

Vietcombank (VCB)

Chờ đợi sự trở lại

- Tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong 3Q25
- Tăng trưởng tín dụng nhờ vào sự phục hồi mảng bán lẻ
- Tăng trưởng dự kiến một chữ số trong 4Q25

Thực tế: Tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong 3Q25.

- LNTT 3Q25 tăng +5.0% n/n và +1.9% q/q lên 11.24 nghìn tỷ đồng nhờ vào tổng thu nhập hoạt động tăng (+7.2% n/n, +1.0% q/q). Lũy kế 9T25 với LNTT đạt 33.1 nghìn tỷ đồng (+5.1% n/n). LNTT 3Q25 đạt 76% kế hoạch năm 2025 và ước tính của KIS năm 2025.
- Thu nhập lãi thuần 3Q25 phục hồi +8.0% n/n do tăng trưởng tín dụng cao hơn. Tăng trưởng tín dụng trong 3Q25 đạt +12.36%svdn và thấp hơn mức trung bình toàn ngành là 13.37%. Số liệu này không bao gồm các khoản vay chuyển sang VCBNeo. Cho vay doanh nghiệp và cho vay bán lẻ trong 3Q25 lần lượt tăng +10.5%svdn và +15%svdn. Mảng bán lẻ sự phục hồi ở các khoản vay tiêu dùng và vay mua nhà.
- NIM giảm từ 2.89% trong 3Q24 và 2.67% trong 2Q25 xuống còn 2.61% trong 3Q25. Trong khi tỷ suất sinh lời tài sản chưa phục hồi, COF tăng nhẹ khiến NIM thu hẹp biên độ. Tổng tiền gửi từ khách hàng, liên ngân hàng và giấy tờ có giá tăng +10,1%svdn. Chỉ số tăng trưởng này thấp hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng và dẫn đến tỷ lệ LDR cao hơn.
- Thu nhập ngoài lãi trong 3Q25 tăng +4% n/n chủ yếu nhờ thu hồi nợ xấu, trong khi thu nhập từ dịch vụ và ngoại hối giảm cùng kỳ so với năm trước. Thu nhập dịch vụ trong 3Q25 giảm -26% n/n nhưng tăng +9,0% q/q dựa vào cải thiện từ hoạt động ngân hàng điện tử và thanh toán nội địa. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, thu nhập ngoài lãi tăng +14.8% n/n.
- Chi phí hoạt động 3Q25 tăng +3.9% n/n và tương ứng với mức tăng của tổng thu nhập hoạt động (+7.2% n/n), giúp tỷ lệ CIR giảm từ 35% trong 3Q24 xuống 33% trong 3Q25. Tuy nhiên, lũy kế 9T25 CIR tăng lên 33% từ 31% 9T24.
- Tỷ lệ nợ xấu nhóm (3–5)/nhóm (2–5) tăng nhẹ từ 1.0%/1.25% trong 2Q25 lên 1.03%/1.31% trong 3Q25, vẫn thuộc nhóm thấp nhất ngành. Nợ xấu bán lẻ duy trì ổn định ở mức 0.9% trong khi nợ xấu doanh nghiệp tăng nhẹ từ 1.1% trong 2Q25 lên 1.2% trong 3Q25. Tỷ lệ LLCR giảm nhẹ từ 214% trong 2Q25 xuống 202% trong 3Q25 nhưng vẫn nằm trong nhóm cao nhất ngành.

Ưu và nhược điểm: Tăng trưởng một chữ số trong 4Q25

- Tăng trưởng tín dụng trong quý 4Q25 dự kiến sẽ duy trì ở mức cao so với cùng kỳ năm trước. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 là 16.28% và sẽ cao hơn mức 13.9% của năm 2024 nhờ nhu cầu phục hồi từ khối bán lẻ, doanh nghiệp và tăng cường cho vay các dự án đầu tư công trọng điểm (xây dựng, giao thông, điện).

Khuyến nghị **MUA (Năm giữ)**

Giá mục tiêu **76.800** Từ 59.300
Lợi nhuận +30%

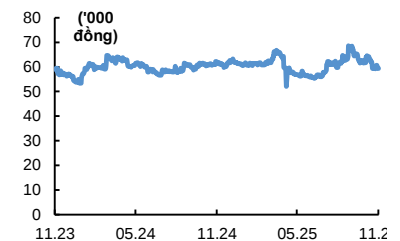
Stock Data

VNIndex (03/11, điểm)	1,617
Giá cp (03/11, đồng)	59,300
Vốn hóa (tỷ đồng)	495,492
SLCP lưu hành (triệu)	8,356
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	68,600/52,120
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	406
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	25.2/21.6
Cổ đông lớn (%)	
SBV	74,8
Mizuho	15
GIC	2,2

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0,0	0,0	0,0
Tương đối VNIndex (%)	0,0	-0,3	-0,4

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

- NIM trong 4Q25 có thể duy trì ổn định theo quý và dần phục hồi trong những năm tới. Ban lãnh đạo cho biết NIM đã chạm đáy và có khả năng cải thiện trong các kỳ tới.
- Thu nhập ngoài lãi cũng được kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ mảng tài trợ thương mại, thanh toán và banca, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo.
- Hoạt động thu hồi nợ xấu trong năm 2025 có thể tiếp tục đóng góp tích cực vào lợi nhuận. Tổng thu hồi trong 9T25 đạt 2.8 nghìn tỷ đồng, và ước tính cả năm 2025 khoảng 3.5 nghìn tỷ đồng. Nợ xấu và chi phí tín dụng được kỳ vọng vẫn duy trì ở mức thấp nhất ngành (mục tiêu dưới 1.5%) cùng với bộ đệm dự phòng lớn, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB nhờ mức định giá hấp dẫn. P/B hiện tại ở mức 2.24x và thấp hơn đáng kể so với trung bình 3 năm là 2.9 lần, cho thấy tiềm năng tăng giá khoảng 29%. Mục tiêu giá mới đến cuối năm 2026 sẽ được cập nhật trong báo cáo tiếp theo.

Với điều kiện kinh doanh được cải thiện, VCB được kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng ổn định trong năm 2025 vì được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng cao hơn, thu hồi nợ xấu hiệu quả và kiểm soát nợ xấu tốt. Theo ban lãnh đạo, kế hoạch phát hành riêng lẻ (6.5% vốn điều lệ) có thể tiếp tục được triển khai trong năm 2026 nếu thị trường thuận lợi.

Bảng 1, Xu hướng và triển vọng thu nhập Đơn vị: tỷ đồng, %

	2024				2025				2024	2025F	3Q25	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			q/q	n/n
Cho vay khách hàng và TPDN	1.276.727	1.379.829	1.411.059	1.458.377	1.475.423	1.564.622	1.638.630		1.458.377	1.694.890	4,7	16,1
% tăng trưởng (svdn)	(0,3)	7,7	10,2	13,9	1,2	7,3	12,4		13,9	16,2	-	-
Cho vay khách hàng	1.266.478	1.369.645	1.401.152	1.449.220	1.466.391	1.555.769	1.629.943		1.449.220	1.686.806	4,8	16,3
NPL (Nợ nhóm 3-5)	15.459	16.446	17.133	13.964	15.036	15.576	16.848		13.964	13.130	8,2	(1,7)
NPL ratio (%. điểm %)	1,22	1,20	1,22	0,96	1,03	1,00	1,03		0,96	0,78		
NPL (Nợ nhóm 2-5)	22.502	21.322	21.983	17.899	19.306	19.453	21.305		17.899	19.145	9,5	(3,1)
NPL ratio (%. %p)	1,78	1,56	1,57	1,24	1,32	1,25	1,31		1,2	1,1		
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	200	212	205	223	216	214	202		223	274		
VAMC	-	-	-	-	-	-	0		0	0	-	-
Tiền gửi khách hàng và trái phiếu	1.377.231	1.401.585	1.456.972	1.538.790	1.523.278	1.610.848	1.635.052		1.538.790	1.750.524	1,5	12,2
Tiền gửi khách hàng	1.347.326	1.374.683	1.430.071	1.514.665	1.509.113	1.586.683	1.611.967		1.514.665	1.723.080	1,6	12,7
% tăng trưởng (Svdn)	(2,7)	(1,0)	2,9	8,7	(1,0)	4,7	6,3		8,7	13,8		
CASA (%)	33,8	34,2	33,5	35,8	34,3	35,5	34,0		35,8	37,8		
Tổng tài sản	1.773.714	1.905.639	1.932.362	2.085.874	2.109.261	2.217.637	2.378.186		2.085.397	2.337.596	7,2	23,1
Vốn chủ sở hữu	173.514	181.597	190.186	196.113	204.840	213.642	222.679		198.955	234.913	4,2	17,1
Tổng thu nhập HĐ	17.280	16.752	16.836	17.711	17.265	17.868	18.052		68.578	74.083	1,0	7,2
Thu nhập lãi ròng	14.078	13.908	13.578	13.842	13.687	14.160	14.657		55.406	60.598	3,5	8,0
NIM (%. điểm %)	3,2	3,1	2,9	2,8	2,7	2,7	2,61		3,43	3,43		
Thu nhập ngoài lãi	3.202	2.844	3.258	3.868	3.578	3.708	3.395		13.173	13.484	(8,4)	4,2
Thu nhập phí ròng	2.639	2.660	2.619	2.510	2.830	2.496	2.218		10.428	11.076	(11,2)	(15,3)
Lãi từ chứng khoán đầu tư	55	160	84	74	85	59	245		373	456	316,5	190,6
TN ngoài lãi khác	508	24	555	1.285	663	1.153	932		2.372	1.952	(19,2)	68,0
Dự phòng rủi ro tín dụng	1.508	1.514	326	(32)	752	810	776		3.315	7.975	(4,2)	138,2
Thu nhập hoạt động ròng	15.772	15.238	16.510	17.743	16.512	17.059	17.277		65.264	66.108	1,3	4,6
SG&A	5.054	5.122	5.811	7.040	5.652	6.025	6.037		23.027	22.225	0,2	3,9
CIR (%)	29,2	30,6	34,5	39,8	32,7	33,7	33,4		33,6	30,0		
Lợi nhuận trước dự phòng	12.226	11.630	11.025	10.670	11.612	11.844	12.015		45.551	51.858	1,4	9,0
EBT	10.718	10.116	10.699	10.703	10.860	11.034	11.239		42.236	43.883	1,9	5,0
Lợi nhuận ròng	8.586	8.125	8.572	8.570	8.702	8.837	9.026		33.853	35.106	2,1	5,3
Lợi nhuận cổ đông kiểm soát	8.580	8.119	8.567	8.565	8.696	8.832	9.020		33.831	35.084	2,1	5,3

Nguồn: FiinproX, VCB, KIS Research

Cân đối kế toán

(nghìn tỷ đồng)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tổng TS	1.814	1.839	2.085	2.338	2.639
Tổng TS sinh lãi	1.760	1.818	2.061	2.315	2.616
Cho vay và TPDN	1.156	1.281	1.458	1.695	1.955
Hộ gia đình					
Doanh nghiệp					
Tiền gửi và cho vay TCTD	409	396	463	468	493
Tiền gửi NHNN và TPCP	195	141	139	152	167
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	90	56	57	60	66
Khác	36	35	33	37	42
Tổng nợ phải trả	1.678	1.671	1.886	2.103	2.365
Tiền gửi của khách hàng	1.243	1.396	1.515	1.723	1.964
Trái phiếu	25	20	24	27	31
Tiền gửi và vay của TCTD	233	214	235	246	259
Tiền vay của CP và NHNN	67	2	78	68	69
Phải trả khác	110	40	35	38	42
Tổng VCSH	136	168	199	235	275
VCSH	136	168	199	235	275
Vốn điều lệ	47	56	56	84	84
Thặng dư VCSH	5	5	5	5	5
Quỹ khác	23	23	27	37	47
LN giữ lại	61	85	111	109	139
Thu nhập toàn diện khác	(0)	(0)	(0)	1	1
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0

Chỉ số tài chính

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Sinh lợi và hiệu quả(%)					
ROE	24,4	21,7	18,4	16,2	15,6
ROA	1,9	1,8	1,7	1,6	1,60
NIM	3,4	3,0	2,9	2,8	3,07
Lãi TB trên tài sản	5,6	6,1	4,9	5,0	5,62
Chi phí vốn	2,5	3,4	2,2	2,5	2,84
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	31,2	32,4	33,6	30,0	30,0
Chi phí tín dụng	0,9	0,4	0,2	0,5	0,70
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	36,4	10,5	2,4	3,7	13,3
LNTDPTD	19,6	-2,2	-0,6	13,8	20,5
Tăng trưởng tín dụng	18,8	10,7	13,9	16,2	15,4
Tổng TS	28,2	1,4	13,4	12,1	12,9
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	0,7	1,0	1,0	0,8	0,8
Tỷ lệ dự trừ lỗ tín dụng	316,9	230,3	223,3	274,3	271,3
Tỷ lệ cho vay / huy động	77,6	79,6	82,8	85,4	87,2
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
Hệ số an toàn vốn (CAR)	10,2	12,2	12,6	13,2	13,7
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ vốn cấp 1	9,1	11,1	11,6	12,2	12,7

Kết quả hoạt động kinh doanh

(nghìn tỷ đồng)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	68	68	69	74	89
Thu nhập lãi thuần	53	54	55	61	75
Thu nhập lãi	88	108	94	109	138
Chi phí lãi	35	55	38	48	62
Thu nhập ngoài lãi	15	14	13	13	14
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	13	11	10	11	12
Lãi từ đầu tư tài chính	0	0	0	0	1
Khác	2	2	2	2	2
Dự phòng rủi ro tính dụng	9	5	3	8	13
Thu nhập hoạt động ròng	59	63	65	66	76
Chi phí quản lý và bán hàng	21	22	23	22	27
Chi phí nhân viên					
Lợi nhuận trước DPTD	47	46	46	52	62
LNTT	37	41	42	44	50
Thuế	7	8	8	9	10
Thuế suất hiệu dụng (%)	0	0	0	0	0
Lãi từ hoạt động chính	28	31	30	32	36
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2	2	4	4	4
LN ròng	30	33	34	35	40
LN dành cho NH mẹ	30	33	34	35	40

Định giá

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	16.223	17.070	23.811	28.103	32.359
EPS	3.275	2.991	3.728	3.878	4.424
Cổ tức	0	0	0	500	0
Định giá (x)					
P/B	3,7	3,5	2,5	2,1	1,8
P/E	18,1	19,8	15,9	15,3	13,4
P/PPE	10,6	12,8	10,9	9,6	7,9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0,0	0,0	0,0	12,9	0,0
Phân tích ROE (%)					
ROE	24,4	21,7	18,4	16,2	15,7
Đòn bẩy (x)	13,4	10,9	10,5	10,0	9,7
TS sinh lãi / Tổng TS	95,1	97,0	97,3	97,5	97,5
LN ròng / TS sinh lãi	1,7	1,8	1,6	1,5	1,5
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3,0	2,9	2,7	2,6	2,9
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0,5	0,3	0,2	0,3	0,5
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp, với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp, không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp, với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp, và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp, không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 11/03/2025.

KIS Vietnam Securities Corp, đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 11/03/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp, không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp,. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..