

# Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB: HOSE)

Giá mục tiêu: **84.900** Đồng

Khuyến nghị: **MUA**

Tăng giá: **30,4%**

26/02/2026

## Tăng tốc trở lại

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB với giá mục tiêu 12 tháng là 84.900 đồng dựa trên mức P/B dự phóng 2026 là 2,7x (-1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm). Sau 2 năm chững lại, chúng tôi kỳ vọng năm 2026 sẽ đánh dấu giai đoạn tăng tốc trở lại với tăng trưởng lợi nhuận đạt 15,6%, nhờ tăng trưởng tín dụng duy trì và NIM dần phục hồi.

### Luận điểm đầu tư

- Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đã tạo đáy.** Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2024–2025 chịu áp lực từ NIM thu hẹp và thu nhập từ phí giảm tốc. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ trở về mức bình thường trong năm 2026 với tăng trưởng tín dụng đạt 14% và NIM cải thiện nhẹ lên 2,69% (+6 điểm cơ bản svck).
- Chất lượng tài sản dẫn đầu ngành.** Tỷ lệ nợ xấu đạt 0,58% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất toàn ngành đạt 259%, giúp giảm thiểu rủi ro về áp lực gia tăng trích lập dự phòng. Tỷ lệ nợ xấu mảng bán lẻ giảm xuống 0,7% cuối năm 2025, phản ánh sự hồi phục về khả năng trả nợ của khách hàng.
- Duy trì vị thế đặc biệt trong ngành.** VCB có lợi thế trong mảng khách hàng hàng FDI, tài trợ thương mại và giao dịch ngoại hối. Tiền gửi doanh nghiệp tăng trưởng ổn định (+14% svck trong năm 2025), góp phần củng cố nền tảng thanh khoản.
- Thu nhập từ phí là động lực tăng trưởng tiềm năng.** Chúng tôi dự báo tăng trưởng sẽ dần cải thiện trong năm 2026, đạt 13% svck. Quy mô và mức độ gắn kết của khách hàng có thể tạo dư địa tăng trưởng trong trung hạn.

### Điểm nhấn KQKD

Trong năm 2025, VCB ghi nhận KQKD khả quan (lợi nhuận trước thuế đạt 44 nghìn tỷ đồng, +4% svck) mặc dù NIM chịu áp lực (-23 điểm cơ bản svck) và thu nhập từ phí giảm (-32% svck). Tăng trưởng tín dụng vẫn tích cực (+15,4% svck), trong khi NIM dần ổn định về cuối năm (+14 điểm cơ bản so với quý trước trong Q4/2025). Chúng tôi dự kiến NIM sẽ tiếp tục chịu áp lực trong nửa đầu năm 2026 do đà tăng của chi phí vốn, nhưng sẽ phục hồi rõ nét hơn trong nửa cuối năm 2026. Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện, củng cố vị thế hàng đầu về kiểm soát rủi ro. Ngân hàng cũng siết chặt kiểm soát chi phí (tỷ lệ chi phí trên doanh thu đạt 34,8%) và trích lập thận trọng, tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026.

**Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu:** (1) NIM phục hồi rõ nét, (2) FTSE nâng hạng thị trường (dự kiến tháng 9/2026), (3) Kế hoạch phát hành riêng lẻ 6,5% vốn có tiến triển thuận lợi.

**Rủi ro:** (1) Chi phí vốn tăng trong thời gian dài hơn dự kiến, (2) Tăng trưởng tín dụng chậm hơn kỳ vọng.

### Tóm tắt các chỉ tiêu chính

| Tỷ đồng                  | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026F  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng thu nhập hoạt động  | 68.083 | 67.723 | 68.578 | 72.358 | 83.430 |
| LNTT                     | 37.368 | 41.244 | 42.236 | 44.020 | 50.866 |
| % svck                   | 36,5%  | 10,4%  | 2,4%   | 4,2%   | 15,6%  |
| Tăng trưởng tín dụng (%) | 18,8%  | 10,7%  | 13,9%  | 15,3%  | 14,5%  |
| ROE (%)                  | 24,2%  | 21,7%  | 18,4%  | 16,5%  | 16,6%  |
| NIM (%)                  | 3,40%  | 3,01%  | 2,86%  | 2,63%  | 2,69%  |
| CIR (%)                  | 31,2%  | 32,4%  | 33,6%  | 34,8%  | 34,0%  |
| NPL (%)                  | 0,68%  | 0,98%  | 0,96%  | 0,58%  | 0,80%  |
| LLCR (%)                 | 317,4% | 230,3% | 223,3% | 258,8% | 175,2% |
| BVPS (VND)               | 29,422 | 30,156 | 35,597 | 27,231 | 31,431 |
| P/B (x)                  | 2,72   | 2,66   | 2,56   | 2,10   | 2,29   |

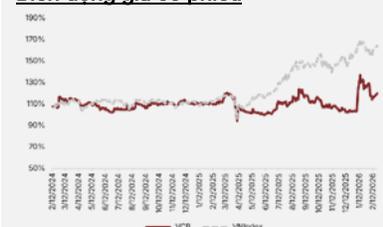
Nguồn: VCB, SSI Research

**Nguyễn Thu Hà, CFA**

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu  
[hant4@ssi.com.vn](mailto:hant4@ssi.com.vn)

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| Giá CP - VND (25/02/26)     | 65.100     |
| Vốn hóa (USDmn):            | 21.041     |
| SLCP lưu hành (triệu cp):   | 8.356      |
| KLGD TB 3 tháng (triệu cp): | 9,8        |
| Giá cao/thấp 52T (k VND):   | 76,40/52,1 |
| GTGD TB 3 tháng (USDmn):    | 21,6       |
| Tỷ lệ SHNN (%):             | 20,8       |
| GTNN còn được mua (USDmn):  | 1935,8     |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):  | 74,8       |

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

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

## Nhìn lại Q4/2025

Trong Q4/2025, VCB tiếp tục ghi nhận xu hướng lợi nhuận khá trầm lắng, với lợi nhuận trước thuế chỉ tăng 1,7% so với quý trước, thấp hơn đà tăng trưởng của các Ngân hàng thương mại Nhà nước (NHTMNN) khác. Tuy nhiên, quý 4 cũng cho thấy những tín hiệu ổn định đáng chú ý là NIM phục hồi 14 điểm cơ bản so với quý trước và chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện. Lũy kế năm 2025, VCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 44 nghìn tỷ đồng (+4,2% svck). Nếu không tính đến khoản phí trả trước bancassurance ghi nhận trong năm 2024, tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi sẽ đạt khoảng 9% svck, cho thấy hoạt động cốt lõi của ngân hàng vẫn được duy trì ổn định.

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

| Tỷ đồng  | 31/12/25  | 31/12/24  | % YTD | 30/9/25   | %QoQ |
|--|-----------|-----------|-------|-----------|------|
| Tổng tài sản   | 2.441.929 | 2.085.397 | 17,1% | 2.378.186 | 2,7% |
| Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) | 1.681.424 | 1.458.377 | 15,3% | 1.642.483 | 2,4% |
| Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)         | 1.699.635 | 1.538.790 | 10,5% | 1.635.052 | 3,9% |
| NPL  | 0,58%     | 0,96%     |       | 1,03%     |      |
| LLC  | 258,8%    | 223,3%    |       | 201,9%    |      |
| LDR thuần  | 98,9%     | 94,8%     |       | 100,5%    |      |
| CAR (Basel 2)  | 11,70%    | 12,30%    |       | 11,50%    |      |

Nguồn: VCB, SSI Research

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

| Tỷ đồng                  | 4Q25   | 4Q24   | YoY      | 3Q25   | QoQ    | 2025   | 2024   | YoY   |
|--------------------------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Thu nhập lãi thuần       | 16.170 | 13.842 | 16,8%    | 14.657 | 10,3%  | 58.674 | 55.406 | 5,9%  |
| Thu nhập thuần ngoài lãi | 3.003  | 3.868  | -22,4%   | 3.395  | -11,6% | 13.683 | 13.173 | 3,9%  |
| Tổng thu nhập hoạt động  | 19.172 | 17.711 | 8,3%     | 18.052 | 6,2%   | 72.358 | 68.578 | 5,5%  |
| Chi phí hoạt động        | 7.438  | 7.040  | 5,6%     | 6.037  | 23,2%  | 25.152 | 23.027 | 9,2%  |
| CIR                      | 38,8%  | 39,8%  |          | 33,4%  |        |        |        |       |
| Dự phòng rủi ro tín dụng | 848    | (32)   | -2721,4% | 776    | 9,3%   | 3.185  | 3.315  | -3,9% |
| LNTT                     | 10.887 | 10.703 | 1,7%     | 11.239 | -3,1%  | 44.020 | 42.236 | 4,2%  |
| NIM                      | 2,72%  | 2,79%  |          | 2,58%  |        | 2,63%  | 2,86%  |       |
| Chi phí tín dụng         | 0,21%  | -0,01% |          | 0,19%  |        | 0,20%  | 0,24%  |       |

Nguồn: VCB, SSI Research

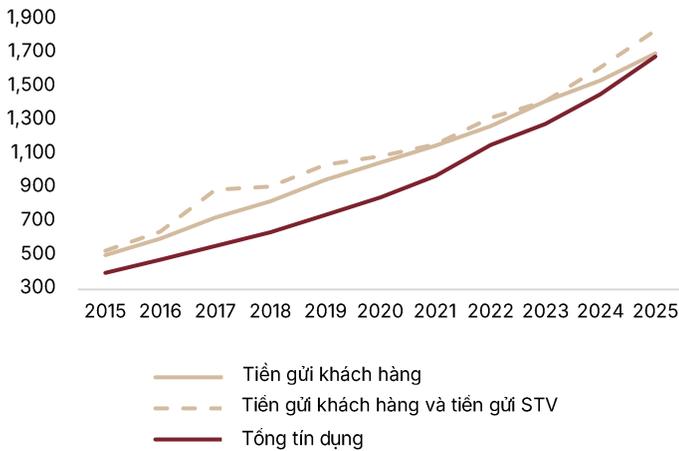
**Bảng cân đối mở rộng tích cực.** VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ổn định (+15,4% tính từ đầu năm và +2,4% so với quý trước), với đóng góp đến từ cả hai mảng doanh nghiệp (+12,8% tính từ đầu năm) và bán lẻ (+18,5% tính từ đầu năm). Sự dịch chuyển tích cực sang cho vay trung – dài hạn (+30% svck so với +7% cho vay ngắn hạn) giúp lợi suất tài sản bình quân cải thiện 5 điểm cơ bản svck, phản ánh quá trình tối ưu hóa cơ cấu tài sản.

Trong mảng khách hàng doanh nghiệp, tín dụng liên quan đến FDI tăng 17% svck, tập trung vào các ngành như điện tử, dệt may, lọc hóa dầu.... Nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn tiếp tục giải ngân ổn định cho các dự án trọng điểm, trong khi nhóm doanh nghiệp quy mô vừa đẩy mạnh giải ngân với tăng trưởng tín dụng đạt 20% svck trong năm 2025.

Về mảng bán lẻ, cho vay tiêu dùng (bao gồm vay cầm cố sổ tiết kiệm) và cho vay mua nhà dẫn đầu với mức tăng lần lượt 30% và 20% svck. Trong khi đó, cho vay kinh doanh mặc dù phục hồi nhẹ (+9% svck) sau Q3/2025 trầm lắng, đây vẫn là mảng yếu nhất trong danh mục cho vay bán lẻ trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng điều này phần nào phản ánh tâm lý thận trọng của hộ kinh doanh trước những thay đổi về chế độ thuế.

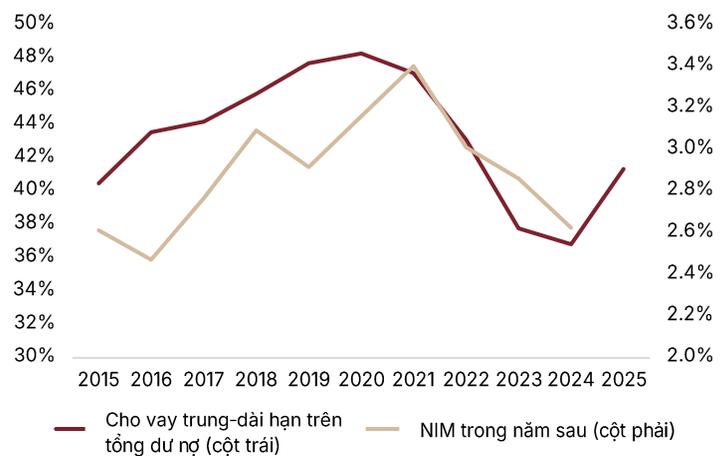
**Thanh khoản ổn định.** VCB duy trì vị thế là một trong những trụ cột thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Mặc dù tỷ lệ LDR thuần đã gần đạt 100%, thanh khoản của ngân hàng vẫn ở mức an toàn nhờ vai trò là ngân hàng thanh toán ngoại tệ, số dư nostro lớn và dự trữ dồi dào. Tiền gửi doanh nghiệp tăng trưởng tốt, đạt 14% svck. Ngược lại, tiền gửi khách hàng cá nhân chỉ tăng 7% svck, do cạnh tranh lãi suất gia tăng cũng như mức chênh lệch lãi suất huy động giữa VCB và các Ngân hàng Thương mại cổ phần (NHTMCP) có sự gia tăng trong giai đoạn vừa qua.

## Tín dụng và huy động tại VCB



Nguồn: VCB, SSI Research

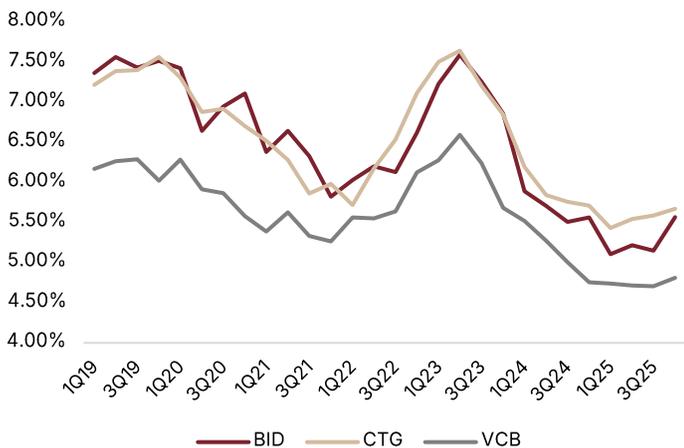
## Tỷ lệ cho vay trong trung-dài hạn trên tổng dư nợ



Nguồn: VCB, SSI Research

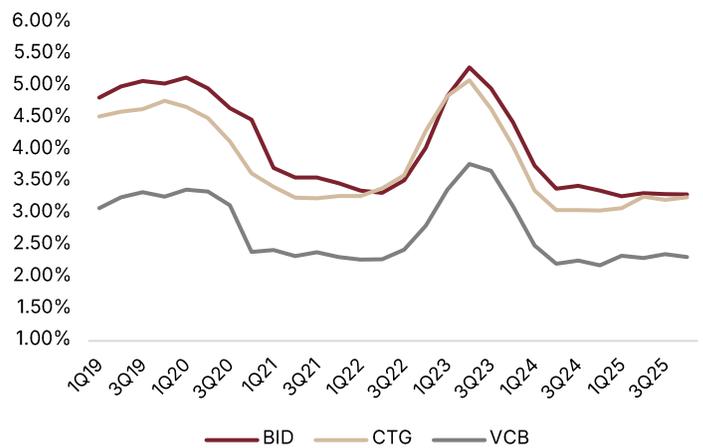
**NIM ghi nhận dấu hiệu phục hồi**, tăng 14 điểm cơ bản so với quý trước lên 2,72% trong Q4/2025. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng NIM trong nửa đầu năm có thể tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh cạnh tranh huy động gay gắt và những nỗ lực giữ tỷ lệ LDR thuần dưới 100%. Sự hồi phục về NIM dự báo sẽ rõ nét hơn trong nửa cuối 2026. Trong thời gian tới, tăng trưởng tín dụng năm 2026 dự kiến được thúc đẩy chủ yếu từ cho vay doanh nghiệp, đặc biệt là các dự án hạ tầng quốc gia, từ đó nâng dần tỷ trọng cho vay trong trung - dài hạn và hỗ trợ lợi suất tài sản bình quân. Với tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trong trung - dài hạn hiện ở mức 23%, VCB vẫn còn dư địa để tối ưu cơ cấu nguồn vốn và có thể mở rộng NIM trong trung hạn.

## Lợi suất tài sản bình quân của NHTMNN



Nguồn: VCB, SSI Research

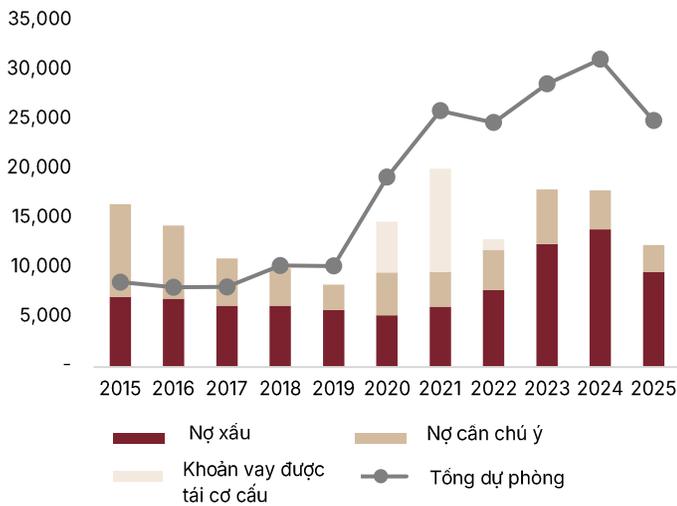
## Chi phí vốn bình quân của NHTMNN



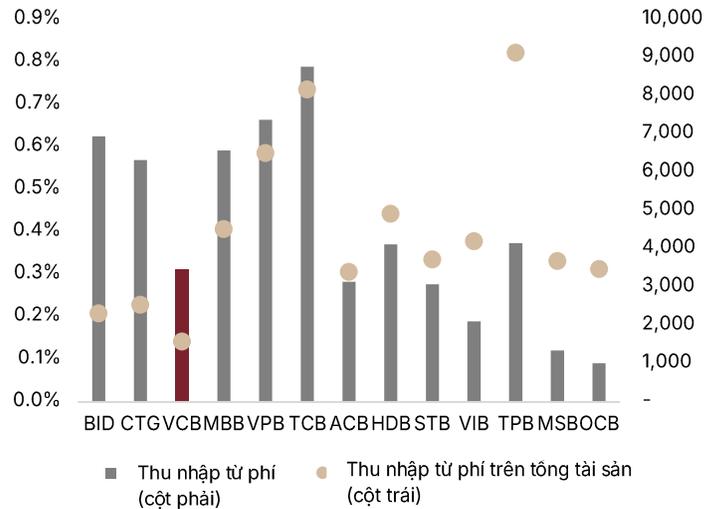
Nguồn: VCB, SSI Research

**Chất lượng tài sản tiếp tục dẫn đầu toàn ngành.** Nợ xấu giảm 31% tính từ đầu năm và giảm 42% so với quý trước, với nợ Nhóm 2 giảm 31% tính từ đầu năm và 39% so với quý trước. Ngân hàng đã xử lý nợ xấu khoảng 0,4% tổng dư nợ, giúp tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,58%, với tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên 259%. Chúng tôi lưu ý VCB có khoản hoàn nhập dự phòng 2,3 nghìn tỷ đồng trong danh mục cho vay, và nợ xấu mảng bán lẻ cải thiện về mức 0,7% (so với 0,8-0,9% trong những quý trước), cho thấy khả năng trả nợ của khách hàng đã có sự phục hồi trong năm 2025. Tuy nhiên, VCB vẫn trích lập hơn 3 nghìn tỷ đồng cho khoản trái phiếu doanh nghiệp trị giá 6,6 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi không loại trừ khả năng khoản này sẽ có thể hồi phục và được phân loại lại về Nhóm 1 trong năm 2026.

**Thu nhập từ phí là điểm yếu trong cơ cấu lợi nhuận của VCB.** Thu nhập phí thuần giảm 6% so với quý trước trong Q4/2025 và giảm 32% đối với cả năm 2025. Nếu loại trừ khoản phí bancassurance được ghi nhận trong năm 2024, thu nhập từ phí gần như đi ngang svck. Tuy nhiên, theo chúng tôi, điều này vẫn phản ánh đà tăng trưởng còn hạn chế ở các mảng thu dịch vụ của VCB.

**Chất lượng tài sản của VCB**

Nguồn: VCB, SSI Research

**Thu nhập từ phí còn nhiều dư địa tăng trưởng**

Nguồn: VCB, SSI Research

**Kế hoạch Ban lãnh đạo**

Tại cuộc họp Chuyên viên phân tích gần đây, Ban lãnh đạo đã chia sẻ kế hoạch dự kiến cho năm 2026. Chúng tôi nhận thấy ngân hàng tiếp tục duy trì quan điểm thận trọng, ưu tiên cân bằng giữa tăng trưởng và chất lượng tài sản. Cách tiếp cận này phù hợp với vận hành lâu nay của VCB, chúng tôi chưa nhận thấy tín hiệu thay đổi chiến lược đáng kể nào tính đến thời điểm hiện tại.

Tuy nhiên, với kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận trước thuế được đặt ở mức 5–10%, cùng với lịch sử nhiều năm liên tục hoàn thành vượt kế hoạch, chúng tôi cho rằng năm 2026 có thể đánh dấu sự trở lại của mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số.

**Tăng trưởng bằng cân đối.** Ngân hàng đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng thấp nhất 13%, trong khi tăng trưởng huy động ở mức cao hơn nhằm đảm bảo bộ đệm thanh khoản.

**Kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận trước thuế: 5-10% svck**

**Động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2026 đến từ:**

- Ưu tiên cho vay doanh nghiệp, đặc biệt ở các dự án hạ tầng quốc gia (cảng biển, đường bộ...).
- Thận trọng hơn với các dự án bất động sản, tập trung vào các dự án có pháp lý rõ ràng.
- Cho vay mua nhà dự kiến chậm lại; trong khi cho vay kinh doanh và tiêu dùng tăng tốc.

**Triển vọng NIM:** Được kỳ vọng cải thiện từ năm 2026 nhờ:

- Tăng dần tỷ trọng cho vay trong trung – dài hạn.
- Đa dạng hóa nguồn vốn để kiểm soát chi phí vốn.

**Chất lượng tài sản:**

- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 150–200%
- Chi phí tín dụng 0,2–0,3%, vùng an toàn là 0,2–0,5%
- Đà thu hồi nợ xấu duy trì tích cực

**Tỷ lệ chi phí trên thu nhập** được kiểm soát dưới 35%, mặc dù chi phí công nghệ và dữ liệu tăng.

**Thu nhập ngoài lãi:** Tập trung vào các mảng sau:

- Ngân hàng số
- Dịch vụ e-banking và mở rộng thanh toán QR xuyên biên giới
- Dịch vụ thẻ hỗ trợ tiêu dùng và tài trợ thương mại

## Ước tính lợi nhuận

Sau hai năm tăng trưởng lợi nhuận ở mức một chữ số thấp, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trước thuế của VCB sẽ **tăng 15,6% svck trong năm 2026**, đánh dấu giai đoạn phục hồi. Các động lực thúc đẩy tăng trưởng chính bao gồm:

- Tăng trưởng tín dụng 14% và NIM cải thiện nhẹ 6 điểm cơ bản lên 2,69%, tuy nhiên vẫn thấp hơn trung bình giai đoạn 2018–2024 (3%), cho thấy còn có dư địa NIM về mức bình thường trong trung hạn.
- Chúng tôi dự báo thu nhập từ phí tăng 13% svck. Mặc dù cạnh tranh mạnh từ khối NHTMCP ở mảng thanh toán và thẻ, VCB vẫn giữ lợi thế đối với tài trợ thương mại, dịch vụ liên quan đến FDI và giao dịch ngoại hối. Việc tham gia vào các dự án hạ tầng dự kiến có thể tạo thêm nguồn thu phí (bảo lãnh, L/C...), hỗ trợ thu nhập ngoài lãi.
- Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí trên thu nhập ổn định quanh 34% khi ngân hàng tiếp tục đầu tư vào công nghệ và nâng cấp hệ thống, và chi phí dự phòng khoảng 4 nghìn tỷ đồng (chi phí tín dụng 0,23%) do không có áp lực lớn về chất lượng tài sản.

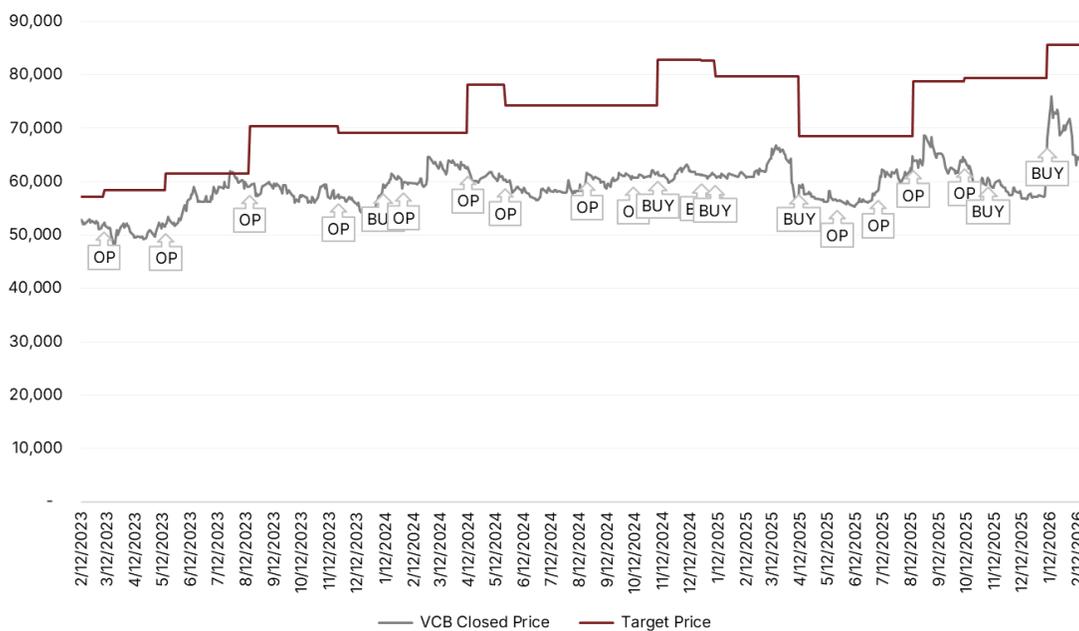
## Luận điểm đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu kém khả quan của VCB từ giữa năm 2023 đã phản ánh mức tăng trưởng lợi nhuận trầm lắng trong giai đoạn 2024-2025 (2-4% svck). Khi đà tăng trưởng dự kiến tăng tốc trở lại trong năm 2026, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu có thể được định giá lại tích cực hơn, đặc biệt nếu NIM hồi phục rõ nét.

Một số yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu bao gồm việc FTSE nâng hạng thị trường và diễn biến tích cực (nếu có) của thương vụ phát hành riêng lẻ 6,5% vốn điều lệ. Việc tăng vốn thành công sẽ góp phần củng cố bộ đệm vốn và tạo dư địa tăng trưởng tốt hơn trong trung hạn.

Theo đó, với mức P/B mục tiêu là 2,7x (tương đương -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng mới là 84.900 đồng. Với tiềm năng tăng giá là 28%, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB.

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Triệu đồng  | 2022                 | 2023                 | 2024                 | 2025                 | 2026F                |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>   |                      |                      |                      |                      |                      |
| + Tiền mặt, vàng bạc, đá quý  | 18.348.534           | 14.504.849           | 14.268.065           | 15.542.768           | 10.068.918           |
| + Tiền gửi tại NHNN   | 92.557.809           | 58.104.503           | 49.340.493           | 37.445.504           | 42.313.420           |
| + Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác                           | 313.637.444          | 335.616.377          | 389.295.778          | 521.938.509          | 513.854.150          |
| + Chứng khoán kinh doanh  | 1.499.687            | 2.495.408            | 4.575.850            | 11.479.097           | 12.532.797           |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác           | 156.515              | -                    | 1.314.434            | 374.918              | 374.918              |
| + Cho vay khách hàng  | 1.120.286.832        | 1.241.675.333        | 1.418.036.605        | 1.648.557.141        | 1.889.322.703        |
| + Chứng khoán đầu tư  | 196.171.213          | 145.780.067          | 167.383.349          | 162.104.164          | 181.534.716          |
| + Đầu tư dài hạn  | 2.193.535            | 2.224.945            | 2.228.098            | 2.260.728            | 2.293.836            |
| + Tài sản cố định   | 7.985.400            | 7.708.181            | 8.092.878            | 8.232.904            | 8.375.353            |
| + Đầu tư bất động sản   | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    |
| + Tài sản khác  | 60.978.201           | 31.113.676           | 30.861.694           | 33.993.212           | 42.721.414           |
| <b>Tổng tài sản</b>   | <b>1.813.815.170</b> | <b>1.839.223.339</b> | <b>2.085.397.244</b> | <b>2.441.928.945</b> | <b>2.703.392.225</b> |
| + Các khoản nợ NHNN   | 67.314.816           | 1.670.837            | 78.237.337           | 160.128.325          | 163.330.892          |
| + Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác                               | 232.510.850          | 213.841.980          | 234.653.406          | 321.158.844          | 321.158.844          |
| + Tiền gửi của khách hàng   | 1.243.468.471        | 1.395.694.611        | 1.514.664.850        | 1.672.534.103        | 1.889.963.536        |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác          | -                    | 117.752              | -                    | -                    | -                    |
| + Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro       | 3.298                | 365                  | 529                  | -                    | -                    |
| + Phát hành giấy tờ có giá  | 25.337.894           | 19.912.623           | 24.125.059           | 27.101.221           | 31.166.404           |
| + Các khoản nợ khác   | 109.533.756          | 39.441.847           | 34.759.953           | 33.470.576           | 35.144.105           |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>   | <b>1.678.169.085</b> | <b>1.670.680.015</b> | <b>1.886.441.134</b> | <b>2.214.393.069</b> | <b>2.440.763.781</b> |
| + Vốn   | 53.130.392           | 61.696.139           | 61.696.139           | 89.361.977           | 89.361.977           |
| + Dự phòng  | 22.556.958           | 22.562.445           | 27.453.138           | 36.993.479           | 43.105.218           |
| + Chênh lệch tỷ giá   | (863.071)            | (983.237)            | (968.290)            | (918.673)            | (918.673)            |
| + Chênh lệch định giá lại tài sản   | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    |
| + Lợi nhuận chưa phân phối  | 60.733.423           | 85.173.987           | 110.678.862          | 102.027.572          | 130.994.897          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>  | <b>135.557.702</b>   | <b>168.449.334</b>   | <b>198.859.849</b>   | <b>227.464.355</b>   | <b>262.543.419</b>   |
| Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số  | 88.383               | 93.990               | 96.261               | 71.521               | 85.025               |
| <b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b> | <b>1.813.815.170</b> | <b>1.839.223.339</b> | <b>2.085.397.244</b> | <b>2.441.928.945</b> | <b>2.703.392.225</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>  |                      |                      |                      |                      |                      |
| Huy động  | 10%                  | 12%                  | 9%                   | 10%                  | 13%                  |
| Tín dụng  | 19%                  | 11%                  | 14%                  | 15%                  | 14%                  |
| Tổng tài sản  | 28%                  | 1%                   | 13%                  | 17%                  | 11%                  |
| Vốn chủ sở hữu  | 22%                  | 24%                  | 18%                  | 14%                  | 15%                  |
| Thu nhập lãi thuần  | 26%                  | 1%                   | 3%                   | 6%                   | 17%                  |
| Thu nhập từ hoạt động kinh doanh  | 20%                  | -1%                  | 1%                   | 6%                   | 15%                  |
| Chi phí hoạt động   | 21%                  | 3%                   | 5%                   | 9%                   | 13%                  |
| Lợi nhuận trước thuế  | 37%                  | 10%                  | 2%                   | 4%                   | 16%                  |
| Lợi nhuận sau thuế  | 36%                  | 10%                  | 2%                   | 4%                   | 16%                  |
| <b>Định giá</b>   |                      |                      |                      |                      |                      |
| PE  | 16,8                 | 15,8                 | 17,5                 | 15,7                 | 17,2                 |
| PB  | 2,72                 | 2,66                 | 2,56                 | 2,10                 | 2,29                 |
| Giá trị sổ sách (đồng)  | 29.422               | 30.156               | 35.597               | 27.231               | 31.431               |

Nguồn: VCB, SSI Research

| Triệu đồng   | 2022              | 2023              | 2024              | 2025              | 2026F             |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| Thu nhập lãi thuần   | 53.246.478        | 53.620.869        | 55.405.735        | 58.674.375        | 68.378.671        |
| Thu nhập ngoài lãi   | 14.836.343        | 14.102.593        | 13.172.762        | 13.683.211        | 15.051.156        |
| <b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>                         | <b>68.082.821</b> | <b>67.723.462</b> | <b>68.578.497</b> | <b>72.357.586</b> | <b>83.429.827</b> |
| TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG   | (21.250.512)      | (21.914.899)      | (23.027.362)      | (25.152.290)      | (28.366.141)      |
| <b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b> | <b>46.832.309</b> | <b>45.808.563</b> | <b>45.551.135</b> | <b>47.205.296</b> | <b>55.063.686</b> |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng                                     | (9.464.218)       | (4.564.876)       | (3.314.997)       | (3.185.040)       | (4.197.847)       |
| <b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>  | <b>37.368.091</b> | <b>41.243.687</b> | <b>42.236.138</b> | <b>44.020.256</b> | <b>50.865.838</b> |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp   | (7.449.037)       | (8.189.239)       | (8.383.011)       | (8.821.823)       | (10.100.632)      |
| <b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>  | <b>29.919.054</b> | <b>33.054.448</b> | <b>33.853.127</b> | <b>35.198.433</b> | <b>40.765.206</b> |
| Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số                                  | (20.040)          | (21.245)          | (21.731)          | (20.278)          | (20.278)          |
| <b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>  | <b>29.899.014</b> | <b>33.033.203</b> | <b>33.831.396</b> | <b>35.178.155</b> | <b>40.744.928</b> |
| <b>Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)</b>                               | <b>4.761</b>      | <b>5.097</b>      | <b>5.219</b>      | <b>3.629</b>      | <b>4.198</b>      |
| Cổ tức tiền mặt (đồng)   | -                 | -                 | -                 | 450               | -                 |
| <b>Nhu cầu vốn</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Hệ số an toàn vốn- CAR   | 11,5%             | 11,5%             | 12,3%             | 11,7%             | 11,5%             |
| Vốn CSH/Tổng tài sản   | 7,5%              | 9,2%              | 9,5%              | 9,3%              | 9,7%              |
| Vốn CSH/Tổng tín dụng  | 11,8%             | 13,3%             | 13,7%             | 13,6%             | 13,7%             |
| <b>Chất lượng tài sản</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tỷ lệ nợ xấu   | 0,68%             | 0,98%             | 0,96%             | 0,58%             | 0,80%             |
| Tỷ lệ dự phòng nợ xấu  | 317,4%            | 230,3%            | 223,3%            | 258,8%            | 175,2%            |
| <b>Hệ số về quản lý</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR   | 31,2%             | 32,4%             | 33,6%             | 34,8%             | 34,0%             |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên                                 | 2,986             | 2,970             | 3,008             | 3,174             | 3,659             |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên                              | 1,639             | 1,809             | 1,852             | 1,931             | 2,231             |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD                             | 123,338           | 120,077           | 119,060           | 123,057           | 139,050           |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi chi nhánh/PGD                          | 67,696            | 73,127            | 73,327            | 74,864            | 84,776            |
| <b>Lợi nhuận</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM                                     | 3,40%             | 3,01%             | 2,86%             | 2,63%             | 2,69%             |
| Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD                                 | 21,8%             | 20,8%             | 19,2%             | 18,9%             | 18,0%             |
| ROA - trung bình   | 1,9%              | 1,8%              | 1,7%              | 1,6%              | 1,6%              |
| ROE - trung bình   | 24,2%             | 21,7%             | 18,4%             | 16,5%             | 16,6%             |
| <b>Thanh khoản</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR                           | 91,1%             | 90,5%             | 94,8%             | 98,9%             | 100,2%            |

Nguồn: VCB, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

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

## KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

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

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

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

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

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

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

#### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321