

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)

MUA +25,3%

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	10/11/2025
Giá hiện tại	59.300 VND
Giá mục tiêu	73.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	77.600 VND
TL tăng	+23,9%
Lợi suất cổ tức	1,3%
Tổng mức sinh lời	+25,3%

GT vốn hóa	496,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	8,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	324,7 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)	15,3x	9,0x	15,9x
P/B (ht)	2,2x	1,5x	2,0x
ROE	17,0%	19,9%	13,6%
ROA	1,6%	2,0%	2,0%

Tổng quan 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	47.928	58.788	71.060
% YoY	-0,7%	5,2%	22,7%	20,9%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	33.831	35.218	40.737	50.070
% YoY	2,2%	4,1%	15,7%	22,9%
EPS	2,0%	4,1%	12,0%	19,2%
NIM	2,86%	2,60%	2,70%	2,75%
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%	0,24%	0,40%	0,37%
Tỷ lệ CIR	33,6%	33,7%	31,7%	30,1%
P/B	2,5x	2,2x	1,8x	1,6x
P/E	15,9x	15,3x	13,6x	11,5x
ROE	18,6%	16,5%	15,6%	16,0%
ROA	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%

Tăng trưởng EPS dự kiến sẽ cải thiện trong 2026-2027; định giá hấp dẫn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA, nhưng điều chỉnh giảm 5,3% giá mục tiêu xuống mức 73.500 đồng/cổ phiếu đối với Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB). Trong đó, mức giảm đối với giá mục tiêu chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) mức giảm 7,1% đối với tổng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2029 (với các mức thay đổi lần lượt là -3,4%/-8,5%/-5,5%/-7,1%/-9,1% cho các năm 2025/26/27/28/29), (2) giả định chi phí vốn chủ sở hữu tăng do cập nhật hệ số beta, cùng với (3) giả định P/B mục tiêu giảm. Những yếu tố này được bù đắp một phần bởi tác động tích cực từ việc chúng tôi dời thời điểm định giá sang cuối năm 2026.
- Mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận chủ yếu đến từ mức giảm 5,0% đối với tổng dự báo thu nhập lãi thuần (NII) giai đoạn 2025-2029, do giả định NIM thận trọng hơn.
- Chúng tôi tiếp tục giữ giả định về kế hoạch phát hành riêng lẻ 543,1 triệu cổ phiếu, dự kiến thực hiện vào giữa năm 2026. Đồng thời, chúng tôi cũng duy trì giả định về giá phát hành riêng lẻ ở mức 66.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng tổng giá trị huy động dự kiến là 36,3 nghìn tỷ đồng.
- Hiện tại, VCB đang giao dịch ở mức P/B trượt là 2,22 lần, thấp hơn 2,0 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm của ngân hàng là 3,11 lần.
- Rủi ro:** (1) Kế hoạch tăng vốn không được triển khai như kỳ vọng, (2) Tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến, (3) NIM thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng VCB sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2026-2027, được thúc đẩy bởi nhiều yếu tố hỗ trợ: (1) Tăng trưởng tín dụng mạnh hơn với khả năng cao không cần bán thêm dư nợ sang VCB Neo, (2) NIM dần ổn định/phục hồi, và (3) thu nhập phí dịch vụ (NFI) tăng trở lại sau khi giảm mạnh trong năm nay do không còn ghi nhận phí trả trước từ bancassurance. Theo quan sát của chúng tôi, VCB đã đạt kết quả tích cực về tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản trong 9T 2025, và chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ được duy trì trong các quý tới khi ngân hàng tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu tín dụng bán lẻ mạnh mẽ và hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh. Tuy nhiên, kết quả NIM của VCB trong 9T 2025 chưa được tốt và trong bối cảnh áp lực chi phí vốn (COF) đang gia tăng, chúng tôi đã điều chỉnh giả định NIM theo hướng thận trọng hơn. Đây vẫn là yếu tố khó lường nhất đối với các dự báo của chúng tôi.

Tăng trưởng lợi nhuận thấp đã dẫn tới định giá P/B của VCB giảm trong 2 năm qua, nhưng mức định giá thấp lịch sử hiện tại tạo ra cơ hội sinh lời hấp dẫn. Trong dài hạn, chúng tôi tiếp tục đánh giá cao VCB và tin rằng ngân hàng sẽ duy trì được vị thế đầu ngành và xứng đáng nhận được một mức định giá cao hơn so với các ngân hàng khác nhờ một loạt lợi thế cạnh tranh đặc thù, bao gồm: (1) Chi phí huy động vốn thấp, (2) Chất lượng tài sản tốt nhất ngành, và (3) Vị thế dẫn đầu trong tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế. Tuy nhiên, trong ngắn hạn từ 3-6 tháng, chúng tôi cho rằng VCB có thể sẽ chưa có tiềm năng tăng tốt như một số cổ phiếu ngân hàng khác cho đến

khi nhà đầu tư có thể thấy tăng trưởng lợi nhuận VCB bứt phá một cách rõ rệt. Do đó, chúng tôi hiện ưa thích CTG hơn VCB trong nhóm cổ phiếu các ngân hàng quốc doanh, khi xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của CTG với KQKD 9T 2025 xuất sắc và việc ngân hàng đã và đang rất thành công trong việc truyền đạt một cách hiệu quả các chiến lược cũng như mục tiêu tăng trưởng đến các thành viên thị trường.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng tín dụng mạnh nhưng NIM chịu áp lực

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	58.318	60.647	5,3%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 3,8% dự báo NII năm 2025 chủ yếu do giả định NIM thấp hơn.
Thu nhập phí ròng (NFI) (bao gồm giao dịch ngoại hối)	10.428	10.633	10.633	2,0%	
Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)	13.173	14.019	14.297	6,4%	
Tổng thu nhập từ HĐKD (TOI)	68.578	72.337	74.944	5,5%	
Chi phí từ HĐKD (OPEX)	(23.027)	(24.409)	(24.639)	6,0%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo NIM năm 2025 dựa theo kết quả 9T 2025 yếu hơn dự kiến do áp lực cạnh tranh về lợi suất cho vay.
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	45.551	47.928	50.304	5,2%	
Chi phí dự phòng	(3.315)	(3.960)	(4.801)	19,5%	
LNST sau lợi ích CĐTS	33.831	35.218	36.449	4,1%	
NIM	2,86%	2,60%	2,70%	-26 đcb	* Chúng tôi tiếp tục dự báo tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng sẽ duy trì ổn định trong năm 2025.
Lợi suất tài sản sinh lãi (IEA)	4,83%	4,61%	4,70%	-22 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%	33,7%	32,9%	16 đcb	* Chúng tôi tiếp tục dự báo tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng sẽ duy trì ổn định trong năm 2025.
Tỷ lệ nợ xấu	0,96%	0,95%	0,95%	-1 đcb	
Tổng dư nợ cho vay	1.449.220	1.681.095	1.681.095	16,0%	
Tiền gửi khách hàng	1.514.665	1.726.718	1.726.718	14,0%	
Giấy tờ có giá	24.125	32.086	32.086	33,0%	
Tổng tài sản	2.085.397	2.455.015	2.460.401	17,7%	
Tổng vốn chủ sở hữu	198.860	227.020	232.405	14,2%	
ROAE	18,6%	16,5%	16,9%	-2,1 điểm %	
ROAA	1,72%	1,55%	1,60%	-17 đcb	
LDR quy định	82,4%	83,0%	83,0%	0,6 điểm %	

Nguồn: VCB, Vietcap (* Tỷ lệ CASA bao gồm tiền gửi không kỳ 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 cuối 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 điều chỉnh giảm 7,1% dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi (tương ứng -3,4%/-8,5%/-5,5%/-7,1%/-9,1% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29) chủ yếu đến từ mức giảm 5,0% trong dự báo tổng NII giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi do các giả định NIM thận trọng hơn.

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 123 điểm % trong quý 3/2025), 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	56.341	50%	28.170
P/B mục tiêu tại 2,7 lần giá trị sổ sách dự phóng năm 2026	90.565	50%	45.282
Giá mục tiêu			73.500
Giá hiện tại			59.300
Tỷ lệ tăng (%)			23,9
Lợi suất cổ tức (%)			1,3
Tổng mức sinh lời (%)			+ 25,3
P/B dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu			2,71x
P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			2,23x
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 (*)	0,82	0,88
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,6%	13,0%

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)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
ROE (sử dụng VCSH đầu kỳ)	17,9%	17,0%	18,3%	18,8%	18,8%
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Biên độ	4,9%	4,0%	5,3%	5,8%	5,7%
Giá trị vốn CSH (đầu kỳ)	227.020	293.728	331.801	378.782	433.601
Thu nhập thẳng dư (TNTD)	11.160	11.803	17.490	21.818	24.846
Giá trị hiện tại (GTHT) của TNTD	9.874	9.239	12.112	13.368	13.469
Tổng GTHT của TNTD (giữa năm 2026-2030)					58.061
GTHT của giá trị cuối (tăng trưởng trung hạn 8% trong 10 năm và sau đó là 3%)					185.683
Giá trị VCSH đầu kỳ (giá trị sổ sách cuối năm 2025)					227.020
Giá trị VCSH hiện tại					470.765
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ)					8,356
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)					56.341

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 2,18 lần, cao hơn 56% so với mức trung vị P/B năm 2025 của các ngân hàng khác là 1,40 lần với ROE dự phóng năm 2025 là 16,5%, so với mức trung vị ngành là 18,6% (Hình 7). VCB hiện đang giao dịch với P/B trượt là 2,22 lần, thấp hơn 2 độ lệch chuẩn so với mức P/B trượt trung bình 5 năm của VCB là 3,11 lần.

Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu của chúng tôi từ mức 2,95 lần xuống 2,7 lần do mức điều chỉnh giảm 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 16,6% so với 17,3% trong dự báo trước đây. P/B mục tiêu của chúng tôi hiện cao hơn 69% so với trung vị P/B mục tiêu của các ngân hàng khác là 1,6 lần. VCB đã giao dịch với mức P/B mục tiêu trung bình cao hơn 107% 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:

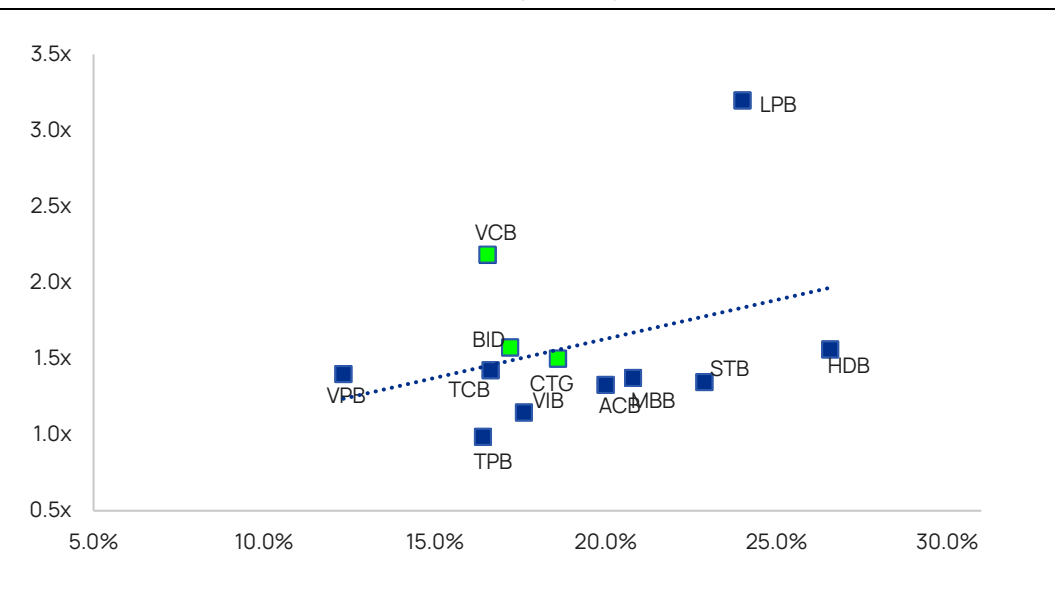
- VCB là ngân hàng dẫn đầu về tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế, với mức thị phần 19,8% tính đến năm 2024. VCB cũng có vị thế vững chắc trên thị trường ngoại hối Việt Nam với lợi nhuận ngoại hối đáng kể, đóng góp khoảng 7,7% vào tổng thu nhập từ HĐKD (TOI) trong năm 2024.
- Tỷ lệ CASA và tiền 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 202% vào quý 3/2025, cao hơn 123 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 2020-2030				
		14,9%	16,9%	18,9%	20,9%	22,9%
Tốc độ TT cuối %	1,5%	1,16	1,34	1,51	1,68	1,86
	2,0%	1,17	1,35	1,53	1,72	1,90
	2,5%	1,18	1,37	1,56	1,75	1,94
	3,0%	1,19	1,39	1,59	1,79	1,99
	3,5%	1,20	1,41	1,62	1,83	2,04

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 7/11/2025)

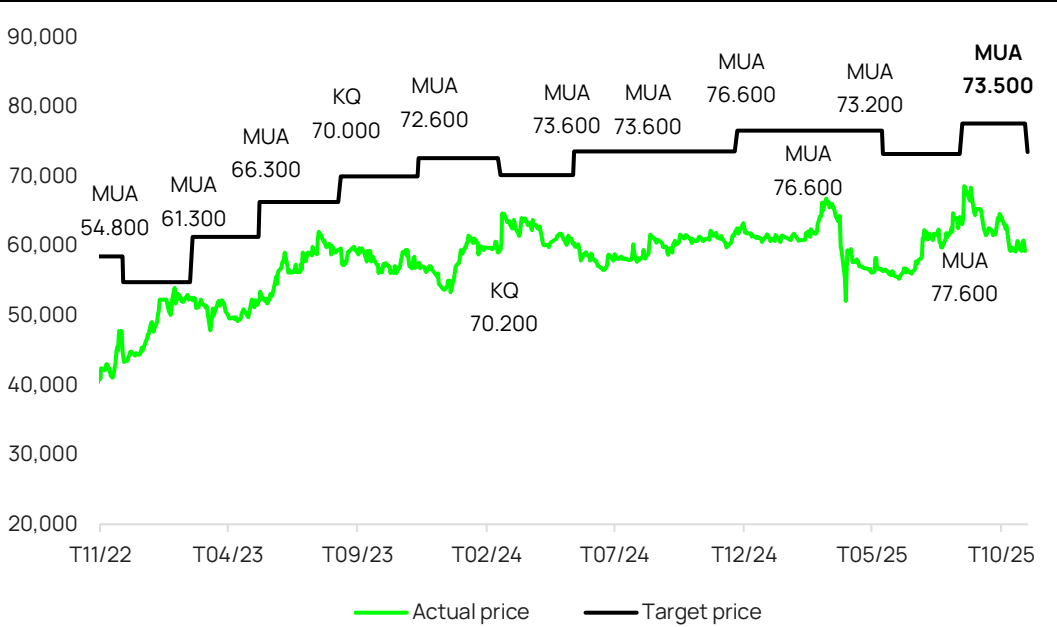
Hình 7: Dự báo của Vietcap cho các ngân hàng tại Việt Nam

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	TTM	2024	2024		
ACB	4,9	7,7	7,2	6,1	1,53	1,33	1,14	22,4%	20,0%	20,1%	2,01%	10,4	1,51%	
BID	10,0	11,7	11,5	10,5	1,86	1,57	1,37	19,5%	17,2%	16,1%	0,93%	19,1	1,41%	
CTG	10,0	11,8	10,0	8,3	1,77	1,50	1,27	18,5%	18,6%	18,8%	1,34%	15,9	1,25%	
MBB	7,1	8,3	7,3	6,0	1,67	1,37	1,13	22,1%	20,8%	20,8%	2,11%	9,6	1,62%	
VPB	8,3	13,8	11,5	8,8	1,54	1,40	1,25	11,0%	12,3%	14,4%	2,09%	6,3	4,20%	
STB	3,5	10,0	7,2	3,8	1,66	1,35	1,00	20,0%	22,9%	33,1%	1,58%	13,6	2,40%	
HDB	4,4	8,2	6,5	5,5	1,93	1,56	1,33	25,8%	26,6%	26,0%	2,06%	12,3	1,98%	
TCB	8,9	10,8	9,1	7,6	1,60	1,42	1,25	15,6%	16,6%	17,6%	2,18%	6,6	1,17%	
TPB	1,7	7,2	6,6	6,0	1,16	0,99	0,85	17,3%	16,4%	17,7%	1,56%	11,1	1,52%	
VIB	2,4	7,7	7,0	6,1	1,30	1,15	1,02	18,1%	17,6%	17,7%	1,21%	11,8	3,51%	
LPB	5,6	16,0	14,5	14,2	3,40	3,20	2,76	25,1%	24,0%	21,9%	2,08%	11,7	1,57%	
Trung vị	10,0	7,3	6,1	1,66	1,40	1,25	19,5%	18,6%	18,8%	2,01%	11,7	1,57%		
VCB	18,8	15,9	15,3	13,6	2,49	2,18	1,80	18,6%	16,5%	15,6%	1,63%	10,5	0,96%	

Nguồn: Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 7/11/2025)

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	103.233	125.677	150.576
Chi phí lãi vay	(38.249)	(44.916)	(54.160)	(64.965)
Thu nhập lãi thuần	55.406	58.318	71.517	85.610
Thu nhập từ phí dịch vụ	10.428	10.633	11.697	12.867
Thu nhập ngoài lãi khác	2.744	3.386	2.912	3.202
Tổng thu nhập ngoài lãi	13.173	14.019	14.609	16.068
Tổng thu nhập từ HĐKD	68.578	72.337	86.126	101.679
Chi phí ngoài lãi	(23.027)	(24.409)	(27.338)	(30.619)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(23.027)	(24.409)	(27.338)	(30.619)
LN từ HĐKD trước dự phòng	45.551	47.928	58.788	71.060
Chi phí dự phòng	(3.315)	(3.960)	(7.931)	(8.552)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	42.236	43.968	50.857	62.508
Thuế	(8.383)	(8.727)	(10.094)	(12.407)
LN ròng	33.853	35.241	40.763	50.102
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	(22)	(23)	(26)	(32)
LNST sau lợi ích CĐTS	33.831	35.218	40.737	50.070
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	3.879	4.346	5.178
Cổ tức tiền mặt/CP (đồng)	0	450	800	900

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	485.927	598.169	677.115
Đầu tư ngắn hạn	91.130	105.387	124.216	145.224
Cho vay khách hàng ròng	1.418.036	1.649.154	1.949.771	2.285.410
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn - HTM	80.829	92.671	106.571	122.557
Đầu tư dài hạn	2.228	2.253	2.253	2.253
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	2.455.015	2.920.428	3.394.480
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	227.020	293.728	331.801
Lợi ích CĐTS	96	119	145	177
Tổng nợ và vốn CSH	2.085.397	2.455.015	2.920.428	3.394.480

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	5,5	19,1	18,1
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	-0,7	5,2	22,7	20,9
Tăng trưởng LNST	2,2	4,1	15,7	22,9
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	190	180
Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ	0,23	0,24	0,40	0,37
Thanh khoản				
CAR theo Basel II	12,2	11,8	12,8	12,4
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	2,60	2,70	2,75
Lợi suất tài sản sinh lãi	4,83	4,61	4,74	4,84
Chi phí huy động	2,20	2,22	2,27	2,32
Chi phí / thu nhập	33,6	33,7	31,7	30,1
Tỷ lệ CASA	36,7	37,7	38,7	39,7
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	2,82	2,57	2,66	2,71
Dự phòng	(0,17)	(0,17)	(0,30)	(0,27)
NII sau dự phòng	2,65	2,39	2,37	2,44
Thu nhập ngoài lãi	0,67	0,62	0,54	0,51
Chi phí hoạt động	(1,17)	(1,08)	(1,02)	(0,97)
Thuế	(0,43)	(0,38)	(0,38)	(0,39)
ROAA	1,72	1,55	1,52	1,59
Tổng tài sản / vốn CSH	10,8	10,7	10,3	10,1
ROAE	18,6	16,5	15,6	16,0

Nguồn: VCB, Vietcap (* Pha loãng EPS năm 2026 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)

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 Thực, 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 và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@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.