

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

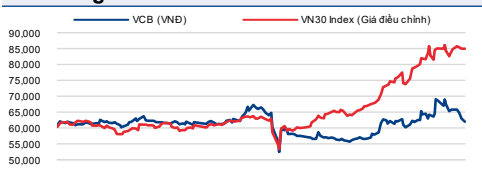
Giá mục tiêu: VNĐ70,200 (từ VNĐ66,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/9/2025)	62,000
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,500-69,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	62,967
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	518,053
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	19,635
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)	684
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	21.8%
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	(4.02)	8.58	2.31
So với chỉ số	(6.37)	(16.2)	(27.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,841	4,056	(5.3)
2026F	4,548	5,089	(10.6)
2027F	5,314	6,064	(12.4)

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

Tăng 5,9% giá mục tiêu nhờ triển vọng năm 2026-2027 khởi sắc

- HSC tăng 5,9% giá mục tiêu lên 70.200đ và giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027.
- Mặc dù giữ nguyên dự báo LNTT cho năm 2025, chúng tôi tăng bình quân 4,6% dự báo cho năm 2026-2027 sau khi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng và hạ dự báo chi phí tín dụng. Chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng 6,6% trong năm 2025 sau đó tăng tốc lên lần lượt 22% và 17% trong năm 2026-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần - thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ - và thậm chí định giá so với ngành đã giảm xuống. Điều này giúp cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn nhờ nền tảng cơ bản mạnh mẽ và tiềm năng cải thiện hệ số ROE dài hạn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

KQKD 6 tháng đầu năm 2025 của VCB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 4,6% dự báo cho năm 2026-2027 nhờ nâng giá định tăng trưởng tín dụng sau đợt phát hành riêng lẻ.

Tác động: Giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025; tăng 5% dự báo cho năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo LNTT cho năm 2025 nhưng tăng bình quân 4,6% dự báo cho năm 2026-2027. Những điều chỉnh chính bao gồm: (1) hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ cho năm 2025; (2) hạ dự báo nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng trong năm 2025 sau KQKD 6 tháng đầu năm vững chắc và hạ dự báo chi phí tín dụng trong năm 2026-2027 nhờ sử dụng đệm dự phòng dư thừa, từ đó khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống và (3) nâng giá định tăng trưởng tín dụng cho năm 2026-2027 sau đợt phát hành riêng lẻ, phản ánh cả nhu cầu gia tăng và vai trò dẫn dắt tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống của VCB dựa trên nền vốn vững chắc và hệ số CAR cao nhất trong số các NHTM có vốn nhà nước. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng 6,6% trong năm 2025, sau đó tăng tốc lên lần lượt 22% và 17% trong năm 2026-2027.

Dự báo EPS của chúng tôi thấp hơn thị trường do chúng tôi giả định cổ phiếu sẽ bị pha loãng sau đợt phát hành riêng lẻ dự kiến diễn ra trong Q4/2025 hoặc Q1/2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi tăng 9% trong 3 tháng qua, diễn biến giá cổ phiếu vẫn kém tích cực hơn đáng kể so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành kể từ đầu năm, điều này cho thấy VCB không được hưởng lợi từ xu hướng định giá lại gần đây, vốn chủ yếu tập trung vào các NHTM có mức độ rủi ro cao hơn.

Chúng tôi tăng nhẹ 5,9% giá mục tiêu lên 70.200đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận nhờ nâng giá định tăng trưởng tín dụng và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần - thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,6 lần - đang có mức thậm chí định giá so với bình quân nhóm NHTM thấp kỷ lục. Cổ phiếu hiện đang có định giá tương đối hấp dẫn nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả, chất lượng tài sản vững chắc, đệm dự phòng lớn và tiềm năng cải thiện hệ số ROE dài hạn đáng kể vì tỷ lệ NIM có thể đã chạm đáy.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/9.

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	59.4	75.2	88.8
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	67.7	68.6	73.7	91.1	107
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.0	33.8	36.0	44.0	51.4 ▲
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,175	4,944	5,776 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	1,137
BVPS (đồng)	19,737	23,799	29,887	34,435	38,612
P/E (lần)	15.7	15.3	14.9	12.5	10.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	1.83
P/B (lần)	3.14	2.61	2.07	1.80	1.61
Tăng trưởng EPS (%)	10.5	2.42	3.11	18.4	16.8
ROAE (%)	22.0	18.6	15.5	15.4	15.8

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

Kết quả vững chắc nhưng không có bất ngờ; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

KQKD 6 tháng đầu năm 2025 của VCB sát với kỳ vọng của chúng tôi, ổn định và đúng như dự báo. HSC giữ nguyên dự báo LNTT cho năm 2025 nhưng điều chỉnh tăng bình quân 4,6% dự báo cho năm 2026-2027 nhờ điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng tín dụng sau đợt phát hành riêng lẻ, hạ giả định chi phí tín dụng sau khi hạ dự báo nợ xấu mới hình thành và tận dụng đệm dự phòng nhiều hơn, cùng chất lượng tài sản vững chắc. Từ đó, chúng tôi tăng 5,9% giá mục tiêu lên 70.200đ và giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần – thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và đang có mức thẳng dư định giá so với bình quân ngành thấp kỷ lục – VCB hiện có định giá khá hấp dẫn nhờ nền tảng cơ bản vượt trội và tiềm năng nâng cao hệ số ROE trong dài hạn.

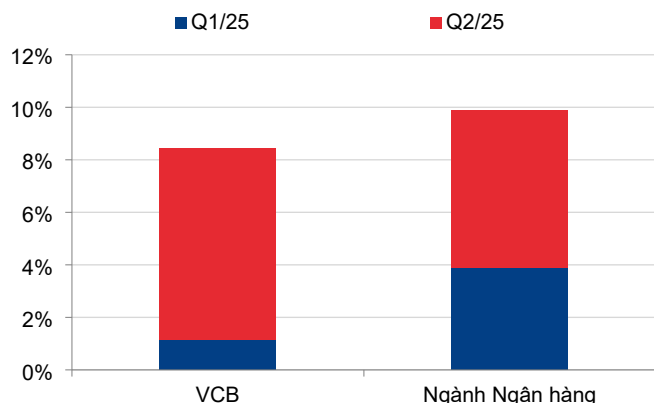
Dự báo năm 2025 đúng hướng, nâng dự báo cho năm 2026-2027

KQKD 6 tháng đầu năm 2025 của VCB sát với kỳ vọng của chúng tôi, Mời xem Báo cáo nhanh: [Q2/2025: LNTT tăng 9,1%, Ổn định và sát với dự báo](#). Nhìn chung, chúng tôi đánh giá đây là một kết quả tích cực và đúng như dự báo. Những kết quả chính trong 6 tháng đầu năm 2025 bao gồm:

- **Tổng tín dụng** tăng trưởng mạnh mẽ trong Q2/2025 sau Q1 ảm đạm (do một số khoản vay khách hàng doanh nghiệp được chuyển giao cho VCBNeo). Phân khúc khách hàng cá nhân dẫn đầu tăng trưởng tín dụng.
- **Tỷ lệ NIM** vẫn đi ngang so với quý trước ở mức 2,64%, mặc dù chi phí huy động giảm 4 điểm cơ bản. Kể từ đầu năm, tỷ lệ NIM giảm 15 điểm cơ bản do lợi suất gộp giảm 4 điểm cơ bản và chi phí huy động tăng 11 điểm cơ bản. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ NIM đã chạm đáy do có những thông tin không chính thức gần đây về việc ngân hàng chấm dứt một số gói lãi suất ưu đãi và nâng lãi suất tối thiểu của một số sản phẩm. Điều này cho thấy VCB có thể đã nâng lãi suất cho vay để bảo vệ tỷ lệ NIM trong bối cảnh chi phí huy động đang tăng lên. Trong dài hạn, VCB vẫn còn nhiều dư địa để cải thiện tỷ lệ NIM do Ngân hàng hiện đang áp dụng mức lãi suất thấp nhất trong ngành. Điều này giúp VCB linh hoạt trong việc nâng lãi suất cho vay mà không đánh mất khách hàng.
- **Tỷ lệ LDR điều chỉnh** (tổng tín dụng/tổng tiền gửi khách hàng & giấy tờ có giá) vẫn ở mức cao 97% trong bối cảnh chính sách tiền tệ nới lỏng hiện tại. Các NHTM có vốn nhà nước nhận tiền gửi từ KBNN để giảm cạnh tranh huy động vốn trên thị trường sơ cấp, góp phần hạ lãi suất huy động.
- **Lãi thuần HĐ dịch vụ** giảm nhẹ nhưng được bù đắp nhờ lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối.
- **Chất lượng tài sản** vẫn vững chắc và ổn định kể từ đầu năm. VCB tiếp tục giữ vững vị trí dẫn đầu về chất lượng tài sản.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng, VCB so với ngành

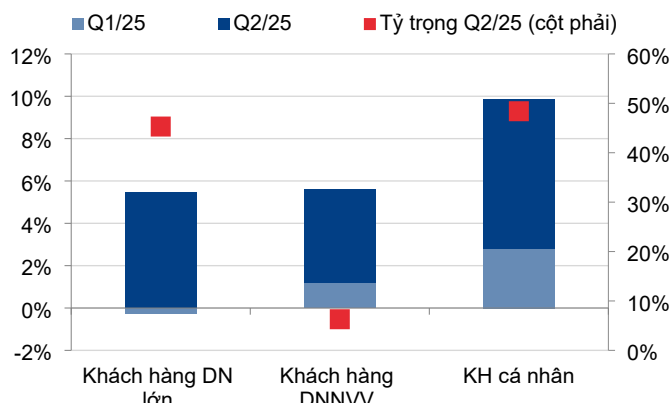
Tín dụng của VCB tăng trưởng chậm hơn so với ngành trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: NHNN, VCB, HSC

Biểu đồ 2: Tăng trưởng cho vay theo phân khúc KH, VCB

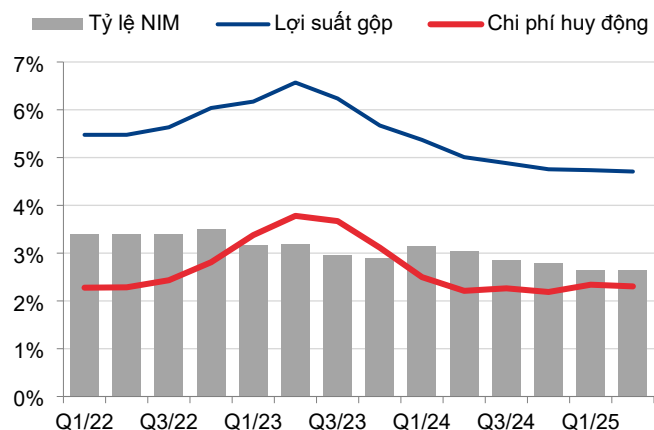
Mảng khách hàng cá nhân dẫn dắt đà tăng trưởng



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 3: Biến động tỷ lệ NIM, VCB

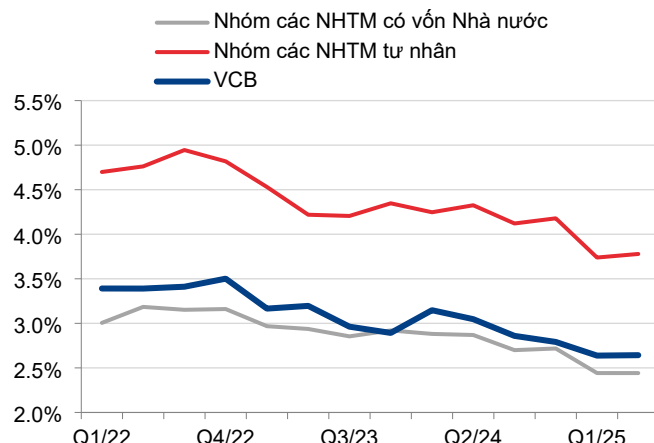
Tỷ lệ NIM tiếp tục đi ngang so với quý trước...



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 4: Tỷ lệ NIM, VCB và các NHTM khác

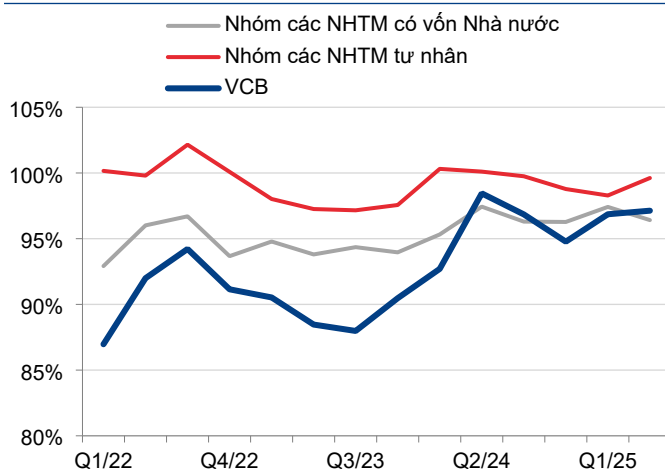
...sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 5: Hệ số LDR điều chỉnh, VCB và các NHTM khác

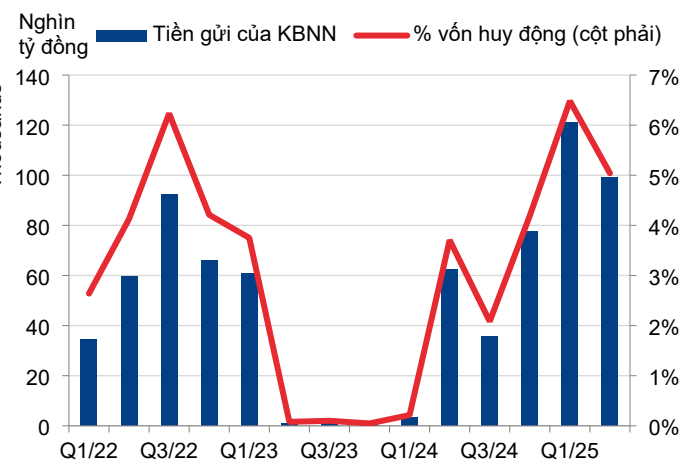
Tỷ lệ LDR vẫn ở mức cao...



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 6: Tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tại VCB

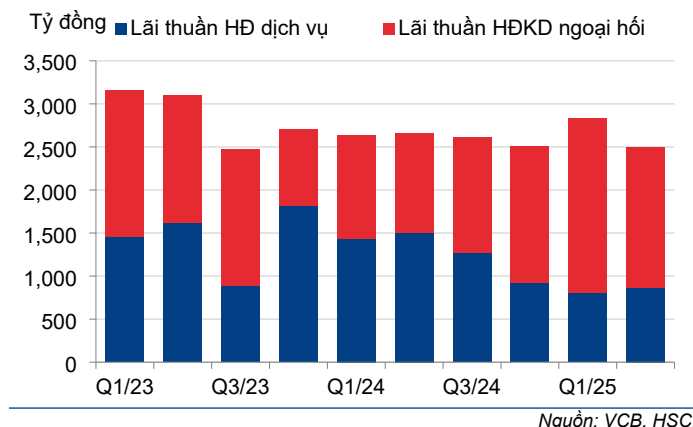
...trong bối cảnh thanh khoản được hỗ trợ bởi nguồn tiền gửi từ Kho bạc Nhà nước



Nguồn: VCB, HSC

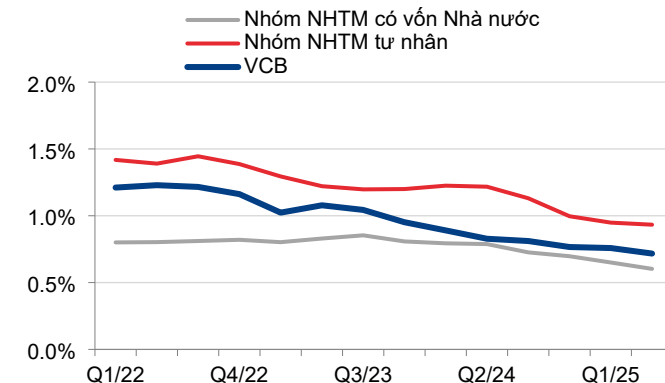
Biểu đồ 7: Lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐKD ngoại hối, VCB

Lãi thuần HĐKD ngoại hối tăng mạnh giúp bù đắp cho lãi thuần HĐ dịch vụ kém tích cực



Biểu đồ 8: Hiệu quả tạo lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐKD ngoại hối, VCB và các NHTM khác

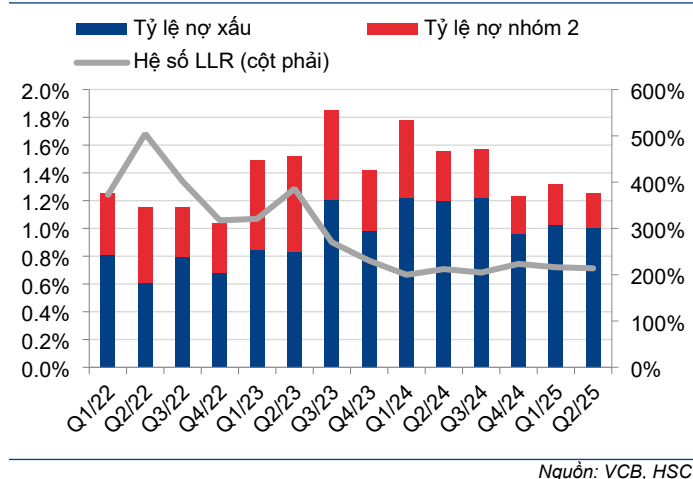
Hiệu quả tạo lãi thuần HĐ dịch vụ của VCB cao hơn so với bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước



Ghi chú: Được tính bằng lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐKD ngoại hối của 12 tháng gần nhất, chia cho tổng dư nợ tín dụng bình quân.
Nguồn: VCB, HSC

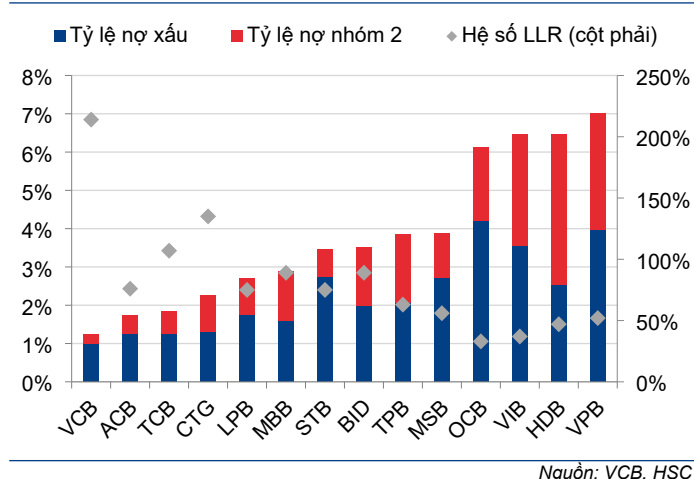
Biểu đồ 9: Tỷ lệ nợ quá hạn, VCB

Chất lượng tài sản duy trì ổn định trong Q2/2025...



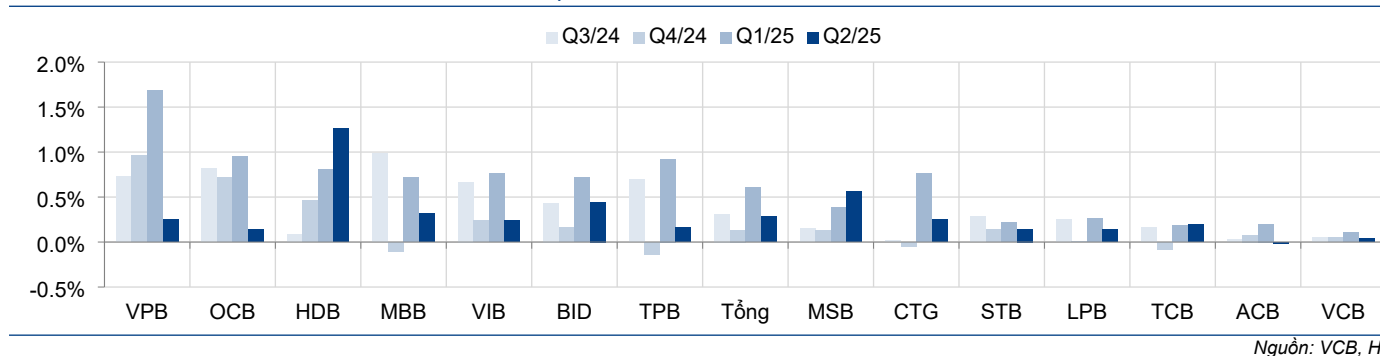
Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ quá hạn, VCB so với các NHTM khác

...và tiếp tục dẫn đầu so với các NHTM khác



Biểu đồ 11: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) (%) trong 4 quý qua, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nợ xấu mới hình thành của VCB liên tục ở mức thấp hơn so với các NHTM khác



Triển vọng 6 tháng cuối năm 2025 và điều chỉnh dự báo

HSC giữ nguyên dự báo LNTT cho năm 2025 nhưng tăng bình quân 4,6% dự báo cho năm 2026-2027. Những điều chỉnh chính bao gồm:

- Hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ cho năm 2025 sau kết quả kém tích cực trong nửa đầu năm 2025.

- Hạ dự báo nợ xấu mới hình thành & chi phí dự phòng trong năm 2025 dựa trên KQKD 6 tháng đầu năm khả quan; và hạ dự báo chi phí tín dụng cho năm 2026-2027 dựa trên giả định Ngân hàng sẽ sử dụng đệm dự phòng dư thừa nhiều hơn, từ đó khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống.
- Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2026-2027 sau đợt phát hành riêng lẻ. Điều này phản ánh cả nhu cầu tín dụng gia tăng và trách nhiệm dẫn dắt tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống của VCB, với vị thế là NHTM quốc doanh có nền vốn mạnh nhất và hệ số CAR cao nhất.

Nhìn chung, HSC dự báo LNTT sẽ tăng trưởng 6,6% trong năm 2025, sau đó tăng tốc lên lần lượt 22% và 17% trong năm 2026-2027. Trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 8% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng, trong khi các chỉ số hoạt động khác vẫn ổn định.

Các giả định và dự báo chính như sau.

Bảng 12: Các giả định quan trọng, VCB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2026-2027 và hạ giả định chi phí tín dụng nhờ hệ số LLR giảm

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	13.9%	16.0%	16.0%	15.0%	16.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	8.7%	12.2%	18.4%	17.4%	12.2%	20.5%	20.5%
Tỷ lệ NIM	2.9%	2.7%	2.9%	3.0%	2.7%	2.9%	3.0%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-11.1%	-23.3%	27.0%	22.3%	-37.4%	27.1%	25.9%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%
Nợ xấu mới hình thành	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
Hệ số LLR	223.3%	200.4%	197.2%	197.2%	203.5%	189.4%	178.3%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
Hệ số CIR	33.6%	33.8%	31.5%	30.9%	33.9%	31.1%	30.2%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận, VCB

Đối với LNTT, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2025 nhưng tăng bình quân 4,5% dự báo cho năm 2026-2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	55,406	61,149	74,078	87,441	59,383	75,150	88,769
Tăng trưởng		10.4%	21.1%	18.0%	7.2%	26.6%	18.1%
Điều chỉnh					-2.9%	1.4%	1.5%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,173	14,709	16,821	19,141	14,355	15,954	18,496
Tăng trưởng		11.7%	14.4%	13.8%	9.0%	11.1%	15.9%
Điều chỉnh					-2.4%	-5.2%	-3.4%
Tổng thu nhập HĐ	68,578	75,858	90,900	106,582	73,739	91,104	107,265
Tăng trưởng		10.6%	19.8%	17.3%	7.5%	23.6%	17.7%
Điều chỉnh					-2.8%	0.2%	0.6%
Chi phí HĐ	-23,027	-25,602	-28,592	-32,920	-24,984	-28,308	-32,390
Tăng trưởng		11.2%	11.7%	15.1%	8.5%	13.3%	14.4%
Điều chỉnh					-2.4%	-1.0%	-1.6%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	45,551	50,256	62,307	73,662	48,755	62,797	74,875
Tăng trưởng		10.3%	24.0%	18.2%	7.0%	28.8%	19.2%
Điều chỉnh					-3.0%	0.8%	1.6%
Chi phí dự phòng	-3,315	-5,253	-9,402	-12,477	-3,734	-7,773	-10,593
Tăng trưởng		58.4%	79.0%	32.7%	12.6%	108.2%	36.3%
Điều chỉnh					-28.9%	-17.3%	-15.1%
LNTT	42,236	45,003	52,905	61,185	45,020	55,023	64,282
Tăng trưởng		6.6%	17.6%	15.7%	6.6%	22.2%	16.8%
Điều chỉnh					0.0%	4.0%	5.1%
Lợi nhuận thuần	33,831	35,993	42,299	48,920	36,018	43,994	51,399
Tăng trưởng		6.4%	17.5%	15.7%	6.5%	22.1%	16.8%
Điều chỉnh					0.1%	4.0%	5.1%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ

Tỷ đồng	2024	2025F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5,137	3,939	5,004	6,118	3,218	4,089	5,147
Tăng trưởng		-23.3%	27.0%	22.3%	-37.4%	27.1%	25.9%
Điều chỉnh					-18.3%	-18.3%	-15.9%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	5,292	7,285	8,222	9,493	7,179	8,298	9,791
Tăng trưởng		37.7%	12.9%	15.5%	35.7%	15.6%	18.0%
Điều chỉnh					-1.5%	0.9%	3.1%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	66	84	85	96	84	80	96
Tăng trưởng		27.4%	1.7%	13.1%	28.0%	-4.8%	20.5%
Điều chỉnh					0.5%	-5.9%	0.3%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	307	323	323	323	303	303	303
Tăng trưởng		5.2%	0.0%	0.0%	-1.4%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					-6.2%	-6.2%	-6.2%
Thu nhập khác	2,372	3,078	3,187	3,110	3,572	3,184	3,158
Tăng trưởng		29.8%	3.5%	-2.4%	50.6%	-10.9%	-0.8%
Điều chỉnh					16.0%	-0.1%	1.5%
Tổng thu hập ngoài lãi	13,173	14,709	16,821	19,141	14,355	15,954	18,496
Tăng trưởng		11.7%	14.4%	13.8%	9.0%	11.1%	15.9%
Điều chỉnh					-2.4%	-5.2%	-3.4%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 5,9% giá mục tiêu cho VCB lên 70.200đ/cp nhờ nâng dự báo lợi nhuận sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Sau khi tăng 9% trong 3 tháng qua, diễn biến giá cổ phiếu của VCB vẫn kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành kể từ đầu năm, không được hưởng lợi từ xu hướng định giá lại vốn tập trung vào các ngân hàng có mức độ rủi ro cao hơn. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần – thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,6 lần – mức thấp dự định giá giữa VCB và bình quân các ngân hàng khác đã thu hẹp xuống mức thấp kỷ lục. Định giá của VCB tương đối hấp dẫn dựa trên năng lực cạnh tranh mạnh mẽ và tiềm năng cải thiện hệ số ROE dài hạn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng nhẹ 5,9% giá mục tiêu lên 70.200đ nhờ nâng dự báo lợi nhuận sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng và giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCB. Các giả định định giá khác được giữ nguyên.

Nền tảng cơ bản của Ngân hàng vẫn vững chắc cùng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn đáng kể – đặc biệt là thông qua việc cải thiện hệ số NIM (nhờ chênh lệch lợi suất gộp lớn so với các ngân hàng trong ngành) và giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR để giảm chi phí dự phòng.

Bảng 15: Giả định chi phí vốn CSH, VCB

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	0.8	Không đổi
Chi phí vốn CSH	11.0%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 16: 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	33,136	40,474	47,287	58,540	68,919	77,218	89,120	102,573	110,825
Chi phí vốn CSH	-21,875	-29,255	-33,707	-37,796	-42,935	-48,906	-57,400	-67,203	-73,883
Lợi nhuận thặng dư	11,262	11,219	13,579	20,745	25,985	28,312	31,720	35,369	36,942
Giá trị dài hạn									475,622
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%	53.5%	48.2%	43.4%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		10,107	11,021	15,168	17,117	16,802	16,959	17,036	222,415
Hệ số pha loãng do phát hành riêng lẻ		93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%
Giá trị hiện tại đã điều chỉnh đến cuối 2025		9,491	10,349	14,242	16,072	15,776	15,924	15,996	208,840
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026	306,690								
Giá trị sổ sách cuối 2025 (điều chỉnh)	249,723								
Giá trị vốn CSH cuối 2025	556,414								
Giá trị vốn CSH giữa 2026	587,017								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,356								
Giá mục tiêu giữa 2026	70,200								

Nguồn: HSC

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VCB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	85,300	80,400	76,100	72,300	68,800
	8.25%	81,300	76,900	73,000	69,500	66,300
	8.75%	77,800	73,800	70,200	66,900	64,000
	9.25%	74,500	70,900	67,600	64,600	61,900
	9.75%	71,600	68,200	65,200	62,400	59,900

Nguồn: HSC

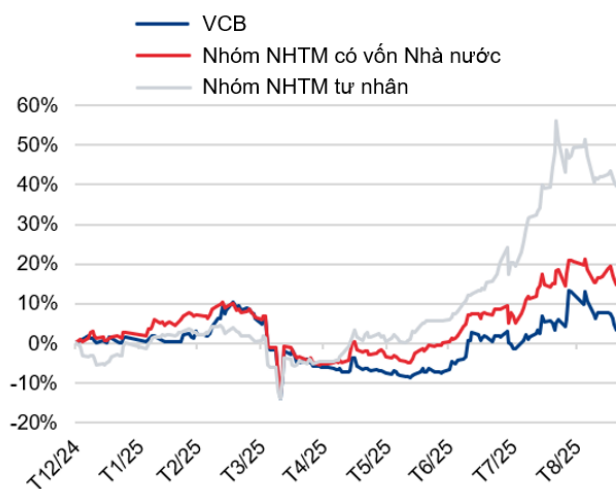
Bối cảnh định giá

Sau khi tăng 9% trong 3 tháng qua, diễn biến giá cổ phiếu VCB vẫn kém tích cực hơn đáng kể so với chỉ số VNIndex và bình quân các ngân hàng trong ngành kể từ đầu năm. Điều này cho thấy VCB chưa được hưởng lợi từ xu hướng định giá lại gần đây, vốn tập trung vào các ngân hàng có mức độ rủi ro cao hơn.

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần – thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,6 lần. Thặng dư định giá giữa VCB và bình quân các ngân hàng trong ngành đã thu hẹp xuống mức thấp kỷ lục. Điều này giúp cổ phiếu VCB trở nên hấp dẫn tương đối nhờ lợi thế chi phí vượt trội, chất lượng tài sản vững chắc, đệm dự phòng lớn và tiềm năng cải thiện ROE đáng kể trong dài hạn.

Biểu đồ 18: Hiệu suất so với đầu năm, VCB & các NHTM khác

So với đầu năm, VCB có diễn biến kém tích cực hơn so với các NHTM khác...



Ghi chú: Hiệu suất so với đầu năm, tính tới ngày 19/9.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 19: Thặng dư định giá, VCB & các NHTM khác

...dẫn tới thặng dư định giá so với các NHTM khác giảm xuống mức thấp kỷ lục



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 20: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

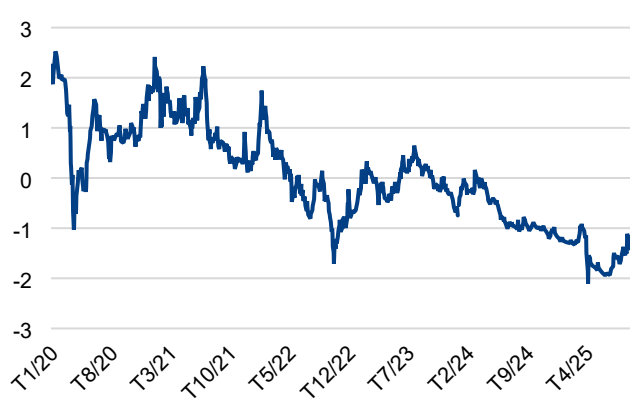
VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,9 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 21: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCB

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



Nguồn: Dữ liệu thị trường, 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	106	133	162
Chi phí lãi	(54.5)	(38.2)	(46.5)	(58.0)	(73.3)
Thu nhập lãi thuần	53.6	55.4	59.4	75.2	88.8
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.78	5.14	3.22	4.09	5.15
Lãi thuần HĐ KDNH	5.66	5.29	7.18	8.30	9.79
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	0.30	0.30	0.30
Thu nhập khác	2.27	2.37	3.57	3.18	3.16
Tổng thu nhập HĐ	67.7	68.6	73.7	91.1	107
Chi phí HĐ	(21.9)	(23.0)	(25.0)	(28.3)	(32.4)
LN trước dự phòng	45.8	45.6	48.8	62.8	74.9
Chi phí dự phòng	(4.56)	(3.31)	(3.73)	(7.77)	(10.6)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	41.2	42.2	45.0	55.0	64.3
Chi phí thuế TNDN	(8.19)	(8.38)	(8.98)	(11.0)	(12.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)
Lợi nhuận thuần	33.0	33.8	36.0	44.0	51.4
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,175	4,944	5,776
DPS (đồng)	0	0	0	0	1,137
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	18.7	22.6
Tiền gửi tại NHNN	58.1	49.3	43.2	52.0	62.6
Tiền gửi tại các TCTD khác	336	389	464	501	558
Chứng khoán kinh doanh	2.50	4.58	9.51	6.80	8.14
Các công cụ tài chính phái sinh	0	1.31	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,242	1,418	1,650	1,953	2,309
Tổng dư nợ cho vay	1,270	1,449	1,683	1,987	2,346
Dự phòng rủi ro	(28.7)	(31.2)	(32.9)	(33.9)	(37.6)
Chứng khoán đầu tư	146	167	181	221	264
CK đầu tư sẵn sàng để bán	67.9	86.8	143	171	205
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	78.0	80.8	38.2	50.2	60.0
Dự phòng rủi ro	(0.11)	(0.25)	(0.22)	(0.25)	(0.29)
Đầu tư dài hạn	2.22	2.23	2.31	2.31	2.31
Tài sản cố định	7.71	8.09	8.47	8.97	9.47
Tài sản khác	30.7	30.9	31.1	36.4	43.4
Tổng tài sản	1,840	2,085	2,405	2,800	3,279
Nợ phải trả	1,675	1,886	2,139	2,493	2,936
Tiền gửi của NHNN	1.67	78.2	104	50.4	0.94
Tiền gửi của các TCTD khác	214	235	271	319	377
Tổng tiền gửi KH	1,396	1,515	1,700	2,048	2,468
Trái phiếu và CCTG	19.9	24.1	25.9	31.2	37.6
Nợ khác	43.4	34.8	37.2	43.9	51.8
Vốn chủ sở hữu	165	199	266	306	344
Vốn điều lệ	55.9	55.9	89.0	89.0	89.0
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	34.9	34.9	34.9
Lợi nhuận giữ lại	76.8	111	105	140	171
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	27.3	36.9	42.4	49.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.09	0.10	0.11	0.11	0.11
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	1,840	2,085	2,405	2,800	3,279
BVPS (đồng)	19,737	23,799	29,887	34,435	38,612

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	15.3	16.4	17.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	10.9	14.1	16.1	18.1	18.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.2	8.52	12.3	20.5	20.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.6	8.70	12.2	20.5	20.5
Tăng trưởng VCSH (%)	21.7	20.6	33.7	15.2	12.1
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	0.70	3.33	7.18	26.6	18.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	3.13	5.08	8.50	13.3	14.4
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(2.19)	(0.56)	7.03	28.8	19.2
Tăng trưởng LNTT (%)	10.4	2.41	6.59	22.2	16.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	10.5	2.42	6.46	22.1	16.8
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.71	3.49	3.28	3.50	3.53
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.20)	(1.17)	(1.11)	(1.09)	(1.07)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.0	98.8	98.9	98.9	98.8
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.88	2.82	3.00	3.57	4.04
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	51.4	52.3	55.4	66.7	76.7
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	15.7	15.3	14.9	12.5	10.7
P/B (lần)	3.14	2.61	2.07	1.80	1.61
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	1.83

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	48.8	49.3	48.8	48.3	47.9
ROAA (%)	1.81	1.72	1.60	1.69	1.69
ROAE (%)	22.0	18.6	15.5	15.4	15.8
Chi phí huy động BQ (%)	3.41	2.20	2.35	2.55	2.75
Lợi suất góp BQ (%)	6.04	4.83	4.77	5.17	5.40
Lợi suất thuần (%)	2.64	2.63	2.42	2.63	2.65
Tỷ lệ NIM (%)	3.00	2.86	2.67	2.92	2.96
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.53	7.49	4.36	4.49	4.80
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	79.2	80.8	80.5	82.5	82.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	12.3	11.7	15.1	13.0	12.4
Tỷ lệ CIR (%)	32.4	33.6	33.9	31.1	30.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	19.7
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.4	12.2	13.6	13.4	12.8
VCSH/Tổng TS (%)	8.96	9.54	11.1	10.9	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	11.2	10.5	9.04	9.14	9.54
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	204	189	178
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	91.0	95.7	99.0	97.0	95.1
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	70.0	71.0	71.6
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	643	647	650	660	670
Số lượng nhân viên	23,493	24,306	24,549	25,531	26,552

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