

NHTMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB)

Đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng

- Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại, nhưng tín dụng tăng trưởng cao hơn
- Tăng trưởng lợi nhuận vừa phải trong 1Q25F
- Duy trì khuyến nghị MUA

Thực tế: Tăng trưởng lợi nhuận giảm

- LNTT 4Q24 giảm -8.5% n/n xuống 10.7 nghìn tỷ đồng do không có khoản hoàn nhập dự phòng như trong 4Q23. Một số yếu tố hỗ trợ lợi nhuận 4Q24 bao gồm: thu nhập lãi thuần tăng (+8.1% n/n), thu nhập khác tăng mạnh (+213% n/n), chi phí dự phòng thấp (chỉ hoàn nhập 32 tỷ đồng trong 4Q24 so với 1,487 tỷ đồng trong 4Q23), bù đắp một phần cho thu nhập phí thuần giảm (-6% n/n) và chi phí hoạt động tăng cao (+22.4% n/n).
- Lũy kế cả năm 2024, LNTT đạt 42.2 nghìn tỷ đồng, tăng +2.4% n/n, tương đương 98% mục tiêu năm 2024 và 94% dự phóng của KIS. Ước tính của chúng tôi thấp hơn số thực tế do dự báo thu nhập hoạt động thấp hơn và chi phí hoạt động cao hơn.
- Tăng trưởng tín dụng (TTTD) tăng từ +10.2% svdn trong 3Q24 lên +13.9% svdn trong 4Q24, cao hơn mức +10.7% svdn trong 4Q23. Tín dụng doanh nghiệp tăng mạnh +16% svdn trong 4Q24, trong khi tín dụng bán lẻ phục hồi lên +12% svdn. Tín dụng bán lẻ tiếp tục tập trung vào cho vay sản xuất kinh doanh, cho vay cầm cố giấy tờ có giá, trong khi phân khúc thế chấp bắt đầu phục hồi trong 4Q24.
- NIM 4Q24 giảm nhẹ từ 2.93% trong 4Q23, 2.89% trong 3Q24 xuống 2.82% trong 4Q24, do (1) giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng và (2) tăng tỷ trọng cho vay doanh nghiệp. Tính chung cả năm 2024, NIM giảm từ 3.02% trong 2023 xuống 2.88% trong 2024.
- Thu nhập khác trong năm 2024 được hỗ trợ bởi thu hồi nợ xấu, trong khi thu nhập phí thuần chưa khởi sắc ở các mảng thanh toán trong nước, thẻ, tài trợ thương mại và bảo hiểm.
- Chi phí hoạt động 4Q24 tăng mạnh +22.4% n/n do yếu tố mùa vụ, chủ yếu từ chi phí quản lý (+125% n/n), khiến tỷ lệ CIR tăng từ 36% trong 4Q23 lên 40% trong 4Q24. Chi phí hoạt động cả năm 2024 vẫn trong tầm kiểm soát, chỉ tăng +5% n/n.
- VCB duy trì vị thế hàng đầu về chất lượng tài sản. Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5)/ (nhóm 2-5) giảm từ 1.22%/ 1.6% trong 3Q24 xuống 0.96%/ 1.2% trong 4Q24, tiếp tục nằm trong nhóm thấp nhất ngành. Trong 4Q24, tỷ lệ nợ tái cấu trúc theo Thông tư 02/2023-NHNN ở mức thấp, chỉ chiếm 0.01% tổng dư nợ, và không phát sinh khoản dư nợ nào thuộc Thông tư 53/2024/TT-NHNN (bão Yagi).

Khuyến nghị **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **112,000** Từ 93,500
Lợi nhuận **+20%**

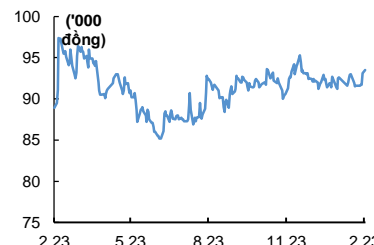
Thông kê

VNIndex (24/02, điểm)	1,305
Giá cp (24/02, đồng)	93,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	20,358
SLCP lưu hành (triệu)	5,589
Caو/ Thấp 52 tuần (đồng)	97,400/85,200
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	5.48
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	11.0/22.8
Cổ đông lớn (%)	
SBV	74.8
Mizuho	15
GIC	2.2

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	1.0	1.6	5.2
Tương đối VNIndex (%)p	(2.2)	(0.3)	(2.5)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

- Nợ xấu cải thiện trên các phân khúc: Nợ xấu doanh nghiệp giảm từ 1.36% trong 3Q24 xuống 1.1% trong 4Q24, trong khi nợ xấu bán lẻ giảm từ 1.0% trong 3Q24 xuống 0.8% trong 4Q24. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng nhẹ từ 205% trong 3Q24 lên 223% trong 4Q24.

Ưu và nhược điểm: Tăng trưởng lợi nhuận vừa phải trong 1Q25F

- TTTD trong 1Q25F dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng, được thúc đẩy bởi tín dụng doanh nghiệp và bán lẻ, đặc biệt là phân khúc thế chấp, nối tiếp đà phục hồi từ 4Q24. TTTD 2025F có thể cao hơn 2024 nhờ sự phục hồi nhu cầu vay ở tất cả các phân khúc và đẩy mạnh hỗ trợ tín dụng cho các dự án quốc gia trọng điểm thuộc đầu tư công. Một số tập đoàn lớn và dự án quốc gia trong các lĩnh vực giao thông, cơ sở hạ tầng, kho bãi và kỹ thuật có thể thúc đẩy TTTD doanh nghiệp. NIM 1Q25F có thể vẫn chịu áp lực do tốc độ phục hồi lợi suất tài sản còn chậm.
- Nợ xấu và chi phí tín dụng có thể tiếp tục duy trì ở mức thấp nhất ngành nhờ bộ đệm dự phòng lớn với tỷ lệ LLCR cao.

Hành động: Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 112,000 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 112,000 đồng, tương đương mức tăng tiềm năng +20%. Điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn có thể giúp VCB đạt mức tăng trưởng cao hơn trong năm 2025F nhờ TTTD cao hơn, cải thiện NIM, phục hồi thu nhập ngoài lãi và kiểm soát tốt nợ xấu.

Bảng 1. Xu hướng và triển vọng thu nhập

Đơn vị: tỷ đồng, %

	2023		2024			2023		2024	2025F	4Q24	
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2023	2024	2025F	q/q	n/n
Cho vay khách hàng và TPDN	1,200,276	1,280,733	1,276,727	1,379,829	1,411,059	1,458,377	1,280,733	1,458,377	1,700,498	3.4	13.9
% tăng trưởng (svdn)	3.8	10.7	(0.3)	7.7	10.2	13.9	10.7	13.9	16.6		
Cho vay khách hàng	1,189,831	1,270,359	1,266,478	1,369,645	1,401,152	1,449,220	1,270,359	1,449,220	1,692,415	3.4	14.1
NPL (Nợ nhóm 3-5)	14,393	12,455	15,459	16,446	17,133	13,964	12,455	13,964	13,174	(18.5)	12.1
NPL ratio (% , điểm %)	1.21	0.98	1.22	1.20	1.22	0.96	0.98	0.96	0.78		
NPL (Nợ nhóm 2-5)	22,051	18,015	22,502	21,322	21,983	17,899	18,015	17,899	19,208	(18.6)	(0.6)
NPL ratio (% , %p)	1.85	1.42	1.78	1.56	1.57	1.24	1.4	1.2	1.1		
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	270	230	200	212	205	223	230	223	286		
VAMC	-	-	-	-	-	-	-	-	0		
Tiền gửi khách hàng và trái phiếu	1,364,285	1,415,607	1,377,231	1,401,585	1,456,972	1,538,790	1,415,607	1,538,790	1,750,524		
Tiền gửi khách hàng	1,349,007	1,395,695	1,347,326	1,374,683	1,430,071	1,514,665	1,395,695	1,514,665	13.8		
% tăng trưởng (Svdn)	7.5	11.6	(2.7)	(1.0)	2.9	8.7	11.6	8.7	1,723,080	5.9	8.5
CASA (%)	30.3	33.9	33.8	34.2	33.5	35.8	33.9	35.8	37.8	-	-
Tổng tài sản	1,731,306	1,839,223	1,773,714	1,905,639	1,932,362	2,085,397	1,839,223	2,085,397	2,335,938	7.9	13.4
Vốn chủ sở hữu	159,139	168,449	173,514	181,597	190,186	198,860	168,449	198,955	233,223	4.6	18.1
Tổng thu nhập HD	15,777	15,959	17,280	16,752	16,836	17,711	67,723	68,578	81,911	5.2	11.0
Thu nhập lãi ròng	12,596	12,801	14,078	13,908	13,578	13,842	53,621	55,406	66,984	1.9	8.1
NIM (% , điểm %)	3.0	2.9	3.2	3.1	2.9	2.8	3.0	3.4	3.43		
Thu nhập ngoài lãi	3,181	3,158	3,202	2,844	3,258	3,868	14,103	13,173	14,927	18.7	22.5
Thu nhập phí ròng	2,472	2,703	2,639	2,660	2,619	2,510	11,440	10,428	12,417	(4.2)	(7.1)
Lãi từ chứng khoán đầu tư	188	44	55	160	84	74	391	373	456	(12.8)	66.0
TN ngoài lãi khác	521	410	508	24	555	1,285	2,272	2,372	2,054	131.6	213.0
Dự phòng rủi ro tín dụng	1,494	(1,487)	1,508	1,514	326	(32)	4,565	3,315	11,168	-	(97.8)
Thu nhập hoạt động ròng	14,284	17,446	15,772	15,238	16,510	17,743	63,159	65,264	70,743	7.5	1.7
SG&A	5,233	5,752	5,054	5,122	5,811	7,040	21,915	23,027	24,573	21.1	22.4
CIR (%)	33.2	36.0	29.2	30.6	34.5	39.8	32.4	33.6	30.0	-	-
Lợi nhuận trước dự phòng	10,545	10,207	12,226	11,630	11,025	10,670	45,809	45,551	57,338	(3.2)	4.5
Lợi nhuận trước thuế	9,051	11,693	10,718	10,116	10,699	10,703	41,244	42,236	46,170	0.0	(8.5)
Lợi nhuận ròng	7,275	9,360	8,586	8,125	8,572	8,570	33,054	33,853	36,936	(0.0)	(8.4)
Lợi nhuận cổ đông kiểm soát	7,269	9,355	8,580	8,119	8,567	8,565	33,033	33,831	36,912	(0.0)	(8.4)

Nguồn: FiinproX, VCB, KIS Research

Cân đối kế toán

(nghìn tỷ đồng)

	2021A	2022A	2023A	2024	2025F
Tổng TS	1,415	1,814	1,839	2,085	2,336
Tổng TS sinh lãi	1,386	1,760	1,818	2,061	2,314
Cho vay và TPDN	973	1,156	1,281	1,458	1,700
Hộ gia đình					
Doanh nghiệp					
Tiền gửi và cho vay	318	409	396	463	462
TCTD					
Tiền gửi NHNN và TPCP	95	195	141	139	152
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	59	90	56	57	60
Khác	30	36	35	33	39
Tổng nợ phải trả	1,306	1,678	1,671	1,886	2,103
Tiền gửi của khách hàng	1,135	1,243	1,396	1,515	1,723
Trái phiếu	17	25	20	24	27
Tiền gửi và vay của TCTD	110	233	214	235	246
Tiền vay của CP và NHNN	9	67	2	78	68
Phải trả khác	34	110	40	35	38
Tổng VCSH	109	136	168	199	233
VCSH	109	136	168	199	233
Vốn điều lệ	37	47	56	56	56
Thặng dư VCSH	5	5	5	5	5
Quý khác	18	23	23	27	33
LN giữ lại	48	61	85	111	139
Thu nhập toàn diện khác	0	(0)	(0)	(0)	1
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0

Chỉ số tài chính

	2021A	2022A	2023A	2024	2025F
Sinh lợi và hiệu quả(%)					
ROE	21.6	24.4	21.7	18.4	17.1
ROA	1.6	1.9	1.8	1.7	1.7
NIM	3.2	3.4	3.0	2.9	3.1
Lãi TB trên tài sản	5.3	5.6	6.1	4.9	5.3
Chi phí vốn	2.3	2.5	3.4	2.2	2.5
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	31.0	31.2	32.4	33.6	30.0
Chi phí tín dụng	1.3	0.9	0.4	0.2	0.7
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	18.8	36.4	10.5	2.4	9.1
LNTDPTD	18.5	19.6	-2.2	-0.6	25.9
Tăng trưởng tín dụng	15.1	18.8	10.7	13.9	16.6
Tổng TS	6.7	28.2	1.4	13.4	12.0
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	0.6	0.7	1.0	1.0	0.8
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	424.4	316.9	230.3	223.3	285.7
Tỷ lệ cho vay / huy động	77.4	77.6	79.6	82.8	85.7
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
Hệ số an toàn vốn (CAR)	10.4	10.2	12.2	12.6	13.1
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ vốn cấp 1	9.2	9.1	11.1	11.6	12.1

Kết quả hoạt động kinh doanh

(nghìn tỷ đồng)

	2021A	2022A	2023A	2024	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	57	68	68	69	82
Thu nhập lãi thuần	42	53	54	55	67
Thu nhập lãi	71	88	108	94	115
Chi phí lãi	28	35	55	38	48
Thu nhập ngoài lãi	14	15	14	13	15
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	12	13	11	10	12
Lãi từ đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	2	2	2	2	2
Dự phòng rủi ro tín dụng	12	9	5	3	11
Thu nhập hoạt động ròng	45	59	63	65	71
Chi phí quản lý và bán hàng	18	21	22	23	25
Chi phí nhân viên	10	11	12	12	-
Lợi nhuận trước DPTD	39	47	46	46	57
LNTT	27	37	41	42	46
Thuế	5	7	8	8	9
Thuế suất hiệu dụng (%)	0	0	0	0	0
Lãi từ hoạt động chính	19	28	31	30	33
Hoàn nhập nợ đã trích lập	3	2	2	4	4
LN ròng	22	30	33	34	37
LN dành cho NH mẹ	22	30	33	34	37

Định giá

	2021A	2022A	2023A	2024	2025F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	19,508	24,254	25,520	30,141	41,711
EPS	3,491	4,896	4,471	4,592	5,975
Cổ tức	0	0	0	0	0
Định giá (x)					
P/B	4.7	3.8	3.6	3.1	2.2
P/E	26.5	18.9	20.7	20.2	15.5
P/PPE	13.2	11.1	13.3	13.4	9.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Phân tích ROE (%)					
ROE	21.6	24.4	21.7	18.4	17.1
Đòn bẩy (x)	13.0	13.4	10.9	10.5	10.0
TS sinh lãi / Tổng TS	95.9	95.1	97.0	97.3	97.5
LN ròng / TS sinh lãi	1.6	1.7	1.8	1.6	1.6
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.1	3.0	2.9	2.7	2.9
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	1.0	0.8	0.8	0.6	0.6
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.8	0.5	0.3	0.2	0.5
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 25/02/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 25/02/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..