

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

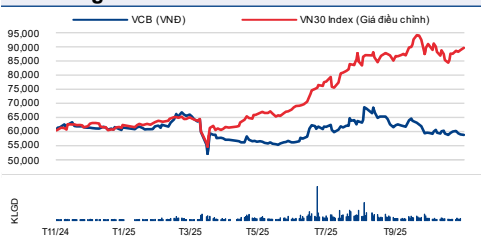
Giá mục tiêu: VNĐ72,900 (từ VNĐ70,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/11/2025)	58,800
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,122-68,602
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	59,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	491,315
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	18,625
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)	712
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	21.5%
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	(1.18)	(8.32)	(2.27)
So với chỉ số	0.28	(13.2)	(34.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,968	4,050	(2.0)
2026F	4,553	4,513	0.9
2027F	5,163	5,240	(1.5)

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá hấp dẫn hơn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị cho VCB lên Mua vào và tăng 3,8% giá mục tiêu do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 nhưng giảm bình quân 2,8% dự báo cho năm 2026-2027 sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM & hoạt động bancassurance hồi phục chậm hơn kỳ vọng nhưng được bù đắp một phần nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi hiện dự báo LNTT tăng trưởng lần lượt 6,5%, 18,5% và 17% trong giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,3% trong 3 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,83 lần, thấp hơn 0,39 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp kỷ lục so với ngành – định giá hấp dẫn đối với một ngân hàng có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

KQKD 9 tháng đầu năm 2025 của VCB nhìn chung sát với dự báo với chất lượng tài sản tốt và chi phí dự phóng thấp hơn dự báo bù đắp cho tỷ lệ NIM và thu nhập phí không đạt kỳ vọng. Tín dụng vẫn tăng trưởng vững chắc và chi phí huy động vẫn ở mức thấp nhất ngành nhưng tỷ lệ NIM vẫn chưa thực sự phục hồi. Chúng tôi điều chỉnh dự báo để phản ánh quan điểm thận trọng hơn về tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ.

Tác động: Giảm bình quân 2,8% dự báo LNTT năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 nhưng giảm bình quân 2,8% dự báo cho năm 2026-2027 chủ yếu do hạ giả định tỷ lệ NIM và triển vọng phục hồi hoạt động bancassurance không chắc chắn. Chúng tôi hiện dự báo LNTT tăng trưởng lần lượt 6,5%, 18,5% và 17% trong giai đoạn 2025-2027.

Trong trung hạn, lợi nhuận sẽ cải thiện khi tỷ lệ NIM, thu nhập phí và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR trở lại bình thường, được hỗ trợ bởi bảng CĐKT vững chắc và vị thế dẫn đầu về tài trợ thương mại và HĐ kinh doanh ngoại hối.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,3% trong 3 tháng qua, kém tích cực hơn 13% so với chỉ số VN30, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,83 lần, thấp hơn 0,39 độ lệch chuẩn so với bình quân dài hạn ở mức 2,6 lần và thấp kỷ lục khoảng 36% so với bình quân nhóm NHTM – định giá hấp dẫn đối với một ngân hàng có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ như VCB.

HSC nâng khuyến nghị cho VCB lên Mua vào và tăng 3,8% giá mục tiêu do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Do rủi ro giảm hạn chế và tiềm năng tăng mạnh mẽ trong dài hạn khi tỷ lệ NIM, thu nhập phí và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR trở lại bình thường, VCB là một cơ hội đầu tư hấp dẫn trong dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

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	58.7	73.7	87.9
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	67.7	68.6	73.2	89.3	106
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.0	33.8	36.0	42.7	49.9
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,313	4,949	5,612
DPS (đồng)	0	0	450	516	883
BVPS (đồng)	19,737	23,799	27,245	33,768	38,049
P/E (lần)	14.9	14.5	13.6	11.9	10.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.77	0.88	1.50
P/B (lần)	2.98	2.47	2.16	1.74	1.55
Tăng trưởng EPS (%)	10.5	2.42	6.53	14.7	13.4
ROAE (%)	22.0	18.6	16.9	16.2	15.6

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

Nền tảng vững chắc, định giá hấp dẫn

VCB đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo với LNTT tăng 5,1% so với cùng kỳ nhờ chất lượng tài sản tốt và dự phòng thấp hơn kỳ vọng bù đắp cho tỷ lệ NIM đi ngang và thu nhập phí kém tích cực (mặc dù đã phục hồi nhẹ trong Q3). Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ vì VCB có thể sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ NIM ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và sự phục hồi của hoạt động bancassurance vẫn chưa chắc chắn. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 2,8% dự báo LNTT cho năm 2026-2027. Chúng tôi hiện dự báo LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 6,5%, 18,5% và 17% trong giai đoạn 2025-2027. Mặc dù hạ dự báo lợi nhuận, chúng tôi vẫn tăng 3,8% giá mục tiêu và nâng khuyến nghị cho VCB lên Mua vào với tiềm năng tăng giá khoảng 21%. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,83 lần và thặng dư định giá thấp kỷ lục so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, rủi ro giảm hạn chế và tiềm năng tăng vững chắc trong dài hạn.

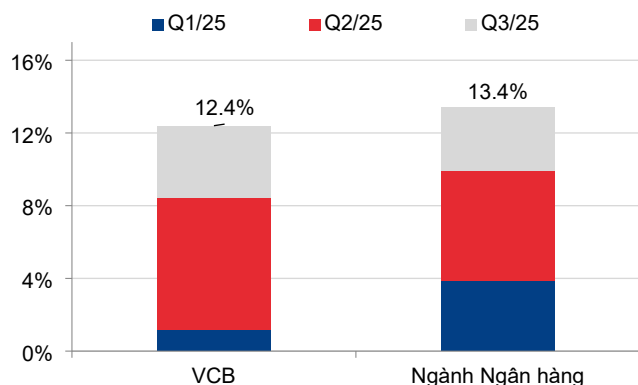
Nhìn lại KQKD 9 tháng đầu năm 2025

VCB đã công bố LNTT 9 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo đạt 33 nghìn tỷ đồng, tăng 5,1% so với cùng kỳ, do tác động tiêu cực từ tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo được bù đắp với tác động tiêu cực từ chất lượng tài sản & chi phí dự phòng tốt hơn kỳ vọng. Những điểm nhấn chính như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng đạt 12,4% kể từ đầu năm**, thấp hơn một chút so với bình quân ngành. VCB cho biết nếu tính cả các khoản vay được chuyển nhượng cho VCB Neo – một ngân hàng “0 đồng”, thì tăng trưởng sẽ cao hơn bình quân ngành.
- **Tăng trưởng tín dụng nghiêng về phân khúc bán lẻ**, tăng 16% kể từ đầu năm, nhờ nhu cầu cho vay mua nhà phục hồi 16% kể từ đầu năm và cho vay tiêu dùng tăng 30% kể từ đầu năm. Trong khi đó, cho vay kinh doanh hộ gia đình và cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn/DNNVV vẫn kém tích cực, chỉ tăng 9-12% kể từ đầu năm. Phân khúc khách hàng doanh nghiệp ảm đạm một phần do hoạt động chuyển nhượng khoản vay cho VCB Neo.
- **Tỷ lệ NIM thấp hơn một chút so với dự báo**, vẫn đi ngang và chưa phục hồi như kỳ vọng. Chi phí huy động được kiểm soát tốt ở mức 2,36%, chỉ tăng nhẹ 6 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 17 điểm cơ bản kể từ đầu năm, vẫn thấp nhất ngành. Ngân hàng cũng được tăng cường hỗ trợ từ tiền gửi KBNN trong Q3/2025, đạt mức cao kỷ lục.
- **Lãi thuần HĐ dịch vụ 9 tháng đầu năm 2025** – loại ra khoản hoa hồng bancassurance trả trước – **thấp hơn dự báo**. Tuy nhiên, lãi thuần HĐ dịch vụ Q3/2025 phục hồi nhẹ 9% so với quý trước. Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tăng mạnh cũng bù đắp cho phần sụt giảm của thu nhập phí.
- **Chất lượng tài sản vượt dự báo** nhờ tỷ lệ nợ xấu mới hình thành rất thấp, giúp chi phí dự phòng giảm 30%. Xu hướng nợ xấu mới hình thành thấp cũng có thể thấy ở một số NHTM, chủ yếu nhờ các nỗ lực tái cấu trúc nội bộ; tuy nhiên, VCB không công bố thông tin liên quan đến khoản mục này. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR vẫn ở mức cao khoảng 200%, bộ đệm vững chắc cho chất lượng tài sản & lợi nhuận.

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

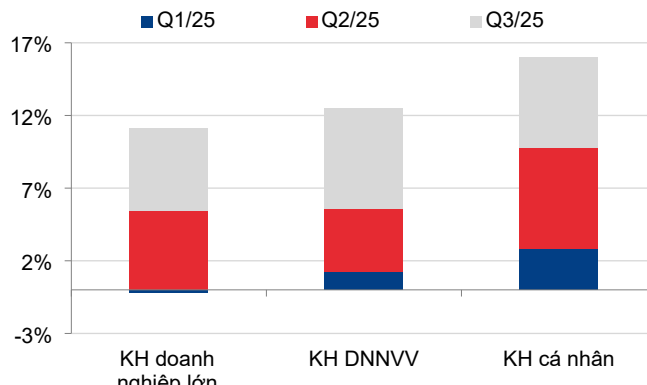
Tăng trưởng tín dụng của VCB chậm hơn so với ngành trong 9 tháng đầu năm 2025



Nguồn: NHNN, VCB, HSC

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

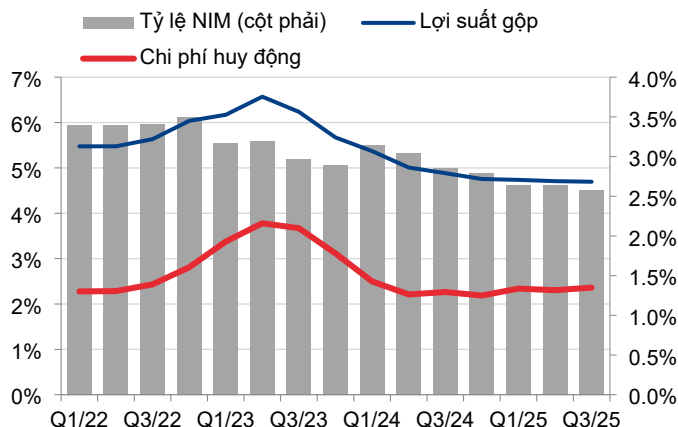
Phân khúc khách hàng cá nhân dẫn dắt tăng trưởng



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 3: Biến động tỷ lệ NIM, VCB

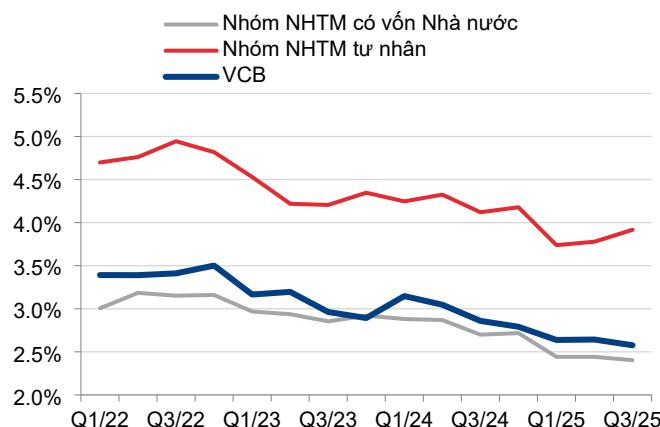
Tỷ lệ NIM duy trì đi ngang so với quý trước...



Nguồn: VCB, HSC

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

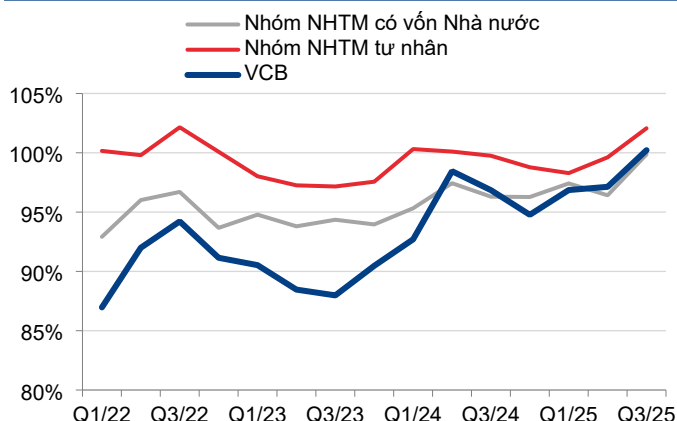
...sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

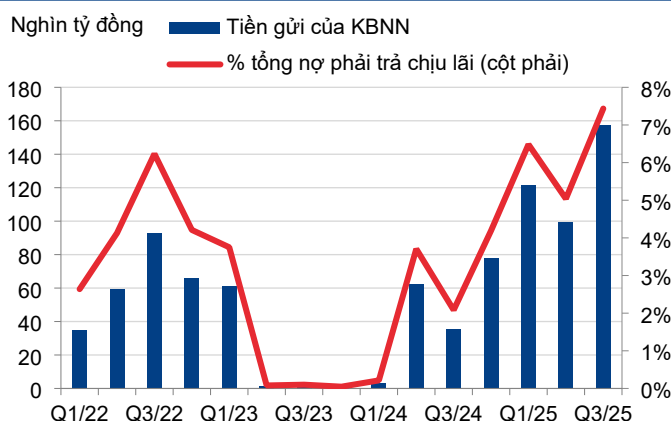
Hệ số LDR duy trì ở mức cao...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

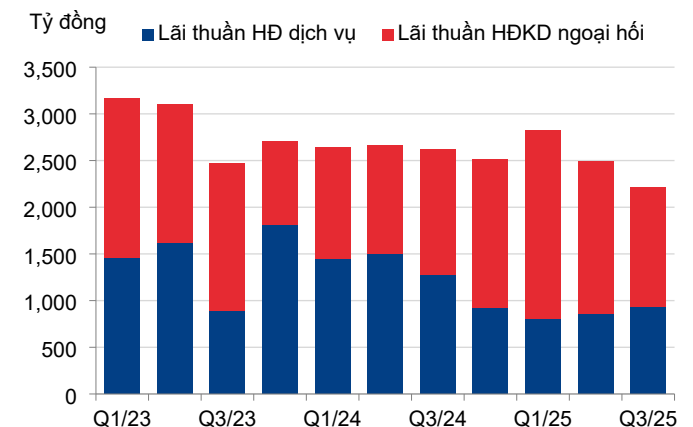
...trong bối cảnh tiền gửi của Kho bạc Nhà nước góp phần hỗ trợ thanh khoản



Nguồn: VCB, HSC

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

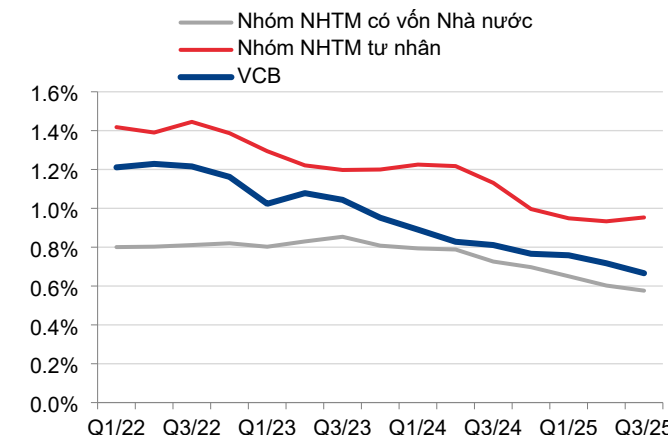
Lãi thuần HĐ dịch vụ giảm được bù đắp khi lãi thuần HĐKD ngoại hối tăng mạnh



Nguồn: VCB, HSC

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

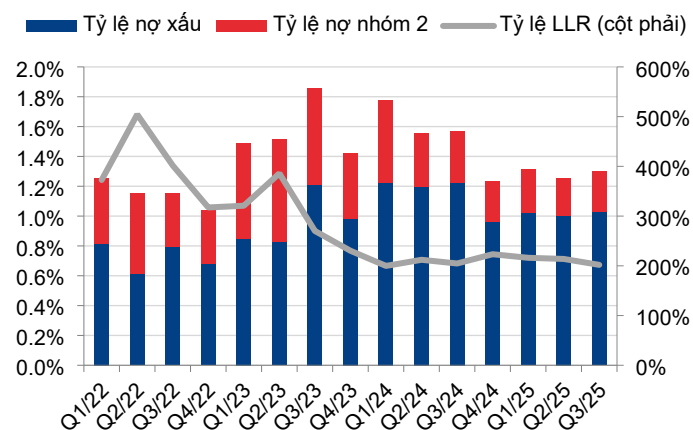
Hiệu quả lãi thuần HĐ dịch vụ của VCB tốt hơn so với bình quân nhóm NHTM quốc doanh



Ghi chú: Được tính bằng lãi thuần HĐ dịch vụ & lãi thuần HĐKD ngoại hối 12 tháng gần nhất chia cho tổng dự nợ tín dụng bình quân.
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 9: Tỷ lệ nợ quá hạn, VCB

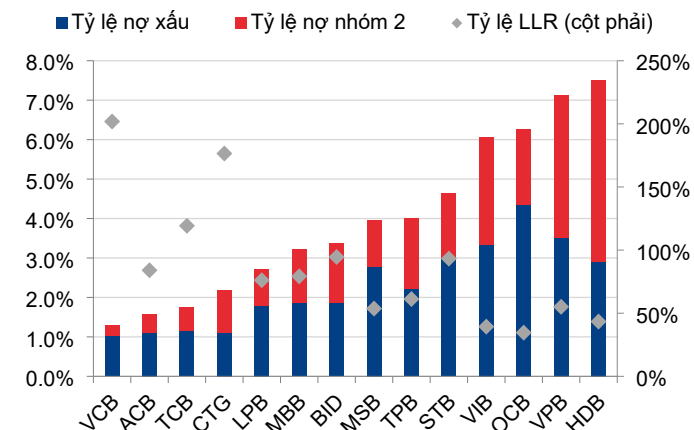
Chất lượng tài sản duy trì ổn định...



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ quá hạn trong Q3/2025, VCB & các NHTM khác

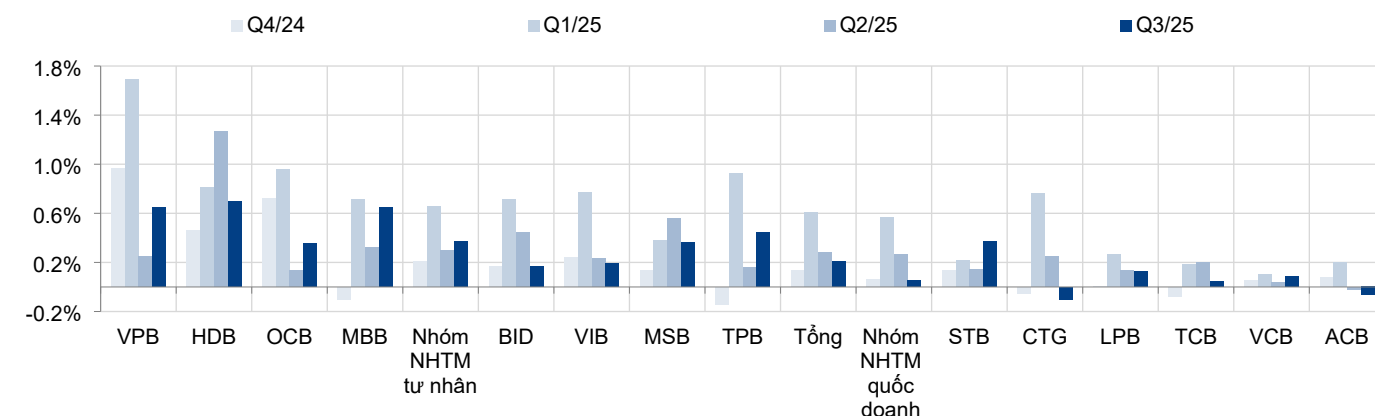
...và ở vị trí dẫn đầu so với các NHTM khác



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 11: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) trong 4 quý gần nhất, các NHTM HSC khuyến nghị

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



Nguồn: VCB, HSC

Điều chỉnh dự báo

HSC điều chỉnh nhẹ giả định để cập nhật triển vọng về tỷ lệ NIM và thu nhập phí. Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ NIM do VCB có thể sẽ duy trì NIM ở mức thấp trong vài quý tới để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, đóng góp một phần cho chính sách nới lỏng tiền tệ. Do triển vọng phục hồi hoa hồng bancassurance vẫn chưa chắc chắn - mặc dù một số ngân hàng đã có sự cải thiện - chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ trong những năm tới. Trong dài hạn, VCB kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ trở lại mức 3% và hoa hồng bancassurance sẽ trở lại bình thường. Những giả định khác được giữ nguyên với tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP của Chính phủ cùng chất lượng tài sản vững chắc và chi phí hoạt động cải thiện.

Nhìn chung, HSC giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 nhưng giảm trung bình 2,8% dự báo cho các năm 2026-2027. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 6,5%, 18,5% và 17% trong giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng kế hoạch tăng trưởng của VCB vẫn phụ thuộc vào sự chấp thuận của NHNN. Nếu NHNN tiếp tục ưu tiên hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và yêu cầu tiếp tục giảm tỷ lệ NIM, điều này sẽ gây ra rủi ro giảm cho dự báo của chúng tôi.

Trong lần điều chỉnh này, HSC rời kế hoạch phát hành riêng lẻ 6,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành từ cuối năm 2025 sang Q2/2026 do VCB chưa công bố kế hoạch rõ ràng và thời điểm phát hành vẫn phụ thuộc vào điều kiện thị trường. Điều chỉnh này làm tăng nhẹ hệ số ROE dự phóng năm 2025-2026 so với dự báo trước đó nhưng làm giảm hệ số ROE dự phóng năm 2027 do thay đổi về cơ sở vốn CSH.

Các giả định & dự báo chính của chúng tôi như sau:

Bảng 12: Các giả định quan trọng, VCB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định tỷ lệ NIM trong năm 2026-2027

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027Fs	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	13.9%	16.0%	18.0%	18.0%	16.0%	18.0%	18.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	8.7%	12.2%	20.5%	20.5%	12.2%	20.5%	20.5%
Tỷ lệ NIM	2.9%	2.7%	2.9%	3.0%	2.6%	2.8%	2.9%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-11.1%	-37.4%	27.1%	25.9%	-31.3%	15.0%	26.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.5%	0.6%
Nợ xấu mới hình thành	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%
Tỷ lệ LLR	223.3%	203.5%	189.4%	178.3%	198.3%	200.2%	189.1%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
Hệ số CIR	33.6%	33.9%	31.1%	30.2%	34.0%	31.1%	31.0%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận, VCB

Chúng tôi giảm 4,2% dự báo LNTT trong năm 2026-2027

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	55,406	59,383	75,150	88,769	58,690	73,659	87,921
Tăng trưởng		7.2%	26.6%	18.1%	5.9%	25.5%	19.4%
Điều chỉnh					-1.2%	-2.0%	-1.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,173	14,355	15,954	18,496	14,533	15,597	18,489
Tăng trưởng		9.0%	11.1%	15.9%	10.3%	7.3%	18.5%
Điều chỉnh					1.2%	-2.2%	0.0%
Tổng thu nhập HĐ	68,578	73,739	91,104	107,265	73,224	89,256	106,410
Tăng trưởng		7.5%	23.6%	17.7%	6.8%	21.9%	19.2%
Điều chỉnh					-0.7%	-2.0%	-0.8%
Chi phí HĐ	-23,027	-24,984	-28,308	-32,390	-24,865	-27,770	-32,984
Tăng trưởng		8.5%	13.3%	14.4%	8.0%	11.7%	18.8%
Điều chỉnh					-0.5%	-1.9%	1.8%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	45,551	48,755	62,797	74,875	48,358	61,486	73,426
Tăng trưởng		7.0%	28.8%	19.2%	6.2%	27.1%	19.4%
Điều chỉnh					-0.8%	-2.1%	-1.9%
Chi phí dự phòng	-3,315	-3,734	-7,773	-10,593	-3,356	-8,087	-10,970
Tăng trưởng		12.6%	108.2%	36.3%	1.2%	140.9%	35.6%
Điều chỉnh					-10.1%	4.0%	3.6%
LNTT	42,236	45,020	55,023	64,282	45,002	53,399	62,456
Tăng trưởng		6.6%	22.2%	16.8%	6.5%	18.7%	17.0%
Điều chỉnh					0.0%	-3.0%	-2.8%
Lợi nhuận thuần	33,831	36,018	43,994	51,399	36,039	42,696	49,940
Tăng trưởng		6.5%	22.1%	16.8%	6.5%	18.5%	17.0%
Điều chỉnh					0.1%	-2.9%	-2.8%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB

Không có thay đổi quan trọng nào trong dự báo của chúng tôi

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5,137	3,218	4,089	5,147	3,529	4,058	5,126
Tăng trưởng		-37.4%	27.1%	25.9%	-31.3%	15.0%	26.3%
Điều chỉnh					9.7%	-0.8%	-0.4%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	5,292	7,179	8,298	9,791	6,842	8,127	9,791
Tăng trưởng		35.7%	15.6%	18.0%	29.3%	18.8%	20.5%
Điều chỉnh					-4.7%	-2.1%	0.0%
Lãi thuần HĐ mua bán trái phiếu	66	84	80	96	152	75	92
Tăng trưởng		28.0%	-4.8%	20.5%	131.5%	-50.6%	22.2%
Điều chỉnh					80.9%	-6.1%	-4.8%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	307	303	303	303	321	321	321
Tăng trưởng		-1.4%	0.0%	0.0%	4.6%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					6.1%	6.1%	6.1%
Thu nhập khác	2,372	3,572	3,184	3,158	3,689	3,016	3,158
Tăng trưởng		50.6%	-10.9%	-0.8%	55.5%	-18.2%	4.7%
Điều chỉnh					3.3%	-5.3%	0.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,173	14,355	15,954	18,496	14,533	15,597	18,489
Tăng trưởng		9.0%	11.1%	15.9%	10.3%	7.3%	18.5%
Điều chỉnh					1.2%	-2.2%	0.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 3,8% giá mục tiêu do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 lớn hơn tác động từ việc hạ dự báo lợi nhuận, và với tiềm năng tăng giá khoảng 21% sau đợt điều chỉnh gần đây, chúng tôi nâng khuyến nghị cho VCB lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng. Lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ của VCB bao gồm chi phí huy động thấp, vị thế dẫn đầu lĩnh vực ngoại hối và tài trợ thương mại cùng danh mục tín dụng rủi ro thấp sẽ củng cố lợi nhuận dài hạn khi tỷ lệ NIM và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR trở lại bình thường, mặc dù động lực vẫn chưa xuất hiện khi Ngân hàng duy trì tỷ lệ NIM ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,83 lần, thấp hơn 0,39 lần so với bình quân quá khứ và thặng dư thấp kỷ lục 36% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm không lớn và hiện là cơ hội hấp dẫn để Mua vào cổ phiếu cho dài hạn.

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù hạ dự báo lợi nhuận, HSC vẫn tăng 3,8% giá mục tiêu do tác động từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026) lớn hơn tác động từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Sau đợt điều chỉnh gần đây, tiềm năng tăng giá hiện ở mức khoảng 21%, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng.

HSC duy trì quan điểm VCB là một ngân hàng có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ, bao gồm chi phí huy động thấp, lĩnh vực ngoại hối và tài trợ thương mại vững chắc và danh mục tín dụng rủi ro thấp. Ngân hàng có dư địa dài hạn đáng kể để nâng cao lợi nhuận thông qua cải thiện tỷ lệ NIM và giảm tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR. Tuy nhiên, động lực thúc đẩy điều này vẫn chưa xuất hiện do VCB hiện vẫn phải hi sinh lợi nhuận để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua duy trì tỷ lệ NIM ở mức thấp.

Bảng 15: Giả định chi phí vốn CSH, VCB

Chi phí vốn CSH	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	33,156	39,281	45,944	58,977	67,214	75,911	87,847	101,471	110,862
Chi phí vốn CSH	-21,875	-25,041	-33,055	-37,245	-42,721	-48,817	-57,168	-66,831	-73,908
Lợi nhuận thặng dư	11,281	14,239	12,889	21,733	24,493	27,093	30,680	34,640	36,954
Giá trị dài hạn									475,782
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026			90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%	53.5%	48.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026			11,612	17,639	17,909	17,847	18,207	18,520	246,964
Hệ số pha loãng từ phát hành riêng lẻ			93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%
Giá trị hiện tại điều chỉnh đến cuối 2025			10,903	16,562	16,816	16,758	17,096	17,390	231,891
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027		327,416							
Giá trị sổ sách cuối 2026 (điều chỉnh)		282,159							
Giá trị vốn CSH cuối 2026		609,575							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		8,356							
Giá mục tiêu giữa 2026		72,900							

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%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.75%	88,100	83,100	78,800	75,000	71,600
	8.25%	84,100	79,600	75,700	72,200	69,100
	8.75%	80,500	76,500	72,900	69,700	66,800
	9.25%	77,200	73,600	70,300	67,300	64,600
	9.75%	74,300	70,900	67,900	65,100	62,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8,3% trong 3 tháng qua, kém tích cực hơn 13% so với chỉ số VN30, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,83 lần, thấp hơn 0,39 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,6 lần và cũng thấp nhất ở mức 36% so với bình quân nhóm NHTM. Nhờ lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ, chúng tôi tin rằng định giá hiện tại của VCB có rủi ro giảm thấp và là cơ hội Mua vào hấp dẫn để nắm giữ dài hạn.

Biểu đồ 18: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,83 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ, VCB

...thấp hơn 0,39 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 2,59 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 20: Thặng dư định giá so với các NHTM khác, VCB

VCB đang giao dịch với thặng dư định giá thấp kỷ lục so với các NHTM khác



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	135	162
Chi phí lãi	(54.5)	(38.2)	(47.7)	(61.0)	(74.3)
Thu nhập lãi thuần	53.6	55.4	58.7	73.7	87.9
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.78	5.14	3.53	4.06	5.13
Lãi thuần HĐ KDNH	5.66	5.29	6.84	8.13	9.79
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.12	0.07	0.15	0.08	0.09
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.27	0.31	0.32	0.32	0.32
Thu nhập khác	2.27	2.37	3.69	3.02	3.16
Tổng thu nhập HĐ	67.7	68.6	73.2	89.3	106
Chi phí HĐ	(21.9)	(23.0)	(24.9)	(27.8)	(33.0)
LN trước dự phòng	45.8	45.6	48.4	61.5	73.4
Chi phí dự phòng	(4.56)	(3.31)	(3.36)	(8.09)	(11.0)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	41.2	42.2	45.0	53.4	62.5
Chi phí thuế TNDN	(8.19)	(8.38)	(8.94)	(10.7)	(12.5)
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	42.7	49.9
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,313	4,949	5,612
DPS (đồng)	0	0	450	516	883
Slg CP bình quân (triệu đv)	8,356	8,356	8,356	8,627	8,899
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,356	8,899	8,899
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,356	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	521	574	561
Chứng khoán kinh doanh	2.50	4.58	5.43	6.48	7.76
Các công cụ tài chính phái sinh	0	1.31	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,242	1,418	1,649	1,951	2,306
Tổng dư nợ cho vay	1,270	1,449	1,683	1,987	2,346
Dự phòng rủi ro	(28.7)	(31.2)	(33.4)	(35.8)	(39.9)
Chứng khoán đầu tư	146	167	176	211	252
CK đầu tư sẵn sàng để bán	67.9	86.8	144	172	208
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	78.0	80.8	32.8	39.1	44.2
Dự phòng rủi ro	(0.11)	(0.25)	(0.21)	(0.24)	(0.28)
Đầu tư dài hạn	2.22	2.23	2.42	2.42	2.42
Tài sản cố định	7.71	8.09	8.24	8.64	9.14
Tài sản khác	30.7	30.9	36.5	43.6	50.4
Tổng tài sản	1,840	2,085	2,458	2,868	3,274
Nợ phải trả	1,675	1,886	2,230	2,567	2,936
Tiền gửi của NHNN	1.67	78.2	162	84.6	0.94
Tiền gửi của các TCTD khác	214	235	305	359	377
Tổng tiền gửi KH	1,396	1,515	1,702	2,050	2,468
Trái phiếu và CCTG	19.9	24.1	24.4	29.4	37.6
Nợ khác	43.4	34.8	37.2	43.9	51.8
Vốn chủ sở hữu	165	199	228	300	339
Vốn điều lệ	55.9	55.9	83.6	89.0	89.0
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	5.00	37.6	37.6
Lợi nhuận giữ lại	76.8	111	102	132	163
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	27.3	37.0	42.4	48.8
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	2,458	2,868	3,274
BVPS (đồng)	19,737	23,799	27,245	33,768	38,049

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	17.9	16.7	14.2
Tăng trưởng cho vay KH (%)	10.9	14.1	16.1	18.1	18.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.2	8.52	12.4	20.5	20.4
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.6	8.70	12.2	20.5	20.5
Tăng trưởng VCSH (%)	21.7	20.6	14.5	32.0	12.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	0.70	3.33	5.93	25.5	19.4
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	3.13	5.08	7.98	11.7	18.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(2.19)	(0.56)	6.16	27.1	19.4
Tăng trưởng LNTT (%)	10.4	2.41	6.55	18.7	17.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	10.5	2.42	6.53	18.5	17.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.71	3.49	3.22	3.35	3.46
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.20)	(1.17)	(1.09)	(1.04)	(1.07)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.0	98.8	98.8	98.7	98.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.88	2.82	2.98	3.60	4.13
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	51.4	52.3	55.7	65.7	74.5
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	14.9	14.5	13.6	11.9	10.5
P/B (lần)	2.98	2.47	2.16	1.74	1.55
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.77	0.88	1.50
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	48.8	49.3	49.2	47.8	46.9
ROAA (%)	1.81	1.72	1.59	1.60	1.63
ROAE (%)	22.0	18.6	16.9	16.2	15.6
Chi phí huy động BQ (%)	3.41	2.20	2.36	2.59	2.75
Lợi suất góp BQ (%)	6.04	4.83	4.74	5.12	5.35
Lợi suất thuần (%)	2.64	2.63	2.38	2.53	2.61
Tỷ lệ NIM (%)	3.00	2.86	2.61	2.80	2.90
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.53	7.49	4.82	4.55	4.82
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	79.2	80.8	80.2	82.5	82.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	12.3	11.7	15.0	12.9	12.6
Tỷ lệ CIR (%)	32.4	33.6	34.0	31.1	31.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	10.4	10.4	15.7
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.4	12.2	11.4	12.8	12.6
VCSH/Tổng TS (%)	8.96	9.54	9.26	10.5	10.3
Đòn bẩy vốn (lần)	11.2	10.5	10.8	9.54	9.67
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.98	0.96	1.00	0.90	0.90
Hệ số LLR (%)	230	223	198	200	189
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	91.0	95.7	98.9	96.9	95.1
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.1	13.2	15.0	14.7	13.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.1	69.5	68.4	69.3	71.7
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	643	647	647	650	670
Số lượng nhân viên	23,493	24,306	24,549	24,794	25,786

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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