

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

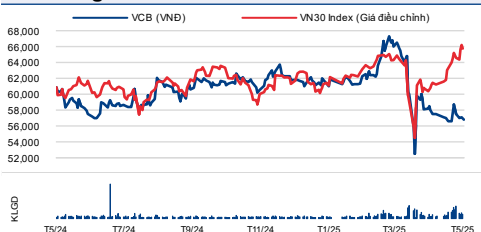
Giá mục tiêu: VNĐ66,300 (từ VNĐ73,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	56,800
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,500-67,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	56,980
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	474,603
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	18,289
Slg CP lưu hành (tr.đv)	8,356
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,507
Slg CP NN được mua (tr.đv)	654
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.2%
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	(2.07)	(8.79)	(6.69)
So với chỉ số	(9.46)	(12.4)	(13.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,838	4,605	(16.6)
2026F	4,373	5,244	(16.6)
2027F	5,058	6,203	(18.5)

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

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Giá đã phản ánh việc giảm dự báo; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 66.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phân bù rủi ro vốn CSH (tăng 1,25 điểm phần trăm do rủi ro tiềm ẩn về chính sách thuế quan). Chúng tôi cũng chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.
- Chúng tôi giảm bình quân 7,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM và dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ. Tỷ lệ NIM Q1 thấp hơn dự báo và kế hoạch lợi nhuận năm 2025 khiêm tốn là nguyên nhân đằng sau điều chỉnh này của chúng tôi.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,8% trong 3 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B thấp kỷ lục là 1,82 lần, thấp hơn 2,05 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,62 lần và là mức định giá hấp dẫn. Tuy nhiên, cổ phiếu không có nhiều động lực ngắn hạn để mặt bằng định giá thay đổi.

Sự kiện: Điều chỉnh triển vọng

Trong khi LNTT Q1/2025 sát với dự báo của chúng tôi, tỷ lệ NIM lại thấp hơn kỳ vọng cùng kế hoạch LNTT năm 2025 được đặt thận trọng. Điều này cho thấy VCB có thể sẽ duy trì tỷ lệ NIM ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế chung. Từ đó, HSC hạ dự báo lợi nhuận của VCB cho giai đoạn 2025-2027.

Tác động: Giảm bình quân 7,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 7,1% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ dựa trên giả định VCB sẽ duy trì mặt bằng lãi suất và phí dịch vụ ở mức thấp để hỗ trợ khách hàng, theo chỉ đạo của NHNN. Chúng tôi cũng tăng nhẹ dự báo chi phí dự phòng năm 2025 để ứng phó với rủi ro về chất lượng tài sản mặc dù tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR của VCB rất tốt. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 6,6%, 17,6% và 15,7% trong 3 năm tới.

Dự báo EPS của chúng tôi thấp hơn so với thị trường do lập trường thận trọng hơn đối với tỷ lệ NIM và chúng tôi cũng bao gồm trích quỹ khen thưởng & phúc lợi (8% lợi nhuận) trong tính toán EPS.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCB nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 66.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá. Theo đó, chúng tôi tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phân bù rủi ro vốn CSH phản ánh rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế quan của Mỹ và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.

Bất chấp những thách thức trong ngắn hạn, HSC tin rằng các nền tảng cơ bản mạnh mẽ của VCB - như đệm dự phòng lớn và vị thế thị trường vững chắc - sẽ tiếp tục củng cố sức mạnh dài hạn cho Ngân hàng. Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,8% trong 3 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm rất thấp là 1,82 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 2,62 lần. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội thuận lợi để xây dựng vị thế. Tuy nhiên, tiềm năng định giá sẽ phục hồi trong ngắn hạn có thể bị hạn chế trước những lo ngại về căng thẳng thương mại hiện tại và triển vọng lợi nhuận năm 2025 kém tích cực.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	53.6	55.4	61.1 ▼	74.1	87.4
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	67.7	68.6	75.9 ▼	90.9 ▼	107 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.0	33.8	36.0 ▼	42.3 ▼	48.9 ▼
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,172 ▼	4,753 ▼	5,497 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	1,093 ▼
BVPS (đồng)	19,737	23,799	29,686	34,059	38,023
P/E (lần)	14.4	14.0	13.6	11.9	10.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	1.92
P/B (lần)	2.88	2.39	1.91	1.67	1.49
Tăng trưởng EPS (%)	10.5	2.42	3.04	13.9	15.7
ROAE (%)	22.0	18.6	15.5	14.9	15.3

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

Cân bằng giữa lợi nhuận và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VCB nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 66.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phân bổ rủi ro vốn CSH trước những rủi ro tiềm ẩn liên quan đến chính sách thuế quan. LNTT Q1 năm 2025 sát với dự báo của chúng tôi trong khi tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo và kế hoạch LNTT năm 2025 được đặt thận trọng. Điều này cho thấy VCB có thể sẽ duy trì tỷ lệ NIM ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế chung, từ đó chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản mạnh mẽ của VCB sẽ hỗ trợ triển vọng dài hạn vững chắc. Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,8% trong 3 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp kỷ lục, từ đó đem lại cơ hội hấp dẫn cho NĐT. Tuy nhiên, cổ phiếu hiện không có nhiều động lực trong ngắn hạn để được đánh giá lại mặt bằng định giá.

Điều chỉnh triển vọng

VCB đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận thận trọng 3,5% cho năm 2025, thấp hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi. Theo chúng tôi, kế hoạch này chưa phản ánh đúng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận thực sự của Ngân hàng. HSC cho rằng kế hoạch thận trọng này phản ánh cam kết của VCB trong việc tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng kinh tế chung, đặc biệt là thông qua việc duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp.

Mặc dù KQKD thực tế của VCB thường vượt kế hoạch, nhưng trong 2 năm gần nhất khi nền kinh tế suy yếu ngân hàng chỉ đạt 96% kế hoạch năm 2023 và hoàn thành kế hoạch năm 2024. Trong giai đoạn này, Ngân hàng đã chấp nhận giảm tỷ lệ NIM để hỗ trợ nền kinh tế, hy sinh lợi nhuận để ổn định tình hình kinh tế vĩ mô. Nhiệm vụ chiến lược này khiến chúng tôi phải đánh giá lại triển vọng cho Ngân hàng mặc dù KQKD Q1/2025 nhìn chung sát với dự báo trước đó của chúng tôi (Mời xem: [LNTT Q1 tăng 1,3%, sát với dự báo](#), HSC, ngày 6/5/2025).

Bảng 1: LNTT kế hoạch & thực tế, VCB

VCB thường vượt kế hoạch đề ra, ngoại trừ 2 năm gần đây khi nền kinh tế yếu

Tỷ đồng	Kế hoạch	Thực tế	% hoàn thành
2018	13,300	18,269	137.4%
2019	20,000	23,212	116.1%
2020	Covid-19, không có kế hoạch kinh doanh		
2021	25,585	27,486	107.4%
2022	30,784	37,368	121.4%
2023	42,973	41,244	96.0%
2024	42,000	42,236	100.6%
2025	43,714	45,003*	102.9%

* dự báo của HSC
Nguồn: ACB, HSC

Thách thức: Tỷ lệ NIM, lãi thuần HĐ dịch vụ và chi phí dự phòng

Tỷ lệ NIM thấp hơn kỳ vọng trong Q1/2025, giảm 15 điểm cơ bản so với quý trước do chi phí huy động tăng. VCB là một trong số ít ngân hàng không bị giảm lợi suất gộp trong Q1. Điều này có thể do lãi suất ngân hàng áp dụng cho khách hàng hiện đang ở mức thấp nhất trong ngành, thể hiện qua lợi suất gộp 4,7% - thấp hơn nhiều so với ngân hàng thấp thứ hai là 5,3% và bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi ở mức 6,3%.

HSC kỳ vọng VCB và các NHTM có vốn nhà nước khác sẽ duy trì mặt bằng lãi suất thấp trong phần còn lại của năm 2025. Tuy nhiên, lợi suất gộp được dự báo sẽ cải thiện khiêm tốn so với quý trước nhờ những thay đổi trong cơ cấu thời hạn cho vay. Theo kế hoạch, VCB kỳ vọng sẽ đẩy mạnh giải ngân các khoản vay trung và dài hạn cho các dự án cơ sở hạ tầng, đầu tư cơ bản & cho vay mua nhà. Điều này sẽ giúp giảm thiểu tác động nếu chi phí huy động gia tăng.

Nhìn chung, HSC giảm 19 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM năm 2025 xuống 2,7% (giảm 12 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

Lãi thuần HĐ dịch vụ vẫn kém tích cực do mức nền cao sau khi đã ghi nhận hết khóa phí trả trước cho hợp đồng bancassurance cùng sự sụt giảm của các mảng dịch

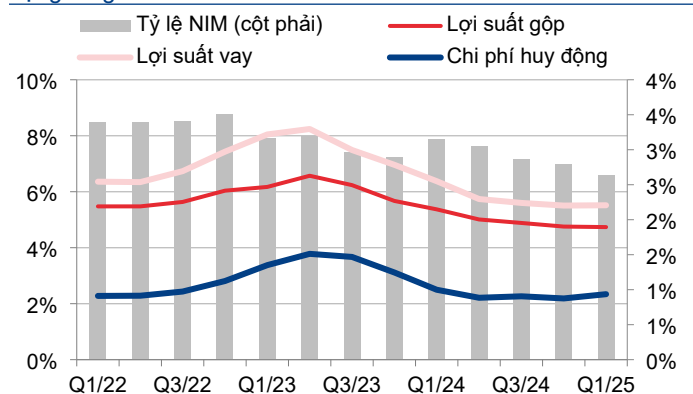
vụ quan trọng khác. Theo VCB, thu nhập của tất cả các HĐ dịch vụ - trừ tài trợ thương mại - đều giảm 20% so với cùng kỳ. Ngoài ra, chi phí khuyến mại & viễn thông gia tăng cũng làm tăng thêm áp lực.

HSC tin rằng thu nhập phí sụt giảm cũng là một phần rộng hơn của các gói hỗ trợ mà các NHTM cung cấp cho khách hàng, bên cạnh việc giảm lãi suất. Điều này cho thấy các NHTM có thể sẽ tiếp tục duy trì cả lãi suất và phí dịch vụ ở mức thấp. Do đó, chúng tôi hạ dự báo thu nhập phí năm 2025 từ giảm gần 10% so với cùng kỳ xuống giảm 23% so với cùng kỳ.

Điều chỉnh tăng dự báo chi phí dự phòng do rủi ro thuế quan: HSC tăng nhẹ dự báo chi phí dự phòng để phản ánh rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế quan của Mỹ do tỷ trọng của các khách hàng trong lĩnh vực xuất nhập khẩu và phân khúc FDI của VCB lớn hơn so với bình quân ngành. Chúng tôi cho rằng VCB sẽ thận trọng nâng cao tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR để chủ động kiểm soát những rủi ro này. Việc nâng dự báo không phải do những lo ngại về chất lượng tài sản vì danh mục khách hàng chất lượng cao và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR của VCB luôn vượt trội so với ngành.

Biểu đồ 2: Cơ cấu tỷ lệ NIM, VCB

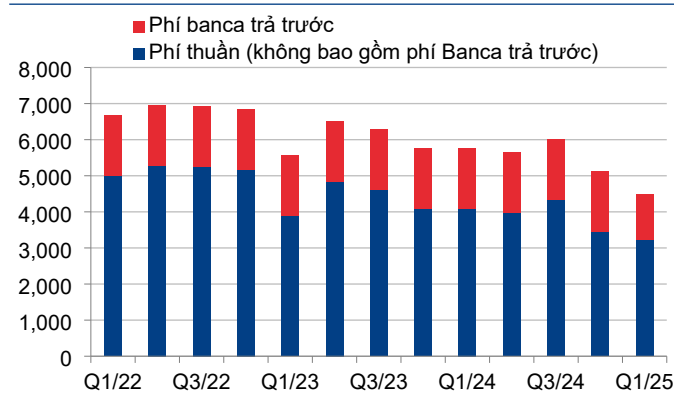
Tỷ lệ NIM giảm 15 điểm cơ bản so với quý trước do chi phí huy động tăng



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 3: Lãi thuần HĐ dịch vụ trượt 12 tháng (tỷ đồng), VCB

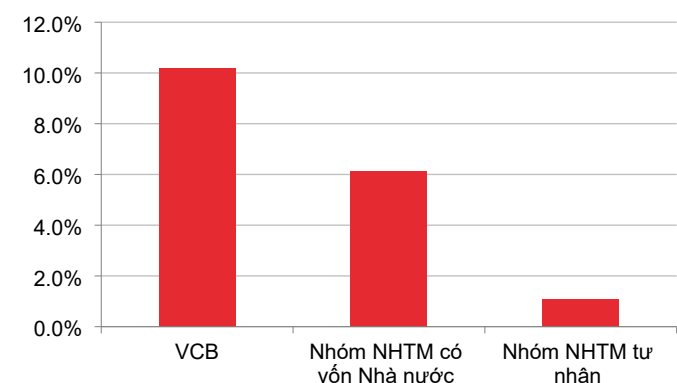
Lãi thuần HĐ dịch vụ tiếp tục có xu hướng giảm



Ghi chú: Số liệu trượt 12 tháng giúp giảm biến động do việc hạch toán chi phí
Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 4: Tỷ trọng cho vay FDI cuối năm 2024, VCB & các NHTM khác

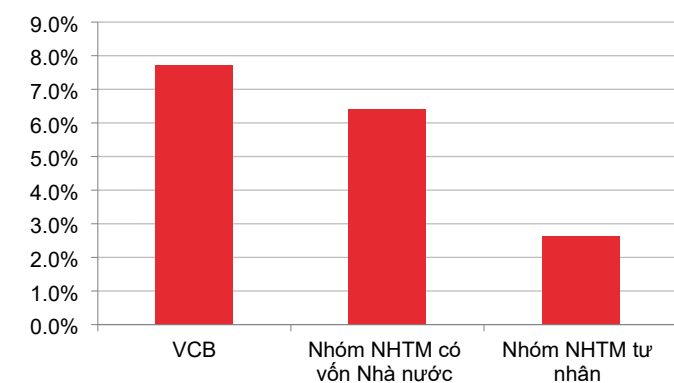
VCB có tỷ trọng cho vay FDI cao hơn so với các NHTM khác



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 5: Tỷ trọng lãi thuần HĐKD ngoại hối / tổng thu nhập HĐ năm 2024, VCB & các NHTM khác

VCB phụ thuộc vào thu nhập từ HĐKD ngoại hối nhiều hơn so với các NHTM khác



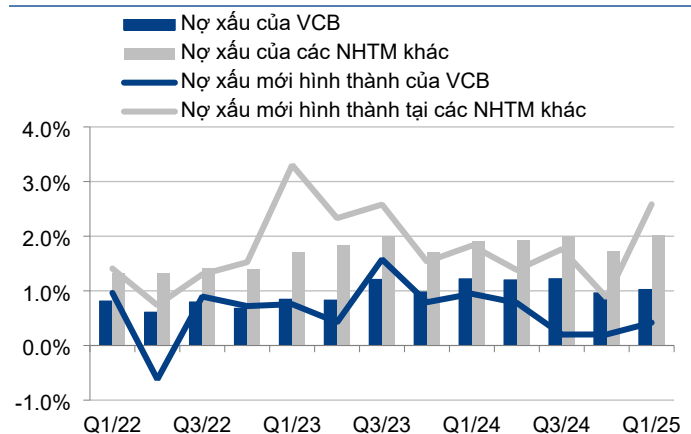
Ghi chú: Lãi thuần HĐKD ngoại hối có bản chất tương tự như phí dịch vụ.
Nguồn: ACB, HSC

Thuận lợi: Đệm dự phòng lớn

VCB có danh mục khách hàng chất lượng cao, tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu mới hình thành ở mức thấp so với ngành. Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR của VCB ở mức cao nhất trong ngành, từ đó có thể sử dụng để giảm thiểu rủi ro về chất lượng tài sản & doanh thu.

Biểu đồ 6: Nợ xấu & tỷ lệ nợ xấu mới hình thành, VCB & các NHTM khác

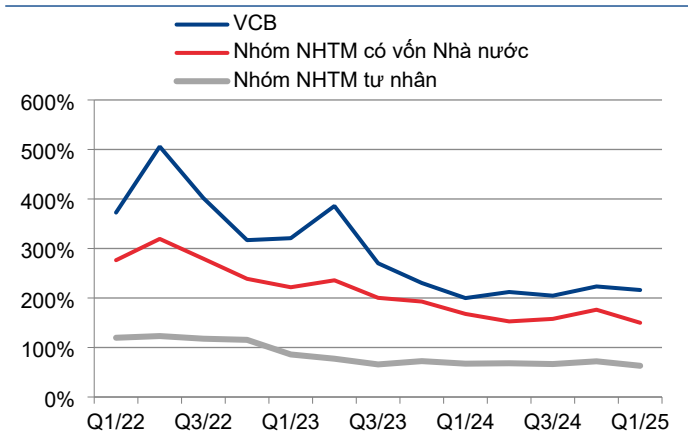
Nợ xấu & nợ xấu mới hình thành của VCB thấp hơn so với các NHTM khác



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 7: Hệ số LLR, VCB & các NHTM khác

VCB có hệ số LLR cao nhất trong toàn ngành



Nguồn: ACB, HSC

Điều chỉnh giả định và dự báo

HSC giảm bình quân 7,1% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027. Những thay đổi chính bao gồm: Hạ giả định tỷ lệ NIM, giảm dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và tăng nhẹ dự báo chi phí dự phòng & chi phí hoạt động trong năm 2025. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 6,6%, 17,6% và 15,7% trong 3 năm tới.

Những điều chỉnh giả định định giá và dự báo của chúng tôi như sau:

Bảng 8: Các giả định quan trọng, VCB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM & hạ giả định tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ

	2024	2025F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	13.9%	16.0%	16.0%	15.0%	16.0%	16.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	8.7%	12.2%	18.4%	17.4%	12.2%	18.4%	17.4%
Tỷ lệ NIM	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%	2.7%	2.9%	3.0%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-11.1%	-9.3%	26.4%	21.5%	-23.3%	27.0%	22.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%
Nợ xấu mới hình thành	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Hệ số LLR	223.3%	197.7%	199.8%	199.8%	200.4%	197.2%	197.2%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
Hệ số CIR	33.6%	31.6%	29.9%	29.5%	33.8%	31.5%	30.9%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận, VCB

HSC giảm dự báo lợi nhuận chủ yếu sau do hạ giả định thu nhập lãi thuần

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	55,406	64,723	77,914	91,234	61,149	74,078	87,441
Tăng trưởng		16.8%	20.4%	17.1%	10.4%	21.1%	18.0%
Điều chỉnh					-5.5%	-4.9%	-4.2%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,173	14,449	17,132	19,734	14,709	16,821	19,141
Tăng trưởng		9.7%	18.6%	15.2%	11.7%	14.4%	13.8%
Điều chỉnh					1.8%	-1.8%	-3.0%
Tổng thu nhập HĐ	68,578	79,172	95,046	110,968	75,858	90,900	106,582
Tăng trưởng		15.4%	20.0%	16.8%	10.6%	19.8%	17.3%
Điều chỉnh					-4.2%	-4.4%	-4.0%
Chi phí HĐ	-23,027	-25,027	-28,408	-32,713	-25,602	-28,592	-32,920
Tăng trưởng		8.7%	13.5%	15.2%	11.2%	11.7%	15.1%
Điều chỉnh					2.3%	0.6%	0.6%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	45,551	54,146	66,638	78,255	50,256	62,307	73,662
Tăng trưởng		18.9%	23.1%	17.4%	10.3%	24.0%	18.2%
Điều chỉnh					-7.2%	-6.5%	-5.9%
Chi phí dự phòng	-3,315	-4,874	-10,306	-12,547	-5,253	-9,402	-12,477
Tăng trưởng		47.0%	111.5%	21.7%	58.4%	79.0%	32.7%
Điều chỉnh					7.8%	-8.8%	-0.6%
LNTT	42,236	49,272	56,332	65,708	45,003	52,905	61,185
Tăng trưởng		16.7%	14.3%	16.6%	6.6%	17.6%	15.7%
Điều chỉnh					-8.7%	-6.1%	-6.9%
Lợi nhuận thuần	33,831	39,394	45,039	52,538	35,993	42,299	48,920
Tăng trưởng		16.4%	14.3%	16.6%	6.4%	17.5%	15.7%
Điều chỉnh					-8.6%	-6.1%	-6.9%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ nhưng tăng giả định lãi thuần HĐKD ngoại hối

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5,137	4,657	5,884	7,151	3,939	5,004	6,118
Tăng trưởng		-9.3%	26.4%	21.5%	-23.3%	27.0%	22.3%
Điều chỉnh					-15.4%	-15.0%	-14.5%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	5,292	6,350	7,674	9,071	7,285	8,222	9,493
Tăng trưởng		20.0%	20.8%	18.2%	37.7%	12.9%	15.5%
Điều chỉnh					14.7%	7.1%	4.7%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	66	72	80	94	84	85	96
Tăng trưởng		10.0%	10.8%	17.9%	27.4%	1.7%	13.1%
Điều chỉnh					15.8%	6.2%	1.9%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	307	307	307	307	323	323	323
Tăng trưởng		0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					5.2%	5.2%	5.2%
Thu nhập khác	2,372	3,063	3,187	3,110	3,078	3,187	3,110
Tăng trưởng		29.2%	4.0%	-2.4%	29.8%	3.5%	-2.4%
Điều chỉnh					0.5%	0.0%	0.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,173	14,449	17,132	19,734	14,709	16,821	19,141
Tăng trưởng		9.7%	18.6%	15.2%	11.7%	14.4%	13.8%
Điều chỉnh					1.8%	-1.8%	-3.0%

Nguồn: HSC

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VCB nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 66.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá. Chúng tôi nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH trước những rủi ro về chính sách thuế quan của Mỹ và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Bất chấp những thách thức trong ngắn hạn, nền tảng cơ bản mạnh mẽ của VCB, bao gồm đệm dự phòng & vị thế cạnh tranh vững chắc, sẽ hỗ trợ triển vọng dài hạn của Ngân hàng. Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,8% trong 3 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức thấp kỷ lục là 1,82 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân quá khứ. Mức định giá thấp hiện tại là cơ hội hấp dẫn cho NGĐT, tuy nhiên tiềm năng được định giá lại ở mặt bằng mới trong ngắn hạn có thể không lớn trong bối cảnh tâm lý kém tích cực trước những rủi ro về căng thẳng thương mại cùng kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn trong năm 2025.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9,4% giá mục tiêu xuống 66.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá.

Đối với các giả định định giá, chúng tôi tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% do những rủi ro từ chính sách thuế quan của Mỹ và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025. Đối với yếu tố pha loãng từ đợt phát hành riêng lẻ, chúng tôi giữ nguyên giả định VCB sẽ hoàn tất thương vụ này trong năm nay.

HSC duy trì quan điểm nền tảng cơ bản của VCB vẫn sẽ vững chắc nhờ đệm dự phòng lớn cùng vị thế cạnh tranh tốt trong ngành mặc dù mức độ ảnh hưởng lớn hơn bình quân ngành đối với những rủi ro liên quan đến chính sách thuế quan. Mặc dù biến động ngắn hạn có thể ảnh hưởng tiêu cực tới giá cổ phiếu, triển vọng dài hạn của Ngân hàng vẫn vững vàng.

Bảng 11: Giả định chi phí vốn CSH, VCB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Tăng 1,25 điểm % nhằm phản ánh các rủi ro kinh tế vĩ mô
Beta	0.8	Không đổi
Chi phí vốn CSH	11.0%	Tăng 1 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 12: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VCB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	33,114	38,915	45,007	52,840	63,229	71,400	83,080	96,641	103,167
Chi phí vốn CSH	-21,875	-29,059	-33,339	-37,220	-41,795	-47,297	-55,151	-64,290	-68,778
Lợi nhuận thặng dư	11,239	9,856	11,667	15,620	21,434	24,104	27,929	32,351	34,389
Giá trị dài hạn									442,759
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2025		90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%	53.5%	48.2%	43.4%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2025		8,879	9,470	11,421	14,119	14,304	14,932	15,582	207,047
Hệ số pha loãng của phát hành riêng lẻ		93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025 điều chỉnh		8,338	8,892	10,724	13,257	13,431	14,021	14,631	194,410
Giá trị hiện tại của LN thặng dư từ 2026	277,705								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025 (điều chỉnh)	248,047								
Giá trị vốn CSH cuối năm 2025	525,751								
Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	554,668								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,356								
Giá mục tiêu giữa năm 2026	66,300								

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy, VCB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.75%	80,400	75,900	71,900	68,300	65,000
	8.25%	76,700	72,600	69,000	65,700	62,700
	8.75%	73,400	69,700	66,300	63,300	60,600
	9.25%	70,400	66,900	63,900	61,100	58,500
	9.75%	67,600	64,400	61,600	59,000	56,700

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,8% trong 3 tháng qua do những lo ngại liên quan đến rủi ro thuế quan tiềm ẩn, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức thấp kỷ lục là 1,82 lần, thấp hơn 2,05 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,62 lần. Chênh lệch định giá so với ngành cũng đã thu hẹp xuống mức thấp kỷ lục là khoảng 50%.

Chúng tôi tin rằng VCB vẫn xứng đáng được định giá cao hơn so với ngành nhờ danh mục khách hàng chất lượng cao, lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ cùng đệm dự phòng lớn. Theo đó, mức định giá rẻ hiện tại là cơ hội hấp dẫn với rủi ro giảm giá thấp. Tuy nhiên, động lực để cổ phiếu VCB được định giá lại ở mặt bằng mới trong ngắn hạn là không lớn do những rủi ro tiềm ẩn về chính sách thuế quan của ông Trump cùng kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận kém tích cực cho năm 2025 có thể gây sức ép lên tâm lý NĐT.

Biểu đồ 14: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,82 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCB

...thấp hơn 2,05 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm là 2,62 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 16: Chênh lệch định giá với các NHTM khác, VCB

VCB đang giao dịch với mức chênh lệch định giá thấp kỷ lục so với các NHTM khác



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	108	93.7	108	132	159
Chi phí lãi	(54.5)	(38.2)	(47.2)	(57.7)	(71.7)
Thu nhập lãi thuần	53.6	55.4	61.1	74.1	87.4
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.78	5.14	3.94	5.00	6.12
Lãi thuần HĐ KDNH	5.66	5.29	7.29	8.22	9.49
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.12	0.07	0.08	0.08	0.10
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.27	0.31	0.32	0.32	0.32
Thu nhập khác	2.27	2.37	3.08	3.19	3.11
Tổng thu nhập HĐ	67.7	68.6	75.9	90.9	107
Chi phí HĐ	(21.9)	(23.0)	(25.6)	(28.6)	(32.9)
LN trước dự phòng	45.8	45.6	50.3	62.3	73.7
Chi phí dự phòng	(4.56)	(3.31)	(5.25)	(9.40)	(12.5)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	41.2	42.2	45.0	52.9	61.2
Chi phí thuế TNDN	(8.19)	(8.38)	(8.99)	(10.6)	(12.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.03)
Lợi nhuận thuần	33.0	33.8	36.0	42.3	48.9
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,172	4,753	5,497
DPS (đồng)	0	0	0	0	1,093
Slg CP bình quân (triệu đv)	8,356	8,356	8,627	8,899	8,899
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	14.5	14.3	15.5	18.4	21.6
Tiền gửi tại NHNN	58.1	49.3	51.8	61.3	72.0
Tiền gửi tại các TCTD khác	336	389	456	488	555
Chứng khoán kinh doanh	2.50	4.58	10.6	6.89	8.04
Các công cụ tài chính phái sinh	0	1.31	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,242	1,418	1,650	1,919	2,208
Tổng dư nợ cho vay	1,270	1,449	1,683	1,953	2,248
Dự phòng rủi ro	(28.7)	(31.2)	(32.4)	(34.7)	(39.9)
Chứng khoán đầu tư	146	167	202	223	261
CK đầu tư sẵn sàng để bán	67.9	86.8	128	115	134
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	78.0	80.8	74.6	108	126
Dự phòng rủi ro	(0.11)	(0.25)	(0.24)	(0.16)	(0.17)
Đầu tư dài hạn	2.22	2.23	2.27	2.27	2.27
Tài sản cố định	7.71	8.09	8.52	9.02	9.52
Tài sản khác	30.7	30.9	31.4	41.7	48.7
Tổng tài sản	1,840	2,085	2,428	2,770	3,186
Nợ phải trả	1,675	1,886	2,164	2,467	2,847
Tiền gửi của NHNN	1.67	78.2	126	61.4	31.2
Tiền gửi của các TCTD khác	214	235	271	314	361
Tổng tiền gửi KH	1,396	1,515	1,710	2,013	2,365
Trái phiếu và CCTG	19.9	24.1	16.1	30.7	36.0
Nợ khác	43.4	34.8	40.6	47.1	54.2
Vốn chủ sở hữu	165	199	264	303	338
Vốn điều lệ	55.9	55.9	89.0	89.0	89.0
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	33.8	33.8	33.8
Lợi nhuận giữ lại	76.8	111	104	138	167
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	27.3	36.9	42.3	48.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	1,840	2,085	2,428	2,770	3,186
BVPS (đồng)	19,737	23,799	29,686	34,059	38,023

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	1.42	13.4	16.4	14.1	15.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	10.9	14.1	16.1	16.1	15.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.2	8.52	12.9	17.7	17.4
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.6	8.70	12.2	18.4	17.4
Tăng trưởng VCSH (%)	21.7	20.6	32.8	14.7	11.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	0.70	3.33	10.4	21.1	18.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	3.13	5.08	11.2	11.7	15.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(2.19)	(0.56)	10.3	24.0	18.2
Tăng trưởng LNTT (%)	10.4	2.41	6.55	17.6	15.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	10.5	2.42	6.39	17.5	15.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.71	3.49	3.36	3.50	3.58
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.20)	(1.17)	(1.13)	(1.10)	(1.11)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.0	98.8	98.9	98.8	98.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.88	2.82	3.00	3.46	3.90
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	51.4	52.3	54.5	63.1	71.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	14.4	14.0	13.6	11.9	10.3
P/B (lần)	2.88	2.39	1.91	1.67	1.49
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	1.92
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	48.8	49.3	47.4	46.5	45.9
ROAA (%)	1.81	1.72	1.59	1.63	1.64
ROAE (%)	22.0	18.6	15.5	14.9	15.3
Chi phí huy động BQ (%)	3.41	2.20	2.37	2.54	2.75
Lợi suất góp BQ (%)	6.04	4.83	4.85	5.13	5.41
Lợi suất thuần (%)	2.64	2.63	2.48	2.59	2.67
Tỷ lệ NIM (%)	3.00	2.86	2.74	2.88	2.98
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.53	7.49	5.19	5.51	5.74
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	79.2	80.8	80.6	81.5	82.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	12.3	11.7	14.2	13.0	12.2
Tỷ lệ CIR (%)	32.4	33.6	33.8	31.5	30.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	19.9
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.4	12.2	13.4	13.4	13.0
VCSH/Tổng TS (%)	8.96	9.54	10.9	10.9	10.6
Đòn bẩy vốn (lần)	11.2	10.5	9.19	9.14	9.42
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.98	0.96	0.96	0.90	0.90
Hệ số LLR (%)	230	223	200	197	197
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	91.0	95.7	98.4	97.0	95.0
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.1	13.2	13.6	13.3	13.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.1	69.5	69.3	70.5	70.6
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	643	647	660	670	680
Số lượng nhân viên	23,493	24,306	25,278	26,289	27,341

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