

**Ngày báo cáo:** 24/05/2025  
**NGÀNH:** NGÂN HÀNG  
**GDPTCP:** Nguyễn Thu Hà, CFA  
**Email:** [hant4@ssi.com.vn](mailto:hant4@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8708

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **69.000 Đồng**  
**Giá CP ngày 23/05/2025:** 56.800 Đồng  
**% Tăng giá:** **+21,5%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 18.645  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 475.438  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 8.356  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 4.043.772  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 67,3/52,5  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 248,9  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 22,2  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 74,8

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

#### Thông tin cơ bản về công ty

Được thành lập từ năm 1963, tiền thân là Vụ Ngoại tệ của NHNN, sau đó được tách ra để trở thành ngân hàng chuyên kinh doanh ngoại tệ, là ngân hàng đầu tiên và duy nhất của Việt Nam lúc bấy giờ, đến năm 1996, VCB được tổ chức lại thành trở thành ngân hàng thương mại với hoạt động kinh doanh mở rộng sang lĩnh vực ngân hàng bán lẻ và ngân hàng doanh nghiệp bên cạnh các hoạt động kinh doanh truyền thống là tài trợ thương mại và ngoại hối. VCB được cổ phần hóa vào năm 2007 và IPO vào tháng 12 năm 2007. Hiện tại, VCB là ngân hàng lớn thứ tư về quy mô và là ngân hàng dẫn đầu về lợi nhuận và chất lượng tài sản.

## Cuộc họp Chuyên viên phân tích Q1/25

## Bình Tâm Bước Tiếp

- Triển vọng lợi nhuận 2025 ở mức vừa phải trong bối cảnh nhiều biến động:** VCB đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) năm 2025 ở mức khiêm tốn 3,5% svck, phản ánh việc không còn ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng hay khoản phí trả trước từ hợp đồng bancassurance như trong năm 2024 cũng như rủi ro tiềm ẩn nếu tình hình căng thẳng thương mại leo thang.
- NIM cải thiện, chất lượng tài sản duy trì ổn định:** Ban lãnh đạo kỳ vọng NIM sẽ phục hồi về khoảng 3% vào cuối năm (so với mức 2,64% trong Q1/2025), thông qua những nỗ lực cơ cấu danh mục tín dụng dịch chuyển sang các khoản vay trung dài hạn có lợi suất cao hơn. Cho vay bán lẻ kỳ vọng cũng sẽ có sự khởi sắc sau khoảng thời gian khó khăn trong 2 năm vừa qua. Chất lượng tài sản sẽ được kiểm soát với tỷ lệ nợ xấu dưới 1,5% và chi phí tín dụng dự kiến dao động trong khoảng 0,2–0,3% tổng dư nợ.
- Định giá hợp lý, duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN:** Với P/B dự phóng 2025 ở mức 2,09x – thấp hơn trung bình lịch sử, và giá mục tiêu 12 tháng là 69.000 đồng/cổ phiếu (tương đương tiềm năng tăng giá là 21%), chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VCB.

KQKD Q1/2025 của VCB không có nhiều điểm nhấn nhưng nhìn chung phù hợp với kỳ vọng, với LNTT đạt 10,9 nghìn tỷ đồng (+1,3% svck). Mặc dù triển vọng ngắn hạn có nhiều thách thức, ngân hàng vẫn thể hiện khả năng quản trị rủi ro tốt và nền tảng tài chính vững chắc trong bối cảnh bất ổn bên ngoài gia tăng. Chúng tôi cho rằng với cách tiếp cận thận trọng đối với rủi ro thuế quan và việc chủ động giám sát chất lượng tài sản, triển vọng tăng trưởng trong trung hạn của ngân hàng vẫn được duy trì.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với VCB, nhưng vẫn cần lưu ý một số rủi ro trong trung hạn, bao gồm: thu nhập từ tài trợ thương mại có thể giảm tốc, áp lực đối với chất lượng sản, và NIM có thể bị thu hẹp nhẹ nếu ngân hàng tiếp tục hỗ trợ khách hàng trong môi trường vĩ mô còn nhiều thách thức. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những rủi ro này có khả năng sẽ thể hiện rõ rệt hơn từ năm 2026, thay vì ảnh hưởng ngay đến kết quả 2025. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2025 đạt 44,7 nghìn tỷ đồng (+5,9% svck), được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng 13% và NIM giảm nhẹ 4 điểm cơ bản, về mức 2,82%.

Cổ phiếu VCB hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt 12 tháng là 2,56x – thấp hơn mức trung bình lịch sử 3,2x và ngưỡng -1 độ lệch chuẩn là 2,82x. Mức định giá này có thể phản ánh chiến lược cho vay thận trọng của VCB trong 2 năm qua, dẫn đến việc mất một phần thị phần so với các ngân hàng tư nhân hàng đầu. Tuy nhiên, với P/B dự phóng 2025 chỉ 2,09x, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại khá hợp lý, đặc biệt xét đến vai trò trọng yếu trong toàn hệ thống và chất lượng tài sản thuộc nhóm dẫn đầu ngành. Với giá mục tiêu 12 tháng là 69.000 đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá 21%, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VCB.

#### Yếu tố tác động tích cực

- Trong trường hợp thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng, VCB có khả năng được đưa vào chỉ số MSCI hoặc FTSE Russell Emerging Markets, từ đó có thể thúc đẩy lực cầu từ nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu VCB.
- Việc hoàn tất phát hành riêng lẻ sớm hơn dự kiến có thể tăng cường vốn và củng cố nền tảng tài chính của ngân hàng.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** (1) Kế hoạch phát hành riêng lẻ diễn ra chậm hơn dự kiến có thể ảnh hưởng kém tích cực đến tâm lý nhà đầu tư. (2) Việc Mỹ áp mức thuế đối ứng cao hơn dự kiến có thể tác động bất lợi hơn tới VCB so với các ngân hàng tư nhân khác, do ngân hàng có tỷ trọng khách hàng FDI cao hơn.

**Bảng 1: Bảng chỉ tiêu tài chính**

| Tỷ đồng (%)              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng thu nhập hoạt động  | 56.711 | 68.083 | 67.723 | 68.578 | 72.382 |
| LNTT                     | 27.376 | 37.368 | 41.244 | 42.236 | 44.722 |
| % svck                   | 18,8%  | 36,5%  | 10,4%  | 2,4%   | 5,9%   |
| Tăng trưởng tín dụng (%) | 15,1%  | 18,9%  | 10,8%  | 13,9%  | 13,0%  |
| Tăng trưởng huy động (%) | 10,0%  | 9,5%   | 12,2%  | 8,5%   | 10,0%  |
| ROE (%)                  | 21,4%  | 24,2%  | 21,7%  | 18,4%  | 16,7%  |
| NIM (%)                  | 3,2%   | 3,4%   | 3,0%   | 2,9%   | 2,8%   |
| CIR (%)                  | 31,0%  | 31,2%  | 32,4%  | 33,6%  | 32,5%  |
| NPL (%)                  | 0,64%  | 0,68%  | 0,98%  | 1,07%  | 1,00%  |
| LLCR (%)                 | 424,4% | 317,4% | 230,3% | 199,8% | 193,8% |
| BVPS (VND)               | 30.943 | 29.422 | 30.156 | 35.597 | 27.504 |
| P/B (x)                  | 2,55   | 2,72   | 2,66   | 2,56   | 2,09   |

Nguồn: VCB, SSI Research

### Những điểm chính từ cuộc họp công bố KQKD Q1/2025

KQKD Q1/2025 của VCB nhìn chung phù hợp với kỳ vọng, mặc dù tăng trưởng tương đối khiêm tốn. LNTT đạt 10,9 nghìn tỷ đồng (+1,3% svck), NIM thu hẹp ít hơn so với các ngân hàng cùng hệ thống (-15 điểm cơ bản QoQ so với mức -29 điểm cơ bản của ngành, Biểu đồ 6) và chất lượng tài sản cho thấy sự ổn định đáng kể (Biểu đồ 2), với tỷ lệ hình thành nợ xấu mới thấp hơn so với các ngân hàng khác (0,42% so với 2,46%). Thu nhập từ phí duy trì đã tăng ổn định nếu loại trừ khoản phí bancassurance ghi nhận trong Q1/2024. Tâm điểm của cuộc họp tập trung vào các tác động tiềm ẩn từ thuế đối ứng của Mỹ.

**Bảng 2: Các chỉ số chính của Bảng cân đối kế toán**

| Tỷ đồng                                              | 31/3/2025 | 31/3/2024 | %YoY   | 31/12/2024 | % YTD |
|------------------------------------------------------|-----------|-----------|--------|------------|-------|
| Tổng tài sản                                         | 2.109.261 | 1.773.714 | 18,90% | 2.085.397  | 1,1%  |
| Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) | 1.475.423 | 1.276.727 | 15,60% | 1.458.377  | 1,2%  |
| Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)         | 1.523.278 | 1.377.231 | 10,60% | 1.538.790  | -1,0% |
| NPL (Thông tư 02)                                    | 1,03%     | 1,22%     |        | 0,96%      |       |
| LLC                                                  | 216,1%    | 199,8%    |        | 223,3%     |       |
| CAR (Basel 2)                                        | 12,5%     | 11,9%     |        | 12,3%      |       |

Nguồn: VCB, SSI Research

**Bảng 3: Các chỉ số chính của Báo cáo kết quả kinh doanh**

| Tỷ đồng                  | 1Q 2025       | 1Q 2024       | % YoY       | 4Q 2024       | %QoQ        |
|--------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| Thu nhập lãi thuần       | 13.687        | 14.078        | -2,8%       | 13.842        | -1,1%       |
| Thu nhập thuần ngoài lãi | 3.578         | 3.202         | 11,7%       | 3.868         | -7,5%       |
| Tổng thu nhập hoạt động  | 17.265        | 17.280        | -0,1%       | 17.711        | -2,5%       |
| Chi phí hoạt động        | 5.652         | 5.054         | 11,8%       | 7.040         | -19,7%      |
| CIR                      | 32,7%         | 29,2%         |             | 39,8%         |             |
| Dự phòng rủi ro tín dụng | 752           | 1.508         | -50,1%      | -32           | -2427,1%    |
| <b>LNTT</b>              | <b>10.860</b> | <b>10.718</b> | <b>1,3%</b> | <b>10.703</b> | <b>1,5%</b> |
| NIM                      | 2,64%         | 3,16%         |             | 2,79%         |             |
| Chi phí tín dụng         | 0,21%         | 0,48%         |             | -0,01%        |             |

Nguồn: VCB, SSI Research; \*SSI ước tính

## 1. Ảnh hưởng từ thuế đối ứng: Theo dõi rủi ro, chuẩn bị kịch bản

Ban lãnh đạo đang đánh giá 4 kịch bản thuế đối ứng khác nhau (dao động từ 10% đến 25%). Mặc dù vẫn còn quá sớm để đánh giá và lượng hóa tác động cụ thể, VCB cho rằng ảnh hưởng từ tình hình căng thẳng thương mại leo thang có thể bao gồm biên lợi nhuận bị thu hẹp cũng như dòng tiền yếu hơn có thể ảnh hưởng đến khả năng trả nợ – đặc biệt với những ngành có xuất khẩu nhiều sang Mỹ.

Tại VCB, tỷ lệ cho vay đối với doanh nghiệp FDI chiếm khoảng 10% tổng dư nợ. Tuy nhiên tỷ trọng liên quan trực tiếp với các ngành xuất khẩu sang Mỹ ở mức thấp hơn đáng kể. Quan trọng hơn hết, tệp khách hàng của VCB có chất lượng tốt, và ngân hàng đã chủ động chuẩn bị các biện pháp ứng phó, bao gồm hỗ trợ doanh nghiệp tìm kiếm và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu. Một số khách hàng đã chủ động đàm phán trực tiếp với đối tác nhập khẩu Mỹ, và nhiều trường hợp đã đạt được thỏa thuận chia sẻ chi phí thuế đối ứng. Mặc dù biên lợi nhuận có thể bị ảnh hưởng, ban lãnh đạo đánh giá khả năng các khách hàng này bị chuyển nhóm xuống nợ xấu là thấp trong giai đoạn hiện tại.

## 2. Triển vọng lãi suất và tỷ giá

VCB dự báo mặt bằng lãi suất sẽ duy trì ổn định trong năm 2025 so với cuối năm 2024. Mặc dù chu kỳ nới lỏng tiền tệ toàn cầu có thể giúp giảm áp lực bên ngoài, đồng VND được dự báo sẽ chịu áp lực trong năm 2025, chủ yếu do nhu cầu USD gia tăng phục vụ nhập khẩu LNG và hàng hóa thương mại.

## 3. Kế hoạch năm 2025: Tập trung cải thiện NIM

Mặc dù vẫn còn nhiều thách thức, VCB vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng cho năm 2025:

- VCB đặt mục **tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 16,28%, nếu tính cả phần dư nợ chuyển sang VCB Neo**. Nếu loại trừ phần chuyển giao, chúng tôi ước tính **tăng trưởng dư nợ ghi nhận trên bảng cân đối kế toán có thể vào khoảng 12,8%–13,0%**. Tăng trưởng tín dụng sẽ được phân bổ cân bằng giữa khối bán lẻ và doanh nghiệp. Ở khối doanh nghiệp, ngân hàng sẽ tập trung vào các doanh nghiệp lớn trong các lĩnh vực như sản xuất, các ngành ưu tiên và dự án hạ tầng (bao gồm cả sân bay và cảng biển). Ngoài ra, ngân hàng cũng định hướng chuyển dịch dần tín dụng ở các lĩnh vực dễ gặp rủi ro, và chuyển sang các ngành ổn định hơn.
- **LNTT dự kiến tăng 3,5% svck.**
- **Tỷ lệ nợ xấu dự kiến được kiểm soát dưới 1,5% tổng dư nợ, thu hồi nợ dự kiến đạt khoảng 2–3 nghìn tỷ đồng, chi phí tín dụng trong khoảng 0,2 – 0,3% tổng dư nợ.**
- **NIM dự kiến cải thiện về khoảng 3% trước cuối năm.** Trong Q1/2025, NIM đạt 2,64% (-15bps QoQ), chủ yếu do chi phí vốn tăng 20 điểm cơ bản, phần lớn đến từ dòng tiền CASA rút ra từ khối doanh nghiệp lớn trong quá trình hoạt động và triển khai dự án. Nhìn về mặt tích cực, CASA bán lẻ ghi nhận kết quả khả quan, giúp tổng CASA tăng 14% svck (Biểu đồ 4–5). Ban lãnh đạo kỳ vọng NIM sẽ dần hồi phục trong ngắn hạn, nhờ dịch chuyển chiến lược sang cho vay trung dài hạn.
- Đối với **VCB Neo**, VCB đã chuyển giao một số khoản vay có chất lượng tốt để hỗ trợ hoạt động kinh doanh và ra mắt hệ thống core banking mới của công ty VCB Neo. Ban lãnh đạo kỳ vọng VCB Neo có thể đạt điểm hòa vốn và bắt đầu có lãi trong giai đoạn 2025–2026.

#### 4. Cập nhật kế hoạch tăng vốn

- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) ổn định ở mức 12,5% (so với 12,3% vào cuối 2024).
- Phát hành riêng lẻ (tương đương 6,5% vốn điều lệ trước thực hiện) sẽ được khởi động lại sau khi tạm hoãn trước đó. Thời gian hoàn tất dự kiến vào cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026.

#### Quan điểm của chúng tôi

Chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ tiếp tục là một năm đầy thách thức đối với VCB, với mức tăng trưởng lợi nhuận dự báo chỉ ở mức vừa phải. Trong năm 2024, ngân hàng đã hưởng lợi đáng kể từ các khoản hoàn nhập dự phòng lớn, các yếu tố này khó có khả năng lặp lại trong năm 2025. VCB cũng không ghi nhận phí trả trước từ hợp đồng bancassurance kể từ năm 2025. Bên cạnh đó, căng thẳng thương mại leo thang có thể gây áp lực lên triển vọng tăng trưởng tín dụng, NIM và hoạt động tài trợ thương mại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phần lớn các yếu tố bất lợi này sẽ tác động rõ nét hơn từ năm 2026, thay vì gây ra ảnh hưởng đáng kể ngay trong năm 2025.

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng LNTT đạt 44,7 nghìn tỷ đồng (+5,9% svck), được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng 13% và NIM giảm nhẹ 4 điểm cơ bản về mức 2,82%.

Các giả định chính như sau:

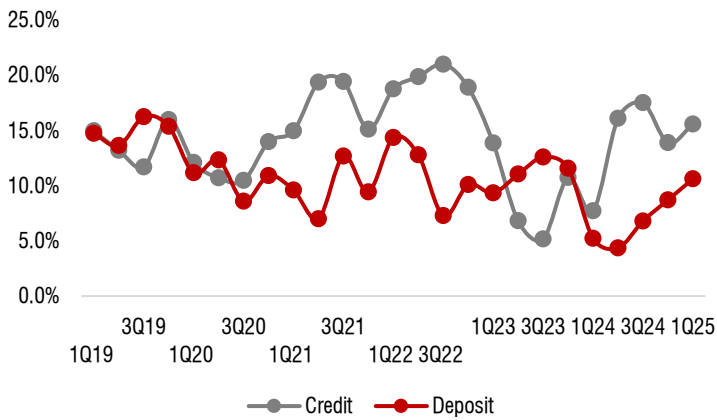
- **Tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt ở mức 13% và 11%.** Chúng tôi cho rằng chi tiêu cho hạ tầng và các hoạt động tài trợ liên quan sẽ cần thời gian để triển khai, do đó các lợi ích sẽ thể hiện rõ nét hơn từ năm 2026 trở đi. Ngoài ra, chúng tôi giả định VCB sẽ chuyển hơn 3% tăng trưởng tín dụng sang VCB Neo nhằm giúp ngân hàng tạo thu nhập và bù đắp chi phí vận hành. Tăng trưởng huy động dự kiến thấp hơn tín dụng, do VCB vẫn được hưởng lợi từ nguồn tiền gửi ổn định từ Kho bạc Nhà nước (121 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 3/2025).
- **NIM đạt 2,82%**, tăng so với 2,64% trong Q1/2025, nhưng thấp hơn mức 2,86% của Q4/2024. Động lực cải thiện chủ yếu đến từ sự dịch chuyển dần sang cho vay trung và dài hạn (có lợi suất cao hơn 150–200 điểm cơ bản), cùng với tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ (cao hơn khoảng 50–70 điểm cơ bản so với cho vay doanh nghiệp).
- **Thu nhập từ phí (loại trừ phí bancassurance trả trước) dự kiến tăng 13% svck.** Thu nhập từ tài trợ thương mại được kỳ vọng duy trì mạnh trong nửa đầu năm 2025 do hiệu ứng tích lũy đơn hàng, sau đó sẽ chững lại trong nửa cuối năm.
- **Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng dự kiến lần lượt ở mức 1% và 0,27% tổng dư nợ.** Chúng tôi cho rằng suy giảm chất lượng tài sản sẽ có độ trễ, và có thể được hỗ trợ nhờ các chính sách điều hành linh hoạt của Chính phủ, nếu căng thẳng thương mại gia tăng.

Trong bối cảnh thị trường dự kiến sẽ duy trì tâm lý thận trọng trong năm 2025, chúng tôi giả định kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ hoàn tất trong năm 2026, do đó chưa đưa yếu tố này vào định giá 2025 tại thời điểm hiện tại.

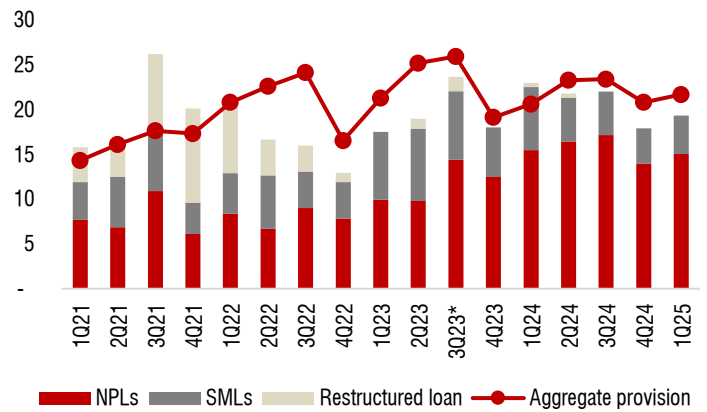
Với P/B mục tiêu là 2,5x, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của VCB là 69.000 đồng/cp, và tiếp tục duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VCB.

## PHỤ LỤC

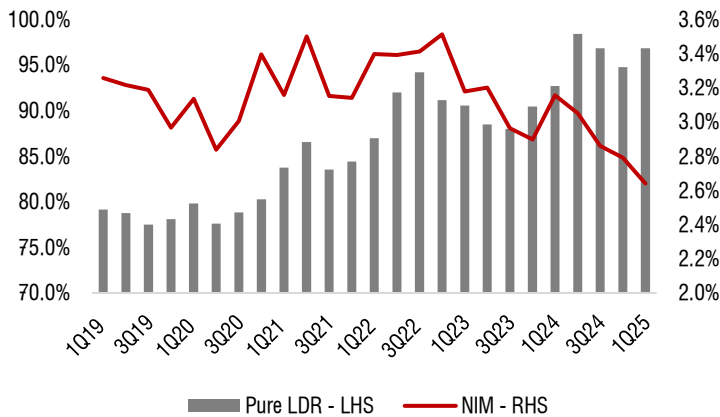
Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi của VCB trong giai đoạn Q1/19-Q1/25



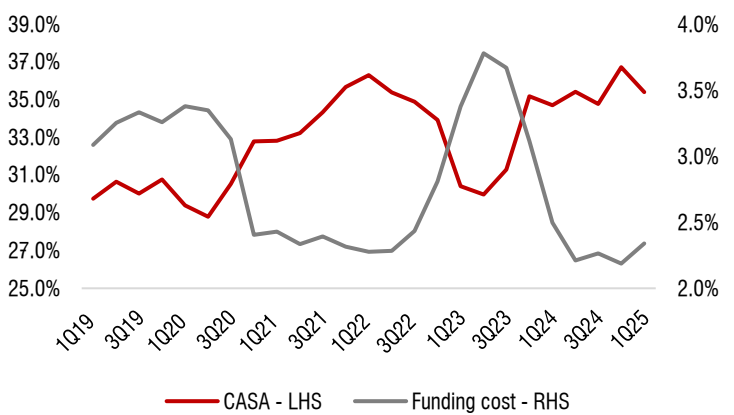
Biểu đồ 2: Chất lượng tài sản của VCB giai đoạn Q1/21-Q1/25



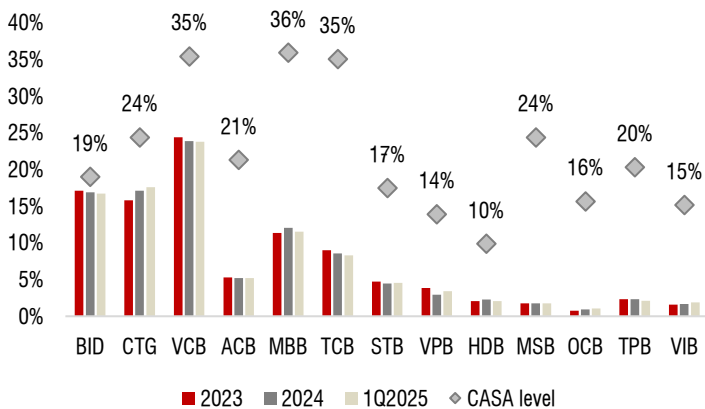
Biểu đồ 3: NIM chịu áp lực mặc dù tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) tăng



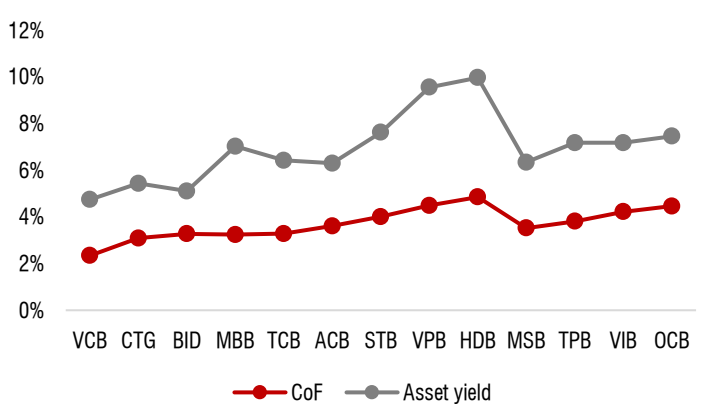
Biểu đồ 4: Chi phí vốn tăng nhẹ trong Q1/2025 do CASA thu hẹp



Biểu đồ 5: Thị phần CASA các ngân hàng

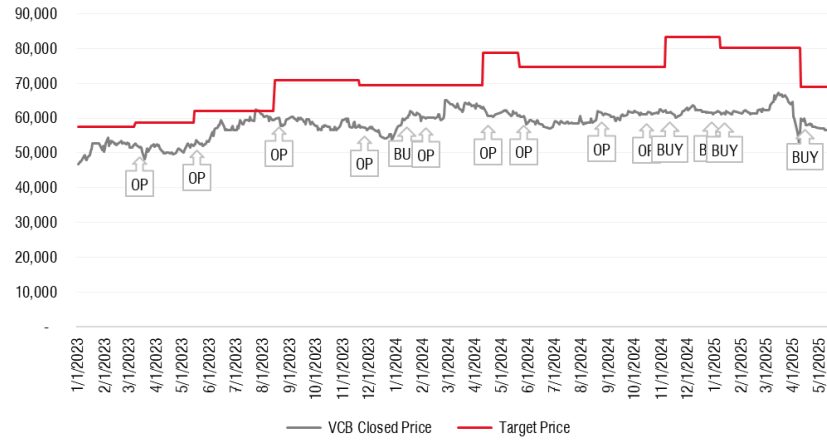


Biểu đồ 6: Lợi suất tài sản và chi phí vốn của các ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Triệu đồng                                                                | 2021                 | 2022                 | 2023                 | 2024                 | 2025F                |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>                                               |                      |                      |                      |                      |                      |
| + Tiền mặt, vàng bạc, đá quý                                              | 18.011.766           | 18.348.534           | 14.504.849           | 14.268.065           | 14.867.075           |
| + Tiền gửi tại NHNN                                                       | 22.506.711           | 92.557.809           | 58.104.503           | 49.340.493           | 56.648.465           |
| + Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác                           | 225.394.684          | 313.637.444          | 335.616.377          | 389.295.778          | 366.059.313          |
| + Chứng khoán kinh doanh                                                  | 2.766.098            | 1.499.687            | 2.495.408            | 4.575.850            | 1.224.920            |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác           | 303.202              | 156.515              | -                    | 1.314.434            | 1.314.434            |
| + Cho vay khách hàng                                                      | 934.774.287          | 1.120.286.832        | 1.241.675.333        | 1.418.036.605        | 1.605.873.590        |
| + Chứng khoán đầu tư                                                      | 170.604.700          | 196.171.213          | 145.780.067          | 167.383.349          | 182.281.742          |
| + Đầu tư dài hạn                                                          | 2.346.176            | 2.193.535            | 2.224.945            | 2.228.098            | 2.231.255            |
| + Tài sản cố định                                                         | 8.626.043            | 7.985.400            | 7.708.181            | 8.092.878            | 8.496.774            |
| + Đầu tư bất động sản                                                     | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    |
| + Tài sản khác                                                            | 29.431.813           | 60.978.201           | 31.113.676           | 30.861.694           | 37.686.735           |
| <b>Tổng tài sản</b>                                                       | <b>1.414.765.480</b> | <b>1.813.815.170</b> | <b>1.839.223.339</b> | <b>2.085.397.244</b> | <b>2.276.684.305</b> |
| + Các khoản nợ NHNN                                                       | 9.468.116            | 67.314.816           | 1.670.837            | 78.237.337           | 31.294.935           |
| + Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác                               | 109.757.777          | 232.510.850          | 213.841.980          | 234.653.406          | 281.584.087          |
| + Tiền gửi của khách hàng                                                 | 1.135.323.913        | 1.243.468.471        | 1.395.694.611        | 1.514.664.850        | 1.666.131.335        |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác          | -                    | -                    | 117.752              | -                    | -                    |
| + Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro       | 7.707                | 3.298                | 365                  | 529                  | 555                  |
| + Phát hành giấy tờ có giá                                                | 17.387.747           | 25.337.894           | 19.912.623           | 24.125.059           | 31.362.577           |
| + Các khoản nợ khác                                                       | 31.649.565           | 109.533.756          | 39.441.847           | 34.759.953           | 36.497.951           |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                                                   | <b>1.303.594.825</b> | <b>1.678.169.085</b> | <b>1.670.680.015</b> | <b>1.886.441.134</b> | <b>2.046.871.440</b> |
| + Vốn                                                                     | 42.428.821           | 53.130.392           | 61.696.139           | 61.696.139           | 89.362.139           |
| + Dự phòng                                                                | 14.977.015           | 22.556.958           | 22.562.445           | 27.453.138           | 32.826.093           |
| + Chênh lệch tỷ giá                                                       | -4.809               | -863.071             | -983.237             | -968.290             | -968.290             |
| + Chênh lệch định giá lại tài sản                                         | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    |
| + Lợi nhuận chưa phân phối                                                | 53.682.515           | 60.733.423           | 85.173.987           | 110.678.862          | 108.507.899          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>                                                | <b>111.083.542</b>   | <b>135.557.702</b>   | <b>168.449.334</b>   | <b>198.859.849</b>   | <b>229.727.841</b>   |
| Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số                                            | 87.113               | 88.383               | 93.990               | 96.261               | 85.024               |
| <b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b> | <b>1.414.765.480</b> | <b>1.813.815.170</b> | <b>1.839.223.339</b> | <b>2.085.397.244</b> | <b>2.276.684.305</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>                                                        |                      |                      |                      |                      |                      |
| Huy động                                                                  | 10%                  | 10%                  | 12%                  | 9%                   | 10%                  |
| Tín dụng                                                                  | 15%                  | 19%                  | 11%                  | 14%                  | 13%                  |
| Tổng tài sản                                                              | 7%                   | 28%                  | 1%                   | 13%                  | 9%                   |
| Vốn chủ sở hữu                                                            | 18%                  | 22%                  | 24%                  | 18%                  | 16%                  |
| Thu nhập lãi thuần                                                        | 17%                  | 26%                  | 1%                   | 3%                   | 10%                  |
| Thu nhập từ hoạt động kinh doanh                                          | 16%                  | 20%                  | -1%                  | 1%                   | 6%                   |
| Chi phí hoạt động                                                         | 10%                  | 21%                  | 3%                   | 5%                   | 2%                   |
| Lợi nhuận trước thuế                                                      | 19%                  | 37%                  | 10%                  | 2%                   | 6%                   |
| Lợi nhuận sau thuế                                                        | 19%                  | 36%                  | 10%                  | 2%                   | 6%                   |
| <b>Định giá</b>                                                           |                      |                      |                      |                      |                      |
| PE                                                                        | 22,4                 | 16,8                 | 15,8                 | 17,5                 | 15,6                 |
| PB                                                                        | 2,55                 | 2,72                 | 2,66                 | 2,56                 | 2,09                 |
| Giá trị sổ sách (đồng)                                                    | -                    | 29.422               | 30.156               | 35.597               | 27.504               |

Nguồn: VCB, SSI Research

| Triệu đồng                                                           | 2021              | 2022              | 2023              | 2024              | 2025F             |
|----------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| Thu nhập lãi thuần                                                   | 42.387.123        | 53.246.478        | 53.620.869        | 55.405.735        | 60.712.834        |
| Thu nhập ngoài lãi                                                   | 14.323.952        | 14.836.343        | 14.102.593        | 13.172.762        | 11.669.307        |
| <b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>                         | <b>56.711.075</b> | <b>68.082.821</b> | <b>67.723.462</b> | <b>68.578.497</b> | <b>72.382.140</b> |
| TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG                                               | -17.574.578       | -21.250.512       | -21.914.899       | -23.027.362       | -23.524.196       |
| <b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b> | <b>39.136.497</b> | <b>46.832.309</b> | <b>45.808.563</b> | <b>45.551.135</b> | <b>48.857.945</b> |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng                                     | -11.760.801       | -9.464.218        | -4.564.876        | -3.314.997        | -4.135.876        |
| <b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>                                          | <b>27.375.696</b> | <b>37.368.091</b> | <b>41.243.687</b> | <b>42.236.138</b> | <b>44.722.068</b> |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp                                           | -5.447.412        | -7.449.037        | -8.189.239        | -8.383.011        | -8.880.639        |
| <b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>                                            | <b>21.928.284</b> | <b>29.919.054</b> | <b>33.054.448</b> | <b>33.853.127</b> | <b>35.841.429</b> |
| Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số                                  | -20.232           | -20.040           | -21.245           | -21.731           | -21.731           |
| <b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>                                                | <b>21.908.052</b> | <b>29.899.014</b> | <b>33.033.203</b> | <b>33.831.396</b> | <b>35.819.698</b> |
| <b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)</b>                               | <b>3.522</b>      | <b>4.761</b>      | <b>5.097</b>      | <b>5.219</b>      | <b>3.694</b>      |
| Cổ tức tiền mặt (đồng)                                               | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |

|                        |       |       |       |       |       |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Nhu cầu vốn</b>     |       |       |       |       |       |
| Hệ số an toàn vốn- CAR | 10,6% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% |
| Vốn CSH/Tổng tài sản   | 7,9%  | 7,5%  | 9,2%  | 9,5%  | 10,1% |
| Vốn CSH/Tổng tín dụng  | 11,6% | 11,8% | 13,3% | 13,7% | 14,0% |

|                           |        |        |        |        |        |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chất lượng tài sản</b> |        |        |        |        |        |
| Tỷ lệ nợ xấu              | 0,64%  | 0,68%  | 0,98%  | 1,07%  | 1,00%  |
| Tỷ lệ dự phòng nợ xấu     | 424,4% | 317,4% | 230,3% | 199,8% | 193,8% |

|                                             |         |         |         |         |         |
|---------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Hệ số về quản lý</b>                     |         |         |         |         |         |
| Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR                | 31,0%   | 31,2%   | 32,4%   | 33,6%   | 32,5%   |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên        | 2.601   | 2.986   | 2.970   | 3.008   | 3.175   |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên     | 1.256   | 1.639   | 1.809   | 1.852   | 1.961   |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD    | 105.021 | 123.338 | 120.077 | 119.060 | 123.099 |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi chi nhánh/PGD | 50.696  | 67.696  | 73.127  | 73.327  | 76.058  |

|                                      |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Lợi nhuận</b>                     |       |       |       |       |       |
| Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM     | 3,16% | 3,40% | 3,01% | 2,86% | 2,82% |
| Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD | 25,3% | 21,8% | 20,8% | 19,2% | 16,1% |
| ROA - trung bình                     | 1,6%  | 1,9%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,6%  |
| ROE - trung bình                     | 21,3% | 24,2% | 21,7% | 18,4% | 16,7% |

|                                            |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Thanh khoản</b>                         |       |       |       |       |       |
| Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR | 84,4% | 91,2% | 90,5% | 94,9% | 97,2% |

Nguồn: VCB, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

#### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Nguyễn Thu Hà

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

Hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3936 6321 ext. 8708

#### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702