NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG – HSX: VPB

THAM VỌNG LỚN LIỆU CÓ THÀNH HIỆN THỰC

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

Giá mục tiêu: 35,600

Upside: +14%

Ngành Ngân hàng | BSC Research

Trung tâm phân tích BSC
Đoàn Minh Trí
(Chuyên viên phân tích)
tridm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	31,200
Cổ phiếu LH (Triệu):	7,934
Vốn hoá (Tỷ VND):	264,199
Thanh khoản 30n (Triệu):	47.7
Sở hữu nước ngoài:	24.7%

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **NẮM GIỮ** với **VPB** dựa trên giá mục tiêu mới nhất là **35,600 đồng/cp** (upside **14%** so với giá đóng cửa 08/09/2025) trong kịch bản cơ sở với CAGR 2025F-2029F được dự báo ở mức 27%/năm, điều chỉnh tăng so với mức 21%/năm trước đó chủ yếu nhờ dự báo tăng trưởng tín dụng (riêng lẻ) được đẩy lên trung bình 28%/năm trong khi chi phí tín dụng lẫn tỷ lệ xử lý nợ được kỳ vọng giảm xuống 1 mặt bằng mới.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- VPB sở hữu điều kiện quan trọng nhất (CAR) để tận dụng hạn mức tín dụng cao vượt trội trong trung dài hạn, song hành với sự cải thiện trước mắt về chất lượng tài sản và thu hồi nợ xấu. **Tất cả đều chỉ về tương lai đưa ROE trở lại ngưỡng >20% trong 5 năm tới, dù BSC vẫn đưa ra dự báo thận trọng hơn định hướng của BLĐ.**
- **Một số catalyst được kỳ vọng trong thời gian tới có thể sẽ tiếp tục thúc đẩy giá cổ phiếu trong ngắn hạn** – như thực hiện IPO VPBankS, thành lập sàn giao dịch tài sản số và mở rộng sang mảng kinh doanh mới, nới FOL cũng như để ngỏ khả năng rót thêm vốn từ cổ đông chiến lược SMBC.
- **Khuyến nghị NẮM GIỮ trong giai đoạn nới lỏng tiền tệ hiện tại, và cần để ý hơn về phía rủi ro.** Mặc dù mức định giá P/B hiện tại đã phần nào phản ánh các kỳ vọng trên, bài học lịch sử đã dạy chúng tôi rằng hệ số định giá cao thường là không đủ để gây ra "sự đảo chiều", mà yếu tố kích hoạt phải đến từ những sự kiện mang tính thay đổi chính sách (ví dụ thắt chặt tiền tệ, khủng hoảng BĐS, xung đột chính trị, ...). Trong chu kỳ tăng nhờ "dư thừa thanh khoản" của thị trường, phần lớn upside của cổ phiếu sẽ đến từ sự thay đổi về chấp nhận định giá (ví dụ nâng hệ số P/B), nhiều hơn là thay đổi về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận.

DỰ BÁO KQKD 2025F-2026F

BSC điều chỉnh tăng 6.4% và 11.1% với dự báo LNTT 2025F và 2026F hợp nhất của VPB lên lần lượt 24.8 nghìn tỷ (+24% YoY) và 31.3 nghìn tỷ (+26% YoY). Các giả định chính được điều chỉnh xoay quanh tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng huy động, NIM, chất lượng tài sản, và trích lập dự phòng.

RỦI RO

Những áp lực về tỷ giá, lãi suất có dấu hiệu trở nên rõ ràng hơn trong thời gian gần đây, có thể gây thách thức đến chính sách tiền tệ tổng thể về cuối năm. Tăng trưởng tín dụng thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng. Thị trường BĐS phục hồi chậm hơn dự kiến. NIM còn có thể giảm mạnh hơn khi tình trạng phục hồi của mảng bán lẻ tiếp tục gây thất vọng. Nợ xấu gia tăng trở lại gây áp lực lên trích lập dự phòng và tỷ lệ bao phủ nợ xấu.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	49,739	62,255	71,341	87,182
LNTT	10,804	20,013	24,771	31,323
EPS	1,433	1,989	2,444	3,063
BVPS	19,347	17,886	19,830	22,393
ROAE	8.6%	11.4%	13.0%	14.5%

Mở tài khoản

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh Q2/2025

VPB vừa công bố LNTT hợp nhất Q2/2025 đạt 6.2 nghìn tỷ (+39% YoY), phù hợp với kỳ vọng 6 nghìn tỷ trước đó, qua đó đưa lũy kế 1H25 đạt 11.2 nghìn tỷ (+30% YoY) và hoàn thành 48% dự báo của BSC hay 44% kế hoạch của ngân hàng. Nhìn chung, động lực chính của tăng trưởng đến từ tăng trưởng tín dụng cao (bù đắp cho NIM thu hẹp) và chi phí tín dụng hạ nhiệt.

Tổng quan về KQKD Q2/2025 của VPB xin tham khảo thêm tại báo cáo nhanh trước đó. Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ đi sâu hơn vào 1 số diễn biến quan trọng.

Hình 1: KQKD 2Q25 và 1H25 so với cùng kì và dự báo của BSC

Các chỉ tiêu KQKD (tỷ đồng)	2Q24	2Q25	%YoY	6T24	6T25	%YoY	Dự báo	% Dự báo
Thu nhập lãi	19,323	23,457	*21%*	38,098	45,641	*20%*	97,409	47%
Chi phí lãi	(10,486)	(9,978)	*-5%*	(20,499)	(18,806)	*-8%*	(40,429)	47%
Thu nhập lãi thuần	**8,837**	**13,479**	***53%***	**17,599**	**26,834**	***52%***	**56,980**	**47%**
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	1,889	1,343	*-29%*	3,546	2,512	*-29%*	6,402	39%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	(64)	93	*-246%*	(274)	213	*-178%*	827	26%
Lãi từ mua bán chứng khoán	101	365	*262%*	502	414	*-17%*	595	70%
Thu nhập từ góp vốn	3	9	*181%*	3	9	*181%*	13	69%
Thu nhập khác	496	1,246	*151%*	2,667	2,118	*-21%*	5,569	38%
Thu nhập ngoài lãi	**2,425**	**3,056**	***26%***	**6,445**	**5,266**	***-18%***	**13,406**	**39%**
Tổng thu nhập hoạt động	**11,262**	**16,535**	***47%***	**24,044**	**32,101**	***34%***	**70,386**	**46%**
Chi phí hoạt động	(3,195)	(4,404)	*38%*	(6,873)	(8,278)	*20%*	(16,337)	51%
Lợi nhuận trước dự phòng	**8,067**	**12,130**	***50%***	**17,170**	**23,822**	***39%***	**54,049**	**44%**
Chi phí dự phòng	(4,950)	(5,916)	*20%*	(11,440)	(12,593)	*10%*	(30,762)	41%
Lợi nhuận trước thuế	**3,117**	**6,215**	***99%***	**5,730**	**11,229**	***96%***	**23,287**	**48%**
Lợi nhuận sau thuế	2,428	4,937	*103%*	4,880	8,872	*82%*	18,629	48%
LNST thuộc cổ đông mẹ	**2,425**	**4,862**	***101%***	**5,487**	**8,757**	***60%***	**18,274**	**48%**

Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 2: Các chỉ số chính trong 2Q25 so với quý trước và cùng kỳ năm ngoái

Các chỉ số chính (hợp nhất)	2Q24	1Q25	2Q25	▲YoY	▲QoQ
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	8.0%	5.0%	18.4%	*10 điểm %*	*13 điểm %*
Tăng trưởng huy động (YTD)	7.2%	14.2%	23.8%	*17 điểm %*	*10 điểm %*
LDR thị trường 1 (Q)	118.8%	115.7%	121.2%	*2 điểm %*	*6 điểm %*
LDR thị trường 2 (Q)	103.1%	101.6%	103.7%	*1 điểm %*	*2 điểm %*
Tỷ lệ nợ nhóm 2 (Q)	7.8%	4.3%	3.0%	*-479 bps*	*-127 bps*
Tỷ lệ nợ xấu (Q)	5.1%	4.7%	4.0%	*-111 bps*	*-77 bps*
Tỷ lệ hình thành nợ xấu (Q)	1.4%	1.7%	0.3%	*-102 bps*	*-140 bps*
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (Q)	48.1%	47.4%	52.2%	*4 điểm %*	*5 điểm %*
Tỷ lệ CASA (Q)	17.9%	13.9%	13.9%	*-4 điểm %*	*0 điểm %*
NIM (Q)	6.6%	6.2%	5.7%	*-91 bps*	*-54 bps*
CIR (Q)	20.7%	24.9%	26.6%	*6 điểm %*	*2 điểm %*
Chi phí tín dụng (TTM)	4.7%	4.4%	3.6%	*-104 bps*	*-78 bps*
ROAA (TTM)	1.4%	1.8%	1.8%	*44 bps*	*-1 bps*
ROAE (TTM)	9.5%	11.8%	12.9%	*344 bps*	*110 bps*

Nguồn: VPB, BSC Research

Động lực cho tăng trưởng tín dụng tiếp tục đến từ phân khúc bán buôn.

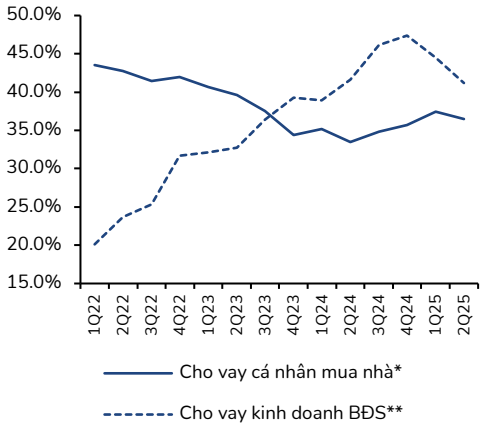
Trên cân đối của ngân hàng mẹ, danh mục cho vay bán buôn (bao gồm cả SME và KHDN lớn) đạt gần 452 nghìn tỷ (+28% YTD) sau 1H25, so với danh mục cho vay bán lẻ đạt 298 nghìn tỷ (+13% YTD).

Lĩnh vực cho vay cốt lõi của VPB vẫn là bất động sản **(Hình 3)**, trong đó:

- Tỷ trọng cho vay kinh doanh BĐS trong danh mục bán buôn giảm từ mức đỉnh 47.4% tại cuối 2024 xuống 41.2% tại Q2/2025, một phần là vì đã tăng trưởng quá mạnh trong năm ngoái. BSC ước tính lĩnh vực kinh doanh BĐS đang đóng góp khoảng 19% vào mức tăng của dư nợ cho vay bán buôn trong 1H25, con số này trong cả năm 2024 là khoảng 66%.
- Về phía cho vay nhà ở, tỷ trọng trong danh mục bán lẻ đã tạo đáy vào Q2/2024 ở mức 33.5% và có xu hướng tăng từ đó đến nay, hiện đạt 36.5% tại Q2/2025. Dù dư nợ cho vay mua nhà tiếp tục phục hồi (và đóng góp 43% vào mức tăng của dư nợ cho vay bán lẻ trong 1H25), mức độ đóng góp của danh mục bán lẻ vào tăng trưởng dư nợ toàn hàng vẫn còn hạn chế, chưa thể mạnh mẽ như giai đoạn trước 2022.

Hình 3: Tỷ trọng cho vay lĩnh vực BĐS tại ngân hàng mẹ

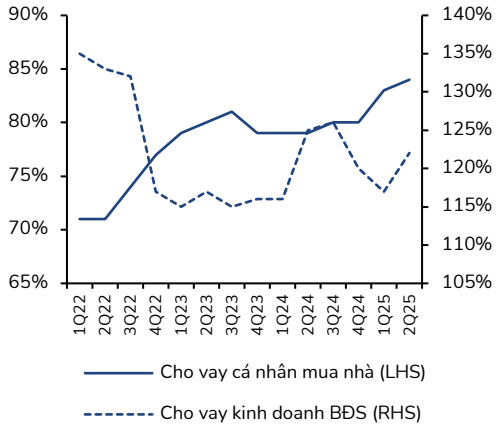
Cho vay nhà ở đã tạo đáy nhưng tốc độ phục hồi còn tương đối chậm



*Tỷ trọng trong danh mục bán lẻ
**Tỷ trọng trong danh mục bán buôn

Hình 4: Hệ số rủi ro tín dụng cho vay lĩnh vực BĐS

Dù tốc độ tăng trưởng duy trì cao, HSRRTD cho vay kinh doanh BĐS đã giảm đáng kể từ 4Q22



Nguồn: VPB, BSC Research

Cơ cấu TSBĐ của khách hàng cho thấy vài điểm thú vị thường hay bị bỏ qua.

Tỷ trọng của loại hình TSBĐ "khác" gia tăng đáng kể từ mức 45% tại Q4/2022 (thời điểm cuộc khủng hoảng BĐS bắt đầu) lên mức 66% tại Q2/2025 **(Hình 4)**. Con số này tại VPB cao hơn so với một số ngân hàng như TCB hay SHB (<40-50%) vốn cũng có đặc thù cho vay chủ đầu tư BĐS.

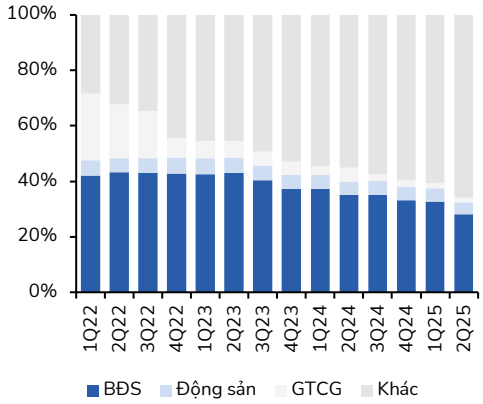
Thông thường, tài sản "khác" này bao gồm một số hình thái như **(1)** quyền phát triển dự án hay cổ phần của công ty phát triển dự án và **(2)** quyền đòi nợ từ hợp đồng mua bán của cá nhân, chẳng hạn như tài sản hình thành trong tương lai là BĐS nhưng chưa đủ

điều kiện pháp lý (như với trường hợp NVL vừa bán lại cổ phần tại dự án Thạnh Mỹ Lợi, rồi sau đó số cổ phần này được đem thế chấp tại VPB).

Với tốc độ gỡ pháp lý như hiện nay, chúng tôi cho rằng có thể giả định các dự án VPB tài trợ sẽ không gặp vướng mắc về pháp lý hoặc đang được tháo gỡ. Trong trường hợp này, các tài sản trên về bản chất vẫn được coi là BĐS. Dù vậy, BSC vẫn giữ quan điểm thận trọng và cho rằng nhà đầu tư cần theo dõi sát diễn biến của danh mục này để nắm được sức khỏe của danh mục BĐS.

Hình 5: Một góc nhìn khác từ cơ cấu TSBĐ của khách hàng tại VPB

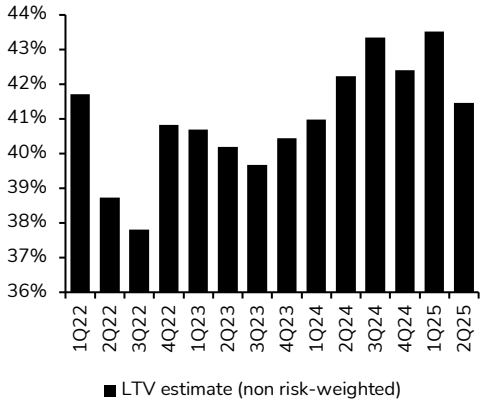
Loại hình TSBĐ "khác" tăng mạnh từ 4Q22 khi thị trường BĐS chính thức đóng băng



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 6: Ước tính LTV cho vay khách hàng của VPB

Nhìn chung, LTV có xu hướng mở rộng kể từ 2023 nhưng với khẩu vị rủi ro thận trọng hơn



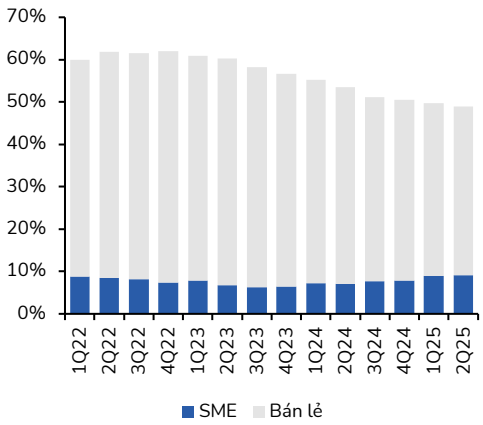
Nguồn: VPB, BSC Research

Cho vay bán lẻ, đặc biệt là phân khúc khách hàng đại chúng, chưa thể kỳ vọng một sự đột phá trước mắt.

Đến cuối Q2/2025, tỷ trọng cho vay bán lẻ tại ngân hàng mẹ giảm 3 điểm % so với đầu năm, xuống khoảng 40% danh mục. Ngược lại, BSC ước tính tỷ trọng cho vay SME tăng hơn 1 điểm % so với đầu năm, lên khoảng 9% danh mục **(Hình 7)**.

Hình 7: Tỷ trọng cho vay bán lẻ và ước tính SME có diễn biến trái chiều

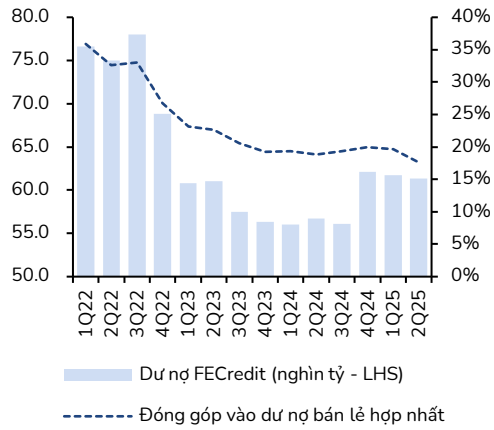
Ước tính tỷ trọng RB&SME tại 2Q25 ở mức ~50%



Số liệu ngân hàng riêng lẻ

Hình 8: Tăng trưởng dư nợ của FE còn tương đối khiêm tốn

Ước tính các khoản cho vay hợp vốn chiếm >20%



Nguồn: VPB, BSC Research

Trong bối cảnh nợ xấu (nhất là tại các ngân hàng tư nhân) vẫn chủ yếu đến từ nhóm bán lẻ, thì phân khúc SME thường có chất lượng tài sản và NIM vượt trội (bù lại cho quy mô nhỏ và khó mở rộng) sẽ là lựa chọn được nhiều ngân hàng nhắm tới.

Về phía FECredit, bức tranh tăng trưởng về quy mô còn tương đối khiêm tốn **(Hình 8)**. BSC ước tính dư nợ của FE chỉ đi ngang trong 1H25 dù BLĐ cho biết danh mục "cho vay lõi" tăng trưởng +5.5% YTD. Chúng tôi cho rằng danh mục này chính là danh mục gốc của FE, sau khi các khoản cho vay hợp vốn với ngân hàng mẹ được loại ra. Ước tính tỷ trọng các khoản cho vay hợp vốn này đang chiếm >20% danh mục của FE và có xu hướng gia tăng từ đầu 2024 đến nay. Điều này có thể hiểu như một sự hỗ trợ từ ngân hàng mẹ cho công ty con trong quá trình tái cơ cấu tệp khách hàng.

FECredit vừa ra mắt ứng dụng số FE Online 2.0, thay đổi về mô hình ngân hàng lõi, mục tiêu gia tăng trải nghiệm cho khách hàng đại chúng với chi phí hợp lý hơn. Trong thời gian tới, chiến lược của FE là tiếp tục thúc đẩy mô hình hợp tác với các chuỗi bán lẻ (điển hình là với MWG thời gian qua), tập trung vào các sản phẩm cho vay tiêu dùng lâu bền. Trong bối cảnh **thu nhập khả dụng của người dân*** còn tăng trưởng chậm, BLĐ kỳ vọng mức tăng trưởng khiêm tốn trong các quý tới, với mục tiêu tăng trưởng dư nợ của FECredit trong 2025 là khoảng +10%.

Nhà đầu tư thường ít phân biệt giữa 2 khái niệm: GDP bình quân đầu người và thu nhập bình quân đầu người. *Tăng trưởng GDP cao không đồng nghĩa với tăng trưởng thu nhập của người dân. Thực tế là từ sau dịch COVID-19 đến nay, tốc độ tăng trưởng của thu nhập bình quân đầu người ở Việt Nam luôn thấp hơn tốc độ tăng trưởng của GDP đầu người (theo giá hiện hành), trung bình chênh 2.4 điểm % trong 3 năm, sử dụng số liệu khảo sát của GSO.*

Thêm một lưu ý nhỏ, sự tăng giá mạnh gần đây trên các thị trường tài sản như vàng, cổ phiếu và BĐS được kỳ vọng tạo ra "wealth effect" từ đó giúp gia tăng tiêu dùng cá nhân. Tuy nhiên, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng khi cho rằng tập khách hàng của FECredit, vốn thuộc tầng lớp đại chúng có thu nhập trung bình – thấp, không phải là bộ phận nhà đầu tư sở hữu đáng kể những tài sản nói trên (chưa kể đến ước tính chỉ có khoảng 9% người dân Việt Nam có tài khoản chứng khoán tại cuối 2024).

Tín dụng xanh và huy động vốn quốc tế là những điểm cộng trong mắt nhà đầu tư.

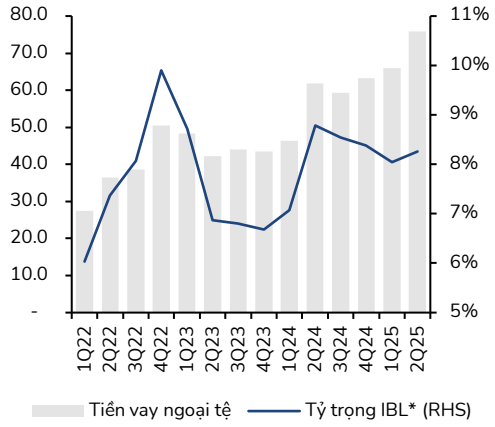
Trong 1H25, với sự kết nối từ cổ đông chiến lược SMBC, ngân hàng đã huy động thành công khoản vay hợp vốn nước ngoài khoảng 1.56 tỷ USD (cao kỷ lục trong ngành). Đến cuối tháng 07/2025, ngân hàng cũng huy động được thêm 350 triệu USD kỳ hạn 5 năm từ các tổ chức quốc tế, nâng tổng số vốn vay nước ngoài sau 7T2025 lên hơn 1.9 tỷ USD.

Chúng tôi hiểu rằng đây là các khoản huy động nước ngoài để hỗ trợ phát triển tài chính bền vững (thường sẽ cần báo cáo mục đích giải ngân), nhờ đó vừa có lãi suất thấp hơn vừa có kỳ hạn dài hơn các khoản huy động trong nước. Hoạt động này phần nào hỗ trợ VPB kiểm soát tốt hơn chi phí vốn và tính ổn định của nguồn vốn, đồng thời còn giúp gia tăng nguồn USD cho cả hệ thống ngân hàng.

Tại cuối Q2/2025, các kỳ hạn >1Y đến >5Y chiếm tổng cộng gần 50% cơ cấu huy động vốn từ các TCTC và TCTD khác tại VPB, trong đó lãi suất tiền vay bằng ngoại tệ là 0.75-6.54% so với tiền vay bằng VND là 3.81-6.15%.

Hình 9: Huy động vốn vay ngoại tệ từ các TCTC và TCTD khác

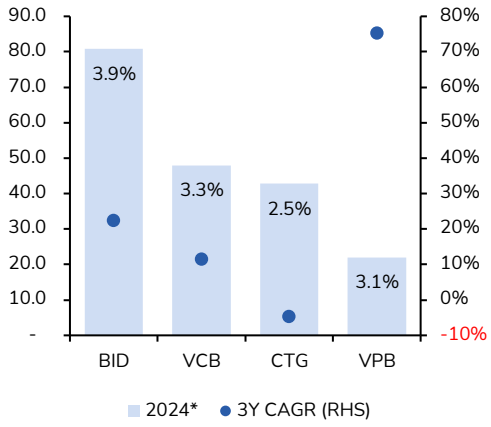
Đơn vị: nghìn tỷ (LHS)



Nguồn: VPB, BSC Research
*IBL: tài sản nợ chịu lãi

Hình 10: Dư nợ tín dụng xanh của VPB tăng trưởng mạnh 3 năm qua

Đơn vị: nghìn tỷ (LHS)



*Số liệu ở từng cột thể hiện tỷ trọng của tín dụng xanh trong dư nợ toàn hàng

Đến cuối 2024, dư nợ tín dụng xanh của VPB đạt hơn 21.9 nghìn tỷ (+48.5% YoY) và chiếm khoảng 3% dư nợ toàn hàng. Trong số các ngân hàng lớn, VPB đang ghi nhận tốc độ mở rộng của danh mục tín dụng xanh mạnh mẽ nhất trong 3 năm qua **(Hình 10)**.

BSC nhận thấy thời gian qua có 1 số động lực về mặt chính sách nhằm thúc đẩy doanh nghiệp chuyển đổi xanh:

- Chính phủ vừa ban hành Bộ Tiêu chuẩn Phân loại Xanh Việt Nam (Vietnam Green Taxonomy) theo Quyết định số 21/2025/QĐ-TTg ngày 04/07/2025. Tham khảo báo cáo của FiinRatings tại đây.
- Nghị quyết 198/2025/QH15 được ban hành vào 17/05/2025 về phát triển kinh tế tư nhân, trong đó có điều khoản về hỗ trợ lãi suất 2%/năm khi vay vốn để thực hiện các dự án xanh, dự án tuần hoàn, đáp ứng ESG.

Hơn nữa, trái ngược với thị trường TPDN thông thường (hiện vẫn còn tương đối ảm đạm), trái phiếu xanh lại có sức hấp thụ tốt hơn đáng kể (trái phiếu ESG không cần TSBĐ, có tổ chức quốc tế bảo lãnh, lãi suất rẻ và kỳ hạn dài), ví dụ như với đối tượng mua là các công ty bảo hiểm có vốn từ các tổ chức quốc tế. Các tổ chức quốc tế khi đầu tư vào các doanh nghiệp Việt Nam thường có yêu cầu về tiêu chí ESG, nhằm đáp ứng một số quy định tại chính quốc, ví dụ điển hình là EU Green Taxonomy & CSDDD của Châu Âu.

VPB nằm trong nhóm các ngân hàng có khả năng cung cấp đầy đủ sản phẩm liên quan đến tài chính xanh. Ngân hàng đã xây dựng các khung sản phẩm (bao gồm Khung Tín dụng xanh; Khung tài chính xã hội; Khung tài chính bền vững), từ đó có vị thế sẵn sàng để đón đầu xu hướng "chuyển đổi số đi kèm chuyển đổi xanh" của doanh nghiệp. Điều này góp phần đảm bảo khả năng tiếp tục đi huy động vốn quốc tế cho VPB.

Tuy nhiên … LDR vẫn là bài toán khó với VPB, dự kiến huy động vốn sẽ cần tiếp tục được đẩy mạnh để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng tín dụng …

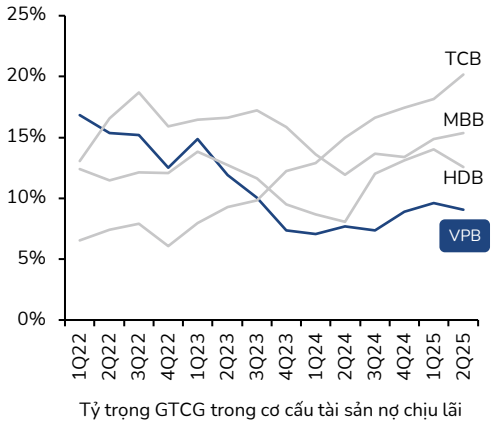
Trong cuộc họp giữa SBV và các ngân hàng vào đầu tháng 08/2025, chỉ có VPB kiến nghị NHNN nới trần LDR để tạo không gian cho các ngân hàng tăng trưởng tín dụng, trong khi giới hạn LDR thường chỉ là vấn đề đặc thù của các ngân hàng quốc doanh từ xưa đến nay (ví dụ CTG đã kiến nghị nới LDR từ đầu năm).

BSC cho rằng có một số nguyên nhân như sau:

- Dù VPB đang là ngân hàng có hoạt động đi vay vốn quốc tế sôi nổi nhất ngành với sự hỗ trợ từ SMBC, phần tiền vay từ các TCTC và TCTD này lại không được tính vào mẫu số trong công thức LDR.
- Dù VPB có lợi thế về bộ đệm vốn chủ (CAR hợp nhất cuối Q2/2025 đạt 13.8%, chỉ thấp hơn 15.0% của TCB khi VPB vừa trả cổ tức tiền mặt gần 4 nghìn tỷ), tỷ trọng huy động GTCG của VPB đang duy trì thấp hơn đáng kể so với các ngân hàng cạnh tranh **(Hình 11)**.
  BSC cho rằng điều này phản ánh sự khác biệt trong chính sách huy động giữa các bên, và việc không thường xuyên nắm giữ FI-bond (trái phiếu của các TCTD) trong danh mục huy động đang gây áp lực lên LDR của VPB trong các quý tới khi ngân hàng có mục tiêu tăng trưởng tín dụng rất cao.

Hình 11: Cơ cấu huy động qua GTCG của VPB so với các ngân hàng khác

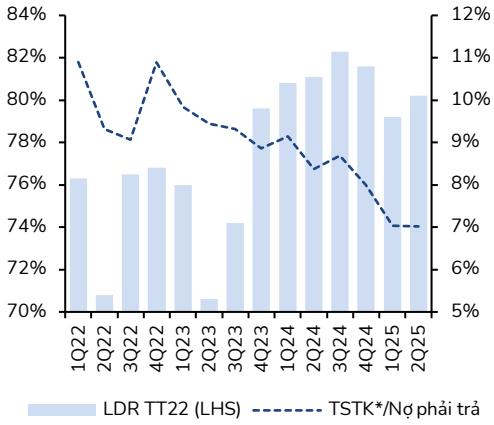
Điều này cho thấy sự khác biệt trong chính sách



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 12: Một số tỷ lệ thanh khoản tại ngân hàng riêng lẻ

LDR Q2 tăng nhẹ lên 80.2% so với mức trần 85%



*TSTK bao gồm tiền mặt, tiền gửi NHNN, tiền gửi KKH tại các TCTD khác, và TPCP

Xin nhắc lại, VPB trình ĐHCĐ kế hoạch tăng trưởng tín dụng hợp nhất 25% và tăng trưởng huy động 34% trong 2025. Chúng tôi tin rằng con số phấn đấu nội bộ có thể lên đến 30-35% về phía tín dụng ngân hàng mẹ (chưa kể phần bán nợ cho GPBank), do đó mức tăng trưởng huy động đến cuối năm có thể sẽ cao hơn đáng kể so với kế hoạch.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng huy động thị trường 1 của VPB sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong các quý tới. Khi đó, chi phí vốn toàn hàng sẽ khó để giữ ở mức hiện tại, khi VPB có thể sẽ tiếp tục sử dụng chiến lược cạnh tranh về giá, vốn đã gắn liền với ngân hàng từ trước đến nay, ví dụ như chào lãi suất huy động (cả khách hàng và đối ứng) cao hơn các bên, hay áp dụng mức lãi suất phụ trội cao hơn đáng kể lãi suất ở quầy.

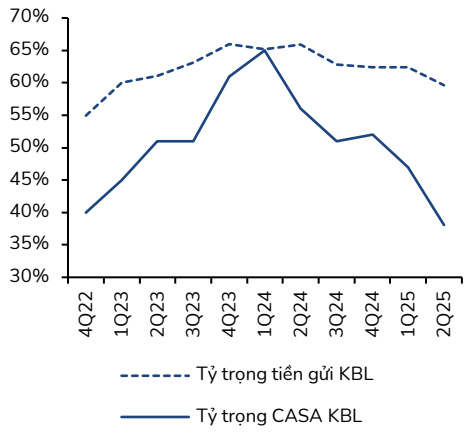
... trong khi đó, tương tự với xu hướng của tín dụng, tăng trưởng tiền gửi nói chung và CASA nói riêng cũng đang chủ yếu tập trung ở phân khúc bán buôn ...

Tỷ lệ CASA tại ngân hàng mẹ đến cuối Q2/2025 cải thiện khoảng 1.5 điểm % so với quý liền trước lên 16% **(Hình 14)**, tuy nhiên chúng tôi ước tính tỷ lệ CASA bán lẻ của VPB lại có xu hướng giảm dù ngân hàng đang tập trung thúc đẩy sản phẩm Super Sinh lời (ra mắt từ cuối tháng 03/2025).

Tỷ trọng tiền gửi bán lẻ duy trì xu hướng giảm, trong đó riêng tiền gửi không kỳ hạn đang có độ dốc sâu hơn **(Hình 13)**. Theo đó, BSC cho rằng VPB đang ghi nhận CASA gia tăng chủ yếu từ phân khúc định chế tài chính và KHDN, giải thích cho việc tỷ lệ CASA bán buôn ước tính tăng đáng kể trong Q2 (hơn 4 điểm % QoQ).

Hình 13: Tỷ trọng tiền gửi bán lẻ tiếp tục có xu hướng giảm

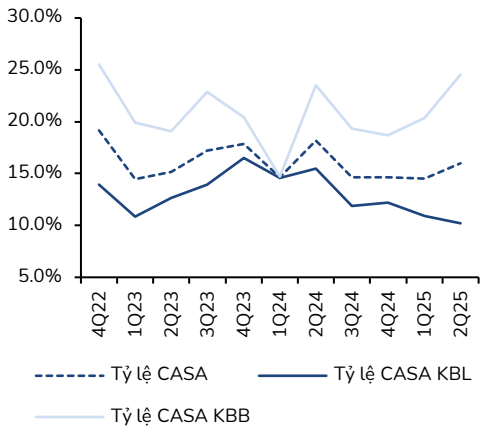
Đặc biệt là tiền gửi bán lẻ không kỳ hạn



Nguồn: VPB, BSC Research
Số liệu ngân hàng riêng lẻ

Hình 14: Tỷ lệ CASA bán lẻ giảm dù CASA tổng thể cải thiện

Lưu ý rằng VPB ra mắt Super Sinh lời từ cuối 1Q25



Nguồn: VPB, BSC Research
Số liệu ngân hàng riêng lẻ

BSC cho rằng xu hướng này là không bền, so với các ngân hàng duy trì được tỷ trọng CASA bán lẻ tương đối ổn định như MBB và TCB (ước tính giao động 50-65%). Tiền gửi bán lẻ nói chung được đánh giá là có độ bám dính cao hơn (ít nhạy cảm hơn với biến động lãi suất) so với tiền gửi bán buôn.

Trong 2H25, sản phẩm Super Sinh lời dự kiến được nâng cấp lên giai đoạn 2, trong đó không giới hạn về kỳ hạn (hiện vẫn là hình thức gửi tiền dư qua 1 đêm và trả lại tài khoản vào sáng hôm sau) và có thể tùy chỉnh ngưỡng duy trì tối thiểu dựa trên hồ sơ của từng khách hàng. BLĐ cũng cho biết số dư CASA trên Super Sinh lời sau 1H25 đạt khoảng 10 nghìn tỷ (so với mức tăng chung hơn 27 nghìn tỷ của CASA tại ngân hàng mẹ), và đặt mục tiêu 2H25 gia tăng thêm 20 nghìn tỷ. Hiệu quả của sản phẩm này đối với phân khúc bán lẻ sẽ cần thêm thời gian để chứng minh.

... vì vậy, tất cả đều chỉ về sự gia tăng của chi phí vốn trong nửa cuối năm, cân bằng giữa NIM và chất lượng lợi nhuận là sự lựa chọn đúng đắn.

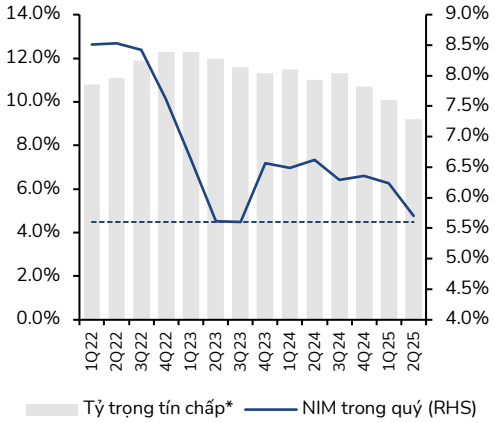
Với những phân tích ở trên về cơ cấu cho vay – huy động của VPB, chúng tôi cho rằng NIM của ngân hàng còn tiếp tục chịu áp lực trong ngắn hạn. **BLĐ dự kiến chi phí vốn**

bình quân có thể nhích thêm 20-30bps trong 2H25, trong khi chúng tôi cho rằng lợi suất tài sản khó có thể tăng mạnh trong bối cảnh danh mục bán lẻ còn phục hồi chậm.

Việc tái cấu trúc lại danh mục cho vay kể từ cuộc khủng hoảng BĐS cuối 2022 đã làm tỷ trọng cho vay tín chấp (vốn thường là sản phẩm có NIM cao nhất) của VPB liên tục giảm từ mức đỉnh 12% xuống hiện chỉ 9%, kéo theo đó là lợi suất tài sản bình quân thấp hơn so với giai đoạn hoàng kim trước đó **(Hình 15)**.

Hình 15: Áp lực từ 2 đầu khiến NIM dự kiến còn tiếp tục thu hẹp

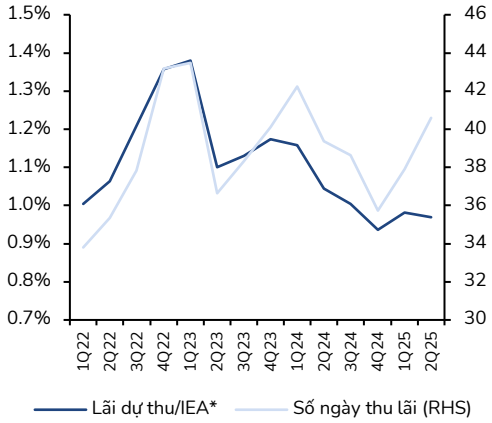
Tỷ trọng cho vay tín chấp liên tục giảm từ 4Q22



Nguồn: VPB, BSC Research
*Số liệu ngân hàng riêng lẻ

Hình 16: Bù lại cho cho chất lượng thu lãi đang được cải thiện

Tỷ lệ lãi dự thu và số ngày thu lãi đều cải thiện

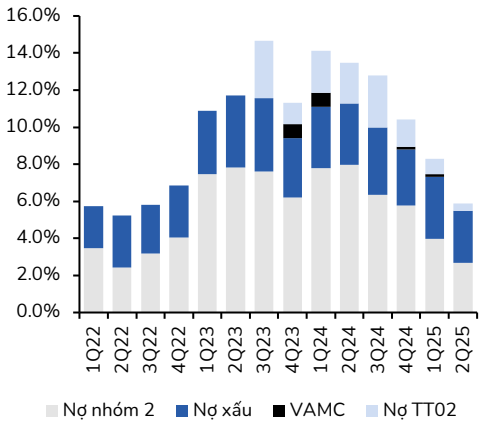


Nguồn: VPB, BSC Research
*IEA: Tài sản có sinh lời

Bù lại, chất lượng lợi nhuận được củng cố hơn khi tỷ trọng lãi dự thu trên tài sản sinh lời và số ngày thu lãi đều có xu hướng giảm **(Hình 16)**. Các khoản dư nợ tái cơ cấu (cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ) đến nay đã gần như không còn khi Thông tư 02 hết hiệu lực (sau đó chuyển về nhóm nợ bình thường hoặc chuyển hẳn nợ nhóm 5).

Hình 17: Chất lượng tài sản ở ngân hàng mẹ liên tục cải thiện

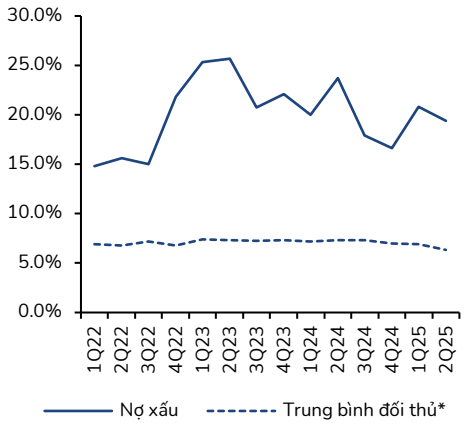
Dư nợ tái cơ cấu TT02 gần như đã không còn



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 18: Ước tính tỷ lệ nợ xấu tại FECredit so với các đối thủ

Nợ xấu FE đang duy trì ổn định ở mức 18-19%



*Bao gồm MCredit và HDSaison

Chất lượng cho vay khách hàng nhìn chung đang được cải thiện rõ rệt ở phía ngân hàng mẹ, và duy trì ổn định ở phía FECredit. Nợ xấu của VPB vẫn tập trung ở phân khúc bán lẻ, đặc biệt là các khoản cho vay nhà ở và cho vay tín chấp được giải ngân vào 2023.

- Ngân hàng mẹ ghi nhận cả tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm lần lượt xuống 2.8% (-53bps QoQ) và 2.7% (-131bps QoQ) tại cuối Q2 vừa qua, trong khi dư nợ tái cơ cấu TT02 chỉ còn khoảng <0.4% **(Hình 17)**.
- Tỷ lệ nợ xấu tại FECredit cũng ước tính ở mức 19%, dù còn cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh như HDSaison và MCredit, con số này cũng đã giảm mạnh so với mức >25% ghi nhận cuối 2022 **(Hình 18)**. Điều này cho thấy sự cải thiện về chất lượng của danh mục tín chấp dù có thể còn có biến động trong ngắn hạn.

BSC cho rằng chiến lược thời gian tới của VPB sẽ tiếp tục xoay quanh: hi sinh một phần NIM (vốn đã đang cao nhất ngành) để đổi lấy chất lượng tài sản và chất lượng lợi nhuận của các khoản giải ngân mới.

Khi đó, động lực quan trọng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận sẽ đến từ thu hồi nợ xấu và cắt giảm chi phí dự phòng từ mức nền cao.

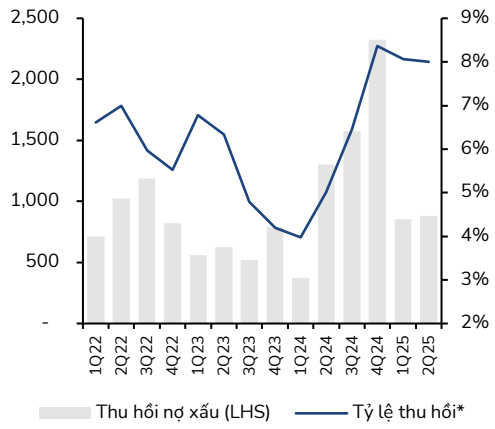
Với các quy định trong Nghị quyết 42 vừa được chính thức đưa vào luật, trong đó luật hóa quyền thu giữ tài sản là nội dung cốt lõi, các ngân hàng không sẽ không bị phụ thuộc vào công tác tố tụng mất nhiều thời gian trong việc thu giữ TSBĐ. Cộng hưởng với sự phục hồi của thị trường BĐS, tiến độ thu hồi nợ được kỳ vọng sẽ tăng tốc, từ đó giải phóng nguồn vốn để tái đầu tư, giảm thiểu chi phí và rủi ro phát sinh trong quá trình xử lý nợ cho ngân hàng, đồng thời cũng tăng nhận thức của khách vay.

Điều này có phần mang ý nghĩa lớn hơn đối với các ngân hàng ghi nhận nợ xấu tăng mạnh từ phân khúc bán lẻ trong các năm qua như VPB. Từ ngày 01/06/2025, VPB đã thành lập Khối chuyên trách về thu hồi, mang tính chuyên biệt hóa và chuyên môn hóa, đẩy mạnh đầu tư vào số hóa để tăng hiệu quả của công tác này. BLĐ cho biết ngân hàng có 20% cho vay tín chấp là các khoản nhỏ lẻ, do đó việc sử dụng nguồn lực con người để thu hồi nợ là không hiệu quả.

BSC ước tính trong 5 quý gần nhất, lợi nhuận từ thu hồi nợ ở FECredit đóng góp trung bình khoảng >40% tổng mức của toàn hàng.

Hình 19: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu sẽ tiếp tục là động lực quan trọng

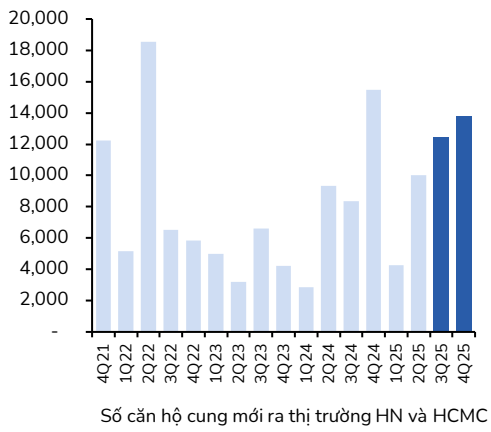
Tỷ lệ thu hồi nợ của VPB tạo đáy vào 1Q24



*Thu hồi nợ xấu/Trung bình nợ xấu đã XLRR

Hình 20: Nguồn cung của thị trường căn hộ dự kiến tiếp tục phục hồi

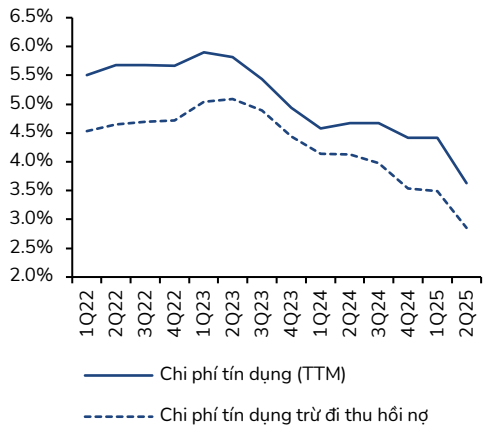
Lượng căn hộ cung ra thị trường tạo đáy vào 1Q24



Nguồn: VPB, CBRE, BSC Research

Hình 21: Chi phí tín dụng hợp nhất

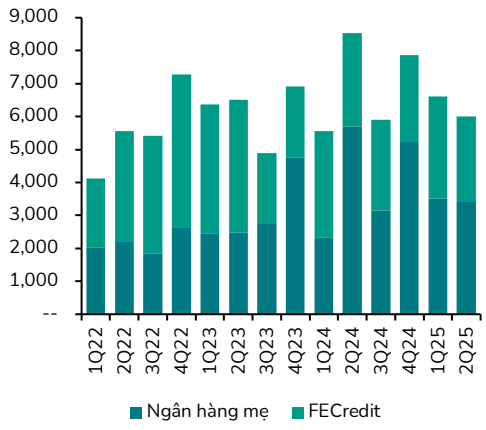
Trích lập dự phòng của VPB giảm cả về tỷ lệ ...



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 22: Chi phí dự phòng riêng lẻ

... lẫn giá trị tuyệt đối (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, BSC Research

Các công ty con trong hệ sinh thái cũng trên đà gia tăng mức độ đóng góp lợi nhuận, với sự hỗ trợ đáng kể từ phía ngân hàng mẹ và SMBC.

Nhìn chung, LNTT nửa đầu năm 2025 của FECredit và VPBankS đều cải thiện tích cực, đạt lần lượt 267 tỷ (so với cùng kỳ lỗ 707 tỷ) và 900 tỷ (+80% YoY) so với kế hoạch từ đầu năm lần lượt là 1.1 nghìn tỷ và 2.0 nghìn tỷ **(Hình 23 và 24)**.

Điểm nhấn là VPBankS, sau khi tăng vốn liên tục trong giai đoạn 2022-2024, hiện đã đưa quy mô cho vay margin lên mức cao kỷ lục, gần 17.8 nghìn tỷ tương ứng với 2.6% thị phần và đứng top 4 của ngành. Tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH vẫn chỉ đang ở xấp xỉ 1.0x.

BSC tin rằng phía ngân hàng mẹ VPB và cổ đông chiến lược SMBC đang có những biện pháp hỗ trợ rất tích cực cho phía các công ty con về mặt nguồn vốn, nhất là khi BLĐ chia sẻ rằng chi phí vốn của các công ty con có cùng xu hướng với ngân hàng mẹ.

Có thể kể đến **(1)** VPB cung cấp nguồn vốn dài hạn hơn cho FECredit* và SMBC trực tiếp cử nhiều nhân sự sang hỗ trợ điều hành, hay **(2)** SMBC cho vay mới VPBankS gần 3.9 nghìn tỷ trong 1H25, tương ứng gần 18% giá trị nợ vay từ các tổ chức tại cuối kỳ.

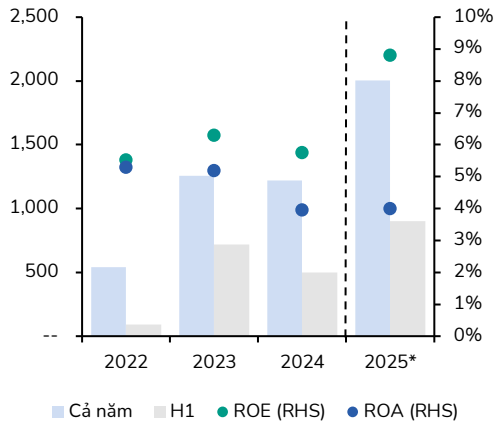
**Lưu ý rằng nguồn vốn của các công ty tài chính tiêu dùng thuộc ngân hàng chủ yếu đến từ ngân hàng mẹ và huy động trái phiếu. Tuy nhiên, đợt phát hành trái phiếu gần nhất FE công bố trên HNX là từ tháng 08/2022, trái ngược với công ty đối thủ như MCredit vẫn thực hiện phát hành đều đặn trong 2024-2025.*

Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư không nên quá bất ngờ nếu các công ty con ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong 2025, nhất là với VPBankS (vừa xin điều chỉnh kế hoạch) khi đang cân nhắc thực hiện IPO vào cuối năm.

Với kế hoạch IPO của VPBankS, dựa trên những thông tin hiện có, chúng tôi cho rằng mục tiêu phát hành P/B pre-money ở 2.5-3.0x là tương đối tham vọng và kì vọng mức định giá thực tế sẽ thuộc cận dưới của khoảng này, dù có thông tin cho rằng chính SMBC sẽ tham gia vào đợt phát hành. Đối thủ cạnh tranh TCBS vừa chốt giá IPO với P/B pre-money 2025F ở khoảng 3.0x, trong khi vượt trội hơn về cả quy mô, thị phần và khả năng sinh lời.

Hình 23: LNTT và ROE của VPBankS

VPBankS vừa nâng kế hoạch LNTT 2025 từ 2.0 lên 4.45 nghìn tỷ, so với 900 tỷ trong 1H25

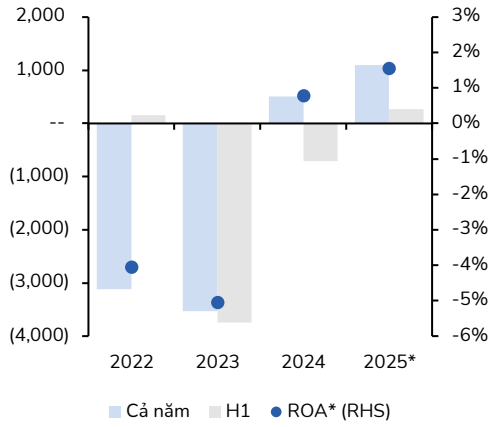


Nguồn: VPB, BSC Research

*Mục tiêu 2025 của VPB kết hợp dự báo của BSC

Hình 24: LNTT và ROA của FECredit

LNTT 1H25 của FECredit hoàn thành 24% kế hoạch cả năm



Nguồn: VPB, BSC Research

*ROA của FECredit được tính dựa trên LNTT

CAR vẫn luôn là yếu tố quan trọng nhất đối với 1 ngân hàng trong 1 chu kỳ tăng trưởng tín dụng và VPB sở hữu lợi thế cạnh tranh ở khía cạnh này … tuy nhiên, khi đặt tương quan với các đối thủ ở cả trong nước và quốc tế, mức định giá hiện tại của VPB đã có phần phản ánh trước các câu chuyện trong tương lai.

Với mức CAR Basel 2 hiện ở mức 13.8%, VPB đã là một người khổng lồ trong ngành. Ngân hàng còn có đặc quyền để nới FOL lên đến 49% khi tham gia tái cơ cấu GPBank, mở đường cho việc rót vốn thêm từ SMBC.

Như đã đề cập, chúng tôi tin rằng sự ra đời của Thông tư 14 quy định lộ trình Basel 3 có thể sẽ kích hoạt 1 làn sóng tăng vốn của ngành ngân hàng trong 1-2 năm tới (để áp dụng phương pháp IRB theo Basel 3 sẽ cần tối thiểu 2 năm thử nghiệm), ủng hộ cho 1 mức nền định giá mới đối với toàn ngành. Khi đó, những ngân hàng có cổ đông chiến lược giàu tiềm lực (nhờ đó mà có thể tiết kiệm thời gian, chi phí trong việc đi tìm kiếm nhà đầu tư nước ngoài) sẽ là những cái tên có nhiều tiềm năng nhất để thu hút dòng tiền.

Điều này còn có nghĩa rằng các ngân hàng của Việt Nam sẽ ngày càng tiệm cận các tiêu chuẩn cao nhất của quốc tế, từ đó tạo động lực cho chúng tôi nhìn sang các ngân hàng trong khu vực để xem vị trí của chúng ta đang thực sự ở đâu.

Và thực tế là … so với các ngân hàng lớn trong ASEAN đã vươn ra tầm cỡ quốc tế (đặc biệt là các ngân hàng đến từ Indonesia hay Phillipines đều sở hữu ROA vượt trội so với mặt bằng chung), **các ngân hàng ở Việt Nam đều đang có tỷ lệ sinh lời cao nhưng bộ đệm CAR mỏng. Việc phải gia tăng tỷ lệ an toàn vốn trong tương lai đồng nghĩa với việc ROA sẽ khó duy trì được ở mức cao như hiện tại**, trong khi mức chấp nhận định giá P/B của thị trường đã có phần phản ánh trước các kỳ vọng tương lai.

Hình 25: So sánh CAR, ROA, P/B giữa các ngân hàng ở Việt Nam với một số nước khu vực ASEAN

Số liệu tại 2Q25	Ticker	CAR (%)		ROA (%)			P/B (x)		
		Total	Tier 1	TTM	2025F	2026F	TTM	2025F	2026F
Vietnam									
VPB	VPB VN	13.81	13.12	1.84	1.86	1.83	1.81	1.78	1.61
TCB	TCB VN	15.00	14.30	2.24	2.34	2.39	1.68	1.62	1.41
MBB	MBB VN	11.60	10.80	2.14	2.05	1.96	1.72	1.64	1.34
Indonesia									
Bank Central Asia	BBCA IJ	29.11	27.99	3.89	3.85	3.83	3.77	3.63	3.46
Bank Rakyat	BBRI IJ	25.01	23.90	2.78	2.78	2.86	1.89	1.82	1.81
Bank Negara	BBNI IJ	21.28	19.96	1.84	1.80	1.83	1.00	0.97	0.97
Bank Mandiri	BMRI IJ	18.50	17.32	2.43	2.25	2.21	1.68	1.60	1.53
Philippines									
BDO Unibank	BDO PM	15.43	14.50	1.69	1.69	1.67	1.18	1.14	1.11
MetroBank	MBT PM	16.30	15.57	1.46	1.39	1.42	0.82	0.82	0.78
BPI	BPI PM	15.27	14.47	1.98	1.92	1.91	1.28	1.23	1.22
Singapore									
DBS	DBS SP	18.20	17.30	1.38	1.30	1.28	2.09	2.13	2.08
UOB	UOB SP	17.90	16.30	1.13	1.05	1.06	1.24	1.20	1.20
Malaysia									
RHB	RHBB MK	18.75	16.28	0.94	0.90	0.89	0.87	0.87	0.86
Maybank	MAY MK	18.72	15.84	0.96	0.95	0.94	1.29	1.26	1.22
CIMB	CIMB MK	18.30	15.35	0.98	1.00	1.02	1.11	1.10	1.07
Public Bank	PBK MK	17.32	14.80	1.35	1.31	1.32	1.42	1.37	1.29
Hong Leong	HLBK MK	17.09	14.92	1.40	1.42	1.43	1.05	1.11	1.08
Thailand									
Krungthai Bank	KTB TB	22.20	20.24	1.19	1.22	1.18	0.79	0.77	0.75
Bangkok Bank	BBL TB	21.97	17.48	1.04	0.97	0.96	0.52	0.52	0.51
Kasikorn Bank	KBANK TB	20.66	18.68	1.13	1.13	1.14	0.70	0.71	0.71

Nguồn: Bloomberg Consensus, BSC Research, dữ liệu P/B tại ngày 02/09/2025

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kế hoạch kinh doanh 2025.

Chúng tôi đã cập nhật kế hoạch kinh doanh 2025 của VPB tương đối chi tiết ở báo cáo cập nhật trước, vì vậy xin không nhắc lại trong báo cáo này.

Nhìn về bức tranh dài hạn, VPB đang đề ra kế hoạch phát triển 2025-2029 tương đối tham vọng.

Ngân hàng mẹ:

- Tăng trưởng tín dụng đạt CAGR 28%/năm, đạt 2.265 triệu tỷ đến 2029.
- Huy động khách hàng đạt CAGR 27%/năm, đạt 2.033 triệu tỷ đến 2029.
- VCSH đạt CAGR 26%/năm, đạt 389 nghìn tỷ đến 2029.
- Mục tiêu nằm trong Top 3 ngân hàng lớn nhất về quy mô.
- Tổng thu nhập hoạt động đạt CAGR 30%/năm và LNTT đạt CAGR 35%/năm.

Ngân hàng hợp nhất:

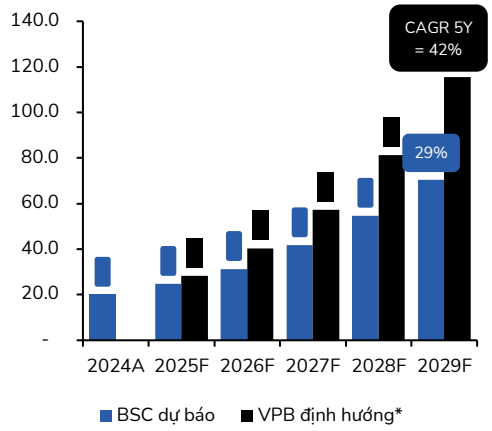
- VCSH đạt CAGR 30%/năm, đạt ~465 nghìn tỷ đến cuối 2029.
- LNTT đạt CAGR 42%/năm, đạt ~115 nghìn tỷ đến cuối 2029.

Kế hoạch này đồng nghĩa với việc ngân hàng định hướng đưa ROAE lên đến ~22% sau giai đoạn 5 năm tới, theo ước tính của chúng tôi, chưa bao gồm giả định về viêc tăng vốn từ phát hành riêng lẻ.

BSC đánh giá cao sự tham vọng của BLĐ, tuy nhiên chúng tôi hiện nhận thấy chưa đủ cơ sở để phản ánh các mục tiêu này vào mô hình dự báo, và tiếp tục đưa ra con số dự báo có phần trọng hơn về tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong 5 năm tới.

Hình 26: Dự báo LNTT 2025F-2029F

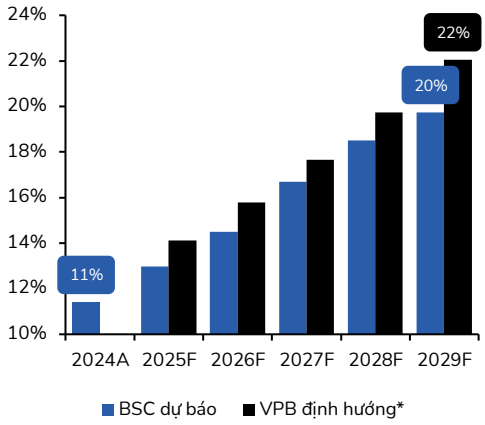
Đơn vị: nghìn tỷ đồng



*Ước lượng tuyến tính dựa trên kế hoạch CAGR 2025F-2029F của ngân hàng

Hình 27: Dự báo ROAE 2025F-2029F

Chưa bao gồm giả định phát hành mới nào



Nguồn: VPB, BSC Research

Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F.

BSC điều chỉnh tăng đáng kể 6.4% và 11.1% với dự báo LNTT 2025F và 2026F của VPB lên lần lượt 24.8 nghìn tỷ (+24% YoY) và 31.3 nghìn tỷ (+26% YoY). Các giả định chính được điều chỉnh xoay quanh tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng huy động, NIM, chất lượng tài sản, và trích lập dự phòng.

Hình 28: Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F hợp nhất

Các chỉ tiêu KQKD (tỷ đồng)	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	**49,080**	**56,980**	**68,357**	**57,792**	**71,233**	1.4%	4.2%
%YoY	*29%*	*16%*	*20%*	*18%*	*23%*		
Thu nhập ngoài lãi	**13,175**	**13,406**	**14,953**	**13,548**	**15,949**	1.1%	6.7%
%YoY	*14%*	*2%*	*12%*	*3%*	*18%*		
Tổng thu nhập hoạt động	**62,255**	**70,386**	**83,310**	**71,341**	**87,182**	1.4%	4.6%
%YoY	*25%*	*13%*	*18%*	*15%*	*22%*		
Chi phí hoạt động	**(14,340)**	**(16,337)**	**(19,584)**	**(16,808)**	**(20,823)**	2.9%	6.3%
%YoY	*3%*	*14%*	*20%*	*17%*	*24%*		
Lợi nhuận trước dự phòng	**47,915**	**54,049**	**63,727**	**54,533**	**66,359**	0.9%	4.1%
%YoY	*34%*	*13%*	*18%*	*14%*	*22%*		
Chi phí dự phòng	**(27,903)**	**(30,762)**	**(35,543)**	**(29,762)**	**(35,036)**	-3.3%	-1.4%
%YoY	*12%*	*10%*	*16%*	*7%*	*18%*		
LNTT	**20,013**	**23,287**	**28,184**	**24,771**	**31,323**	6.4%	11.1%
%YoY	*85%*	*16%*	*21%*	*24%*	*26%*		
LNST thuộc cổ đông mẹ	**15,779**	**18,274**	**21,970**	**19,393**	**24,298**	6.1%	10.6%
%YoY	*58%*	*16%*	*20%*	*23%*	*25%*		

Các giả định chính	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	23.2%	23.5%	30.5%	29.7%	7 điểm %	6 điểm %
Ngân hàng mẹ	*19.4%*	*25.7%*	*23.4%*	*33.6%*	*30.2%*	*8 điểm %*	*7 điểm %*
Tăng trưởng huy động	12.7%	23.8%	29.3%	31.2%	35.9%	7 điểm %	7 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.3%	5.9%	5.5%	3.6%	3.4%	-2 điểm %	-2 điểm %
Tỷ lệ NPL	4.2%	4.1%	3.9%	4.0%	3.6%	-9 bps	-30 bps
NIM	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.6%	1 bps	-15 bps
CIR	23.0%	23.2%	23.5%	23.6%	23.9%	35 bps	38 bps
Chi phí tín dụng	4.4%	4.0%	3.7%	3.7%	3.4%	-25 bps	-35 bps
LLCR	55.9%	46.3%	35.8%	42.0%	37.2%	-4 điểm %	1 điểm %
ROAA	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	6 bps	4 bps
ROAE	11.4%	12.3%	13.5%	13.0%	14.5%	70 bps	105 bps

Nguồn: VPB, BSC Research

Điều chỉnh tăng mạnh dự báo tăng trưởng tín dụng khi những bất định về môi trường vĩ mô đã giảm đi đáng kể.

- BSC điều chỉnh tăng trung bình khoảng 7 điểm % đối với dự báo tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ trong 2025F-2026F lên lần lượt gần 34% và 30%, phù hợp với mục tiêu phấn đấu nội bộ của VPB.
- Trung bình giai đoạn 2025F-2029F, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng duy trì được mức tăng trưởng tín dụng 28%/năm, một con số cao kỷ lục trong ngành.

- VPB đang là ngân hàng hiếm hoi hội tụ đầy đủ các yếu tố để hưởng lợi trong 1 chu kỳ đặt tăng trưởng kinh tế làm ưu tiên hàng đầu, bao gồm: **(1)** hạn mức tín dụng vượt trội nhờ tham gia tái cơ cấu TCTD yếu kém, **(2)** khả năng nới FOL lên đến 49%, **(3)** bộ đệm CAR thuộc top đầu ngành và để ngỏ khả năng rót thêm vốn từ cổ đông chiến lược, **(4)** có nhiều kinh nghiệm và lợi thế ở mảng cho vay BĐS trong bối cảnh thị trường này tiếp tục phục hồi. Các ngân hàng đối thủ của VPB như HDB, MBB, TCB sẽ khó có thể đáp ứng được cả 4 tiêu chí trên.

Tuy nhiên, điều đó có thể sẽ cần phải đánh đổi về NIM …

- Dù gần như không đổi dự báo NIM 2025F ở mức 5.8% (-20bps YoY), chúng tôi điều chỉnh giảm khoảng 15bps với dự báo NIM 2026F xuống 5.6% (-24bps YoY). Xin lưu ý rằng đây vẫn là mức NIM hợp nhất cao nhất ngành.
- Chúng tôi cho rằng áp lực gia tăng chi phí vốn trong 2026 đối với VPB sẽ trở nên rõ ràng hơn. Dự kiến ngân hàng sẽ tiếp tục phải đẩy mạnh tăng trưởng huy động để đáp ứng mục tiêu tín dụng, trong khi cuộc cạnh tranh CASA (và khách hàng tốt) sẽ ngày càng chứng kiến khoảng cách bị nới rộng bởi các ngân hàng dẫn đầu nhờ liên tiếp đưa ra các sản phẩm tiên phong trên thị trường.
- Chúng tôi cũng chưa nhận thấy cơ sở hợp lý để kì vọng VPB có thể gia tăng lợi suất tài sản tương ứng vì **(1)** tỷ trọng cho vay tín chấp dự kiến tiếp tục giảm, **(2)** lãi suất cho vay của VPB thường đã ở mức cao so với các ngân hàng lớn khác, do đó dư địa để tăng thêm (trước khi các ngân hàng kia tăng theo kịp) theo chúng tôi là hạn chế, và **(3)** mảng cho vay nhà ở chỉ mới có dấu hiệu hồi phục trong vài quý gần đây*, do đó mức lãi suất trong 1-2 năm tới vẫn sẽ là mức cố định (hiện khoảng 8%/năm) thay vì thả nổi theo thị trường.
  **Như BLĐ chia sẻ, các khoản nợ xấu cho vay nhà ở chủ yếu xuất phát từ 2023, và ngân hàng bắt đầu thay mới danh mục khách vay từ 2024 đến nay. Với chính sách cho vay nhà ở đang cố định lãi suất trong 2-3 năm đầu, điều này sẽ phần nào hạn chế triển vọng cải thiện NIM của VPB trong 2026-2027.*

… bù đắp bởi sự cải thiện về chất lượng tín dụng của danh mục mới, từ đó tiết kiệm chi phí dự phòng, tập trung nguồn lực vào công tác thu hồi nợ:

- Với diễn biến của các nhóm nợ 2-5 đang cải thiện nhanh hơn kỳ vọng, BSC điều chỉnh giảm đáng kể dự báo chi phí tín dụng trung bình khoảng 30bps. Theo đó, dự báo chi phí dự phòng 2025F-2026F được điều chỉnh giảm xuống lần lượt 29.8 nghìn tỷ (+7% YoY) và 35.0 nghìn tỷ (+18% YoY).
- Bộ đệm LLCR mỏng (tương đối so với các ngân hàng đối thủ) có thể gây lo ngại với nhiều nhà đầu tư, tuy nhiên chúng tôi xin lưu ý rằng đây là chính sách của VPB từ trước đến nay vì **(1)** TSBĐ chủ yếu là BĐS được định giá cao, **(2)** tốc độ tăng trưởng tín dụng và tốc độ xóa nợ đều tương đối nhanh, và **(3)** khẩu vị rủi ro, cụ thể là ở hoạt động cho vay tín chấp, có phần cao hơn các ngân hàng khác.
- Bên cạnh đó, như đề cập ở trên, thu hồi nợ xấu sẽ là 1 động lực quan trọng trong giai đoạn phục hồi của thị trường BĐS. Chúng tôi hiện thận trọng dự báo tỷ lệ thu hồi (thu nhập từ thu hồi nợ / trung bình quy mô nợ xấu được xử lý) trong 2025F-2026F sẽ trở lại mức trung bình lịch sử ở khoảng 21-22%, tuy nhiên đây hoàn toàn có thể là mảng tạo nên đột biến về tăng trưởng lợi nhuận.

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Luận điểm đầu tư

Để tổng kết lại, quan điểm của BSC đối với VPB như sau:

- VPB sở hữu điều kiện quan trọng nhất (CAR) để tận dụng hạn mức tín dụng cao vượt trội so với ngành trong trung dài hạn, song hành với sự cải thiện trước mắt về chất lượng tài sản và thu hồi nợ xấu. **Tất cả đều chỉ về tương lai đưa ROE trở lại ngưỡng >20% trong 5 năm tới, dù chúng tôi vẫn đưa ra dự báo thận trọng hơn định hướng của ngân hàng.**
- **Một số catalyst được kỳ vọng trong thời gian tới có thể sẽ tiếp tục thúc đẩy giá cổ phiếu trong ngắn hạn** – như thực hiện IPO VPBankS, thành lập sàn giao dịch tài sản số và mở rộng sang mảng kinh doanh mới, nới FOL cũng như để ngỏ khả năng rót thêm vốn từ cổ đông chiến lược SMBC.
- **Khuyến nghị NẮM GIỮ trong giai đoạn nới lỏng tiền tệ hiện tại, và cần để ý hơn về phía rủi ro.** Mặc dù mức định giá P/B hiện tại đã phần nào phản ánh các kỳ vọng trên, bài học lịch sử đã dạy chúng tôi rằng hệ số định giá cao (so với quá khứ của chính cổ phiếu hay so với các đối thủ cạnh tranh) thường là không đủ để gây ra "sự đảo chiều", mà yếu tố kích hoạt phải đến từ những sự kiện mang tính thay đổi chính sách (ví dụ thắt chặt tiền tệ, khủng hoảng BĐS, xung đột chính trị, ...). Trong chu kỳ tăng nhờ "dư thừa thanh khoản" của thị trường (giai đoạn COVID-19 có thể gợi lại nhiều sự tương đồng cho các nhà đầu tư), phần lớn upside của cổ phiếu sẽ đến từ sự thay đổi về chấp nhận định giá (ví dụ nâng hệ số P/B), nhiều hơn là thay đổi về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận.

Định giá

BSC khuyến nghị **NẮM GIỮ** với **VPB** dựa trên giá mục tiêu mới nhất là **35,600 đồng/cp** (upside **14%** so với giá đóng cửa 08/09/2025) trong kịch bản cơ sở.

Chúng tôi cập nhật thời điểm định giá về cuối 2026, và đồng thời nâng hệ số mục tiêu với phương pháp P/B và P/E lên lần lượt 1.7x và 12.0x (tương đương ở khoảng +1 độ lệch chuẩn trung bình lịch sử).

Trong giai đoạn nới lỏng tiền tệ hiếm thấy như hiện nay và toàn ngành ngân hàng được nâng mặt bằng định giá, chúng tôi cho rằng mức hệ số mục tiêu này có thể được chấp nhận với VPB miễn ngân hàng duy trì được triển vọng phục hồi ROA/ROE theo kế hoạch và tiếp tục nhận được sự hỗ trợ tích cực từ phía SMBC về mặt nguồn vốn trong tương lai.

Về phương pháp dài hạn, trong kịch bản cơ sở, CAGR LNST giai đoạn 2025F-2029F được dự báo ở mức 27%/năm, điều chỉnh tăng so với mức 21%/năm dự báo trước đó chủ yếu nhờ dự báo tăng trưởng tín dụng (riêng lẻ) được đẩy mạnh lên trung bình 28%/năm trong khi chi phí tín dụng lẫn tỷ lệ xử lý nợ được kỳ vọng giảm xuống 1 mặt bằng mới. Lợi ích kinh tế tiềm năng từ các mảng kinh doanh mới như tài sản mã hóa hiện chưa được chúng tôi phản ánh vào mô hình do cần thêm cơ sở để có thể đưa ra dự báo.

Trong kịch bản lạc quan của chúng tôi, khi mà CAGR LNST 2025F-2029F đạt gần 32%/năm và hợp lý hóa cho 1 mức chấp nhận định giá còn cao hơn nữa (P/B mục tiêu 1.8x), **giá mục tiêu sẽ là 39,500 đồng/cp**.

Chúng tôi duy trì phân bổ tỷ trọng 50/30/20 lần lượt cho phương pháp P/B, PE, và thu nhập thặng dư khi cho rằng diễn biến giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi các yếu tố ngắn hạn trong 1 năm tới.

Ngoài ra, dù có thông tin VPBankS có thể sắp thực hiện IPO, chúng tôi không thực hiện định giá từng phần vì cho rằng các khoản điều chỉnh nội bộ giữa ngân hàng mẹ và công ty con có ảnh hưởng đáng kể, do đó việc không tách biệt được những khoản này sẽ làm giảm độ tin cậy của định giá. Xét về tâm lý thị trường, đây vẫn sẽ là catalyst trước mắt cho giá cổ phiếu.

Rủi ro

- Những áp lực về tỷ giá, lãi suất có dấu hiệu trở nên rõ ràng hơn trong thời gian gần đây, có thể gây thách thức đến chính sách tiền tệ tổng thể về cuối năm.
- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng. Thị trường BĐS phục hồi chậm hơn dự kiến.
- NIM có thể giảm mạnh hơn dự kiến khi tình trạng phục hồi của mảng bán lẻ tiếp tục gây thất vọng.
- Nợ xấu gia tăng trở lại gây áp lực lên trích lập dự phòng và tỷ lệ bao phủ nợ xấu.

Hình 29: Tổng hợp kết quả định giá theo 3 phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
Thu nhập thặng dư	20%	33,131
P/B (Hệ số mục tiêu = 1.7x)	50%	37,008
P/E (Hệ số mục tiêu = 12.0x)	30%	35,052
Giá mục tiêu	**VND**	**35,646**
Giá đóng cửa 08/09/2025	VND	31,200
Tiềm năng tăng giá		***14%***

Hình 30: Chi phí VCSH

Giả định chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro	10.0%
Beta điều chỉnh	1.25
Chi phí VCSH	**15.5%**

Phân bổ giá trị hiện tại thu nhập thặng dư	
Giai đoạn 2025F-2029F	19.1%
Giá trị dài hạn	80.9%

Nguồn: BSC Research

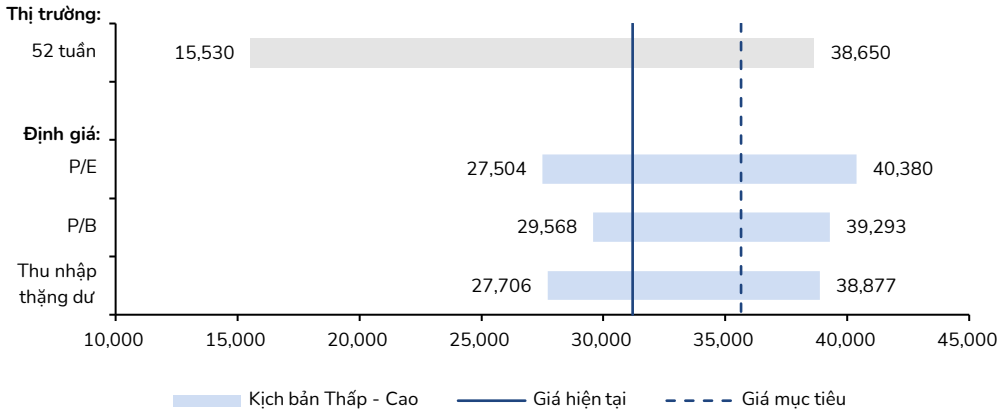
Hình 31: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LNST thuộc cổ đông mẹ	19,439	24,420	32,196	41,774	53,200
(-) Chi phí VCSH	(22,446)	(25,141)	(28,792)	(33,744)	(40,272)
Lợi nhuận thặng dư	**(3,007)**	**(720)**	**3,404**	**8,029**	**12,927**
Giá trị dài hạn (g = 3.0%)					**118,990**
Hệ số chiết khấu		0.5	1.5	2.5	3.5
Giá trị hiện tại		**(348)**	**2,960**	**6,071**	**8,500**
					72,957
Tổng giá trị hiện tại	**90,141**				
(+) Giá trị sổ sách VCSH	172,717				
Tổng giá trị VCSH	**262,858**				
SLCP bình quân (triệu)	7,934				
Giá trị hợp lý/cổ phiếu	**VND 33,131**				*(P/B FY+1 ngầm định = 1.6x)*

Nguồn: BSC Research

Hình 32: Khoảng định giá theo phân tích kịch bản

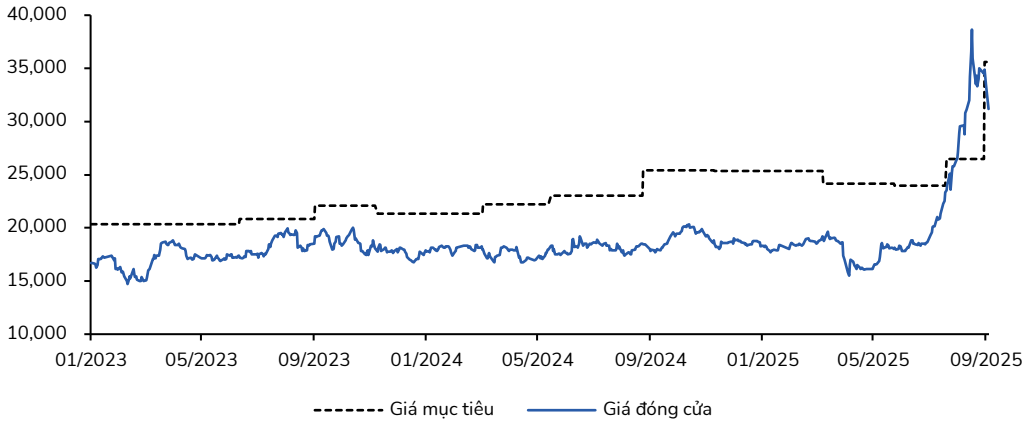
Đơn vị: đồng/cổ phiếu



Nguồn: BSC Research

Hình 33: Lịch sử khuyến nghị

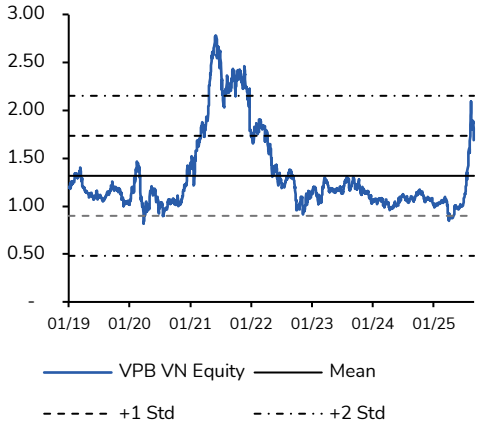
Đơn vị: đồng/cổ phiếu



Nguồn: BSC Research

Hình 34: Định giá P/B lịch sử

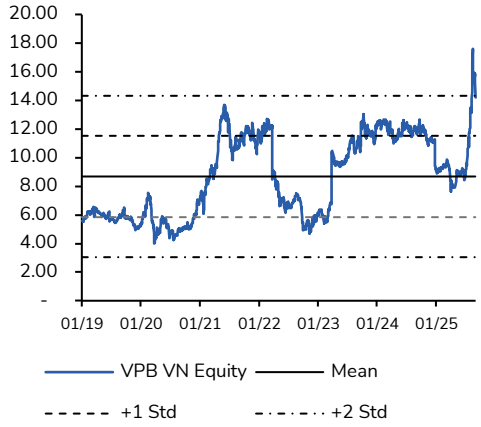
Tiệm cận mức +2 độ lệch chuẩn trước khi điều chỉnh



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 35: Định giá P/E lịch sử

Thị giá đã chạy nhanh hơn đáng kể so với EPS



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi	**76,557**	**80,112**	**99,287**	**131,094**
Chi phí lãi	(38,383)	(31,031)	(41,434)	(59,700)
Thu nhập lãi thuần	**38,175**	**49,080**	**57,853**	**71,393**
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	7,212	6,126	6,112	6,745
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	(806)	827	827	827
Lãi từ mua bán chứng khoán	630	831	884	1,180
Thu nhập từ góp vốn	3	13	13	13
Thu nhập khác	4,526	5,378	5,712	7,184
Tổng thu nhập hoạt động	**49,739**	**62,255**	**71,402**	**87,343**
Chi phí hoạt động	(13,941)	(14,340)	(16,808)	(20,823)
Lợi nhuận trước dự phòng	**35,798**	**47,915**	**54,594**	**66,520**
Chi phí dự phòng	(24,994)	(27,903)	(29,762)	(35,036)
Lợi nhuận trước thuế	**10,804**	**20,013**	**24,832**	**31,484**
Chi phí thuế TNDN	(2,310)	(4,026)	(4,966)	(6,297)
Lợi nhuận sau thuế	**8,494**	**15,987**	**19,866**	**25,187**
Lợi ích của CĐTS	1,480	(208)	(427)	(767)
LNST thuộc cổ đông mẹ	**9,974**	**15,779**	**19,439**	**24,420**

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	**817,567**	**923,848**	**1,156,276**	**1,501,614**
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,285	2,148	2,689	3,492
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	8,423	14,327	17,702	38,641
Tiền gửi tại các TCTD khác	94,094	134,644	125,792	143,441
Chứng khoán kinh doanh	12,326	13,111	16,410	4,071
Các công cụ tài chính phái sinh	--	--	--	--
Cho vay khách hàng	**551,472**	**676,546**	**889,098**	**1,157,373**
Tổng dư nợ cho vay	566,271	692,876	904,217	1,173,104
Dự phòng rủi ro	(14,799)	(16,330)	(15,119)	(15,731)
Chứng khoán đầu tư	94,587	52,783	65,116	103,446
Góp vốn đầu tư dài hạn	189	189	189	189
Tài sản khác	53,369	29,300	38,237	49,607
Nợ phải trả	**677,771**	**776,572**	**993,956**	**1,319,607**
Các khoản nợ NHNN Việt Nam	4,118	6	7	10
Tiền gửi các TCTD khác	156,357	201,756	246,799	312,409
Tiền gửi của khách hàng	442,368	485,667	620,751	822,279
Các công cụ tài chính phái sinh	0	28	28	28
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	22	11	14	19
Phát hành giấy tờ có giá	47,787	66,976	104,227	162,733
Các khoản nợ khác	27,118	22,129	22,129	22,129
Vốn chủ sở hữu	**134,631**	**141,905**	**157,377**	**177,830**
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	--	--	--	--
Lợi nhuận chưa phân phối	19,066	24,008	39,480	59,933
Quỹ và vốn khác	12,233	14,566	14,566	14,566
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,164	5,370	4,944	4,177
Tổng nợ phải trả và VCSH	**817,567**	**923,848**	**1,156,276**	**1,501,614**

Chỉ số	2023	2024	2025F	2026F
Quy mô				
Thị phần cho vay	4.2%	4.4%	5.0%	5.6%
Thị phần tiền gửi	3.3%	3.3%	3.6%	4.2%
An toàn vốn				
CAR Basel II	17.1%	15.5%	14.0%	12.3%
VCSH/TTS	16.5%	15.4%	13.6%	11.8%
Đòn bẩy	6.1x	6.5x	7.3x	8.4x
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.9%	6.3%	3.6%	3.4%
Tỷ lệ nợ xấu	5.0%	4.2%	4.0%	3.6%
LLCR	51.9%	55.9%	42.0%	37.2%
DPRR cụ thể/Nợ xấu	37.3%	38.5%	23.6%	16.8%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	22.0%	22.5%	22.2%	19.1%
Thanh khoản				
LDR thị trường 1	115.5%	125.4%	124.7%	119.1%
LDR thị trường 2	99.1%	104.6%	105.2%	101.6%
TSTK/Nợ phải trả	8.8%	7.9%	7.3%	9.1%
Hiệu quả sinh lời				
Lợi suất gộp	11.4%	9.7%	9.9%	10.2%
Chi phí vốn	6.6%	4.4%	4.8%	5.3%
NIM	5.8%	6.0%	5.9%	5.6%
CIR	28.0%	23.0%	23.5%	23.8%
ROAA	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
ROAE	8.6%	11.4%	13.0%	14.6%
Chi phí tín dụng	5.0%	4.4%	3.7%	3.4%
Tăng trưởng				
Tín dụng	25.5%	17.9%	30.5%	29.7%
Huy động	33.6%	12.7%	31.2%	35.9%
Tổng tài sản	29.6%	13.0%	25.2%	29.9%
Cho vay	29.2%	22.4%	30.5%	29.7%
Tiền gửi	45.9%	9.8%	27.8%	32.5%
Thu nhập hoạt động	-13.9%	25.2%	14.7%	22.3%
LNTT	-49.1%	85.2%	24.1%	26.8%
Định giá				
EPS (đồng)	1,433	1,989	2,450	3,078
BVPS (đồng)	19,347	17,886	19,836	22,414
P/E	12.7x	9.7x	12.7x	10.1x
P/B	0.9x	1.1x	1.6x	1.4x
SLCP lưu hành (triệu)	6,959	7,934	7,934	7,934
SLCP pha loãng (triệu)	6,959	7,934	7,934	7,934

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place

Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long
Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô - Thị trường
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Định lượng
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính
Dương Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn
Đoàn Minh Trí
Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD
Phạm Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@bsc.com.vn
Lâm Việt
Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn
Vũ Công Hoàng Duy
Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất
Nguyễn Thị Cẩm Tú
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn
Lưu Thuỳ Linh
Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn
Nguyễn Dân Trưởng
Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics
Phạm Thị Minh Châu
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn
Trần Lâm Tùng
Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn
Trần Nguyễn Tường Huy
Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn