

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM – (HSX – VCB)

Ngày cập nhật: 10/09/2025

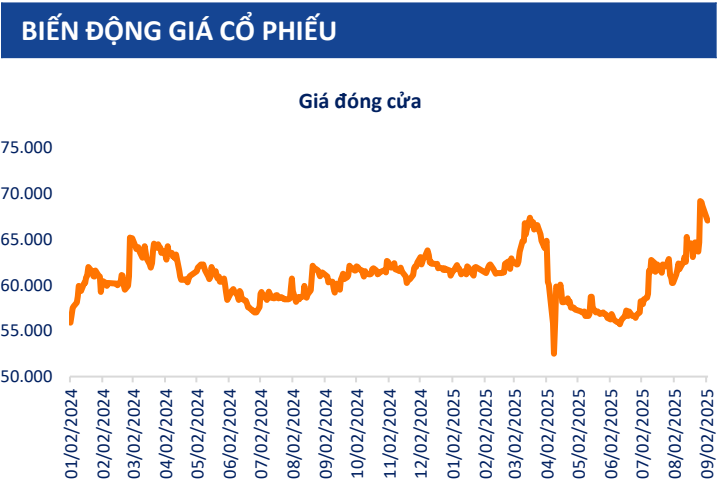


I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu (đồng)	73.200
Upside tối đa	11%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Số lượng CP lưu hành	8.355 triệu
KLGD bình quân 1 tháng	11,9 triệu
Biến động giá 1 tuần	+5,35%
Biến động giá 1 tháng	+11,3%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	573.199



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong cuối năm:** 6 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng của VCB đạt 7,3% thấp hơn so với trung bình ngành nhưng kỳ vọng trong cuối năm VCB sẽ tăng tốc trong bối cảnh Chính phủ tăng tốc đẩy mạnh phát triển kinh tế và giải ngân đầu tư công, VCB là một trong 4 ngân hàng quốc doanh sẽ đi đầu và được ưu tiên giải ngân cho các lĩnh vực và dự án trọng điểm, kỳ vọng tăng trưởng chung đạt 14 – 15%, cho vay doanh nghiệp là động lực tăng trưởng chính.
- Chất lượng tài sản ổn định duy trì vị thế đầu ngành:** VFS cho rằng VCB mặc dù sẽ gặp khó khăn trong việc tìm kiếm sự tăng trưởng vượt trội so với trung bình ngành nhưng bù lại sẽ tiếp tục duy trì vị thế là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất, kiểm soát nợ xấu tốt nhất, được lựa chọn khách hàng để tiếp tục duy trì vị thế của mình.
- Định giá về vùng hấp dẫn so với ngành và so với quá khứ:** Tính đến thời điểm hiện tại, VCB đang giao dịch P/B tại vùng 2,53 trong vùng giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây, thấp hơn so với trung bình 3 năm là 2,91 và trung bình 5 năm là 3,19. Trong khi đó, P/B trung bình ngành đang ở mức 1,83 cao hơn so trung bình 5 năm là 1,72.

RỦI RO

- Tăng trưởng tín dụng không đạt được như kỳ vọng.**
- Lãi suất cho vay khó tăng trong khi lãi suất huy động đã tạo đáy gây ảnh hưởng lên NIM.**

Đơn vị: Tỷ đồng

	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	42.272	53.246	53.620	55.405	60.218
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ VNĐ)	56.629	68.082	67.723	68.578	74.414
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VNĐ)	27.485	37.368	41.243	42.236	46.411

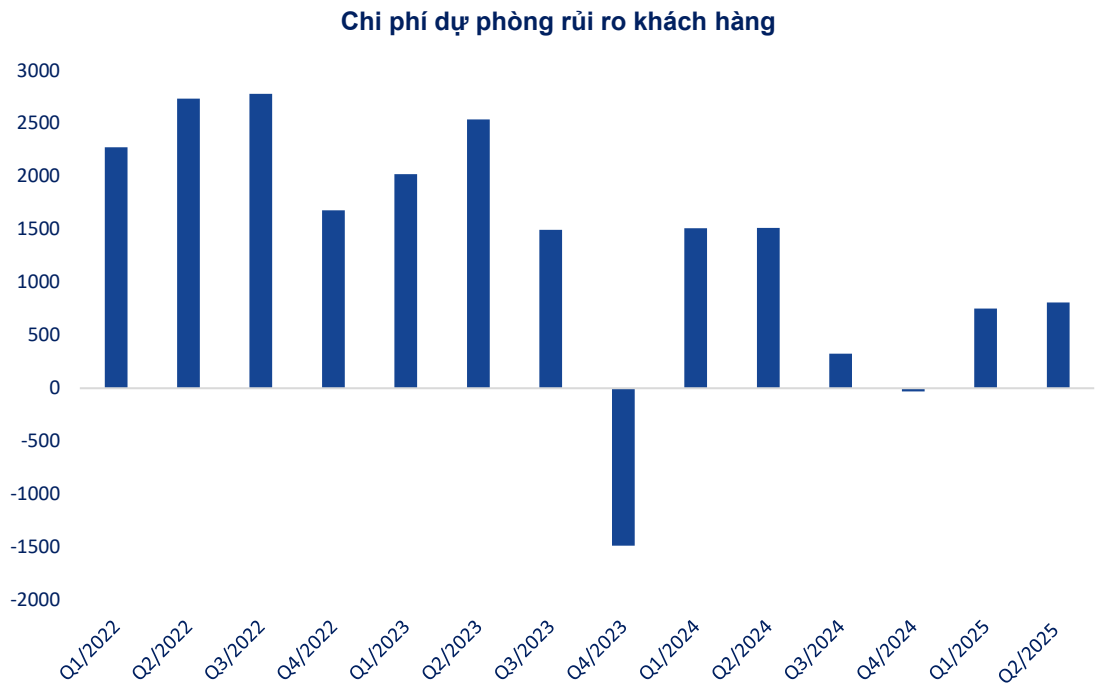
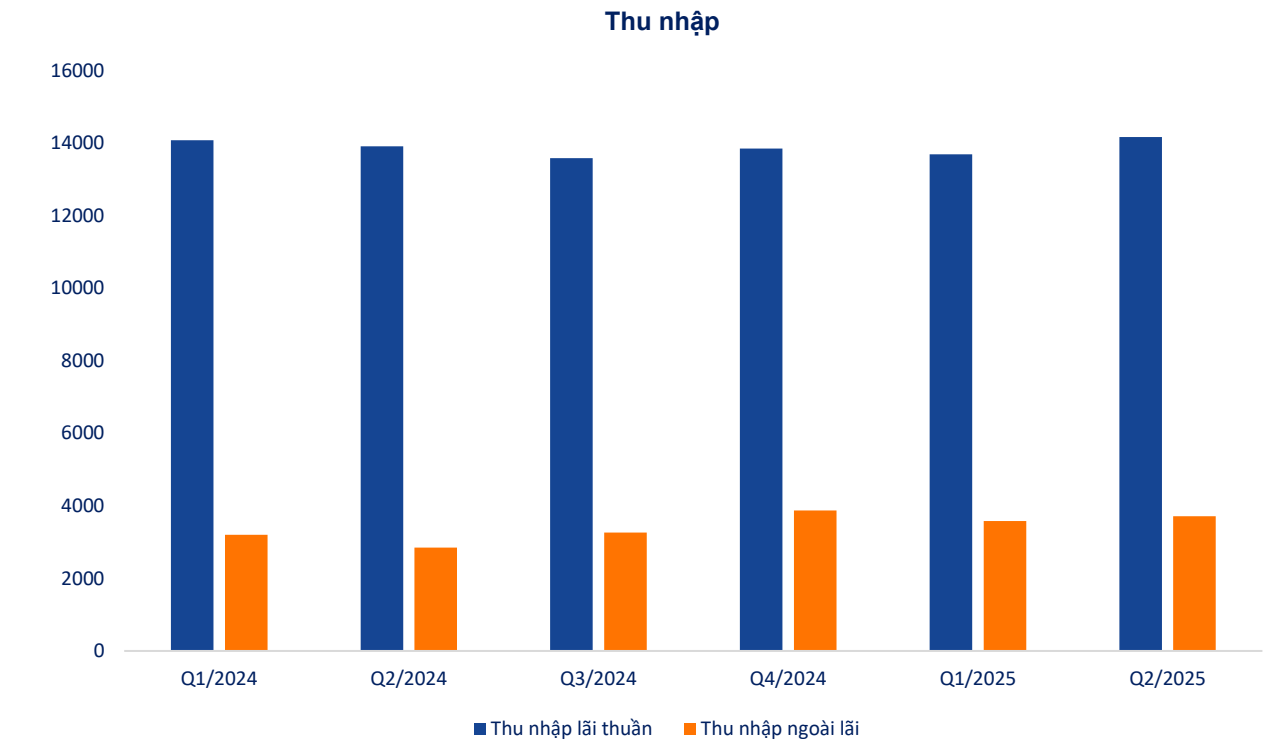
II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2025

Lợi nhuận tăng trưởng nhẹ nhưng ổn định nhờ tệp khách hàng chọn lọc

6 tháng 2025, VCB lần lượt đạt 35.133 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+3,24%) và 21.894 tỷ lợi nhuận sau thuế (+5,08%). Cụ thể,

- + Thu nhập lãi thuần đạt 28.847 tỷ (-0,49%) giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái dù tăng trưởng tín dụng đạt 7,3% do VCB đưa ra các gói ưu đãi lãi suất và kích thích cho vay làm co hẹp NIM.
- + Thu nhập ngoài lãi đạt 7.286 tỷ (+20,5%) nhờ vào lãi từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối tăng mạnh, đạt 3.659 tỷ (+55%yoy). Trong khi đó, doanh thu từ hoạt động dịch vụ lại giảm khá mạnh, còn 1.667 tỷ (-43,31% yoy)
- + Chi phí dự phòng tín dụng giảm mạnh còn 1.562 tỷ (-48%) đóng góp vào đà tăng trưởng của lợi nhuận sau thuế.



III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

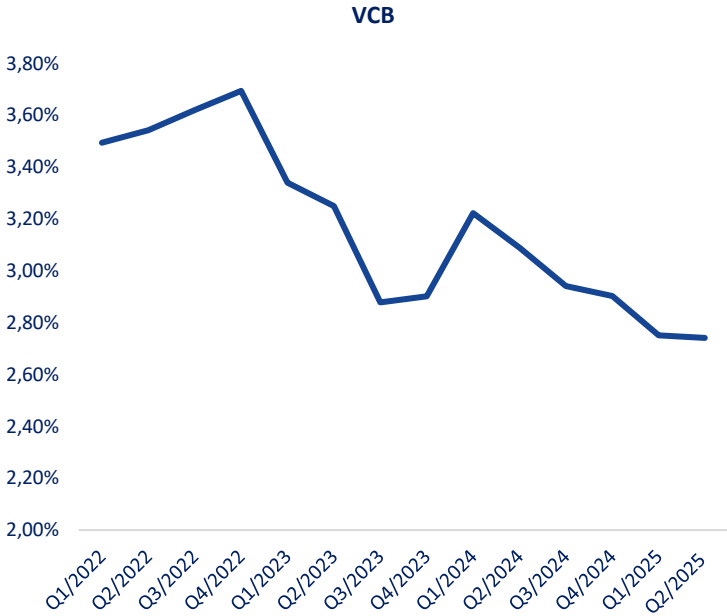
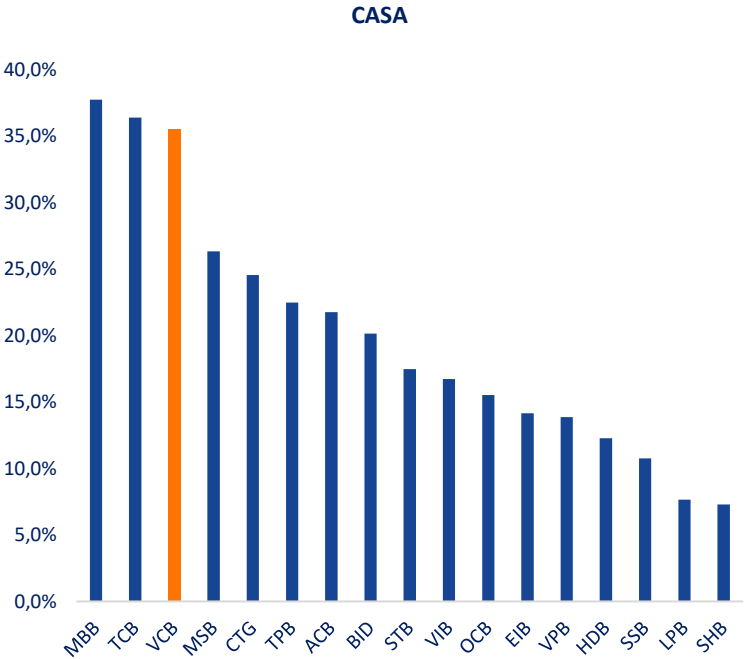
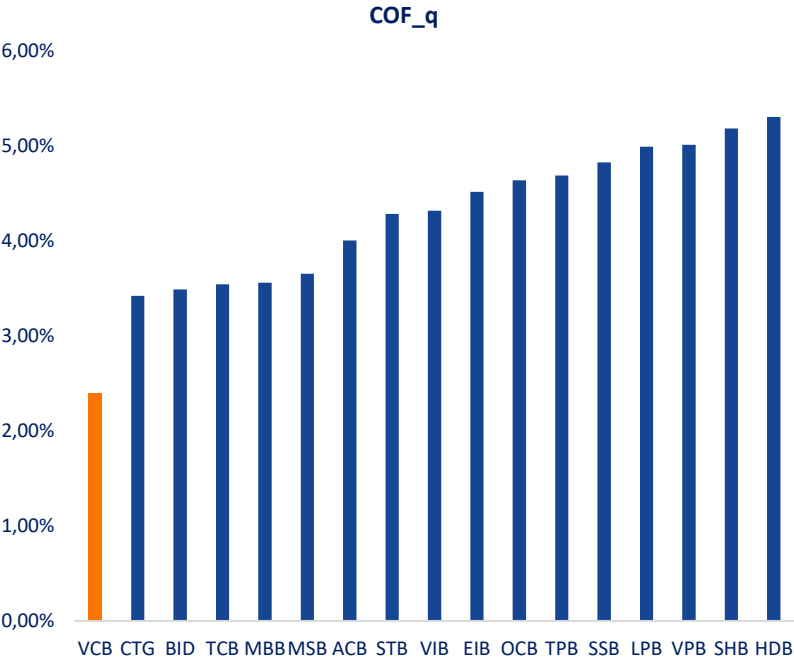
Tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong cuối năm

6 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng của VCB đạt 7,3% thấp hơn so với trung bình ngành nhưng kỳ vọng trong cuối năm VCB sẽ tăng tốc trong bối cảnh Chính phủ tăng tốc đẩy mạnh phát triển kinh tế và giải ngân đầu tư công, VCB là một trong 4 ngân hàng quốc doanh sẽ đi đầu và được ưu tiên giải ngân cho các lĩnh vực và dự án trọng điểm, kỳ vọng tăng trưởng chung đạt 14 – 15%, cho vay doanh nghiệp là động lực tăng trưởng chính.

Bên cạnh đó, Chi phí vốn tiếp tục duy trì thấp nhất ngành là 2,4%, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành là 3,94% nhờ vào

- (1) VCB tiếp tục có lợi thế lớn về chi phí vốn nhờ CASA đạt 35,5% cao thứ 3 ngành chỉ đứng sau MBB là 37,7% và TCB là 36,4% nhờ vào hệ sinh thái khách hàng doanh nghiệp lớn bao gồm tập đoàn/doanh nghiệp FDI...
- (2) VCB có lợi thế về uy tín giúp duy trì lãi suất huy động ở mức thấp, VCB luôn niêm yết lãi suất thấp hơn so với những ngân hàng thương mại khác.

Mặc dù chi phí vốn duy trì ổn định quanh mức 2,4% nhưng NIM của VCB vẫn sụt giảm theo đà sụt giảm chung của ngành trong bối cảnh các ngân hàng cạnh tranh gay gắt lãi suất cho vay và liên tục tung ra các gói cho vay ưu đãi để kích thích nhu cầu tín dụng. VFS cho rằng NIM sẽ tiếp tục duy trì quanh mức 2,3 – 2,4% trong cuối năm 2025.



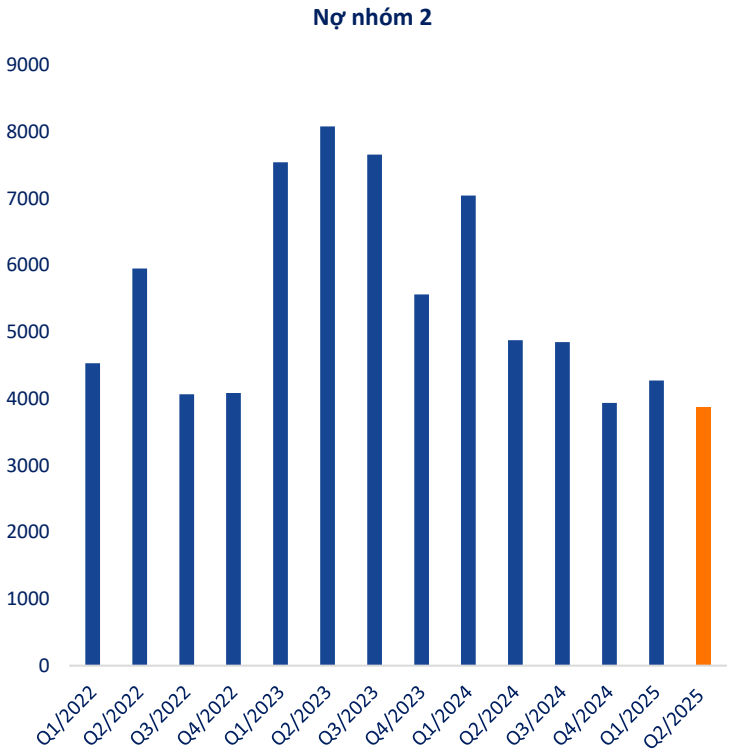
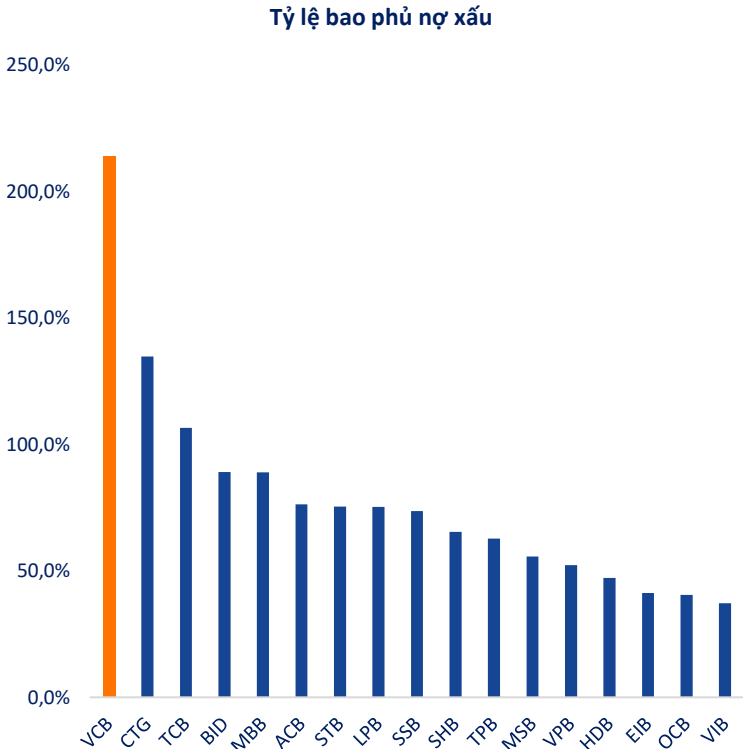
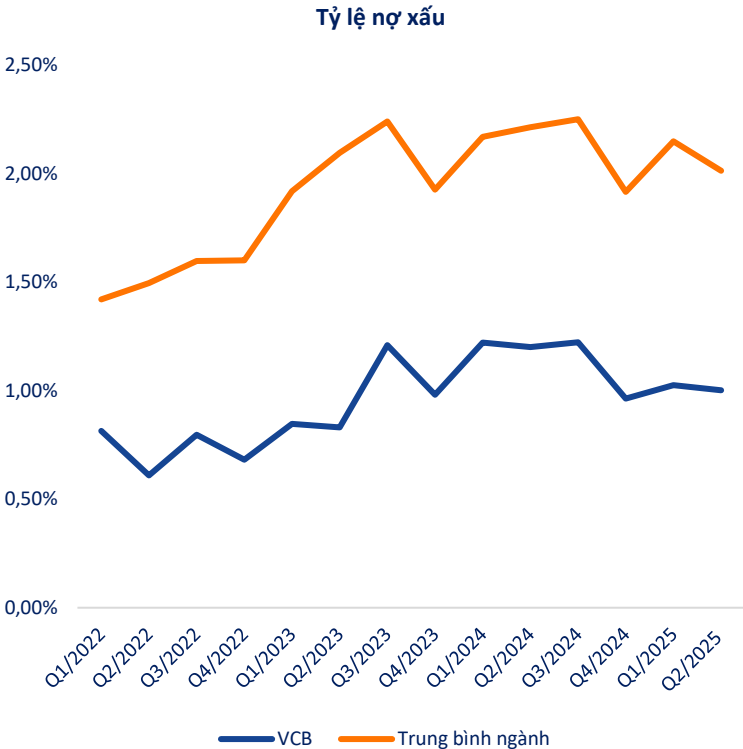
III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chất lượng tài sản ổn định duy trì vị thế đầu ngành

Tính đến hết quý 2/2025, tỷ lệ nợ xấu của VCB là 1% giảm nhẹ so với quý 1 là 1,03% và so với cùng kỳ là 1,2%, tiếp tục giữ vững vị thế là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành nhờ vào chiến lược cho vay thận trọng, tập trung chủ yếu vào ngành sản xuất và thương mại chiếm gần 45% tổng cơ cấu cho vay, không tham gia cho vay lĩnh vực bất động sản.

Cùng với đó, nợ nhóm 2 cũng giảm mạnh còn 3.877 tỷ, giảm 393 tỷ cho thấy chất lượng tài sản được cải thiện một cách rất rõ rệt, tiếp tục giảm bớt áp lực trích lập dự phòng lên những quý tới. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 213,8% cao nhất ngành và cao hơn nhiều so với trung bình ngành là 81%.

=> VFS cho rằng VCB mặc dù sẽ gặp khó khăn trong việc tìm kiếm sự tăng trưởng vượt trội so với trung bình ngành nhưng bù lại sẽ tiếp tục duy trì vị thế là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất, kiểm soát nợ xấu tốt nhất, được lựa chọn khách hàng để tiếp tục duy trì vị thế của mình.

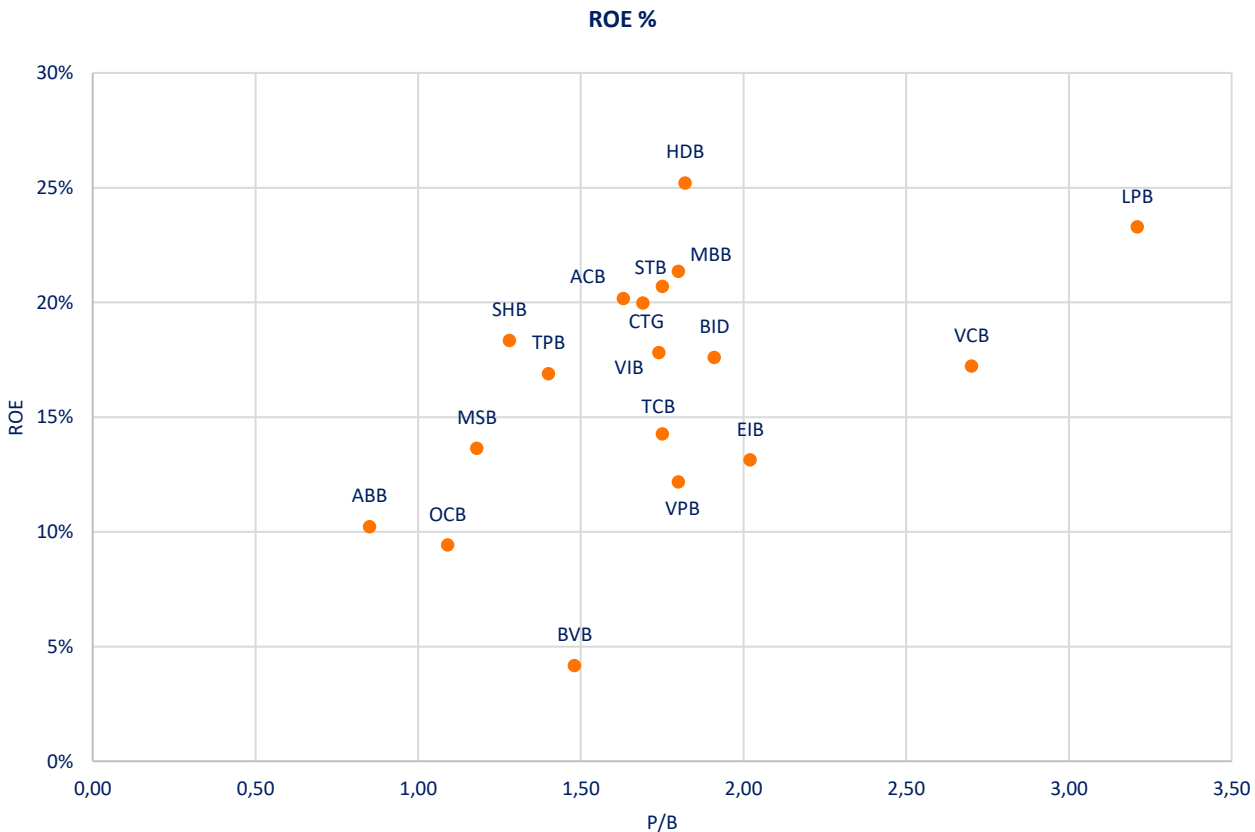


III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Định giá về vùng hấp dẫn so với ngành và so với quá khứ

Tính đến thời điểm hiện tại, VCB đang giao dịch P/B tại vùng 2,53 trong vùng giá thấp nhất trong 5 năm trở lại đây, thấp hơn so với trung bình 3 năm là 2,91 và trung bình 5 năm là 3,19. Trong khi đó, P/B trung bình ngành đang ở mức 1,83 cao hơn so trung bình 5 năm là 1,72.

Hiện nay, mặc dù sự tăng trưởng có sự chậm hơn so với một số ngân hàng tư nhân tuy nhiên VCB vẫn đang duy trì vị thế là ngân hàng có giá trị thương hiệu và có chất lượng tài sản top đầu. Cùng với mức được nâng định giá của toàn ngành, chúng tôi cho rằng VCB có mức định giá hợp lý P/B tương đương với trung bình 3 năm quanh mốc 2,9x.



IV. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2025

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2024		2025F		
	Giá trị	%yoy	Giá trị	%yoy	
Thu nhập lãi thuần	55.406	3,33%	60.218	8,69%	Thu nhập lãi thuần tăng trưởng nhẹ mặc dù tăng trưởng tín dụng đạt gần 14 - 15% do VCB cần tung ra các gói lãi suất ưu đãi kích thích cho vay
Thu nhập ngoài lãi	13.173	-6,59%	14.196	7,77%	Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 7,7% chủ yếu đến từ lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng
Tổng thu nhập hoạt động	68.578	1,26%	74.414	8,51%	
Chi phí hoạt động	-23.027	5,08%	-25.829	12,17%	
Chi phí trích lập dự phòng	-3.315	-27,38%	-2.174	-34,42%	Chất lượng tài sản của VCB cải thiện rõ rệt với tỷ lệ nợ xấu còn 1% tính đến hết quý 2/2025 và nợ nhóm 2 hình thành cũng giảm giúp giảm áp lực trích lập dự phòng
Lợi nhuận trước thuế	42.236	2,41%	46.411	9,88%	
Tăng trưởng tín dụng	13,90%		15%		
NIM	2,90%		2,80%		
CASA	35,80%		35%		

IV. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ

Định giá theo 2 phương pháp P/B và giá trị thặng dư với tỷ trọng 50 – 50

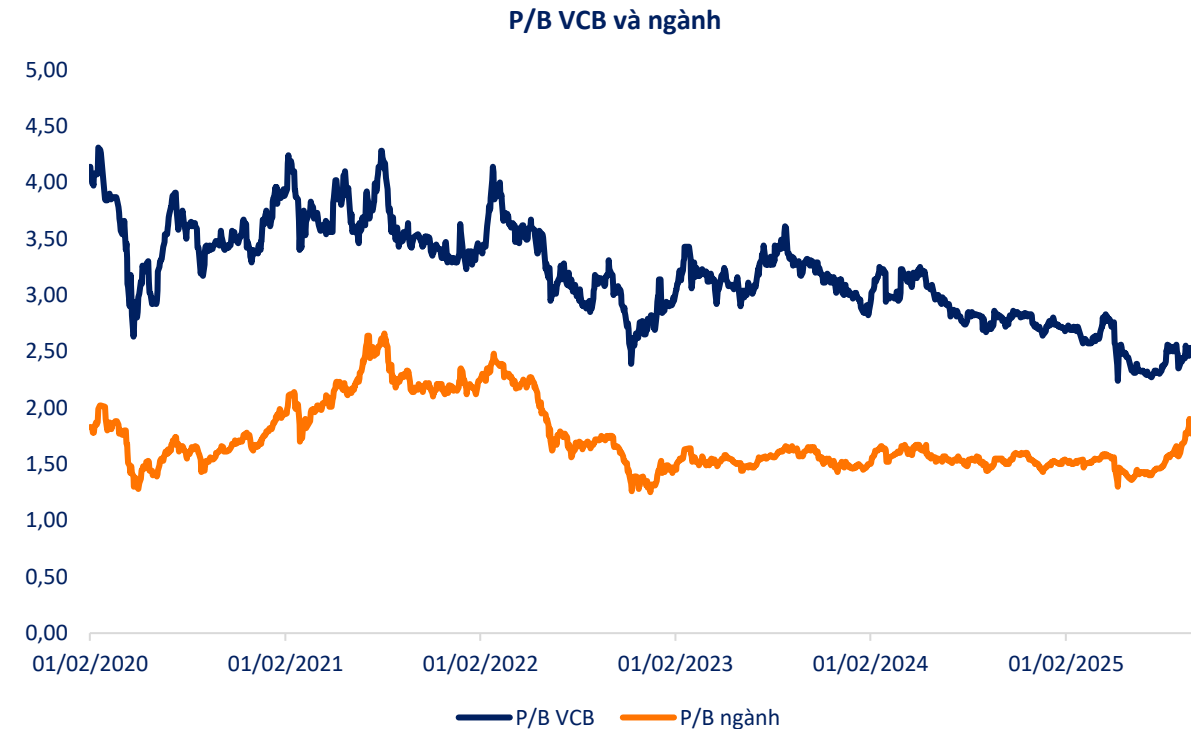
Đối với phương pháp giá trị thặng dư: mức giá hợp lý 69.400 VNĐ.

Đối với phương pháp P/B: Mức P/B hiện tại của VCB là 2,53. Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ được có mức giá hợp lý tại mức P/B trung bình 3 năm, tương đương với mức 2,9x. Từ đó chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý là 77.000 VNĐ.

Kết hợp 2 phương pháp đưa ra mức giá hợp lý: **73.200 VNĐ.**

KHUYẾN NGHỊ: **NẮM GIỮ**

Phương pháp giá trị thặng dư					
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận sau thuế	46.411	53.373	61.379	70.585	81.173
Lợi nhuận thặng dư RI	35.211	40.773	47.379	55.185	64.373
Terminal Value					602.767
Tăng trưởng g					3%
Chi phí vốn					13%
Giá trị hiện tại					501.567
Giá trị sổ sách VCSH					78.000
Tổng					579.567
Số CPLH (triệu CP)					8.355
Giá trị VCB (VNĐ)					69.400



© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	Ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.