

NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM – HSX: VCB

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 69,200

Upside: +22%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan KQKD Q1/25:

VCB công bố LNTT Q1/25 đạt gần 10.9 nghìn tỷ (+1.3% YoY), tương đương 24% dự báo trước đó của BSC và 25% kế hoạch của ngân hàng. Đây tiếp tục là một khởi đầu chậm của VCB về mặt lợi nhuận.

Động lực chính cho tăng trưởng trong quý đầu năm đến từ các mảng thu ngoài lãi bao gồm kinh doanh FX đạt hơn 2.0 nghìn tỷ (+69% YoY), thu nhập khác đạt 0.7 nghìn tỷ (+30% YoY) và ước tính hoàn nhập 1.0 nghìn tỷ từ cho vay liên ngân hàng, vốn thường xuyên được ngân hàng thực hiện từ 2022 đến nay nhằm đảm bảo lợi nhuận.

Tăng trưởng tín dụng được cải thiện so với cùng kì:

- Kết thúc Q1/25, VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng trên BCTC đạt 1.2% YTD (so với cùng kì là -0.3%), dù thấp hơn bình quân hệ thống nhưng BSC cho rằng điều này là do các khoản nợ đã được bán cho VCBNeo (xu hướng tương tự với MBB khi đây là 2 ngân hàng đầu tiên trong nhóm 4 ngân hàng nhận CGBB được chính thức nhận nguồn tái cấp vốn từ NHNN).
- Điểm nhấn vào đầu tháng 04/25 là VCB cấp tín dụng 22 nghìn tỷ cho dự án của Tập đoàn Xuân Cầu, góp phần thúc đẩy tăng trưởng tín dụng duy trì đà cải thiện trong Q2/25.
- Về phía huy động, do không có nhiều áp lực nên tiền gửi khách hàng gần như không đổi so với đầu năm (-0.4% YTD), trong khi tỷ lệ CASA giảm xuống 35.4% (-1.3 điểm % QoQ), chủ yếu do yếu tố mùa vụ giữa thời điểm cuối năm và đầu năm.
- Huy động qua GTCG của VCB chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng cơ cấu (<1%), trái ngược hoàn toàn so với BID và CTG (chiếm từ 8-9%). Điều này chủ yếu là do VCB vẫn tương đối thoải mái về CAR (12% tại cuối 2024) và không có áp lực huy động vốn thứ cấp.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	67,723	68,578	73,620	83,732
Lợi nhuận trước thuế	41,244	42,236	43,961	49,208
EPS	5,910	6,053	4,214	4,717
BVPS	29,507	35,580	27,685	36,826
ROAE	22.0%	18.6%	16.5%	14.6%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

28/05/2025 – HSX: VCB

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Đoàn Minh Trí

(Chuyên viên phân tích)

tridm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	56,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	8,356
Vốn hoá (Tỷ VND):	474,603
Thanh khoản 30n (Triệu):	5.4
Sở hữu nước ngoài:	30.0%

Chất lượng tài sản tiếp tục được kiểm soát tốt nhất ngành:

- Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 tại cuối Q1/25 lần lượt đạt 1.0% (+6bps QoQ) và 0.3% (+2bps QoQ), đạt tỷ lệ nợ quá hạn thấp nhất ngành.
- Dù vậy, ngân hàng phải xử lý hơn 0.4 nghìn tỷ nợ xấu trong quý, trong khi theo BSC quan sát các năm về trước từ 2017, VCB gần như không bao giờ thực hiện xóa nợ trong quý đầu năm.
- Chi phí dự phòng cho vay khách hàng ở mức 1.8 nghìn tỷ trong Q1/25 (-20% YoY), tuy nhiên ước tính khoảng 1.0 nghìn tỷ dự phòng cho vay liên ngân hàng được hoàn nhập trong quý, giúp cho tổng chi phí trích lập dự phòng chỉ ở mức 0.8 nghìn tỷ (-50% YoY), chỉ tương đương 12% dự báo cả năm của BSC. Bộ đệm LLCR dù giảm nhẹ xuống 216% (-7 điểm % QoQ) nhưng vẫn giữ vững vị thế dẫn đầu ngành và bỏ xa top 2 là CTG với 137%.

Thu nhập lãi thuần tăng trưởng âm so với cùng kì do áp lực từ phía NIM:

- Thu nhập lãi thuần Q1 đạt 13.7 nghìn tỷ (-3% YoY), tương đương 21% dự báo của BSC.
- Dù NIM ước tính trên báo cáo đạt 2.9% trong quý (-1bps QoQ), BSC cho rằng thực tế mức giảm nhiều hơn khi phần tài sản sinh lời ở mẫu số của VCB tăng chậm do các khoản nợ bán cho VCBNeo. Chi phí vốn có dấu hiệu nhích lên và đạt 2.5% trong quý (+31bps QoQ) chủ yếu do tỷ lệ CASA giảm trong Q1 theo yếu tố mùa vụ.
- Với vai trò dẫn dắt trong việc thực hiện các định hướng của cơ quan điều hành về giảm mất bằng lãi suất qua các gói cho vay ưu đãi, BSC cho rằng NIM của VCB sẽ còn gặp nhiều áp lực trong phần còn lại của 2025.

Điểm sáng trong quý đến từ các hoạt động thu ngoài lãi, như kì vọng:

- Tổng thu nhập ngoài lãi của VCB đạt 3.6 nghìn tỷ trong Q1/25 (+12% YoY), tương đương 28% dự báo của BSC. Đóng góp chính trong đó là hoạt động kinh doanh FX đạt 2.0 nghìn tỷ (+69% YoY) và thu nhập khác đạt 0.7 nghìn tỷ (+30% YoY), đều cao vượt kì vọng của BSC.
- Theo đó, tổng thu nhập hoạt động trong quý đầu năm của ngân hàng hoàn thành 22% dự báo của BSC, đạt 17.3 nghìn tỷ, đi ngang so với cùng kì.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

28/05/2025 – HSX: VCB

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

69,200

Upside:

+22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):

56,800

Cổ phiếu LH (Triệu):

8,356

Vốn hoá (Tỷ VND):

474,603

Thanh khoản 30n (Triệu):

5.4

Sở hữu nước ngoài:

30.0%

Đánh giá về rủi ro chính sách thuế quan của Mỹ:

- Trực tiếp tác động lên tỷ giá: Thặng dư thương mại thu hẹp kết hợp với sự suy giảm của vốn đổ vào Việt Nam sẽ gây áp lực lên tỷ giá USD/VND.
- Gián tiếp tác động lên các khách hàng của VCB: Giảm lợi nhuận do sự thu hẹp của thị trường xuất khẩu và rủi ro tỷ giá, đặc biệt là với các SME, từ đó ảnh hưởng đến chất lượng tài sản và chi phí trích lập của ngân hàng. Hoạt động giải ngân tín dụng có thể chậm lại, và mảng tài trợ thương mại và dịch vụ ngoại hối cũng có thể suy giảm.
- Dư nợ nhóm khách hàng FDI chiếm khoảng 10% tổng danh mục của VCB (hơn 20% dư nợ bán buôn, 40% huy động vốn, 50% doanh số hạch toán quốc tế tài trợ thương mại). Ngân hàng dự kiến tác động có thể được kiểm soát vì **(1)** mức thuế chính thức dự kiến sẽ thấp hơn rất nhiều so với con số ban đầu 46%, **(2)** hầu hết doanh nghiệp VCB tài trợ tín dụng đều là các công ty có nền tảng tài chính tốt, đã xây dựng kế hoạch để giảm thiểu rủi ro, một số khách hàng có nhiều lợi thế thương lượng, ...
- Dù vậy, BLĐ thẳng thắn chia sẻ trong ĐHCĐ rằng tác động từ việc áp thuế sẽ ảnh hưởng tới VCB rõ hơn các ngân hàng khác do ngân hàng đang chiếm tới 20% thị phần thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại. Ngân hàng cho biết nhiều khách hàng lớn của VCB là doanh nghiệp trực tiếp xuất khẩu sang Mỹ ở các lĩnh vực như đồ gỗ, thủy sản, nhựa, đồ điện tử, ...

Đánh giá về triển vọng lãi suất trong các quý tới:

- Diễn biến của mặt bằng lãi suất huy động và cho vay trong phần còn lại của 2025 dự kiến tương tự với 2024.
- Một số yếu tố trái chiều dự kiến sẽ ảnh hưởng đến lãi suất tuy nhiên chưa thể định lượng trước bao gồm: (1) nhu cầu với USD trong nước có thể gia tăng khi Việt Nam nhập khẩu nhiều hơn từ Mỹ trong khi (2) các lần hạ lãi suất FFR dự kiến bởi Fed lại có thể giảm áp lực của tỷ giá.

Cập nhật chiến lược tái cơ cấu VCBNeo:

- VCB đã cử nhân sự có kinh nghiệm sang hỗ trợ điều hành. VCBNeo đã go-live hệ thống core banking và ra mắt app, đang tiếp tục có kế hoạch tái cơ cấu hệ thống chi nhánh và nhân sự.
- BLĐ cho biết, với các biện pháp hỗ trợ về tài chính trong Q1, VCBNeo đã có mức tăng trưởng dương về cả dư nợ và LNTT dù không chia sẻ con số cụ thể.
- Ngân hàng vẫn đang trong quá trình hoàn thiện chiến lược tái cơ cấu VCBNeo thành 1 ngân hàng số và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin chi tiết.

BÁO CÁO CẬP NHẬT
28/05/2025 – HSX: VCB

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	69,200
Upside:	+22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	56,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	8,356
Vốn hoá (Tỷ VND):	474,603
Thanh khoản 30n (Triệu):	5.4
Sở hữu nước ngoài:	30.0%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Kế hoạch kinh doanh 2025:

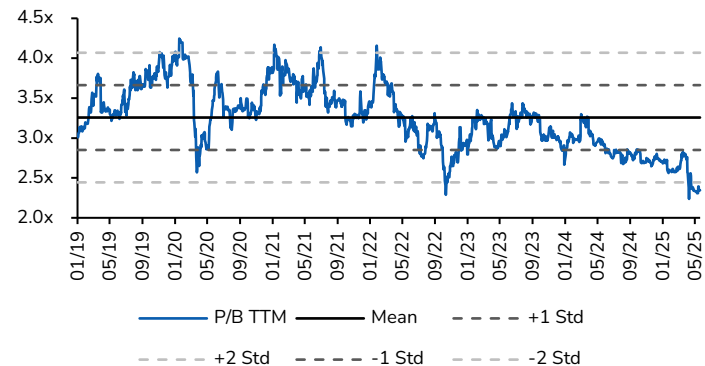
- Tăng trưởng tín dụng theo hạn mức 16.28% (bao gồm cả dư nợ bán cho VCBNeo), phân bổ đều giữa bán lẻ và bán buôn.
- Tăng trưởng huy động thị trường 1 đạt 8%, điều chỉnh phù hợp với tình hình tăng trưởng tín dụng.
- Tỷ lệ nợ xấu theo TT11 kiểm soát <1.5%. Kiểm soát chi phí tín dụng ở mức 0.3%.
- **Tăng trưởng LNTT hợp nhất dự kiến 3.5% YoY.**
- **Kế hoạch phát hành riêng lẻ 6.5% vốn cổ phần:** Sau khi bị trì hoãn bởi việc trả cổ tức cổ phiếu, VCB đã tiếp tục thúc đẩy kế hoạch phát hành riêng lẻ 6.5%, dự kiến chào bán tối đa 543.1 triệu cổ phiếu cho tối đa 55 nhà đầu tư chuyên nghiệp, có thể được thực hiện theo 1 hoặc nhiều đợt trong 2025-2026. Trong bối cảnh thị trường biến động, BSC cho rằng sẽ mất thêm thời gian để VCB thực hiện kế hoạch này, có thể ít nhất là đến cuối năm nay.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

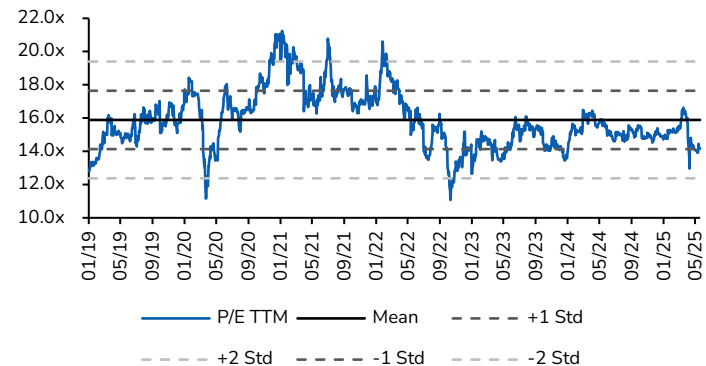
Dù dự kiến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong 2025 cải thiện so với 2024, những yếu tố khó khăn trong nước về nhu cầu tín dụng bán lẻ và những bất định từ chính sách thuế quan ngoài nước sẽ ảnh hưởng đến KQKD của VCB với vai trò đi đầu ngành trong việc hỗ trợ nền kinh tế. Dự báo LNTT 2025F gần nhất của VCB ở mức gần 44.0 nghìn tỷ (+4% YoY), nhỉnh hơn một chút so với mục tiêu của ngân hàng.

Dù vậy, với P/B TTM đã về mức thấp nhất lịch sử của 7 năm qua, hiện chỉ ở mức 2.3x (so với đáy 2.2x), BSC cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh những khó khăn này và cho rằng đây là mức định giá rẻ để tích lũy cổ phiếu của ngân hàng có chất lượng tài sản dẫn đầu ngành. Do đó, BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho **VCB** với giá mục tiêu gần nhất là **69,200 đồng/cp**.

Hình 1: Định giá P/B của VCB Lần



Hình 2: Định giá P/E của VCB Lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

28/05/2025 – HSX: VCB

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	69,200
Upside:	+22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	56,800
Cổ phiếu LH (Triệu):	8,356
Vốn hoá (Tỷ VND):	474,603
Thanh khoản 30n (Triệu):	5.4
Sở hữu nước ngoài:	30.0%

BẢNG TÓM TẮT KQKD Q1/2025

Các chỉ tiêu KQKD	1Q24	1Q25	%YoY	BSC dự báo (cũ)	% Dự báo
Thu nhập lãi	24,020	24,575	2%	116,376	21%
Chi phí lãi	(9,942)	(10,888)	10%	(52,346)	21%
Thu nhập lãi thuần	14,078	13,687	-3%	64,029	21%
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	1,442	806	-44%	4,943	16%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	1,198	2,024	69%	5,292	38%
Lãi từ mua bán chứng khoán	23	36	60%	78	46%
Thu nhập từ góp vốn	32	48	50%	307	16%
Thu nhập khác	508	663	30%	2,241	30%
Thu nhập ngoài lãi	3,202	3,578	12%	12,862	28%
Tổng thu nhập hoạt động	17,280	17,265	0%	76,891	22%
Chi phí hoạt động	(5,054)	(5,652)	12%	(25,433)	22%
Lợi nhuận trước dự phòng	12,226	11,612	-5%	51,458	23%
Chi phí dự phòng	(1,508)	(752)	-50%	(6,225)	12%
Lợi nhuận trước thuế	10,718	10,860	1%	45,233	24%
Lợi nhuận sau thuế	8,586	8,702	1%	36,255	24%
LNST thuộc cổ đông mẹ	8,580	8,696	1%	36,232	24%

Nguồn: VCB, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

28/05/2025 – HSX: VCB

KHUYẾN NGHỊ: MUA
Giá mục tiêu: 69,200
Upside: +22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 56,800
Cổ phiếu LH (Triệu): 8,356
Vốn hoá (Tỷ VND): 474,603
Thanh khoản 30n (Triệu): 5.4
Sở hữu nước ngoài: 30.0%

BẢNG TÓM TẮT CÁC CHỈ SỐ CHÍNH Q1/2025

Các chỉ số chính	1Q24	4Q24	1Q25	▲ YoY	▲ QoQ
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	-0.3%	13.9%	1.2%	1 điểm %	-13 điểm %
Tăng trưởng huy động (YTD)	-2.7%	8.7%	-1.0%	2 điểm %	-10 điểm %
LDR thị trường 1 (Q)	92.0%	94.2%	96.3%	4 điểm %	2 điểm %
LDR thị trường 2 (Q)	83.4%	81.5%	83.1%	0 điểm %	2 điểm %
Tỷ lệ nợ nhóm 2 (Q)	0.6%	0.3%	0.3%	-26 bps	2 bps
Tỷ lệ NPL (Q)	1.2%	1.0%	1.0%	-20 bps	6 bps
Tỷ lệ hình thành NPL (Q)	0.2%	0.1%	0.1%	-13 bps	5 bps
LLCR (Q)	199.8%	223.3%	216.1%	16 điểm %	-7 điểm %
Tỷ lệ CASA (Q)	34.7%	36.7%	35.4%	1 điểm %	-1 điểm %
NIM (Q)	3.1%	3.2%	3.1%	-3 bps	-12 bps
CIR (Q)	29.2%	39.8%	32.7%	349 bps	-701 bps
Chi phí tín dụng (TTM)	0.4%	0.6%	0.5%	15 bps	-4 bps
ROAA (TTM)	1.8%	1.7%	1.7%	-5 bps	2 bps
ROAE (TTM)	20.5%	18.4%	17.9%	-257 bps	-48 bps

Nguồn: VCB, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

28/05/2025 – HSX: VCB

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 69,200

Upside: +22%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 56,800

Cổ phiếu LH (Triệu): 8,356

Vốn hoá (Tỷ VND): 474,603

Thanh khoản 30n (Triệu): 5.4

Sở hữu nước ngoài: 30.0%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ +30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ +15% đến +30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến +15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu Longtt@bsc.com.vn			
Bùi Nguyên Khoa P. Giám đốc Trung tâm PTNC Vĩ mô – Thị Trường Khoabn@bsc.com.vn	Đỗ Thu Phương P. Giám đốc Trung tâm PTNC Định lượng Phuongdt@bsc.com.vn	Phan Quốc Bửu P. Giám đốc Trung tâm PTNC Ngành – Doanh nghiệp Buupq@bsc.com.vn	
Nhóm Ngân hàng, Tài chính	Nhóm Bất Động Sản, VLXD	Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất	Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics
Dương Quang Minh Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp Minhdq@bsc.com.vn	Phạm Quang Minh Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp Minhpm@bsc.com.vn	Nguyễn Thị Cẩm Tú Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp Tuntc@bsc.com.vn	Phạm Thị Minh Châu Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp Chauptm@bsc.com.vn
Đoàn Minh Trí Chuyên viên phân tích Tridm@bsc.com.vn	Lâm Việt Chuyên viên phân tích cao cấp Vietl@bsc.com.vn	Lưu Thuỳ Linh Chuyên viên phân tích Linhlt2@bsc.com.vn	Trần Lâm Tùng Chuyên viên phân tích Tungtl@bsc.com.vn
	Vũ Công Hoàng Duy Chuyên viên phân tích Duyvch@bsc.com.vn	Nguyễn Dân Trưởng Chuyên viên phân tích Truongnd@bsc.com.vn	Trần Nguyễn Tường Huy Chuyên viên phân tích Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

