

VIETCOMBANK (VCB)

Tài chính

Giá hiện tại	VND56.600
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND67.300/52.500
Giá mục tiêu	VND69.300
Giá mục tiêu trước đó	VND69.900
Consensus	-3,3%
Tiềm năng tăng giá	22,2%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	22,2%

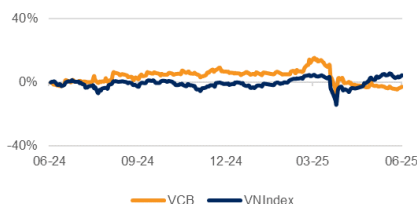
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	18.009
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	9,1
Sở hữu NN (tr USD)	1.436
Số CP lưu hành (tr)	8.355
Số CP sau pha loãng (tr)	8.355

	VCB	Ngành	VNI
P/E 12T	13,9x	8,7x	13,0x
P/B hiện tại	2,5x	1,25x	1,7x
ROA	1,7%	1,5%	2,1%
ROE	17,9%	17,2%	13,0%

*Dữ liệu ngày 26/06/2025

Diễn biến cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
VCB	-2,8%	1,8%	19,9%
Tương quan VN Index	-5,5%	3,7%	15,9%

Cơ cấu sở hữu

NH Nhà nước	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	1,7%
Khác	8,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Vietcombank cho vay cả doanh nghiệp và cá nhân. NH cũng có những dịch vụ tài chính như thanh toán quốc tế, giao dịch ngoại hối và chuyển tiền. Ngân hàng có sáu công ty con và 13 công ty liên kết, với NH Nhà nước là cổ đông có quyền kiểm soát lớn nhất.

Chuyên viên phân tích



Trần Kim Phượng

phuong.trankim@vndirect.com.vn

Chính sách thuế quan ít ảnh hưởng đến tăng trưởng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 22,2%, nhưng điều chỉnh giảm giá mục tiêu 0,4%.
- Nguyên nhân chính dẫn đến việc điều chỉnh giá mục tiêu là do chúng tôi giảm dự báo NIM và thu nhập ngoài lãi cho giai đoạn 2025–2026.
- Hệ số P/B hiện tại ở mức 2,5 lần đang chưa phản ánh đúng triển vọng của VCB với ROE dự phóng của chúng tôi cho năm 2025.

Điểm nhấn tài chính

- LNST Q1/25 tăng nhẹ 1,4% svck lên 8.696 tỷ đồng, do thu nhập từ phí sụt giảm sau khi không còn ghi nhận khoản phí upfront như năm 2024.
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 6 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 20 điểm cơ bản svck) lên mức 1,03%; tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ cũng tăng 2 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 26 điểm cơ bản svck) lên 0,29%.
- Chúng tôi dự báo ROE của VCB sẽ giảm nhẹ xuống 17,6%, do các gói cho vay ưu đãi dự kiến mang lại mức lợi suất thấp hơn và thu nhập từ phí ròng cũng giảm.

Luận điểm đầu tư

Đầu tư công thức đẩy tăng trưởng tín dụng, tác động từ thuế quan hạn chế

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ đạt 13% svck trong năm 2025, được hỗ trợ bởi đẩy mạnh cho vay các dự án hạ tầng. Cho vay KH DN lớn tiếp tục là động lực chính, trong khi mảng cho vay bán lẻ dự kiến phục hồi chậm hơn do môi trường kinh tế còn nhiều bất định, bao gồm cả rủi ro từ chính sách thuế quan dưới chính quyền Tổng thống Trump. Mặc dù các DN FDI chiếm khoảng 10% dư nợ của VCB, chúng tôi cho rằng tác động từ chính sách thuế quan sẽ ở mức hạn chế, do nhóm khách hàng này có khả năng tài chính mạnh. Tuy vậy, hoạt động tài trợ thương mại có thể bị ảnh hưởng, khiến thu nhập từ phí của ngân hàng giảm trong ngắn hạn.

NIM năm 2025 chịu áp lực do lãi suất cho vay thấp hơn

Trong Q1/25, NIM giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 52 điểm cơ bản svck), còn 2,64%. Chúng tôi dự báo NIM năm 2025 sẽ giảm nhẹ xuống còn 2,74%, do tác động từ việc giảm lãi suất cho vay lên lợi suất tài sản. Chi phí vốn dự kiến sẽ giảm nhẹ nhờ môi trường lãi suất thấp duy trì và tỷ lệ CASA ổn định – được kỳ vọng đạt 35% trong giai đoạn 2025–2026, nhờ chiến lược bán chéo dịch vụ thanh toán cho khách hàng doanh nghiệp.

Chất lượng tài sản vượt trội là lợi thế trong tình hình nhiều biến động

Tỷ lệ nợ xấu của VCB tăng nhẹ 6 điểm cơ bản svck, đạt 1,03% vào cuối Q1/25. Tỷ lệ hình thành nợ xấu – bao gồm cả phần đã xử lý bằng hình thức xóa nợ – tăng nhẹ so với quý trước, cho thấy VCB tiếp tục chủ động kiểm soát nợ xấu thông qua xóa nợ. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL sẽ giảm về mức 0,92% vào cuối năm, nhờ các yếu tố hỗ trợ gồm: (1) thu nhập hộ gia đình cải thiện, (2) thị trường bất động sản ấm dần trở lại khi các nút thắt pháp lý được gỡ bỏ, và (3) kỳ vọng Luật hóa Nghị quyết 42, tạo điều kiện cho các NH xử lý tài sản đảm bảo hiệu quả hơn.

Tổng quan tài chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	2,6%	4,8%	8,9%	12,0%
Tăng trưởng tín dụng svck	14,1%	13,0%	13,5%	14,0%
NIM	2,9%	2,7%	2,8%	2,8%
CASA	35,8%	35,0%	35,0%	35,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%
Tỷ lệ bao nợ xấu	223,3%	190,7%	170,7%	147,5%
ROAE	18,4%	17,6%	17,4%	16,7%
P/B	2,39	2,33	1,98	1,70

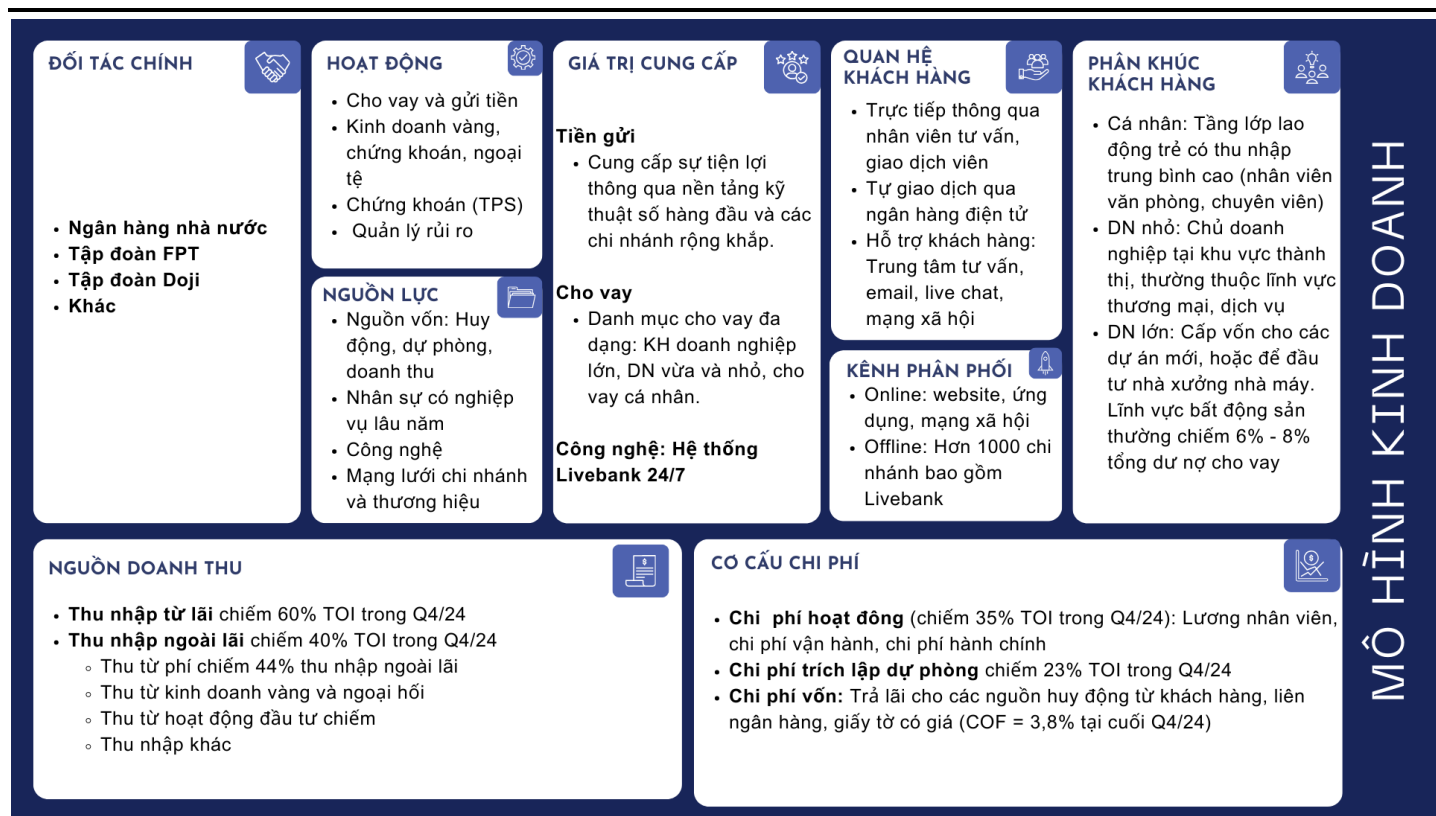
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Vietcombank, được biết đến dưới tên Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam, là một ngân hàng thương mại nhà nước (SOCB) có uy tín cao, phổ biến nhờ mạng lưới rộng, dịch vụ tài chính và chất lượng tài sản tốt nhất. Được thành lập vào năm 1963, VCB đóng vai trò then chốt trong sự phát triển của ngành ngân hàng Việt Nam, phục vụ nhu cầu tài chính đa dạng của các cá nhân, doanh nghiệp và tổ chức trong nước và quốc tế.

Là một Ngân hàng Thương mại nhà nước, VCB được hưởng lợi từ mối quan hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp nhà nước lớn, có dòng tiền mạnh và do đó cho phép ngân hàng duy trì danh mục cho vay có rủi ro thấp. VCB là ngân hàng Việt Nam đầu tiên xây dựng mối quan hệ với các ngân hàng quốc tế. Do đó, NH giữ vị trí dẫn đầu trong ngoại thương, bao gồm tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại hối. Điều này tạo thêm lợi thế cho VCB để bán chéo dịch vụ cho khách hàng, giúp ngân hàng đa dạng hóa nguồn thu nhập.

Hình 1: Mô hình kinh doanh Canvas của VCB



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Chi phí dự phòng giảm hỗ trợ lợi nhuận ròng tăng nhẹ

Hình 2: Tóm tắt KQKD (tỷ đồng trừ khi có ghi chú khác)

Kết quả kinh doanh	Q1/25	Q1/24	svck %	Q4/24	sv quý trước %	3T35	3T24	svck %	% dự báo trước đó	Nhận xét
Thu nhập lãi	13.687	14.078	-2,8%	13.842	-1,1%	13.687	14.078	-2,8%	22,7%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	3.578	3.202	11,7%	3.868	-7,5%	3.578	3.202	11,7%	26,3%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Tổng thu nhập HĐKD	17.265	17.280	-0,1%	17.711	-2,5%	17.265	17.280	-0,1%	23,4%	
Chi phí hoạt động	(5.652)	(5.054)	11,8%	(7.040)	-19,7%	(5.652)	(5.054)	11,8%	23,2%	Cao hơn dự phóng của chúng tôi do chi phí nhân viên cao hơn dự kiến
Lợi nhuận trước dự phòng	11.612	12.226	-5,0%	10.670	8,8%	11.612	12.226	-5,0%	23,5%	
Chi phí dự phòng	(752)	(1.508)	-50,1%	32	N/A	(752)	(1.508)	-50,1%	16,2%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi do nợ xấu hình thành thấp hơn dự kiến, khiến cho chi phí dự phòng giảm trong Q1/25
Lợi nhuận trước thuế	10.860	10.718	1,3%	10.703	1,5%	10.860	10.718	1,3%	24,2%	
LN ròng	8.696	8.580	1,4%	8.565	1,5%	8.696	8.580	1,4%	24,2%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Các chỉ số chính của VCB theo quý

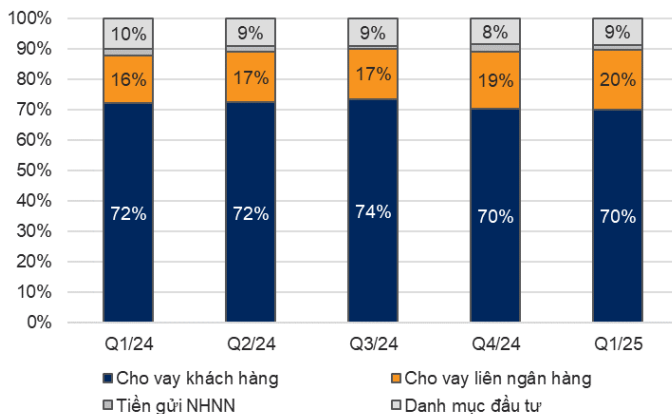
Các chỉ số chính	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	76,7%	80,3%	79,8%	80,2%	81,5%	83,0%	80,6%	78,2%	79,3%	
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	23,3%	19,7%	20,2%	19,8%	18,5%	17,0%	19,4%	21,8%	20,7%	
NIM (dự phóng cả năm)	3,18%	3,20%	2,96%	2,90%	3,16%	3,05%	2,86%	2,79%	2,64%	
Chi phí / Thu nhập (CIR)	28,5%	32,4%	33,2%	36,0%	29,2%	30,6%	34,5%	39,8%	32,7%	
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	74,6%	79,6%	79,3%	79,4%	83,4%	84,6%	84,5%	81,5%	83,1%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,8%	0,8%	1,2%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	320,8%	385,8%	270,1%	230,3%	199,8%	212,1%	204,6%	223,3%	216,1%	
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	0,70%	0,78%	0,69%	0,28%	0,16%	0,16%	0,34%	0,18%	0,10%	
ROAA (trượt 12 tháng)	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	
ROAE (trượt 12 tháng)	23,8%	23,6%	23,3%	21,7%	20,5%	20,0%	19,8%	18,5%	17,9%	

Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phân tích các chỉ số chính của VCB

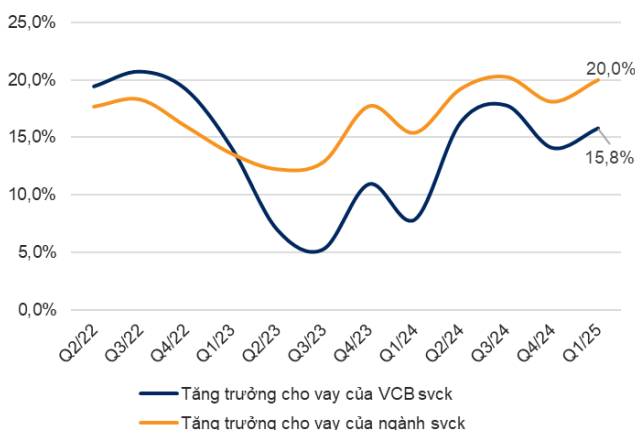
Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng tăng, thúc đẩy IEA tăng trưởng

- Tổng tài sản sinh lãi tăng 1,4% sv quý trước (+19,1% svck) trong Q1/25, chậm lại so với mức tăng 8,1% sv quý trước trong Q4/24. Đà tăng chủ yếu đến từ tăng trưởng cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng.
- Dư nợ cho vay khách hàng tăng 1,2% sv quý trước (+15,8% svck), thấp hơn mức trung bình của các NH cùng ngành (3,9%), do VCB đã chuyển một phần hoạt động cho vay sang VCB Neo (tức CB Bank).
- Cho vay liên ngân hàng tăng 5,5% sv quý trước (+50,3% svck). Trong khi đó, danh mục đầu tư tăng 7,0% sv quý trước (+4,6% svck), cho thấy ngân hàng đang quay lại đầu tư vào trái phiếu trung hạn một cách thận trọng.



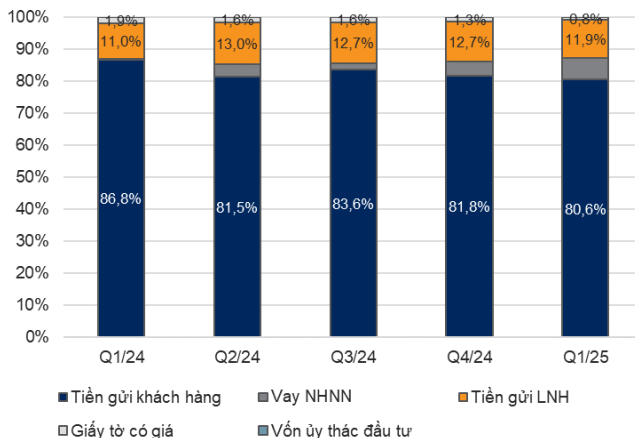
Tăng trưởng cho vay: Cho vay cá nhân là động lực tăng trưởng

- Tổng dư nợ cho vay của VCB tăng 1,2% sv quý trước (+15,8% svck) trong Q1/25, chậm hơn mức trung bình ngành là 20,0%, phản ánh chiến lược cho vay thận trọng.
- Mức tăng trưởng khiêm tốn này chủ yếu đến từ cho vay cá nhân, tăng 2,8% sv quý trước. Trong đó, cho vay tiêu dùng (ô tô, thẻ tín dụng) tăng mạnh 13,1% sv quý trước, trở thành động lực chính, trong khi cho vay mua nhà gần như đi ngang so với quý trước.
- Cho vay doanh nghiệp không tăng trưởng đáng kể (-0,4% sv quý trước), do tạm thời chậm giải ngân cho các KHDN lớn sau đợt cao điểm giải ngân cuối năm.



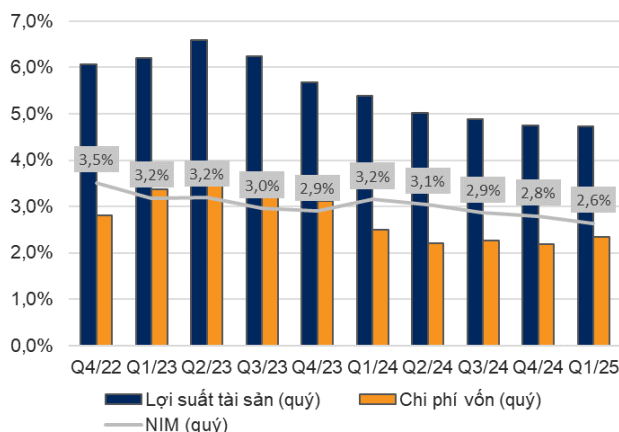
Cơ cấu huy động: Tiền gửi khách hàng tăng chậm, điều chỉnh thành khoản thông qua tiền gửi NHNN

- Tính đến cuối Q1/25, tổng nguồn vốn huy động của VCB giảm nhẹ 1,1% sv quý trước, chủ yếu do tiền gửi khách hàng giảm nhẹ (-0,4% sv quý trước) và tiền gửi liên ngân hàng giảm (-5,0% sv quý trước), trong khi khoản vay từ NHNN tăng mạnh 60%, bù đắp lại tổng huy động.
- Tiền gửi KH giảm 0,4% sv quý trước, đảo chiều so với mức tăng mạnh 5,9% trong Q4/24. Do đó, tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) của VCB tăng nhẹ lên 83,1% so với mức 81,5% quý trước, phản ánh dòng tiền gửi chậm lại trong khi tín dụng tăng nhẹ.
- Tiền gửi liên ngân hàng giảm 5,0% sv quý trước sau khi đạt đỉnh trong Q4/24. Trong khi đó, giấy tờ có giá giảm mạnh 41,3% sv quý trước, cho thấy VCB đang giảm sử dụng các công cụ huy động vốn dài hạn để tối ưu hóa thanh khoản.



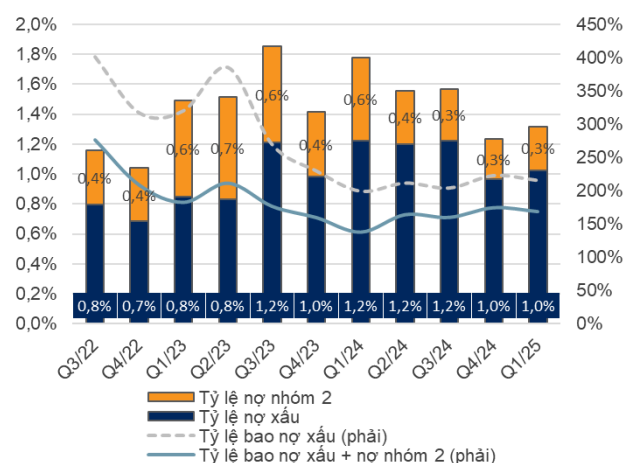
Diễn biến NIM: Đà giảm tiếp tục

- NIM giảm xuống còn 2,6% trong Q1/25, giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước và 52 điểm cơ bản so với cùng kỳ, đánh dấu mức thấp nhất kể từ năm 2022 do chịu áp lực từ lãi suất cho vay.
- Lợi suất tài sản giảm xuống còn 4,6%, phản ánh chiến lược duy trì mật bằng lãi suất cho vay thấp của VCB nhằm hỗ trợ nhu cầu tín dụng.
- Chi phí vốn giảm xuống còn 2,0%, nhờ tỷ lệ CASA cao ở mức 35,4%, duy trì ổn định so với quý trước và góp phần làm giảm áp lực lên NIM.



Chất lượng tài sản: Duy trì chất lượng tài sản tốt với bộ đệm dự phòng lớn

- Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 1,03% trong Q1/25 (+6 điểm cơ bản sv quý trước), trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 đi ngang ở mức 0,29%, cho thấy chất lượng khoản vay đang cải thiện ổn định.
- Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) đạt 216%, giảm nhẹ so với mức 223% trong Q4/24, nhưng vẫn là mức cao nhất trong nhóm ngân hàng, cung cấp bộ đệm dự phòng lớn.
- Chúng tôi kỳ vọng VCB có thể giảm tỷ lệ nợ xấu xuống khoảng 0,92% vào cuối năm 2025, nhờ vào hoạt động thu hồi nợ cải thiện, xử lý triệt để các khoản nợ xấu cũ và tăng trưởng tín dụng thận trọng.



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2025-26: Đẩy mạnh đầu tư công là động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Hình 5: Điều chỉnh dự phóng KQKD (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Thu nhập lãi thuần	60.292	67.228	59.439	66.872	-1,4%	-0,5%	Chúng tôi đã giảm dự báo NIM cho các năm 2025-2026 lần lượt là 4/1 điểm cơ bản do lợi suất tài sản trong Q1/25 thấp hơn dự kiến
Thu nhập ngoài lãi	13.587	14.417	12.946	13.506	-4,7%	-6,3%	Chúng tôi giảm dự phóng cho thu nhập từ phí do (1) phân loại lại phí từ UPAS-LC vào thu nhập lãi khiến thu nhập từ phí giảm; (2) không còn khoản thu nhập từ phí trả trước bancassurance
Tổng thu nhập HDKD	73.878	81.645	72.385	80.378	-2,0%	-1,6%	
Chi phí hoạt động	(24.380)	(26.943)	(24.249)	(26.927)	-0,5%	-0,1%	
Lợi nhuận trước dự phòng	49.498	54.702	48.136	53.451	-2,8%	-2,3%	
Chi phí dự phòng	(4.630)	(5.607)	(3.859)	(5.244)	-16,7%	-6,5%	Chúng tôi giảm dự phóng chi phí dự phòng do chi phí tín dụng trong Q1/25 thấp hơn dự kiến và tỷ lệ hình thành nợ xấu từ nợ nhóm 2 quý trước ít hơn dự kiến
Lợi nhuận trước thuế	44.868	49.095	44.278	48.207	-1,3%	-1,8%	
Lợi nhuận ròng	35.940	39.325	35.467	38.614	-1,3%	-1,8%	

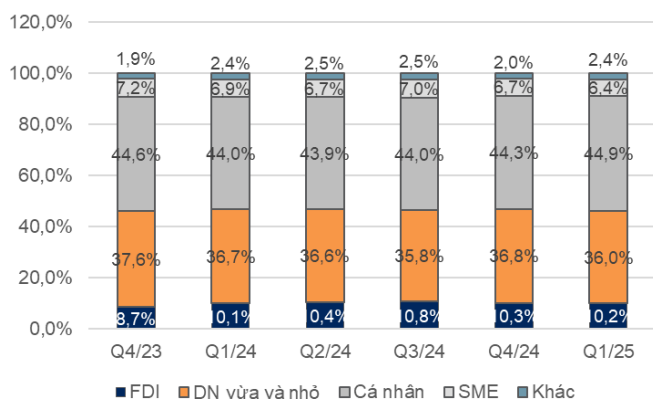
Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Đầu tư công sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2025

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ đạt 13% trong năm 2025, chủ yếu được hỗ trợ bởi đẩy mạnh các dự án đầu tư công. Trong bối cảnh Chính phủ đang thúc đẩy xây dựng các dự án hạ tầng—bao gồm cao tốc, năng lượng - VCB, với mối quan hệ chặt chẽ với các DN nhà nước và các KHDN lớn, có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu tín dụng. Cho vay doanh nghiệp lớn được kỳ vọng tiếp tục là trụ cột tăng trưởng tín dụng, đặc biệt ở các lĩnh vực liên quan đến đầu tư công.

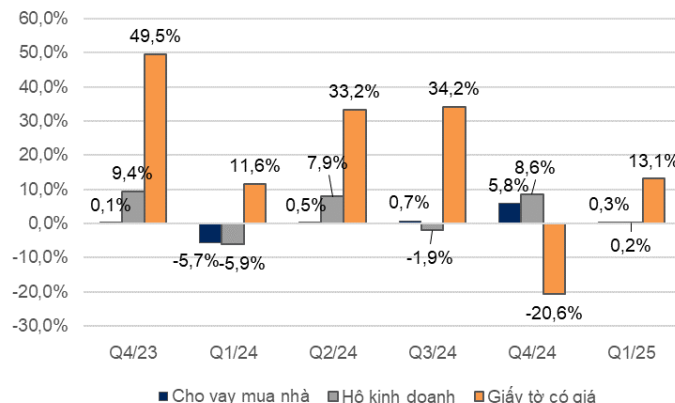
Ngược lại, mảng cho vay bán lẻ có khả năng sẽ phục hồi chậm hơn do các biến động về vĩ mô và tâm lý thận trọng của người tiêu dùng. Trong đó bao gồm khả năng Mỹ áp dụng các hàng rào thương mại dưới nhiệm kỳ mới của ông Trump, điều này có thể ảnh hưởng đến các doanh nghiệp xuất khẩu và dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tác động đến danh mục cho vay của VCB là hạn chế, do khách hàng FDI chỉ chiếm khoảng 10% tổng dư nợ và nhìn chung có tình hình tài chính cùng dòng tiền lành mạnh. Dù vậy, hoạt động tài trợ thương mại có thể suy giảm trong ngắn hạn, gây áp lực lên thu nhập từ phí. Trong trung hạn, chúng tôi tin rằng danh mục tín dụng đa dạng và hệ thống quản trị rủi ro vững chắc sẽ giúp VCB giảm thiểu tác động từ các cú sốc bên ngoài, đồng thời hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư công.

Hình 6: VCB tập trung cho vay đối với phân khúc doanh nghiệp với FDI là động lực chính



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Cho vay cá nhân so với quý trước: Cho vay hộ gia đình tăng trưởng ổn định, cho vay mua nhà phục hồi mạnh trong Q4/24



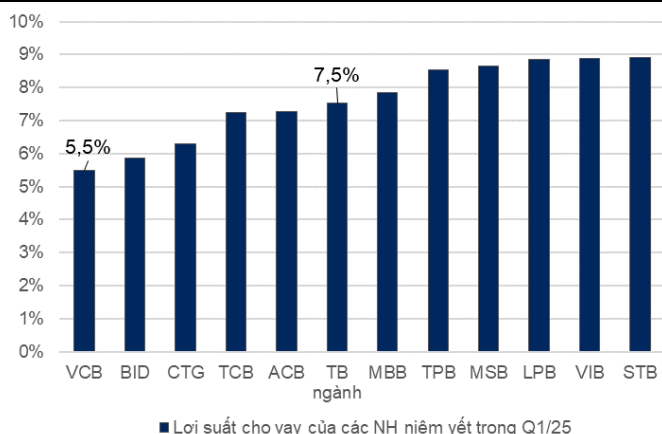
Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

NIM giảm trong 2025 do lợi suất cho vay giảm

Trong Q1/25, NIM của VCB giảm mạnh 30 điểm cơ bản so với quý trước (-52 điểm cơ bản svck), xuống còn 2,64%—mức thấp nhất kể từ năm 2022. Chúng tôi dự báo NIM cả năm 2025 sẽ duy trì xu hướng giảm, đạt trung bình khoảng 2,73%, thấp hơn so với mức 2,86% của năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu là do chiến lược của VCB trong việc duy trì lãi suất cho vay thấp nhằm kích thích tăng trưởng tín dụng, cũng như việc cho vay vào các dự án hạ tầng—vốn thường có lợi suất sinh lời thấp hơn.

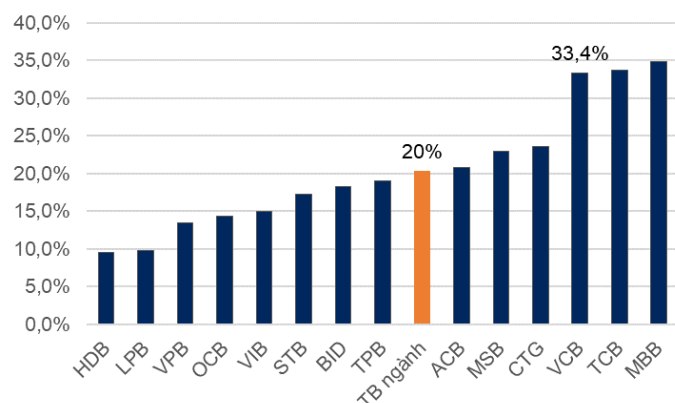
Chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn sẽ có xu hướng giảm, nhờ môi trường lãi suất thuận lợi. Tỷ lệ CASA đạt 35,4% trong Q1/25 và được dự báo sẽ duy trì quanh mức 35% trong giai đoạn 2025–2026, nhờ nỗ lực không ngừng của VCB trong việc bán chéo dịch vụ thanh toán và quản lý tiền mặt cho KHDN.

Hình 8: Lợi suất cho vay của VCB là thấp nhất trong số các NH, theo ước tính của chúng tôi



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tuy nhiên, tỷ lệ CASA nằm trong top 3 cao nhất tại cuối Q4/24



*Bình quân của 25 NH niêm yết lớn nhất

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

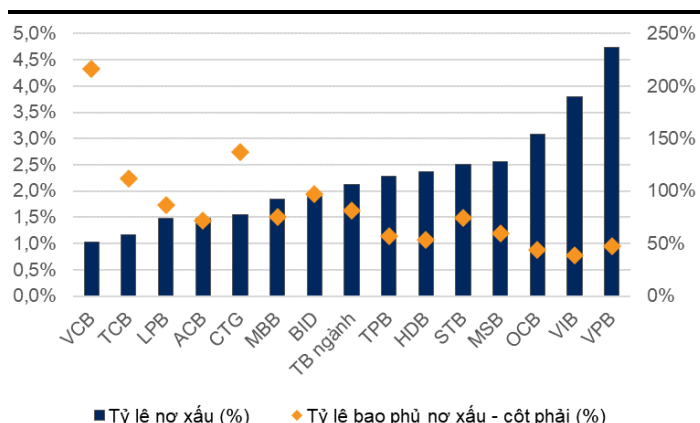
Nhìn sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng NIM của VCB sẽ phục hồi nhẹ, được thúc đẩy bởi chiến lược đẩy mạnh cho vay bán lẻ. Trong Q1/25, dư nợ cho vay cá nhân đã tăng 2,8% so với quý trước, cho thấy tín hiệu phục hồi dần của mảng bán lẻ—vốn có suất sinh lời cao hơn—giúp cải thiện NIM của NH trong dài hạn.

Chất lượng tài sản hàng đầu tạo bộ đệm tốt trong bối cảnh biến động

Tỷ lệ nợ xấu của VCB tăng nhẹ 6 điểm cơ bản so với quý trước, lên mức 1,03% vào cuối Q1/25. Nếu bao gồm cả các khoản nợ xấu đã được xử lý, hình thành nợ xấu so với quý trước tăng nhẹ, cho thấy ngân hàng vẫn chủ động trong việc xử lý nợ xấu thông qua các biện pháp xóa nợ. Chiến lược này giúp VCB giảm thiểu tác động tiêu cực từ các khoản vay tồn đọng.

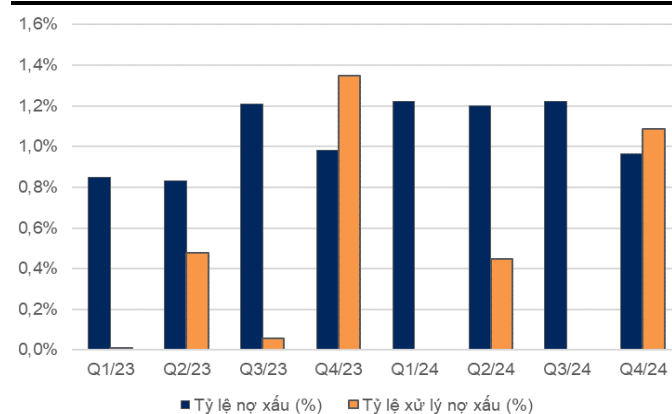
Dù tỷ lệ nợ xấu có tăng nhẹ trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm về khoảng 0,92% vào cuối năm, nhờ thu nhập hộ gia đình được cải thiện, giúp nâng cao khả năng trả nợ ở phân khúc bán lẻ. Cùng lúc, thị trường bất động sản cũng đã bắt đầu có dấu hiệu phục hồi khi các vướng mắc pháp lý dần được tháo gỡ. Ngoài ra, việc Luật hóa Nghị quyết 42 được kỳ vọng sẽ tạo hành lang pháp lý rõ ràng hơn trong việc xử lý tài sản bảo đảm, hỗ trợ quá trình thu hồi nợ của ngân hàng. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) của VCB hiện đạt 223%—mức cao nhất trong nhóm 25 ngân hàng niêm yết—thể hiện định hướng thận trọng trong quản trị rủi ro và tạo bộ đệm vững chắc để ứng phó với các biến động.

Hình 10: VCB có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và LLR cao nhất trong Q1/25



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: VCB đã tích cực xóa nợ trong Q4/24 và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm nay



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là **69.300**

Chúng tôi giữ phân bù rủi ro vốn chủ sở hữu ở mức 8,35%, theo các cập nhật từ [NYU Stern](#) vào tháng 1/2025. Chúng tôi cũng cập nhật lãi suất phi rủi ro dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm. Chúng tôi kết hợp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số bằng nhau là 50% để đưa ra mức giá mục tiêu là 69.300 đồng cho VCB.

Mức P/B mục tiêu của chúng tôi là 2,8x, cao hơn 135% so với P/B của ngành hiện tại là 1,2x. Trong 5 năm qua, chênh lệch trung bình giữa tỷ lệ P/B của VCB và ngành là 160%.

Tiềm năng tăng giá mục tiêu của chúng tôi đến từ chi phí tín dụng thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) tỷ lệ NPL cao hơn dự kiến; và 2) tăng trưởng thu nhập phí ngoài lãi thấp hơn dự kiến.

Hình 12: Định giá thu nhập thặng dư, dựa trên ước tính của chúng tôi

Giả định chính	2025	2026	2027	2028	2029	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phân bù rủi ro	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Chi phí vốn chủ sở hữu	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
ROE (%)	17,6%	17,4%	16,7%	16,3%	15,5%	17,5%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	16.881	19.552	20.842	23.011	23.985	482.094
Tỷ lệ chiết khấu	0,91	0,84	0,76	0,70	0,64	0,64
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	15.438	16.352	15.941	16.097	15.344	308.402
(tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	198.860					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	79.172					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	308.402					
Giá trị vốn chủ sở hữu	586.434					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	8.356					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	70.184					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	70.184	35.092
Hệ số P/B (2,8 lần cho năm 2025)	50%	68.347	34.174
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			69.265
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			69.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tỷ lệ P/B của VCB so với dữ liệu quá khứ



Dữ liệu tính đến ngày 26/06/2025

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Tỷ lệ P/B của VCB so với trung bình ngành



Dữ liệu tính đến ngày 26/06/2025

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (giá tính đến ngày 26/06/2025)

Ngân hàng	Mã chứng khoán	Vốn hóa (triệu USD)	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kết 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
			12T	2024	12T	2024	12T	2024	12T	2024	%	12T	2024	12T	2024
NHTM CP Công Thương	CTG VN	8.242,7	2,8%	2,9%	1,3%	1,2%	1,4	1,2	8,3	7,6	30,4%	1,1%	1,3%	18,3%	19,7%
NHTM CP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BID VN	9.633,8	2,3%	2,2%	1,5%	1,4%	1,7	1,5	9,9	10,6	18,0%	1,0%	0,9%	18,3%	17,8%
NHTM CP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	5.610,2	5,9%	5,7%	4,8%	3,8%	1,0	0,9	9,1	7,6	27,5%	1,8%	1,9%	11,3%	13,0%
NHTM CP Kỹ Thương Việt Nam	TCB VN	8.678,1	3,9%	4,0%	1,1%	1,2%	1,5	1,3	10,6	8,6	17,4%	2,3%	2,3%	14,8%	16,0%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	5.846,9	4,4%	4,4%	2,5%	1,6%	1,3	1,1	6,2	5,9	16,8%	2,4%	2,1%	22,9%	21,5%
NHTM CP Á Châu	ACB VN	4.153,9	3,5%	3,3%	1,5%	1,5%	1,2	1,0	6,5	5,2	15,5%	2,0%	2,0%	20,5%	20,3%
NHTM CP Phát triển Thành Phố HCM	HDB VN	2.900,0	5,4%	5,6%	2,2%	1,4%	1,3	1,1	5,4	7,4	21,4%	2,1%	2,2%	26,1%	25,6%
NHTM CP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	2.049,5	3,7%	4,1%	3,6%	3,6%	1,2	1,0	7,6	6,2	22,5%	1,6%	2,0%	17,4%	21,0%
NHTM CP Tiên Phong	TPB VN	1.346,7	3,8%	3,4%	2,2%	2,0%	0,9	0,8	5,6	5,3	10,2%	1,7%	1,6%	17,1%	16,3%
NHTM CP Lộc Phát	LPB VN	3.629,3	3,1%	3,3%	1,4%	1,6%	2,1	1,7	9,5	10,3	1,9%	2,2%	1,8%	24,2%	18,7%
NHTM CP Sài Gòn Thương Tín	STB VN	3.251,4	3,7%	3,5%	2,3%	2,3%	1,5	1,2	7,8	5,5	18,1%	1,5%	1,9%	20,6%	24,9%
NHTM CP Phương Đông	OCB VN	1.077,3	3,0%	3,6%	2,9%	2,7%	0,9	0,7	9,6	5,2	16,8%	1,1%	1,5%	9,5%	14,0%
			3,7%	3,8%	2,2%	1,9%	1,4	1,2	8,5	7,7	17,3%	1,7%	1,8%	18,4%	18,9%
NHTM CP Ngoại Thương Việt Nam	VCB VN	18.093,5	2,9%	2,7%	1,2%	0,9%	2,3	2,3	13,9	14,4	8,5%	1,7%	1,6%	17,9%	17,6%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	36.285	42.400	53.246	53.621	55.406	59.439	66.872
Thu nhập ngoài lãi	12.777	14.324	14.836	14.103	13.173	12.946	13.506
Tổng thu nhập hoạt động	49.063	56.724	68.083	67.723	68.578	72.385	80.378
Chi phí hoạt động	16.038	17.574	21.251	21.915	23.027	24.249	26.927
LN trước trích lập	33.024	39.149	46.832	45.809	45.551	48.136	53.451
Chi phí trích lập dự phòng	16.038	17.574	21.251	21.915	23.027	24.249	26.927
Lợi nhuận trước thuế	23.050	27.389	37.368	41.244	42.236	44.278	48.207
Lợi nhuận sau thuế	18.451	21.919	29.899	33.033	33.831	35.467	38.614

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kết toán

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	48.235	40.822	111.063	72.609	64.923	67.569	70.399
Cho vay liên ngân hàng	267.970	225.765	313.637	335.616	389.296	412.654	425.033
Chứng khoán - tổng cộng	159.485	173.546	197.753	148.388	172.205	189.426	208.814
Cho vay khách hàng	820.545	934.774	1.120.287	1.241.675	1.418.037	1.608.750	1.831.577
Cho vay khách hàng (gộp)	839.788	960.750	1.145.066	1.270.359	1.449.220	1.637.618	1.858.697
Trích lập dự phòng	(19.243)	(25.976)	(24.779)	(28.684)	(31.183)	(28.868)	(27.120)
Tài sản cố định	10.778	10.972	10.179	9.933	10.321	11.502	12.801
Tài sản khác	19.216	28.794	60.896	31.002	30.616	34.115	37.972
Tổng tài sản	1.326.230	1.414.673	1.813.815	1.839.223	2.085.397	2.324.015	2.586.597
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHNN	41.177	9.468	67.315	1.671	78.237	86.061	94.667
Tiền gửi liên ngân hàng	103.584	109.758	232.511	213.842	234.653	281.584	366.059
Tiền gửi khách hàng	1.032.114	1.135.324	1.243.468	1.395.695	1.514.665	1.635.838	1.799.422
Giấy tờ có giá	21.240	17.388	25.338	19.913	24.125	32.810	45.934
Các khoản nợ khác	34.021	33.618	109.537	39.560	34.760	83.666	40.784
Tổng nợ	1.232.135	1.305.555	1.678.169	1.670.680	1.886.441	2.119.959	2.346.867
Vốn điều lệ	37.089	37.089	47.325	55.891	55.891	55.891	55.891
Quỹ của TCTD	14.926	18.173	22.557	22.562	27.453	27.453	27.453
Lợi nhuận giữ lại	36.650	48.434	60.733	85.174	110.679	115.779	151.453
Lợi ích cổ đông thiểu số	85	87	88	94	96	96	96
Tổng VCSH	94.095	109.117	135.646	168.543	198.956	204.056	239.730
Tổng nợ và VCSH	1.326.230	1.414.673	1.813.815	1.839.223	2.085.397	2.324.015	2.586.597

Các chỉ số tài chính

Các chỉ số chính

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Giá trị cổ phiếu							
Hệ số P/B	8,39	7,23	5,82	4,68	3,97	3,87	3,29
Tỷ suất cổ tức	1%	0%	1%	0%	3%	0%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	42%	0%	25%	0%	0%	0%	0%
Lãi cơ bản/cp (đồng)	1.918	2.376	3.178	3.645	3.741	3.921	4.269

Các chỉ số tăng trưởng svck

Tín dụng	13,0%	14,6%	19,5%	10,7%	14,1%	13,0%	13,5%
Tiền gửi khách hàng	11,2%	10,0%	9,5%	12,2%	8,5%	8,0%	10,0%
Thu nhập lãi thuần	4,9%	16,9%	25,6%	0,7%	3,3%	7,3%	12,5%
Thu nhập ngoài lãi	14,6%	12,1%	3,6%	-4,9%	-6,6%	-1,7%	4,3%
Tổng thu nhập hoạt động	7,3%	15,6%	20,0%	-0,5%	1,3%	5,6%	11,0%
LN sau thuế	-0,3%	18,8%	36,4%	10,5%	2,4%	4,8%	8,9%

Các chỉ số lợi nhuận

NIM	2,9%	3,2%	3,4%	3,0%	2,9%	2,7%	2,8%
Chi phí/Thu nhập HĐKD (CIR)	32,7%	31,0%	31,2%	32,4%	33,6%	33,5%	33,5%
LN trước trích lập / Thu nhập HĐKD	67,3%	69,0%	68,8%	67,6%	66,4%	66,5%	66,5%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HĐKD	37,6%	38,6%	43,9%	48,8%	49,3%	49,0%	48,0%
ROA (12 tháng)	1,4%	1,6%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%
ROE (12 tháng)	21,1%	21,6%	24,4%	21,7%	18,4%	17,6%	17,4%

Chất lượng tài sản

Tỷ lệ nợ nhóm 2	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Nợ nhóm 2 hình thành svck	-104,6%	-516,0%	-540,1%	-499,8%	-68,6%	563,7%	-100,0%
Tỷ lệ nợ xấu	0,6%	0,6%	0,7%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Nợ xấu hình thành svck	-45,3%	53,7%	52,1%	99,4%	-30,2%	1,1%	5,3%
Tỷ lệ xử lý nợ xấu (write-off)	0,4%	0,3%	0,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	368,0%	424,4%	317,4%	230,3%	223,3%	190,7%	170,7%

Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán

LDR	81,6%	85,1%	83,5%	84,1%	87,7%	84,0%	84,1%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Tỷ lệ đòn bẩy

VCSH/Tổng tài sản	7,1%	7,7%	7,5%	9,2%	9,5%	8,8%	9,3%
-------------------	------	------	------	------	------	------	------

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Trần Kim Phượng – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.trankim@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>