

VIETCOMBANK (VCB)

Tài chính

Giá hiện tại	VND57.100
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND68.602/52.122
Giá mục tiêu	VND67.100
Previous TP	69.300
Giá mục tiêu và Consensus	-3,8%
Tiềm năng tăng giá	18,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	18,0%

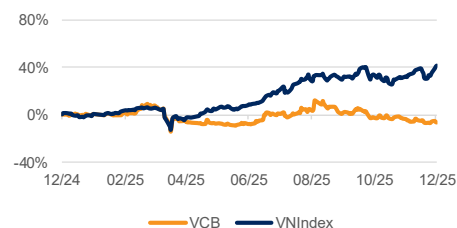
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	18.095
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	9,0
Sở hữu NN (tr USD)	1.596
Số CP lưu hành (tr)	8.356
Số CP sau pha loãng (tr)	8.356

	VCB	VNI
P/E trượt	13,6	16,0
P/B hiện tại	2,1	2,2
ROA	1,5%	2,2%
ROE	15,8%	13,6%

*dữ liệu ngày 29/12/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
VCB	-3,1%	-8,4%	-6,8%
Tương quan VNIndex	6,9%	7,6%	41,5%

Cơ cấu sở hữu

NH Nhà nước	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	1,7%
Khác	8,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Vietcombank cho vay cả doanh nghiệp và cá nhân. NH cũng có những dịch vụ tài chính như thanh toán quốc tế, giao dịch ngoại hối và chuyển tiền. Ngân hàng có sáu công ty con và 13 công ty liên kết, với NH Nhà nước là cổ đông có quyền kiểm soát lớn nhất.

Chuyên viên phân tích



Lê Chí Hiếu

hieui.lechi@vndirect.com.vn

KHẢ QUAN (Duy trì) +18%

Sự trở lại của người khổng lồ

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan với mức tiềm năng tăng giá khoảng 18%.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị mức giá mục tiêu quanh vùng 67.100 VND, nhờ kỳ vọng về tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngoài lãi năm 2026
- Tỷ lệ P/B hiện tại chỉ ở mức 2.2x thấp hơn rất nhiều so với trung bình 5 năm trước đây (3x)

Tiêu điểm tài chính

- Lợi nhuận của Vietcombank năm 2025 dự kiến tăng khoảng 6% svck do áp lực về NIM căng thẳng, tuy nhiên dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ quanh mức 15% trong năm 2026.
- Việc kiểm soát chi phí vốn sẽ là lợi thế của Vietcombank khi lượng CASA ở ngân hàng luôn ở mức cao (quanh mức 33%), giúp NIM bớt gập áp lực.
- Việc kiểm soát nợ xấu và xử lý nợ xấu luôn là mục tiêu ưu tiên của Vietcombank thời gian qua. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm bớt và ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu quanh mức 200% như hiện nay.

Luận điểm đầu tư

NIM cải thiện nhờ tăng trưởng tín dụng và kiểm soát nguồn chi phí đầu vào

Chúng tôi cho rằng Vietcombank có thể tăng trưởng tín dụng trên 18% trong năm 2026 nhờ tham gia giải ngân cho các đại dự án quốc gia như dự án đường cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2, Sân bay Quốc tế Long Thành, và các dự án đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP.HCM... Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ sẽ giúp NII tăng trưởng trở lại trong năm 2026. Bên cạnh đó, việc duy trì lượng CASA lớn ổn định cũng giúp VCB điều tiết được NIM tốt hơn các ngân hàng khác.

Doanh thu ngoài lãi sẽ là động lực cho tăng trưởng lợi nhuận năm 2026

Sau một thời gian chững lại của doanh thu ngoài lãi, chúng tôi dự báo năm 2026, Vietcombank sẽ ghi nhận sự tăng trưởng trở lại mạnh mẽ của doanh thu ngoài lãi, dự báo tăng khoảng 20,4%, nhờ các hoạt động liên quan đến xử lý nợ xấu, thu phí dịch vụ (đặc biệt là các hoạt động phí liên quan đến banca và tài trợ thương mại).

Ngân hàng tiếp tục phát triển hệ sinh thái sản phẩm, dịch vụ

Vietcombank đang đẩy mạnh phát triển mảng hoạt động chứng khoán thông qua kế hoạch tăng vốn cho công ty chứng khoán VCBS lên gấp gần 5 lần trước đây (từ 2,5 tỉ đồng lên 12,5 tỉ đồng) và đang có kế hoạch tham gia vào thị trường vàng khi nhà nước cấp phép, bổ sung thêm các nguồn thu nhập mới trong dài hạn.

Hoạt động tăng vốn dự kiến thực hiện năm 2026, gia cố nguồn vốn cho VCB

Chúng tôi cho rằng việc Thông tư 14 ra đời đang thúc đẩy nhu cầu rất lớn về vốn cho VCB. Chính vì vậy, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ thực hiện việc tăng vốn này ngay trong Quý II 2026 và thực hiện nhằm gia cố thêm bộ đệm vốn cho VCB khi tăng trưởng tín dụng tiếp tục gia tăng gây áp lực lên CAR của ngân hàng.

Tổng quan tài chính	2024	2025F	2026F	2027
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	2,4%	6,0%	14,7%	15,7%
Tăng trưởng tín dụng svck	14,1%	17,8%	18,1%	15,4%
NIM	2,7%	2,6%	2,7%	2,8%
Tỷ lệ CASA	35,0%	33,0%	33,0%	34,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	1,0%	0,8%	0,8%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR	223,3%	201,3%	194,4%	194,4%
ROE trung bình	17,2%	16,7%	15,9%	15,5%

Dự phóng 2025–26: Giải ngân đầu tư công thúc đẩy nhu cầu tín dụng từ ngân hàng và doanh thu ngoài lãi đang hỗ trợ cho đà tăng

Hình 2: Điều chỉnh dự báo 2025-2026

	Dự báo cũ		Dự báo mới				Thay đổi		Nhận xét
	2025	2026	2025	%svck	2026	%svck	2025	2026	
Thu nhập lãi thuần	59.439	66.872	58.821	16,2%	69.532	18,2%	-1,0%	4,0%	Năm 2025, áp lực NIM gia tăng khiến NII của VCB gặp áp lực lớn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng năm 2026, VCB sẽ cải thiện được NIM trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng sẽ tăng trên 18% và dòng vốn đẩy mạnh vào trung dài hạn, từ đó giúp NII của ngân hàng tăng trở lại
Thu nhập ngoài lãi	12.946	13.506	14.017	20,4%	15.545	10,9%	8,3%	15,1%	Chúng tôi cho rằng trong bối cảnh NIM đang gặp áp lực VCB sẽ tập trung phát triển đẩy lại các khoản thu ngoài lãi trong Q4/25 và 2026 (thông qua đẩy mạnh phí banca, xử lý nợ xấu, kinh doanh ngoại tệ, hoạt động chứng khoán...)
Tổng thu nhập HĐKD	72.385	80.378	73.084	6,6%	85.077	16,4%	1,0%	5,8%	
Chi phí hoạt động	(24.249)	(26.927)	(24.281)	5,4%	(28.075)	15,6%	0,1%	4,3%	Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ tiếp tục phải gia tăng đẩy mạnh đầu tư công nghệ thông tin trong bối cảnh các ngân hàng đang tích cực phải đầu tư công nghệ đáp ứng nhu cầu của khách hàng cũng như các quy định của nhà nước như Thông tư 14 về an toàn vốn
Lợi nhuận trước dự phòng	48.136	53.451	48.802	7,1%	57.001	16,8%	1,4%	6,6%	
Chi phí dự phòng	(3.859)	(5.244)	(4.044)	22,0%	(5.668)	40,2%	4,8%	8,1%	Với việc nợ nhóm 2 đang có xu hướng gia tăng trở lại, năm 2026, ngân hàng có thể phải gia tăng trích lập dự phòng do nợ xấu gia tăng trở lại trong bối cảnh tín dụng đang tăng mạnh trở lại
Lợi nhuận trước thuế	44.278	48.207	44.758	6,0%	51.333	14,7%	1,1%	6,5%	
Lợi nhuận sau thuế	35.467	38.614	35.865	5,9%	41.067	14,5%	1,1%	6,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ giúp thúc đẩy thu lãi thuần tăng mạnh, dù NIM chịu áp lực

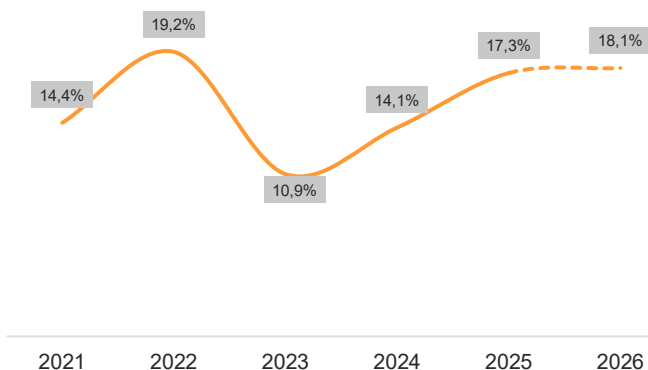
Tăng trưởng tín dụng đang được hỗ trợ bởi các hoạt động đầu tư công diễn ra mạnh mẽ trong năm 2026

Hoạt động đầu tư công đang diễn ra mạnh mẽ hơn bao giờ hết. Hàng loạt đại dự án đã chính thức được Chính phủ khởi công vào cuối tháng 12 cùng các dự án lớn khác đang trong giai đoạn giải ngân đã thúc đẩy nhu cầu tín dụng từ một ngân hàng quốc doanh lớn như Vietcombank. Những đại dự án như Giai đoạn 2 của Sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam, những dự án của dầu khí Petrolimex... đang cần một lượng lớn tín dụng trong năm 2026 để đẩy nhanh triển khai. Là một trong những ngân hàng có thể mạnh trong giải ngân các khoản vay Chính phủ, chúng tôi cho rằng hoạt động tín dụng của Vietcombank sẽ tăng trưởng mạnh (đạt mức 17,8% trong năm 2025 và dự kiến tiếp tục tăng trưởng đạt mức 18,1% trong năm 2026).

Do phần lớn các hoạt động đầu tư công cần nhiều khoản vốn trung và dài hạn nên tỷ trọng các khoản vay trung và dài hạn của Vietcombank sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2026 trong bối cảnh những khoản vay này đã chiếm nhiều hơn dư nợ của Vietcombank trong 9 tháng đầu năm 2025. Việc đẩy mạnh giải ngân cho các khoản vay trung và dài hạn hứa hẹn cũng sẽ giúp ngân hàng cải thiện được hơn về NIM trong năm 2026.

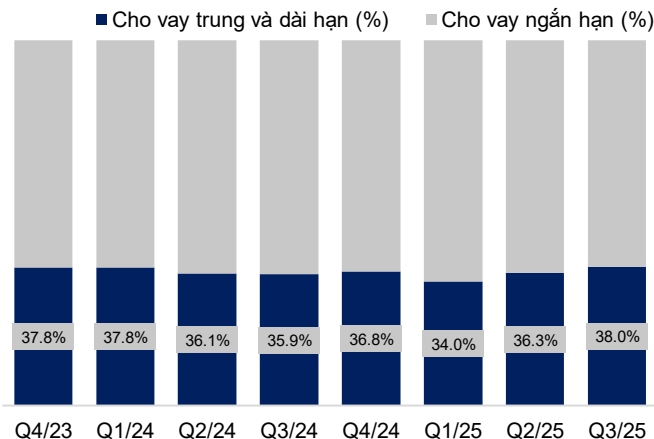
Bên cạnh đó, với xu hướng dịch chuyển nguồn vốn FDI vào Việt Nam ngày một gia tăng, Vietcombank đang nổi lên trở thành một ngân hàng chiếm ưu thế trong việc tiếp cận, cấp tín dụng cho nhóm khách hàng này với lợi thế sở hữu lượng ngoại tệ lớn trong hệ thống ngân hàng và một hệ thống thanh toán VCB Money lâu đời. Tính riêng trong 9 tháng năm 2025, lượng khách hàng doanh nghiệp FDI có dư nợ chiếm 22% trong tổng dư nợ của nhóm khách hàng doanh nghiệp. Chính vì vậy, tăng trưởng tín dụng của VCB cũng sẽ được hỗ trợ bởi tập khách hàng này trong thời gian tới khi dòng vốn FDI tăng trưởng trở lại.

Hình 01: Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ mạnh mẽ hơn trong năm 2026



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 02: Tỷ trọng cho vay trung và dài hạn của ngân hàng đang gia tăng mạnh trong thời gian qua



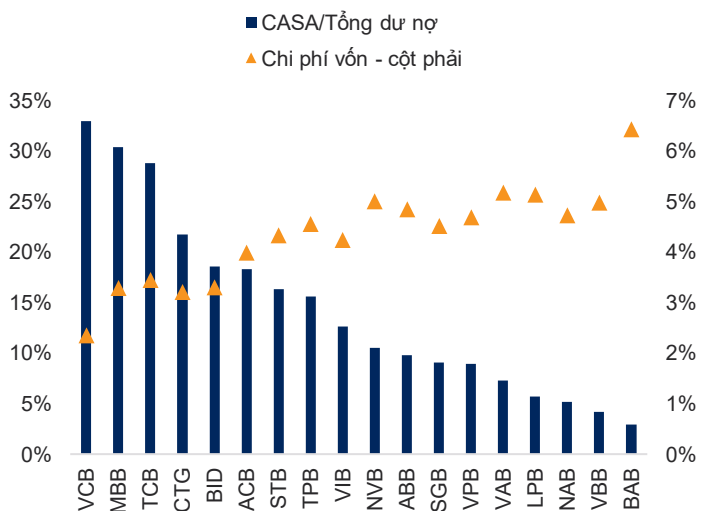
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

NIM sẽ duy trì ổn định, được hỗ trợ bởi xử lý nợ xấu và các giải pháp nhằm nâng cao lợi suất cho vay

Bên cạnh tăng trưởng tín dụng cao, chúng tôi cho rằng mức NIM của ngân hàng sẽ được cải thiện do một số nguyên nhân sau: (i) Ngân hàng vẫn giữ được một tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) thuộc dạng top của thị trường giúp kiểm soát chi phí vốn tốt hơn; (ii) Ngân hàng đang hưởng giải ngân nhiều hơn cho các khoản vay trung, dài hạn, những khoản vay mang lại mức NIM cao hơn các khoản vay ngắn hạn (hiện tổng dư nợ cho vay trung và dài hạn của Vietcombank chiếm 38% tổng dư nợ, tăng từ mức 34% từ đầu năm 2025); (iii) Vietcombank cũng tích cực duy trì đa dạng cho vay bán lẻ và giữ mức độ tăng trưởng tương đồng với doanh nghiệp, tạo dư địa gia tăng NIM. Theo dự báo của chúng tôi, NIM của Vietcombank sẽ chạm đáy vào năm 2025 ở mức 2,5% và phục hồi lên mức 2,6% trong năm 2026.

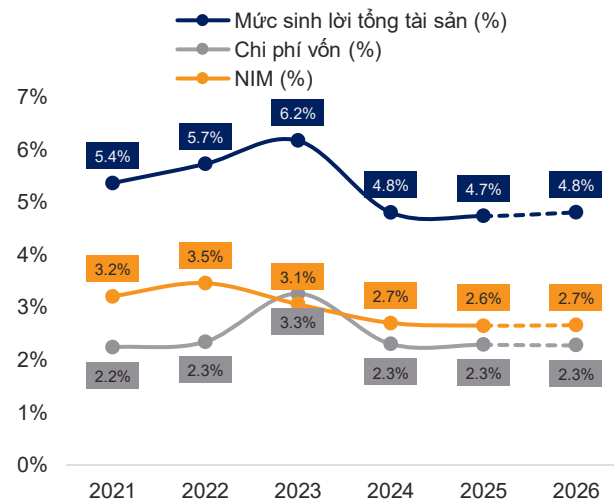
Với sự cải thiện của NIM và tăng trưởng tín dụng dự kiến ở mức cao trong năm 2026 sẽ là một cú hích lớn đối với thu nhập lãi thuần (NII) của ngân hàng trong năm 2026, từ đó hứa hẹn mang lại một khoản lợi nhuận tích cực trong năm 2026.

Hình 03: VCB đang duy trì một lượng CASA lớn, hỗ trợ cho chi phí vốn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 04: NIM của ngân hàng dự kiến sẽ hồi phục trong năm 2026 sau giai đoạn gặp áp lực lớn trong 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Doanh thu ngoài lãi đang trở thành một động lực lớn cho tăng trưởng lợi nhuận Vietcombank trong năm 2026

Việc luật hóa nghị quyết 42 sẽ giúp ngân hàng đẩy nhanh tiến trình xử lý nợ xấu

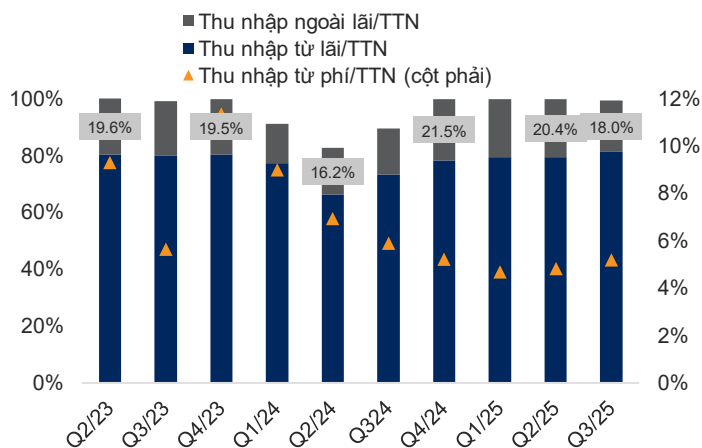
Luật hóa Nghị quyết 42 sẽ cung cấp cho các ngân hàng nói chung và Vietcombank một khuôn khổ pháp lý vững chắc và hiệu quả, từ đó đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu. Điều này hỗ trợ lợi nhuận của ngân hàng thông qua việc ghi nhận lãi dự thu, hoàn nhập dự phòng cho các khoản nợ xấu đã xóa, đồng thời thúc đẩy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi từ việc xử lý tài sản. Hoạt động xử lý nợ xấu cũng được hỗ trợ từ sự phục hồi của bất động sản với hàng loạt cơ chế mới được ban hành nhằm tháo gỡ cho bất động sản. Khi thị trường bất động sản có cơ chế được tháo gỡ, thanh khoản trong thị trường sẽ cải thiện hơn và tạo điều kiện cho ngân hàng xử lý các khoản nợ xấu tốt hơn.

Nếu nhìn vào ngoại bảng của các ngân hàng, Vietcombank cũng là ngân hàng hiện đang duy trì mức lãi dự thu và nợ xấu ngoại bảng lớn trong hệ thống ngân hàng và chúng tôi cho rằng hoạt động xử lý nợ xấu được thúc đẩy, có thể hỗ trợ cải thiện lại NIM cho ngân hàng và có thể giúp doanh thu ngoài lãi năm 2026 tăng thêm khoảng 18% svck trong năm 2025.

Hoạt động bancassurance và phí tài trợ thương mại đang có xu hướng tăng trở lại sau một thời gian dài bị ảnh hưởng.

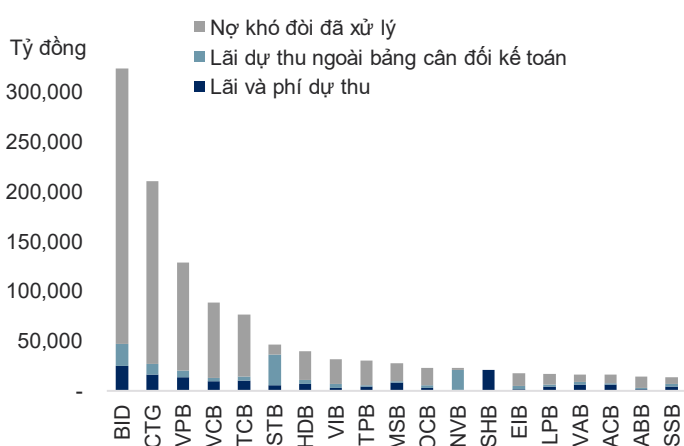
Giai đoạn 9 tháng năm 2025, doanh thu từ phí của Vietcombank sụt giảm do một số vấn đề cụ thể như việc phân loại lại phí từ UPAS-LC vào thu nhập lãi khiến doanh thu phí sụt giảm và sự chững lại của các nguồn thu phí bancassurance sau khi đã nhận nguồn thu trả trước từ các công ty bảo hiểm. Tuy nhiên, về cuối năm 2025 trong năm 2026, chúng tôi cho rằng doanh thu từ phí dịch vụ sẽ có xu hướng tăng trưởng trở lại do: **1)** Vietcombank đã tích cực điều chỉnh lại chính sách sản phẩm bán bảo hiểm và thay đổi mô hình bán bảo hiểm, giúp việc tư vấn và giữ chân khách hàng bảo hiểm tốt hơn, hưởng thêm các khoản phí thường niên trở lại; **2)** Hoạt động tài trợ thương mại sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh dòng vốn FDI và kim ngạch xuất nhập khẩu tiếp tục được dự báo bùng nổ nhờ làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng (China+1), **3)** Sự quay trở lại của dòng vốn ngoại đầu tư gián tiếp FII. Với thị phần chuyển tiền ngoại tệ và tài trợ thương mại lớn (chiếm 18-20% thị phần toàn thị trường), chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ phí sẽ dự kiến tăng khoảng 29% so với năm 2025, đóng góp cho sự tăng trưởng chung của doanh thu ngoài lãi năm 2026 ở mức 15% so với năm 2025.

Hình 05: Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh trong 9T25 trong đó thu nhập từ phí đang quay trở lại



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 06: Phần lãi dự thu và nợ xấu ngoại bảng của VCB khi xử lý tốt sẽ mang lại khoản hoàn nhập đáng kể



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Công ty chứng khoán- Cánh tay phải đắc lực trong bối cảnh mới

Động thái lên kế hoạch tăng vốn gấp gần 5 lần cho công ty chứng khoán VCBS (tăng từ 2,5 nghìn tỉ đồng lên 12,5 nghìn tỉ đồng) của VCB là một bước đi rất rõ nét trong việc đa dạng hóa nguồn thu nhập của ngân hàng. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường vốn nói chung đang có những thay đổi mạnh mẽ, việc tăng vốn này hứa hẹn sẽ mang lại thêm các khoản phí dịch vụ, khoản thu ngoài lãi từ tự doanh chứng khoán và các khoản phí tư vấn khác cho ngân hàng. Hiện nay, VCBS hiện cũng là công ty chứng khoán có thị phần môi giới trong top 10 công ty chứng khoán tại Việt Nam, chiếm 2,88% thị phần.

Thị trường vàng – Một đòn bẩy doanh thu ngoài lãi mới của Vietcombank

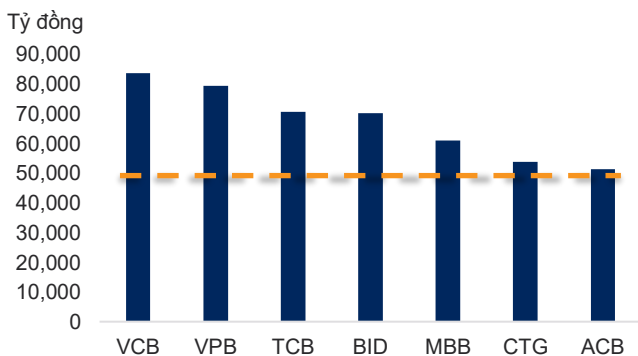
Việt Nam hiện đã chính thức xóa bỏ độc quyền vàng miếng và đang mở ra cơ hội lớn cho các ngân hàng tham gia vào thị trường này, trước mắt là hỗ trợ cho hoạt động xuất nhập khẩu vàng. Theo quy định tại Nghị định 232/2025/NĐ-CP, Vietcombank là một trong 8 ngân hàng hội tụ đầy đủ các yếu tố cần thiết để tham gia thị trường. Dự kiến khi tham gia, Vietcombank có thể thu thêm một số các khoản phí trong dài hạn như phí giao dịch vàng (chênh lệch giữa giá nhập về và giá bán ra thị trường), phí lưu giữ vàng hoặc các lợi ích khác như CASA, giao dịch mua bán ngoại tệ...

Việc đẩy nhanh hoạt động tăng vốn 6,5% trong năm 2026 sẽ là cú hích quan trọng trong tăng trưởng của Vietcombank

Kế hoạch tăng vốn 6,5% của Vietcombank đã được thông qua vào năm 2025 nhưng chưa chính thức được triển khai trong năm. Chính vì vậy, chúng tôi cho rằng việc tăng vốn này sẽ được đẩy nhanh trong năm 2026 trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng đang gia tăng gây xói mòn CAR cho hệ thống ngân hàng và hiện nay CAR của VCB cũng đang thấp hơn so với các ngân hàng tư nhân hàng đầu khác như TCB, VPB, HDB và TPB.

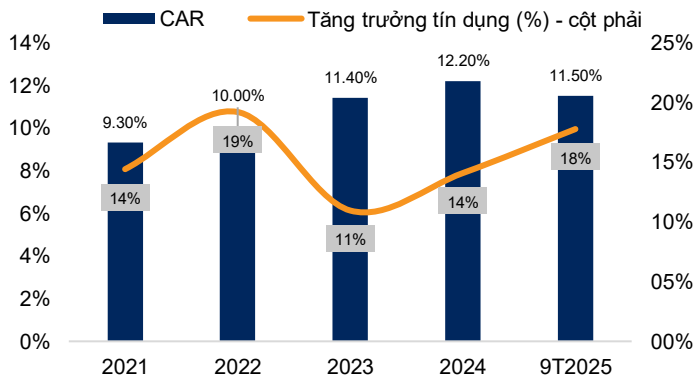
Việc tăng vốn thành công sẽ giúp Vietcombank xây dựng vững chắc bộ đệm và củng cố vị thế vốn lớn nhất trong hệ thống, đóng vai trò dẫn dắt cho hệ thống ngân hàng tại Việt Nam. Với vai trò là một ngân hàng lớn của hệ thống, việc duy trì một hệ số CAR đủ lớn là cần thiết để luôn ổn định trong mọi hoàn cảnh. Việc tăng vốn thành công cũng sẽ tạo động lực hỗ trợ lớn cho tăng trưởng tín dụng vào năm 2026 của ngân hàng và đóng góp vào tăng trưởng NII của toàn hàng. Tuy nhiên, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng gia tăng mạnh, chúng tôi kỳ vọng việc tăng vốn này có thể hoàn thành trong Quý 2 năm 2026 để hỗ trợ cho đà tăng trưởng tín dụng vào cuối năm.

Hình 07: Với lợi thế về vốn CSH, VCB là một trong những ngân hàng có lợi thế trong việc được cấp phép giao dịch vàng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 08: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cải thiện giúp giảm thiểu rủi ro chất lượng tài sản



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 67.100đ/cp

Hiện VCB đang giao dịch ở mức giá tương ứng hệ số P/B 2.2 lần và mức này thấp hơn rất nhiều so với trung bình ngành trong 5 năm (3,0 lần). Với sự phục hồi và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trở lại, sự phục hồi từ đáy của NIM và việc tăng cường gia tăng thêm thu nhập ngoài lãi từ phí dịch vụ (đặc biệt từ tài trợ thương mại, phí banca) và xử lý nợ xấu... sẽ giúp Vietcombank dần lấy lại được đà tăng trưởng lợi nhuận vốn có. Chính vì vậy, chúng tôi đưa ra mức giá tương ứng với hệ số P/B 2.6 lần để phản ánh sự phục hồi này.

Với vị thế là một ngân hàng lớn trong ngành, sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh như lượng CASA lớn, thanh khoản dồi dào, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu lớn nhất thị trường (202% tại Q3/2025), sở hữu hệ thống thanh toán ngoại tệ VCB Money của Việt Nam với lượng khách hàng FDI lớn, Vietcombank có nhiều điều kiện thuận lợi để trở lại cuộc đua lợi nhuận trong những năm tới trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng ngày một gia tăng, nhu cầu vốn lớn và đòi hỏi việc quản lý kiểm soát thanh khoản trở nên cấp thiết

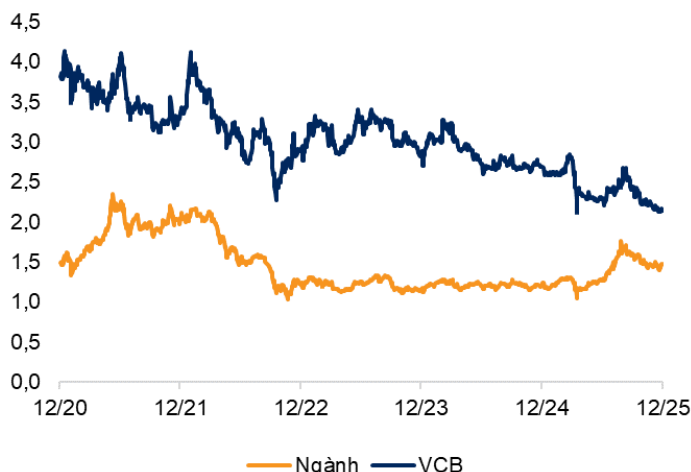
Kết hợp phương pháp định giá theo P/B và phương pháp thu nhập thặng dư (residual income) với trọng số bằng nhau 50%, chúng tôi đã xin đưa ra giá mục tiêu khoảng **67.100** đồng/cổ phiếu cho VCB.

Hình 09: P/B hiện tại của VCB so với mức lịch sử



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 10: P/B của VCB so với bình quân ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 11: Định giá theo thu nhập thặng dư

Giá định chính	2025	2026	2027	2028	2029	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Phần bù rủi ro	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Chi phí vốn chủ sở hữu	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
ROE (%)	16,7%	15,9%	15,5%	16,0%	16,4%	15,2%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	13.805	14.604	16.099	20.627	25.921	390.632
Tỷ lệ chiết khấu	0,91	0,82	0,75	0,68	0,61	1,00
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	12.520	12.011	12.006	13.951	15.899	239.596
Giá trị sổ sách đầu kỳ	196.209					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	66.386					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	239.596					
Giá trị vốn chủ sở hữu	502.192					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	8.356					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	60.100					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 12: Giá mục tiêu dựa trên dự phóng của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	60.100	30.050
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2025)	50%	74.400	37.200
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			67.250
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			67.250

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với ROE năm cuối và chi phí vốn

Chi phí vốn	ROE					
	60.100	14,50%	15,50%	16,5%	17,50%	18,50%
10,0%		53.201	58.040	62.879	67.718	72.557
11,0%		45.590	49.637	53.683	57.730	61.777
10,3%		50.895	55.497	60.100	64.702	69.305
13,0%		35.867	38.828	41.789	44.750	47.711
14,0%		32.714	35.290	37.865	40.441	43.017

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Hình 14: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu tháng 12/2025)

Ngân hàng	Mã chứng khoán	Vốn hóa (triệu USD)	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
			12T	2026F	12T	2026F	12T	2026F	12T	2026F	%	12T	2026F	12T	2026F
NHTM CP Công Thương	CTG VN	10.397,7	2,7%	2,7%	1,3%	1,5%	1,6	1,3	8,2	8,2	11,9%	1,3%	1,3%	21,6%	19,5%
NHTM CP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BID VN	10.360,9	2,2%	2,3%	1,5%	1,2%	1,7	1,3	10,3	9,3	19,0%	0,9%	1,0%	17,8%	18,1%
NHTM CP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	8.494,0	5,2%	5,3%	4,8%	2,9%	1,5	1,2	10,8	7,3	27,5%	2,0%	2,1%	14,2%	17,3%
NHTM CP Kỹ Thương Việt Nam	TCB VN	9.136,1	3,7%	4,0%	1,1%	1,1%	1,5	1,3	10,9	8,1	17,4%	2,1%	2,4%	14,3%	17,1%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	7.612,6	4,2%	4,8%	2,5%	1,3%	1,6	0,9	8,2	5,3	16,5%	2,1%	2,0%	20,8%	20,4%
NHTM CP Á Châu	ACB VN	4.669,0	3,2%	3,4%	1,5%	1,2%	1,3	1,1	7,1	5,8	13,7%	2,0%	2,0%	20,4%	20,4%
NHTM CP Phát triển Thành Phố HCM	HDB VN	5.253,9	5,3%	5,8%	2,2%	1,0%	1,9	1,1	8,6	6,6	21,4%	2,1%	2,4%	24,8%	24,7%
NHTM CP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	2.278,5	3,4%	4,6%	3,6%	3,1%	1,3	0,8	7,9	4,2	22,5%	1,5%	2,4%	17,7%	23,1%
NHTM CP Tiên Phong	TPB VN	1.788,2	3,3%	3,5%	2,2%	1,9%	1,2	0,9	7,2	6,0	10,2%	1,6%	1,6%	17,1%	15,4%
NHTM CP Lộc Phát	LPB VN	4.714,8	2,9%	3,5%	1,4%	1,6%	2,9	1,9	12,0	12,0	1,9%	2,1%	1,9%	24,6%	17,2%
NHTM CP Sài Gòn Thương Tín	STB VN	4.122,6	3,7%	3,6%	2,3%	2,1%	1,7	1,3	8,8	7,5	18,1%	1,6%	1,6%	21,6%	19,1%
NHTM CP Phương Đông	OCB VN	1.220,4	2,9%	3,6%	2,9%	2,7%	1,0	0,7	8,3	5,4	16,8%	1,3%	1,5%	12,3%	14,0%
NHTM CP Ngoại Thương Việt Nam	VCB VN	18.145,2	3,5%	3,8%	2,2%	1,7%	1,6	1,2	9,4	7,6	15,8%	1,7%	1,8%	18,8%	18,6%
			2,7%	2,7%	1,2%	0,8%	2,1	1,8	13,6	13,4	8,5%	1,6%	1,5%	17,0%	16,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1963 với tiền thân là Cục Ngoại hối (trực thuộc Ngân hàng Nhà nước), Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam hiện là định chế tài chính có quy mô vốn hóa lớn nhất và uy tín hàng đầu tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Trải qua hơn 60 năm phát triển, Vietcombank đã xây dựng nền tảng quản trị vững chắc với sự đồng hành của đối tác chiến lược Mizuho Bank (Nhật Bản) từ năm 2011. Sự hợp tác này không chỉ củng cố sức mạnh tài chính mà còn giúp Vietcombank dẫn đầu trong việc chuẩn hóa các thông lệ quốc tế, đặc biệt là trong mảng phục vụ khách hàng doanh nghiệp nước ngoài (FDI).

Về vị thế thị trường, Vietcombank nắm giữ thị phần áp đảo trong lĩnh vực thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại trong hệ thống ngân hàng. Đây cũng là ngân hàng tiên phong và quyết liệt nhất trong việc xử lý nợ xấu, duy trì chất lượng tài sản sạch nhất hệ thống với tỷ lệ bao phủ nợ xấu luôn ở mức kỷ lục, tạo bộ đệm lợi nhuận vững chắc cho tăng trưởng dài hạn.

Về tập khách hàng trọng tâm, Vietcombank sở hữu danh mục khách hàng đa dạng và chất lượng cao gồm:

- Khách hàng Doanh nghiệp: Là lựa chọn hàng đầu của các Tập đoàn Nhà nước, Tổng công ty lớn và đặc biệt là khối doanh nghiệp FDI nhờ lợi thế ngoại hối và uy tín thương hiệu.
- Khách hàng Cá nhân: Trong những năm gần đây, ngân hàng đã chuyển dịch mạnh mẽ sang chiến lược bán lẻ, tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân có thu nhập khá và cao. Đặc biệt, dịch vụ Vietcombank Priority đang dẫn đầu thị trường về quản lý gia sản (Wealth Management), thu hút dòng tiền gửi không kỳ hạn (CASA) dồi dào với chi phí vốn thấp.

Với nền tảng công nghệ số hóa toàn diện và hiệu quả kinh doanh vượt trội, Vietcombank liên tục được vinh danh là ngân hàng tốt nhất Việt Nam và là đại diện duy nhất của ngành ngân hàng lọt vào Top 1000 doanh nghiệp niêm yết lớn nhất toàn cầu (Forbes Global 2000).

Phụ lục 2: Các dự phóng tài chính trọng yếu

Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	36,225	42,273	53,246	53,621	50,609	58,821	69,532
Thu nhập ngoài lãi	12,317	14,228	14,628	13,836	11,641	14,017	15,545
Tổng thu nhập hoạt động	48,542	56,500	67,874	67,457	62,250	72,839	85,077
Chi phí hoạt động	(9,917)	(17,666)	(21,260)	(21,915)	(23,027)	(24,281)	(28,075)
LN trước trích lập	39,082	38,964	46,823	45,809	45,551	48,802	57,001
Chi phí trích lập dự phòng	(16,037)	(11,478)	(9,464)	(4,565)	(3,315)	(4,044)	(5,668)
Lợi nhuận trước thuế	23,045	27,486	37,359	41,244	42,236	44,758	51,333
Lợi nhuận sau thuế	18,468	22,017	29,912	33,054	33,853	35,865	41,067

Bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kết toán

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	48,235	40,518	110,906	72,609	63,609	71,143	78,207
Cho vay liên ngân hàng	268,774	229,395	324,432	341,325	390,952	507,775	604,755
Chứng khoán - tổng cộng	158,923	173,427	197,715	148,291	172,292	171,455	173,522
Cho vay khách hàng	820,420	934,774	1,120,287	1,241,675	1,418,016	1,672,541	1,982,733
Cho vay khách hàng (gộp)	839,788	960,750	1,145,066	1,270,359	1,449,199	1,706,550	2,015,382
Trích lập dự phòng	(19,368)	(25,976)	(24,779)	(28,684)	(31,183)	(34,009)	(32,649)
Tài sản cố định	5,412	5,553	5,170	5,116	5,531	5,728	5,961
Tài sản khác	25,772	31,098	55,678	30,206	35,475	38,732	40,305
Tổng tài sản	1,327,537	1,414,765	1,814,188	1,839,223	2,085,874	2,467,375	2,885,483
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHNN	41,192	9,476	67,318	1,671	78,238	167,463	206,219
Tiền gửi liên ngân hàng	103,584	109,758	232,511	213,842	234,534	328,274	411,968
Tiền gửi khách hàng	1,032,114	1,135,324	1,243,468	1,395,695	1,514,665	1,676,445	1,910,772
Giấy tờ có giá	21,240	17,388	25,338	19,913	24,125	23,247	25,637
Các khoản nợ khác	30,548	31,650	107,564	39,560	38,103	39,055	49,243
Tổng nợ	1,228,678	1,303,595	1,676,200	1,670,680	1,889,664	2,234,483	2,603,839
Vốn điều lệ	98,859	111,171	137,988	168,543	196,209	232,892	281,644
Quỹ của TCTD	12,204	14,977	18,133	22,562	37,053	37,060	39,313
Lợi nhuận giữ lại	44,118	53,683	67,500	85,174	98,332	106,470	147,537
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng VCSH	98,859	111,171	137,988	168,543	196,209	232,892	281,644
Tổng nợ và VCSH	1,327,537	1,414,765	1,814,188	1,839,223	2,085,874	2,467,375	2,885,483

Phụ lục 3: Các chỉ số lợi nhuận chính

Kết quả kinh doanh

Các chỉ số chính

	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Các chỉ số tăng trưởng svck					
Tín dụng	19.2%	10.9%	14.1%	17.8%	18.1%
Tiền gửi khách hàng	9.5%	12.2%	8.5%	10.7%	14.0%
Thu nhập lãi thuần	26.0%	0.7%	-5.6%	16.2%	18.2%
Thu nhập ngoài lãi	2.8%	-5.4%	-15.9%	20.4%	10.9%
Tổng thu nhập hoạt động	20.2%	-0.5%	1.3%	6.6%	16.4%
LN sau thuế	19.2%	35.9%	10.5%	2.4%	5.9%

Các chỉ số lợi nhuận

NIM	3.5%	3.1%	2.7%	2.6%	2.7%
Chi phí/Thu nhập HĐKD (CIR)	31.2%	32.4%	33.6%	33.2%	33.0%
LN trước trích lập / Thu nhập HĐKD	86.1%	93.3%	95.2%	94.5%	93.3%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HĐKD	43.9%	48.8%	49.4%	49.1%	48.3%
ROA (12 tháng)	7.4%	7.2%	1.7%	1.6%	1.5%
ROE (12 tháng)	24.0%	21.6%	18.6%	16.7%	16.0%

Chất lượng tài sản

Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%
Tỷ lệ nợ xấu	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
Tỷ lệ xử lý nợ xấu (write-off)	2.0%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	317.4%	230.3%	223.3%	201.3%	194.4%

Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán

LDR	92.1%	91.0%	95.7%	101.8%	105.5%
-----	-------	-------	-------	--------	--------

Tỷ lệ đòn bẩy

VCSH/Tổng tài sản	7.6%	9.2%	9.4%	9.4%	9.8%
-------------------	------	------	------	------	------

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Lê Chí Hiếu – Trưởng phòng Ngân hàng và Dịch vụ tài chính

Email: hieu.lechi@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>