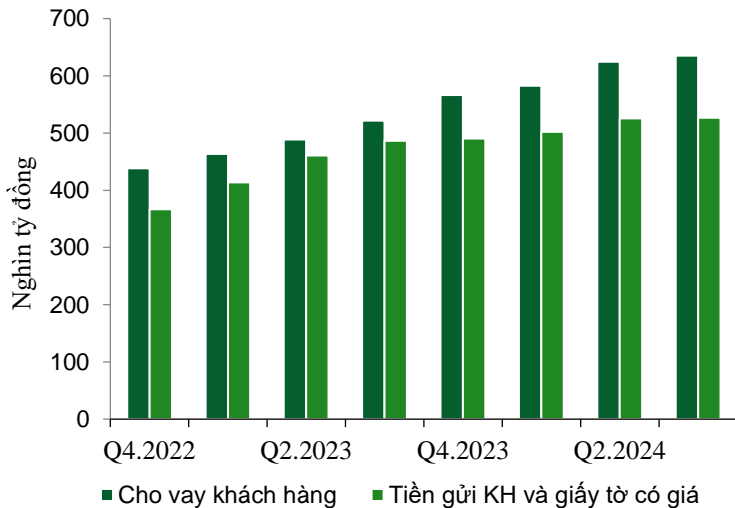
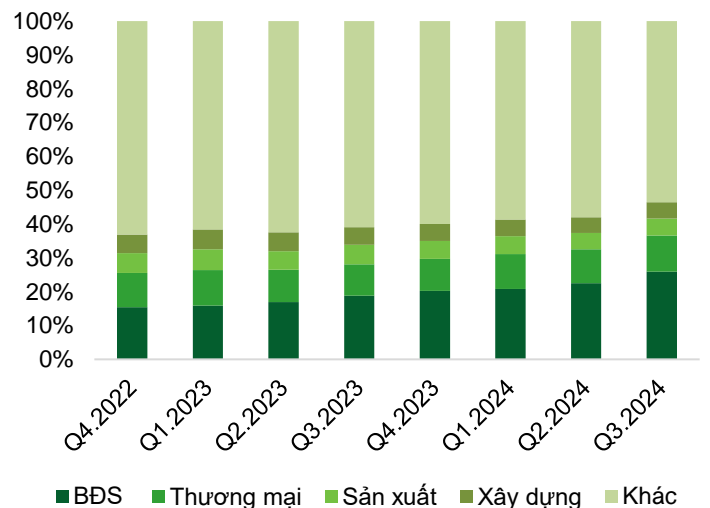
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41.021	38.175	48.689	58.923
+/- yoy (%)	19,4%	-6,9%	27,5%	21,0%
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	57.797	49.739	59.887	71.886
+/- yoy (%)	30,5%	-13,9%	20,4%	20,0%
LNTT (tỷ đồng)	21.220	10.804	19.520	22.781
+/- yoy (%)	47,7%	-49,1%	80,7%	16,7%
VCSH (tỷ đồng)	103.509	139.796	143.214	154.600
NIM (%)	7,50%	5,60%	5,82%	6,09%
ROA (%)	2,90%	1,21%	1,86%	1,93%
ROE (%)	19,31%	7,47%	11,47%	12,74%
EPS (đồng)	2.695	1.152	1.905	2.223
BVPS (đồng)	14.361	16.969	17.337	18.711
Tỷ lệ nợ xấu nội bảng (%)	5,73%	5,02%	4,75%	4,50%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu/LLCR (%)	54,40%	52,06%	50,00%	48,00%

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh 9T.2024

Đv: tỷ đồng	Q3.2023	Q3.2024	% yoy	9T.2023	9T.2024	% yoy
Thu nhập lãi thuần	8.836,75	12.155,77	37,56%	27.132,84	35.887,41	32,27%
Tổng thu nhập hoạt động	11.262,03	15.063,01	33,75%	36.402,29	44.610,65	22,55%
Trích lập dự phòng	4.950,15	6.125,12	23,74%	17.826,63	20.200,75	13,32%
LNTT	3.117,13	5.186,93	66,40%	8.279,33	13.861,27	67,42%

Quy mô tín dụng

Dư nợ tín dụng hợp nhất của ngân hàng đạt 654.614 tỷ đồng, tăng 9,0% ytd. Cụ thể như sau: dư nợ cho vay khách hàng đạt 635.345 tỷ đồng (+12,20% ytd); dư nợ TPDN đạt 18.442 tỷ đồng (-47,2% ytd). Trong đó, tính riêng dư nợ ngân hàng mẹ đạt 581.916 tỷ đồng, tăng 10,4% ytd.

Hình 1: Cho vay khách hàng – huy động

Hình 2: Cơ cấu cho vay khách hàng


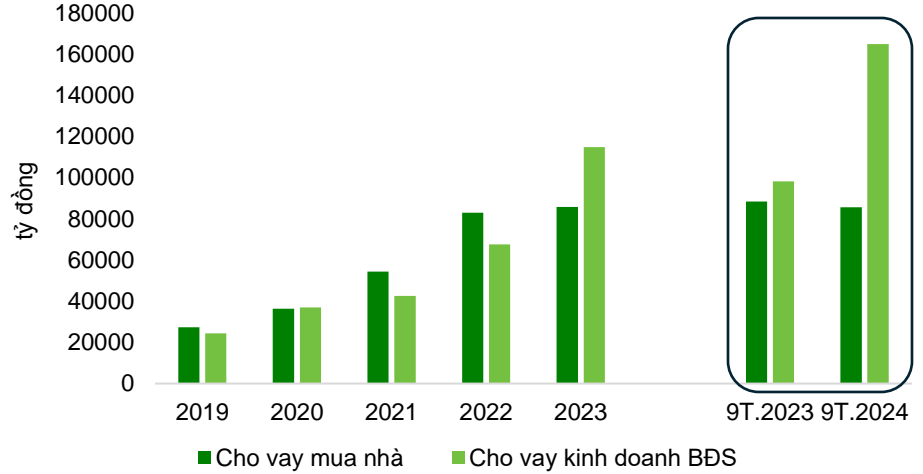
Nguồn: VPB

Cho vay nhóm KHCN sụt giảm nhẹ. Kết thúc 9T.2024, cho vay nhóm KHCN (đã bao gồm cho vay giao dịch ký quỹ) giảm nhẹ 0,7% ytd, đạt khoảng gần 298 nghìn tỷ đồng và đóng góp gần 47% vào tổng dư nợ cho vay hợp nhất của ngân hàng. Trong đó, cho vay kinh doanh tăng 2,6% ytd, cho vay mua ô tô tăng 8,6% ytd, thẻ tín dụng tăng 9,6% ytd, cho vay mua nhà giảm 1,2% ytd.

Cho vay nhóm KHDN vẫn là động lực tăng trưởng chính trong thời gian vừa qua. Nhờ sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược SMBC, VPB có cơ hội mở rộng phân khúc KHDN lớn và FDI. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, tín dụng KHDN tăng gần 27% ytd lên khoảng hơn 337 nghìn tỷ đồng, nâng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu cho vay khách hàng từ 47% lên 53%. Trong đó, cho vay nhóm BĐS vẫn là một trong những trụ cột tăng trưởng chính với dư nợ cho vay BĐS lũy kế 9 tháng tăng gần 25% ytd lên 250,6 nghìn tỷ đồng, chiếm 39% dư nợ

cho vay (Trong đó: Cho vay đối với hoạt động kinh doanh BĐS tăng 43,5% ytd; cho vay mua nhà giảm 0,2% ytd và chủ yếu tập trung cho vay phân khúc nhà phố thứ cấp).

Hình 3: Cho vay nhóm BĐS của VPB



Nguồn: VPB

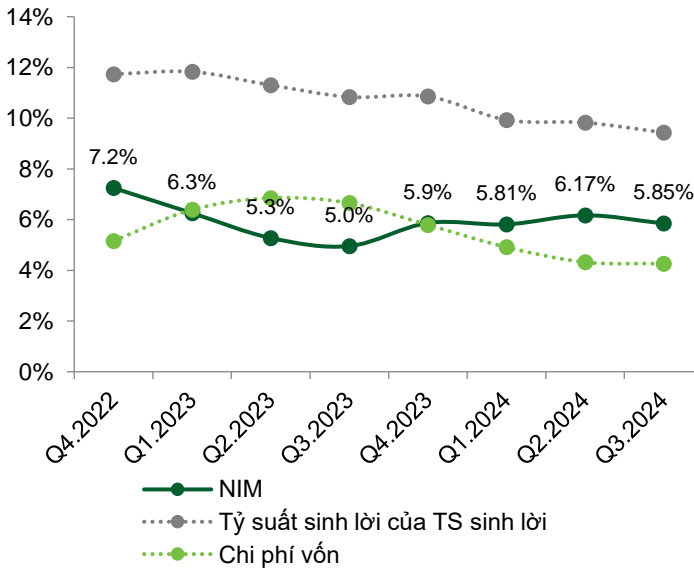
Quy mô huy động

Huy động từ tiền gửi của khách hàng và giấy tờ có giá ghi nhận mức tăng trưởng 7,46% ytd với 526.724 tỷ đồng.

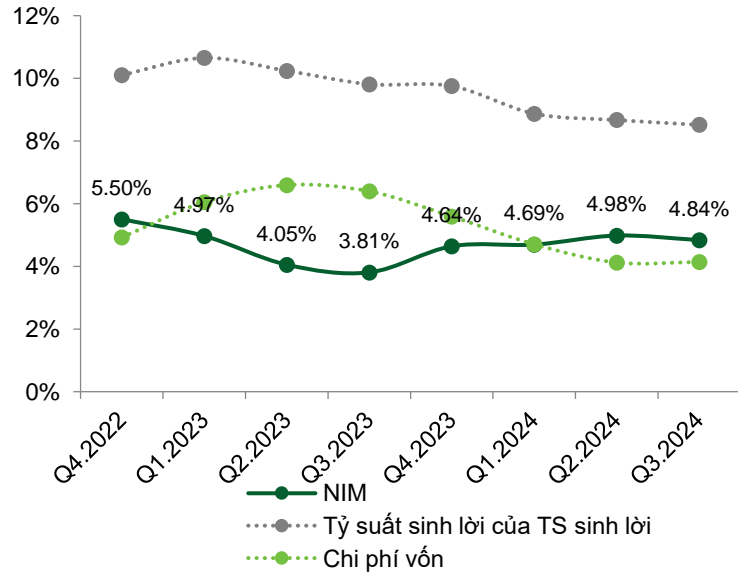
NIM

NIM hợp nhất của VPB thu hẹp trong Q3, đạt 5,85%, giảm 32 bps so với Q2, chủ yếu đến từ việc tỷ suất sinh lời giảm 39 bps (xuống 9,43%) trong khi chi phí vốn giảm nhẹ hơn 6 bps (xuống 4,26%).

Hình 4: NIM hợp nhất



Hình 5: NIM của ngân hàng mẹ



Nguồn: VPB

Thu nhập ngoài lãi

Thu nhập ngoài lãi lũy kế 9 tháng đạt 8.723 tỷ đồng (-5,9% yoy). Trong đó: thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ ghi nhận sụt giảm hơn 12% so với cùng kỳ, còn 4.584 tỷ đồng; thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối có sự cải thiện rõ rệt khi ghi nhận khoản lãi 594 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ 621 tỷ đồng).

Đẩy mạnh xử lý nợ để cải thiện danh mục tín dụng với thu từ nợ đã xử lý rủi ro lũy kế 9 tháng đạt 3.252 tỷ đồng (+90,4% yoy).

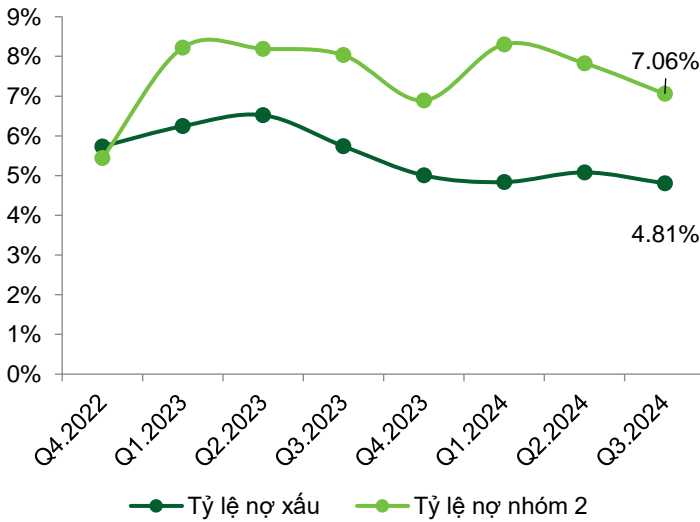
Nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất có sự cải thiện khi tiếp tục giảm từ mức 5,08% trong Q2 xuống 4,81% trong Q3.2024, chủ yếu nhờ sự cải thiện đến từ FE Credit. Nếu tính riêng ngân hàng mẹ, tỷ lệ nợ xấu vẫn có xu hướng tăng lên trong Q3, ở mức 3,63%.

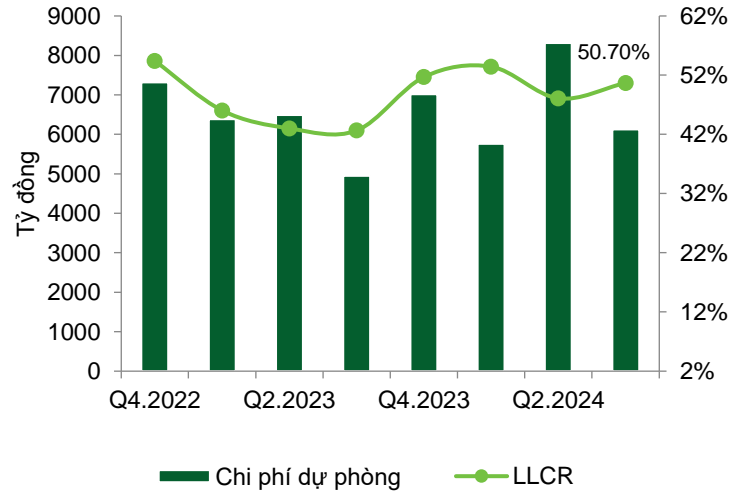
Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng giảm liên tiếp trong 2 quý gần đây, ghi nhận ở mức 7,06% trong Q3.

Tỷ lệ DPRR bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng lên từ mức 48,08% trong Q2 lên mức 50,7%.

Hình 6: Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất



Hình 7: Dự phòng rủi ro hợp nhất



Nguồn: VPB

FE Credit

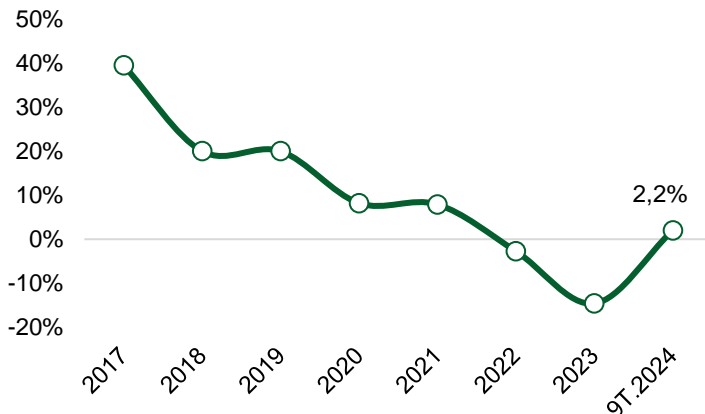
Kết thúc Q3.2024, FE Credit ghi nhận dư nợ tín dụng đạt hơn 56 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,2% ytd).

Lợi nhuận trước thuế trong Q3 đạt hơn 270 tỷ đồng, đưa lỗ lũy kế của FE Credit tính đến T9.2024 giảm xuống còn hơn 437 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ hơn 3.736 tỷ đồng).

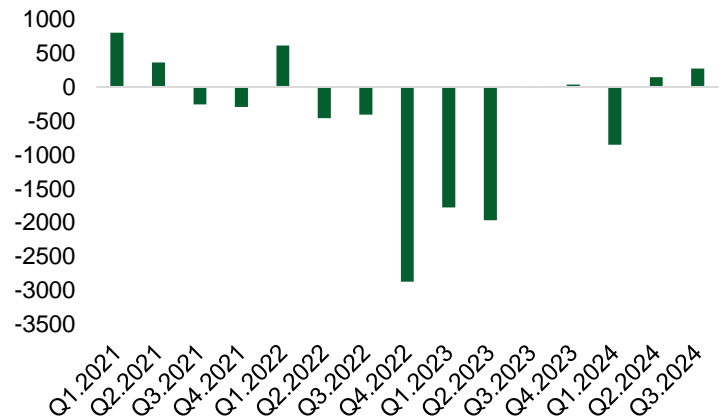
Chi phí vốn giữ ở mức 6,6% trong 9 tháng, giảm so mức 9,1% cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu đến từ mặt bằng lãi suất huy động duy trì ở mức thấp cũng như sự hỗ trợ thanh khoản từ ngân hàng mẹ và đối tác chiến lược.

Tỷ lệ CIR cải thiện, đạt mức 24,9%.

Hình 8: Tăng trưởng cho vay của FE Credit (%ytd)



Hình 9: LNTT của FE Credit theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC hợp nhất của VPB

Tỷ lệ nợ xấu của FE Credit có sự cải thiện trong Q3, ghi nhận ở mức 17% (giảm so với mức 20% trong quý trước), đến từ các động lực:

- Việc tái cơ cấu FE Credit trong thời gian qua đã mang lại những hiệu quả nhất định: Quy trình cho vay chặt chẽ hơn với khẩu vị ít rủi ro hơn, giảm tỷ trọng cho vay tiền mặt, ưu tiên hướng tới nhóm khách hàng là công nhân làm tại các khu công nghiệp.
- Mặt bằng lãi suất thấp cũng hỗ trợ khả năng trả nợ của khách hàng.
- Nhu cầu vay tiêu dùng có những tín hiệu hồi phục khi nền kinh tế có những diễn biến khởi sắc hơn
- Hoạt động thu hồi nợ được đẩy mạnh với thu nhập từ nợ đã xử lý rủi ro ghi nhận 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ).

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2025.

Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ đạt mức **tăng trưởng tín dụng trong năm 2024 và 2025, lần lượt đạt 14,8% và 16,7%** với các động lực chính đến từ:

- Đối với khối KHCN, các mảng thẻ tín dụng, cho vay thế chấp và cho vay mua nhà vẫn là động lực tăng trưởng chính. Trong đó, mảng cho vay mua nhà được đẩy mạnh hơn trong bối cảnh nguồn cung cải thiện và mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp.
- Đối với khối SME, các dịch vụ số hóa, công thanh toán mới được đẩy mạnh; thành lập trung tâm micro SME để thu hút khách hàng, tiến hành chương trình thiết kế cho vay tín dụng xanh, bắt đầu sản xuất khu công nghiệp.
- Nhiều tiềm năng tăng trưởng tín dụng đến từ khối FDI với sự hỗ trợ của SMBC.
- Nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém mở ra cơ hội được cấp hạn mức tín dụng cao hơn trong năm 2025.
- Bên cạnh đó, hệ số CAR cao giúp tạo thêm dư địa để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng (Tính đến T9.2024, hệ số CAR hợp nhất ghi nhận ở mức 15,66%).

Đa dạng hóa nguồn huy động vốn có thể đem lại cho ngân hàng lợi thế trong năm sau.

VPBank đã liên tiếp huy động thành công nhiều khoản vay tài chính bền vững từ quốc tế với quy mô lớn trong thời gian qua, bao gồm cam kết hỗ trợ tài chính 300 triệu USD từ Tập đoàn Tài chính Phát triển Quốc tế Hoa Kỳ (DFC) trong năm 2023, các khoản vay hợp vốn từ các định chế tài chính lớn do đối tác chiến lược SMBC với tổng giá trị gần 1.7 tỷ USD. Mới đây VPB và JBIC (Ngân hàng hợp tác Quốc tế Nhật bản) đã ký kết hợp đồng tín dụng trị giá 150 triệu USD nhằm tài trợ cho các dự án năng lượng tái tạo và truyền tải điện.

Việc huy động được các khoản vay quốc tế sẽ giúp bổ sung nguồn vốn dài hạn cũng như đảm bảo đa dạng hóa nguồn vốn đầu vào đối với VPB và giảm bớt áp lực lên chi phí vốn trong bối cảnh xu hướng lãi suất huy động có xu hướng tăng trong thời gian tới.

FE Credit – kỳ vọng lấy lại đà tăng trưởng theo đà hồi phục của thị trường cho vay tiêu dùng

Sự hồi phục của thị trường cho vay tiêu dùng giúp hỗ trợ đà tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng những chuyển biến tích cực hơn của nền kinh tế sẽ giúp gia tăng thu nhập cũng như cải thiện khả năng trả nợ của người tiêu dùng, qua đó tạo động lực tăng trưởng cho ngành cho vay tiêu dùng trong thời gian tới.

Gia tăng đóng góp vào lợi nhuận của ngân hàng.

Chúng tôi kỳ vọng FE Credit bắt đầu có thể đóng góp vào lợi nhuận trước thuế hợp nhất kể từ năm 2025 với ước tính đạt 750 tỷ đồng, nhờ:

- (1) Tăng trưởng tín dụng ước đạt 10% trong năm 2025 với kỳ vọng thị trường tiêu dùng hồi phục;
- (2) NIM tiếp tục có sức cải thiện, lần lượt đạt mức 18,0% và 20,5% cho cả năm 2024 và 2025.
- (3) Chất lượng tài sản ghi nhận sự cải thiện với tỷ lệ nợ xấu cho năm 2024 và 2025 ước tính đạt lần lượt là 19% và 17,5%.

NIM kỳ vọng có thể cải thiện nhờ tín dụng tăng trưởng tích cực.

Ngân hàng có nhiều tiềm năng để cải thiện NIM trong thời gian tới khi xét đến các yếu tố:

- Cho năm 2025, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh về lãi suất cho vay (thông qua việc áp dụng nhiều chính sách ưu đãi về lãi suất nhằm thu hút khách hàng) sẽ được giảm bớt trong bối cảnh cầu tín dụng có sự phục hồi rõ ràng nhờ kỳ vọng nền kinh tế sẽ có những diễn biến thuận lợi hơn.
- NIM của FE Credit kỳ vọng có sự cải thiện, qua đó giúp mở rộng NIM hợp nhất của toàn ngân hàng.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Đv: tỷ đồng	2023	2024F	2025F	Cụ thể
Tăng trưởng tín dụng	25,6%	14,8%	16,7%	Động lực tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ sự hồi phục của nhóm KHCN và SME.
Ngân hàng mẹ	23,8%	16,0%	18,0%	
FE Credit	-14,6%	6,0%	10,0%	

Thu nhập lãi thuần	38.175	48.689	58.923	NIM 2024F và 2025F lần lượt đạt 5,82% và 6,09%
				Lợi suất sinh lời của tài sản năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 9,56% (giảm 171 bps so với năm 2023) và 10,01% (tăng 45 bps so với năm 2024).
				Chi phí vốn năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 4,62% (giảm 212 bps so với năm 2023) và 4,94% (tăng 32 bps so với năm 2024).
%yoy	-6,94%	27,54%	21,02%	
Thu nhập ngoài lãi	11.565	11.198	12.963	
%yoy	-3,17%	15,76%	21,01%	
Tổng thu nhập hoạt động	49.739	59.887	71.886	
%yoy	-13,94%	20,40%	20,04%	
Chi phí hoạt động	13.941	14.972	17.612	
%yoy	-1,24%	7,39%	17,64%	
Dự phòng rủi ro	24.994	25.395	31.493	Tỷ lệ nợ xấu ước tính cho năm 2024 là 4,75% và 2025 là 4,5%
				Tỷ lệ LLCCR ước tính cho năm 2024 là 50% và 2025 là 48%.
Lợi nhuận trước thuế	10.804	19.520	22.781	
%yoy	-49,09%	80,67%	16,71%	
<i>Trong đó:</i>				
Ngân hàng mẹ	13.468	17.778	19.637	
Fe Credit	-3.919	-80	750	
VPBS	1.255	1.200	1.360	
OPES	156	622	1.034	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **21.797 đồng/cp** dựa trên 2 phương pháp thu nhập thặng dư và so sánh P/B với tỷ trọng 50/50.

Chúng tôi ước tính **LNTT của VPB cho năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 19.520 tỷ đồng (+80,7% yoy) và 22.781 tỷ đồng (+16,71% yoy)**, tương đương BVPS lần lượt đạt 17.337 đồng/cổ phiếu và 18.711 đồng/cổ phiếu.

Định giá bằng phương pháp so sánh P/B

Chúng tôi sử dụng mức định giá 1,2x P/B trung bình ngành ngân hàng ở thời điểm hiện tại trong phương pháp so sánh P/B và mức lãi suất yêu cầu VCSH

(Ke) 12,7% trong định giá Residual Income. Giá hợp lý cho cổ phiếu VPB là **21.797 đồng/cổ phiếu**.

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	22.453	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	21.140	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)		21.797

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nợ xấu: Đây là rủi ro chung đối với các công ty hoạt động trong ngành tài chính tiêu dùng trong đó có FE Credit do tính chất rủi ro cao của ngành cũng như rủi ro đến từ những biến động của nền kinh tế có thể sẽ tác động mạnh tới tập khách hàng của công ty.

Bên cạnh đó, với việc gia tăng tỷ trọng cho vay bất động sản cũng tiềm ẩn những rủi ro về nợ xấu có thể phát sinh trong kịch bản sự hồi phục của thị trường bất động sản cũng như xây dựng chậm hơn kỳ vọng.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung

Chuyên viên phân tích cao cấp

Nttdung01@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>