

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ112,900 (từ VNĐ106,500)

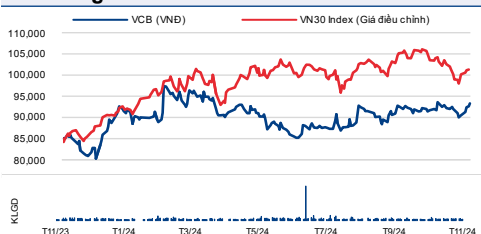
Tiềm năng tăng/giảm: 21.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024) 93,300

Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	80,300-97,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	92,460
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	521,463
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	20,552
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,589
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,677
Slg CP NN được mua (tr.đv)	380
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.2%
Tỷ lệ freefloat	6.64%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (74.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.41	1.97	9.64
So với chỉ số	4.08	3.94	(7.92)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	5,806	6,033	(3.8)
2025F	6,523	7,092	(8.0)
2026F	7,310	8,200	(10.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCB là ngân hàng lớn thứ 4 tại Việt Nam xét trên quy mô tài sản và dư nợ. VCB là ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn, quản trị rủi ro thận trọng và chất lượng tài sản hàng đầu.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Chất lượng tài sản đầu ngành là lợi thế; tăng 6% giá mục tiêu

- HSC giữ nguyên khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 6% giá mục tiêu lên 112.900đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giả định định giá.
- Chúng tôi giảm bình quân 2,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2025 chủ yếu do hạ dự báo tổng thu nhập hoạt động, dù một phần được bù đắp bởi chi phí hoạt động và dự phòng thấp hơn. Chúng tôi dự báo chất lượng tài sản sẽ ổn định nhưng lợi nhuận sẽ chỉ tăng trưởng nhẹ 7,1% trong năm 2024 sau đó đà tăng trưởng sẽ mạnh mẽ hơn lần lượt ở mức 16,6% và 13,5% trong năm 2025-2026.
- VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,07 lần, vẫn cao hơn 89% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết nhưng thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 2,7 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 của VCB là 2,48 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026

VCB công bố KQKD Q3/2024 tăng mạnh mẽ với LNTT đạt 10,7 nghìn tỷ đồng, tăng 18,2% so với cùng kỳ. Động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận là chi phí dự phòng giảm mạnh 78%, trong khi tổng thu nhập hoạt động tăng nhẹ đạt 6,7% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 31,5 nghìn tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ, bằng 70,4% dự báo cả năm và thấp hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi. Thời gian tới, HSC dự báo lợi nhuận Q4 sẽ tăng trưởng khiêm tốn do sức ép lên tỷ lệ NIM và mức nền cao có thể sẽ hạn chế tiềm năng tăng trưởng.

Tác động: Giảm bình quân 2,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 2,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Sự điều chỉnh này chủ yếu là do hạ dự báo tổng thu nhập hoạt động, do chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi, mặc dù được bù đắp một phần nhờ chi phí hoạt động & chi phí dự phòng thấp hơn khi VCB giảm dần bộ đệm dự phòng lớn của Ngân hàng. Dự báo của chúng tôi thấp hơn bình quân 4,6% so với thị trường, nhiều khả năng do chúng tôi loại trừ khoản trích quỹ khen thưởng phúc lợi khỏi lợi nhuận thuần (tương đương 8,7% lợi nhuận thuần trong 3 năm qua).

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu VCB tăng tốt hơn chỉ số VNIndex một chút trong giai đoạn thị trường điều chỉnh 1 tháng và 3 tháng vừa qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn trong 12 tháng qua, khả năng do tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,07 lần, vẫn cao hơn 89% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết (so với mức cao hơn bình quân là 142% trong 5 năm qua) nhưng thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 2,7 lần.

HSC tăng 6% giá mục tiêu lên 112.900đ do tác động tích cực từ việc hạ giả định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VCB.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ tăng tốc từ Q4 do Ngân hàng sẽ giải ngân một khoản lớn cho các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm quốc gia. Điều này cùng với tiến triển trong kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu lớn và thương vụ phát hành riêng lẻ (dự kiến diễn ra trong năm 2025) nhiều khả năng sẽ giúp cải thiện tâm lý đối với cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	53.2	53.6	56.7	65.5	74.3 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	46.8	45.8	48.8 ▼	57.9	66.8
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	29.9	33.0	35.4	41.3	46.8
EPS (đồng)	5,350	5,910	6,330	7,049	7,868
DPS (đồng)	0	0	0	800	800
BVPS (đồng)	24,254	29,507	35,367	45,585	52,095
P/E (lần)	17.4	15.8	14.7	13.2	11.9
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0.86	0.86
P/B (lần)	3.85	3.16	2.64	2.05	1.79
Tăng trưởng EPS (%)	35.9	10.5	7.11	11.3	11.6
ROAE (%)	24.4	22.0	19.5	17.6	16.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chất lượng tài sản ổn định nhưng đà tăng trưởng lợi nhuận chậm lại

Sau khi phân tích xu hướng ngành cũng như KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của VCB và cập nhật của BLĐ, HSC giảm lần lượt 1,7%, 3,2% và 3,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Nguyên nhân chủ yếu là do hạ dự báo tổng thu nhập hoạt động, sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi, nhưng được bù đắp một phần nhờ chi phí hoạt động & chi phí dự phòng thấp hơn khi VCB giảm dần bộ đệm dự phòng lớn của Ngân hàng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng nhẹ 7,1% trong năm 2024 sau đó tăng trưởng mạnh lần lượt 16,6% và 13,5% trong năm 2025-2026.

Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và triển vọng năm 2024-2025

VCB công bố KQKD Q3/2024 tăng mạnh mẽ với LNTT đạt 10,7 nghìn tỷ đồng, tăng 18,2% so với cùng kỳ. Động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận là chi phí dự phòng giảm mạnh 78%, trong khi tổng thu nhập hoạt động tăng nhẹ đạt 6,7% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 31,5 nghìn tỷ đồng, tăng 6,7% so với cùng kỳ, bằng 70,4% dự báo cả năm và thấp hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Tăng trưởng tín dụng đạt 9,4% kể từ đầu năm, giảm tốc xuống tăng 1,6% so với quý trước sau khi tăng mạnh trong Q2/2024 với mức tăng 8,1% so với quý trước. Mảng cho vay khách hàng cá nhân hồi phục ổn định, điều này là tín hiệu cho thấy nhu cầu cải thiện ở các phân khúc cốt lõi.

VCB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng tối thiểu 12% trong năm 2024 và đặt kế hoạch tăng trưởng 15% cho năm 2025 với định hướng cân bằng giữa phân khúc khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân. Đối với danh mục cho vay khách hàng doanh nghiệp, tăng trưởng sẽ đến từ các dự án cơ sở hạ tầng quốc gia và giải ngân cho phân khúc doanh nghiệp FDI, phù hợp với mục tiêu phát triển kinh tế của Việt Nam.

Đối với mảng khách hàng cá nhân, tăng trưởng cho vay được dự báo đạt 10-15% với trọng tâm là giải ngân khoảng 10 nghìn tỷ đồng cho khách hàng mua nhà tại các dự án BĐS lớn, bao gồm các dự án do VIC và Capitaland phát triển.

Ngân hàng tập trung vào cả phân khúc khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp giúp đảm bảo danh mục cho vay đa dạng và có thể nắm bắt cơ hội ở tăng trưởng từ nhiều động lực của nền kinh tế.

Tỷ lệ NIM tiếp tục gặp sức ép trong Q3/2024, giảm xuống 2,9% (giảm 21 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 18 điểm cơ bản so với cùng kỳ) do lợi suất gộp giảm 16 điểm cơ bản so với quý trước và chi phí huy động tăng nhẹ 5 điểm cơ bản so với quý trước. Cả lợi suất gộp và chi phí huy động của VCB vẫn ở mức thấp nhất trong ngành cho thấy lợi thế cạnh tranh về hoạt động huy động vốn và chiến lược cho vay thận trọng/hỗ trợ.

Trong Q4/2024, tỷ lệ NIM được dự báo sẽ đi ngang so với quý trước ở mức tương đương Q3. Sự ổn định này là do lãi suất tiếp tục giảm xuống để hỗ trợ cho các khách hàng chịu ảnh hưởng của bão Yagi cho tới cuối năm 2024. Ngoài ra, hoạt động giải ngân sẽ ưu tiên các dự án FDI và cơ sở hạ tầng quốc gia, trong khi lĩnh vực BĐS sẽ tập trung vào phân khúc KCN. Đối với cho vay khách hàng cá nhân, Ngân hàng sẽ tập trung cho vay những phân khúc có tính bền vững và có nhu cầu cao, gồm nhà ở xã hội và nhà ở cho phân khúc khá giả.

Cho năm 2025, VCB kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ có xu hướng tăng nhẹ nhờ chiến lược chuyển dịch sang đẩy mạnh cho vay trung và dài hạn, những khoản vay thường có lợi suất cao hơn. Ngoài ra, những nỗ lực cân bằng tăng trưởng tiền gửi và tăng trưởng tín dụng sẽ giúp tối ưu chi phí huy động, từ đó giúp tỷ lệ NIM dần hồi phục. Cách tiếp cận cân bằng này vừa giúp VCB củng cố lợi nhuận trong khi vẫn hỗ trợ các ngành kinh tế trọng điểm và giải quyết hiệu quả nhu cầu của thị trường.

Chất lượng tài sản và chi phí dự phòng: Trong Q3/2024, Tỷ lệ nợ xấu của VCB tăng nhẹ mặc dù nợ xấu mới hình thành giảm nhẹ so với 6 tháng đầu năm 2024, cho

thấy các khoản vay có vấn đề mới đã được kiểm soát tốt hơn. Theo phân khúc, tỷ lệ nợ xấu phân khúc khách hàng doanh nghiệp giảm xuống, trong đó hầu hết các khoản nợ quá hạn trong Q3 đến từ ngành xây dựng, vật liệu xây dựng và hàng tiêu dùng. Ngược lại, tỷ lệ nợ xấu phân khúc bán lẻ tăng lên, đặc biệt là đối với phân khúc DNNVV, cho thấy các DNNVV vẫn đang phải đối mặt với nhiều khó khăn.

Xét trên cơ cấu ngành, nợ xấu tồn đọng từ các giai đoạn trước vẫn còn tồn tại, đặc biệt là đối với ngành dầu khí, xây dựng, vật liệu xây dựng & khách sạn. Thời gian tới, VCB kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ ổn định ở mức khoảng 1% nhờ sự chủ động trong việc quản trị rủi ro và triển vọng kinh tế khởi sắc.

Các khoản vay tái cơ cấu: Tính đến Q3/2024, số dư các khoản vay tái cơ cấu là 82 tỷ đồng, chỉ bằng 0,01% tổng dư nợ cho vay, và dư nợ liên quan đến khách hàng có các khoản vay tái cơ cấu là 700 tỷ đồng, tương đương 0,05% dư nợ cho vay khách hàng, cho thấy tỷ trọng các khoản vay được tái cơ cấu ở VCB rất thấp.

Xu hướng chi phí tín dụng: Trong 6 tháng đầu năm 2024, VCB đã áp dụng chính sách trích lập dự phòng thận trọng trong giai đoạn thị trường còn nhiều biến động và chất lượng tài sản chịu áp lực. Dù sự thận trọng này là cần thiết để ứng phó với những thách thức tiềm ẩn nhưng đã ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của Ngân hàng. Sang đến Q3/2024, nhờ xu hướng giảm của nợ xấu mới hình thành và kỳ vọng tích cực của Ngân hàng về chất lượng tài sản trong bối cảnh điều kiện kinh tế ổn định, VCB đã giảm trích lập dự phòng về mức bình thường. Cho cả năm, VCB ước tính chi phí tín dụng dao động trong khoảng 0,3-0,5%, cân bằng giữa việc quản trị rủi ro và lợi nhuận.

Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026

Sau khi phân tích xu hướng ngành trong Báo cáo: [KQKD Q3 dưới kì vọng do NIM thu hẹp và áp lực về chất lượng tài sản](#), ngày 8/11/2024, HSC) cũng như KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của VCB và cập nhật của BLĐ, HSC giảm lần lượt 1,7%, 3,2% và 3,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Nguyên nhân chủ yếu là do hạ dự báo tổng thu nhập hoạt động, với việc hạ giả định tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi, nhưng được bù đắp một phần nhờ chi phí hoạt động & chi phí dự phòng giảm khi VCB giảm dần bộ đệm dự phòng lớn của Ngân hàng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng nhẹ 7,1% trong năm 2024 sau đó tăng trưởng mạnh lần lượt 16,6% và 13,5% trong năm 2025-2026.

Những điều chỉnh chính trong giả định và dự báo của chúng tôi được trình bày tóm tắt trong Bảng 1-2. Biểu đồ 3-10 trình bày các dữ liệu và chỉ số chính thể hiện các yếu tố cơ bản của VCB cùng đánh giá của HSC.

Bảng 1: Những điều chỉnh quan trọng đối với dự báo lợi nhuận, VCB

HSC dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng vững chắc, lần lượt là 16,6% & 13,5% trong năm 2025-2026

Tỷ đồng	2022	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	53,246	53,621	59,342	68,266	78,934	56,738	65,523	74,285
Tăng trưởng	25.6%	0.7%	10.7%	15.0%	15.6%	5.8%	15.5%	13.4%
Điều chỉnh						-4.4%	-4.0%	-5.9%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,839	5,780	6,296	6,147	6,480	6,272	6,121	6,453
Tăng trưởng	-7.7%	-15.5%	8.9%	-2.4%	5.4%	8.5%	-2.4%	5.4%
Điều chỉnh						-0.4%	-0.4%	-0.4%
Thu nhập ngoài lãi khác	7,997	8,323	9,169	11,143	12,937	7,873	10,150	12,348
Tăng trưởng	15.6%	4.1%	10.2%	21.5%	16.1%	-5.4%	28.9%	21.7%
Điều chỉnh						-14.1%	-8.9%	-4.6%
Tổng thu nhập HĐ	68,083	67,723	74,808	85,555	98,352	70,883	81,794	93,086
Tăng trưởng	20.0%	-0.5%	10.5%	14.4%	15.0%	4.7%	15.4%	13.8%
Điều chỉnh						-5.2%	-4.4%	-5.4%
Chi phí HĐ	(21,260)	(21,915)	(23,194)	(25,514)	(28,651)	(22,114)	(23,923)	(26,316)
Tăng trưởng	21.0%	3.1%	5.8%	10.0%	12.3%	0.9%	8.2%	10.0%
Điều chỉnh						-4.7%	-6.2%	-8.2%
Chi phí dự phòng	(9,464)	(4,565)	(6,599)	(6,735)	(8,959)	(4,514)	(6,268)	(8,189)
Tăng trưởng	-19.5%	-51.8%	44.6%	2.1%	33.0%	-1.1%	38.8%	30.6%
Điều chỉnh						-31.6%	-6.9%	-8.6%
LNTT	37,359	41,244	45,015	53,306	60,742	44,255	51,603	58,582
Tăng trưởng	36.4%	10.4%	9.1%	18.4%	13.9%	7.3%	16.6%	13.5%
Điều chỉnh			-9.4%	-11.8%		-1.7%	-3.2%	-3.6%
Lợi nhuận thuần	29,892	33,033	35,989	42,618	48,562	35,381	41,256	46,835
Tăng trưởng	36.4%	10.5%	8.9%	18.4%	13.9%	7.1%	16.6%	13.5%
Điều chỉnh						-1.7%	-3.2%	-3.6%

Nguồn: VCB, HSC

Bảng 2: Những điều chỉnh giả định quan trọng

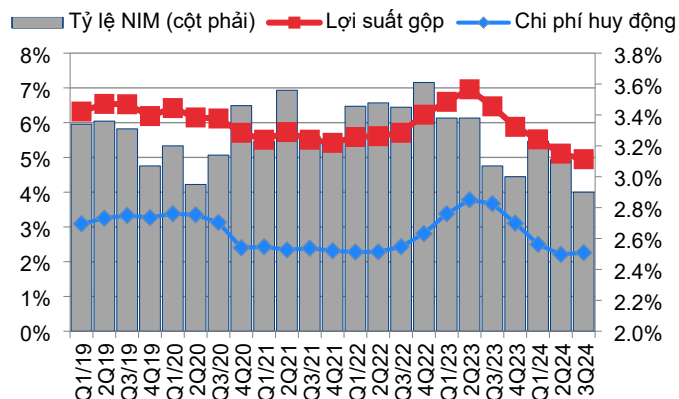
Những điều chỉnh quan trọng gồm hạ giả định tỷ lệ NIM, hạ giả định thu nhập ngoài lãi, tuy nhiên được bù đắp bởi việc giảm giả định chi phí HĐ & giảm giả định chi phí tín dụng

	2022	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026
Tăng trưởng cho vay (%)	19.2	10.9	14.0	15.0	14.0	14.0	15.0	14.0
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9.5	12.2	12.0	10.0	11.0	6.0	12.0	11.0
Tỷ lệ NIM (%)	3.53	3.13	3.19	3.29	3.41	3.05	3.18	3.26
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.68	0.98	1.10	1.00	0.90	1.10	1.00	0.90
Chi phí tín dụng (%)	0.90	0.38	0.49	0.43	0.50	0.33	0.40	0.46
Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành (%)	0.46	0.82	0.74	0.54	0.52	0.74	0.54	0.47
Hệ số LLR (%)	317.4	230.3	226.8	207.4	199.0	213.7	192.1	185.1
ROE điều chỉnh (%)	22.5	20.3	18.2	16.8	15.4	17.9	16.3	15.0

Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM theo quý, VCB

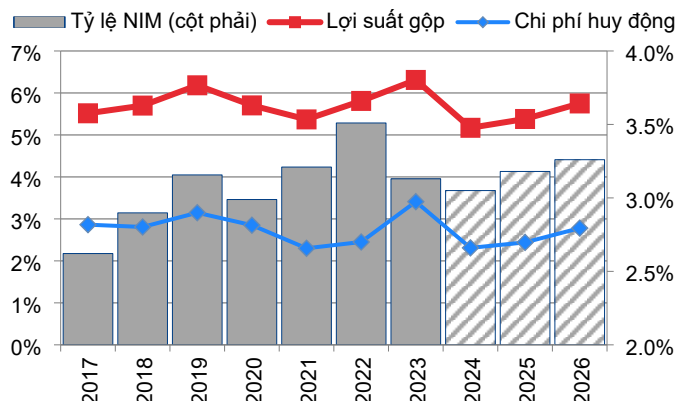
Tỷ lệ NIM có xu hướng giảm trong Q2 & Q3 sau khi phục hồi ngắn hạn trong Q1/2024



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 4: Tỷ lệ NIM theo năm, VCB

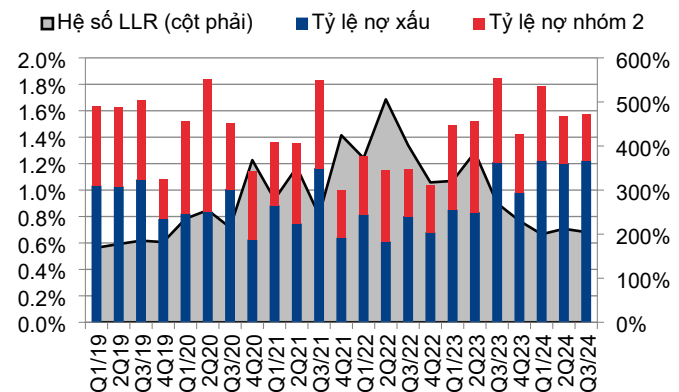
Tỷ lệ NIM được kỳ vọng sẽ dần hồi phục trong năm 2025-2026



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 5: Nợ xấu & hệ số LLR, VCB

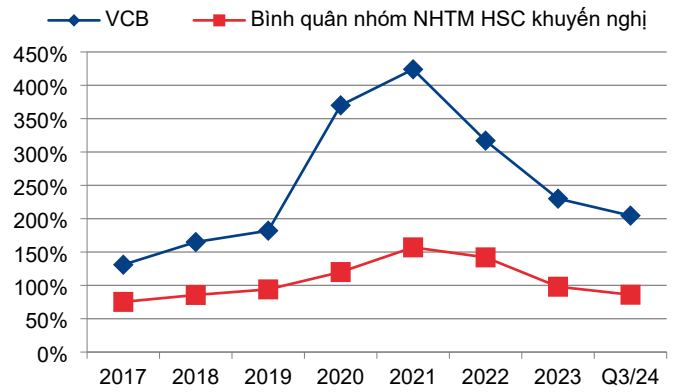
Với nợ xấu ổn định ở mức thấp, VCB dần nói lỏng bộ đệm dự phòng



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 6: So sánh hệ số LLR, VCB & các NHTM HSC khuyến nghị

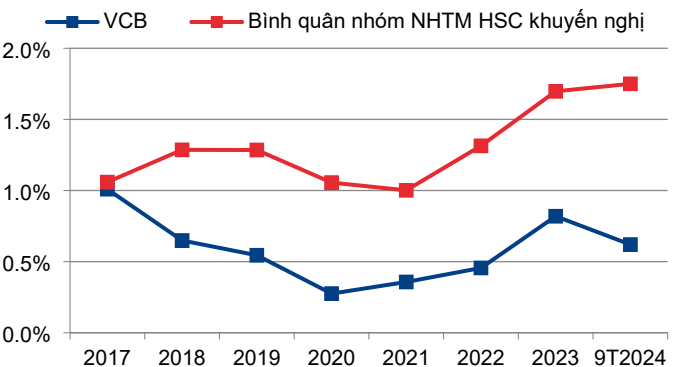
VCB duy trì bộ đệm dự phòng nợ xấu dày hơn nhiều so với các NHTM khác



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 7: So sánh nợ xấu mới hình thành, VCB & các NHTM HSC khuyến nghị

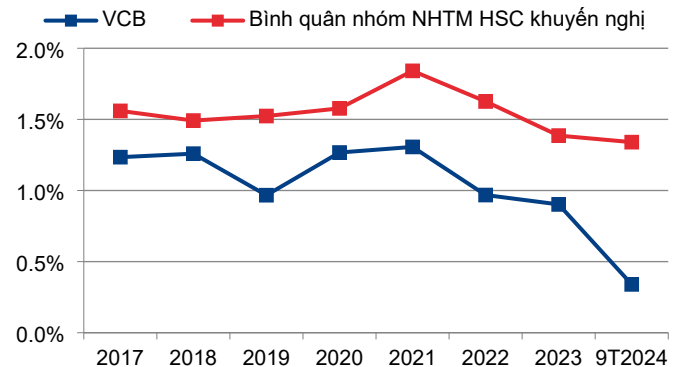
Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành của VCB thấp hơn nhiều so với bình quân các NHTM HSC khuyến nghị...



Ghi chú: Dữ liệu 9 tháng đầu năm 2024 được quy năm
Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 8: So sánh chi phí tín dụng, VCB & các NHTM HSC khuyến nghị

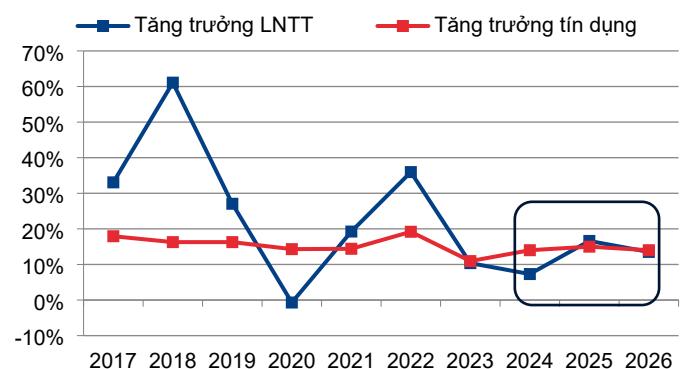
...& chi phí tín dụng cũng tương tự



Ghi chú: Dữ liệu 9 tháng đầu năm 2024 được quy năm
Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 9: Tăng trưởng tín dụng so với tăng trưởng LNTT, VCB

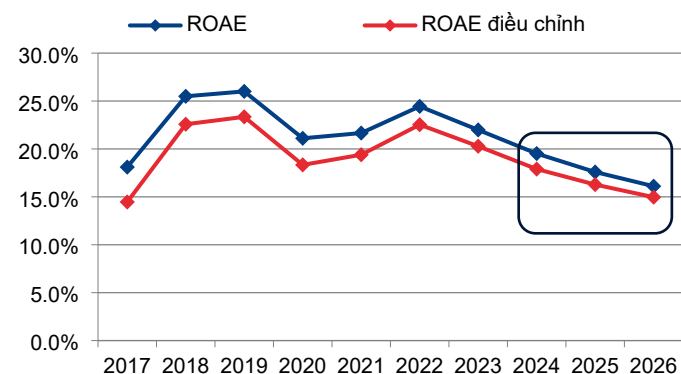
HSC dự báo tín dụng & LNTT sẽ tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2025-2026



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 10: Hệ số ROE, VCB

Chúng tôi hạ dự báo ROAE cho năm 2025-2026 sau khi đưa vào dự báo kế hoạch phát hành riêng lẻ



Nguồn: VCB, HSC

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu VCB tăng tốt hơn chỉ số VNIndex một chút trong giai đoạn thị trường điều chỉnh 1 tháng và 3 tháng vừa qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn trong 12 tháng qua, khả năng do tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,07 lần, vẫn cao hơn 89% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết (so với mức cao hơn bình quân là 142% trong 5 năm qua) nhưng thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 2,7 lần. Chúng tôi tăng 6% giá mục tiêu lên 112.900đ do tác động tích cực từ việc hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VCB.

Tăng 6% giá mục tiêu

HSC tăng 6% giá mục tiêu lên 112.900đ, tương đương tiềm năng tăng giá 21% so với thị giá, sau khi điều chỉnh dự báo và giả định định giá như sau:

- Giảm lần lượt 1,7%, 3,2% và 3,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026.
- Giảm 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% trước đó dựa trên giả định chung của HSC.
- Hạ giá định hệ số ROE dài hạn xuống 18,5% từ 19,5% trước đó.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

Các giả định khác nhìn chung được giữ nguyên. Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 11 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 12.

Bảng 11: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VCB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	32,452	38,179	43,513	54,317	65,189	76,514	80,340
- Chi phí vốn CSH	16,492	19,767	27,134	32,590	39,400	47,563	49,941
Lợi nhuận thặng dư	15,960	18,412	16,379	21,727	25,789	28,951	30,399
Giá trị dài hạn						467,676	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.10	1.21	1.34	1.48	1.65	
Giá trị hiện tại	15,960	16,739	13,536	16,250	17,377	300,113	
Vốn CSH đầu tư =	197,670	271,340					
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư =	379,974	400,416					
Giá trị của vốn CSH =	577,644	671,756					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành =	5,589,102	5,952,382					
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	103,352	112,855					

Nguồn: HSC

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), VCB

Giá mục tiêu 112.900đ của chúng tôi dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
Lãi suất phi rủi ro		6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
	3.0%	169,200	151,000	136,200	123,800	113,300
	3.5%	150,700	135,900	123,500	113,100	104,100
	4.0%	135,600	123,300	112,900	103,900	96,100
	4.5%	123,000	112,600	103,700	95,900	89,100
	5.0%	112,400	103,500	95,700	89,000	83,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu VCB tăng tốt hơn chỉ số VNIndex một chút trong giai đoạn thị trường điều chỉnh 1 tháng và 3 tháng vừa qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn trong 12 tháng qua, khả năng do tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn. VCB đang giao dịch với P/B trượt

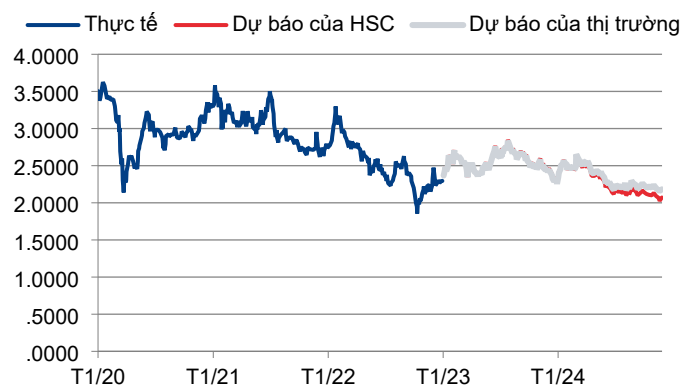
dự phóng 1 năm là 2,07 lần, vẫn cao hơn 89% so với bình quân nhóm NHTM niêm yết (so với mức cao hơn bình quân là 142% trong 5 năm qua) nhưng thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 2,7 lần.

HSC tăng 6% giá mục tiêu lên 112.900đ do tác động tích cực từ việc hạ giả định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ tăng tốc từ Q4 do Ngân hàng dự kiến sẽ giải ngân một số khoản lớn cho các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm quốc gia trong thời gian tới. Điều này cùng với tiến triển trong kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu lớn và thương vụ phát hành riêng lẻ (dự kiến diễn ra trong năm 2025) nhiều khả năng sẽ giúp cải thiện tâm lý tích cực đối với cổ phiếu.

Biểu đồ 13: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,07 lần...



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, VCB

...thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 2,7 lần



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 15: Chênh lệch định giá (P/B trượt dự phóng 1 năm), VCB & các NHTM HSC khuyến nghị

VCB đang giao dịch với định giá cao hơn 89% so với bình quân nhóm NHTM, thấp hơn so với mức chênh lệch bình quân 5 năm là 142%



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	88.1	108	96.2	111	131
Chi phí lãi	(34.9)	(54.5)	(39.4)	(45.4)	(56.9)
Thu nhập lãi thuần	53.2	53.6	56.7	65.5	74.3
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6.84	5.78	6.27	6.12	6.45
Lãi thuần HĐ KDNH	5.77	5.66	5.55	6.66	7.99
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.03)	0.12	0.08	0.10	0.10
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.21	0.27	0.27	0.27	0.27
Thu nhập khác	2.05	2.27	1.97	3.12	3.99
Tổng thu nhập HĐ	68.1	67.7	70.9	81.8	93.1
Chi phí HĐ	(21.3)	(21.9)	(22.1)	(23.9)	(26.3)
LN trước dự phòng	46.8	45.8	48.8	57.9	66.8
Chi phí dự phòng	(9.46)	(4.56)	(4.51)	(6.27)	(8.19)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	37.4	41.2	44.3	51.6	58.6
Chi phí thuế TNDN	(7.45)	(8.19)	(8.85)	(10.3)	(11.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.03)
Lợi nhuận thuần	29.9	33.0	35.4	41.3	46.8
EPS (đồng)	5,350	5,910	6,330	7,049	7,868
DPS (đồng)	0	0	0	800	800
Sig CP bình quân (triệu đv)	5,589	5,589	5,589	5,853	5,952
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	5,589	5,589	5,589	5,952	5,952
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,589	5,589	5,589	5,952	5,952

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	18.3	14.5	15.5	23.7	22.6
Tiền gửi tại NHNN	92.6	58.1	29.6	49.7	55.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	314	336	353	336	326
Chứng khoán kinh doanh	1.50	2.50	2.60	2.74	2.88
Các công cụ tài chính phái sinh	0.16	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,120	1,242	1,414	1,633	1,867
Tổng dư nợ cho vay	1,145	1,270	1,448	1,665	1,899
Dự phòng rủi ro	(24.8)	(28.7)	(34.1)	(32.0)	(31.6)
Chứng khoán đầu tư	196	146	153	161	169
CK đầu tư sẵn sàng để bán	101	67.9	71.4	74.9	78.7
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	95.5	78.0	81.9	86.0	90.3
Dự phòng rủi ro	(0.08)	(0.11)	(0.10)	(0.11)	(0.11)
Đầu tư dài hạn	2.19	2.22	2.63	2.63	2.63
Tài sản cố định	7.99	7.71	8.09	8.50	8.92
Tài sản khác	61.0	30.7	32.2	33.8	35.5
Tổng tài sản	1,814	1,840	2,011	2,251	2,489
Nợ phải trả	1,678	1,675	1,813	1,980	2,179
Tiền gửi của NHNN	67.3	1.67	38.4	19.2	21.1
Tiền gửi của các TCTD khác	233	214	235	240	252
Tổng tiền gửi KH	1,243	1,396	1,479	1,657	1,839
Trái phiếu và CCTG	25.3	19.9	27.9	29.3	30.7
Nợ khác	110	43.4	32.5	34.1	35.9
Vốn chủ sở hữu	136	165	198	271	310
Vốn điều lệ	47.3	55.9	55.9	59.5	59.5
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	5.00	41.3	41.3
Lợi nhuận giữ lại	60.7	76.8	105	132	164
Quỹ & vốn khác của CSH	22.5	27.3	31.9	38.1	45.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.09	0.09	0.10	0.10	0.11
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	1,814	1,840	2,011	2,251	2,489
BVPS (đồng)	24,254	29,507	35,367	45,585	52,095

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	28.2	1.42	9.33	11.9	10.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	19.2	10.9	14.0	15.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	9.53	12.2	6.00	12.0	11.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	10.1	11.6	6.48	11.9	10.9
Tăng trưởng VCSH (%)	24.3	21.7	19.9	37.3	14.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	26.0	0.70	5.81	15.5	13.4
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	20.3	3.13	0.91	8.18	10.0
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	20.2	(2.19)	6.46	18.7	15.4
Tăng trưởng LNTT (%)	36.0	10.4	7.30	16.6	13.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	35.9	10.5	7.11	16.6	13.5
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.22	3.71	3.68	3.84	3.93
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.32)	(1.20)	(1.15)	(1.12)	(1.11)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	93.9	93.8	96.6	96.7	96.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	3.01	2.88	2.90	3.22	3.52
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	47.3	51.4	54.6	63.2	71.2
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	17.4	15.8	14.7	13.2	11.9
P/B (lần)	3.85	3.16	2.64	2.05	1.79
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0.86	0.86

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	43.9	48.8	49.9	50.4	50.3
ROAA (%)	1.85	1.81	1.84	1.94	1.98
ROAE (%)	24.4	22.0	19.5	17.6	16.1
Chi phí huy động BQ (%)	2.45	3.41	2.31	2.44	2.78
Lợi suất góp BQ (%)	5.81	6.31	5.17	5.38	5.75
Lợi suất thuần (%)	3.36	2.90	2.86	2.94	2.97
Tỷ lệ NIM (%)	3.51	3.13	3.05	3.18	3.26
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	10.0	8.53	8.85	7.48	6.93
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	78.2	79.2	80.0	80.1	79.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	21.8	20.8	20.0	19.9	20.2
Tỷ lệ CIR (%)	31.2	32.4	31.2	29.2	28.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	11.3	10.2
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.98	11.4	12.0	13.9	13.7
VCSH/Tổng TS (%)	7.47	8.96	9.83	12.1	12.5
Đòn bẩy vốn (lần)	13.4	11.2	10.2	8.30	8.03
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.68	0.98	1.10	1.00	0.90
Hệ số LLR (%)	317	230	214	192	185
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	92.1	91.0	97.9	101	103
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	15.5	13.1	13.5	12.5	11.9
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.1	69.1	72.0	74.0	76.3
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	632	643	648	653	658
Số lượng nhân viên	22,619	23,496	24,436	25,413	26,430

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn