

Vietcombank (HSX: VCB)
Nội lực vững vàng, định giá hấp dẫn

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của VCB sẽ tăng 5.3%/11.6% svck trong năm 2025/2026 do tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đạt 16%/15% svck, NIM giảm nhẹ và sự cải thiện của thu nhập ngoài lãi.
- Chất lượng tài sản bị ảnh hưởng nhẹ bởi các rủi ro ngoại sinh, có thể kể đến thuế áp bởi Mỹ.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VCB với giá mục tiêu 67,300 VNĐ/cp.

KQKD Q1/25 ổn định của VCB

Trong Q1/25, VCB ghi nhận LNTT đạt 10,860 tỷ đồng (+1% svck), hoàn thành 24.8% kế hoạch cả năm, chủ yếu nhờ thu nhập ngoài lãi (Non-II) tăng 12% và chi phí dự phòng giảm 50%. Tín dụng cuối Q1/25 tăng 1.2% so với đầu năm, cải thiện so với mức -0.3% tại cuối Q1/24; trong khi NIM Q1/25 giảm 49 đcb svck xuống còn 2.65% do tăng tỷ trọng cho vay ngắn hạn với lợi suất thấp. Đến cuối Q1/25, chất lượng tài sản suy giảm nhẹ: tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1.03% (+7 đcb so với đầu năm) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm 7.2 điểm % xuống 216.11%, phù hợp với xu hướng ngành.

Dự báo lợi nhuận vượt kế hoạch năm của VCB nhưng thấp hơn 12% so với dự báo trước, chất lượng tài sản giảm nhẹ

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của VCB sẽ tăng 5.3%/11.6% svck trong 2025/26, cao hơn kế hoạch tăng 3.5% svck (~ 43,714 tỷ đồng) của VCB. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNTT để phản ánh sát hơn KQKD thực tế Q1/25 và kế hoạch hiện tại của VCB. TOI năm 2025 dự kiến cải thiện nhờ: tín dụng tăng mạnh 16% svck, NIM thu hẹp nhẹ và Non-II hồi phục sau hai năm suy giảm. Chi phí dự phòng có thể tăng svck do không còn khoản hoàn nhập dự phòng lớn như trong năm 2023 và 2024. Tỷ lệ NPL năm 2025 dự kiến tăng nhẹ 3 đcb svck và LLR duy trì trên 200%, tạo dư địa cho tăng trưởng lợi nhuận.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VCB với giá mục tiêu 67,300 VNĐ, điều chỉnh giảm 7% so với dự báo trước.

Sau đợt thị trường giảm mạnh khi Mỹ công bố áp thuế lần đầu, cổ phiếu VCB hiện giao dịch ở mức P/B 2.28 – thấp hơn 22% so với P/B bình quân 3 năm, đạt mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và mức P/B mục tiêu (giảm 28%) do những biến động giá từ đầu tháng 4. Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 67,300 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 9% so với trước. Rủi ro đầu tư bao gồm 1) TTTD thấp hơn kỳ vọng, 2) NIM bị thu hẹp hơn dự báo, 3) tác động tiêu cực hơn từ chính sách thuế của Mỹ lên Việt Nam

Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi thuần	55,406	59,309	68,118	80,020
Tổng thu nhập hoạt động	68,578	72,925	82,665	95,785
Chi phí dự phòng RRTD	(3,315)	(3,978)	(5,855)	(6,990)
Lợi nhuận ròng	33,831	35,558	39,688	46,039
Biên lãi thuần (NIM)	2.85%	2.70%	2.75%	2.85%
Tăng trưởng tiền gửi	8.52%	8.00%	10.00%	11.00%
Tăng trưởng tín dụng	13.87%	16.03%	14.97%	13.98%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	2.42%	5.10%	11.61%	16.00%
BVPS	35,106	27,386	31,750	36,843
P/B	2.38	2.04	2.11	1.82

Nguồn: VCB, MBS Research

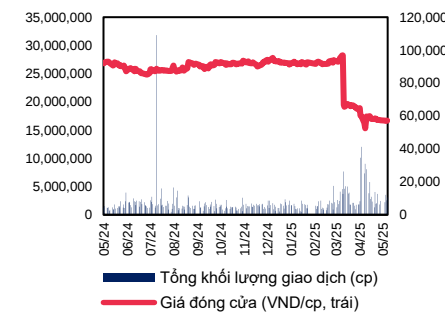
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 67,300 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 20.4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh giảm LNTT 12% so với báo cáo trước
- Giảm P/B mục tiêu 28%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	55,900
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	67,300
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	52,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	467,082
P/E (TTM)	13.76
P/B	2.28
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00
Tỷ lệ sở hữu NN (%)	22.10

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu cổ đông

NHNN	74.80%
Mizuho Bank Ltd	15.00%
GIC Private Ltd	1.67%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Hương

Huong.PhamThiThanh@mbs.com.vn

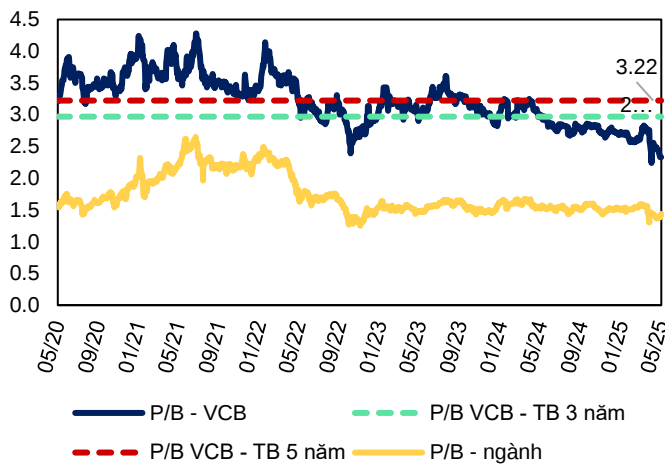
Luận điểm đầu tư & Định giá

Luận điểm đầu tư

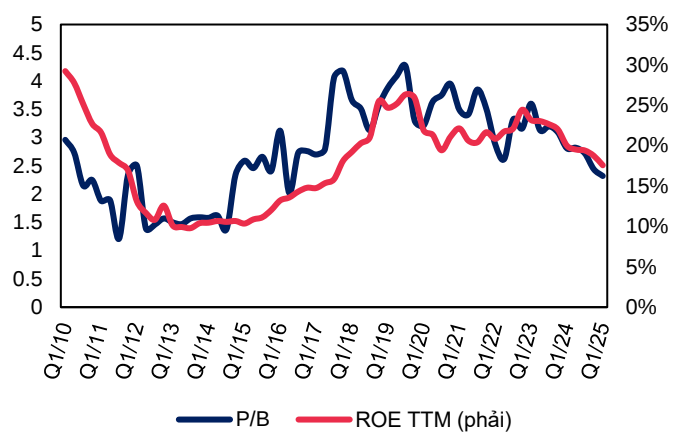
Chúng tôi ưu tiên VCB nhờ: (1) vị thế dẫn đầu về quy mô lợi nhuận trong ngành ngân hàng; (2) chất lượng tài sản vượt bậc, duy trì bộ đệm dự phòng lớn thông qua việc chủ động trích lập và xóa nợ chủ động, cùng với chi phí tín dụng thấp nhất trong nhóm ngân hàng lớn và trung bình; (3) tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, đạt 16%/15% svck trong 2025/2026, cùng với sự phục hồi của thu nhập ngoài lãi; và (4) mức định giá hấp dẫn.

Định giá

Hình 1: VCB đang giao dịch ở mức P/B thấp hơn TB P/B 3 năm



Hình 2: ROE (TTM) và P/B theo quý



Nguồn: MBS Research

Nguồn: MBS Research

Hiện cổ phiếu VCB đang giao dịch ở mức P/B 2.1x trên BVPS 2025, thấp hơn 30% so với P/B trung bình 3 năm là 3.0x. Với mức định giá 67,300 đồng/cổ phiếu được dựa trên phương pháp kết hợp giữa thu nhập thẳng dư và P/B, điều chỉnh giảm 7% so với báo cáo trước do hạ dự báo lợi nhuận và P/B mục tiêu (giảm 28%), chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VCB với tiềm năng tăng giá 20.4%:

- **Phương pháp thu nhập thẳng dư:** Chúng tôi áp dụng phương pháp thu nhập thẳng dư do phần lớn giá trị của ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá. Nhờ đó, kết quả định giá sẽ phản ánh sát giá trị thực tế của vốn chủ sở hữu và ít biến động hơn trước các thay đổi trong giả định dự báo.
- **Phương pháp so sánh P/B:** Chúng tôi điều chỉnh mức P/B mục tiêu xuống 2.5x, do giá cổ phiếu biến động đáng kể từ đầu tháng 4 và tăng trưởng lợi nhuận dự phóng cho năm 2025 thấp hơn trước. Trong 3 năm qua, VCB thường giao dịch với mức vượt trội (premium) 92% so với trung bình ngành, nhờ quy mô lợi nhuận vượt trội và chất lượng tài sản cao. Tuy nhiên, mức premium này đang thu hẹp. Mức P/B mục tiêu chiết khấu 15% so với trung bình 3 năm của VCB, do (1) mục tiêu tăng trưởng LNTT năm 2025 chỉ đạt 3.5% svck - thấp hơn nhiều so với trung bình ngành khoảng 18%, và (2) ROE dự phóng năm 2025 thấp hơn 23% so với mức trung bình 3 năm của VCB.

Hình 3: Định giá thu nhập thặng dư	2025	2026	2027	2028	2029	2030
LS phi rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phản bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
Chi phí vốn cổ phần	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						3.0%
(ĐVT: tỷ đồng)						
Thu nhập thặng dư (RI)	17,142	18,211	21,139	25,029	28,237	27,454
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	15,672	15,220	16,152	17,482	18,031	16,027
VCSH đầu kỳ	196,209					
Tổng Giá trị hiện tại RI (6 năm)	98,583					
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	258,513					
Giá trị VCSH cuối kỳ	553,304					
SLCP lưu hành (tr cp)	8,356					
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	66,200					

Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá theo các phương pháp

Tóm tắt định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Đóng góp (VNĐ)
Thu nhập thặng dư	66,200	50%	33,100
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 2.5x)	68,464	50%	34,232
Giá mục tiêu			67,300
Giá hiện tại			55,900
Tiềm năng tăng giá			20.4%

Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 5: So sánh với các ngân hàng khác											
Ngân hàng	Vốn hóa	P/E		P/B		Tăng trưởng LN		ROE		ROA	
	Tỷ đồng	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ACB	107,613	5.9x	4.6x	1.1x	0.9x	9.0%	28.4%	19.8%	21.2%	1.9%	2.1%
BID	247,503	9.0x	7.5x	1.4x	1.2x	9.4%	20.0%	17.3%	17.6%	0.9%	1.0%
CTG	204,060	7.1x	7.4x	1.2x	1.0x	12.8%	-3.2%	17.9%	15.1%	1.1%	1.0%
EIB	43,029	12.4x	11.1x	1.5x	1.3x	4.6%	11.8%	13.0%	12.7%	1.4%	1.4%
HDB	74,969	4.6x	3.6x	1.1x	0.8x	26.6%	25.9%	26.8%	26.0%	2.1%	2.1%
LPB	93,353	8.0x	6.8x	1.7x	1.4x	19.9%	17.8%	23.9%	22.6%	2.1%	2.2%
MBB	147,980	5.7x	4.4x	1.1x	0.9x	14.0%	31.5%	20.1%	21.5%	2.0%	2.2%
OCB	26,507	7.6x	6.1x	0.8x	0.7x	9.4%	24.7%	10.4%	11.6%	1.2%	1.3%
STB	79,085	7.3x	6.6x	1.2x	1.0x	6.9%	10.9%	17.9%	16.9%	1.4%	1.5%
TCB	210,179	8.5x	7.0x	1.2x	1.0x	15.2%	21.1%	15.9%	16.4%	2.3%	2.3%
TPB	34,478	4.8x	4.2x	0.8x	0.9x	18.2%	14.1%	18.0%	17.7%	1.6%	1.7%
VCB	467,082	13.1x	11.8x	2.0x	1.8x	5.1%	11.6%	16.7%	16.1%	1.6%	1.6%
VIB	53,177	6.5x	5.0x	1.1x	0.9x	13.1%	30.7%	18.2%	19.5%	1.5%	1.6%
VPB	141,621	7.4x	5.5x	0.9x	0.8x	26.3%	33.6%	13.3%	15.5%	2.0%	2.2%
TB (không tính NH quốc doanh)		7.2x	5.9x	1.1x	1.0x	14.8%	22.8%	17.9%	18.3%	1.8%	1.9%
TB		7.7x	6.5x	1.2x	1.0x	17.7%	19.7%	17.8%	17.9%	1.7%	1.7%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- 1) Mục tiêu TTTD có thể không đạt được do tăng trưởng kinh tế chậm hơn kỳ vọng;
- 2) Mặt bằng lãi suất cho vay thấp hơn có thể kéo dài, gây áp lực lên NIM của VCB;
- 3) Mức thuế cao hơn áp lên hàng hóa Việt Nam xuất sang Mỹ.

Vietcombank

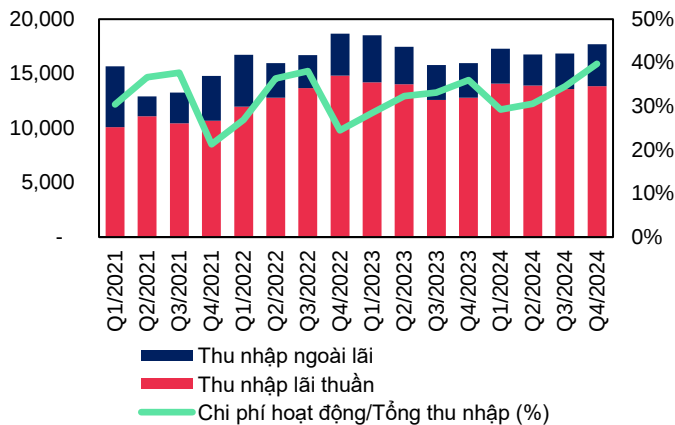
KQKD Q1/25: Sự tăng trưởng đáng kể của thu nhập ngoài lãi và chi phí dự phòng thấp hơn giúp nâng đỡ lợi nhuận

Hình 6: KQKD Q1/25 của VCB

(Đơn vị: tỷ đồng)	Q1/25	Q1/24	% svck	% dự báo MBS	Đánh giá
Thu nhập lãi thuần	13,687	14,078	-2.8%	23%	Mặc dù tăng trưởng tín dụng đạt 1.2% so với đầu năm, NIM của VCB trong Q1/25 vẫn giảm 49 đcb svck, khiến thu nhập lãi thuần (NII) giảm 2.9% svck.
Thu nhập ngoài lãi	3,578	3,202	11.7%	26.5%	Thu nhập ngoài lãi (Non-II) phục hồi 11.7% svck, chủ yếu nhờ thu nhập từ giao dịch ngoại hối tăng mạnh 69% svck, bù đắp phần nào cho đà suy giảm tiếp tục của thu nhập từ phí dịch vụ.
Tổng thu nhập hoạt động	17,265	17,280	-0.1%	23.7%	
Chi phí hoạt động	(5,652)	(5,054)	11.8%	23.3%	Chi phí hoạt động tăng 11.8% svck, chủ yếu do chi phí nhân sự tăng cao.
LN trước dự phòng	11,612	12,226	-5.0%	23.8%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(752)	(1,508)	-50.1%	17.1%	Chi phí dự phòng giảm mạnh 50.1% svck, chủ yếu nhờ hoàn nhập nốt dự phòng liên quan đến các tổ chức tín dụng khác
LN trước thuế	10,860	10,718	1.3%	24.5%	Lợi nhuận trước thuế trong Q1/25 hoàn thành 24.8% kế hoạch năm 2025.
LN ròng	8,696	8,580	1.4%	24.6%	
Tăng trưởng tín dụng	1.2%	-0.3%	1.5 điểm %		Tăng trưởng tín dụng trong Q1/25 vượt xa cùng kỳ năm trước, được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp và việc VCB chủ động tham gia các chương trình tín dụng ưu đãi do Chính phủ triển khai nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế.
Tăng trưởng huy động	-0.4%	-3.5%	3.1 điểm %		
NIM	2.7%	3.1%	-0.5 điểm %		Lợi suất tài sản trong Q1/25 giảm 61 đcb svck, trong khi chi phí vốn chỉ giảm 15 đcb svck, dẫn đến NIM thu hẹp còn 2.7%, giảm 14 đcb so với Q4/24
CIR	32.7%	29.2%	3.5 điểm %		Dù giảm so với cùng kỳ, tỷ lệ CIR giảm mạnh 7 điểm % so với Q4/24, xuống còn 39.8%
CASA	34.3%	33.8%	0.5 điểm %		
NPL	1.0%	1.2%	-0.2 điểm %		Tỷ lệ NPL giảm svck, nhưng tăng 7 đcb so với đầu năm.
LLR	216.1%	199.8%	16.3 điểm %		
ROE	17.9%	20.5%	-2.6 điểm %		
ROA	1.7%	1.8%	-0.1 điểm %		

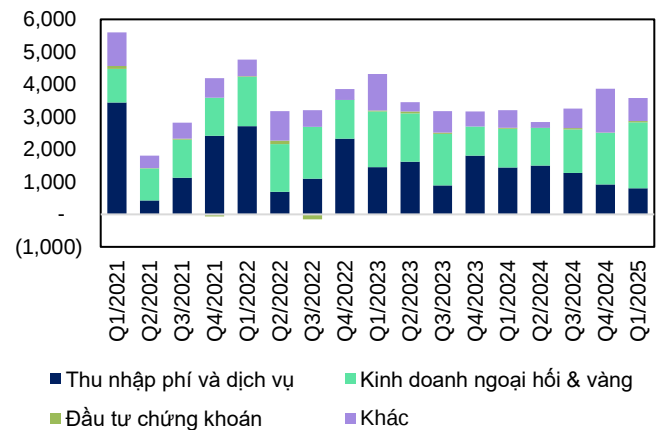
Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 7: CIR Q1/25 đã giảm 7 điểm % so với Q4/24 nhưng tăng svck



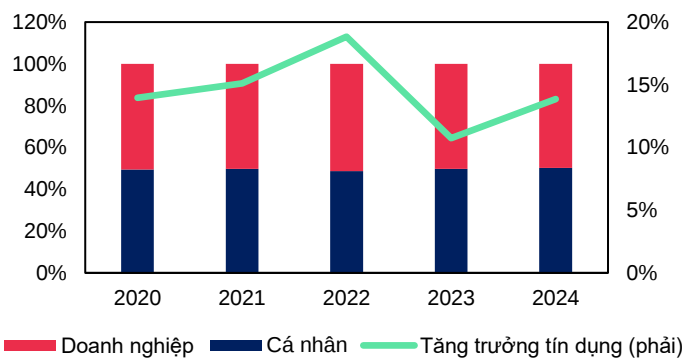
Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 8: Hoạt động kinh doanh ngoại hối tăng 69% svck, trong khi thu nhập phí thuần giảm 44% svck



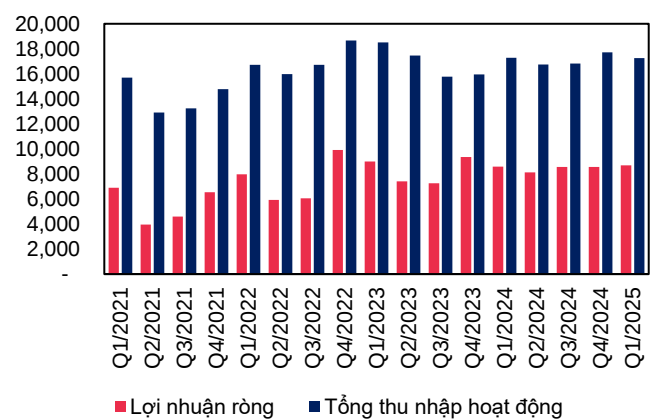
Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 9: Tăng trưởng tín dụng của VCB chủ yếu đến từ cho vay KHDN



Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 10: Lợi nhuận ròng và tổng thu nhập hoạt động của VCB trong Q1/25 tương đương svck



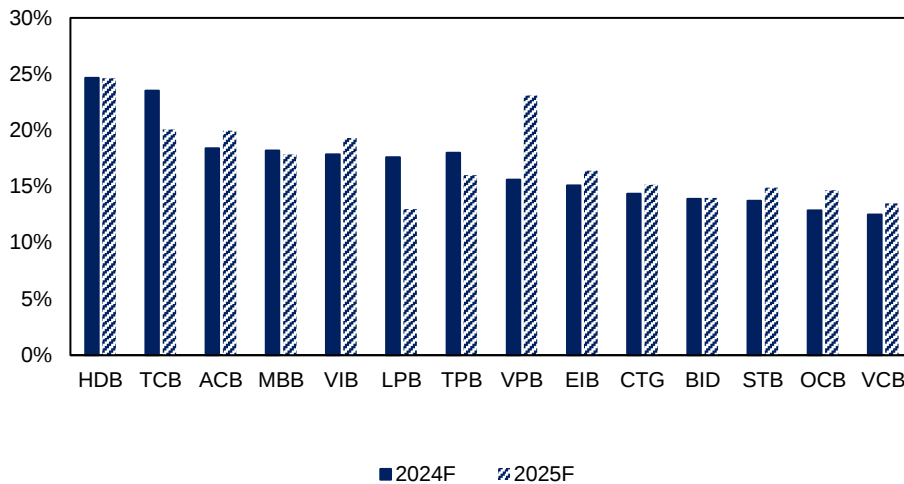
Nguồn: VCB, MBS Research

Triển vọng kinh doanh năm 2025 - 2026

Chúng tôi kỳ vọng TTTD của VCB sẽ đạt 16%/15% trong năm 2025/2026

Năm 2024, TTTD của VCB đạt 13.9% (+313 đcb svck), thấp hơn mức bình quân ngành là 15.08%, chủ yếu nhờ cho vay KHDN tăng 16% svck, trong khi mảng bán lẻ bắt đầu lấy lại đà từ Q2/24. Cho vay doanh nghiệp FDI ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể 35% so với đầu năm, còn cho vay doanh nghiệp lớn với mức tăng 18% YTD, tập trung vào cả cho vay ngắn và dài hạn cho các dự án trọng điểm thuộc lĩnh vực điện, sản xuất thép và ô tô. Về cho vay cá nhân, cho vay mua nhà đảo chiều xu hướng giảm và tăng trở lại 3% trong Q4/24, trong khi cho vay hộ kinh doanh và tiêu dùng lần lượt tăng trưởng 10% và 60%. Trong Q1/25, VCB ghi nhận TTTD so với đầu năm đạt 1.2%, cải thiện đáng kể so với mức -0.3% YTD cùng kỳ năm trước, và vượt trung bình toàn ngành nếu tính cả phần cho vay được chuyển sang nền tảng VCB Neo.

Hình 11: TTTD của VCB đạt 13.9% năm 2024, thấp hơn TB ngành (17.7%) và dự kiến đạt 16% năm 2025.



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng TTTD của VCB trong năm 2025 sẽ đạt 16% svck nhờ một số động lực sau:

- VCB đã duy trì vị thế vững chắc trong mảng ngân hàng doanh nghiệp trong nhiều năm. TTTD năm 2025 được dự báo phân bổ đều ở cả nhóm doanh nghiệp và cá nhân. Ở mảng doanh nghiệp, động lực chính là các doanh nghiệp lớn và vừa, đặc biệt trong các lĩnh vực sản xuất – kinh doanh và các dự án trọng điểm quốc gia như giao thông, hạ tầng, cảng biển, và năng lượng. Về phía KHCN, triển vọng cho vay duy trì tích cực đến cuối năm 2025 với tăng trưởng dự kiến đạt 15.1% svck, chủ yếu đến từ cho vay mua nhà và cho vay hộ kinh doanh. Thị trường bất động sản được kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ các yếu tố thuận lợi như mặt bằng lãi suất thấp và khung pháp lý mới với ba luật bất động sản sửa đổi có hiệu lực từ 2024, qua đó tạo điều kiện thúc đẩy dư nợ cho vay mua nhà. Ngoài ra, mục tiêu tăng trưởng GDP 8% của Quốc hội cũng sẽ tạo môi trường thuận lợi cho nhu cầu tín dụng tăng lên trong các lĩnh vực sản xuất và tiêu dùng.
- Thứ hai, với vai trò là một trong bốn NHTM quốc doanh, VCB thường đi đầu trong việc triển khai các chương trình tín dụng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế do Chính phủ chỉ đạo. Từ tháng 4/2025, VCB đã triển khai nhiều gói tín dụng ưu đãi lãi suất, dành cho nhóm KHCN và SME, trong đó có mục tiêu đẩy mạnh cho vay mua nhà cho người trẻ. Sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở, cùng với ba luật sửa đổi có hiệu lực từ năm 2024, được kỳ vọng sẽ là động lực quan trọng giúp tăng trưởng tín dụng thể chấp tại VCB, đặc biệt trong môi trường lãi suất thấp.
- Thứ ba, việc đẩy nhanh giải ngân đầu tư công trong năm 2025, tập trung vào các dự án hạ tầng trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành, và Vành đai 3 – Vành đai 4, cũng sẽ là động lực quan trọng cho tăng trưởng tín dụng, đặc biệt đối với nhóm ngân hàng quốc doanh như VCB.

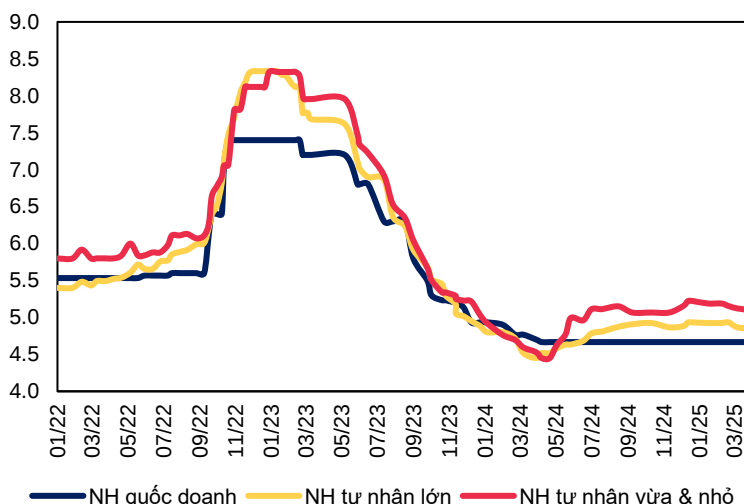
Tổng thể, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng 16% svck trong năm 2025, trong đó cho vay doanh nghiệp đóng vai trò chính, đồng thời duy trì đà mở rộng ổn định ở phân khúc bán lẻ.

Chúng tôi kỳ vọng NIM tiếp tục bị áp lực trong bối cảnh lãi suất thấp để hỗ trợ nền kinh tế

- Năm 2024, NIM của VCB giảm còn 2.86% (-10 đcb svck), mức thấp nhất trong 6 năm qua, chủ yếu do lợi suất tài sản (AY) giảm mạnh hơn so với chi phí vốn (CoF). Trong Q1/25, NIM tiếp tục bị co hẹp xuống còn 2.70% (-14 đcb so với quý trước, -61 đcb svck) do tỷ trọng cho vay ngắn hạn tăng và cơ cấu huy động dịch chuyển về tiền gửi kỳ hạn có CoF cao hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện nhẹ từ giờ đến năm 2025 so với mức NIM của Q1/25, nhờ chiến lược tăng cường cho vay trung dài hạn để giảm áp lực biên lãi và cân bằng giữa mục tiêu an toàn vốn và hiệu quả tín dụng. Tuy nhiên, với vai trò dẫn dắt thị trường và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế quốc gia, lãi suất tại các ngân hàng quốc doanh – trong đó có VCB – nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức thấp. Trong năm 2025, các NHTM có thể phải giữ ổn định lãi suất huy động ở mặt bằng thấp và tiếp tục giảm lãi suất cho vay. Theo đó, chúng tôi dự báo NIM của VCB sẽ giảm nhẹ trong năm 2025, xuống còn 2.70% (-15 đcb svck), phản ánh nỗ lực duy trì lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ nền kinh tế.

Hình 12: Các ngân hàng quốc doanh vẫn giữ nguyên lãi suất tiền gửi 12T, trong khi nhóm ngân hàng còn lại đã giảm nhẹ lãi suất kể từ T2/25

Hình 13: NIM của VCB Q1/25 giảm 14 đcb so với quý trước và 49 đcb svck, đạt 2.65%.

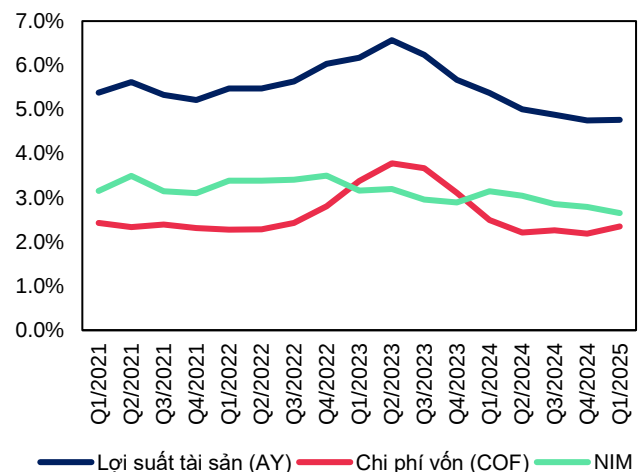


NH quốc doanh: VCB, BID, CTG

NH tư nhân lớn: TCB, VPB, MBB, STB, ACB, SHB

NH tư nhân vừa & nhỏ: LPB, SSB, NAB, EIB, HDB, TPB, VIB, MSB, OCB

Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research



Nguồn: VCB, MBS Research

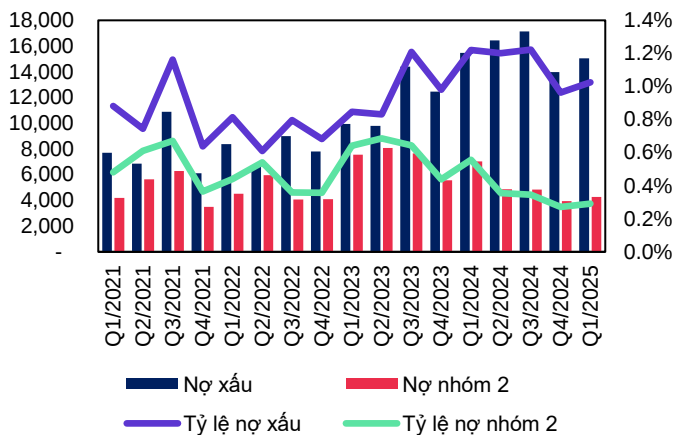
Chất lượng tài sản dự kiến sẽ suy giảm nhẹ trong năm 2025 trong bối cảnh rủi ro vĩ mô còn nhiều bất định, phản ánh qua diễn biến trong Q1/25.

- Tính đến cuối năm 2024, tỷ lệ NPL của VCB tiếp tục xu hướng giảm kể từ năm 2022, đạt 0.92% (-4 đcb svck). Tuy nhiên, đến cuối Q1/25, chất lượng tài sản đã suy giảm nhẹ so với đầu năm, phù hợp với xu hướng chung của ngành. Tỷ lệ NPL tăng lên mức 1.03% (+7 đcb từ đầu năm) và tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng thêm 2 đcb lên mức 0.29%. Trong khi đó, tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu (LLR) giảm 7.2 điểm % so với đầu năm, còn 216.11%.
- Trước biến động chất lượng tài sản trong Q1/25, chúng tôi dự báo tỷ lệ NPL trong năm 2025 sẽ tăng nhẹ lên 0.99% (+3 đcb svck). Về rủi ro đối

với danh mục cho vay của VCB do tác động từ thuế quan, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng sẽ ở mức thấp vì: (1) thuế chính thức đối với hàng xuất khẩu từ Việt Nam nhiều khả năng sẽ thấp hơn so với thông báo ban đầu nhờ nỗ lực đàm phán của Việt Nam với Mỹ; và (2) phần lớn khách hàng của VCB có nền tảng tài chính vững chắc và đã chuẩn bị các phương án ứng phó với các kịch bản thuế quan khác nhau.

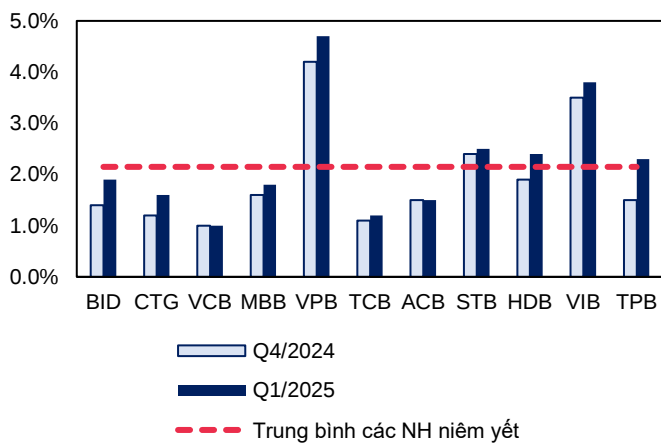
- VCB tiếp tục giữ vị thế dẫn đầu về hiệu quả kiểm soát chi phí tín dụng trong nhóm các ngân hàng lớn và vừa. Ngân hàng đặt mục tiêu duy trì lợi thế này bằng cách củng cố bằng cân đối kế toán, chủ động xử lý và xóa nợ xấu khoảng 2 - 3 nghìn tỷ đồng, đồng thời duy trì tỷ lệ LLR trên 200%.

Hình 14: Tỷ lệ nợ nhóm 2 và nợ xấu tăng so với đầu năm



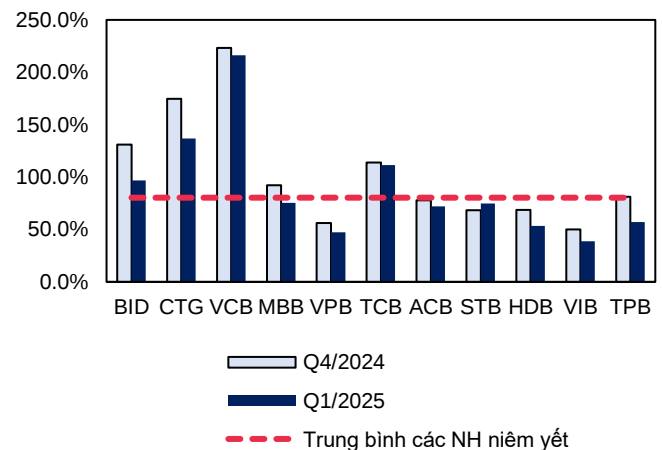
Nguồn: VCB, MBS Research

Hình 15: Tỷ lệ nợ xấu trong Q1/25 của hầu hết các ngân hàng đều tăng so với đầu năm



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 16: Tỷ lệ LLR trong Q1/25 của hầu hết các ngân hàng đều giảm so với đầu năm



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Dự báo LN 2025-26: Lợi nhuận ròng 2025/26 dự kiến tăng 5.3%/11.6% svck

Hình 17: Dự báo KQKD 2025-26

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025	% svck	2026	% svck	Đánh giá
Thu nhập lãi thuần	55,406	59,309	7.0%	68,118	14.9%	Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ của VCB trong năm 2025 sẽ đạt 16%, bù đắp phần nào cho sự suy giảm của NIM
Thu nhập ngoài lãi	13,173	13,616	3.4%	14,547	6.8%	Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2025, nhờ sự cải thiện của các khoản thu nhập khác ngoại trừ thu nhập từ phí dịch vụ.
Tổng thu nhập hoạt động	68,578	72,925	6.3%	82,665	13.4%	
Chi phí hoạt động	(23,027)	(24,472)	6.3%	(27,172)	11.0%	VCB được dự báo sẽ tối ưu hóa hoạt động vận hành, đồng thời ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ.
LN trước dự phòng	45,551	48,453	6.4%	55,493	14.5%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3,315)	(3,978)	20.0%	(5,855)	47.2%	Chi phí dự phòng trong năm 2025 có thể tăng trở lại do tỷ lệ NPL tăng và không còn khoản hoàn nhập đáng kể như trong các năm 2023–2024.
LN trước thuế	42,236	44,475	5.3%	49,638	11.6%	Dự báo của MBS phù hợp với kế hoạch của VCB.
LN ròng	33,831	35,558	5.1%	39,688	11.6%	
Tăng trưởng tín dụng	13.9%	16%	2.2%	15.0%	-1.1%	Tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 được hỗ trợ chính bởi mặt bằng lãi suất thấp, tiến độ giải ngân đầu tư công mạnh mẽ và sự phục hồi của thị trường bất động sản.
Tăng trưởng huy động	8.5%	8.0%	-0.5%	10.0%	2.0%	
NIM	2.9%	2.70%	-0.2%	2.75%	0.0%	NIM có thể giảm nhẹ do VCB tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp nhất nhằm hỗ trợ nền kinh tế.
CIR	33.7%	33.6%	-0.2%	32.9%	-0.7%	
CASA	35.8%	36.4%	0.5%	35.7%	-0.7%	
NPL	0.96%	0.99%	0.0%	0.94%	0.0%	Tỷ lệ NPL có thể chịu ảnh hưởng từ tác động của thuế áp bởi Mỹ lên nhóm KH xuất khẩu sang Mỹ.
LLR	223.3%	203.3%	-20.0%	198.2%	-5.1%	
ROE	18.7%	16.7%	-2.0%	16.1%	-0.7%	
ROA	1.7%	1.6%	-0.1%	1.6%	0.0%	

Nguồn: VCB, MBS Research

Báo cáo tài chính

KQKD	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi	93,655	106,004	124,466	149,064	Tăng trưởng tiền gửi	8.5%	8.0%	10.0%	11.0%
Chi phí lãi	(38,249)	(46,695)	(56,348)	(69,044)	Tăng trưởng cho vay KH	13.9%	16.0%	15.0%	14.0%
Thu nhập lãi thuần	55,406	59,309	68,118	80,020	Tăng trưởng tổng tài sản	13.4%	12.5%	13.1%	13.0%
Thu nhập ngoài lãi	13,173	13,616	14,547	15,765	Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	3.3%	7.0%	14.9%	17.5%
Tổng lợi nhuận hoạt động	68,578	72,925	82,665	95,785	Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	-6.6%	3.4%	6.8%	8.4%
Tổng chi phí hoạt động	(23,027)	(24,472)	(27,172)	(31,217)	Tăng trưởng LN ròng	2.4%	5.1%	11.6%	16.0%
LN trước dự phòng	45,551	48,453	55,493	64,568	Tỷ lệ cho vay/hủy động (LDR)	83.0%	87.7%	90.9%	91.3%
Tổng trích lập dự phòng	(3,315)	(3,978)	(5,855)	(6,990)	Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	2.9%	2.7%	2.7%	2.9%
LN hoạt động sau trích lập	42,236	44,475	49,638	57,578	Chi phí hoạt động/thu nhập (CIR)	33.7%	33.6%	32.9%	32.6%
Lợi nhuận sau thuế	33,853	35,580	39,710	46,062	Chi phí tín dụng cho vay KH	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Lợi ích cổ đông thiểu số	96	97	97	97	Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
LN chia cho cổ đông hiện hữu	33,831	35,558	39,688	46,039	Tổng dự phòng/nợ xấu (LLR)	223.3%	203.3%	198.2%	198.5%
					ROAE	18.7%	16.7%	16.1%	16.1%
Cân đối kế toán	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	ROAA	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
Tổng cho vay khách hàng	1,840,151	2,091,189	2,383,332	2,711,948	EPS	4,855	4,258	4,752	5,513
Tổng các khoản mục chứng khoán	223,193	235,692	250,611	266,166	Giá trị sổ sách/cp	35,106	27,386	31,750	36,843
Tổng dự phòng	(32,462)	(34,099)	(36,382)	(39,258)	P/B	2.38	2.04	2.11	1.82
Tổng tài sản sinh lãi ròng	2,030,882	2,292,783	2,597,560	2,938,856					
Tổng tài sản không sinh lãi	54,991	62,015	70,199	79,371					
Tổng tài sản	2,085,874	2,346,110	2,653,492	2,999,198					
Tiền gửi của khách hàng	1,514,665	1,635,838	1,799,422	1,997,358					
Tiền gửi và vay các TCTD khác	234,534	273,814	317,908	403,570					
Tổng nợ phải trả	1,889,664	2,067,360	2,289,739	2,600,315					
Vốn điều lệ	55,891	83,557	83,557	83,557					
Lợi nhuận chưa phân phối	98,332	97,949	128,465	164,110					
Vốn chủ sở hữu	196,209	228,827	265,296	307,847					
Lợi ích cổ đông thiểu số	96	97	97	97					
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2,085,874	2,346,110	2,653,492	2,999,198					

Nguồn: VCB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nguyễn Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ tài chính
Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Phạm Thị Thanh Huyền

Tiêu dùng – Bán lẻ
Nguyễn Quỳnh Ly
Nguyễn Phương Anh

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng