

Báo cáo cập nhật

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

Ngày 02/10/2025



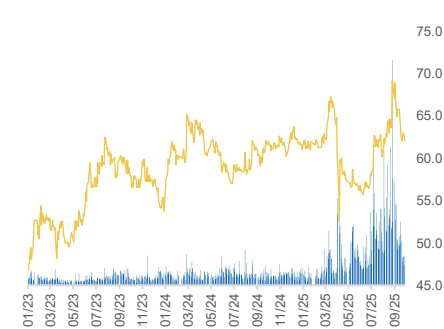
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Mã cổ phiếu	VCB
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	69,100
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	52,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	521,394
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	4,083,031
SLCP lưu hành (Tr CP)	8,356
Beta	0.93
P/E	15.04
P/B	2.44

Thông tin cơ bản:

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) được thành lập năm 1963 và là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu tại Việt Nam. Tính đến cuối năm 2024, tổng tài sản của Vietcombank đã vượt mốc 2 triệu tỷ VND và giữ vững vị thế ngân hàng có lợi nhuận cao nhất tại Việt Nam. Với cổ đông lớn là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cùng sự hợp tác chiến lược với Mizuho Bank (Nhật Bản), Vietcombank có lợi thế cạnh tranh mạnh trong việc thu hút dòng vốn FDI và phát triển dịch vụ tài chính toàn diện.

Diễn biến giá cổ phiếu VCB



Nguồn: VCB, NHSV Research tổng hợp

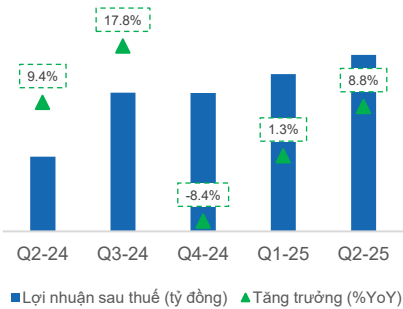
TĂNG TRƯỞNG BỊ HẠN CHẾ BỞI NIM

Lợi nhuận tăng chậm do thiếu vắng đóng góp tích cực từ hoạt động tín dụng

- Trong Q2-2025, thu nhập hoạt động của VCB đạt 17.868 tỷ đồng, tăng nhẹ 3.5% QoQ và 6.7% YoY. Trong đó:
 - Thu nhập lãi thuần (NII) chỉ tăng nhẹ (+3.5% QoQ, +1.8% YoY), trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng 1H2025 không mấy ấn tượng (+7.29% YTD, thấp hơn mức +7.74% cùng kỳ) và NIM bình quân tiếp tục thu hẹp, xuống chỉ còn ở mức 2.62% (giảm 5 đpt QoQ và thấp hơn 40 đpt YoY).
 - Thu nhập ngoài lãi (Non-II) tăng nhẹ 3.6% QoQ nhưng tăng mạnh +30.4% YoY so với mức nền thấp cùng kỳ. Trong đó, thu nhập dịch vụ vẫn ở mức thấp (+6.8% QoQ nhưng -42.6% YoY). Trái lại, kinh doanh ngoại hối & vàng duy trì kết quả khả quan (+40.9% YoY) nhờ điều kiện thị trường thuận lợi, trong khi kinh doanh & đầu tư chứng khoán chỉ đóng góp không đáng kể (mang lại 1 tỷ đồng lợi nhuận). Đáng chú ý, thu nhập khác (bao gồm thu nhập từ xử lý nợ xấu) tăng mạnh +70.3% QoQ, gấp 6.5 lần cùng kỳ, trở thành động lực quan trọng cho tăng trưởng Non-II.
- Chi phí hoạt động tăng khá (+6.6% QoQ, +17.6% YoY), cao hơn so với tốc độ tăng trưởng TOI (+6.7% YoY), khiến CIR bình quân tăng lên mức 33.7% (+3.14% YoY).
- Trong Q2-2025, VCB thực hiện trích lập dự phòng rủi ro tín dụng bổ sung thêm 810 tỷ đồng, tăng nhẹ 7.6% QoQ nhưng thấp hơn tới 46.5% YoY.
- Kết quả, lợi nhuận sau thuế Q2-2025 đạt 8.837 tỷ đồng, chỉ tăng +1.6% QoQ và +8.8% YoY, với động lực chính đến từ mảng kinh doanh ngoại hối & vàng cùng thu nhập khác, thay vì hoạt động cho vay.
- Lũy kế 1H2025, VCB ghi nhận 17.539 tỷ đồng LNST, tăng nhẹ 5% YoY. Tổng thu nhập hoạt động tăng khiêm tốn +3.2% YoY, với NII giảm nhẹ -0.5% YoY, còn Non-II đóng góp chính khi tăng mạnh +20.5% YoY. Chi phí hoạt động tiếp tục tăng (+14.8% YoY) trong khi chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng được tiết giảm mạnh (-48.3% YoY).

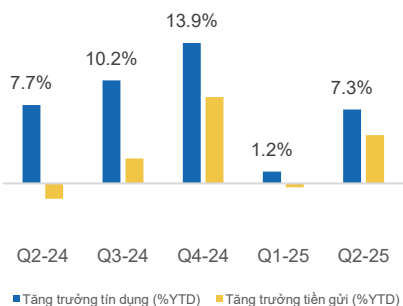
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế



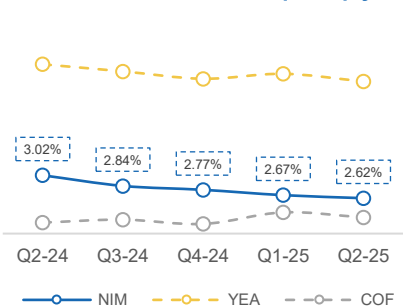
Nguồn: VCB, NHSV Research

Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi



Nguồn: VCB, NHSV Research

NIM, YEA và COF bình quân quý



Nguồn: VCB, NHSV Research

Tăng trưởng tín dụng VCB chậm so với bình quân ngành, nhưng tốt hơn khi tính cả dư nợ bán cho VCBNeo

- Mặc dù tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế trong 1H-2025 là khá tích cực (+9.9% YTD), nhưng tăng trưởng tín dụng của VCB lại cho thấy dấu hiệu chậm lại, chỉ đạt 7.29% YTD, thấp hơn một chút so với cùng kỳ (7.74%) và thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành. Tuy nhiên, theo công bố của VCB, nếu tính cả dư nợ bán cho VCBNeo, tăng trưởng tín dụng thực tế của VCB sẽ vượt trên mức trung bình ngành.

- Xét về cơ cấu, tăng trưởng tín dụng 1H2025 của ngân hàng tập trung chủ yếu ở nhóm khách hàng cá nhân (tăng ~11% YTD). Trong khi đó, tín dụng doanh nghiệp tăng chậm hơn, với đóng góp tích cực nhất đến từ nhóm FDI (trong các lĩnh vực thiết bị điện, điện tử, thức ăn chăn nuôi) và nhóm doanh nghiệp SME.
- Quy mô TPDN do VCB nắm giữ tiếp tục giảm, với mức giảm 3,3% YTD, hiện chỉ còn ở quanh mức 8.9 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng rất nhỏ (~0.6%) trong tổng dư nợ tín dụng toàn hàng.

Tiền gửi khách hàng phục hồi nhẹ nhưng tăng trưởng vẫn chậm

- Trong 1H-2025, tiền gửi khách hàng của VCB tăng trưởng chậm, chỉ đạt 4.8% YTD. Dù vậy, kết quả này vẫn cho thấy tín hiệu tích cực hơn so với cùng kỳ 2024, khi tiền gửi từng giảm -1.5% YTD.
- Mức tăng trưởng tiền gửi của VCB vẫn thấp hơn đáng kể so với bình quân toàn ngành (~8% YTD). Điều này cho thấy VCB đang chịu áp lực khá lớn trên thị trường vốn huy động khi là một trong những ngân hàng quốc doanh duy trì mức lãi suất huy động thấp nhất hiện nay.

NIM giảm về mức thấp kỷ lục nhằm hỗ trợ tối đa cho mục tiêu tăng trưởng vĩ mô.

- Trong Q2-2025, NIM bình quân của VCB tiếp tục suy giảm, với mức giảm 5 đpt QoQ và cũng thấp hơn 40 đpt YoY, xuống mức thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây.
- Sự sụt giảm này diễn ra trong bối cảnh cả YEA và COF đều giảm so với quý trước, nhưng mức giảm của YEA (-13 đpt QoQ) lớn hơn so với COF (-9 đpt QoQ). Nguyên nhân chính là do VCB đóng vai trò "cánh tay nối dài" của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước trong việc giữ mặt bằng lãi suất cho vay ở mức thấp, nhằm hỗ trợ người dân và doanh nghiệp tiếp cận vốn tín dụng để phục hồi và tăng trưởng.

Nhân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

- Cùng với nhóm ngân hàng quốc doanh, NIM của VCB hiện nằm trong nhóm thấp nhất ngành, phản ánh rõ vai trò của các ngân hàng này trong việc duy trì mặt bằng lãi suất cho vay ổn định và ở mức thấp, góp phần hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng và phát triển nền kinh tế.

CASA tiếp tục vượt đỉnh lịch sử, củng cố vị thế dẫn đầu toàn ngành

- CASA của ngân hàng tiếp tục lập đỉnh mới, cả về quy mô lẫn tỷ lệ. Cụ thể, tổng quy mô CASA hiện đạt khoảng 59 nghìn tỷ đồng, tăng 10% QoQ và cũng tăng 5.4% YTD. Tỷ lệ CASA cũng cải thiện lên mức 36.41%, tương ứng tăng 1.34% QoQ và tiếp tục vượt đỉnh lịch sử. VCB hiện vẫn duy trì tỷ lệ CASA cao nhất trong toàn hệ thống ngân hàng.

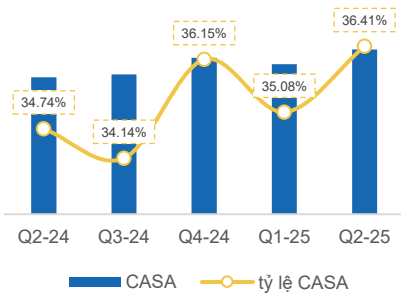
Chất lượng tài sản ổn định, nợ xấu ở mức thấp nhất trong ngành

- Tỷ lệ nợ xấu của VCB có xu hướng giảm nhẹ so với quý trước, với mức giảm 2 đpt QoQ, hiện duy trì quanh mức 1% dù vẫn tăng nhẹ 4 đpt so với cuối năm trước. Đây tiếp tục là mức nợ xấu thấp nhất trong ngành Ngân hàng. Nợ xấu của VCB cho thấy sự ổn định, khi liên tục duy trì quanh ngưỡng 1% trong suốt 3 năm trở lại đây, bất chấp tình hình nợ xấu của ngành biến động tiêu cực hơn trong cùng giai đoạn. Tỷ lệ nợ xấu được duy trì ở mức thấp là minh chứng cho việc VCB vẫn đang áp dụng các tiêu chuẩn thẩm định tín dụng thận trọng và duy trì khả năng quản trị rủi ro hiệu quả và chủ động.

- Ngoài ra, tỷ lệ nợ nhóm 2 của VCB tiếp tục giảm sâu, xuống mức thấp kỷ lục 0.25%, giảm thêm 4 đpt QoQ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn duy trì ở mức rất cao 214%, vượt trội hoàn toàn so với toàn ngành, tạo bộ đệm vững chắc cho ngân hàng trước các rủi ro có thể xảy ra trong tương lai.

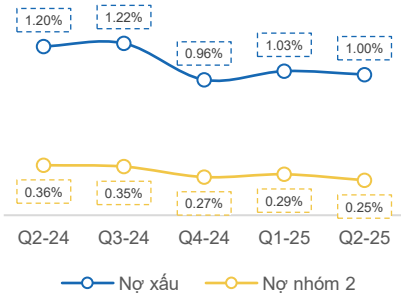
- Đáng chú ý, theo quan sát của chúng tôi, trong 2 quý đầu năm 2025, VCB gần như không thực hiện hoạt động đưa bớt nợ xấu (write-off) ra khỏi bảng cân đối kế toán. Điều này cho thấy tỷ lệ nợ xấu nội bảng ở mức 1% hiện nay không chỉ thấp, mà còn khá thực chất, cho thấy năng lực quản trị rủi ro vượt trội của ngân hàng.

CASA và tỷ lệ CASA



Nguồn: VCB, NHSV Research

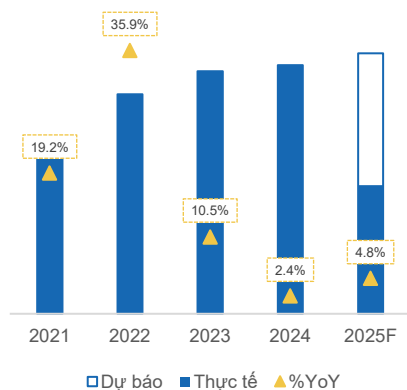
Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2



Nguồn: VCB, NHSV Research

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

Lợi nhuận sau thuế 2025F



Nguồn: VCB, NHSV Research

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2025:

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận sau thuế của VCB năm 2025 xuống quanh mức 35,500 tỷ đồng, so với mức dự báo ban đầu ~40,000 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc NIM của VCB và toàn ngành Ngân hàng có diễn biến yếu hơn so với dự kiến, trong khi vẫn duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm của VCB ở quanh mức 16% YTD, tương tự báo cáo trước đó.

- Tăng trưởng tín dụng:** Dự báo đạt khoảng 16% trong năm 2025, thấp hơn đôi chút so với mức tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế (~18% theo ước tính của chúng tôi). Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc VCB tiếp tục duy trì chính sách cho vay thận trọng, không đánh đổi tăng trưởng bằng mọi giá. Điều này được phản ánh rõ nét qua diễn biến nợ xấu của ngân hàng trong nhiều năm vừa qua.
- NIM:** Chúng tôi dự báo NIM của VCB nói riêng và ngành Ngân hàng nói chung sẽ tiếp tục suy giảm, ít nhất là đến cuối năm nay. Nguyên nhân là do ngành Ngân hàng vẫn đang gánh vác trọng trách lớn trước Chính phủ và NHNN trong việc duy trì tăng trưởng tín dụng cao và lãi suất thấp, nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8.3–8.5% trong năm 2025. Mặt bằng lãi suất thấp cũng khiến kênh tiền gửi tiết kiệm trở nên kém hấp dẫn, làm gia tăng cạnh tranh huy động vốn trên thị trường dân cư, từ đó tác động tiêu cực lên NIM. Theo đó, chúng tôi dự báo NIM bình quân năm 2025 của VCB sẽ ở quanh mức 2.6%, giảm mạnh so với 2.86% trong năm 2024, đồng thời là mức thấp nhất kể từ năm 2018.
- Thu nhập ngoài lãi:** Dự báo tăng trưởng tích cực (~10% YoY), với động lực chính đến từ mảng kinh doanh ngoại hối v& vàng, dự báo tăng ~30% YoY. Ngoài ra, thu nhập từ các hoạt động khác dự báo tăng ~30% YoY nhờ hoạt động xử lý nợ xấu thuận lợi, trong bối cảnh thị trường bất động sản phục hồi tích cực. Ngược lại, thu nhập thuần từ dịch vụ giảm mạnh năm thứ ba liên tiếp, ước giảm ~25% YoY trong năm nay.
- Chi phí hoạt động:** Dự báo tăng nhẹ ~4% YoY, tương ứng với mức tăng trưởng TOI, giúp CIR bình quân cả năm 2025 duy trì quanh mức 33.5%, tương đương năm trước.
- Chi phí dự phòng:** Tổng chi phí trích lập dự phòng dự kiến giảm nhẹ ~5% YoY, nhờ chất lượng tài sản được kiểm soát tốt và bộ đệm dự phòng duy trì ở mức an toàn hàng đầu so với toàn ngành.

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

ĐỊNH GIÁ:

- Dựa trên phương pháp định giá thu nhập thặng dư và so sánh P/B, cùng với dự báo kết quả kinh doanh năm 2025 và triển vọng tăng trưởng trong các năm tới của ngân hàng, chúng tôi xác định giá mục tiêu trong 12 tháng tới của cổ phiếu VCB ở mức **70.800 VNĐ/CP**, cao hơn 13.5% so với mức giá đóng cửa ngày 01/10/2025 (62.400 VNĐ/CP).

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

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2-2025 và 1H2025

Kết quả kinh doanh	1H2025	YoY	Q2-2025	YoY	QoQ
Thu nhập hoạt động	35,133	3.2%	17,868	6.7%	3.5%
Thu nhập lãi thuần (NII)	27,847	-0.5%	14,160	1.8%	3.5%
Thu nhập ngoài lãi (Non-II)	7,286	20.5%	3,708	30.4%	3.6%
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	1,667	-43.3%	861	-42.6%	6.8%
TNT hoạt động FX	3,659	55.1%	1,635	40.9%	-19.2%
TNT hoạt động chứng khoán	37	60.5%	1	87.0%	-97.3%
TNT hoạt động khác	1,922	165.5%	1,211	559.8%	70.3%
Chi phí hoạt động	11,677	14.8%	6,025	17.6%	6.6%
Chi phí dự phòng	1,562	-48.3%	810	-46.5%	7.6%
Lợi nhuận sau thuế	17,539	5.0%	8,837	8.8%	1.6%

Nguồn: VCB, NHSV Research

Bảng 2: Các chỉ tiêu chính đo lường hiệu quả hoạt động của ngân hàng

Các chỉ tiêu chính	1H2025	YoY	Q2-2025	YoY	QoQ
Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	7.3%	-45 đcb	7.3%	-45 đcb	+612 đcb
Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	4.8%	+626 đcb	4.8%	+626 đcb	+512 đcb
NIM	2.6%	-40 đcb	2.6%	-40 đcb	-5 đcb
YEA	4.7%	-38 đcb	4.7%	-30 đcb	-13 đcb
COF	2.3%	+2 đcb	2.3%	+9 đcb	-9 đcb
CASA	36.4%	+168 đcb	36.4%	+168 đcb	+134 đcb
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	-20 đcb	1.0%	-20 đcb	-2 đcb
Phí suất tín dụng (Credit cost)	0.2%	-25 đcb	0.2%	-24 đcb	+0 đcb
LLR	213.8%	+173 đcb	213.8%	+173 đcb	-228 đcb
CIR	33.2%	+334 đcb	33.7%	+314 đcb	+98 đcb
ROA	1.6%	-15 đcb	1.6%	-13 đcb	-6 đcb
ROE	17.1%	-197 đcb	16.7%	-139 đcb	-85 đcb

Nguồn: VCB, NHSV Research

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

Bảng 3: Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F-2026F

Tổng hợp kết quả dự phóng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập hoạt động	68,083	67,723	68,578	71,405	80,825
%YoY	20.2%	-0.5%	1.3%	4.1%	13.2%
Thu nhập lãi thuần	53,246	53,621	55,406	56,993	66,508
%yoy	26.0%	0.7%	3.3%	2.9%	16.7%
Thu nhập ngoài lãi thuần	14,836	14,103	13,173	14,412	14,316
%yoy	3.3%	-4.9%	-6.6%	9.4%	-0.7%
Chi phí hoạt động	21,251	21,915	23,027	23,921	27,076
%yoy	20.3%	3.1%	5.1%	3.9%	13.2%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	9,464	4,565	3,315	3,130	179
%yoy	-17.5%	-51.8%	-27.4%	-5.6%	-105.7%
Tổng lợi nhuận trước thuế	37,368	41,244	42,236	44,354	53,927
Lợi nhuận sau thuế	29,919	33,054	33,853	35,483	43,142
%YoY	35.9%	10.5%	2.4%	4.8%	21.6%
Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	18.8%	10.7%	13.9%	15.9%	14.9%
Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	18.2%	8.5%	9.3%	11.5%	8.4%
NIM	3.4%	3.0%	2.9%	2.6%	2.7%
YEA	5.6%	6.0%	4.8%	4.7%	5.0%
COF	2.5%	3.4%	2.2%	2.3%	2.5%
CASA	33.2%	34.7%	36.1%	36.4%	37.0%
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
Phí suất tín dụng (Credit cost)	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%
LLR	316.9%	230.3%	223.3%	226.8%	207.9%
CIR	31.2%	32.4%	33.6%	33.5%	33.5%

Nguồn: VCB, NHSV Research

Bảng 4: Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá hợp lý	Đóng góp	
Thu nhập thặng dư	50%	57,794	28,897	đồng/cổ phiếu
P/B	50%	83,801	41,901	đồng/cổ phiếu
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)			70,800	đồng/cổ phiếu

Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.