

## NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

### Kiểm soát chất lượng tài sản là mấu chốt để cải thiện định giá

| Chỉ tiêu (tỉ đồng)      | Q1-FY25 | Q4-FY24 | +/- (qoq) | Q1-FY24 | +/- (yoy) |
|-------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Tổng thu nhập hoạt động | 15.566  | 17.653  | -11,8%    | 13.411  | 16,1%     |
| LN trước chi phí DPRR   | 11.692  | 13.862  | -15,7%    | 9.944   | 17,6%     |
| LNTT                    | 5.015   | 6.160   | -18,6%    | 4.182   | 19,9%     |
| LNST                    | 3.895   | 4.626   | -15,8%    | 3.567   | 9,2%      |

Nguồn: VPB, CTCK Rong Viet

### KQKD 1Q25 – LNTT hợp nhất tăng trưởng 20% nhờ nền thấp của FE Credit năm trước

- LNTT ngân hàng mẹ đi ngang so với cùng kỳ. Tăng trưởng tín dụng (TTTD) đạt 5,4% YTD với tín dụng doanh nghiệp tăng trưởng 8,5%, tập trung ở lĩnh vực Thương mại (+14%) và kinh doanh BĐS (+3%) trong khi tín dụng KH cá nhân chỉ tăng 1,1%. NIM giảm 20bps QoQ, tương ứng mức giảm của lợi suất tài sản khi chi phí vốn đi ngang. CP tín dụng theo quý ở mức 0,5% trong khi tỷ lệ NPL hình thành ròng trong quý là 1,1%. Tỷ lệ nợ xấu nội bảng (NPL) cuối quý 1 ở mức 3,33% (+30 bps QoQ).
- LNTT FE Credit đạt 79 tỷ đồng (1Q24: -852 tỷ đồng). TTTD đạt 1,7% YTD (1Q24: -0,5%) và NIM ước đạt 18,8%, tăng 80bps YoY. Tỷ lệ nợ quá hạn ở mức 29,5% (+0,2% QoQ).
- LNTT của VPBANKS 363 tỷ đồng, tăng trưởng 114% YoY nhờ lãi từ mua bán chứng khoán kinh doanh 242 tỷ đồng so với lỗ 90 tỷ cùng kỳ. TTTD (gồm cho vay ký quỹ và TPDN) đạt 18,0% YTD.

### Triển vọng 2025F-26F

- Chúng tôi kỳ vọng (1) việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các doanh nghiệp BĐS phía Nam có nhiều tiến triển trong nửa cuối năm, giúp hạ nhiệt tỷ lệ hình thành nợ xấu cũng như chi phí tín dụng của ngân hàng mẹ, và (2) những thay đổi mạnh mẽ sau quá trình tái cơ cấu của FE Credit sẽ tiếp tục lành mạnh hóa bảng cân đối của công ty TCTD này. Ước tính CP tín dụng hợp nhất năm 2025F/26F đạt 3,5%/3,2% so với 4,4% năm 2024.
- Tăng trưởng tín dụng hợp nhất dự phóng 23,6%/23,7% trong năm 2025F/26F. NIM hợp nhất dự phóng giảm 20 bps trong năm 2025F và đi ngang trong 2026F.
- LNST cho cổ đông công ty mẹ dự phóng tăng trưởng 29%/14% trong 2025F/26F, đạt 20,4/23,4 nghìn tỷ đồng.

### Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng của VPB với mức dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận 22% giai đoạn 2025F-28F. Động lực tăng trưởng chính đến từ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao sau khi nhận chuyển giao bắt buộc GP Bank, và kiểm soát chi phí tín dụng. Chúng tôi dự phóng nợ xấu hình thành ròng của VPB tạo đỉnh trong năm 2025 khi kỳ vọng nhìn thấy những tiến triển về chất lượng tài sản trong các năm tới dựa trên quá trình hồi phục của thị trường BĐS và những tình hình để tối ưu hóa mô hình kinh doanh tại FE Credit. Đây sẽ là yếu tố quyết định tới triển vọng tái định giá của VPB. Các rủi ro chính gồm: Quá trình tháo gỡ pháp lý cho các dự án BĐS phía Nam chậm hơn kỳ vọng khiến nợ xấu bán lẻ tăng cao hơn dự phóng và NIM thấp hơn kỳ vọng trước áp lực tăng trưởng tín dụng cao trong bối cảnh tín dụng bán lẻ chưa phục hồi đồng đều giữa các sản phẩm.

Sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của VPB là **22.800 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng **+24%** (so với giá đóng cửa tại ngày 03/07/2025) và khuyến nghị **MUA** đối với VPB.

## MUA

**+24%**

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Giá thị trường (VNĐ) | 18.650 |
| Giá mục tiêu (VNĐ)   | 22.800 |

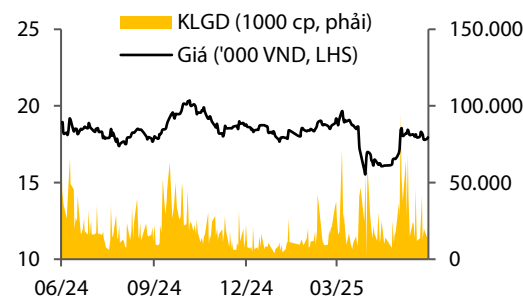
|                       |     |
|-----------------------|-----|
| Cổ tức tiền mặt (VNĐ) | 500 |
|-----------------------|-----|

### Thông tin cổ phiếu

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| Ngành                              | Ngân hàng |
| Vốn hóa (Tỷ đồng)                  | 142.810,6 |
| SLCPĐLH (Triệu cp)                 | 7.933,9   |
| Beta                               | 1,00      |
| Free Float (%)                     | 36        |
| Giá cao nhất 52 tuần               | 20.347    |
| Giá thấp nhất 52 tuần              | 15.528    |
| KLGD bình quân 20 phiên (Nghìn cp) | 28.786,9  |

|                     | FY2025 | Hiện tại |
|---------------------|--------|----------|
| EPS                 | 2.575  | 2.030    |
| Tăng trưởng EPS (%) | 29     | 45       |
| Giá trị sổ sách     | 19.517 | 18.377   |
| P/E                 | 6,99   | 8,87     |
| P/B                 | 0,92   | 0,98     |
| Tỷ suất cổ tức (%)  | 2,8    | 2,8      |
| ROE (%)             | 13,3   | 11,1     |

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| SMBC                               | 15,0 |
| Ngô Chí Dũng                       | 4,14 |
| Hoàng Anh Minh                     | 4,11 |
| Room cho nhà đầu tư nước ngoài (%) | 5,25 |

### Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 - 2219

[tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2025**

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)                          | Q1-FY25       | Q4-FY24       | +/-qoq        | Q1-FY24       | +/-yoy       |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Thu nhập lãi                                | 22.184        | 21.401        | 3,7%          | 19.346        | 14,7%        |
| Chi phí lãi                                 | -8.829        | -8.208        | 7,6%          | -8.023        | 10,0%        |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>                   | <b>13.356</b> | <b>13.193</b> | <b>1,2%</b>   | <b>11.323</b> | <b>17,9%</b> |
| Thu nhập ngoài lãi                          | 2.210         | 4.460         | -50,4%        | 2.087         | 5,9%         |
| TN từ HĐ Dịch vụ                            | 1.169         | 1.544         | -24,3%        | 1.554         | -24,8%       |
| TN từ HĐKD ngoại hối, vàng                  | 119           | 233           | -48,7%        | 304           | -60,7%       |
| TN từ mua-bán CK kinh doanh                 | 184           | 243           | -24,2%        | -33           | -665,9%      |
| TN từ mua-bán CK đầu tư                     | -135          | 4             | -3799,6%      | 37            | -            |
| TN từ HĐ khác                               | 873           | 2.427         | -64,0%        | 225           | 288,7%       |
| TN từ góp vốn, mua cổ phần                  | 0             | 10            | -100,0%       | 0             | -            |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>              | <b>15.566</b> | <b>17.653</b> | <b>-11,8%</b> | <b>13.411</b> | <b>16,1%</b> |
| Chi phí hoạt động                           | -3.874        | -3.791        | 2,2%          | -3.467        | 11,8%        |
| LN trước chi phí DPRR                       | 11.692        | 13.862        | -15,7%        | 9.944         | 17,6%        |
| Chi phí DPRR                                | -6.677        | -7.702        | -13,3%        | -5.762        | 15,9%        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                 | <b>5.015</b>  | <b>6.160</b>  | <b>-18,6%</b> | <b>4.182</b>  | <b>19,9%</b> |
| Thuế TNDN                                   | -1.080        | -1.112        | -2,9%         | -1.040        | 3,8%         |
| <b>Lợi nhuận sau thuế cho CĐ công ty mẹ</b> | <b>3.895</b>  | <b>4.626</b>  | <b>-15,8%</b> | <b>3.567</b>  | <b>9,2%</b>  |

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2025**

| Chỉ tiêu (%)                   | Q1-FY25 | Q4-FY24 | +/-qoq   | Q1-FY24 | +/-yoy   |
|--------------------------------|---------|---------|----------|---------|----------|
| <b>Khả năng sinh lời (TTM)</b> |         |         |          |         |          |
| NIM                            | 5,93    | 5,94    | -1 bps   | 5,52    | 41 bps   |
| CIR                            | 22,90   | 23,03   | -14 bps  | 27,47   | -458 bps |
| ROAE                           | 11,06   | 12,27   | -120 bps | 8,99    | 207 bps  |
| ROAA                           | 1,78    | 1,85    | -7 bps   | 1,53    | 25 bps   |
| <b>Chất lượng tài sản</b>      |         |         |          |         |          |
| Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH        | 4,7     | 4,2     | 55 bps   | 4,8     | -9 bps   |
| Dự phòng/Nợ xấu                | 47,4    | 56,2    | -875 bps | 53,6    | -612 bps |
| VCSH/Tổng tài sản              | 15,2    | 15,9    | -73 bps  | 17,4    | -217 bps |
| <b>Tỷ lệ an toàn hoạt động</b> |         |         |          |         |          |
| Tổng cho vay*/TTS              | 86,2    | 87,9    | -167 bps | 81,1    | 511 bps  |
| LDR**                          | 104,0   | 107,4   | -344 bps | 106,4   | -239 bps |

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt | \*Cho vay KH + TCTD | \*\*(Cho vay KH + TPDN)/(Huy động KH + Tiền gửi của TCTD khác + Giấy tờ có giá)

**Bảng 3: Kết quả dự phóng Q2-2025**

| Chỉ tiêu (%)                | Q2-FY25 | +/-qoq | +/-yoy | Nhận định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------|---------|--------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Thu nhập lãi thuần          | 13.937  | 4,3    | 12,3   | Giả định tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 10,4%, với tăng trưởng tín dụng tại ngân hàng mẹ là 11,0% (5T2025: 9,5%). NIM hợp nhất và ngân hàng mẹ giảm nhẹ 10 bps lần lượt xuống 5,6% và 4,6%. CP trích lập dự phòng kỳ vọng tăng 24% so với 1Q25 lên 8,3 nghìn tỷ đồng, tương ứng với quy mô khoản nợ xấu hình thành ròng tăng thêm trong Q2. |
| Thu nhập ngoài lãi          | 3.423   | 54,8   | -8,0   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Tổng thu nhập hoạt động     | 17.359  | 11,5   | 7,6    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| LN trước CPDPRR             | 13.500  | 15,5   | 5,5    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| LNTT                        | 5.219   | 4,1    | 16,4   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| LNST cho cổ đông công ty mẹ | 4.175   | 7,2    | 17,3   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

Q1-2025: LNTT hợp nhất tăng trưởng 20% khi FE Credit không còn lỗ lớn; Nợ xấu tại ngân hàng mẹ đột ngột tăng mạnh trở lại ở nhóm KH cá nhân

Bảng 1: KQKD Q1-2025 của VPB

| Đơn vị: Tỷ đồng                       | 1Q25          | QoQ         | YoY        | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------|---------------|-------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                       |               |             |            | <div> <div>TN lãi thuần được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng tích cực và việc thu hồi lãi treo (từ các khoản nợ quá hạn nội bảng chuyển về nhóm 1) hiệu quả.</div> <div> <div>Về tín dụng.</div> <div>Tăng trưởng ngân hàng mẹ đạt 5,4% YTD trong đó phần lớn tín dụng được giải ngân cho KH doanh nghiệp, tăng 8,5% YTD, còn cho vay cá nhân tăng chậm hơn ở mức 1,1% YTD. Tỷ trọng cho vay KH cá nhân giảm về 40% (2023/24: 42%/47%).</div> <ul style="list-style-type: none"> <li>Danh mục cho vay mua BĐS tăng trưởng 5,7% YTD, chủ yếu được thúc đẩy bởi các khoản vay mua BĐS dự án, hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS và nguồn cung từ các nhà phát triển BĐS chủ chốt được tài trợ trong phân khúc doanh nghiệp lớn.</li> <li>Dư nợ thẻ tín dụng giảm 4% YTD, phản ánh chính sách quản trị rủi ro chặt chẽ và do số lượng thẻ mới phát hành cùng khối lượng chi tiêu giảm.</li> <li>Danh mục doanh nghiệp SME tăng 8,7% YTD ở cả phân khúc cao cấp và vi mô, nhằm vào các khách hàng trọng điểm, đặc biệt tại khu vực phía Nam, nơi trước đây còn khá hạn chế trong thời gian tập trung xử lý nợ xấu.</li> </ul> <div>Tăng trưởng tín dụng tại FE Credit đạt 1,7% YTD với doanh số giải ngân tăng 17% YoY.</div> <div> <div>Về huy động.</div> <div>Huy động tăng mạnh ngay từ đầu năm, đạt 14,4% YTD gần gấp 3 tăng trưởng tín dụng, một phần do tăng trưởng huy động cuối năm 2024 thấp hơn đáng kể so với tín dụng và đảm bảo thanh khoản cho mục tiêu tín dụng tham vọng trong năm nay (Bảng 2). CASA ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể 12,9% từ đầu năm đến nay tại ngân hàng mẹ, nhờ vào tính năng “Super sinh lời” được triển khai vào đầu tháng Ba.</div> <div>Về NIM.</div> <div>NIM (Q) tại ngân hàng mẹ tăng nhẹ 10 bps YoY chủ yếu nhờ chi phí vốn bình quân giảm mạnh 40bps YoY, nhiều khả năng do huy động mới chỉ tăng nhanh trong cuối 1Q25 nhờ tính năng “Super sinh lời”, và trong khi lợi suất tài sản chỉ giảm khoảng 20 bps YoY, với tín dụng bình đều qua các tháng của 1Q25 và hoàn nhập lãi ngoại bảng (ước tính khoảng 600 tỷ đồng) từ hơn 4 nghìn tỷ đồng nợ tái cơ cấu theo TT02 đã đủ điều kiện về nợ nhóm 1.</div> </div> </div> </div> |
| Thu nhập lãi thuần                    | 13.356        | 1%          | 18%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|                                       |               |             |            | <div> <div>TN phí thuần tại ngân hàng mẹ giảm 36% YoY do:</div> <ul style="list-style-type: none"> <li>Phí UPAS L/C không còn được ghi nhận trong thu nhập phí dịch vụ thuần mà chuyển sang ghi nhận dưới dạng thu nhập lãi, điều này ảnh hưởng đến phí thanh toán.</li> <li>Thu phí từ thẻ giảm do chính sách tín dụng thắt chặt.</li> <li>Phí từ bảo hiểm ghi nhận mức tăng trưởng phí 10% YoY với bảo hiểm nhân thọ tăng 46% YoY nhờ vào thay đổi phương thức bán hàng theo chuẩn và các sản phẩm mới.</li> </ul> <div>TN phí thuần tại FE Credit tăng 59% YoY nhờ thu phí từ giải ngân tốt hơn so với cùng kỳ.</div> <div>Thu hồi nợ xấu ngoại bảng tại ngân hàng mẹ đạt hơn 600 tỷ đồng (gần gấp đôi cùng kỳ) và tại FE Credit ước đạt 253 tỷ đồng (gấp 5 lần cùng kỳ).</div> <div>Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 18% trong thu nhập lãi ròng (NII) và sự gia tăng đáng kể trong việc thu hồi nợ xấu đã XLRR.</div> </div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Thu nhập phí dịch vụ                  | 1.169         | -24%        | -25%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Thu nhập khác                         | 1.042         | -64%        | 95%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>        | <b>15.566</b> | <b>-12%</b> | <b>16%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| CP hoạt động                          | -3.874        | 2%          | 12%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| LN trước dự phòng                     | 11.692        | -16%        | 18%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| CP dự phòng rủi ro tín dụng           | -6.677        | -13%        | 16%        | CP tín dụng ròng (sau thu hồi nợ xấu) lũy kế 4 quý đạt khoảng 2,3% tại ngân hàng mẹ, hướng tới mục tiêu mục tiêu 2% của năm nay. Tính tới cuối 1Q25, dư nợ tái cơ cấu theo TT 02 còn khoảng 5,6 nghìn tỷ đồng và TT 52 (bảo Yagi là 180 tỷ đồng), chiếm 0,9% tổng cho vay KH.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>LNTT</b>                           | <b>5.015</b>  | <b>-19%</b> | <b>20%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| · Ngân hàng mẹ                        | 4.942         | -5%         | 0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| · VPBANKS                             | 363           | -1%         | 114%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| · FE Credit (Trước điều chỉnh nội bộ) | 79            | -92%        | -109%      | Mức LNTT này dù thấp nhưng tích cực so với mức lỗ 853 tỷ đồng trong 1Q24, và là quý thứ 4 liên tiếp FEC có lãi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

**Bảng 2: Các chỉ số hoạt động chính**

| Chỉ tiêu                          | 1Q25 | 4Q24 | 1Q24 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| Tăng trưởng tín dụng (YTD %)      | 5,0  | 18,2 | 2,1  |
| · Ngân hàng mẹ                    | 5,4  | 19,4 | 2,2  |
| · VPBANKS                         | 35,4 | 32,7 | 25,5 |
| · FE Credit                       | 1,7  | 10,3 | -0,5 |
| Tăng trưởng huy động hợp nhất (%) | 14,2 | 12,7 | 2,4  |
| · Ngân hàng mẹ                    | 14,4 | 13,1 | 1,4  |
| NIM hợp nhất (%)                  | 5,7  | 6,0  | 5,8  |
| · Ngân hàng mẹ                    | 4,7  | 4,9  | 4,6  |
| · FE Credit                       | 18,8 | 19,5 | 18,0 |
| CASA (%)                          | 13,9 | 14,1 | 14,4 |
| · Ngân hàng mẹ                    | 14,5 | 14,6 | 14,6 |
| Lợi suất tài sản bq hợp nhất (%)  | 9,7  | 10,0 | 10,1 |
| · Ngân hàng mẹ                    | 8,6  | 8,8  | 8,8  |
| Chi phí vốn bq hợp nhất (%)       | 4,5  | 4,5  | 4,9  |
| · Ngân hàng mẹ                    | 4,4  | 4,4  | 4,7  |
| CIR hợp nhất (TTM-%)              | 22,9 | 23,0 | 27,5 |
| · Ngân hàng mẹ                    | 21,9 | 21,7 | 26,4 |

Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

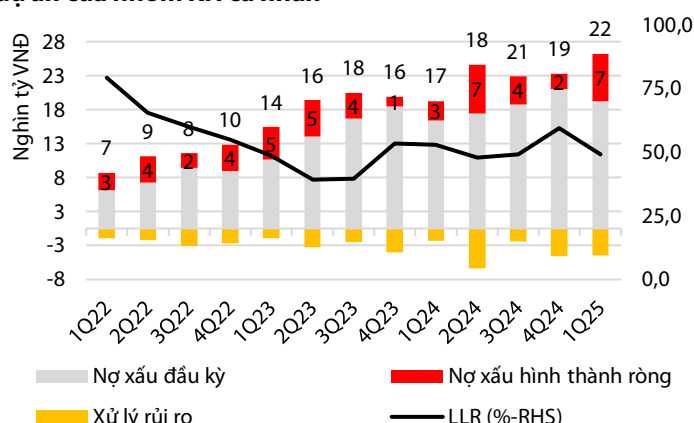
**Bảng 3: Danh mục tín dụng**

| Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ                    | 1Q25       | YTD%         | YoY%          | Tỷ trọng    |
|-----------------------------------------|------------|--------------|---------------|-------------|
| <b>Tín dụng ngân hàng mẹ</b>            | <b>663</b> | <b>5,4%</b>  | <b>23,1%</b>  | <b>100%</b> |
| <b>Cho vay KH cá nhân</b>               | <b>266</b> | <b>1,1%</b>  | <b>8,4%</b>   | <b>40%</b>  |
| - Vay mua BĐS                           | 108        | 5,7%         | 15,3%         | 16%         |
| - SXKD                                  | 60         | -1,6%        | -2,8%         | 9%          |
| - Vay mua ô tô                          | 34         | -0,8%        | 15,4%         | 5%          |
| - Thẻ tín dụng                          | 30         | -4,2%        | 2,2%          | 5%          |
| - Khác                                  | 20         | -1,2%        | 9,2%          | 5%          |
| <b>Cho vay KH DN</b>                    | <b>390</b> | <b>8,7%</b>  | <b>42,8%</b>  | <b>59%</b>  |
| <b>TPDN</b>                             | <b>7</b>   | <b>-0,8%</b> | <b>-64,2%</b> | <b>1%</b>   |
| <b>Tín dụng hợp nhất</b>                | <b>747</b> | <b>5,0%</b>  | <b>21,5%</b>  | <b>100%</b> |
| Ngân hàng mẹ                            | 663        | 5,4%         | 23,1%         | 89%         |
| FE Credit                               | 62         | 1,7%         | 10,1%         | 8%          |
| VPBANKS (cho vay ký quỹ và Đầu tư TPDN) | 22         | 18,0%        | 21,2%         | 3%          |

Nguồn: VPB, VPBANKS, CTCK Rồng Việt

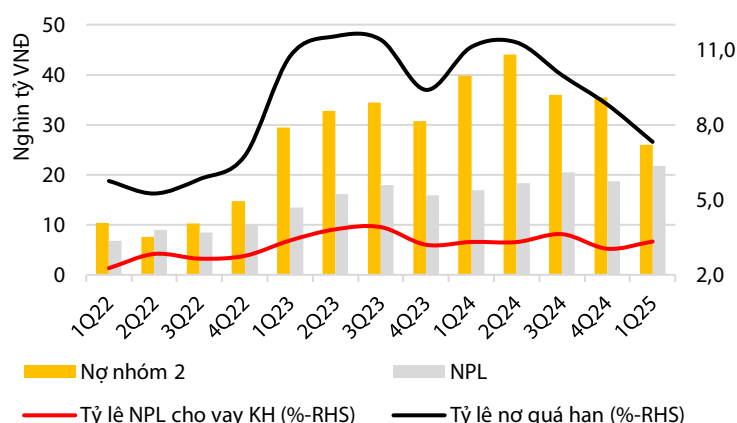
**Về chất lượng tài sản,** nợ xấu cho vay KH tại ngân hàng mẹ tăng lên mức đỉnh mới, đạt hơn 21,7 nghìn tỷ đồng chiếm 3,3% cho vay KH, với nợ xấu tăng ròng trước xử lý rủi ro là gần 7 nghìn tỷ đồng. Khoảng 70% số nợ xấu hình thành ròng này đến từ các khoản vay mua nhà của KH cá nhân tại một số dự án mà CĐT gặp khó khăn trong việc hoàn thiện xây dựng cũng như pháp lý, phần còn lại đến từ ảnh hưởng CIC, các khoản nợ hết hạn cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ theo TT02. Nợ nhóm 2 diễn biến trái chiều, tiếp tục giảm 9 nghìn tỷ đồng trong 1Q25, nhiều hơn phần nợ xấu hình thành ròng. Điều này có thể hàm ý một phần nợ nhóm 2 đã có sự cải thiện về chất lượng và được đưa về nhóm 1. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tại ngân hàng mẹ giảm xuống mức 49%.

**Hình 1: Nợ xấu hình thành ròng tại ngân hàng mẹ tăng nhanh trở lại trong 1Q25 chủ yếu do một số khoản vay BĐS dự án của nhóm KH cá nhân**



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Nợ nhóm 2 giảm mạnh hơn quy mô nợ xấu hình thành ròng, hàm ý sự cải thiện chất lượng một phần nhóm nợ này**



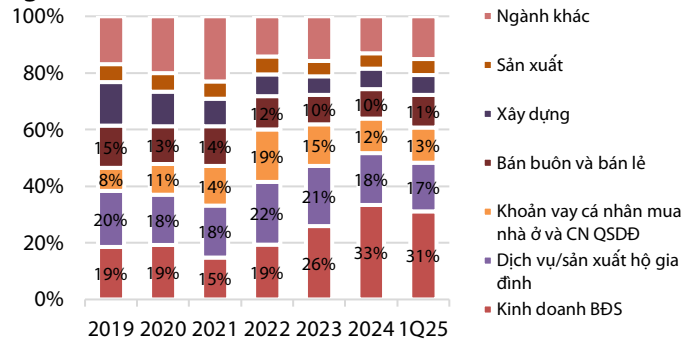
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

## Triển vọng

### Tăng trưởng tín dụng hợp nhất dự phóng 23,6%/23,7% trong năm 2025F/26F

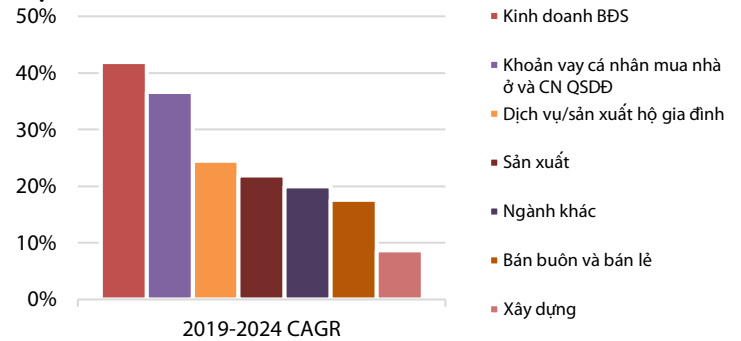
Với mức tăng trưởng tín dụng (TTTD) trong 1Q25 đã đạt 5.4%, ngân hàng mẹ đã hoàn thành ~20% mục tiêu cả năm 2025. Chúng tôi tin rằng việc hoàn thành mục tiêu cả năm không phải là thách thức lớn đối với VPB (cho vay ròng tăng thêm 121 nghìn tỷ đồng), đặc biệt là trong bối cảnh Chính phủ đang ưu tiên cho câu chuyện tăng trưởng để tạo đà cho các năm tiếp theo. Mặt khác, trong trường hợp Việt Nam chịu bất lợi tương đối từ chính sách thuế quan đối ứng của Mỹ, chúng tôi tin rằng TTTD của VPB cũng ít chịu ảnh hưởng từ yếu tố này do tập trung vào các động lực tăng trưởng trong nước như chuỗi giá trị ngành BĐS (gồm xây dựng, kinh doanh BĐS, và cho cá nhân vay mua BĐS chiếm hơn 50% dư nợ cho vay KH), cho vay hộ kinh doanh (chiếm 17% dư nợ cho vay KH), bán buôn bán lẻ (chiếm 13% dư nợ cho vay KH). Trong khi VPB chú trọng tăng trưởng tín dụng phân bổ đồng đều theo các ngành nghề trong các lĩnh vực của nền kinh tế, chúng tôi tin rằng VPB lĩnh vực BĐS sẽ là động lực tăng trưởng tín dụng chính trong năm 2025/26 với nhiều dự án BĐS dân dụng và khu công nghiệp khu vực phía Bắc của các KH doanh nghiệp lớn của VPB đang trong giai đoạn xây dựng và bán hàng. Cho năm 2025F/26F, chúng tôi giả định TTTD của ngân hàng mẹ đạt 24,7%/24,8%.

**Hình 3: Cơ cấu cho vay KH tại ngân hàng mẹ theo ngành nghề**



Nguồn: Báo cáo tỷ lệ an toàn vốn, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: CAGR 5 năm các lĩnh vực cho vay chính tại ngân hàng mẹ**



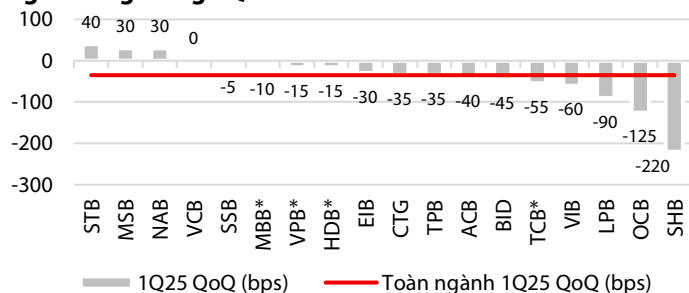
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Đối với FE Credit (FEC), TTTD mục tiêu trong năm 2025 là 15%, tuy nhiên chúng tôi lo ngại bối cảnh cạnh tranh thương mại có thể khiến nhu cầu vay tín dụng tiêu dùng của nhóm khách là công nhân tại các KCN bị ảnh hưởng, vốn chiếm khoảng 40% số lượng KH của FE Credit hiện tại. Chúng tôi giả định TTTD của FEC cho năm 2025F/26F lần lượt là 10%/15%.

### NIM ngân hàng mẹ dự phóng giảm 20bps trong năm 2025 chủ yếu bởi chi phí vốn gia tăng

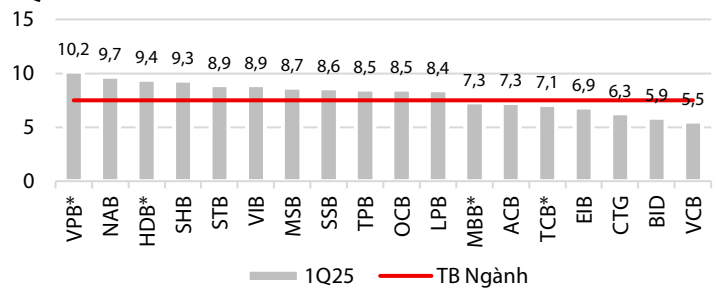
Bối cảnh cạnh tranh lãi suất cho vay tiếp tục gia tăng trong 1Q25, với lợi suất cho vay KH trung bình toàn ngành giảm 35 bps so với quý trước, xuống khoảng 7,5%. Lợi suất cho vay VPB (ngân hàng mẹ) ghi nhận mức giảm thấp hơn so với mức TB toàn ngành, giảm 15 bps QoQ xuống 10,2% nhờ việc ghi nhận trở lại các khoản lãi dự thu của các khoản nợ quá hạn/tái cơ cấu sau khi các khoản nợ này đủ điều kiện chuyển về nhóm 1. Tuy nhiên, với việc lãi suất cho vay bình quân của VPB (ngân hàng mẹ) hiện đang ở mức cao nhất thị trường, chúng tôi dự báo VPB tiếp tục chịu áp lực giảm lãi suất đầu ra trong phần còn lại của năm 2025 do sự cạnh tranh tiếp tục diễn ra, đưa mức lãi suất cho vay bình quân cả năm 2025F xuống 9,8% (-30 bps YoY).

**Hình 5: Mức tăng giảm của lợi suất cho vay bình quân các ngân hàng trong 1Q25**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt \*Ngân hàng mẹ

**Hình 6: Lợi suất cho vay bình quân (%) các ngân hàng trong 1Q25**

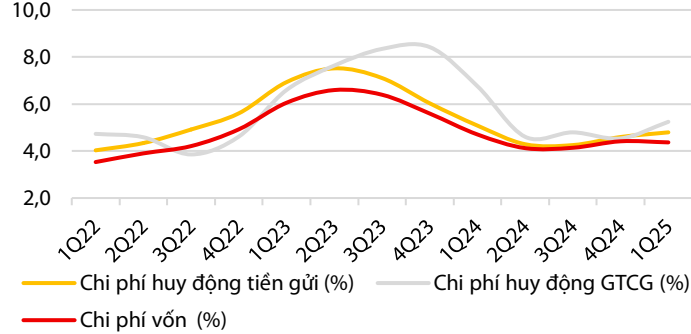


Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt \*Ngân hàng mẹ

Trong 1Q25, tăng trưởng huy động tiền gửi và GTCTG đạt lần lượt 14% và 18%. Với việc ra mắt công cụ “Super Sinh Lãi” (ra mắt giữa tháng 3/2025), một công cụ giúp thu hút thêm CASA và giải quyết vấn đề về đảm bảo tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, chúng tôi cho

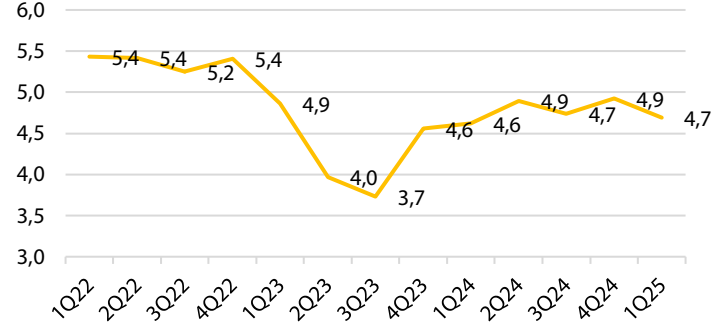
rằng VPB có thể tiếp tục gia tăng quy mô chứng chỉ tiền gửi nhanh hơn so với huy động tiền gửi để phục vụ quy mô gia tăng của các tài khoản “Super Sinh Lãi” này trong năm 2025. Bên cạnh đó, lãi suất huy động tiền gửi và GTCG đã xác lập xu hướng tăng kể từ 2Q24 (Hình ...), và tăng lần lượt 20bps và 70 bps so với quý gần nhất lên 4,8% và 5,2%. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất của hệ thống sẽ tiếp tục tăng lên từ nay tới cuối năm do tác động của nhu cầu tín dụng gia tăng, tuy nhiên, mức tăng là hạn chế (dưới 50bps) nhờ quan điểm điều hành CSTT nới lỏng của NHNN. Chi phí vốn bình quân của VPB dự phóng cho năm 2025F tăng 20bps YoY lên 4,47%, khiến NIM giảm 20 bps tương ứng xuống mức 4,48%.

**Hình 7: Chi phí vốn dự kiến tiếp tục tăng trong các quý tới**



Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

**Hình 8: Tỷ lệ NIM của VPB mẹ**



Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

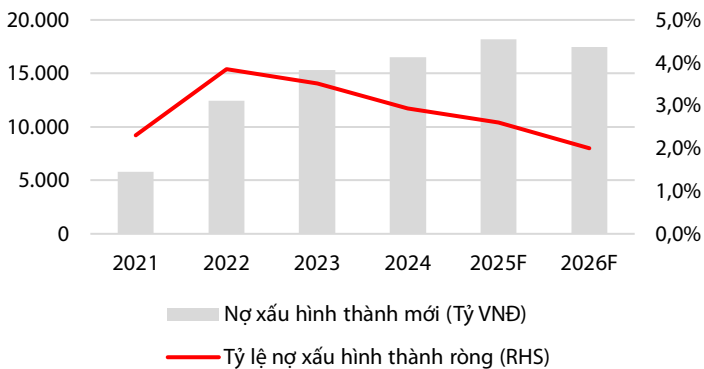
### Công cụ “Super Sinh Lãi”

Đây là tính năng hợp tác giữa VPB và sản phẩm eKash của VPBANKS, cho phép khách hàng tối ưu hóa lợi nhuận từ số tiền CASA trên tài khoản thanh toán (TKTT) của khách hàng. Điều này được thực hiện theo cơ chế chi hộ tự động một số tiền từ TKTT của KH tại VPB sang tài khoản của VPBANKS. Số tiền được tự động chi hộ là số tiền vượt ngưỡng duy trì tài khoản mà KH đã đăng ký và nằm trong khoảng đăng ký sinh lãi tối thiểu và tối đa. Việc tự động chuyển tiền sẽ được tiến hành từ 16h mỗi ngày, sau đó, tiền gốc và tiền lãi sẽ được trả về tài khoản trước 9h sáng hôm sau (trừ T7, CN, Lễ, nhưng vẫn tính lãi). Tính năng này được quảng cáo mang lại lợi suất cố định 3,5%/năm cho tất cả các ngưỡng tiền.

### Chi phí tín dụng hợp nhất dự phóng giảm 80 bps

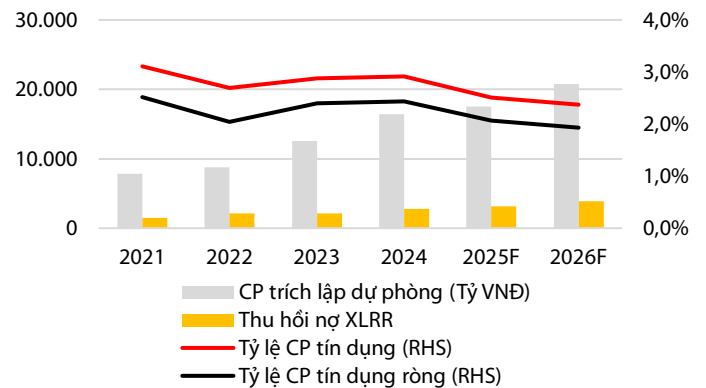
**Tại ngân hàng mẹ,** tỷ lệ chi phí tín dụng ròng dự phóng sẽ giảm xuống mức 2,1%/1,9% trong năm 2025F/26F từ mức 2,4% trong năm 2024 nhờ hai yếu tố chính. Thứ nhất, chúng tôi kỳ vọng một số dự án lớn của NVL ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực về hoàn thiện pháp lý trong nửa cuối năm 2025, điều kiện thuận lợi cho thanh khoản và giao dịch, dễ dàng thu hồi và xử lý các khoản nợ xấu trong mảng cho vay mua BĐS. Thứ hai, lợi nhuận từ thu hồi nợ xấu đã XLRR được hỗ trợ từ việc luật hóa Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu (dự kiến trong tháng 6) nhờ tăng quyền cho các NHTM trong việc thu giữ và xử lý TSBD, cũng như áp dụng thủ tục rút gọn trong tố tụng.

**Hình 9: Kỳ vọng nợ xấu hình thành ròng tạo đỉnh trong năm 2025, nhưng sẽ giảm từ nửa cuối năm 2025, gắn với quá trình tháo gỡ vướng mắc pháp lý của các dự án BĐS phía Nam**



Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

**Hình 10: Gia tăng thu hồi nợ xấu đã xử lý rủi ro (XLRR) được kỳ vọng giúp tiếp tục giảm tỷ lệ CP tín dụng ròng trong 2025F/26F**



Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

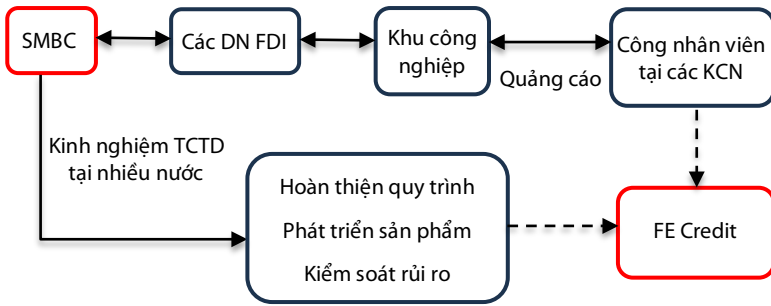
## FE Credit – Kỳ vọng vào quá trình cải thiện của chất lượng tài sản sau hai năm tái cơ cấu

Sau hai năm tái cấu trúc với trợ lực từ SMBC, FE CREDIT đã tối ưu mô hình kinh doanh hiện hữu, cải tiến khung kiểm soát rủi ro. FE Credit đã ghi nhận sự phục hồi ở quy mô giải ngân (2024: 43 nghìn tỷ, +40% YoY), doanh thu (15.842 tỷ đồng, +19,3%) và LNTT (512 tỷ đồng).

FEC đã tập trung vào tập khách hàng chất lượng cao hơn so với trước (công nhân tại các khu công nghiệp). Bên cạnh đó, FEC cũng đã điều chỉnh cơ chế cho vay với an toàn hơn, xuất phát từ các sản phẩm cho vay tiêu dùng lâu bền trước khi bán các sản phẩm như thẻ tín dụng, cho vay tiền mặt cho các KH có lịch sử trả nợ tốt. Qua đó, cấu trúc dư nợ cho vay theo sản phẩm cũng đã thay đổi (**Hình 12**). Điều này mặc dù khiến NIM thấp hơn so với giai đoạn trước năm 2021, nhưng cần thiết để kiểm soát chất lượng nợ và chi phí dự phòng. Mặc dù trong ngắn hạn sẽ có những thách thức liên quan tới sự rủi ro thu nhập của KH vay bị ảnh hưởng do diễn biến khó lường của cuộc chiến thuế quan, chúng tôi tin sự rằng cách tiếp cận lành mạnh hơn của FE Credit tới thị trường tài chính tiêu dùng sẽ góp phần củng cố tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong dài hạn.

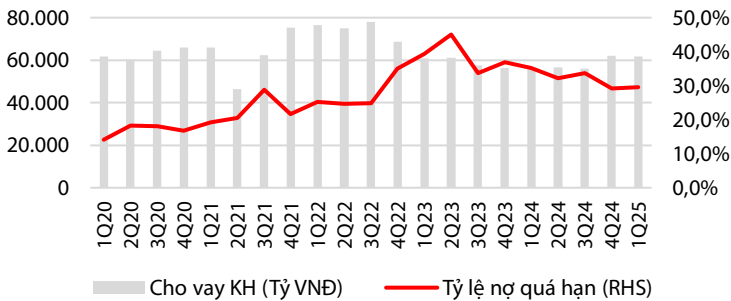
Cho năm 2025F/26F, chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng giảm về 15%/14% từ mức 17,6% trong năm 2024. Tỷ lệ này bình quân trong giai đoạn 2016-2019 là 15,5%. Kết hợp với giả định TTTD 10%/15% và NIM xấp xỉ 19% cho 2 năm tới, dự phóng LNTT FEC cho năm 2025 và 2026F lần lượt là 1,3 và 1,4 nghìn tỷ đồng.

**Hình 11: SMBC giúp FE Credit mở rộng tập khách hàng và cải tiến năng lực quản lý rủi ro**



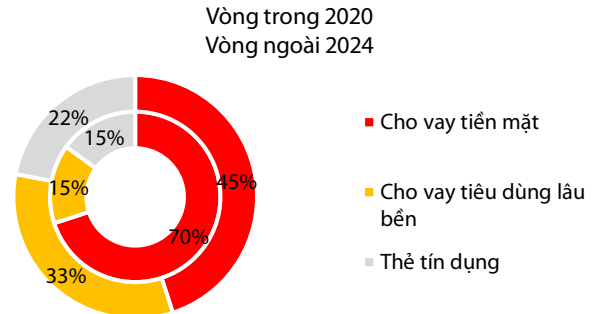
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Quy mô cho vay KH ổn định trở lại và tỷ lệ nợ quá hạn (nhóm 2-nhóm 5) giảm dần**



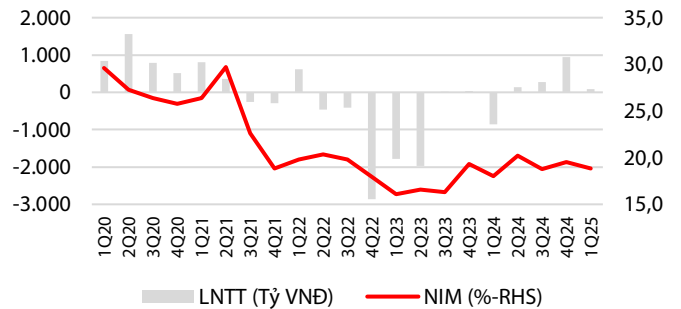
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Cơ cấu cho vay theo sản phẩm an toàn hơn với sản phẩm chiến lược là trả góp cho hàng tiêu dùng lâu bền thay vì cho vay tiền mặt**



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

**Hình 14: Dù NIM thấp hơn do cho vay ít rủi ro hơn, LNTT đang có sự phục hồi**



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

## Dự phóng

**Bảng 4: Dự phóng KQKD 2025F/26F**

| Đơn vị: Tỷ đồng                    | 2024          | 2025F         | 2026F         | 25F/24 YoY % | 26F/25F YoY % |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Thu nhập lãi thuần (NII)           | 49.080        | 56.559        | 67.851        | 15%          | 20%           |
| Thu nhập phí dịch vụ (NFI)         | 6.126         | 6.060         | 4.569         | -1%          | -25%          |
| Thu nhập khác                      | 7.048         | 6.418         | 6.778         | -9%          | 6%            |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>     | <b>62.255</b> | <b>69.037</b> | <b>79.197</b> | <b>11%</b>   | <b>15%</b>    |
| CP hoạt động                       | -14.340       | -15.453       | -18.182       | 8%           | 18%           |
| LN trước dự phòng                  | 47.915        | 53.585        | 61.015        | 12%          | 14%           |
| CP dự phòng rủi ro tín dụng        | -27.903       | -27.380       | -31.091       | -2%          | 14%           |
| <b>LNTT</b>                        | <b>20.013</b> | <b>26.205</b> | <b>29.925</b> | <b>31%</b>   | <b>14%</b>    |
| · Ngân hàng mẹ                     | 18.260        | 21.481        | 26.487        | 18%          | 23%           |
| · FE Credit                        | 512           | 1.263         | 1.323         | 147%         | 5%            |
| · VPBANKS                          | 1.220         | 1.733         | 2.114         | 42%          | 22%           |
| <b>LNST cho cổ đông công ty mẹ</b> | <b>15.779</b> | <b>20.429</b> | <b>23.376</b> | <b>29%</b>   | <b>14%</b>    |
| Tăng trưởng tín dụng hợp nhất (%)  | 17,9          | 23,6          | 23,7          |              |               |
| · Ngân hàng mẹ                     | 19,4          | 24,7          | 24,8          |              |               |
| · FE Credit                        | 10,3          | 10,0          | 15,0          |              |               |
| · VPBANKS                          | 32,7          | 40,0          | 20,0          |              |               |
| NIM hợp nhất (%)                   | 5,8           | 5,7           | 5,7           |              |               |
| · Ngân hàng mẹ                     | 4,7           | 4,5           | 4,5           |              |               |
| · FE Credit                        | 17,5          | 18,9          | 19,2          |              |               |
| CIR hợp nhất (%)                   | 23,0          | 22,4          | 23,0          |              |               |
| · CIR Ngân hàng mẹ                 | 21,8          | 22,2          | 22,4          |              |               |
| NPL hợp nhất (%)                   | 4,2           | 3,7           | 3,4           |              |               |
| · Ngân hàng mẹ                     | 3,0           | 2,8           | 2,5           |              |               |
| · FE Credit                        | 16,6          | 15,1          | 15,0          |              |               |
| Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng (%)   | 4,8           | 4,0           | 3,2           |              |               |
| · Ngân hàng mẹ                     | 2,93          | 2,60          | 2,00          |              |               |
| · FE Credit                        | 17,6          | 15,0          | 14,0          |              |               |
| Tỷ lệ chi phí tín dụng (%)         | 4,43          | 3,53          | 3,23          |              |               |
| · Ngân hàng mẹ                     | 2,92          | 2,51          | 2,37          |              |               |
| · FE Credit                        | 19,2          | 15,0          | 14,0          |              |               |
| ROE (%)                            | 11,0          | 13,3          | 13,8          |              |               |
| LLR ngân hàng mẹ (%)               | 60            | 62            | 79            |              |               |

Nguồn: VPB, CTCK Rong Viet

## Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB bằng cách kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư (RI), nhằm phản ánh giá trị trong dài hạn, và P/B để phản ánh giá trị trong ngắn hạn với trọng số cân bằng. Đối với phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu là 1.1x áp dụng cho BVPS bình quân 50%/50% cho năm 2025F/26F, cao hơn định giá P/B hiện tại là 1,0 lần để phản ánh xu hướng phục hồi của ROE và chất lượng tài sản. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của cổ phiếu VPB là **22.800 đồng**. Mức giá mục tiêu này tương đương PB 2025F/26F dự phóng lần lượt là 1,2x/1,0x. Các nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy đối với Giá trị sổ sách để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình đối với cổ phiếu này. Dựa trên giá đóng cửa vào ngày 03/07/2025, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VPB**.

**Bảng 5: Giả định cho phương pháp thu nhập thặng dư**

| Giả định RI                   | Giá trị | Tóm tắt định giá                            | Đơn vị: Tỷ đồng |
|-------------------------------|---------|---------------------------------------------|-----------------|
| Chi phí vốn chủ sở hữu        | 14,5%   | Thời gian dự phóng RI                       | 5 năm           |
| Thuế suất hiệu quả            | 20%     | Giá trị vốn chủ sở hữu đầu kỳ               | 147.275         |
| Lãi suất phi rủi ro 5Y        | 2,5%    | + GT hiện tại tổng thu nhập thặng dư 5 năm  | 8.374           |
| Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu | 12,0%   | + GT hiện tại Thu nhập thặng dư dài hạn     | 26.093          |
| ROE dài hạn                   | 17,1%   | Giá trị vốn chủ sở hữu                      | 181.742         |
| Beta                          | 1,0     | Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)       | 7.934           |
| Tăng trưởng dài hạn           | 1,5%    | <b>Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b> | <b>22.907</b>   |

Nguồn: CTCK Rong Viet

**Bảng 6: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)**

|                  |        | P/B    |        |        |               |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|
|                  |        | 0,8    | 0,9    | 1,0    | 1,1           | 1,2    | 1,3    | 1,4    |
| <b>GTSS 2025</b> | 19.507 | 15.605 | 17.556 | 19.507 | <b>21.457</b> | 23.408 | 25.359 | 27.309 |
| <b>GTSS 2026</b> | 21.661 | 17.328 | 19.494 | 21.661 | <b>23.827</b> | 25.993 | 28.159 | 30.325 |

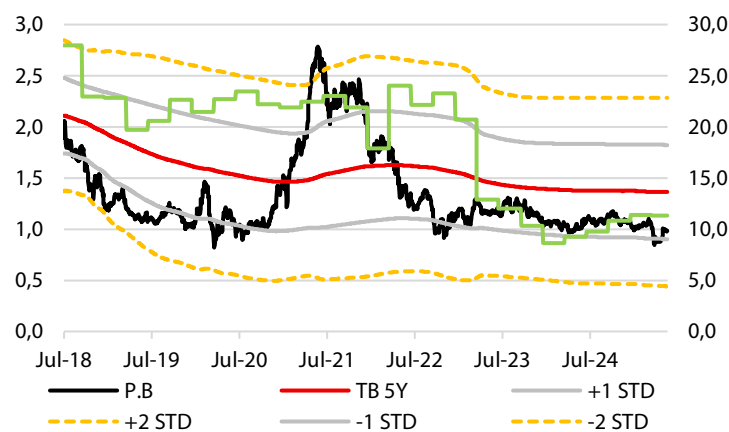
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 7: Tổng hợp định giá**

| Phương pháp định giá           | Giá mục tiêu | Tỷ trọng    | Trung bình    |
|--------------------------------|--------------|-------------|---------------|
| Thu nhập thẳng dư              | 22.907       | 50%         | 11.453        |
| P/B (1,1x BVPS 2025F/26F)      | 22.659       | 50%         | 11.329        |
| <b>Tổng</b>                    |              | <b>100%</b> | <b>22.800</b> |
| P/B 2025F hàm ý                |              |             | 1,2           |
| P/B 2026F hàm ý                |              |             | 1,1           |
| Giá hiện tại                   |              |             | 18.650        |
| Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng |              |             | 500           |
| <b>Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng</b>  |              |             | <b>24%</b>    |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 15: Định giá P/B lịch sử của VPB**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

|                           | tỷ đồng       |               |               |               |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| KQ HKKD                   | FY2023        | FY2024        | FY2025F       | FY2026F       |
| Thu nhập lãi              | 76.557        | 80.112        | 96.721        | 117.687       |
| Chi phí lãi               | -38.383       | -31.031       | -40.162       | -49.837       |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b> | <b>38.175</b> | <b>49.080</b> | <b>56.559</b> | <b>67.851</b> |
| Thu nhập ngoài lãi        | 11.569        | 13.175        | 12.478        | 11.346        |
| Từ HĐ dịch vụ             | 7.096         | 6.126         | 6.060         | 4.569         |
| Từ HĐ KD ngoại hối        | -806          | 827           | 265           | 735           |
| Từ mua bán CK KD          | 380           | 361           | 334           | 380           |
| Từ mua bán CK đầu tư      | 250           | 470           | 198           | 210           |
| Từ HĐ khác                | 4.646         | 5.378         | 5.621         | 5.453         |
| <b>Tổng TN hoạt động</b>  | <b>49.743</b> | <b>62.255</b> | <b>69.037</b> | <b>79.197</b> |
| Chi phí hoạt động         | -13.912       | -14.340       | -15.453       | -18.182       |
| LN trước trích lập DP     | 35.832        | 47.915        | 53.585        | 61.015        |
| Chi phí trích lập DP      | -24.844       | -27.903       | -27.380       | -31.091       |
| <b>LNTT</b>               | <b>10.987</b> | <b>20.013</b> | <b>26.205</b> | <b>29.925</b> |
| Thuế TNDN                 | -2.346        | -4.026        | -5.145        | -5.887        |
| <b>LNST CĐCT mẹ</b>       | <b>10.053</b> | <b>15.779</b> | <b>20.429</b> | <b>23.376</b> |

|                                | %      |        |         |         |
|--------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH               | FY2023 | FY2024 | FY2025F | FY2026F |
| <b>Tăng trưởng</b>             |        |        |         |         |
| Cho vay khách hàng             | 29,8   | 22,6   | 24,1    | 23,8    |
| Huy động khách hàng            | 45,9   | 9,8    | 35,0    | 24,7    |
| Thu nhập lãi thuần             | -6,9   | 28,6   | 15,2    | 20,0    |
| Thu nhập hoạt động             | -13,9  | 25,2   | 10,9    | 14,7    |
| LNST                           | -44,7  | 57,0   | 29,5    | 14,4    |
| Tổng tài sản                   | 29,6   | 13,0   | 22,0    | 19,3    |
| Vốn chủ sở hữu                 | 35,2   | 5,2    | 9,2     | 11,1    |
| <b>Khả năng sinh lợi</b>       |        |        |         |         |
| NIM                            | 5,6    | 5,8    | 5,7     | 5,7     |
| CIR                            | 28,0   | 23,0   | 22,4    | 23,0    |
| ROA                            | 8,3    | 11,0   | 13,3    | 13,8    |
| ROE                            | 1,4    | 1,8    | 2,0     | 1,9     |
| <b>Chất lượng tài sản</b>      |        |        |         |         |
| Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH        | 5,0    | 4,2    | 3,7     | 3,4     |
| Dự phòng/Nợ xấu                | 5,8    | 4,3    | 3,7     | 3,4     |
| VCSH/Tổng tài sản              | 51,7   | 56,2   | 58,3    | 72,3    |
| <b>Tỷ lệ an toàn hoạt động</b> |        |        |         |         |
| Cho vay/Tổng TS                | 79,1   | 87,9   | 87,1    | 88,3    |
| LDR                            | 89,9   | 94,5   | 92,1    | 94,5    |
| CAR                            | 17,2%  | 15,5%  | N/a     | N/a     |

|                                                     | tỷ đồng        |                |                  |                  |
|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| BẢNG CĐKT                                           | FY2023         | FY2024         | FY2025F          | FY2026F          |
| Tiền mặt                                            | 2.285          | 2.148          | 2.299            | 3.216            |
| Tiền gửi tại NHNN Việt Nam                          | 8.423          | 14.327         | 15.577           | 19.421           |
| Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác | 94.094         | 134.644        | 141.247          | 146.935          |
| Chứng khoán kinh doanh                              | 12.326         | 13.111         | 14.248           | 15.397           |
| Các công cụ TCPS và TSTC khác                       | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Cho vay khách hàng                                  | 552.444        | 677.345        | 840.625          | 1.040.524        |
| Chứng khoán đầu tư                                  | 94.587         | 52.783         | 55.830           | 60.510           |
| Góp vốn, đầu tư dài hạn                             | 189            | 189            | 189              | 189              |
| Tài sản cố định                                     | 1.924          | 2.024          | 2.518            | 2.949            |
| Bất động sản đầu tư                                 | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Tài sản Có khác                                     | 51.428         | 27.276         | 54.565           | 55.947           |
| <b>Tổng tài sản</b>                                 | <b>817.700</b> | <b>923.848</b> | <b>1.127.097</b> | <b>1.345.087</b> |
| Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam             | 4.118          | 6              | 26               | 26               |
| Tiền gửi và vay các TCTD khác                       | 156.357        | 201.756        | 209.952          | 223.800          |
| Tiền gửi của khách hàng                             | 442.368        | 485.667        | 655.851          | 818.081          |
| Phát hành giấy tờ có giá                            | 47.787         | 66.976         | 87.739           | 108.502          |
| Các khoản nợ khác                                   | 27.100         | 22.129         | 6.639            | 9.294            |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                             | <b>677.753</b> | <b>776.572</b> | <b>960.250</b>   | <b>1.159.748</b> |
| Vốn chủ sở hữu                                      | 139.947        | 147.275        | 160.845          | 178.676          |
| Vốn của tổ chức tín dụng                            | 103.332        | 103.332        | 103.332          | 103.332          |
| Quỹ của tổ chức tín dụng                            | 12.233         | 14.566         | 16.508           | 18.878           |
| Chênh lệch tỷ giá hối đoái                          | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Chênh lệch đánh giá lại tài sản                     | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Lợi nhuận chưa phân phối                            | 19.149         | 24.008         | 41.006           | 56.467           |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                        | 5.232          | 5.370          | 6.002            | 6.663            |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>                          | <b>817.700</b> | <b>923.848</b> | <b>1.127.097</b> | <b>1.345.087</b> |

| Chỉ số định giá    | FY2023 | FY2024 | FY2025F | FY2026F |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| EPS (đồng/cp)      | 940    | 1.626  | 2.575   | 2.946   |
| P/E (x)            | 19,9   | 11,5   | 7,0     | 6,1     |
| BV (đồng/cp)       | 13.244 | 17.886 | 19.517  | 21.681  |
| P/B (x)            | 1,4    | 1,0    | 0,9     | 0,8     |
| DPS (đồng/cp)      | 1.000  | 1.000  | 500     | 500     |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 5,3    | 5,3    | 2,8     | 2,8     |

| Mô hình định giá              | Giá    | Tỷ trọng    | Bình quân     |
|-------------------------------|--------|-------------|---------------|
| Thu nhập thặng dư             | 22.907 | 50%         | 11.453        |
| P/B                           | 22.659 | 50%         | 11.329        |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b> |        | <b>100%</b> | <b>22.800</b> |

| Lịch sử định giá | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Thời gian |
|------------------|--------------|-------------|-----------|
| Tháng 6/2025     | 22.800       | MUA         | Dài hạn   |

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

| Khuyến Nghị                                     | MUA  | TÍCH LŨY   | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN   |
|-------------------------------------------------|------|------------|---------------|-------|
| Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng | >20% | 5% đến 20% | -20% đến -5%  | <-20% |

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

### Nguyễn Thị Phương Lam

#### Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

### Đỗ Thanh Tùng

#### Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)  
• Ngân hàng

### Lê Tự Quốc Hưng

#### Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Chiến lược Thị trường  
• Kinh tế vĩ mô

### Đỗ Thạch Lam

#### Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• BĐS dân dụng  
• Vật liệu xây dựng  
• BĐS Khu công nghiệp

### Trần Thị Hà My

#### Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Kinh tế vĩ mô

### Phạm Hữu Luân

#### Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)  
• Bán lẻ

### Cao Ngọc Quân

#### Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)  
• Cảng biển  
• Hàng không  
• Dệt may

### Lê Ngọc Hiền

#### Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Thủy sản  
• Phân bón

### Nguyễn Bảo Hưng

#### Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)  
• Bán lẻ  
• Ô tô & Phụ tùng  
• Tiêu dùng

### Võ Nguyễn Vũ Toàn

#### Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Kinh tế vĩ mô

### Trần Thái Dương

#### Chuyên viên Phân tích

duong.th@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Vật liệu xây dựng

### Nguyễn Thị Quỳnh Giao

#### Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• BĐS dân dụng  
• BĐS Khu công nghiệp

### Tô Hạng Trang

#### Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Ngân hàng

### Lê Huỳnh Hương

#### Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Dầu khí

### Nguyễn Đức Chính

#### Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Tiện ích công cộng

### Trần Ngọc Lan Anh

#### Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Bán lẻ

### Trần Thị Ngọc Hà

#### Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

### Phan Thị Phương Thảo

#### Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

**T** (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn  
**W** www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

**T** (+84) 24 6288 2006  
**F** (+84) 24 6288 2008

#### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

**T** (+84) 25 8382 0006  
**F** (+84) 25 8382 0008

#### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

**T** (+84) 29 2381 7578  
**F** (+84) 29 2381 8387

#### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

**T** (+84) 25 4777 2006

#### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

**T** (+84) 27 4777 2006

#### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

**T** (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**  
**TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**  
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**