

NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG – HSX: VPB

ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN SO VỚI TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 36,500

Upside: +30%

Ngành Ngân hàng | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA cho VPB với giá mục tiêu cập nhật là 36,500 đồng/cp (upside 30% so với giá đóng cửa gần nhất). Với phương pháp ngắn hạn, P/B và P/E mục tiêu 1 năm được kỳ vọng lần lượt ở mức 1.5x và 9.5x (đều xấp xỉ trung bình 5 năm), điều chỉnh giảm nhẹ so với báo cáo trước đó do môi trường tiền tệ bớt nổi lỏng hơn. Về phương pháp dài hạn, CAGR LNST giai đoạn 5 năm tiếp theo được dự báo ở mức 23%/năm.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hạn mức tín dụng vượt trội đi cùng khát vọng tăng trưởng mạnh mẽ.** Trong bối cảnh NHNN có chính sách thận trọng hơn về tín dụng trong 2026, lợi thế của VPB (có được sau khi nhận CGBB) sẽ ngày càng rõ ràng trong các quý cuối năm nếu ngân hàng được cấp 35% như BLĐ dự kiến.
- Lợi thế cạnh tranh trong việc huy động vốn từ các định chế tài chính quốc tế.** VPB huy động USD mạnh mẽ nhất ngành trong 2025 (gần 2.4 tỷ USD nguồn vốn dài hạn từ nước ngoài) nhờ sự kết nối của SMBC. Xu hướng này được kỳ vọng tiếp diễn trong 2026. Bên cạnh đó, VPB vẫn còn dư địa để phát hành thêm 5% cho SMBC, chưa kể đến việc được phép nới FOL lên đến 49%, tạo ra lợi thế cạnh tranh dài hạn cho ngân hàng khi CAR luôn là yếu tố quan trọng nhất của ngành.
- Định giá hấp dẫn so với các ngân hàng cạnh tranh.** Tại thời điểm báo cáo, VPB đang có P/B TTM = 1.3x và P/B 2026F = 1.1x, thuộc mức thấp nhất trong tập so sánh bao gồm các ngân hàng lớn như TCB, MBB, ACB, HDB, STB. Vì vậy, BSC cho rằng đây là cơ hội để tích lũy cổ phiếu trước khi có những thông tin tích cực ví dụ như KQKD Q1/2026.

DỰ BÁO KQKD 2026F-2027F

BSC điều chỉnh tăng 9.5% dự báo LNTT 2026F của VPB lên 38.3 nghìn tỷ (+25% YoY) và đưa ra dự báo lần đầu LNTT 2027F đạt 46.0 nghìn tỷ (+20% YoY). Dự báo 2026 của BSC hiện đang thận trọng hơn so với những định hướng sơ bộ của BLĐ với mục tiêu LNTT tăng trưởng 30% trong năm nay.

RỦI RO

Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng nếu NHNN thận trọng hơn với hạn mức tín dụng cấp cho các TCTD nhận CGBB. NIM thấp hơn dự kiến do chi phí vốn tăng cao. Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến trong môi trường lãi suất duy trì xu hướng tăng. Kế hoạch tăng vốn bị trì hoãn.

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Tổng thu nhập	62,255	74,654	91,241	112,030
Lợi nhuận trước thuế	20,013	30,625	38,340	45,998
EPS	1,989	3,024	3,817	4,544
BVPS	17,886	21,163	24,480	28,524
ROAE	11.4%	15.5%	16.7%	17.1%

Trung tâm phân tích BSC

Đoàn Minh Trí

(Chuyên viên phân tích)

tridm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	28,050
Cổ phiếu LH (Triệu):	7,934
Vốn hoá (Tỷ VND):	222,546
Thanh khoản 30n (Triệu):	14.9
Sở hữu nước ngoài:	24.9%

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh Q4/2025

VPB vừa công bố LNTT hợp nhất Q4/2025 đạt 10.2 nghìn tỷ (+66% YoY), phù hợp với những kì vọng trên thị trường trước đó. Lũy kế 2025 đạt 30.6 nghìn tỷ (+53% YoY) và vượt 10% dự báo của BSC.

Cụ thể hơn, ngân hàng mẹ Q4 ghi nhận 9.3 nghìn tỷ (+79% YoY), lũy kế 2025 đạt 26.4 nghìn tỷ (+45% YoY). VPX trong Q4 đạt 1.2 nghìn tỷ (+220% YoY), lũy kế 2025 đạt 4.5 nghìn tỷ (+267% YoY). FECredit trong Q4 đạt 129 tỷ (-86% YoY), lũy kế 2025 đạt 611 tỷ (+19% YoY).

Tổng quan về KQKD Q4/2025 của VPB xin tham khảo thêm tại [báo cáo X-Stock](#) trước đó. Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ đi chi tiết hơn về 1 số diễn biến quan trọng.

Hình 1: KQKD Q4/2025 so với cùng kì và dự báo của BSC

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD (hợp nhất)	4Q24	4Q25	%YoY	FY24	FY25	%YoY	Dự báo (cũ)	% Dự báo
Thu nhập lãi	21,401	29,452	38%	79,541	101,259	27%	99,662	102%
Chi phí lãi	(8,208)	(12,685)	55%	(33,021)	(42,596)	29%	(41,413)	103%
Thu nhập lãi thuần	13,193	16,767	27%	46,519	58,663	26%	58,250	101%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	1,542	2,478	61%	6,227	7,382	19%	6,118	121%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	233	81	-65%	312	297	-5%	827	36%
Lãi từ mua bán chứng khoán	240	(87)	-136%	1,220	1,571	29%	1,823	86%
Thu nhập từ góp vốn	10	2	-79%	13	35	175%	13	275%
Thu nhập khác	2,427	3,175	31%	7,325	6,706	-8%	5,364	125%
Thu nhập ngoài lãi	4,451	5,648	27%	15,098	15,991	6%	14,145	113%
Tổng thu nhập hoạt động	17,644	22,416	27%	61,617	74,654	21%	72,394	103%
Chi phí hoạt động	(3,791)	(5,924)	56%	(14,552)	(18,630)	28%	(16,672)	112%
Lợi nhuận trước dự phòng	13,853	16,491	19%	47,065	56,023	19%	55,723	101%
Chi phí dự phòng	(7,702)	(6,262)	-19%	(28,631)	(25,399)	-11%	(27,825)	91%
Lợi nhuận trước thuế	6,151	10,229	66%	18,434	30,625	66%	27,898	110%
Lợi nhuận sau thuế	5,040	8,118	61%	15,289	24,355	59%	22,318	109%
LNST thuộc cổ đông mẹ	4,617	7,957	72%	15,265	23,990	57%	21,875	110%

Các chỉ số chính (hợp nhất)	4Q24	3Q25	4Q25	▲ YoY	▲ QoQ
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	18.5%	28.1%	35.1%	17 điểm %	7 điểm %
Tăng trưởng huy động (YTD)	12.7%	25.2%	33.0%	20 điểm %	8 điểm %
LDR thị trường 1 (Q)	125%	130%	128%	3 điểm %	-1 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2 (Q)	6.3%	3.6%	3.3%	-298 bps	-33 bps
Tỷ lệ nợ xấu (Q)	4.2%	3.5%	3.3%	-86 bps	-18 bps
Tỷ lệ hình thành nợ xấu (Q)	1.0%	0.6%	0.7%	-33 bps	9 bps
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (Q)	56.2%	55.1%	55.4%	-1 điểm %	0 điểm %
Tỷ lệ CASA (Q)	14.1%	14.3%	14.4%	0 điểm %	0 điểm %
NIM (Q)	6.4%	6.1%	6.4%	1 bps	23 bps
CIR (Q)	21.5%	22.0%	26.4%	5 điểm %	4 điểm %
Chi phí tín dụng (TTM)	4.4%	3.5%	3.1%	-132 bps	-41 bps
ROAA (TTM)	1.8%	2.1%	2.2%	40 bps	14 bps
ROAE (TTM)	11.6%	14.6%	15.7%	417 bps	111 bps

Nguồn: VPB, BSC Research

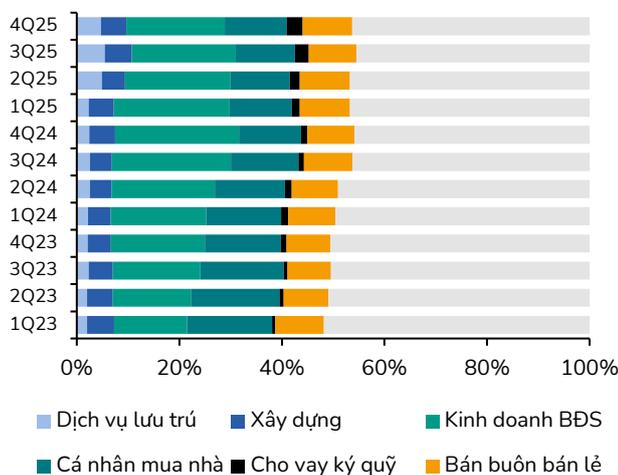
Hơn 50% dư nợ cho vay tăng ròng trong 2025 đến từ các lĩnh vực Dịch vụ lưu trú, Xây dựng, Bất động sản, và Chứng khoán.

Tại cuối 2025, tỷ trọng một số lĩnh vực cho vay cốt lõi của VPB bao gồm Cho vay ký quỹ chiếm 4%, Dịch vụ lưu trú chiếm 5%, Xây dựng chiếm 6%, Kinh doanh BĐS chiếm 22%, Cá nhân mua nhà 14%, Bán buôn bán lẻ 11%.

Ngân hàng liên tiếp ghi nhận sự sụt giảm về tỷ trọng cho vay bán lẻ trong danh mục trong vài năm trở lại đây, tuy nhiên Q4/2025 cho thấy sự bật tăng gần 3 điểm %, dẫn dắt bởi một số sản phẩm như nhà ở và chứng khoán. Đây là tín hiệu tích cực nhưng cần được theo dõi thêm khi FECredit vẫn chỉ ghi nhận mức tăng trưởng dư nợ khiêm tốn trong 2025 (+4% YTD), cho thấy sức khỏe tiêu dùng vẫn chưa trở lại.

Hình 2: Cơ cấu danh mục cho vay hợp nhất của VPB theo một số ngành nghề chính

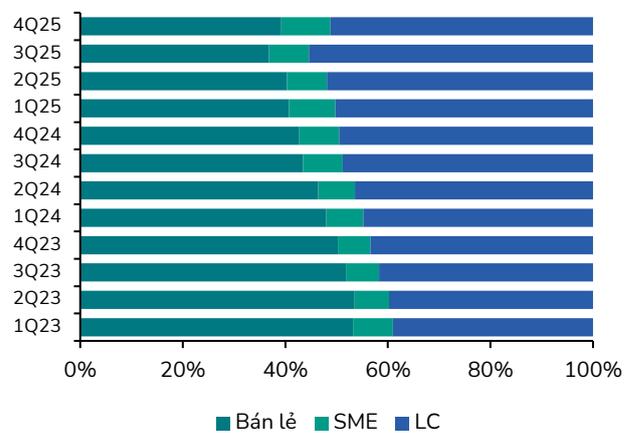
Các lĩnh vực Lưu trú, Xây dựng, BĐS chiếm trung bình khoảng 47% danh mục cho vay của VPB



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 3: Cơ cấu danh mục cho vay ngân hàng mẹ theo phân khúc khách hàng

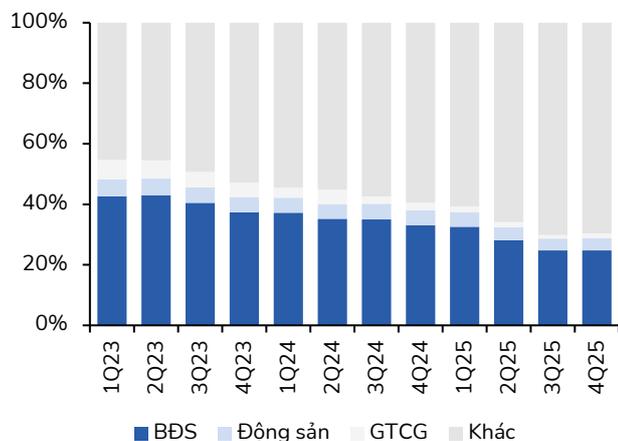
Phân khúc bán lẻ và SME cho thấy tín hiệu khởi sắc trong Q4/2025 và cần theo dõi thêm



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 4: Cơ cấu TSBĐ cho vay khách hàng

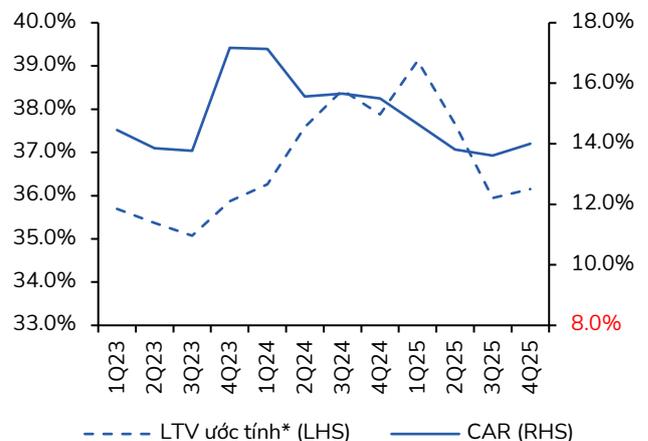
Tỷ trọng cấu phần “Tài sản khác” tiếp tục gia tăng và đang chiếm tới 70% giá trị TSBĐ của khách hàng



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 5: Tỷ lệ LTV ước tính và CAR Basel 2

Khẩu vị rủi ro (thể hiện qua LTV) nhìn chung có độ trễ khoảng 2 quý so với tỷ lệ CAR



Nguồn: VPB, BSC Research

*LTV được tính toán dựa trên danh mục cho vay thế chấp

Như từng đề cập ở báo cáo trước, cơ cấu TSBD của khách vay VPB cần được quan tâm khi tỷ trọng của cấu phần “tài sản khác” vẫn tiếp tục gia tăng, nhất là kể từ Q4/2022 khi thị trường BĐS đóng băng. Theo BSC, đây có thể là quyền từ tài sản hình thành trong tương lai là BĐS nhưng chưa đủ điều kiện pháp lý để được công nhận là BĐS. Khách hàng có thể sử dụng hợp đồng mua bán làm TSBD để vay mua nhà, và TSBD sẽ được chính thức chuyển thành BĐS một khi các điều kiện pháp lý được đáp ứng (ra được sổ). Dù về bản chất đây cũng là BĐS, việc tỷ trọng này tiếp tục tăng nhanh cũng có thể tạo ra rủi ro tiềm ẩn.

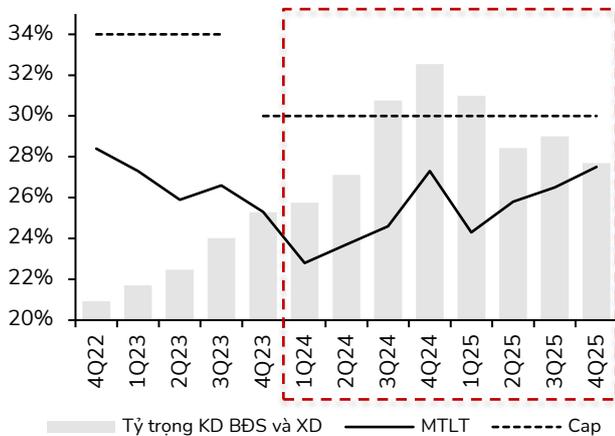
Cân đối thanh khoản có thể sẽ là ưu tiên trong 2026 để đảm bảo tăng trưởng tín dụng một cách bền vững.

Tỷ lệ MTLT (nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn) và LDR theo Thông tư 22 tại cuối 2025 của ngân hàng mẹ lần lượt ở mức 27.5% và 81.7%, đều tương đối cao so với lịch sử của VPB, tiếp tục thể hiện định hướng nhất quán về tăng trưởng.

Sau Thông tư 14 mới đây về việc áp dụng CAR theo Basel 3, tâm điểm trong 1-2 năm tới sẽ là việc sửa đổi Thông tư 22 để áp dụng các tiêu chuẩn thanh khoản nâng cao như LCR và NSFR.

Hình 6: Tương quan giữa tỷ lệ MTLT và tỷ trọng cho vay Kinh doanh BĐS và Xây dựng

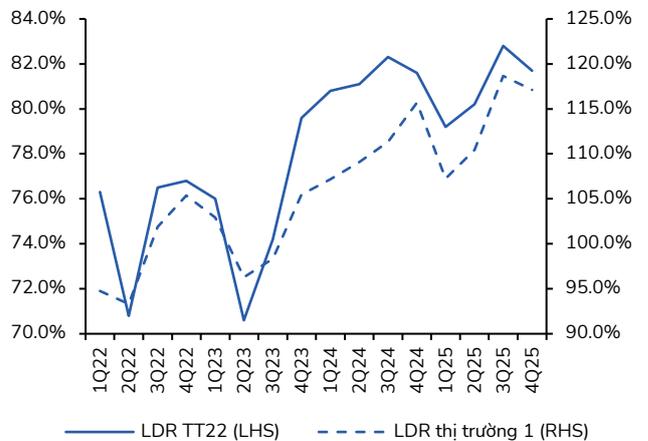
Nỗ lực hạ tỷ trọng cho vay BĐS và XD để cải thiện CAR và MTLT



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 7: LDR thị trường 2 và thị trường 1 của ngân hàng mẹ

LDR duy trì xu hướng tăng trong 2025 và đều ở mức cao lịch sử



Nguồn: VPB, BSC Research

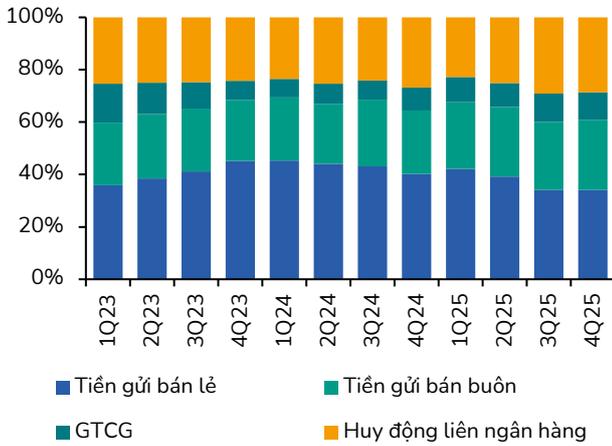
Giả định các nguồn huy động trên liên ngân hàng và GTCG (chủ yếu là trái phiếu TCTD và CCTG) phần lớn là các nguồn bán buôn, tỷ trọng huy động bán lẻ của VPB có xu hướng giảm rõ rệt từ 2024 đến nay, bất chấp việc ngân hàng cho ra mắt sản phẩm Super Sinh lời từ tháng 03/2025 nhằm thu hút tiền gửi từ khách hàng cá nhân. Việc huy động từ các ĐCTC quốc tế giúp cải thiện LDR và MTLT tuy nhiên lại không có lợi cho LCR.

BSC cho rằng với cơ cấu nguồn vốn như hiện tại, việc tuân thủ các chuẩn mực về thanh khoản theo Basel 3 là không dễ dàng khi các tiêu chuẩn mới luôn đề cao tính ổn định của nguồn vốn bán lẻ.

BSC đã tóm tắt một số điểm chính về Dự thảo sửa đổi Thông tư 22 đang được NHNN lấy ý kiến từ các thành viên thị trường, nhà đầu tư quan tâm có thể tham khảo ở [trang 39 trong báo cáo này](#).

Hình 8: Cơ cấu huy động hợp nhất của VPB

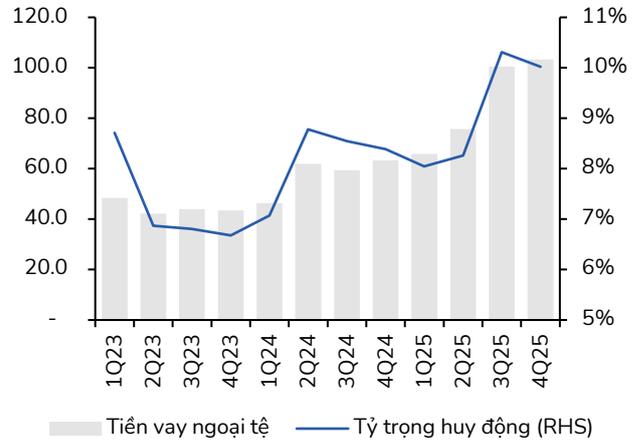
Tỷ trọng nguồn vốn bán lẻ trong cơ cấu huy động có xu hướng ngày càng giảm



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 9: Huy động từ đi vay nước ngoài

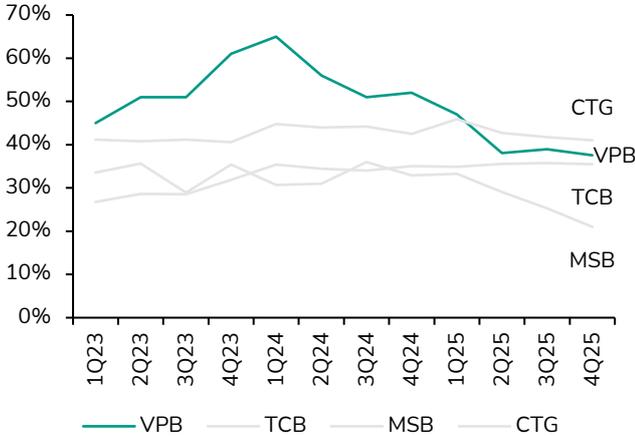
VPB đang là ngân hàng có tiền vay ngoại tệ lớn nhất hệ thống, cải thiện kỳ hạn bình quân cũng như chi phí vốn



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 10: So sánh tỷ trọng CASA bán lẻ của VPB và một số ngân hàng chọn lọc

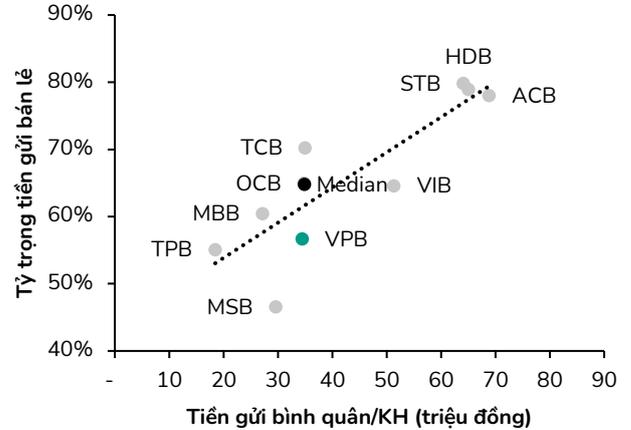
VPB ghi nhận sụt giảm đáng kể nhất về tỷ trọng CASA bán lẻ



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 11: So sánh tỷ trọng tiền gửi bán lẻ và số dư tiền gửi bình quân trên khách hàng

VPB nằm dưới đường xu hướng khi so với các NHTMCP tư nhân



Nguồn: BSC Research tổng hợp, dữ liệu tại Q3/2025

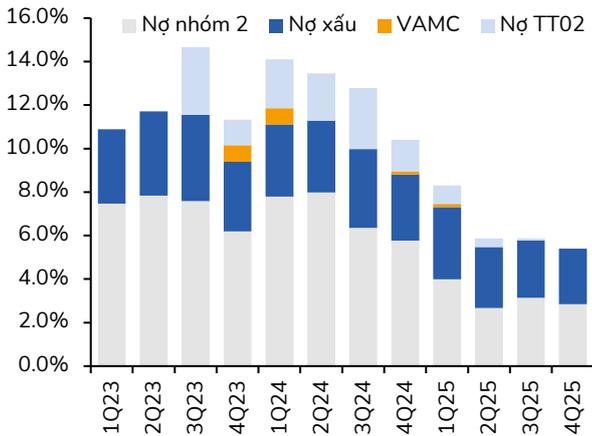
Những nỗ lực đáng ghi nhận trong việc cải thiện chất lượng tài sản, chi phí tín dụng và thu hồi nợ xấu.

Trong Q4/2025, tỷ lệ nợ xấu cải thiện ở toàn hàng, đặc biệt là tỷ lệ nợ quá hạn (nhóm 2-5) ở ngân hàng mẹ đã giảm xuống mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây và quay về ngưỡng trước khủng hoảng BĐS. Nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 gần như không còn.

Chi phí tín dụng sau khi trừ đi nợ xấu thu hồi được trong quý đã giảm về mức 2.4% so với trung bình giai đoạn 2022-2024 là 4.5%, cho thấy bức tranh chất lượng nợ đã cải thiện đáng kể.

Hình 12: Tỷ lệ nợ quá hạn và nợ tái cơ cấu riêng lẻ

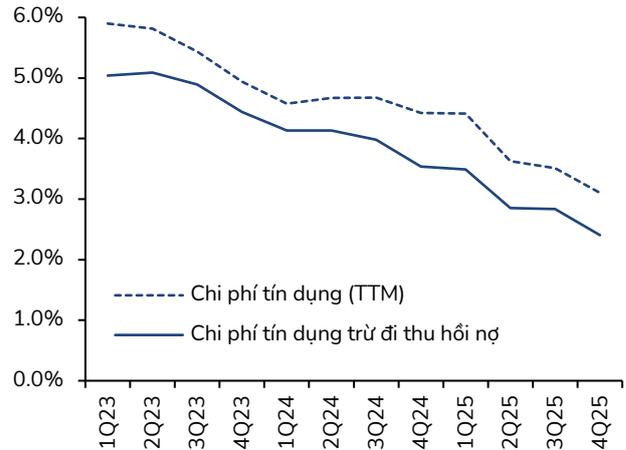
Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 đã quay về ngưỡng trước khủng hoảng BĐS



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 13: Chi phí tín dụng trừ đi thu hồi nợ xấu

Duy trì xu hướng giảm nhờ chất lượng tài sản cải thiện



Nguồn: VPB, BSC Research

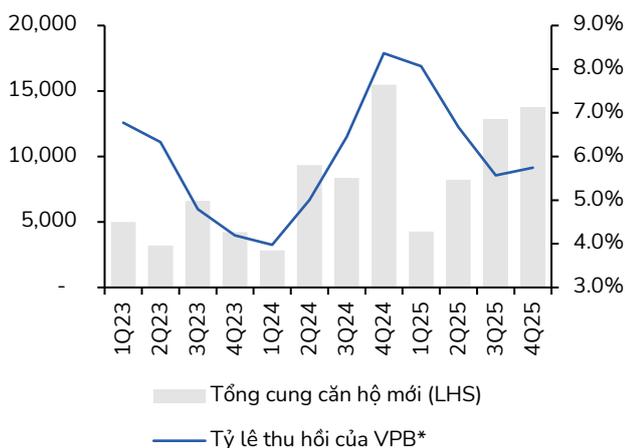
Bên cạnh động lực tăng trưởng từ cắt giảm chi phí dự phòng, lợi nhuận từ thu hồi nợ xấu đã xử lý rủi ro cũng đang tương đối khả quan nhờ thị trường BĐS sôi động trở lại.

Tỷ lệ thu hồi nợ hàng quý của VPB có tương quan dương khá rõ ràng với số lượng nguồn cung căn hộ (đại diện cho sự ấm lên của thị trường BĐS), do đó được dự báo duy trì xu hướng khả quan trong 2026.

FECredit cũng tập trung công tác thu hồi nợ thay vì chiến lược mở rộng thị phần bất chấp như trước đây, và từ đó ghi nhận kết quả rất tích cực vào Q4 hàng năm trong 2 năm trở lại đây, đóng góp tới 50% lợi nhuận từ thu hồi nợ của toàn hàng dù quy mô dư nợ chỉ chiếm 7% danh mục hợp nhất.

Hình 14: Tương quan nguồn cung căn hộ toàn thị trường và tỷ lệ thu hồi nợ xấu của VPB

Nguồn cung BĐS cải thiện giúp hỗ trợ công tác thu hồi nợ

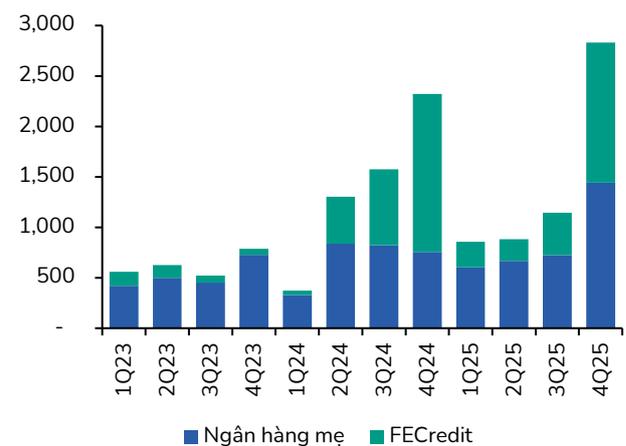


Nguồn: VPB, CBRE, BSC Research

*Thu hồi nợ xấu TTM/Trung bình nợ xấu đã xử lý

Hình 15: FECredit ước tính đóng góp 50% lợi nhuận từ thu hồi nợ trong Q4/2025

Kết quả Q4 phù hợp kỳ vọng do yếu tố mùa vụ



Nguồn: VPB, BSC Research

NIM cho thấy tín hiệu cải thiện về lợi suất tài sản sinh lời, tuy nhiên chưa thể kì vọng sự xu hướng tiếp diễn trong xuyên suốt 2026 tại thời điểm hiện tại.

Trong 2 năm trở lại đây, với diễn biến của chi phí vốn tương đối ổn định và có thể lường trước, NIM của VPB biến động tương đối nhất quán với tỷ trọng cho vay tín chấp. Trong Q4/2025, tỷ trọng cho vay tín chấp tại ngân hàng mẹ gia tăng khoảng 0.5 điểm % so với quý trước (hiện chiếm gần 10%), tương đương với mức tăng của lợi suất tài sản sinh lời.

Dựa trên định hướng 2026 của ban lãnh đạo, tỷ trọng danh mục này được dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng, tuy nhiên BSC cho rằng tác động đến NIM tổng thể sẽ phần nào bị trung hòa với sự gia tăng của chi phí vốn.

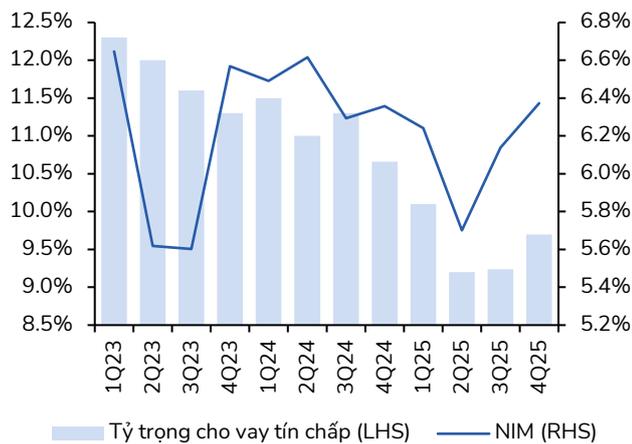
Bên cạnh đó, diễn biến đáng chú ý khác trong 1H25 là việc lãi dự thu bật tăng, kết thúc 2025 ở mức 14.3 nghìn tỷ (+70% YoY) và ghi nhận tốc độ gia tăng gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản.

Xu hướng này cần được theo dõi trong các quý tới vì có thể ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận khi số ngày thu lãi có chiều hướng gia tăng, trái ngược với giai đoạn trước 2022 khi các quy định đặc biệt về cơ cấu nợ (cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nợ nhóm 1) còn hạn chế.

Các Thông tư 03/2021 và Thông tư 02/2023 (sửa đổi bởi Thông tư 06/2024) đều đã hết hiệu lực, hiện tại chỉ còn Thông tư 53/2024 sau bão Yagi tuy nhiên số dư ở các ngân hàng nhìn chung đều nhỏ. Tuy nhiên với ngân hàng có hệ sinh thái đặc thù như VPB, việc đàm phán và cơ cấu nợ cho nhóm khách hàng thân thiết là điều bình thường.

Hình 16: Biến động NIM và tỷ trọng cho vay tín chấp

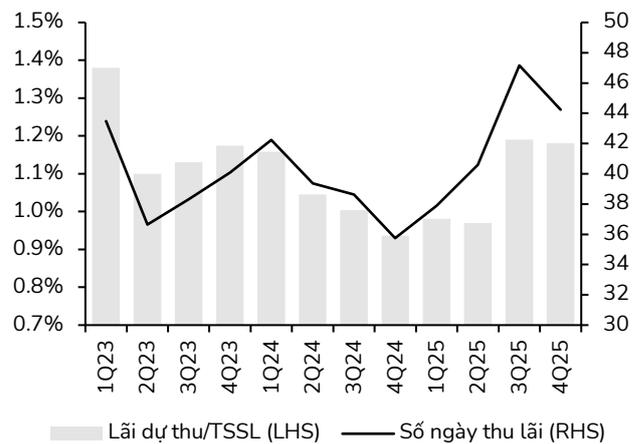
NIM có dấu hiệu tạo đáy sau khi tỷ trọng tín chấp ngừng giảm



Nguồn: VPB, BSC Research

Hình 17: Tỷ lệ lãi dự thu và số ngày thu lãi

Số ngày thu lãi tăng vọt trong 1H25 là tín hiệu cần theo dõi



Nguồn: VPB, BSC Research
TSSL: tài sản sinh lời

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật dự báo KQKD 2026F-2027F.

So với dự báo được cập nhật gần nhất, BSC điều chỉnh tăng 9.5% dự báo LNTT 2026F của VPB lên 38.3 nghìn tỷ (+25% YoY) và đưa ra dự báo lần đầu LNTT 2027F đạt 46.0 nghìn tỷ (+20% YoY).

Dự báo 2026 của BSC hiện đang thận trọng hơn so với những định hướng sơ bộ của BLĐ ngân hàng với mục tiêu LNTT tăng trưởng 30% trong năm nay.

Bên cạnh đó, khả năng phát hành thêm 5% cho cổ đông chiến lược SMBC vẫn được để ngỏ. Dù chúng tôi chưa đưa giả định này vào dự báo nhưng đây sẽ là chất xúc tác quan trọng cho tái định giá cổ phiếu.

Hình 18: Cập nhật dự báo KQKD 2025F-2026F

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD	Thực tế		Dự báo cũ	Dự báo mới		Điều chỉnh
	2024	2025	2026F	2026F	2027F	2026F
Thu nhập lãi thuần	49,080	58,663	74,412	74,525	94,775	0.2%
%YoY	29%	20%	27%	27%	27%	
Thu nhập ngoài lãi	13,175	15,991	14,884	16,716	17,255	12.3%
%YoY	14%	21%	7%	5%	3%	
Tổng thu nhập hoạt động	62,255	74,654	89,296	91,241	112,030	2.2%
%YoY	25%	20%	23%	22%	23%	
Chi phí hoạt động	(14,340)	(18,630)	(20,698)	(22,695)	(27,468)	9.6%
%YoY	3%	30%	24%	22%	21%	
Lợi nhuận trước dự phòng	47,915	56,023	68,598	68,546	84,562	-0.1%
%YoY	34%	17%	23%	22%	23%	
Chi phí dự phòng	(27,903)	(25,399)	(33,570)	(30,206)	(38,564)	-10.0%
%YoY	12%	-9%	33%	19%	28%	
LNTT	20,013	30,625	35,028	38,340	45,998	9.5%
%YoY	85%	53%	14%	25%	20%	
LNST thuộc cổ đông mẹ	15,779	23,990	27,063	30,284	36,051	11.9%
%YoY	58%	52%	12%	26%	19%	

Các giả định chính	Thực tế		Dự báo cũ	Dự báo mới		Điều chỉnh
	2024	2025	2026F	2026F	2027F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	35.4%	30.2%	27.9%	27.0%	-2 điểm %
Ngân hàng mẹ	19.4%	35.0%	31.1%	28.6%	27.6%	-3 điểm %
Tăng trưởng huy động	12.7%	33.0%	36.4%	33.9%	32.9%	-3 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.2%	0 điểm %
Tỷ lệ NPL	4.2%	3.3%	3.7%	3.3%	3.2%	-45 bps
NIM	6.0%	5.7%	5.6%	5.4%	5.4%	-13 bps
CIR	23.0%	25.0%	23.2%	24.9%	24.5%	169 bps
Chi phí tín dụng	4.4%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	-28 bps
LLCR	55.9%	55.4%	49.2%	46.4%	52.7%	-3 điểm %
ROAA	1.8%	2.2%	1.9%	2.1%	2.0%	17 bps
ROAE	11.4%	15.5%	15.6%	16.7%	17.1%	113 bps

Nguồn: VPB, BSC Research

Các điều chỉnh trọng yếu đối với dự báo như sau:

Điều chỉnh giảm nhẹ dự báo tăng trưởng tín dụng và NIM trong 2026F, dự báo thu nhập lãi thuần gần như không đổi:

- Dù BLĐ vẫn kì vọng sẽ được cấp hạn mức riêng lẻ tới 35% trong 2026 (tương tự 2025), BSC tạm thời đưa ra dự báo thận trọng hơn về mức tăng trưởng tín dụng ngân hàng mẹ đạt gần 29% và hợp nhất đạt 28% trong năm nay, chủ yếu là vì những định hướng kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng, nhất là ở lĩnh vực BĐS, của NHNN. VPB cho biết cũng đã chủ động kiểm soát tỷ trọng cho vay kinh doanh BĐS nhằm hạn chế rủi ro tích lũy.
- Về phía biên lãi thuần, chi phí huy động vốn bình quân được dự báo sẽ tăng trong 2026, do đó **BLĐ dự kiến NIM vẫn còn giảm nhẹ trong năm nay, nhất là khi ngân hàng đang có kế hoạch tăng trưởng huy động cao hơn cho vay.**
- Nhằm kiểm soát chi phí vốn, VPB dự kiến tiếp tục thúc đẩy huy động quốc tế, phát triển các nền tảng quản lý gia sản với VPX, mở rộng mô hình ngân hàng đại lý (đang hợp tác với MWG, ĐMX, VNPost) để tạo vòng quay tiền trong hệ sinh thái VPB.
- Bên cạnh đó, ngân hàng dự định mở rộng trở lại hoạt động cho vay tín chấp sau thời gian dài tái cơ cấu (tỷ trọng mục tiêu 10-11% danh mục), và thúc đẩy sản phẩm cho vay hộ kinh doanh thế chấp (tốn ít chi phí hơn cho vay nhà ở) để bảo vệ NIM.
- BSC dự báo NIM bình quân 2026F hợp nhất của VPB đạt mức 5.4% (-23bps YoY) và đi ngang trong 2027F. Theo đó, dự báo thu nhập lãi thuần 2026F-2027F đạt lần lượt 74.5 nghìn tỷ (+27% YoY) và 94.8 nghìn tỷ (+27% YoY).

Điều chỉnh tăng dự báo thu nhập ngoài lãi 2026F thêm 12.3%:

- Với kết quả ấn tượng của VPX trong 2025 bao gồm (1) lần đầu lọt vào Top 10 thị phần môi giới HSX trong Q4/2025 với 3.21% và (2) doanh thu IB cao gấp 30 lần cùng kỳ nhờ khai thác hệ sinh thái ngân hàng mẹ, với lượng trái phiếu phân phối đạt hơn 22 nghìn tỷ và tăng hơn 40% YoY, năm 2026 được dự báo là 1 năm tiếp tục thuận lợi cho công ty con của VPB khi các kênh dẫn vốn như thị trường cổ phiếu, trái phiếu sẽ được thúc đẩy để giảm bớt áp lực cho kênh tín dụng ngân hàng.
- Hoạt động thu hồi nợ xấu của VPB cũng được kì vọng duy trì xu hướng tích cực trong 2026, tuy nhiên mức nền cao ở 2025 buộc chúng tôi phải đưa ra dự báo thận trọng.
- Nhìn chung, BSC nâng dự báo thu nhập ngoài lãi 2026F của VPB lên 16.7 nghìn tỷ (+5% YoY) và 2027F đạt 17.3 nghìn tỷ (+3% YoY).
- BLĐ cho biết một số động lực tăng trưởng mới trong thời gian tới sẽ là mảng BHNT, quản lý gia sản, tài sản số, tuy nhiên BSC hiện chưa đưa những giả định này vào dự báo do thiếu cơ sở tin cậy.

Điều chỉnh giảm 10% dự báo chi phí dự phòng 2026F:

- VPB ghi nhận chất lượng tài sản trong 2025 tốt hơn BSC kì vọng, do đó chúng tôi điều chỉnh giảm đồng thời dự báo tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng của ngân hàng trong 2026F xuống lần lượt 3.3% (-5bps YoY) và 2.8% (-28bps YoY), sau đó đi ngang trong 2027F.
- **Dự báo này phù hợp với định hướng của ngân hàng trong việc giữ ổn định tỷ lệ nợ xấu ở cả ngân hàng mẹ và các công ty con.**

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Luận điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị VPB dựa trên các luận điểm sau:

- **Hạn mức tín dụng vượt trội đi cùng khát vọng tăng trưởng mạnh mẽ.** Lợi thế về hạn mức tín dụng VPB được cấp sau khi nhận CGBB GPBank tạo ra cho ngân hàng cơ hội để bắt tốc về quy mô bảng cân đối cũng như tăng trưởng lợi nhuận trong 3-5 tới, từ đó trở lại câu lạc bộ ROE >20%. Trong bối cảnh NHNN có những chính sách thận trọng hơn về tín dụng trong 2026 (mặt bằng chung hạn mức đầu năm các ngân hàng được cấp là 11-12%), lợi thế của VPB sẽ ngày càng rõ ràng trong các quý cuối năm nếu ngân hàng được cấp 35% như BLĐ dự kiến.
- **Lợi thế cạnh tranh trong việc huy động vốn từ các định chế tài chính quốc tế.** VPB đã huy động gần 2.4 tỷ USD nguồn vốn dài hạn từ nước ngoài trong 2025 nhờ sự kết nối của cổ đông chiến lược SMBC. Đây là con số cao nhất ngành và BSC kì vọng xu hướng này tiếp diễn trong 2026. Bên cạnh đó, VPB vẫn con dư địa phát hành thêm 5% cho SMBC, chưa kể đến việc giới hạn FOL được phép nói lên đến 49%, tạo ra lợi thế cạnh tranh dài hạn cho ngân hàng khi CAR luôn là yếu tố quan trọng nhất của ngành.
- **Định giá hấp dẫn so với các ngân hàng cạnh tranh.** Tại thời điểm báo cáo, VPB đang có P/B TTM = 1.3x và P/B 2026F = 1.1x, thuộc mức thấp nhất trong tập so sánh bao gồm các ngân hàng lớn như TCB, MBB, ACB, HDB, STB. Vì vậy, BSC cho rằng đây là cơ hội để tích lũy cổ phiếu trước khi thị giá phản ứng với các thông tin tích cực ví dụ như KQKD Q1/2026.

Định giá

BSC tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA cho VPB với giá mục tiêu cập nhật là 36,500 đồng/cp (upside 30% so với giá đóng cửa gần nhất).

Với phương pháp ngắn hạn, P/B và P/E mục tiêu 1 năm được kì vọng lần lượt ở mức 1.5x và 9.5x (đều xấp xỉ trung bình 5 năm), có điều chỉnh giảm nhẹ so với báo cáo trước đó chủ yếu do môi trường tiền tệ bớt nổi lỏng hơn. Về phương pháp dài hạn, CAGR LNST giai đoạn 5 năm tiếp theo được dự báo ở mức 23%/năm.

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

Rủi ro

- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kì vọng nếu NHNN đưa ra quan điểm thận trọng hơn với hạn mức tín dụng cấp cho các TCTD nhận CGBB.
- NIM thấp hơn dự kiến do chi phí vốn tăng mạnh hơn dự báo.
- Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến trong môi trường lãi suất duy trì xu hướng tăng.
- Kế hoạch tăng vốn bị trì hoãn.

Hình 19: Tổng hợp kết quả định giá theo 3 phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
Thu nhập thặng dư	20%	36,253
P/B (P/B mục tiêu = 1.5x)	50%	36,720
P/E (P/E mục tiêu = 9.5x)	30%	36,262
Giá mục tiêu		VND 36,489
Giá đóng cửa 02/03/2026		VND 28,050
Tiềm năng tăng giá		30%

Hình 20: Chi phí VCSH

Giá 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 2026F-2030F	26%
Giá trị dài hạn	74%

Nguồn: BSC Research

Hình 21: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư (đơn vị: tỷ đồng trừ khi ghi chú)

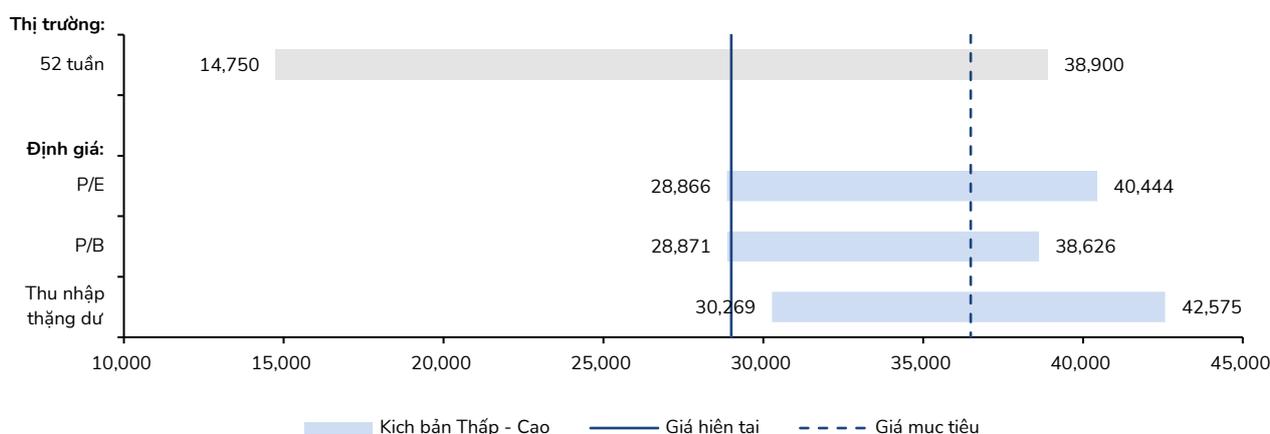
	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST thuộc cổ đông mẹ	23,990	30,284	36,051	45,306	55,122	68,322
(-) Chi phí VCSH	(24,005)	(28,059)	(32,584)	(38,274)	(45,441)	(54,391)
Lợi nhuận thặng dư	(16)	2,225	3,467	7,033	9,682	13,931
Giá trị dài hạn (g = 3.0%)						123,399
Hệ số chiết khấu		-	1.0	2.0	3.0	4.0
Giá trị hiện tại		-	3,226	5,666	6,753	8,414
						69,347
Tổng giá trị hiện tại						93,406
(+) Giá trị sổ sách VCSH						194,221
Tổng giá trị VCSH						287,627
SLCP lưu hành (triệu)						7,934
Giá trị hợp lý						VND 36,253

(P/B FY+1 ngầm định = 1.5x)

Nguồn: BSC Research

Hình 22: Khoảng định giá theo phân tích kịch bản

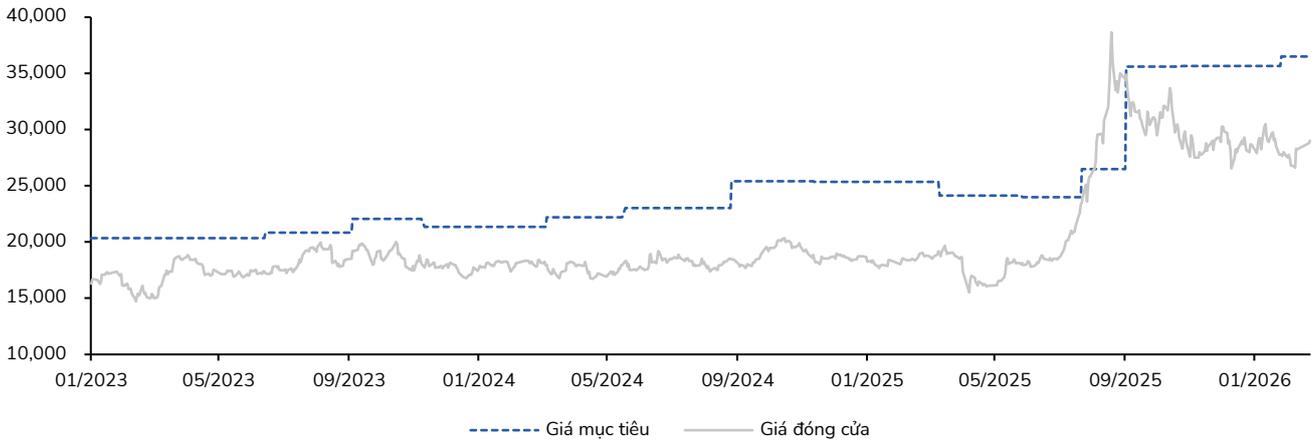
Đơn vị: đồng/cp



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 23: Lịch sử khuyến nghị

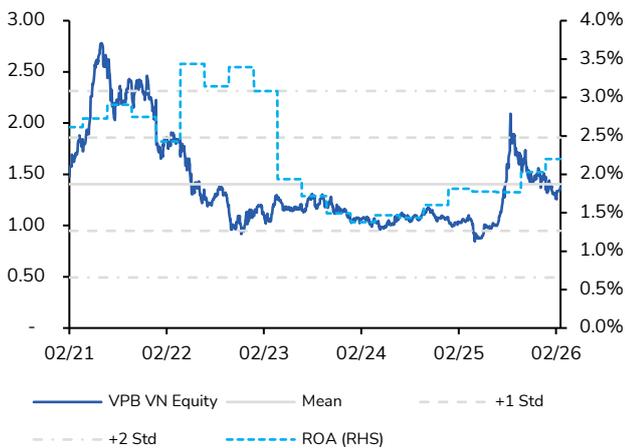
Đơn vị: đồng/cp



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 24: Định giá P/B và ROAA

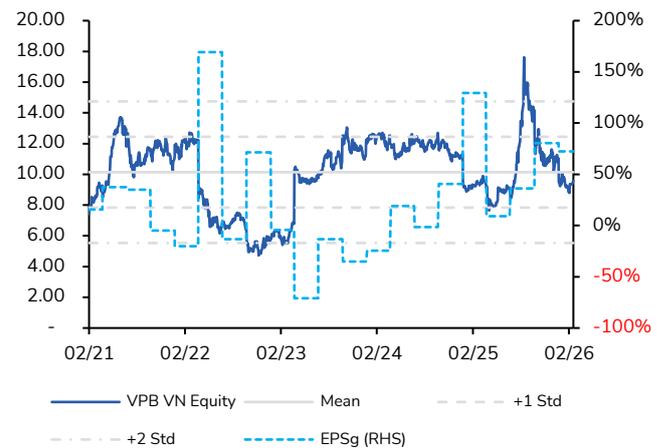
Định giá P/B điều chỉnh về mức trung bình lịch sử 5 năm qua



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 25: Định giá P/E và Tăng trưởng EPS

Định giá P/E cũng đang ở mức trung bình quá khứ



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

Báo cáo lãi lỗ (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi	56,708	60,089	67,738	82,747	Quy mô				
Chi phí lãi	(29,017)	(24,581)	(29,537)	(37,287)	Thị phần cho vay	3.7%	3.9%	4.0%	4.1%
Thu nhập lãi thuần	27,691	35,508	38,201	45,460	Thị phần tiền gửi	3.4%	3.6%	3.7%	3.9%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	8,715	8,042	8,853	10,184	An toàn vốn				
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	196	593	889	889	CAR Basel 2	14.4%	15.4%	14.9%	14.7%
Lãi từ mua bán chứng khoán	990	2,440	2,883	2,906	VCSH/TTS	15.3%	14.9%	14.3%	14.0%
Thu nhập từ góp vốn	35	65	65	65	Đòn bẩy	6.5x	6.7x	7.0x	7.2x
Thu nhập khác	2,434	343	1,970	2,532	Chất lượng tài sản				
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	46,990	52,861	62,038	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
Chi phí hoạt động	(13,252)	(15,370)	(16,825)	(19,596)	Tỷ lệ nợ xấu	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
Lợi nhuận trước dự phòng	26,809	31,621	36,036	42,442	LLCR	102.1%	113.9%	103.6%	98.7%
Chi phí dự phòng	(3,921)	(4,082)	(4,525)	(5,209)	DPRR cụ thể/Nợ xấu	39.5%	50.2%	34.9%	30.3%
Lợi nhuận trước thuế	22,888	27,538	31,511	37,233	DPRR/Nợ nhóm 2-5	58.7%	70.1%	63.7%	60.7%
Chi phí thuế TNDN	(4,697)	(5,778)	(6,612)	(7,812)	Thanh khoản				
Lợi nhuận sau thuế	18,191	21,760	24,899	29,421	LDR thị trường 1	96.2%	93.8%	93.1%	93.1%
Lợi ích của CĐTS	(187)	(237)	(271)	(321)	LDR thị trường 2	89.2%	85.5%	86.9%	87.7%
LNST thuộc cổ đông mẹ	18,004	21,523	24,628	29,100	Dự trữ thanh khoản	8.3%	12.8%	11.4%	9.8%
Bảng cân đối (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	Hiệu quả sinh lời				
Tổng tài sản	849,482	978,799	1,137,606	1,341,075	Lợi suất gộp	8.3%	7.2%	6.8%	7.2%
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,621	3,385	3,934	4,638	Chi phí vốn	4.6%	3.3%	3.4%	3.6%
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	27,141	54,353	58,996	56,320	NIM	4.0%	4.2%	3.9%	3.9%
Tiền gửi tại các TCTD khác	104,072	84,590	90,211	98,945	CIR	33.1%	32.7%	31.8%	31.6%
Chứng khoán kinh doanh	4,433	9,001	10,461	19,037	ROAA	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%
Các công cụ tài chính phái sinh	144	--	--	--	ROAE	14.8%	15.6%	16.0%	16.6%
Cho vay khách hàng	512,514	623,634	757,288	914,588	Chi phí tín dụng	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%
Tổng dư nợ cho vay	518,642	631,725	766,193	924,807	Tăng trưởng				
Dự phòng rủi ro	(6,128)	(8,091)	(8,906)	(10,219)	Tín dụng TT1	21.6%	21.7%	21.3%	20.7%
Chứng khoán đầu tư	104,994	148,624	147,351	159,621	Huy động TT1	37.4%	24.9%	22.1%	20.7%
Góp vốn đầu tư dài hạn	3,046	3,103	3,103	3,103	Tổng tài sản	21.5%	15.2%	16.2%	17.9%
Tài sản khác	89,436	51,967	66,087	84,613	Cho vay khách hàng	23.3%	21.8%	21.3%	20.7%
Nợ phải trả	717,866	830,859	971,890	1,151,184	Tiền gửi khách hàng	26.9%	17.3%	19.3%	20.7%
Các khoản nợ NHNN Việt Nam	0	12	14	16	Thu nhập hoạt động	-2.1%	17.3%	12.5%	17.4%
Tiền gửi các TCTD khác	153,173	132,239	124,326	133,295	Lợi nhuận trước thuế	-10.5%	20.3%	14.4%	18.2%
Tiền gửi của khách hàng	454,661	533,392	636,187	767,887	Định giá				
Các công cụ tài chính phái sinh	--	931	931	931	EPS (đồng)	5,111	3,046	3,483	4,107
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	--	--	--	--	BVPS (đồng)	36,990	20,583	23,082	26,441
Phát hành giấy tờ có giá	84,703	140,422	186,570	225,193	P/E	6.2x	8.1x	9.7x	8.2x
Các khoản nợ khác	25,329	23,862	23,862	23,862	P/B	0.9x	1.2x	1.5x	1.3x
Vốn chủ sở hữu	130,299	145,419	163,196	187,371	SLCP lưu hành (triệu)	3,523	7,065	7,070	7,086
Vốn điều lệ	35,225	70,649	70,863	70,863					
Thặng dư vốn cổ phần	476	(0)	(0)	(0)					
Cổ phiếu quỹ	--	--	--	--					
Lợi nhuận chưa phân phối	49,013	42,219	59,782	83,957					
Quỹ và vốn khác	45,029	24,787	24,787	24,787					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,317	2,520	2,520	2,520					
Tổng nợ phải trả và VCSH	849,482	978,799	1,137,606	1,341,075					

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: +84 439352722
Fax: +84 422200669

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: +84 838218885
Fax: +84 838218510

<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 Trường

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