

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)

MUA +20,1%

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	25/08/2025
Giá hiện tại	64.600 VND
Giá mục tiêu	77.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất	73.200 VND
TL tăng	+20,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+20,1%

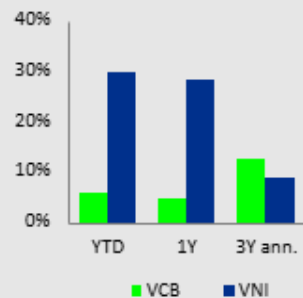
GT vốn hóa	530,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	17,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	579,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	74,8%
SL cổ phiếu lưu hành	8,356 tỷ
Pha loãng	8,356 tỷ

	VCB	Peers	VNI
P/E (trượt)	16,9x	9,3x	15,6x
P/B (ht)	2,5x	1,7x	2,1x
ROE	17,5%	20,2%	13,4%
ROA	1,7%	1,8%	2,0%

Tổng quan về Ngân hàng

Thành lập năm 1963, VCB là ngân hàng lớn thứ 2 trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2023 và là ngân hàng có lợi nhuận lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết ngày 30/06/2009.

Diễn biến giá cổ phiếu



Vũ Thế Quân
Phó Trưởng phòng

Hoàng Nam
Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
LN trước dự phòng (tỷ đồng)	45.551	50.304	61.731	74.544
% YoY	-0,7%	10,4%	22,7%	20,8%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	33.831	36.449	44.524	53.010
% YoY	2,2%	7,7%	22,2%	19,1%
EPS	2,0%	7,7%	18,3%	15,4%
NIM	2,86%	2,70%	2,80%	2,85%
Tỷ lệ CASA	36,7%	37,7%	38,7%	39,7%
Nợ xấu/cho vay	0,96%	0,95%	0,90%	0,85%
Chi phí tín dụng	0,23%	0,29%	0,31%	0,36%
Tỷ lệ CIR	33,6%	32,9%	30,9%	29,3%
P/B	2,7x	2,3x	1,9x	1,7x
P/E	17,3x	16,1x	13,6x	11,8x
ROE	18,6%	16,9%	16,7%	16,5%
ROA	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%

Lợi nhuận dự kiến tăng tốc nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh, NIM phục hồi

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và tăng giá mục tiêu thêm 6% lên 77.600 đồng/cổ phiếu cho Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB). Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 2,7% trong dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2025-2029 (tương ứng -0,8%/+2,9%/+3,9%/+3,2%/+3,1% cho dự báo lợi nhuận các năm 2025/26/27/28/29) và (2) giá định P/B mục tiêu cao hơn.
- Mức tăng dự báo lợi nhuận của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) mức tăng 0,7% trong dự báo tổng thu nhập lãi thuần (NII) giai đoạn 2025-2029 do giả định tăng trưởng tín dụng cao hơn mặc dù giả định NIM thận trọng hơn, và (2) mức tăng 9,1% trong dự báo tổng thu nhập ngoài lãi (NOII) giai đoạn 2025-2029 dựa theo kết quả kinh doanh ngoại hối khả quan hơn kỳ vọng trong 6T 2025.
- Chúng tôi lùi giả định phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua chào bán riêng lẻ sang giữa năm 2026 thay vì cuối năm 2025 như trong dự báo trước đây. Ngoài ra, chúng tôi duy trì giả định về giá chào bán riêng lẻ ở mức 66.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng tổng số tiền thu được dự kiến là 36,3 nghìn tỷ đồng.
- VCB hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt là 2,53 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với mức P/B bình quân 5 năm là 3,15 lần.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:** (1) việc tăng vốn không được triển khai như dự kiến; (2) tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng; (3) NIM thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ duy trì đà tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong các quý tới, được thúc đẩy bởi lãi suất cho vay cạnh tranh và nguồn vốn dồi dào. VCB đã đạt mức tăng trưởng tín dụng 6,0% trong quý 2/2025, là mức cao nhất trong số các ngân hàng quốc doanh. Nếu tính thêm 51 nghìn tỷ đồng dư nợ mà VCB đã bán cho VCB Neo trong quý 1/2025, tăng trưởng tín dụng của VCB trong 6T 2025 đạt 10,8%, cao hơn mức tăng trưởng của toàn ngành. Chúng tôi tin rằng đà tăng trưởng mạnh mẽ của VCB sẽ tiếp tục trong 6 tháng cuối năm 2025 nhờ nhu cầu tín dụng mạnh và vị thế dẫn đầu thị trường của ngân hàng ở cả phân khúc cho vay khách hàng cá nhân và doanh nghiệp. Đáng chú ý, VCB đã tích cực hơn trong việc cho vay mảng BĐS với dư nợ cho vay mua nhà tăng 9,5% trong 6T 2025. Gần đây, ngân hàng cũng công bố hợp tác với các chủ đầu tư phát triển BĐS nhà ở như Xuân Cầu Holdings và Kusto Homes. Chúng tôi kỳ vọng mảng cho vay BĐS sẽ là động lực chính đóng góp vào tăng trưởng tín dụng cho VCB trong thời gian tới.

Kỳ vọng NIM dần phục hồi từ nửa cuối năm 2025 sẽ là một lực đẩy quan trọng cho sự tăng tốc trở lại trong tăng trưởng lợi nhuận của VCB. Theo ngân hàng, NIM đã chạm đáy trong 6T 2025 và sẽ tăng trong các quý tới nhờ tỷ lệ CASA hàng đầu và tăng trưởng tích cực ở dư nợ cho vay trung-dài hạn. Cụ thể, trong quý 2/2025 dư nợ cho vay trung-dài hạn (chiếm 36% tổng dư nợ cho vay) của VCB đã tăng 13,2% QoQ, cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 2,4% của dư nợ cho vay ngắn hạn (chiếm 64% tổng dư nợ). Diễn biến này phù hợp với kỳ vọng trước đó của chúng tôi rằng VCB sẽ tăng cường giải ngân vào các lĩnh vực có NIM cao hơn như cho vay mua nhà ở phân khúc

khách hàng cá nhân và cho vay các dự án đầu tư lớn ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp sẽ giúp hỗ trợ NIM của ngân hàng. Xét đến việc tín dụng mạnh mẽ và NIM cải thiện, chúng tôi dự phóng tăng trưởng EPS của VCB sẽ tăng tốc từ 5,0% trong 6T 2025 lần lượt lên 10,4%/18,3% trong 6T cuối năm 2025/2026.

Triển vọng năm 2025: Kỳ vọng tín dụng và EPS tăng trưởng mạnh hơn

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới/KQ 2024	Nhận định của Vietcap
Thu nhập lãi thuần (NII)	55.406	60.647	61.808	9,5%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,9% dự báo NII năm 2025, chủ yếu do giả định NIM thấp hơn một chút.
Thu nhập phí ròng (NFI) (bao gồm giao dịch ngoại hối)	10.428	10.633	9.840	2,0%	* Chúng tôi tăng 12,5% dự phóng lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối năm 2025 dựa theo kết quả quý 2/2025 khả quan hơn kỳ vọng nhờ các điều kiện thị trường thuận lợi và những nỗ lực của VCB trong việc đa dạng hóa các sản phẩm ngoại hối, đặc biệt tập trung vào việc bán thêm các sản phẩm phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, hoán đổi.
Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)	13.173	14.297	12.875	8,5%	
Tổng thu nhập từ HĐKD (TOI)	68.578	74.944	74.684	9,3%	
Chi phí từ HĐKD (OPEX)	(23.027)	(24.639)	(24.639)	7,0%	
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	45.551	50.304	50.045	10,4%	
Chi phí dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS	(3.315)	(4.801)	(4.163)	44,8%	
NIM	2,86%	2,70%	2,75%	-16 đcb	* Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng NIM năm 2025 dựa theo kết quả 6T 2025 yếu hơn một chút so với kỳ vọng do áp lực cạnh tranh lên lợi suất cho vay. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2025.
Lợi suất tài sản sinh lãi (IEA)	4,83%	4,70%	4,74%	-13 đcb	
Chi phí huy động (COF)	2,20%	2,22%	2,22%	2 đcb	
Tỷ lệ CASA*	36,7%	37,7%	37,7%	1,0 điểm %	
CIR	33,6%	32,9%	33,0%	-70 đcb	
Tỷ lệ nợ xấu	0,96%	0,95%	0,95%	-1 đcb	* Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng sẽ duy trì ổn định trong năm 2025.
Tổng dư nợ cho vay	1.449.220	1.681.095	1.652.111	16,0%	* Chúng tôi tăng dự phóng tăng trưởng cho vay năm 2025 lên 16% sau kết quả hoạt động khả quan của ngân hàng trong quý 2/2025.
Tiền gửi khách hàng	1.514.665	1.726.718	1.696.425	14,0%	
Giấy tờ có giá	24.125	32.086	31.604	33,0%	
Tổng tài sản	2.085.397	2.460.401	2.460.850	18,0%	
Tổng vốn chủ sở hữu	198.860	232.405	269.019	16,9%	
ROAE	18,6%	16,9%	15,7%	-1,7 điểm %	
ROAA	1,72%	1,60%	1,62%	-12 đcb	
LDR quy định	82,4%	83,0%	83,0%	0,6 điểm %	

Nguồn: VCB, Vietcap (* Tỷ lệ CASA bao gồm tiền gửi không kì hạn, tiền gửi vốn chuyên dụng và tiền gửi kỳ quỹ)

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá để xác định giá mục tiêu ước tính đến giữa năm 2026 của VCB, bao gồm: (1) Phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số 50% và (2) Phương pháp P/B mục tiêu với trọng số 50%.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tăng tăng dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2025-2029 thêm 2,7% (tương ứng -0,8%/+2,9%/+3,9%/+3,2%/+3,1% cho dự báo lợi nhuận các năm 2025/26/27/28/29), chủ yếu đến từ (1) mức tăng 0,7% trong dự báo tổng thu nhập lãi thuần (NII) giai đoạn 2025-2029 do giả định tăng trưởng tín dụng cao hơn mặc dù giả định NIM thận trọng hơn, và (2) mức tăng 9,1% trong dự báo tổng thu nhập ngoài lãi (NOII) giai đoạn 2025-2029 dựa theo kết quả kinh doanh ngoại hối khả quan hơn kỳ vọng trong GT 2025.

Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định rằng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VCB sẽ giảm dần về mức trung vị của các ngân hàng khác với phương pháp định giá theo thu nhập thặng dư – ngay cả khi thực tế trong những năm tới không thực sự diễn ra theo như giả định của chúng tôi – để các mô hình định giá có thể so sánh một cách hợp lý giữa các ngân hàng. Lý do là tỷ lệ LLR/nợ xấu cao của VCB cho thấy ngân hàng đã trích lập dự phòng nhiều hơn so với các ngân hàng khác (chênh lệch giữa tỷ lệ LLR/nợ xấu của VCB và trung vị của các ngân hàng khác tăng từ 27 điểm % trong năm 2012 lên 139 điểm % trong quý 2/2025), điều này khiến cho giá trị vốn chủ sở hữu của VCB trông có vẻ thấp hơn so với giá trị hợp lý.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho VCB tương tự như trong báo cáo cập nhật trước, được ước tính dựa trên beta trượt 2 năm gần nhất từ Bloomberg (trọng số 50%) và beta bằng 1,0 (cũng với trọng số 50%) với giả định beta sẽ có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn.

Hình 2: Tóm tắt định giá

(đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Trọng số	Đóng góp
Số cổ phiếu lưu hành (tỷ)*			8,356
Thu nhập thặng dư	63.082	50%	31.541
P/B mục tiêu tại 2,95 lần giá trị sổ sách trung bình dự phóng các năm 2025/26	92.111	50%	46.056
Giá mục tiêu			77.600
Giá hiện tại			64.600
Tỷ lệ tăng (%)			20,1
Lợi suất cổ tức (%)			0,0
Tổng mức sinh lời (%)			+ 20,1
P/B dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu			2,79x
P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			2,29x
Khuyến nghị			MUA

Nguồn: Vietcap (* Chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức phát hành riêng lẻ vào giữa năm 2026 với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng)

Thu nhập thặng dư

Hình 3: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu	Trước đó	Điều chỉnh
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%	6,0%
Beta (*)	0,83	0,82
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,6%	12,6%

Nguồn: Vietcap (* hệ số beta được tính dựa trên trung bình beta 2 năm gần nhất từ Bloomberg với trọng số 50% và beta bằng 1,0; cũng với trọng số 50%)

Hình 4: Mô hình thu nhập thẳng dư

(Tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
ROE (sử dụng VCSH đầu kỳ)	18,3%	19,2%	17,6%	19,1%	20,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Biên độ	5,8%	6,6%	5,0%	6,6%	7,5%
Giá trị vốn CSH (đầu kỳ)	198.860	232.405	301.709	341.599	391.040
Thu nhập thẳng dư (TNTD)	11.472	15.334	15.116	22.418	29.208
Giá trị hiện tại (GTHT) của TNTD	10.813	12.841	11.245	14.817	17.150
Tổng GTHT của TNTD (giữa năm 2025-2029)					61.459
GTHT của giá trị cuối (tăng trưởng trung hạn 8% trong 10 năm và sau đó là 3%)					250.002
Giá trị VCSH đầu kỳ (giá trị sổ sách giữa năm 2025)					215.633
Giá trị VCSH hiện tại					527.094
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ)					8,356
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)					63.082

Nguồn: Vietcap (Chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức phát hành riêng lẻ vào giữa năm 2026 với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng)

P/B mục tiêu

VCB hiện đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 2,32 lần, cao hơn 46% so với mức trung vị P/B năm 2025 của các ngân hàng khác là 1,59 lần với ROE dự phóng năm 2025 là 16,9%, so với mức trung vị ngành là 18,6% (Hình 7). VCB hiện đang giao dịch với P/B trượt là 2,53 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với mức P/B trượt trung bình 5 năm của VCB là 3,15 lần.

Chúng tôi nâng P/B mục tiêu của chúng tôi từ mức 2,7 lần lên 2,95 lần do mức điều chỉnh tăng trong dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Đối với giai đoạn 2025-2029, chúng tôi hiện dự báo ROE trung bình cao hơn, ở mức 17,3% so với 16,4% trong dự báo trước đây. P/B mục tiêu của chúng tôi hiện cao hơn 119% so với trung vị P/B mục tiêu của các ngân hàng khác là 1,35 lần. VCB đã giao dịch với mức P/B mục tiêu trung bình cao hơn 113% trong vòng 5 năm qua.

Hiện có 5 lý do dự kiến sẽ hỗ trợ cho mức định giá cao hơn của VCB so với các ngân hàng khác bao gồm:

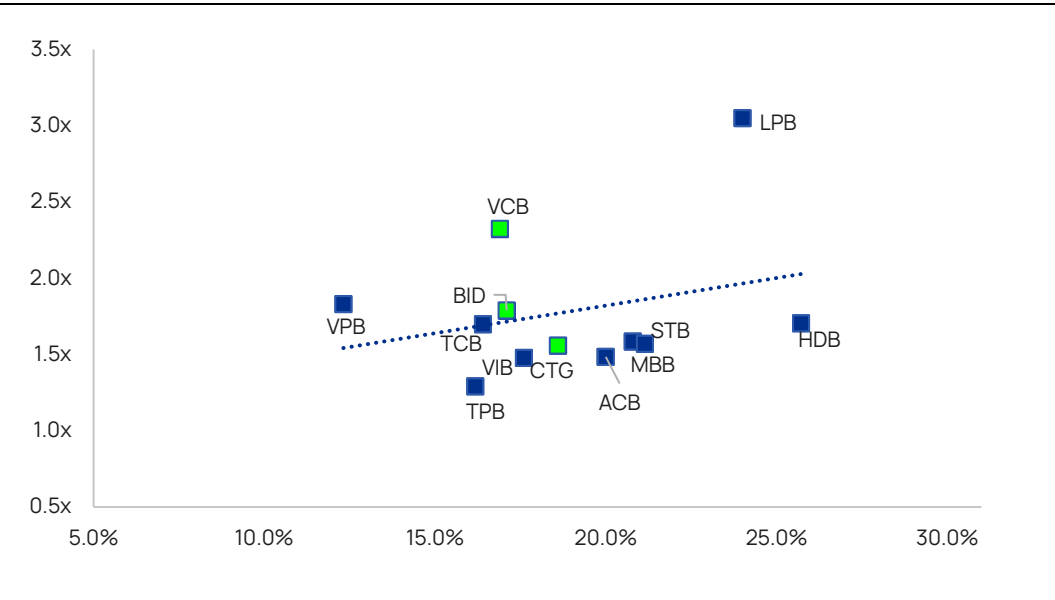
- VCB là ngân hàng dẫn đầu về tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế, với mức thị phần 19,8% tính đến năm 2024. VCB cũng có vị thế vững chắc trên thị trường ngoại hối Việt Nam với lợi nhuận ngoại hối đáng kể, đóng góp khoảng 7,7% vào tổng thu nhập từ HĐKD (TOI) trong năm 2024.
- Tỷ lệ CASA và tiền gửi có kỳ hạn bằng ngoại tệ của VCB nằm trong top 3 các ngân hàng cùng ngành trong nước và là yếu tố hàng đầu giúp VCB có được mức COF thấp nhất trong số các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.
- VCB có lợi thế so với các ngân hàng khác do kiểm soát một trong những hệ thống thanh toán ngoại hối liên ngân hàng chính. Ngoài ra, tất cả các ngân hàng ở Việt Nam đều gửi tiền ngoại tệ tại VCB trong các tài khoản thanh toán.
- VCB đã tích cực nâng tỷ lệ LLR/nợ xấu của ngân hàng lên mức 214% vào quý 2/2025, cao hơn 139 điểm % so với mức trung bình của các ngân hàng khác và cao nhất trong số các ngân hàng trong nước. Với bộ đệm dự phòng vững chắc và bảng cân đối kế toán lành mạnh, cùng với cơ sở khách hàng chất lượng cao và cách tiếp cận giải ngân cho vay thận trọng, VCB hiện có vị thế tốt để ứng phó với các bất ổn kinh tế.
- Tiềm năng tăng trưởng ROE và ROA nhờ từng bước khai thác các phân khúc tiềm năng ở mảng bán lẻ và nhận được hạn mức tín dụng cao hơn các ngân hàng cùng ngành từ Ngân hàng Nhà nước (NHNN) bằng cách tham gia hỗ trợ một tổ chức tín dụng yếu kém.

Hình 5: Phân tích độ nhạy của P/B của VCB trong mối tương quan với ROE rút ra từ Mô hình tăng trưởng Gordon và tốc độ tăng trưởng cuối, giả định các biến số khác không đổi

		ROE trung bình trong giai đoạn 2019-2029				
Tốc độ TT cuối %		16,0%	18,0%	20,0%	22,0%	24,0%
	1,50%	1,31	1,49	1,68	1,86	2,04
	2,00%	1,33	1,52	1,71	1,90	2,09
	2,50%	1,34	1,54	1,74	1,94	2,14
	3,00%	1,36	1,57	1,78	1,99	2,20
	3,50%	1,38	1,60	1,82	2,05	2,27

Nguồn: Vietcap

Hình 6: P/B (trục y) và ROE (trục x) của các ngân hàng Việt Nam (dự báo 2025)



Nguồn: Vietcap (số liệu được tính toán vào ngày 22/08/2025)

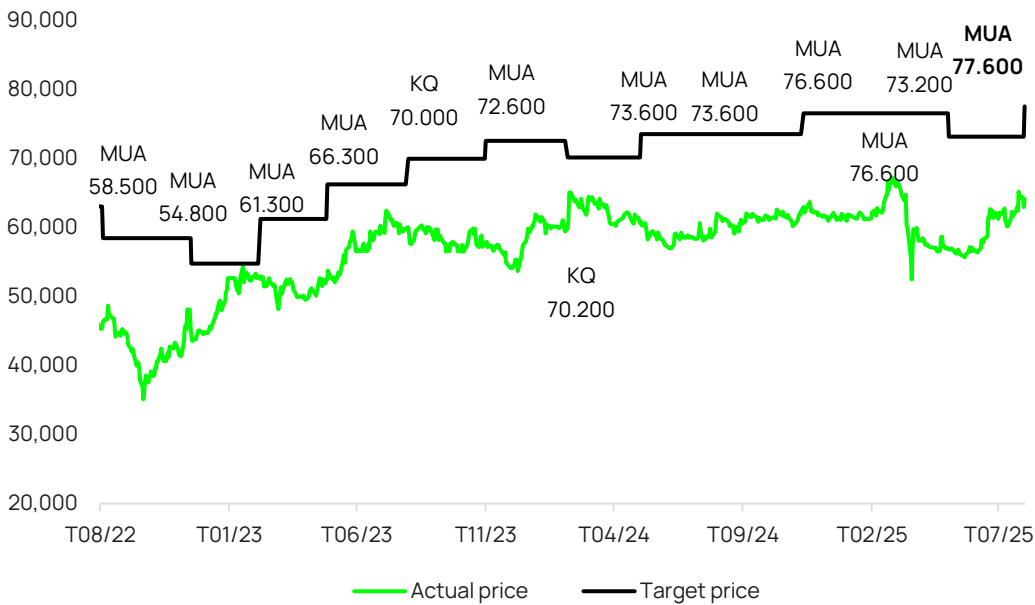
Hình 7: Dự báo của Vietcap cho các ngân hàng tại Việt Nam

Mã	GTVH (tỷ USD)	P/E			P/B			ROE			ROA	Hệ số nhân VCSH	Tỷ lệ nợ xấu
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	Trượt 12T	2024	2024
ACB	5,4	8,6	8,0	6,8	1,71	1,48	1,27	22,4%	20,0%	20,1%	1,90%	10,4	1,51%
BID	11,5	13,5	13,1	12,2	2,14	1,79	1,56	19,5%	17,1%	15,8%	0,93%	19,1	1,41%
CTG	10,3	12,3	10,4	8,7	1,83	1,56	1,32	18,5%	18,6%	18,8%	1,26%	15,9	1,25%
MBB	8,2	9,6	8,4	7,2	1,93	1,59	1,32	22,1%	20,8%	20,0%	2,19%	9,6	1,62%
VPB	10,8	18,1	15,0	11,6	2,01	1,83	1,63	11,0%	12,3%	14,4%	1,84%	6,3	4,20%
STB	4,0	11,5	9,0	5,0	1,90	1,57	1,19	20,0%	21,1%	30,1%	1,52%	13,6	2,40%
HDB	4,3	8,8	7,3	6,3	2,08	1,71	1,40	25,8%	25,7%	24,5%	2,03%	12,3	1,98%
TCB	10,5	12,8	10,9	9,1	1,89	1,70	1,52	15,6%	16,4%	17,7%	2,22%	6,6	1,17%
TPB	2,2	9,4	8,6	7,9	1,52	1,29	1,11	17,3%	16,2%	15,2%	1,63%	11,1	1,52%
VIB	3,0	9,9	9,0	7,9	1,68	1,48	1,31	18,1%	17,6%	17,7%	1,57%	11,8	3,51%
LPB	5,3	15,2	13,8	13,6	3,24	3,05	2,63	25,1%	24,0%	21,9%	2,08%	11,7	1,57%
Trung vị		11,5	9,0	7,9	1,90	1,59	1,32	19,5%	18,6%	18,8%	1,84%	11,7	1,57%
VCB	20,4	17,3	16,1	13,6	2,71	2,32	1,91	18,6%	16,9%	16,7%	1,68%	10,5	0,96%

Nguồn: Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 22/08/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi vay	93.655	105.562	128.514	153.900
Chi phí lãi vay	(38.249)	(44.916)	(54.160)	(64.965)
Thu nhập lãi thuần	55.406	60.647	74.354	88.934
Thu nhập từ phí dịch vụ	10.428	10.633	11.767	13.021
Thu nhập ngoài lãi khác	2.744	3.664	3.206	3.496
Tổng thu nhập ngoài lãi	13.173	14.297	14.973	16.517
Tổng thu nhập từ HĐKD	68.578	74.944	89.327	105.452
Chi phí ngoài lãi	(23.027)	(24.639)	(27.596)	(30.908)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(23.027)	(24.639)	(27.596)	(30.908)
LN từ HĐKD trước dự phòng	45.551	50.304	61.731	74.544
Chi phí dự phòng	(3.315)	(4.801)	(6.146)	(8.364)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	42.236	45.504	55.585	66.180
Thuế	(8.383)	(9.032)	(11.033)	(13.135)
LN ròng	33.853	36.472	44.553	53.045
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	(22)	(23)	(29)	(34)
LNST sau lợi ích CĐTS	33.831	36.449	44.524	53.010
Số CP lưu hành cuối năm (tr)	8.356	8.356	8.899	8.899
Số CP bình quân gia quyền (tr)	8.356	8.356	8.627	8.899
EPS (đồng)*	3.727	4.015	4.750	5.483
Cổ tức tiền mặt/CP (đồng)	0	0	900	1.000

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	14.268	16.614	19.804	23.278
Tiền gửi tại NHNN	49.341	57.286	66.875	78.037
Tiền gửi/nợ đến hạn tại các TCTD khác	389.296	491.372	604.483	685.110
Đầu tư ngắn hạn	91.130	105.387	124.216	145.224
Cho vay khách hàng ròng	1.418.036	1.649.154	1.951.556	2.287.382
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn - HTM	80.829	92.671	106.571	122.557
Đầu tư dài hạn	2.228	2.194	2.139	2.089
Tài sản và trang thiết bị	8.093	8.399	8.726	9.074
Tài sản khác	32.176	37.324	44.043	51.530
Tổng tài sản	2.085.397	2.460.401	2.928.412	3.404.283
Nợ NHNN	78.237	117.356	105.620	95.058
Huy động và vay liên ngân hàng	234.653	312.089	411.957	517.006
Vốn cho vay & ủy thác khác	1	1	1	1
Tiền gửi khách hàng	1.514.665	1.726.718	2.020.260	2.343.502
Công cụ tài chính khác	0	0	0	0
Giấy tờ có giá	24.125	32.086	42.354	53.154
Nợ khác	34.760	39.626	46.363	53.781
Tổng nợ	1.886.441	2.227.876	2.626.555	3.062.502
Vốn CSH của cổ đông*	198.860	232.405	301.709	341.599
Lợi ích CĐTS	96	120	148	182
Tổng nợ và vốn CSH	2.085.397	2.460.401	2.928.412	3.404.283

TỶ LỆ (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng cho vay	14,1	16,0	18,0	17,0
Tăng trưởng tiền gửi	8,5	14,0	17,0	16,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	1,2	9,3	19,2	18,1
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	-0,7	10,4	22,7	20,8
Tăng trưởng LNST	2,2	7,7	22,2	19,1
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	0,27	0,27	0,27	0,27
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,96	0,95	0,90	0,85
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	223	200	180	170
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	0,23	0,29	0,31	0,36
Thanh khoản				
CAR theo Basel II	12,2	12,0	13,1	12,7
Tỷ lệ cho vay/ tiền gửi theo quy định	82,4	83,0	82,0	81,5

TỶ LỆ (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Khả năng sinh lời				
NIM	2,86	2,70	2,80	2,85
Lợi suất tài sản sinh lãi	4,83	4,70	4,84	4,93
Chi phí huy động	2,20	2,22	2,27	2,32
Chi phí / thu nhập	33,6	32,9	30,9	29,3
Tỷ lệ CASA	36,7	37,7	38,7	39,7
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	2,82	2,67	2,76	2,81
Dự phòng	(0,17)	(0,21)	(0,23)	(0,26)
NII sau dự phòng	2,65	2,46	2,53	2,54
Thu nhập ngoài lãi	0,67	0,63	0,56	0,52
Chi phí hoạt động	(1,17)	(1,09)	(1,03)	(0,98)
Thuế	(0,43)	(0,40)	(0,41)	(0,41)
ROAA	1,72	1,60	1,65	1,67
Tổng tài sản / vốn CSH	10,8	10,5	10,1	9,8
ROAE	18,6	16,9	16,7	16,5

Nguồn: VCB, Vietcap (* Pha loãng EPS năm 2025 do chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức chào bán riêng lẻ vào giữa năm 2026, với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thế Quân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.