

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)

MUA +28,6%

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| Ngành                 | Ngân hàng  |
| Ngày báo cáo          | 23/05/2025 |
| Giá hiện tại          | 56.900 VND |
| Giá mục tiêu          | 73.200 VND |
| Giá mục tiêu gần nhất | 76.600 VND |
| TL tăng               | 28,6%      |
| Lợi suất cổ tức       | 0,0%       |
| Tổng mức sinh lời     | 28,6%      |

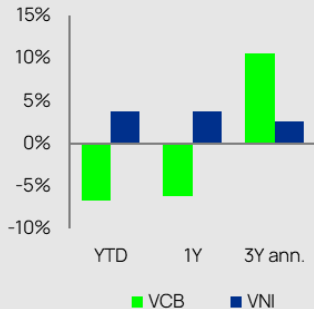
|                      |                     |
|----------------------|---------------------|
| GT vốn hóa           | 475,8 nghìn tỷ đồng |
| Room KN              | 14,4 nghìn tỷ đồng  |
| GTGD/ngày (30n)      | 278,2 tỷ đồng       |
| Cổ phần Nhà nước     | 74,8%               |
| SL cổ phiếu lưu hành | 8,356 tỷ            |
| Pha loãng            | 8,356 tỷ            |

|             |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|
|             | VCB   | Peers | VNI   |
| P/E (trượt) | 15,2x | 7,6x  | 13,2x |
| P/B (ht)    | 2,3x  | 1,3x  | 1,6x  |
| ROE         | 17,9% | 18,3% | 12,9% |
| ROA         | 1,8%  | 1,8%  | 2,0%  |

Tổng quan về Ngân hàng

Thành lập năm 1963, VCB là ngân hàng lớn thứ 2 trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2023 và là ngân hàng có lợi nhuận lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết ngày 30/06/2009.

Diễn biến giá cổ phiếu



Vũ Thế Quân  
Phó Trưởng phòng

Hoàng Nam  
Giám đốc

|                             | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| LN trước dự phòng (tỷ đồng) | 45.551 | 50.024 | 60.051 | 71.927 |
| % YoY                       | -0,7%  | 9,8%   | 20,0%  | 19,8%  |
| LNST-CĐTS (tỷ đồng)         | 33.831 | 36.735 | 43.263 | 51.029 |
| % YoY                       | 2,2%   | 8,6%   | 17,8%  | 18,0%  |
| EPS                         | 2,0%   | 8,6%   | 10,6%  | 18,0%  |
| NIM                         | 2,86%  | 2,75%  | 2,80%  | 2,85%  |
| Tỷ lệ CASA                  | 36,7%  | 37,7%  | 38,7%  | 39,7%  |
| Nợ xấu/cho vay              | 0,96%  | 0,95%  | 0,90%  | 0,85%  |
| Chi phí tín dụng            | 0,23%  | 0,25%  | 0,31%  | 0,36%  |
| Tỷ lệ CIR                   | 33,6%  | 33,0%  | 31,5%  | 30,1%  |
| P/B                         | 2,4x   | 1,9x   | 1,7x   | 1,5x   |
| P/E                         | 15,3x  | 14,1x  | 12,7x  | 10,8x  |
| ROE                         | 18,6%  | 15,7%  | 15,2%  | 15,9%  |
| ROA                         | 1,7%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,6%   |

Tăng trưởng tín dụng cải thiện sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong bối cảnh còn nhiều lo ngại về thuế quan

- Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB) nhưng điều chỉnh giảm 4,4% giá mục tiêu của chúng tôi xuống mức 73.200 đồng/cổ phiếu do chúng tôi giảm 9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2029 (lần lượt giảm 5,4%/7,3%/11,2%/11,1%/8,3% cho các năm 2025/26/27/28/29), tác động tiêu cực của việc này được bù đắp một phần bởi tác động tích cực từ việc cập nhật định giá của sang giữa năm 2026.
- Dự báo lợi nhuận giảm chủ yếu đến từ (1) giảm 3,8% dự báo thu nhập lãi ròng (NII) giai đoạn 2025–2029 do giả định NIM thấp hơn và (2) giảm 16,0% dự báo tổng thu nhập ngoài lãi (NOII) giai đoạn 2025–2029, do kết quả tổng thu nhập phí ròng (NFI) thấp hơn kỳ vọng ghi nhận trong quý 1/2025.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định về việc ngân hàng sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2025. Đồng thời, chúng tôi cũng giữ nguyên giả định về giá phát hành riêng lẻ là 66.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng tổng số tiền thu được dự kiến sẽ ở mức 36,3 nghìn tỷ đồng.
- Rủi ro:** (1) Không phát hành riêng lẻ được như dự kiến; (2) tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến; (3) tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến.

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng rằng tăng trưởng tín dụng cải thiện sẽ giúp VCB lấy lại đà tăng trưởng lợi nhuận trong những năm tới. VCB đã ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 1,2% trong quý 1/2025, khá thấp nếu so với mức tăng trưởng 3,9% của toàn ngành. Tuy nhiên, nếu cộng lại 51 nghìn tỷ đồng dư nợ mà VCB đã bán cho VCB Neo, thì tăng trưởng tín dụng thực tế của VCB đã đạt 4,7%, cho thấy hoạt động kinh doanh vẫn rất tích cực. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng 51 nghìn tỷ đồng này đã chiếm phần lớn lượng dư nợ mà VCB cần phải bán cho VCB Neo theo kế hoạch chuyển giao bắt buộc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn trong các quý tới, với động lực từ cả mảng khách hàng doanh nghiệp và mảng bán lẻ. Ở mảng doanh nghiệp, VCB sẽ là một trong những ngân hàng được hưởng lợi lớn nhất từ chính sách thúc đẩy đầu tư hạ tầng của Chính phủ. Ở mảng bán lẻ, lợi thế vượt trội về chi phí huy động vốn (COF) /lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giúp VCB thu hút những khách hàng tốt để mở rộng danh mục cho vay.

Chính sách thuế quan của Hoa Kỳ vẫn đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư đối với VCB do ngân hàng vốn có thế mạnh ở lĩnh vực thương mại, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, điều này không đồng nghĩa với việc VCB sẽ gặp bất lợi hơn so với các ngân hàng khác trong kịch bản thuế quan tiêu cực. Kể từ khi nhận được thông báo về chính sách thuế đối ứng của Hoa Kỳ, giá cổ phiếu của VCB đã giảm 12%, tiêu cực hơn so với hầu hết cổ phiếu các ngân hàng khác. Chúng tôi cho rằng diễn biến kém khả quan này xuất phát từ (1) KQKD quý 1/2025 chưa thực sự tốt và (2) tâm lý thị trường tiêu cực do một phần không nhỏ HĐKD của VCB nằm ở lĩnh vực thương mại (10% tín dụng nằm ở phân khúc FDI, 20% thị phần trong mảng tài trợ thương mại/thanh toán quốc tế).

Chúng tôi nhận thấy rủi ro nợ xấu (NPL) của VCB ở mức thấp, ngay cả trong kịch bản thuế quan tiêu cực, nhờ vào tệp khách hàng chất lượng của ngân hàng. Thay vào đó, các tác động tiêu cực sẽ chủ yếu nằm ở doanh thu (bao gồm thu nhập từ tín dụng và phí). Chúng tôi cho rằng VCB sẽ có vị thế tốt để giảm thiểu các tác động này thông qua việc tái định hướng hoạt động tín dụng sang các lĩnh vực ít bị ảnh hưởng hơn. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, VCB sẽ không phải chịu rủi ro lớn hơn so với các ngân hàng khác liên quan đến chính sách thuế quan của Mỹ.

Triển vọng năm 2025: Tín dụng và EPS tăng trưởng tích cực hơn

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

| Tỷ đồng                                               | 2024      | Dự báo<br>2025 mới | Dự báo<br>2025 cũ | Dự báo<br>2025<br>mới/KQ<br>2024 | Nhận định của Vietcap                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Thu nhập lãi thuần (NII)                              | 55.406    | 61.788             | 63.079            | 11,5%                            | * Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo NII năm 2025 do giả định NIM thận trọng hơn sau kết quả NIM quý 1/2025 thấp hơn kỳ vọng, cùng với mức giảm của giả định tăng trưởng tín dụng nhằm phản ánh tác động của việc VCB bán khoản vay cho VCB Neo.                        |
| Thu nhập phí ròng (NFI) (bao gồm giao dịch ngoại hối) | 10.428    | 9.840              | 11.781            | -5,6%                            | * Chúng tôi điều chỉnh giảm 16,5% dự báo NFI năm 2025 do KQKD quý 1/2025 thấp hơn kỳ vọng.                                                                                                                                                                               |
| Tổng thu nhập ngoài lãi (NOII)                        | 13.173    | 12.875             | 14.230            | -2,3%                            |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Tổng thu nhập từ HĐKD (TOI)                           | 68.578    | 74.664             | 77.309            | 8,9%                             |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí từ HĐKD (OPEX)                                | (23.027)  | (24.639)           | (24.639)          | 7,0%                             |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)                       | 45.551    | 50.024             | 52.670            | 9,8%                             |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí dự phòng                                      | (3.315)   | (4.163)            | (4.077)           | 25,6%                            |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| LNST sau lợi ích CĐT                                  | 33.831    | 36.735             | 38.849            | 8,6%                             |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| NIM                                                   | 2,86%     | 2,75%              | 2,83%             | -11 điểm cb                      | * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo NIM năm 2025, do KQKD quý 1/2025 không đạt kỳ vọng, với nguyên nhân chủ yếu đến từ việc áp lực cạnh tranh khiến lãi suất cho vay giảm. Tuy nhiên, ngân hàng kỳ vọng NIM sẽ cải thiện so với mức của quý 1 trong phần còn lại của năm. |
| Lợi suất tài sản sinh lãi (IEA)                       | 4,83%     | 4,74%              | 4,94%             | -9 điểm cb                       |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Chi phí huy động (COF)                                | 2,20%     | 2,22%              | 2,36%             | 2 điểm cb                        |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Tỷ lệ CASA*                                           | 36,7%     | 37,7%              | 37,7%             | 1,0 điểm %                       |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| CIR                                                   | 33,6%     | 33,0%              | 31,9%             | -58 điểm cb                      |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Tỷ lệ nợ xấu                                          | 0,96%     | 0,95%              | 0,92%             | -1 điểm cb                       | * Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng nhìn chung sẽ được duy trì ổn định trong năm 2025.                                                                                                                                                                         |
| Tổng dư nợ cho vay                                    | 1.449,220 | 1.652,111          | 1.681,096         | 14,0%                            | * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng cho vay năm 2025 xuống mức 14%, một phần để phản ánh khoản vay 51 nghìn tỷ đồng mà VCB đã bán cho VCB Neo trong quý 1/2025.                                                                                               |
| Tiền gửi khách hàng                                   | 1.514,665 | 1.696,425          | 1.741,865         | 12,0%                            |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Giấy tờ có giá                                        | 24.125    | 31.604             | 30.952            | 31,0%                            |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Tổng tài sản                                          | 2.085,397 | 2.460,835          | 2.445,494         | 18,0%                            |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Tổng vốn chủ sở hữu                                   | 198.860   | 269.004            | 270.259           | 35,3%                            |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| ROAE                                                  | 18,6%     | 15,7%              | 16,6%             | -2,9 điểm %                      |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| ROAA                                                  | 1,72%     | 1,62%              | 1,71%             | -10 điểm cb                      |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| LDR quy định                                          | 82,4%     | 83,0%              | 81,3%             | 0,6 điểm %                       |                                                                                                                                                                                                                                                                          |

Nguồn: VCB, Vietcap (\* Tỷ lệ CASA bao gồm tiền gửi không kì hạn, tiền gửi vốn chuyên dụng và tiền gửi kỳ quỹ)

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá để xác định giá mục tiêu ước tính đến giữa năm 2026 của VCB, bao gồm: (1) Phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số 50% và (2) Phương pháp P/B mục tiêu với trọng số 50%.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2029 (với mức điều chỉnh lần lượt là 5,4%/7,3%/11,2%/11,1%/8,3% cho các năm 2025/26/27/28/29), chủ yếu do (1) mức giảm 3,8% đối với dự báo NII giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi do giả định NIM giảm, và (2) mức giảm 16% đối với dự báo NOII giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi do kết quả NFI quý 1/2025 thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định rằng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VCB sẽ giảm dần về mức trung vị của các ngân hàng khác với phương pháp định giá theo thu nhập thặng dư – ngay cả khi thực tế trong những năm tới không thực sự diễn ra theo như giả định của chúng tôi – để các mô hình định giá có thể so sánh một cách hợp lý giữa các ngân hàng. Lý do là tỷ lệ LLR/nợ xấu cao của VCB cho thấy ngân hàng đã trích lập dự phòng nhiều hơn so với các ngân hàng khác (chênh lệch giữa tỷ lệ LLR/nợ xấu của VCB và trung vị của các ngân hàng khác tăng từ 27 điểm % trong năm 2012 lên 142 điểm % trong quý 1/2025), điều này khiến cho giá trị vốn chủ sở hữu của VCB trông có vẻ thấp hơn so với giá trị hợp lý.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho VCB tương tự như trong báo cáo cập nhật trước, được ước tính dựa trên beta trượt 2 năm gần nhất từ Bloomberg (trọng số 50%) và beta bằng 1,0 (cũng với trọng số 50%) với giả định beta sẽ có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn.

Hình 2: Tóm tắt định giá

| (đồng/cổ phiếu)                                                              | Giá trị hợp lý | Trọng số | Đóng góp      |
|------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------|---------------|
| Số cổ phiếu lưu hành (tỷ)*                                                   |                |          | 8,356         |
| Thu nhập thặng dư                                                            | 58.608         | 50%      | 29.304        |
| P/B mục tiêu tại 2,7 lần giá trị sổ sách trung bình dự phóng các năm 2025/26 | 87.858         | 50%      | 43.929        |
| <b>Giá mục tiêu</b>                                                          |                |          | <b>73.200</b> |
| Giá hiện tại                                                                 |                |          | 56.900        |
| Tỷ lệ tăng (%)                                                               |                |          | + 28,6        |
| Lợi suất cổ tức (%)                                                          |                |          | 0,0           |
| <b>Tổng mức sinh lời (%)</b>                                                 |                |          | <b>+ 28,6</b> |
| P/B dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu                                       |                |          | 2,42x         |
| P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu                                       |                |          | 2,16x         |
| <b>Khuyến nghị</b>                                                           |                |          | <b>MUA</b>    |

Nguồn: Vietcap (\* Chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2025 với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng)

Thu nhập thặng dư

Hình 3: Chi phí vốn chủ sở hữu

| Chi phí vốn chủ sở hữu        | Trước đó     | Điều chỉnh   |
|-------------------------------|--------------|--------------|
| Tỷ lệ phi rủi ro              | 6,0%         | 6,0%         |
| Beta (*)                      | 0,88         | 0,83         |
| Phần bù rủi ro thị trường     | 8,0%         | 8,0%         |
| <b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b> | <b>13,0%</b> | <b>12,6%</b> |

Nguồn: Vietcap (\* hệ số beta được tính dựa trên trung bình beta 2 năm gần nhất từ Bloomberg với trọng số 50% và beta bằng 1,0; cũng với trọng số 50%)

Hình 4: Mô hình thu nhập thặng dư

| (Tỷ đồng)                                                                     | 2025F   | 2026F   | 2027F   | 2028F   | 2029F          |
|-------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| ROE (sử dụng VCSH đầu kỳ)                                                     | 18,5%   | 16,1%   | 16,9%   | 18,5%   | 19,3%          |
| Chi phí vốn chủ sở hữu                                                        | 12,6%   | 12,6%   | 12,6%   | 12,6%   | 12,6%          |
| Biên độ                                                                       | 5,8%    | 3,4%    | 4,3%    | 5,9%    | 6,7%           |
| Giá trị vốn CSH (đầu kỳ)                                                      | 198.860 | 269.004 | 301.702 | 341.547 | 392.690        |
| Thu nhập thặng dư (TNTD)                                                      | 11.599  | 9.261   | 12.894  | 20.133  | 26.349         |
| Giá trị hiện tại (GTHT) của TNTD                                              | 10.929  | 7.746   | 9.576   | 13.273  | 15.422         |
| Tổng GTHT của TNTD (giữa năm 2025-2029)                                       |         |         |         |         | 51.482         |
| GTHT của giá trị cuối (tăng trưởng trung hạn 8% trong 10 năm và sau đó là 3%) |         |         |         |         | 222.466        |
| Giá trị VCSH đầu kỳ (giá trị sổ sách giữa năm 2025)                           |         |         |         |         | 215.764        |
| <b>Giá trị VCSH hiện tại</b>                                                  |         |         |         |         | <b>489.712</b> |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ)                                               |         |         |         |         | 8,356          |
| <b>Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)</b>                                         |         |         |         |         | <b>58.608</b>  |

Nguồn: Vietcap (Chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2025 với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng)

P/B mục tiêu

VCB hiện đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,88 lần, cao hơn 62% so với mức trung vị P/B năm 2025 của các ngân hàng khác là 1,16 lần với ROE dự phóng năm 2025 là 15,7%, so với mức trung vị ngành là 20,2% (Hình 7). VCB hiện đang giao dịch với P/B trượt là 2,32 lần, thấp hơn đáng kể so với mức P/B trượt trung bình 5 năm của VCB là 3,22 lần.

Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu của chúng tôi từ mức 3,0 lần xuống 2,7 lần do điều chỉnh giảm đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Đối với giai đoạn 2025-2029, chúng tôi hiện dự báo ROE trung bình ở mức 16,4%, thấp hơn so với mức dự báo 17,7% trước đây. P/B mục tiêu của chúng tôi hiện cao hơn 125% so với trung vị P/B mục tiêu của các ngân hàng khác là 1,20 lần. VCB đã giao dịch với mức P/B mục tiêu trung bình cao hơn 120% trong vòng 5 năm qua.

Hiện có 5 lý do dự kiến sẽ hỗ trợ cho mức định giá cao hơn của VCB so với các ngân hàng khác bao gồm:

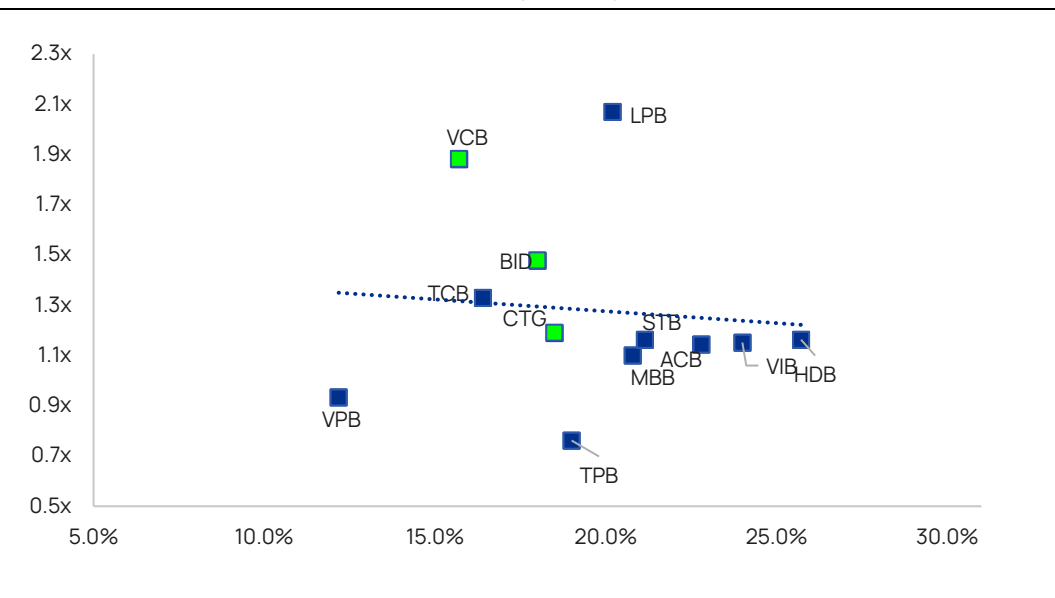
- VCB là ngân hàng dẫn đầu về tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế, với mức thị phần 19,8% tính đến năm 2024. VCB cũng có vị thế vững chắc trên thị trường ngoại hối Việt Nam với lợi nhuận ngoại hối đáng kể, đóng góp khoảng 7,7% vào tổng thu nhập từ HĐKD (TOI) trong năm 2024.
- Tỷ lệ CASA và tiền gửi có kỳ hạn bằng ngoại tệ của VCB nằm trong top 3 các ngân hàng cùng ngành trong nước và là yếu tố hàng đầu giúp VCB có được mức COF thấp nhất trong số các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.
- VCB có lợi thế so với các ngân hàng khác do kiểm soát một trong những hệ thống thanh toán ngoại hối liên ngân hàng chính. Ngoài ra, tất cả các ngân hàng ở Việt Nam đều gửi tiền ngoại tệ tại VCB trong các tài khoản thanh toán.
- VCB đã tích cực nâng tỷ lệ LLR/nợ xấu của ngân hàng lên mức 216% vào quý 1/2024, cao hơn 142 điểm % so với mức trung bình của các ngân hàng khác và cao nhất trong số các ngân hàng trong nước. Với bộ đệm dự phòng vững chắc và bảng cân đối kế toán lành mạnh, cùng với cơ sở khách hàng chất lượng cao và cách tiếp cận giải ngân cho vay thận trọng, VCB hiện có vị thế tốt để ứng phó với các bất ổn kinh tế.
- Tiềm năng tăng trưởng ROE và ROA nhờ từng bước khai thác các phân khúc tiềm năng ở mảng bán lẻ và nhận được hạn mức tín dụng cao hơn các ngân hàng cùng ngành từ Ngân hàng Nhà nước (NHNN) bằng cách tham gia hỗ trợ một tổ chức tín dụng yếu kém.

Hình 5: Phân tích độ nhạy của P/B của VCB trong mối tương quan với ROE rút ra từ Mô hình tăng trưởng Gordon và tốc độ tăng trưởng cuối, giả định các biến số khác không đổi

|                  |       | ROE trung bình trong giai đoạn 2019-2029 |       |       |       |       |
|------------------|-------|------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                  |       | 15,6%                                    | 17,6% | 19,6% | 21,6% | 23,6% |
| Tốc độ TT cuối % | 1,50% | 1,27                                     | 1,45  | 1,63  | 1,81  | 1,98  |
|                  | 2,00% | 1,28                                     | 1,47  | 1,66  | 1,84  | 2,03  |
|                  | 2,50% | 1,29                                     | 1,49  | 1,69  | 1,88  | 2,08  |
|                  | 3,00% | 1,31                                     | 1,52  | 1,72  | 1,93  | 2,14  |
|                  | 3,50% | 1,32                                     | 1,54  | 1,76  | 1,98  | 2,20  |
|                  |       |                                          |       |       |       |       |

Nguồn: Vietcap

Hình 6: P/B (trục y) và ROE (trục x) của các ngân hàng Việt Nam (2025)



Nguồn: Vietcap (số liệu được tính toán vào ngày 22/05/2025)

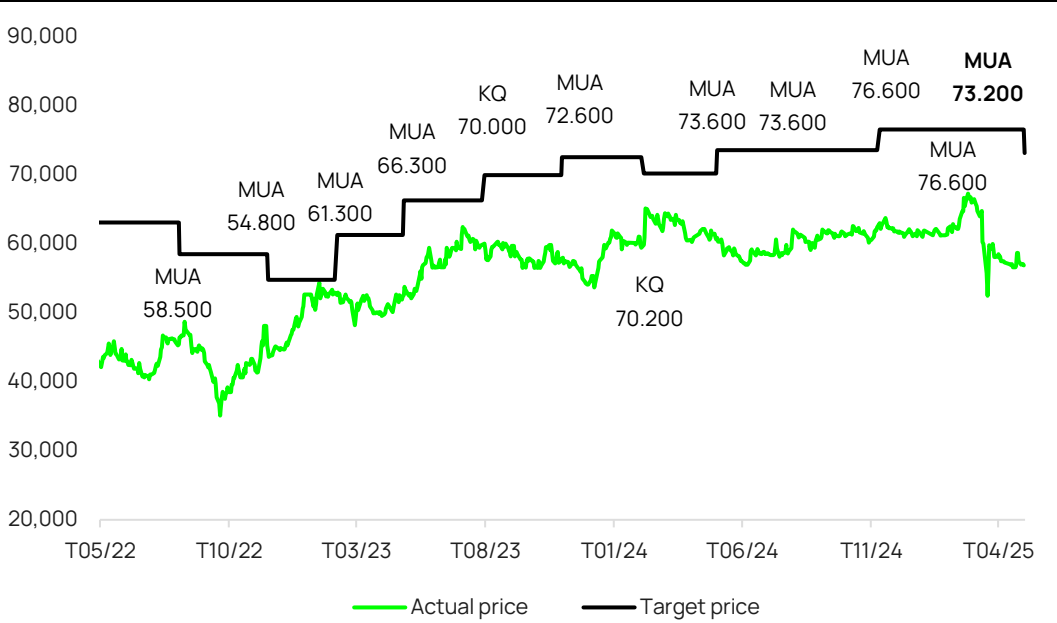
Hình 7: Dự báo của Vietcap cho các ngân hàng tại Việt Nam

| Mã       | VHTT<br>(tỷ USD) | P/E  |       |       | P/B  |       |       | ROE   |       |       | ROA   | Tỷ lệ đòn bẩy | Tỷ lệ nợ xấu |
|----------|------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------------|
|          |                  | 2024 | 2025F | 2026F | 2024 | 2025F | 2026F | 2024  | 2025F | 2026F | TTM   | 2024          | 2024         |
| ACB      | 4,4              | 7,0  | 5,5   | 4,8   | 1,37 | 1,14  | 0,96  | 22,4% | 22,8% | 21,8% | 2,05% | 10,4          | 1,51%        |
| BID      | 9,7              | 11,7 | 10,4  | 9,3   | 1,78 | 1,48  | 1,28  | 19,2% | 18,0% | 17,2% | 0,95% | 19,1          | 1,41%        |
| CTG      | 8,0              | 9,7  | 7,9   | 6,8   | 1,40 | 1,19  | 1,01  | 18,5% | 18,5% | 18,4% | 1,13% | 15,9          | 1,25%        |
| MBB      | 5,8              | 6,6  | 5,8   | 5,0   | 1,33 | 1,10  | 0,92  | 22,1% | 20,8% | 20,0% | 2,43% | 9,6           | 1,62%        |
| VPB      | 5,6              | 9,2  | 7,7   | 6,6   | 1,02 | 0,93  | 0,84  | 11,0% | 12,2% | 12,9% | 1,85% | 6,3           | 4,20%        |
| STB      | 3,0              | 8,5  | 6,7   | 3,7   | 1,41 | 1,16  | 0,88  | 20,0% | 21,1% | 30,1% | 1,50% | 13,6          | 2,40%        |
| HDB      | 3,0              | 6,0  | 5,0   | 4,3   | 1,42 | 1,16  | 0,95  | 25,8% | 25,7% | 24,5% | 2,11% | 12,3          | 1,98%        |
| TCB      | 8,3              | 10,0 | 8,6   | 7,2   | 1,48 | 1,33  | 1,19  | 15,6% | 16,4% | 17,6% | 2,29% | 6,6           | 1,12%        |
| TPB      | 1,4              | 5,8  | 4,6   | 3,9   | 0,93 | 0,76  | 0,64  | 17,3% | 19,0% | 18,0% | 1,69% | 11,1          | 1,52%        |
| VIB      | 2,1              | 5,9  | 5,3   | 5,3   | 1,29 | 1,15  | 1,00  | 18,1% | 24,0% | 21,3% | 1,57% | 11,8          | 3,51%        |
| LPB      | 3,7              | 8,2  | 9,7   | 9,6   | 2,20 | 2,07  | 1,69  | 25,1% | 20,2% | 17,3% | 2,19% | 11,7          | 1,57%        |
| Trung vị |                  | 8,2  | 6,7   | 5,3   | 1,40 | 1,16  | 0,96  | 19,2% | 20,2% | 18,4% | 1,85% | 11,7          | 1,57%        |
| VCB      | 18,3             | 15,3 | 14,1  | 12,7  | 2,39 | 1,88  | 1,68  | 18,6% | 15,7% | 15,2% | 1,75% | 10,5          | 0,96%        |

Nguồn: Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 22/05/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

| BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)           | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F          |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Thu nhập lãi vay                 | 93.655        | 106.308       | 127.197       | 151.587        |
| Chi phí lãi vay                  | (38.249)      | (44.519)      | (53.270)      | (63.894)       |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>        | <b>55.406</b> | <b>61.788</b> | <b>73.927</b> | <b>87.693</b>  |
| Thu nhập từ phí dịch vụ          | 10.428        | 9.840         | 10.893        | 12.061         |
| Thu nhập ngoài lãi khác          | 2.744         | 3.036         | 2.826         | 3.080          |
| Tổng thu nhập ngoài lãi          | 13.173        | 12.875        | 13.720        | 15.141         |
| <b>Tổng thu nhập từ HĐKD</b>     | <b>68.578</b> | <b>74.664</b> | <b>87.647</b> | <b>102.834</b> |
| Chi phí ngoài lãi                | (23.027)      | (24.639)      | (27.596)      | (30.908)       |
| Chi phí quản lý khác             | 0             | 0             | 0             | 0              |
| Tổng chi phí hoạt động           | (23.027)      | (24.639)      | (27.596)      | (30.908)       |
| <b>LN từ HĐKD trước dự phòng</b> | <b>45.551</b> | <b>50.024</b> | <b>60.051</b> | <b>71.927</b>  |
| Chi phí dự phòng                 | (3.315)       | (4.163)       | (6.040)       | (8.220)        |
| Thu nhập/chi phí khác            | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <b>LN trước thuế</b>             | <b>42.236</b> | <b>45.861</b> | <b>54.010</b> | <b>63.707</b>  |
| Thuế                             | (8.383)       | (9.103)       | (10.720)      | (12.644)       |
| <b>LN ròng</b>                   | <b>33.853</b> | <b>36.759</b> | <b>43.290</b> | <b>51.062</b>  |
| Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi       | (22)          | (24)          | (28)          | (33)           |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>     | <b>33.831</b> | <b>36.735</b> | <b>43.263</b> | <b>51.029</b>  |
| Số CP lưu hành cuối năm (tr)     | 8.356         | 8.899         | 8.899         | 8.899          |
| Số CP bình quân gia quyền (tr)   | 8.356         | 8.356         | 8.899         | 8.899          |
| <b>EPS (đồng)*</b>               | <b>3.727</b>  | <b>4.046</b>  | <b>4.474</b>  | <b>5.278</b>   |
| Cổ tức tiền mặt/CP (đồng)        | 0             | 0             | 800           | 800            |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)                   | 2024             | 2025F            | 2026F            | 2027F            |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Tiền và tương đương tiền              | 14.268           | 16.329           | 19.465           | 22.880           |
| Tiền gửi tại NHNN                     | 49.341           | 56.747           | 65.705           | 76.672           |
| Tiền gửi/nợ đến hạn tại các TCTD khác | 389.296          | 523.444          | 599.351          | 678.912          |
| Đầu tư ngắn hạn                       | 91.130           | 103.651          | 122.167          | 142.828          |
| Cho vay khách hàng ròng               | 1.418.036        | 1.620.720        | 1.917.909        | 2.247.945        |
| Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn - HTM | 80.829           | 92.671           | 106.571          | 122.557          |
| Đầu tư dài hạn                        | 2.228            | 2.194            | 2.139            | 2.089            |
| Tài sản và trang thiết bị             | 8.093            | 8.399            | 8.726            | 9.074            |
| Tài sản khác                          | 32.176           | 36.681           | 43.283           | 50.641           |
| <b>Tổng tài sản</b>                   | <b>2.085.397</b> | <b>2.460.835</b> | <b>2.885.316</b> | <b>3.353.598</b> |
| Nợ NHNN                               | 78.237           | 117.356          | 105.620          | 95.058           |
| Huy động và vay liên ngân hàng        | 234.653          | 307.396          | 405.762          | 509.232          |
| Vốn cho vay & ủy thác khác            | 1                | 1                | 1                | 1                |
| Tiền gửi khách hàng                   | 1.514.665        | 1.696.425        | 1.984.817        | 2.302.388        |
| Công cụ tài chính khác                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Giấy tờ có giá                        | 24.125           | 31.604           | 41.717           | 52.355           |
| Nợ khác                               | 34.760           | 38.931           | 45.549           | 52.837           |
| <b>Tổng nợ</b>                        | <b>1.886.441</b> | <b>2.191.712</b> | <b>2.583.467</b> | <b>3.011.870</b> |
| Vốn CSH của cổ đông*                  | 198.860          | 269.004          | 301.702          | 341.547          |
| Lợi ích CĐTS                          | 96               | 120              | 148              | 180              |
| <b>Tổng nợ và vốn CSH</b>             | <b>2.085.397</b> | <b>2.460.835</b> | <b>2.885.316</b> | <b>3.353.598</b> |

| TỶ LỆ (%)                             | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b>                    |      |       |       |       |
| Tăng trưởng cho vay                   | 14,1 | 14,0  | 18,0  | 17,0  |
| Tăng trưởng tiền gửi                  | 8,5  | 12,0  | 17,0  | 16,0  |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD                | 1,2  | 8,9   | 17,4  | 17,3  |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng | -0,7 | 9,8   | 20,0  | 19,8  |
| Tăng trưởng LNST                      | 2,2  | 8,6   | 17,8  | 18,0  |
| <b>Chất lượng tài sản</b>             |      |       |       |       |
| Nhóm 2 / Tổng dư nợ                   | 0,27 | 0,27  | 0,27  | 0,27  |
| Tỷ lệ nợ xấu (NPL)                    | 0,96 | 0,95  | 0,90  | 0,85  |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)            | 223  | 200   | 180   | 170   |
| Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ         | 0,23 | 0,25  | 0,31  | 0,36  |
| <b>Thanh khoản</b>                    |      |       |       |       |
| CAR theo Basel II                     | 12,2 | 13,8  | 13,3  | 12,9  |
| Tỷ lệ cho vay/ tiền gửi theo quy định | 82,4 | 83,0  | 82,0  | 81,5  |

| TỶ LỆ (%)                                | 2024        | 2025F       | 2026F       | 2027F       |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Khả năng sinh lời</b>                 |             |             |             |             |
| NIM                                      | 2,86        | 2,75        | 2,80        | 2,85        |
| Lợi suất tài sản sinh lãi                | 4,83        | 4,74        | 4,83        | 4,93        |
| Chi phí huy động                         | 2,20        | 2,22        | 2,27        | 2,32        |
| Chi phí / thu nhập                       | 33,6        | 33,0        | 31,5        | 30,1        |
| Tỷ lệ CASA                               | 36,7        | 37,7        | 38,7        | 39,7        |
| <b>Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)</b> |             |             |             |             |
| NII                                      | 2,82        | 2,72        | 2,77        | 2,81        |
| Dự phòng                                 | (0,17)      | (0,18)      | (0,23)      | (0,26)      |
| NII sau dự phòng                         | <b>2,65</b> | <b>2,54</b> | <b>2,54</b> | <b>2,55</b> |
| Thu nhập ngoài lãi                       | 0,67        | 0,57        | 0,51        | 0,49        |
| Chi phí hoạt động                        | (1,17)      | (1,08)      | (1,03)      | (0,99)      |
| Thuế                                     | (0,43)      | (0,40)      | (0,40)      | (0,41)      |
| <b>ROAA</b>                              | <b>1,72</b> | <b>1,62</b> | <b>1,62</b> | <b>1,64</b> |
| Tổng tài sản / vốn CSH                   | 10,8        | 9,7         | 9,4         | 9,7         |
| <b>ROAE</b>                              | <b>18,6</b> | <b>15,7</b> | <b>15,2</b> | <b>15,9</b> |

Nguồn: VCB, Vietcap (\* Pha loãng EPS năm 2025 do chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 543,1 triệu cổ phiếu thông qua hình thức chào bán riêng lẻ vào cuối năm 2025, với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng)

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**

**Giám đốc, ext 124**

nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**

**Trưởng phòng, ext 138**

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

**Vĩ mô**

**Hoàng Thúy Lương**

**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**

**Giám đốc, ext 124**

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**

**Phó Giám đốc, ext 140**

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**

**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**

**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

**Tuan Nhan**

**Giám đốc điều hành**

**Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**

**Giám đốc điều hành**

**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Vũ Thế Quân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị      | Định nghĩa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MUA                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| KHẢ QUAN             | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG   | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%                                                                                                                                                                                                                                                      |
| KÉM KHẢ QUAN         | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| BÁN                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ       | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.                                                                                                                                          |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.