

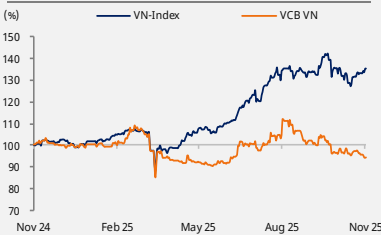
(Cập nhật)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	VND70,800
Thị giá (28/11/2025, VND)	VND57,400
Lợi nhuận kỳ vọng	23.3%

Lợi nhuận HĐKD (25F, tỷ đồng)	47,812
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	58,866

Tăng trưởng EPS (25F, %)	8.1
Kỳ vọng thị trường (25F, %)	18.9
P/E (25F, x)	15.5
P/E thị trường (x)	16.4
VNIndex	1,691

Vốn hóa (tỷ đồng)	486,300
SLCP đang lưu hành (triệu)	8,356
% tự do chuyển nhượng (%)	25.2
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	21.5
Beta (12T)	0.8
Thấp nhất 52 tuần (VND)	52,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	70,600

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-3.0	3.2	-6.1
Tương đối	-3.1	-23.0	-41.5



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

Nguyễn Dương Công Nguyên
nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

VCB • Ngân hàng

NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam Chậm nhưng chắc

Tăng trưởng bằng cân đối bình ổn

Tín dụng tiếp tục mở rộng tích cực trong Q3/25. Sau 9T25, tín dụng VCB tăng 12,3% sv.2024 (Q2/25:7.2%), tuy vẫn thấp hơn sv. diễn biến ngành, nhưng xu hướng này không quá bất thường khi lợi nhuận của ngân hàng khá đa dạng. Cho cả năm 2025, tín dụng ngân hàng ước tăng 15,6% (+1.2%p sv. dự phóng trước) lên khoảng 1,7 triệu tỷ, kỳ vọng giảm tốc mở rộng trong 2026 với 12,2%, không đổi sv. dự phóng trước.

Lợi nhuận tăng trưởng nhẹ

LNTT tăng trưởng khá đều trong kỳ (Q3/25: +5% svck.; 9T25: +5.1%), nhờ linh động trong thu chi. Đáng chú ý, thu lãi thuần (NII) tăng khá tích cực +8% trong Q3 svck. (9T25: +2.3%, 2025F: +5.5%), trong khi thu thuần dịch vụ (NSI) giảm 26.2% (9T25: -38.2%; 2025F: -15.5%). Thu không chủ đạo (NOI) duy trì xu hướng tăng tốt với +23.7% svck. trong Q3 hay +58.6% 9T25 (2025F: +36.2%), trong đó thu khác (hỗ trợ chính có thể từ nỗ lực thu hồi nợ xấu) tăng lần lượt 68% và 152.8%. Mặc dù, xu hướng tối ưu nhân sự của VCB đang đi đúng kỳ vọng (9T25: -2% sv.2024/-0.7% svck.), chi phí nhân sự vẫn tăng mạnh 10.3%/12.7% trong Q3/9T25. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí CPHĐ cả năm tăng 2.7% sv. dự phóng trước. Ngược lại, nhờ chất lượng tài sản ổn định, CPDP giảm 30.2% trong 9T25, dự chi khoảng 4.4 nghìn tỷ cho chi phí này trong năm 2025 (+31.6% svck., -28.6% sv. dự phóng trước). Cho kỳ vọng lợi nhuận, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ LNTT mục tiêu cho năm 2025/2026 xuống 44/47 nghìn tỷ.

Điểm nhấn đầu tư

VCB là ngân hàng dẫn đầu trong ngành ở mặt chất lượng tài sản và độ ổn định cao trong hiệu quả hoạt động. Vì chiến lược hoạt động có phần cẩn trọng, VCB có phần thiếu những triển vọng tăng trưởng tương quan với các NH trong cùng phân khúc ở mảng tín dụng. Tuy nhiên, VCB nhờ vậy, là một trong những NH có cơ cấu thu nhập rất đa dạng (ít phụ thuộc vào tín dụng) với trung bình khoảng 20% đến từ các nguồn thu ngoài lãi (~9% đến từ lợi nhuận giao dịch ngoại hối). Tuy việc gia tăng gia tăng bảo hộ thương mại, khơi mào bởi Mỹ, Việt Nam cũng đang nỗ lực đa dạng nguồn khách hàng, chúng tôi VCB vẫn duy trì tăng trưởng từ nguồn này trong 2025/2026 với +25%/+16,2%. Nhìn chung, VCB vẫn có câu chuyện đầu tư ngắn hạn nhưng cũng là lựa chọn an toàn trong dài hạn. Hiện ngân hàng đang có kế hoạch phát hành riêng lẻ khoảng 6.5%, tuy giá phát hành chưa cụ thể, tham chiếu từ lần phát hành 2019 – VCB được bán với giá khoảng 2.7x GTSS, cao hơn so với mức định giá thị trường hiện tại của ngân hàng 2.2x.

Nâng khuyến nghị lên Mua với GMT 70,800VND

Cho năm 2026, chúng tôi nâng định giá của VCB từ mức 69,600 VNĐ lên mức (70,800), tương đương với 2.0x GTSS dự phóng. Rủi ro chính đối với VCB là các chỉ số hiệu quả giảm khiến NĐT có thể đánh giá lại mặt bằng định giá của ngân hàng (hiện đang giao dịch với mức chênh lệch khá cao so với mặt bằng chung khoảng 1.5-1.7x).

Năm tài chính (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	53,246	53,621	55,406	58,637	66,826
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	14,836	14,103	13,173	14,818	13,631
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	37,359	41,244	42,236	44,211	47,812
LNST (tỷ đồng)	29,892	33,033	33,831	35,395	38,279
EPS (đồng)	6,316	5,910	6,053	4,236	4,581
ROE (%)	24.2	21.6	18.4	16.7	15.9
P/E (x)	10.7	10.1	11.4	16.7	15.5
P/B (x)	2.0	2.0	1.7	2.2	1.9
GTSS (%)	29,158	30,156	35,597	27,083	30,706

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng và giả định

Những điều chỉnh dự phóng

	<i>Mới</i>			<i>Cũ</i>	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Cho vay					
IEA	14.3	15.6	12.3	12.0	14.5
Tín dụng					
IBL	13.8	11.8	12.3	12.1	11.1
IBL	14.1	15.6	12.2	11.9	14.5
IBL	13.5	11.9	12.4	11.8	10.7
CASA	36.7	35.7	35.4	35.0	35.7
NPL	0.96	1.00	0.98	0.97	1.00
Gr. NPL	1.24	1.25	1.24	1.23	1.25
LLR	223.3	196.0	187.9	180.9	196.5
NIM	2.9	2.7	2.7	2.8	2.8
TOI	68,578	73,258	80,007	92,019	75,112
NII	55,406	58,442	66,378	76,649	61,063
NSI	5,137	3,872	4,196	4,669	4,068
NOI	8,036	10,945	9,433	10,701	9,981
CPHD	23,027	24,873	26,095	27,389	24,218
CPDP	3,315	4,363	6,547	6,804	6,112
LNTT	42,236	44,022	47,365	57,826	44,782
LNTT (svck.)	2.4	4.2	7.6	22.1	6.0
CP tín dụng (%)	0.16	0.19	0.26	0.24	0.27
CIR	33.6	34.0	32.6	29.8	32.2
ROE	18.4	16.6	15.7	16.9	16.9
ROA	1.7	1.6	1.5	1.7	1.6

Chú thích: IEA: Tài sản sinh lãi; IBL: Nợ chịu lãi; CASA: tỷ lệ tiền gửi ko kỳ hạn; NPL (nhóm 3-5); Gr. NPL (nhóm 2-5); LLR: bao phủ nợ xấu; NIM: Biên lãi thuần; TOI: tổng doanh thu; CIR: CPHD/DT

Dự báo lợi nhuận cả năm được điều chỉnh giảm nhẹ khoảng 1,7%, chủ yếu do giả định NIM bị cắt giảm 13đcb, kéo theo dự phóng NII giảm khoảng 4,3%. NSI bị điều chỉnh giảm mạnh hơn, gần 4,8%, trong khi NOI được nâng lên 9,7% nhờ mức thu hồi nợ xấu tốt hơn kỳ vọng và lãi từ ngoại hối phát sinh từ các hoạt động thương mại – thanh toán vẫn duy trì ổn định. Bất chấp những lo ngại trước đó về rủi ro thuế quan, các cuộc đàm phán thương mại đang diễn ra cùng những bất ổn toàn cầu dường như vẫn duy trì được làn sóng “tích lũy hàng hóa”. Những tín hiệu ban đầu về chính sách thuế cũng cho thấy quá trình toàn cầu hóa vẫn tiếp diễn, dù có thể ở tốc độ khiêm tốn hơn. Vì vậy, VCB được kỳ vọng vẫn còn nhiều dư địa để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận. Điều này bao gồm khả năng tiết giảm chi phí lương thưởng – nhất là khi mức lương bình quân của VCB đang nằm trong nhóm cao nhất hệ thống – đồng thời tiếp tục tối ưu hóa hoạt động. Bên cạnh đó, bộ đệm dự phòng dồi dào cũng giúp ngân hàng linh hoạt hơn trong việc hỗ trợ tăng trưởng tài sản và lợi nhuận với mức độ ổn định cao.

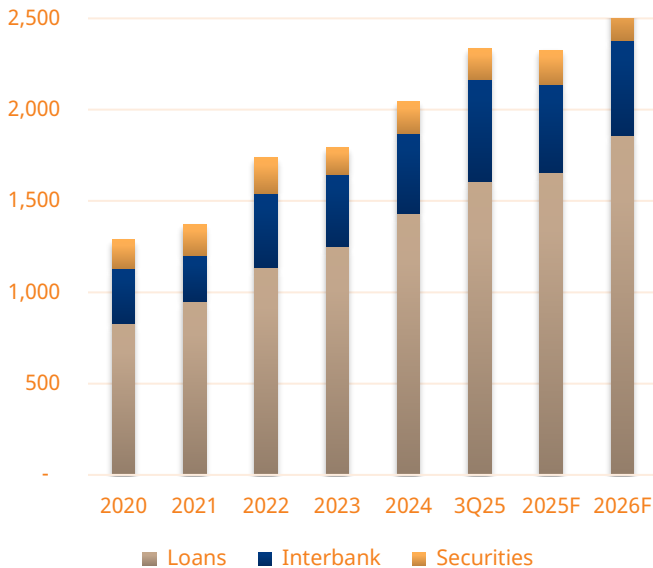
Cũ nhưng vẫn hiệu quả

Tương quan thấp nhưng vẫn đang cải thiện

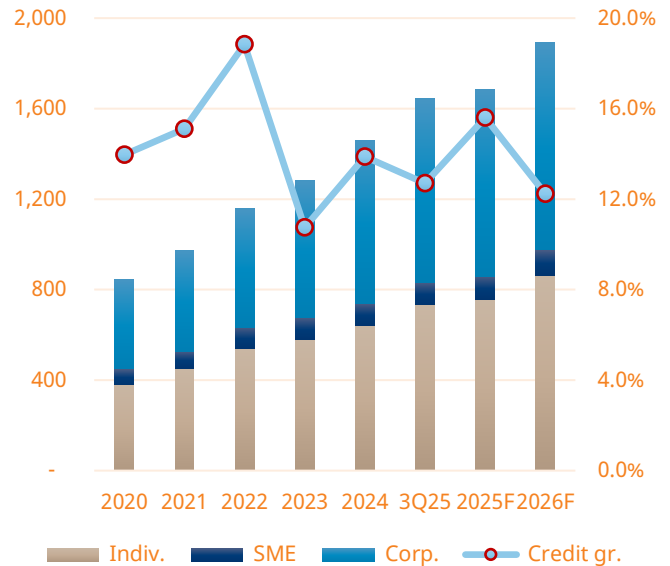
Tăng trưởng vừa phải

Tăng trưởng tín dụng duy trì tích cực trong Q3/25. Lũy kế 9 tháng, tổng dư nợ VCB tăng 12,3% svck. (sv. mức 7,2% trong Q2/25). Mặc dù tốc độ này vẫn thấp hơn mức bình quân ngành, sự chênh lệch không quá bất thường xét đến nền tảng thu nhập đa dạng của ngân hàng. Trong năm 2025, tổng tín dụng được kỳ vọng tăng 15,6% svck. (tăng thêm 1,2%p sv. dự báo trước) lên khoảng 1,7 triệu tỷ, trước khi giảm tốc còn 12,2% svck. vào năm 2026 (duy trì sv. dự phóng trước). Động lực tăng trưởng chủ yếu được kỳ vọng đến từ phân khúc ngân hàng bán lẻ và khách hàng doanh nghiệp lớn, với tăng trưởng tín dụng dự báo lần lượt đạt 18%/14% và 15%/11% trong 2025/2026 (9T25 ghi nhận tăng lần lượt 14,5% và 11,3%).

Hình 1. Phân bố IEA kỳ vọng gia tăng tỷ trọng cho vay trong Q4/25 (nghìn tỷ)



Hình 2. Tỷ trọng cho vay KHCN gia tăng; tín dụng kỳ vọng chứng lại trong 2026 (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Chú thích: Loans: cho vay; Interbank: LNH; Securities: chứng khoán; Indiv.: KHCN; SME: DNVN; Corp.: KHDN lớn; Credit gr.: TT tín dụng

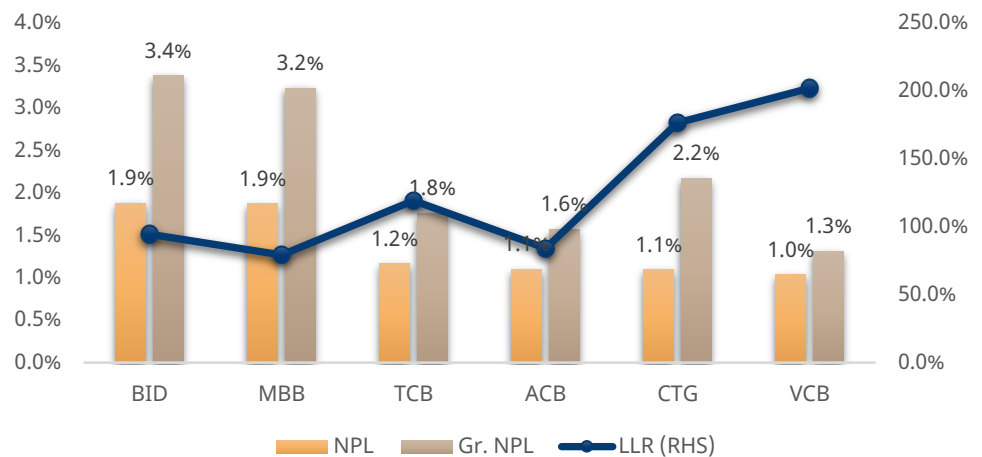
Duy trì chất lượng tài sản ở mức cao

Giảm không đáng kể

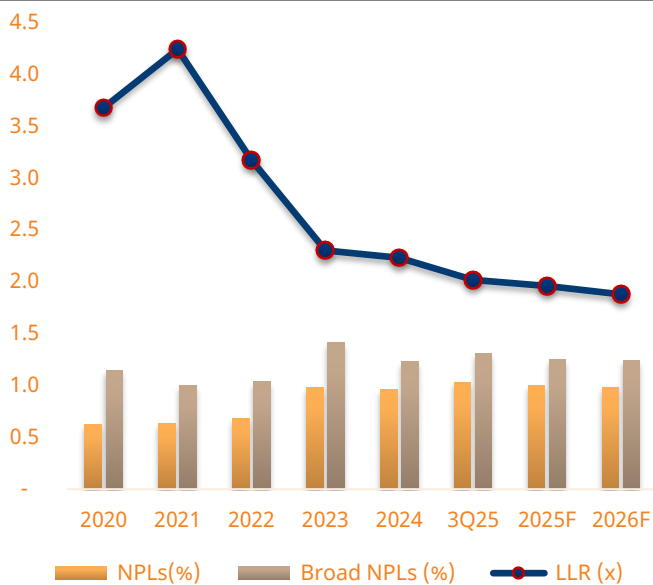
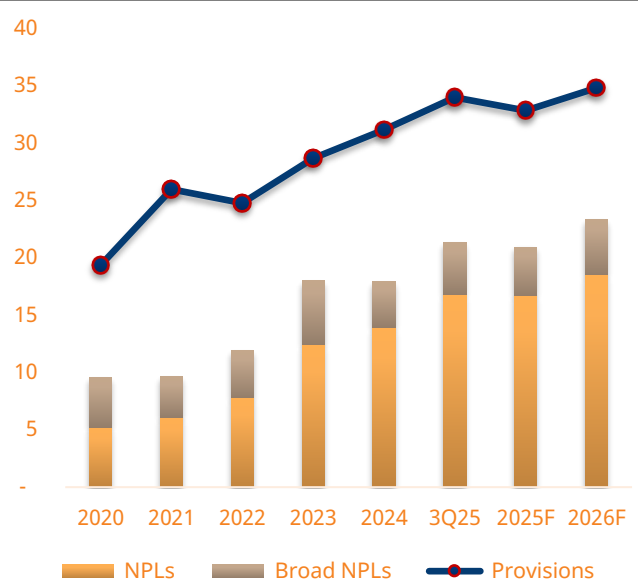
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng nhẹ 3đcb sv.Q2 (+7đcb sv.2024), trong khi NPL mở rộng tăng 6đcb sv.Q2 lên 1,31%. Các chỉ số này dự kiến vẫn duy trì mức thấp, quanh 1,0% và dưới 0,98% trong giai đoạn 2025–2026. LLR giảm 12%p sv.Q2 xuống 202%, nhưng sự suy giảm không đáng kể nhờ bộ đệm dự phòng lớn và chất lượng tài sản ổn định của VCB. Tỷ lệ nợ quá hạn thấp cùng tốc độ trích lập đều đặn giai đoạn trước tiếp tục mang lại sự linh hoạt đáng kể trong điều tiết CPDP, qua đó có thể bình ổn xu hướng lợi nhuận.

Nhờ bộ đệm lớn và tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp, ngân hàng có thể chủ động hiệu chỉnh LLR theo hướng giảm nhẹ nhằm duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận trong bối cảnh thu nhập hoạt động còn yếu do NIM thu hẹp—dự kiến về quanh 196%/188% cuối 2025/26.

So với các NH có chất lượng tài sản vượt trội, VCB vẫn liên tục duy trì vị thế và có khoảng cách không nhỏ so với phần còn lại của nhóm nhóm này—trong giai đoạn biến động thì nhiều ngân hàng này ghi nhận suy giảm khá mạnh và mới phục hồi gần đây.

Hình 3. VCB vẫn dẫn đầu trong nhóm các NHTM lớn có chất lượng tài sản vượt trội

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research
 Chú thích: RHS: cột phải

Hình 4. Chất lượng tài sản kỳ vọng duy trì nhờ chính sách tăng trưởng thận trọng**Hình 5. VCB là một trong số ít các ngân hàng có dự phòng cao hơn tổng nợ nhóm 2-5**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

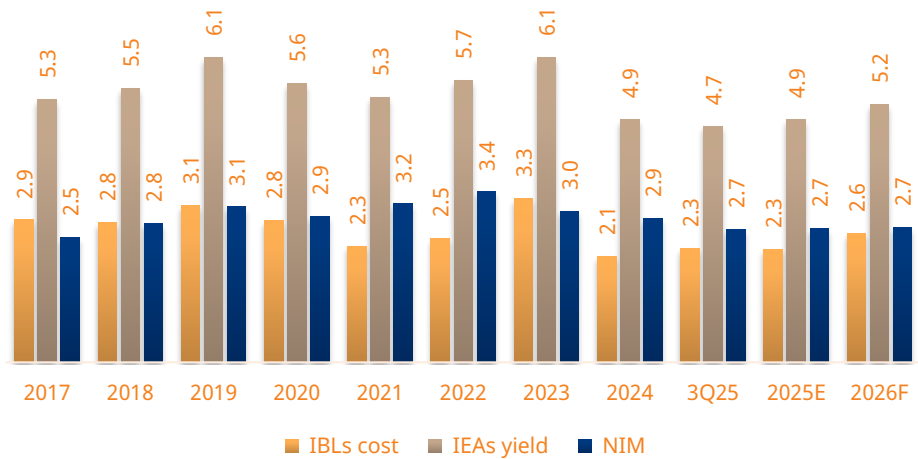
Kỳ vọng biên phục hồi

Đáy có thể đang rất gần

NIM tiếp tục thu hẹp nhẹ trong Q3/25 (-6đcb sv.Q2; Q2/25: -16đcb). Tuy nhiên, NIM được kỳ vọng đã chạm đáy, kỳ vọng sẽ hồi phục nhẹ +1đcb trong 2025 và +3đcb trong 2026. Triển vọng phục hồi được hỗ trợ bởi tỷ trọng cho vay trung hạn (4,3%, +0,2%p svck.) và dài hạn (34%, +1,3%p svck.) tăng lên, cùng với sự mở rộng của mảng KHCN—dự kiến đạt 45,2% và 45,9% cuối 2025/2026 (so với 45% tại 3Q25, +0,8%p sv.2024).

Về dài hạn, NIM được kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức trên 2,8%, vẫn thấp hơn mức trung bình dài hạn 2,95%. Điều này phản ánh biên cho vay có cấu trúc thấp hơn khi hệ thống ngân hàng ưu tiên hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, cùng với kỳ vọng rủi ro nợ xấu phát sinh mới có thể có mặt bằng thấp hơn so với giai đoạn trước.

Hình 6. Tốc độ NIM suy yếu giảm dần (%)



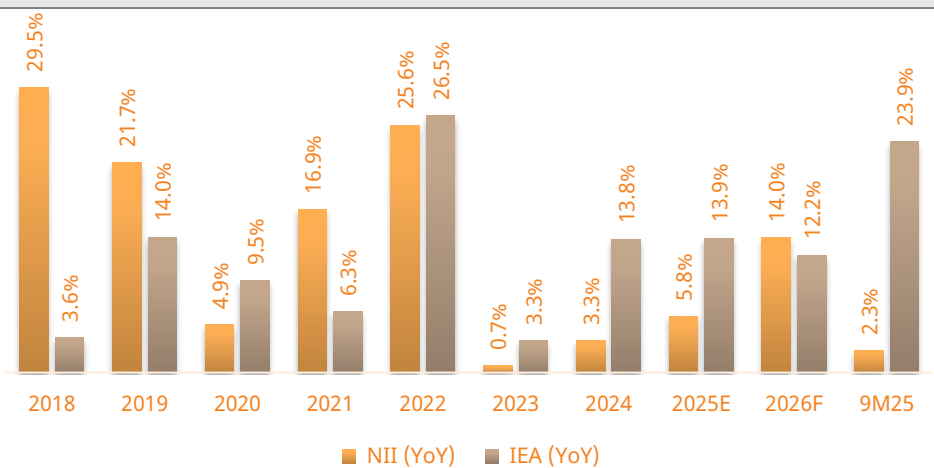
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Thu nhập và chi phí

Thu nhập cốt lõi kỳ vọng tăng tốc

Với kỳ vọng NIM tạo đáy và hồi phục, NII sẽ dần bắt kịp tốc độ mở rộng của IEA. Trong 9T25, NII vẫn tăng chậm hơn đáng kể so với IEA—chỉ tăng 2,3% svck. trong khi IEA tăng 23,9%. Tuy nhiên, xét riêng Q3/25 thì dữ liệu có phần khả quan hơn khi NII tăng 8% svck.; tăng trưởng NII cả năm ước đạt khoảng 5,8%. Đối với triển vọng 2026, NII có thể hồi phục rõ nét hơn với giả định tăng trưởng tín dụng vẫn tích cực (ước đạt hơn 12%) và NIM mở rộng nhẹ. Những yếu tố này sẽ giúp NII khởi sắc hơn, với mức tăng trưởng ước tính khoảng 14%.

Hình 7. NII kỳ vọng bắt nhịp sau 3 năm tăng trưởng lệch pha

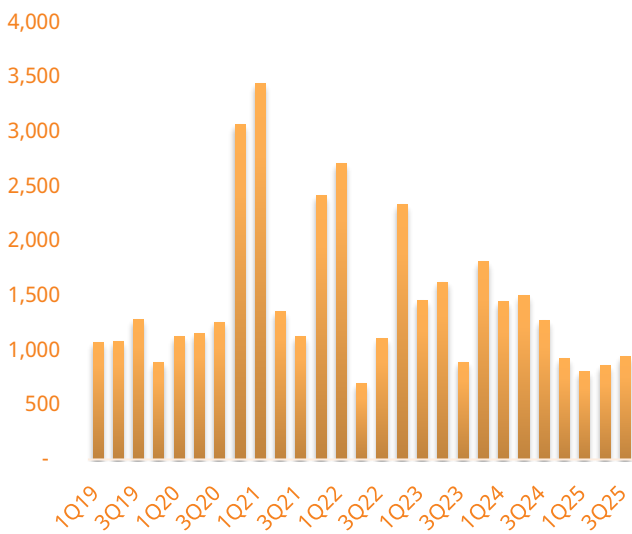


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

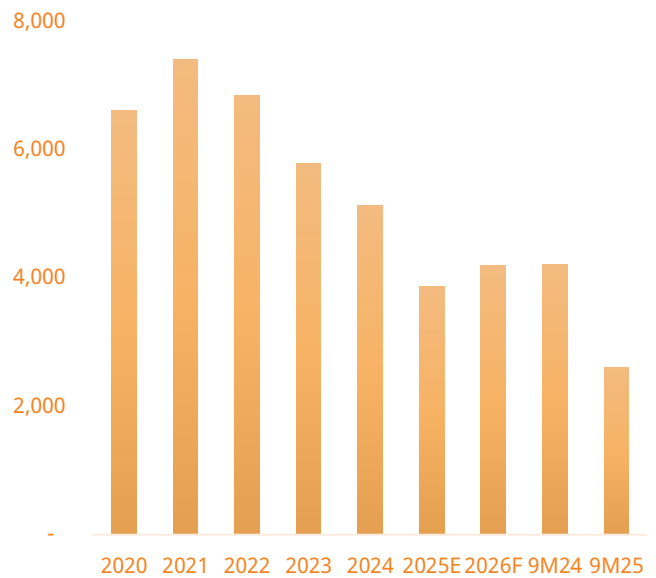
Thu nhập từ dịch vụ vẫn đối mặt nhiều áp lực

Ảnh hưởng từ thay đổi chính sách ghi nhận doanh thu dịch vụ đối với VCB là rõ nét nhất. Từ nửa sau 2024, các khoản lãi phí liên quan đến hoạt động LC được phân loại lại sang thu nhập lãi thay vì ghi vào mảng dịch vụ thanh toán như trước đây, khiến NSI ghi nhận tăng trưởng âm tại phần lớn các NHTM. Đồng thời, mức độ cạnh tranh cũng gia tăng khi các NHTM—trong bối cảnh NII suy giảm—đều chủ động tìm kiếm thêm nguồn thu ngoài lãi, gia tăng áp lực lên thu phí của VCB. Trong Q3/25, NSI giảm 26,2% svck., có phần giảm tốc (9T25: -38,2% svck.). Với mặt bằng mới đã phân nào được thiết lập, NSI được kỳ vọng sẽ ổn định và dần phục hồi trong các năm tới.

Hình 8. Thu phí tăng cao trong các quý 2020-2022 do “phí ứng trước” từ các hoạt động bán chéo bảo hiểm và gia tăng sử dụng thẻ trong giai đoạn giãn cách (tỷ đồng)



Hình 9. Thiết lập nền mới (tỷ đồng)

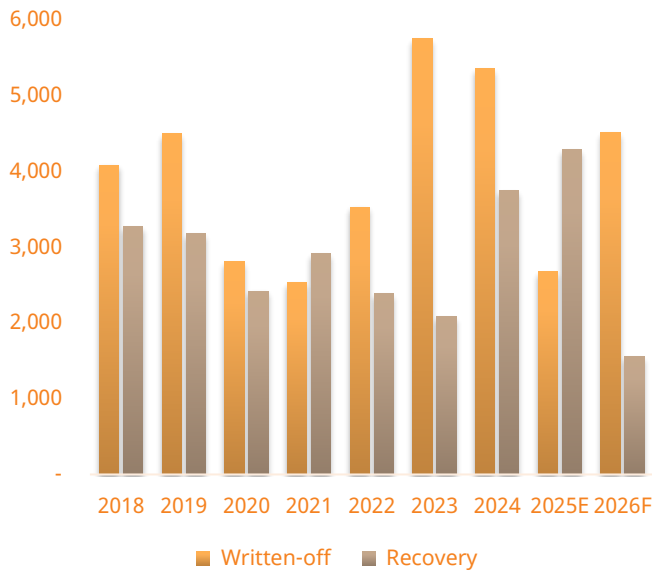
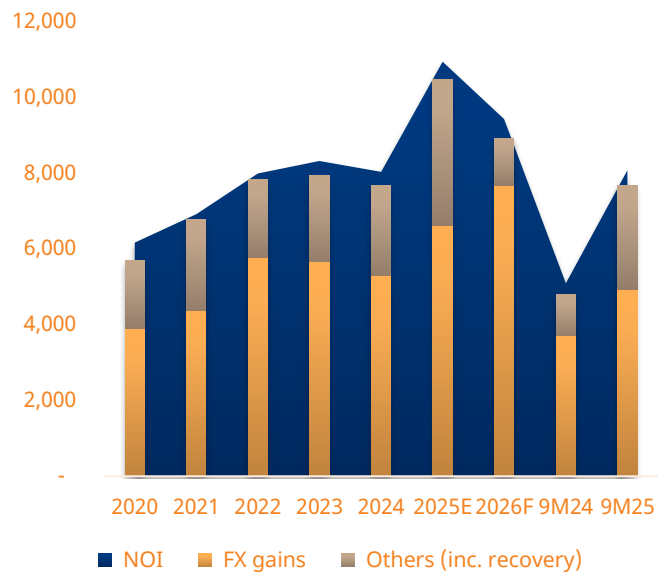


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Hỗ trợ mạnh mẽ từ thu nhập ngoài lãi

Trong cả Q3 lẫn 9T25, chỉ có NOI là nguồn thu ghi nhận tăng trưởng dương mạnh hai chữ số, tăng lần lượt 23,7% svck. và 58,6%. Đà tăng có phần chững lại trong Q3/25 chủ yếu đến từ mảng kinh doanh ngoại hối (FX trading) suy yếu (-5% svck. trong kỳ; +33,3% trong 9T25). Mảng này chiếm tỷ trọng khá lớn trong NOI—bình quân khoảng 55% trong các năm gần đây và đạt 61,2% trong 9T25. Thu nhập liên quan đến FX được dự báo tăng 25%/16.2% 2025/26.

Ngược lại, khoản thu thuần khác ngoài các tài sản tài chính (loại trừ hợp đồng tương lai) tăng mạnh 68% svck. trong Q3 và 153% trong 9T25, đa phần nhờ thu hồi nợ xấu đã xử lý trước đó ở mức tích cực. Nguồn thu này được dự phóng tăng 62,7% cả năm 2025 trước khi giảm mạnh 68% trong 2026, do nợ xấu phát sinh mới trong 2025/24 khá thấp, phần nào hạn chế quy mô có thể thu hồi. Tổng thể, NOI được dự phóng tăng 36,2% trong 2025 trước khi giảm 14% vào 2026, từ nền cao.

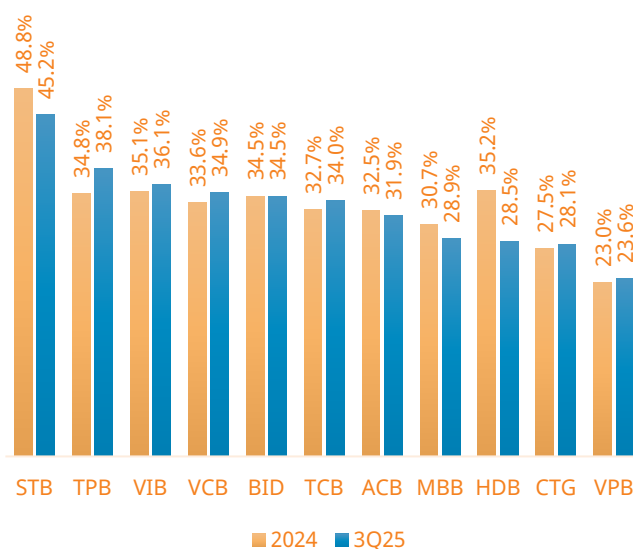
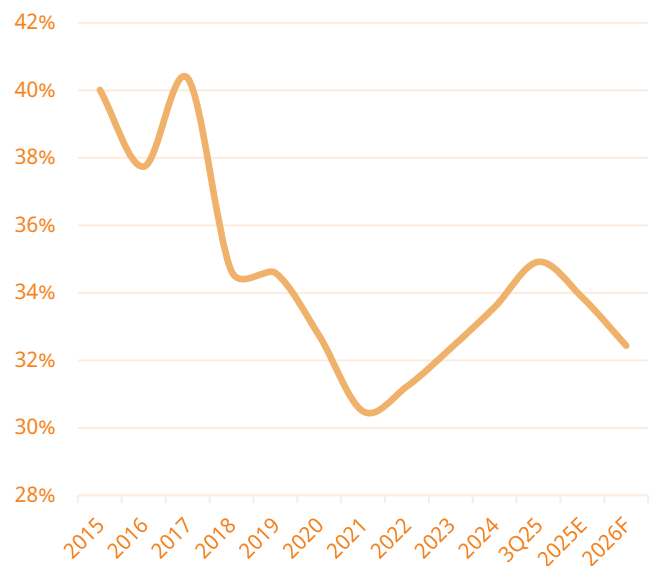
Hình 10. Nợ xấu phát sinh mới thấp hạn chế khả năng thu hồi (nghìn tỷ)**Hình 11. Thu ngoài lãi điều chỉnh phản ánh triển vọng thu hồi nợ xấu giảm (nghìn tỷ)**

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Chú thích: Written-off: Nợ xấu đã xử lý; Recovery: thu hồi nợ xấu; FX gains: lãi giao dịch ngoại hối; Others (inc. recovery): thu khác (bao gồm thu hồi nợ xấu)

Tỷ lệ chi phí hoạt động duy trì ở mức cao, kỳ vọng đảo chiều

Xét tương quan, hiệu quả kiểm soát mảng CPHĐ của VCB vẫn có phần thấp hơn so với mặt bằng chung với tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) nằm ở nhóm cao. Tỷ lệ này tăng 1,3%p trong 9T25 lên 34,9%—so với vùng ~31% trong giai đoạn 2021–2022—chủ yếu do một vài yếu tố như thu nhập suy yếu và chi phí nhân sự khó điều chỉnh, kỳ vọng điều chỉnh thưởng quý cuối năm hỗ trợ lợi nhuận, qua đó đưa CIR cả năm về khoảng 33,9%. Hiệu quả kỳ vọng cải thiện rõ rệt hơn trong 2026, với CIR giảm tiếp xuống 32,4% nhờ thu nhập phục hồi và quá trình số hóa tiếp diễn. Những yếu tố này sẽ dần làm suy yếu tương quan giữa CPHĐ và tăng trưởng thu nhập.

Hình 12. CIR chưa hiệu quả bằng một vài ngân hàng tư nhân**Hình 13. CIR kỳ vọng sớm tối ưu trở lại**

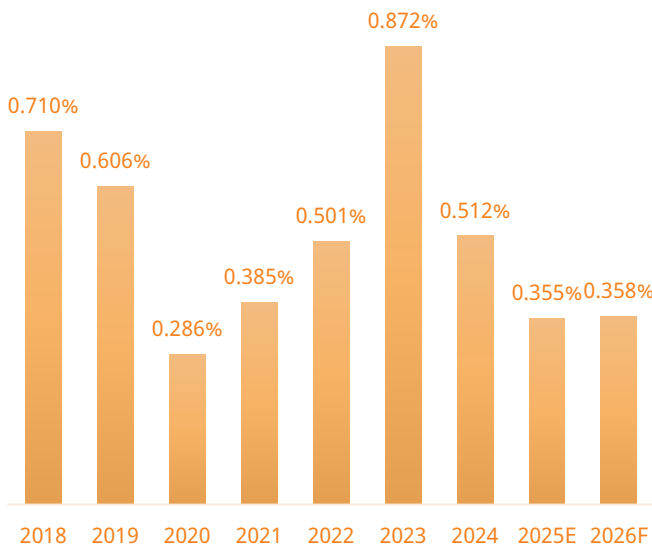
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Bộ đệm vẫn cao nhưng cần hãm tốc độ sử dụng

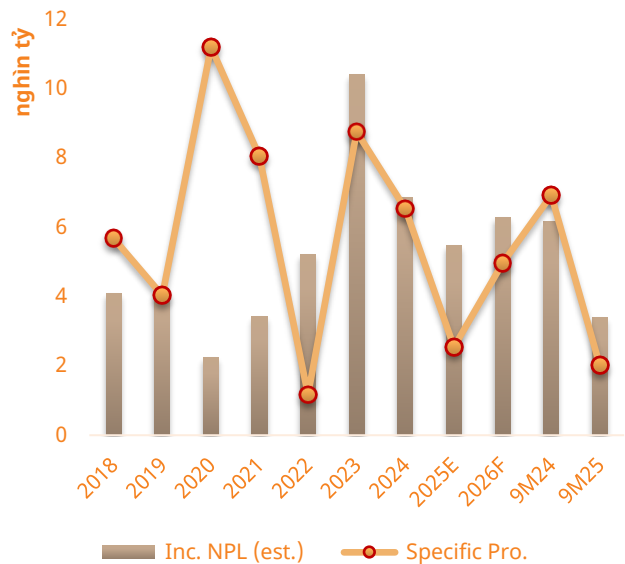
Trong bối cảnh thu nhập chịu áp lực ở cả mảng cho vay cốt lõi lẫn dịch vụ, điều chỉnh chi phí là biện pháp được tính đến như cắt giảm dự phòng (2024: -51,8% svck; 9T25: -30,2%). Dù vậy, chất lượng tài sản tổng thể vẫn được giữ vững nhờ quy mô bộ đệm dự phòng lớn. Khác với các giai đoạn trước, khi mức trích lập thường vượt hoặc ít nhất theo kịp tốc độ hình thành nợ xấu, diễn biến đảo chiều từ năm 2022 khi mặt bằng lãi suất bắt đầu tăng. Môi trường lãi suất cao giai đoạn cuối 2022–2023, cùng với các bất ổn địa chính trị và kinh tế trong nước lẫn quốc tế, đã khiến nợ xấu hình thành mới tăng nhanh nhưng tăng trưởng thu nhập suy yếu và thậm chí đình trệ, dẫn đến việc ngân hàng phải sử dụng dần bộ đệm dự phòng sẵn có.

Chi phí dự phòng được kỳ vọng đảo chiều tăng trở lại, với tăng trưởng 2025/26 lần lượt +31,8% svck và +49,8%, được hỗ trợ bởi triển vọng thu nhập ổn định dần và phù hợp định hướng quản trị thận trọng của VCB. Bên cạnh đó, xu hướng lãi suất có thể nhích lên cùng việc gia tăng tỷ trọng mảng bán lẻ nhiều khả năng sẽ thúc đẩy nợ xấu hình thành mới tăng lên—cả về tỷ lệ (tác động bởi lãi suất và độ nhạy của nhóm KHCN) và giá trị tuyệt đối (quy mô tín dụng không ngừng gia tăng).

Hình 14. Tỷ lệ nợ xấu hình thành mới có thể tăng nhẹ



Hình 15. Kỳ vọng gia tăng trích lập



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng
 Chú thích: Inc. NPL (est): ước tính nợ xấu phát sinh trong kỳ; Specific Pro.: dự phòng cụ thể

Bối cảnh định giá

Diễn biến giá gần đây khá phù hợp về mặt cơ bản. Trong phạm vi theo dõi của chúng tôi, các ngân hàng ghi nhận kết quả kinh doanh 9T25 kém khả quan hoặc triển vọng tăng trưởng cả năm ở mức thấp đều có xu hướng trầm lắng từ đầu năm—không chỉ riêng VCB. Ngoại lệ đáng chú ý trong nhóm này là TCB nhờ lực đẩy đặc thù từ kế hoạch IPO công ty chứng khoán.

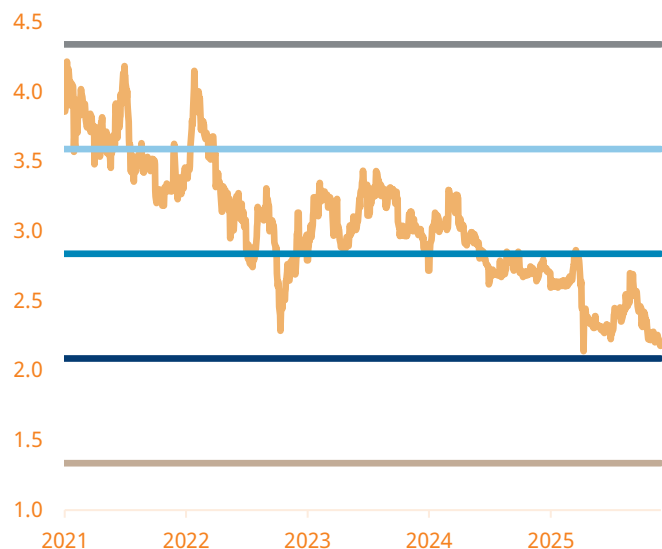
Hiệu quả sử dụng vốn của VCB cũng suy yếu, dù đây không phải là câu chuyện riêng của ngân hàng. Cả VCB và BID (bao gồm cả CTG nhưng lợi nhuận tích cực nhờ chất lượng tài sản cải thiện mạnh từ nền thấp)—với vai trò là trụ cột ổn định mặt bằng lãi suất thấp—đều chứng kiến ROE giảm xuống dưới 20% kể từ cuối 2022, về quanh 17-18% hiện tại. Sự điều chỉnh có tính chất cấu trúc này phần nào lý giải mức định giá giảm tại nhóm NHQD. BID đã điều chỉnh mạnh từ vùng đỉnh gần 3,0x GTSS về quanh 1,6x—tiệm cận nhóm ngân hàng tư nhân dẫn đầu. Trong khi đó, định giá của VCB—dù vẫn neo ở mức cao khoảng 2,2x—đã gần chạm vùng -1đlc, tạo ra vùng giá tham gia hợp lý hơn.

Về triển vọng lợi nhuận, tăng trưởng dự phóng dù không quá nổi trội nhưng có nhiều điểm tích cực. Mức tăng này được kỳ vọng mang tính bền vững hơn khi các nguồn thu cốt lõi kỳ vọng quay lại quỹ đạo tăng trưởng, không còn phải “thắt lưng buộc bụng” mạnh như giai đoạn trước. Ngay cả khi lợi nhuận tăng trưởng tương quan có phần thấp hơn mặt bằng chung, định giá vẫn có thể quay về trạng thái cân bằng khi chất lượng thu nhập ổn định trở lại.

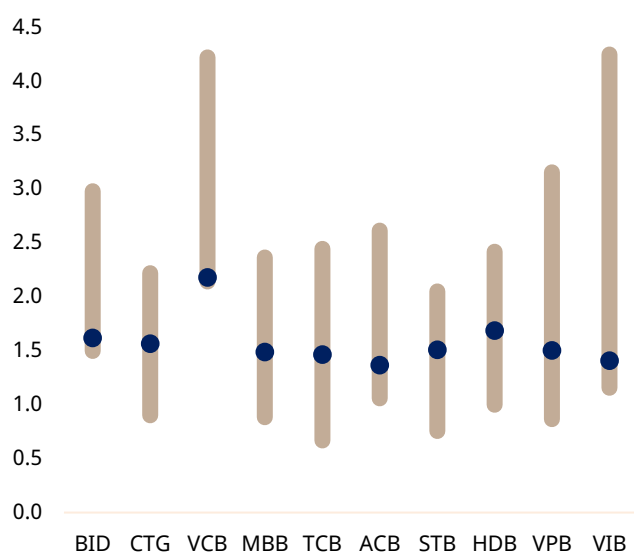
Nâng khuyến nghị lên Mua, với giá mục tiêu mới cho năm 2026 là 70.800 đồng, điều chỉnh tăng từ mức 69.600 đồng trước đó. Mức định giá này tương ứng P/B dự phóng 2,0x, bao gồm phụ trội 20% phản ánh vị thế đầu ngành về lợi nhuận tuyệt đối, lợi thế huy động vốn giá rẻ, và thế mạnh trong mảng LC—trong bối cảnh xuất khẩu vẫn được xem là trụ cột chính của nền kinh tế nội địa.

Rủi ro chính nằm ở khả năng biên lợi nhuận (ROE, ROA) tiếp tục bị nén, có thể khiến nhà đầu tư xem xét lại mức phụ trội trong định giá—hiện đang giao dịch ở vùng 1,5-1,7x là mức bình quân của các ngân hàng đầu ngành. Thêm vào đó là rủi ro liên quan đến thuế quan—dù hiện được đánh giá ở mức thấp—nhưng vẫn có khả năng tác động tiêu cực không chỉ lên mảng tín dụng cốt lõi mà cả nguồn thu phí và thu nhập lãi từ giao dịch ngoại tệ.

Hình 16. P/B lịch sử

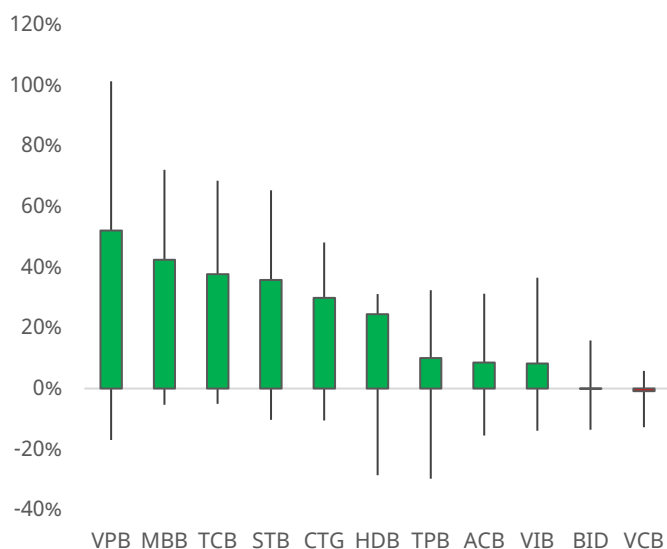


Hình 17. VCB sv. các NH theo dõi (5 năm)



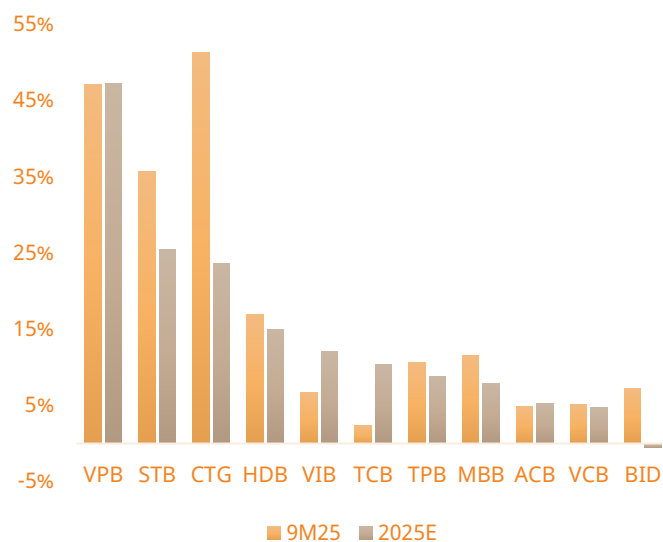
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Hình 18. Diễn biến giá từ đầu năm

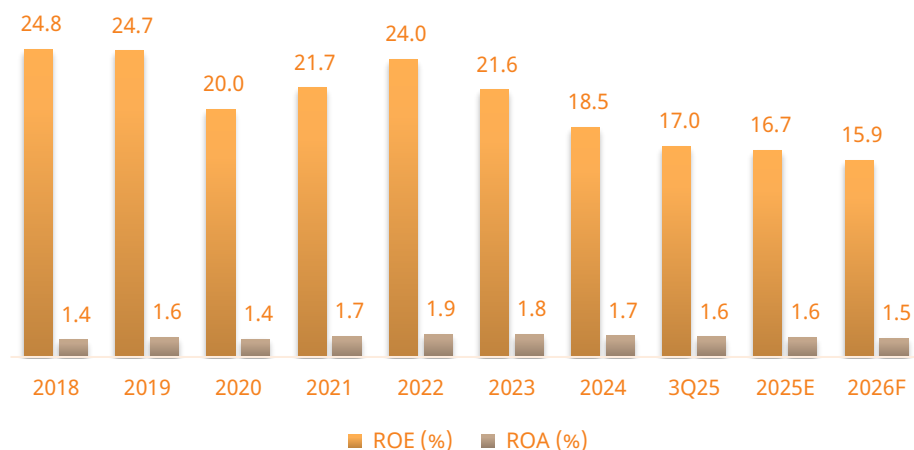


Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Hình 19. Tăng trưởng lợi nhuận



Hình 20. ROE và ROA



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

(VNDbn)	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu từ lãi	108,122	93,655	106,594	127,986
Chi phí lãi vay	54,501	38,249	47,957	61,160
Thu nhập lãi thuần	53,621	55,406	58,637	66,826
Doanh thu thuần từ dịch vụ	5,780	5,137	3,872	4,196
Doanh thu thuần khác	8,323	8,036	10,947	9,435
Thu nhập từ HĐKD	67,723	68,578	73,455	80,457
Chi phí hoạt động	21,915	23,027	24,873	26,095
Lợi nhuận trước dự phòng	45,809	45,551	48,582	54,362
Tổng chi phí dự phòng	4,565	3,315	4,371	6,549
LNTT	41,244	42,236	44,211	47,812
Thuế TNDN	8,189	8,383	8,798	9,515
LNST	33,054	33,853	35,413	38,298
Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)	33,033	33,831	35,395	38,279

Phân tích DuPont (%)

	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Thu nhập từ lãi	5.92	4.77	4.78	5.08
Chi phí lãi	2.98	1.95	2.15	2.43
Lợi nhuận từ lãi	2.94	2.82	2.63	2.65
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.32	0.26	0.17	0.17
Thu nhập ròng khác	0.46	0.41	0.49	0.37
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	3.71	3.49	3.29	3.19
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	1.20	1.17	1.12	1.04
PPOP	2.51	2.32	2.18	2.16
Tổng chi phí dự phòng	0.25	0.17	0.20	0.26
Lợi nhuận thuần khác	0.00	0.00	0.00	0.00
LNTT	2.26	2.15	1.98	1.90
Thuế thu nhập	0.45	0.43	0.39	0.38
ROA	1.81	1.73	1.59	1.52
Đòn bẩy (x)	11.9	10.7	10.5	10.4
ROE	21.6	18.4	16.7	15.9
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0.98	0.96	1.00	0.98
Tỷ lệ nợ xấu rộng	1.42	1.24	1.25	1.24
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	230.30	223.31	195.95	187.89
Dự phòng trên tổng dư nợ	2.26	2.15	1.96	1.85
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	0.76	0.23	0.26	0.35
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	0.25	0.16	0.19	0.25
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VND)				
EPS (theo báo cáo)	5,571	5,462		
EPS (trung bình)	5,910	6,053	4,236	4,581
GTSS	30,156	35,597	27,083	30,706
LNTDP/CP	8,196	8,150	5,814	6,506

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Cân đối kế toán (tóm tắt)

(VND bn)	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Tiền và các khoản tương đương	14,504	14,268	15,695	17,264
Chứng khoán	148,275	171,959	189,321	227,710
Cho vay	1,577,292	1,807,332	2,079,320	2,318,037
Tài sản cố định hữu hình	5,116	5,531	5,840	6,202
Tài sản khác	94,036	86,307	85,662	96,192
Tổng tài sản	1,839,223	2,085,397	2,375,838	2,665,404
Tiền gửi	1,395,695	1,514,665	1,714,053	1,953,995
Nợ vay	215,513	312,891	364,312	378,631
GTCG	19,913	24,125	29,464	32,410
Khoản nợ khác	39,560	34,760	41,712	43,798
Tổng nợ	1,670,680	1,886,441	2,149,541	2,408,834
Vốn điều lệ	55,891	55,891	83,557	83,557
Thặng dư vốn cổ phần	4,995	4,995	4,995	4,995
Lợi nhuận giữ lại	85,174	110,679	102,093	128,299
Quỹ dự trữ	22,389	27,295	35,574	39,660
Khoản khác	94	96	79	59
Tổng vốn chủ	168,543	198,956	226,298	256,571

Các chỉ số chính

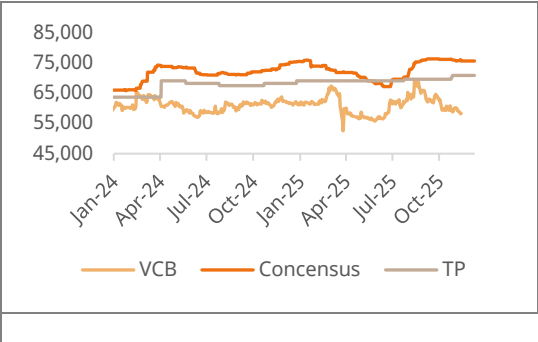
	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Tăng trưởng (CK)				
Cho vay	10.8	14.2	15.9	12.4
Cho vay và phải thu	10.0	14.6	15.0	11.5
Tiền gửi	12.2	8.5	4.3	4.3
Vốn chủ sở hữu	22.1	18.0	13.7	13.4
Tổng tài sản	1.4	13.4	13.9	12.2
Thu nhập ròng từ lãi	0.7	3.3	5.8	14.0
Thu nhập dịch vụ	-15.5	-11.1	-24.6	8.4
LNTDP	-2.2	-0.6	6.7	11.9
Lợi nhuận HĐKD	10.4	2.4	4.7	8.1
LNST	10.5	2.4	4.6	8.1
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	2.78	2.82	2.61	2.60
NIM	3.04	2.89	2.68	2.71
Biên LNTDP	42.4	48.6	45.6	42.5
ROA	1.81	1.72	1.59	1.52
ROE	21.55	18.41	16.65	15.85
Thanh khoản				
LDR (loại trừ GTCG)	89.0	93.6	95.9	94.5
Cho vay trên tài sản	67.5	68.0	69.2	69.3
Tỷ Lệ An Toàn Vốn				
CAR	11.39	12.16		
Tier 1	10.41	11.40		
Tier 2	0.98	0.76		
Hiệu quả hoạt động kinh doanh				
Chi phí trên thu nhập	32.4	33.6	33.9	32.4
Chi phí trên tài sản	1.2	1.1	1.0	1.0

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	11/10/25	Tăng Tỷ Trọng	70,800
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	08/07/25	Tăng Tỷ Trọng	69,600
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	01/08/25	Tăng Tỷ Trọng	69,030
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	11/05/24	Tăng Tỷ Trọng	68,227
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	10/01/24	Nắm Giữ	67,424
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	06/03/24	Tăng Tỷ Trọng	68,227
NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam	01/04/24	Tăng Tỷ Trọng	63,678



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như Bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng Đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336