

## Ngân hàng TMCP Nhà nước: Cơ hội vượt trội thách thức

### Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
ha.plien@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

### Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

- Với chính sách tiền tệ nới lỏng, HSC kỳ vọng ngành Ngân hàng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025-2026. Ngoài ra, ngành Ngân hàng nhìn chung sẽ được hưởng lợi nhờ ngành BĐS hồi phục, trong khi việc đẩy nhanh các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ tác động tích cực đến các Ngân hàng TMCP Nhà nước nhiều hơn so với các NHTM tư nhân.
- Mặc dù bảng CĐKT được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, khả năng mở rộng tỷ lệ NIM của các ngân hàng TMCP Nhà nước nhiều khả năng vẫn sẽ hạn chế do những ngân hàng này nhận nhiệm vụ duy trì mật bằng lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- CTG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản cải thiện và dự báo tăng trưởng lợi nhuận vượt trội, mở ra một cơ hội đầu tư mang tính chu kỳ cho NGĐT. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cả BID và VCB với triển vọng kinh doanh vững chắc nhưng đang đi kèm với mức định giá cao hơn.

### Tăng trưởng tín dụng tăng tốc và chất lượng tài sản cải thiện

Với chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, HSC dự báo ngành Ngân hàng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025-2026. Bên cạnh đó, thị trường BĐS được kỳ vọng tiếp tục đà hồi phục sẽ đẩy mạnh nhu cầu đi vay và nâng cao chất lượng tài sản trên toàn ngành. Chính phủ tăng cường chi tiêu và tăng tốc đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng nhiều khả năng cũng hỗ trợ đáng kể cho nhu cầu tín dụng.

Trong khi những sự kiện này có tác động tích cực đối với toàn ngành Ngân hàng, các ngân hàng TMCP Nhà nước được dự báo sẽ hưởng lợi nhiều hơn so với các NHTM tư nhân nhờ những liên kết chặt chẽ hơn với các dự án cơ sở hạ tầng của Chính phủ.

### Khả năng mở rộng tỷ lệ NIM vẫn hạn chế

Mặc dù bảng CĐKT được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ, khả năng mở rộng tỷ lệ NIM của các ngân hàng TMCP Nhà nước có thể sẽ gặp khó khăn chủ yếu do nghĩa vụ của những ngân hàng này trong việc hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng kinh tế quốc gia, thông qua việc duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp. Những chính sách này, mặc dù có lợi cho tăng trưởng kinh tế chung, nhưng lại hạn chế khả năng tối ưu hóa lợi nhuận của các NHTM.

### Ưu thích cổ phiếu CTG hơn so với BID và VCB

Quan điểm của chúng tôi đối với 3 cổ phiếu ngân hàng TMCP có vốn Nhà nước trong phạm vi phân tích như sau:

- CTG:** Chúng tôi tăng 18,8% giá mục tiêu lên 53.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 30%, và duy trì khuyến nghị Mua vào. CTG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh vượt dự báo, chất lượng tài sản cải thiện và vị thế thuận lợi trong chu kỳ kinh doanh hiện tại.
- BID:** Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 45.700đ, tương đương tiềm năng tăng giá 15%, và khuyến nghị Tăng tỷ trọng. BID tiếp tục cho thấy triển vọng tăng trưởng vững chắc nhưng định giá hiện tại (đặc biệt là so với CTG) phù hợp với khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- VCB:** Chúng tôi giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 73.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 10%, và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng. Chúng tôi có quan điểm trái chiều đối với VCB. Mặc dù đánh giá cao chiến lược thận trọng và chất lượng tài sản tốt của Ngân hàng, nhưng chúng tôi vẫn thận trọng đối với rủi ro về (1) khả năng tối ưu lợi nhuận do phải thực hiện 'nhiệm vụ quốc gia' và (2) khả năng bị pha loãng với kế hoạch huy động vốn đáng kể. Mặc dù có triển vọng vững chắc, việc giá cổ phiếu tăng gần đây và điều chỉnh nhẹ dự báo – cả 2 diễn biến này đều làm định giá hiện tại của VCB cao hơn đáng kể so với ngành – là lý do khiến chúng tôi hạ khuyến nghị.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/3.*

Mã CK	Giá (đồng)		Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)			Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
	Cũ	Mới		Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BID	39,800	Tăng tỷ trọng	-	45,700	-	-	14.8	9.70	8.59	1.68	1.41	1.01	1.13
CTG	41,550	Mua vào	-	53,800	18.8		29.5	6.69	5.52	1.26	1.04	0	0
VCB	66,500	Tăng tỷ trọng	Mua vào	73,200	(3.07)		10.1	14.6	13.1	2.15	1.87	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 19/3/2025.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Triển vọng trái chiều nhưng nhìn chung cải thiện</b>	<b>3</b>
ROE năm 2024 tương đồng, nhưng bối cảnh khác biệt	3
Hệ số CAR của VCB cao hơn đem lại dư địa tăng trưởng lớn hơn	3
CTG có nhiều dư địa hơn để cải thiện cơ cấu các khoản vay	4
Chất lượng tài sản và tỷ lệ NIM: VCB dẫn đầu nhưng BID & CTG cho thấy cơ hội đầu tư chu kỳ	5
Thu nhập ngoài lãi: Cơ hội và thách thức cho tất cả	7
Hiệu quả hoạt động: CTG cho thấy cải thiện đáng kể	8
Triển vọng HĐKD: Số liệu lựa chọn CTG	11
<b>Định giá và khuyến nghị</b>	<b>12</b>
Phương pháp định giá	12
Bối cảnh định giá	13
<b>Báo cáo thành phần</b>	
NHTMCP Công thương Việt Nam (CTG)	14
NHTMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	23

## Triển vọng trái chiều nhưng nhìn chung cải thiện

Nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng, HSC kỳ vọng ngành Ngân hàng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025-2026. Sự hồi phục của ngành BĐS nhìn chung sẽ hỗ trợ cho ngành Ngân hàng trong khi việc đẩy nhanh các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho các Ngân hàng TMCP Nhà nước so với các NHTM tư nhân. Mặc dù bảng CĐKT được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, khả năng mở rộng tỷ lệ NIM của các ngân hàng TMCP Nhà nước vẫn hạn chế do những ngân hàng này nhận nhiệm vụ duy trì mặt bằng lãi suất thấp nhằm đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. CTG (khuyến nghị Mua vào) là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản cải thiện và lợi nhuận dự báo tăng trưởng vượt trội, mở ra một cơ hội đầu tư mang tính chu kỳ cho NĐT. BID và VCB đều được khuyến nghị Tăng tỷ trọng do nền định giá cao mặc dù triển vọng vững chắc.

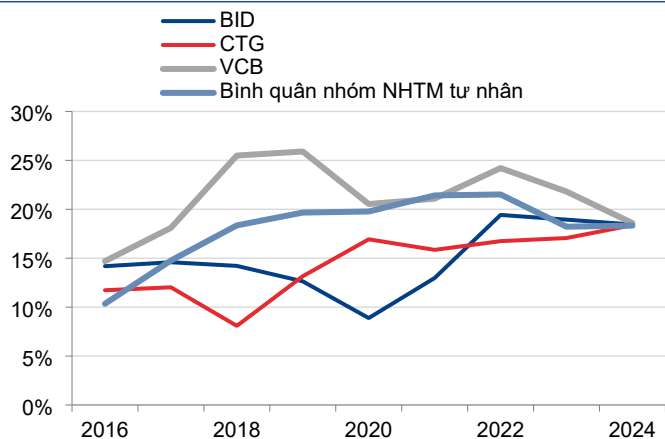
### ROE năm 2024 tương đồng, nhưng bối cảnh khác biệt

Trong năm 2024, hệ số ROE của BID, CTG và VCB đều hội tụ về mức quanh 18,5%, tuy nhiên con đường dẫn đến điểm này của mỗi Ngân hàng có sự khác nhau. Hệ số ROE của BID hồi phục từ mức đáy 8,9% trong năm 2020 và đạt đỉnh ở mức 19,4% vào năm 2022 sau đó giảm nhẹ xuống 18,4% vào năm 2024. Hệ số ROE của CTG ổn định ở mức khoảng 17% trong giai đoạn 2019-2023, sau đó tăng lên 18,4% vào năm 2024. VCB duy trì hệ số ROE ổn định trên mức 20% trong giai đoạn 2019-2023 trước khi giảm nhẹ xuống 18,6% vào năm 2024.

Sự hội tụ này là nhờ BID và CTG đang ở trong một giai đoạn thuận lợi, sau quá trình tái cấu trúc bảng CĐKT, và nhờ tỷ lệ đòn bẩy cao, trong khi ROE của VCB mang tính bền vững nhờ nền tảng cơ bản vững chắc. Thời gian tới, chúng tôi dự báo ROE của CTG sẽ cải thiện, ROE của BID ổn định, và ROE của VCB có thể giảm nhẹ trong giai đoạn 2025-27, với giả định thực hiện thành công kế hoạch phát hành riêng lẻ. Mặc dù vậy, VCB vẫn thể hiện chất lượng lợi nhuận cao nhất và bền vững nhất. Các luận điểm chi tiết hỗ trợ các dự báo này được trình bày dưới đây.

**Biểu đồ 1: Hệ số ROE**

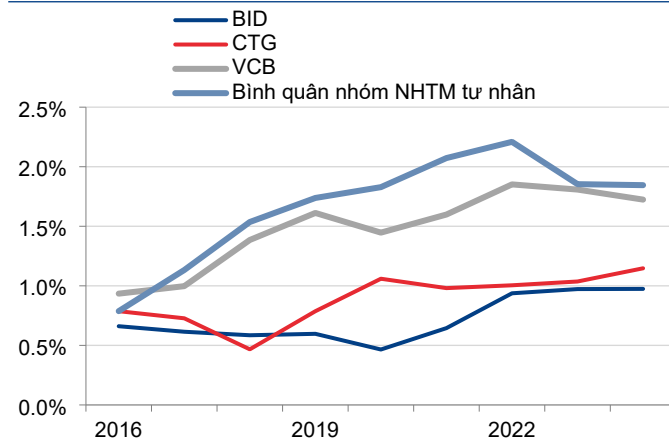
Hệ số ROE đều hội tụ về mức quanh 18,5% trong năm 2024...



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 2: Hệ số ROA**

...nhưng hệ số ROA của VCB vẫn vượt trội so với BID và CTG



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

### Hệ số CAR của VCB cao hơn đem lại dự địa tăng trưởng lớn hơn

Mặc dù hệ số ROE tương đương, chênh lệch rõ rệt về hệ số ROA và tỷ lệ đòn bẩy phản ánh mức độ bền vững khác nhau giữa các ngân hàng. Khả năng sinh lời của VCB liên tục duy trì ở mức cao, với hệ số ROA ở mức khoảng 1,7%, vượt trội đáng kể so với CTG & BID (dao động từ 1-1,1%). Hệ số ROE cao của BID và CTG chủ yếu nhờ sử dụng tỷ lệ đòn bẩy lớn, từ đó làm tăng khả năng vốn CSH bị pha loãng trong dài hạn nếu giả sử 3 ngân hàng này đặt hệ số an toàn vốn (hệ số CAR) mục tiêu tương đương, tuy nhiên điều này không nhất thiết phải xảy ra.

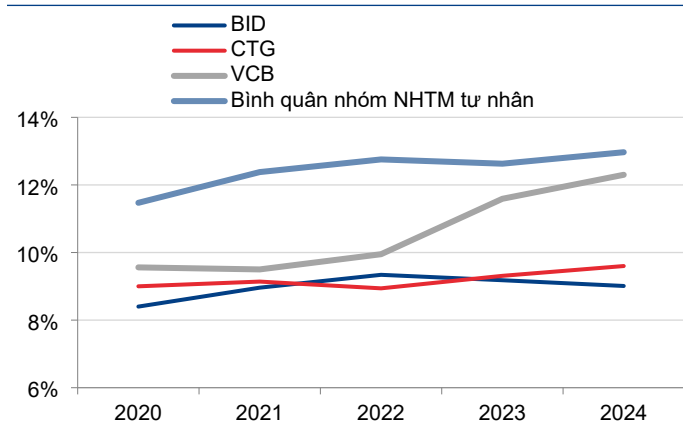
Cụ thể, BID và CTG duy trì tỷ lệ vốn cấp 1 tương đối thấp – lần lượt ở mức 6,5% và 7% - và phụ thuộc nhiều vào vốn cấp 2 (nợ thứ cấp). Ngược lại, nguồn vốn mạnh hơn của VCB thể hiện qua tỷ lệ vốn cấp 1 ở mức 11,1% và hệ số CAR chung cải thiện đáng kể lên 12,3% từ mức 10% tại thời điểm cuối năm 2022 do bảng ĐKKT tăng trưởng chậm hơn trong năm 2023-2024. Hệ số nhân vốn CSH cũng phản ánh chênh lệch về tỷ lệ đòn bẩy: BID (19,1 lần), CTG (15,9 lần) và VCB (10,5 lần).

Từ đó, BID và CTG liên tục chịu sức ép phải nâng cao hệ số CAR, đặc biệt là gia tăng vốn cấp 1, điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực tới hệ số ROE trong tương lai. Tỷ lệ đòn bẩy của VCB có vẻ tối ưu hơn; mặc dù kế hoạch tăng vốn CSH thông qua phát hành riêng lẻ 6,5% cổ phần có thể tạm thời làm giảm hệ số ROE, động thái chiến lược này sẽ hỗ trợ tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Tăng trưởng tín dụng của VCB giảm tốc gần đây có thể chỉ mang tính tạm thời do nhu cầu thị trường ảm đạm và hoạt động cho vay thận trọng hơn. Ngược lại, BID & CTG, với khẩu vị rủi ro cao hơn, đã tăng tốc cho vay để thực thi định hướng nới lỏng tiền tệ. Với điều kiện kinh tế dần trở lại bình thường, HSC kỳ vọng VCB sẽ giành lại vị trí dẫn đầu tăng trưởng tín dụng.

**Biểu đồ 3: Hệ số CAR**

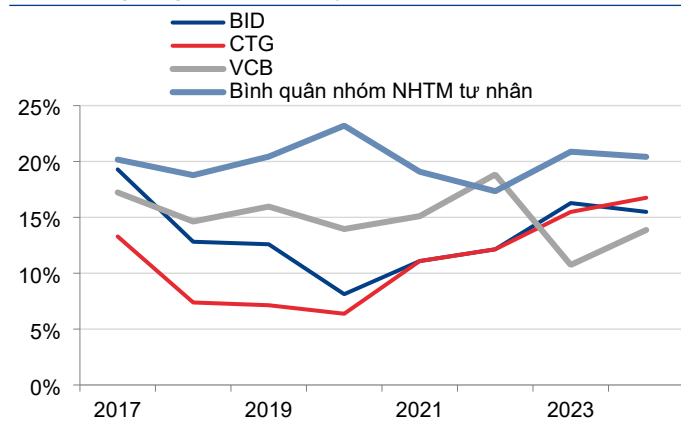
Do có CAR thấp hơn so với VCB và các NHTM tư nhân khác...



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng**

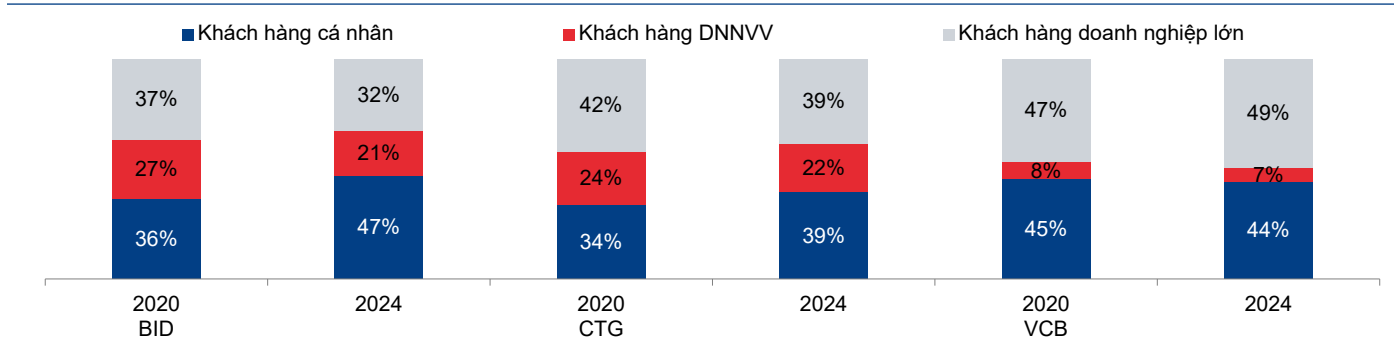
...khả năng tăng dư nợ cho vay của BID/CTG bị hạn chế hơn



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 5: Cơ cấu danh mục cho vay**

CTG vẫn còn dư địa để gia tăng tỷ trọng cho vay KH cá nhân nhằm cải thiện tỷ lệ NIM



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng

### CTG có nhiều dư địa hơn để cải thiện cơ cấu các khoản vay

CTG & BID có cơ cấu cho vay khá tương đồng, với đó phân khúc bán lẻ chiếm 40-45%, DNNVV chiếm 21-22% và khách hàng doanh nghiệp chiếm 32-39%. VCB có đôi chút khác biệt, với tỷ trọng cho vay DNNVV thấp ở mức 7%, trong khi tỷ trọng cho vay bán lẻ và khách hàng doanh nghiệp cân bằng ở mức 44% và 49%.

Cho vay khách hàng cá nhân tăng trưởng trong các năm gần đây do NHTM theo đuổi lợi nhuận. VCB & BID dẫn đầu với tỷ trọng cho vay bán lẻ khoảng 45%, trong khi CTG thấp hơn ở mức 39%. CTG chủ yếu cho vay kinh doanh hộ gia đình (chiếm 62% tỷ

trọng cho vay bán lẻ), tỷ trọng cho vay mua nhà chiếm 27%. Danh mục cho vay khách hàng cá nhân của VCB và BID đa dạng hơn; VCB duy trì tỷ trọng tương đối bằng nhau giữa cho vay mua nhà (40%) và cho vay kinh doanh hộ gia đình (40%), trong khi BID cân bằng giữa cho vay kinh doanh hộ gia đình (40%), cho vay mua nhà (30%) và cho vay tiêu dùng (30%). CTG có dự địa để mở rộng cho vay mua nhà trong khi VCB & BID có thể đã đạt đến điểm tối ưu của tỷ trọng danh mục bán lẻ.

Phân khúc cho vay doanh nghiệp FDI cũng thu hút sự chú ý gần đây mặc dù tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do cạnh tranh gay gắt. VCB dẫn đầu phân khúc này với quy mô dư nợ đạt khoảng 150 nghìn tỷ đồng, tiếp theo là CTG (100 nghìn tỷ đồng) và BID (80 nghìn tỷ đồng). Doanh thu của phân khúc này chủ yếu đến từ nguồn vốn huy động khách hàng và thu nhập phí.

### **Chất lượng tài sản và tỷ lệ NIM: VCB dẫn đầu nhưng BID & CTG cho thấy cơ hội đầu tư chu kỳ**

Chất lượng tài sản ảnh hưởng trực tiếp tới tỷ lệ NIM, đặc biệt là tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro (tính cả chi phí tín dụng). Các ngân hàng có chất lượng tài sản vượt trội thường hưởng lợi từ chi phí dự phòng & chi phí huy động thấp hơn, từ đó giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận nói chung.

VCB dẫn đầu với danh mục cho vay có rủi ro thấp do tệp khách hàng có tính chọn lọc cao với tiêu chuẩn tín dụng chặt chẽ. Số liệu phản ánh rõ ràng thông qua việc VCB duy trì tỷ lệ nợ xấu mới hình thành bình quân thấp nhất, tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR cao nhất. Lợi thế này giúp giảm thiểu chi phí dự phòng, nâng cao niềm tin cho khách hàng và gia tăng lượng tiền gửi không kỳ hạn có chi phí thấp, giúp giảm hiệu quả chi phí huy động. Từ đó, VCB có thể duy trì tỷ lệ NIM và tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro (tỷ lệ NIM trừ chi phí tín dụng) vượt trội, mặc dù lợi suất tài sản sinh lãi của ngân hàng thấp hơn so với ngành.

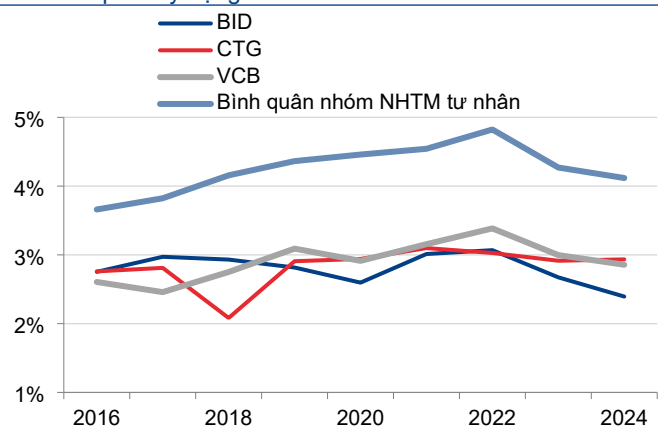
Ngược lại, BID và CTG có mức độ rủi ro và chất lượng tài sản tương đương – thể hiện qua điểm tương đồng trong cơ cấu danh mục cho vay, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR. Cả 2 ngân hàng này đều trải qua sự biến động mang tính chu kỳ của chất lượng tài sản, với chi phí dự phòng gia tăng trong giai đoạn tái cấu trúc bảng CĐKT và chi phí dự phòng giảm mạnh ở giai đoạn sau đó. Điều này có thể đem lại cơ hội đầu tư chu kỳ cho NĐT.

Đáng chú ý tỷ lệ NIM của BID thường thấp hơn so với CTG mặc dù mức độ rủi ro tương đương và thậm chí có tỷ trọng cho vay bán lẻ cao hơn. Điều này là do BID có chi phí huy động cao hơn do vốn CSH mỏng, tỷ lệ đòn bẩy cao hơn.

Triển vọng: Thời gian tới, trong khi chất lượng tài sản được dự báo duy trì ổn định, khả năng cải thiện của tỷ lệ NIM sẽ khác nhau. Cụ thể, BID có nhiều dự địa để nâng cao tỷ lệ NIM thông qua tối ưu cơ cấu vốn và tinh chỉnh lại hoạt động định giá lãi suất. CTG có thể tiếp tục củng cố tỷ lệ NIM thông qua tăng cường cho vay khách hàng cá nhân lợi suất cao và giảm chi phí vốn thông qua cải thiện lượng tiền gửi không kỳ hạn từ cơ sở khách hàng doanh nghiệp. Đối với VCB, sự cải thiện của tỷ lệ NIM sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào điều kiện thị trường và khả năng nâng cao hệ số LDR, hiện đang thấp hơn một chút so với ngành.

**Biểu đồ 6: Tỷ lệ NIM**

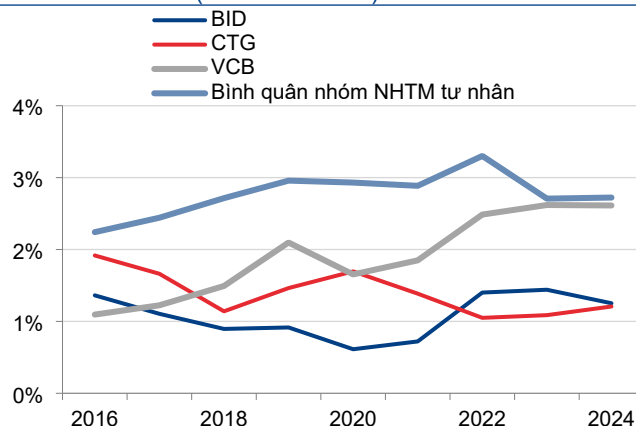
Tỷ lệ NIM của VCB cao hơn một chút so với BID và CTG nhờ lợi thế về chi phí huy động



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 7: Tỷ lệ NIM đã điều chỉnh rủi ro**

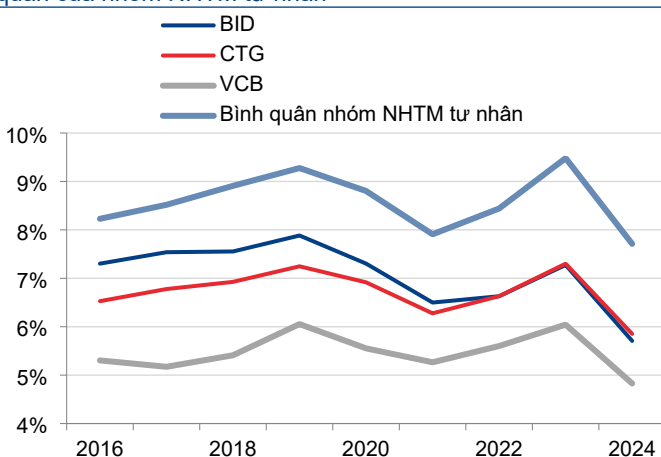
Sau khi điều chỉnh rủi ro tín dụng, VCB có tỷ lệ NIM vượt trội hơn so với BID và CTG (kể từ năm 2018)



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 8: Lợi suất gộp**

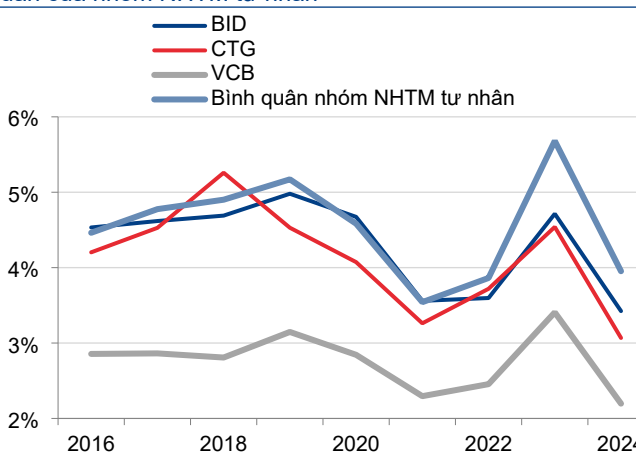
Tính trung bình, lợi suất gộp của VCB thấp hơn 140 điểm cơ bản so với BID & CTG và thấp hơn 310 điểm cơ bản so với mức bình quân của nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 9: Chi phí huy động**

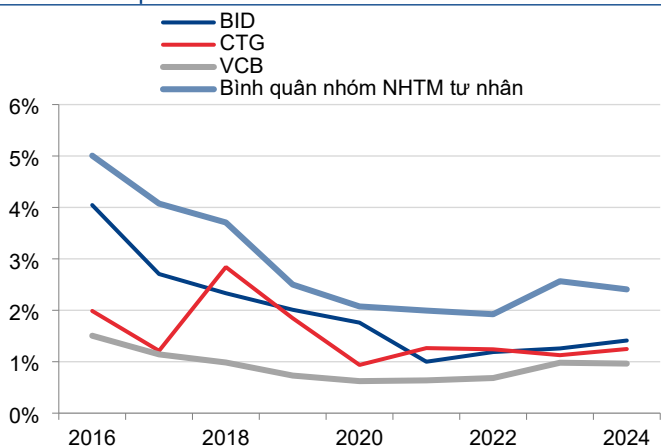
Chi phí huy động của VCB trung bình thấp hơn 150 điểm cơ bản so với BID & CTG và thấp hơn 180 điểm cơ bản so với mức bình quân của nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 10: Nợ xấu + VAMC**

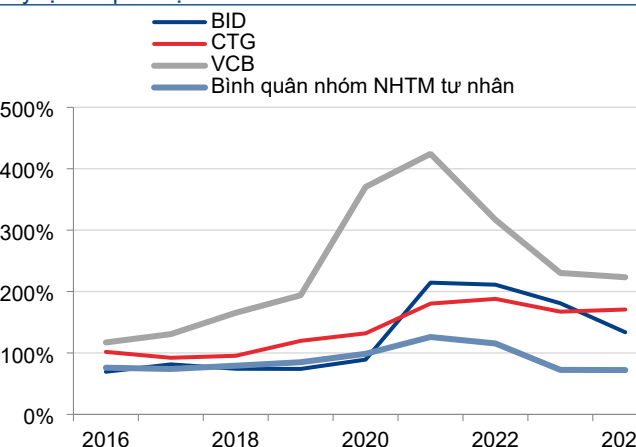
VCB duy trì chất lượng tài sản vượt trội với nợ xấu gộp ổn định và ở mức thấp



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 11: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)**

VCB cũng rất thận trọng trong việc trích lập dự phòng, luôn duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức cao



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

## Thu nhập ngoài lãi: Cơ hội và thách thức cho tất cả

HSC cũng có những quan điểm khác nhau về triển vọng thu nhập ngoài lãi, cụ thể như sau:

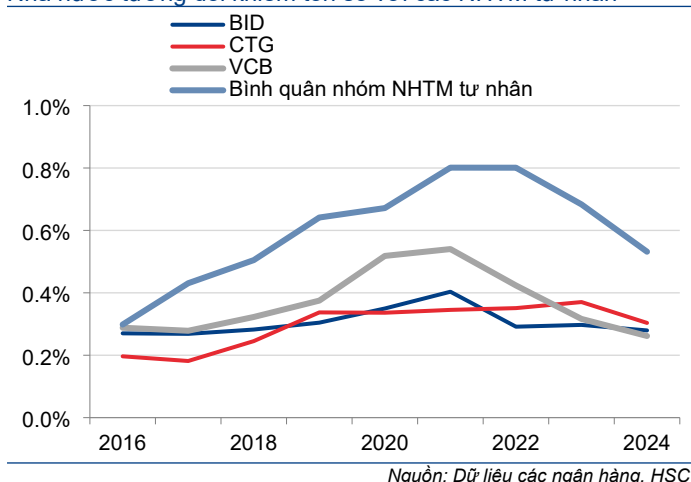
- Thu nhập phí – nhiều dư địa cải thiện:** Thu nhập phí của các ngân hàng TMCP Nhà nước vẫn khiêm tốn so với các NHTM tư nhân, và không có sự khác biệt đáng kể. Tuy nhiên, dư địa để cải thiện vẫn còn nhiều, thông qua các công ty con hoạt động lâu năm trong ngành chứng khoán và bảo hiểm, vẫn chưa được tận dụng tối đa. Với cơ sở khách hàng rộng lớn, cả VCB, CTG và BID đều có cơ hội đáng kể để đẩy mạnh bán chéo và bán gia tăng, từ đó có thể giúp nâng cao tăng trưởng thu nhập phí trong tương lai.

Cụ thể, mảng bảo hiểm nhân thọ cho thấy những cơ hội riêng biệt. Trong khi VCB & CTG lần lượt chuyển sang mô hình bancassurance lần lượt vào năm 2020 và 2022 – từ đó có thể sử dụng mạng lưới của từng ngân hàng để kiếm tiền thông qua quan hệ đối tác độc quyền và ghi nhận phí trả trước/phí truy cập – BID vẫn duy trì quyền sở hữu trực tiếp đối với BIDV-Metlife. Do đó, BID vẫn chưa giải phóng hết giá trị tiềm năng lớn từ quan hệ đối tác bảo hiểm với việc chuyển sang mô hình bancassurance.

- HĐ kinh doanh ngoại hối – thế mạnh đã được xây dựng, dẫn đầu là VCB:** Các ngân hàng TMCP Nhà nước có lợi thế cạnh tranh hơn ở mảng kinh doanh ngoại hối so với khối NHTM tư nhân nhờ mối quan hệ rộng rãi với khách hàng doanh nghiệp & FDI. VCB vượt trội đáng kể ở mảng này và giữ vị trí dẫn đầu về thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối.
- HĐ mua bán trái phiếu – chiến lược phân hóa:** HĐ mua bán trái phiếu chưa được CTG và VCB ưu tiên khi những ngân hàng này chủ yếu nắm giữ TPCP ngắn hạn và tín phiếu NHNN để đảm bảo thanh khoản thay vì tìm kiếm lợi nhuận từ biến động lãi suất. Tuy nhiên, BID đã tham gia tích cực vào HĐ mua bán trái phiếu, đặc biệt là trong năm 2023-2024, từ đó đem lại thêm doanh thu nhưng đồng thời cũng làm gia tăng biến động lợi nhuận.
- Thu nhập khác – phụ thuộc vào thu nhập từ thu hồi nợ xấu:** Thu nhập khác, chủ yếu là thu nhập từ thu hồi nợ xấu, đóng góp đáng kể hơn tương đối vào thu nhập ngoài lãi của BID và CTG so với VCB. Sự chênh lệch này phù hợp với tỷ lệ nợ được xóa trong quá khứ của BID (1,26%) & CTG (1,2%) so với VCB (0,37%). Việc tiếp tục phụ thuộc vào thu nhập từ thu hồi nợ xấu sẽ khiến biến động của khoản thu nhập khác của BID và CTG lớn hơn so với VCB. Đây là rủi ro nhưng cũng đồng thời là tiềm năng tăng đối với dự báo của chúng tôi.

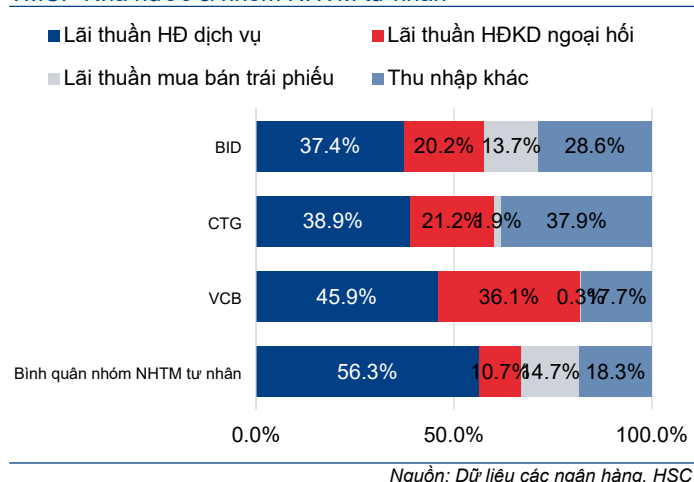
**Biểu đồ 12: Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tài sản bình quân**

Khả năng tạo ra thu nhập HĐ dịch vụ của các ngân hàng TMCP Nhà nước tương đối khiêm tốn so với các NHTM tư nhân



**Biểu đồ 13: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi (bình quân giai đoạn 2020-2024)**

Cơ cấu thu nhập ngoài lãi có sự khác biệt giữa các ngân hàng TMCP Nhà nước & nhóm NHTM tư nhân



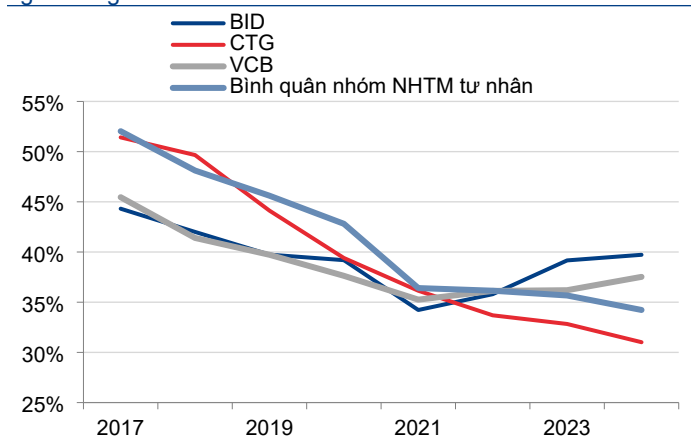
## Hiệu quả hoạt động: CTG cho thấy cải thiện đáng kể

Để đánh giá hiệu quả hoạt động của các NHTM, HSC xem xét một số thước đo như sau:

- Hệ số chi phí trên thu nhập (CIR):** Sau khi điều chỉnh trích quỹ khen thưởng phúc lợi (được coi như chi phí hoạt động), hệ số CIR của tất cả các ngân hàng đều ghi nhận sự cải thiện chung. Sự cải thiện đáng kể và ổn định của CTG vượt trội so với BID, VCB và các NHTM tư nhân trong 3 năm liên tiếp, cho thấy phương pháp kiểm soát chi phí kỷ luật của ngân hàng. Do sức ép đáng kể từ chi phí dự phòng, CTG kiểm soát chi phí hoạt động chặt chẽ hơn. Điều này sẽ giúp củng cố lợi nhuận của CTG trong tương lai, đặc biệt là nếu chi phí dự phòng hạ nhiệt, từ đó giúp nâng cao dư địa cho tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng.
- Tỷ lệ chi phí hoạt động/dư nợ tín dụng bình quân:** Xu hướng giảm của các NHTM cho thấy hiệu quả cho vay gia tăng theo thời gian. Chênh lệch giữa các ngân hàng TMCP Nhà nước và tư nhân chủ yếu do lợi thế kinh tế nhờ quy mô của các ngân hàng này và khác biệt về danh mục cho vay; ngân hàng bán lẻ (chiếm tỷ trọng lớn hơn trong số các NHTM tư nhân) thường phải chịu nhiều chi phí hơn để có thêm khách hàng so với ngân hàng tập trung vào phân khúc khách hàng doanh nghiệp. BID & CTG có tỷ lệ gần như tương đương nhau, ổn định ở mức khoảng 1,5% trong giai đoạn 2022-2024, từ đó cho thấy tiềm năng cải thiện không còn nhiều.
- Thước đo về năng suất lao động:** Dựa trên số liệu về tổng thu nhập hoạt động, lợi nhuận hoạt động trước trích lập dự phòng và LNTT trên mỗi nhân viên đã cải thiện đáng kể theo thời gian. CTG cho thấy những cải thiện mạnh mẽ nhất, dẫn đầu về tỷ lệ tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận hoạt động trước trích lập dự phòng trên mỗi nhân viên. Ngược lại, LNTT trên mỗi nhân viên của VCB sụt giảm nhẹ trong năm 2023-2024 nhưng vẫn dẫn đầu nhờ chất lượng tài sản vượt trội giúp chi phí trích lập dự phòng thấp hơn.

**Biểu đồ 14: Hệ số CIR điều chỉnh**

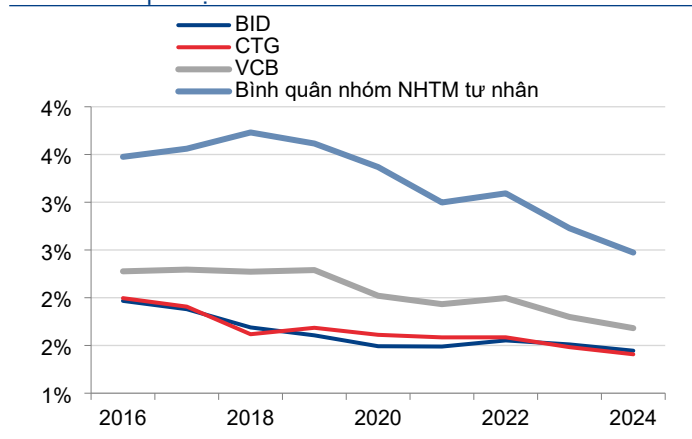
Theo thời gian, hiệu quả hoạt động đã cải thiện, trong đó CTG là ngân hàng dẫn đầu



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 15: Chi phí HĐ / Tín dụng bình quân**

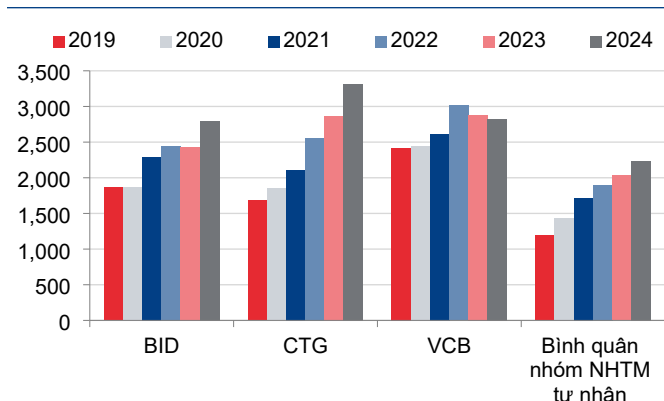
Hoạt động cho vay của BID và CTG có hiệu quả hơn so với VCB tính theo chi phí vận hành



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 16: Tổng thu nhập HĐ/ Số lượng nhân viên**

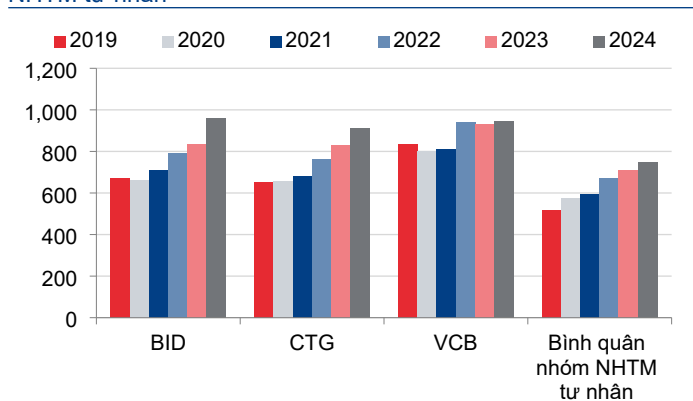
CTG cải thiện đáng kể nhất trong khi VCB giảm nhẹ trong hai năm gần đây



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 17: Chi phí HĐ / Số lượng nhân viên**

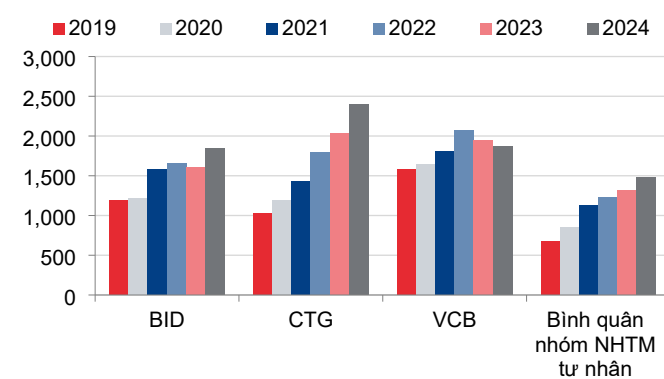
Các ngân hàng TMCP Nhà nước có mức chi phí HĐ trên mỗi nhân viên tương đối giống nhau và cao hơn đáng kể so với các NHTM tư nhân



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 18: Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng / Số lượng nhân viên**

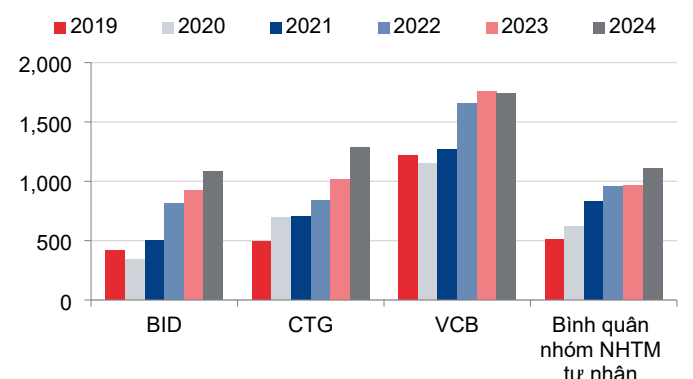
CTG cải thiện đáng kể nhất trong khi VCB giảm nhẹ trong hai năm gần đây



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 19: LNTT / Số lượng nhân viên**

Nhờ chất lượng tài sản vượt trội & chi phí tín dụng thấp hơn đáng kể, VCB tiếp tục dẫn đầu về tỷ lệ LNTT/ số lượng nhân viên



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 20: Tỷ lệ sở hữu và phát hành riêng lẻ, các Ngân hàng TMCP Nhà nước trong phạm vi phân tích của HSC**

Kế hoạch phát hành riêng lẻ của BID/VCB bị kéo dài do điều kiện thị trường không thuận lợi; chúng tôi kỳ vọng những đợt phát hành này sẽ được thực hiện trong năm 2025-26. Ngoài ra, mặc dù việc huy động vốn mới sẽ giúp cải thiện giá trị sổ sách của cổ phiếu nhưng cũng sẽ tạo áp lực tạm thời lên hệ số ROE.

	BID	CTG	VCB
Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước	79.6%	64.5%	74.8%
Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại	16.7%	26.8%	22.7%
Tỷ lệ free float	3.66%	15.80%	10.20%
Đợt phát hành riêng lẻ trước đây	NĐT chiến lược: BID phát hành 15% cho Kebab Hana Bank trong tháng 10/2019 tại P/B năm 2018 là 2,8 lần NĐT tài chính: BID phát hành 1,79% cho quỹ Dragon Capital & SCIC trong tháng 3/2025, với P/B năm 2024 là 1,9 lần	NĐT chiến lược: CTG phát hành 19,73% cho MUFG trong tháng 5/2013 với P/B năm 2012 là 1,4 lần	NĐT tài chính: VCB phát hành 3,1% cho GIC trong tháng 1/2019 tại P/B năm 2018 là 3,2 lần
Kế hoạch phát hành riêng lẻ	1,1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong 6 tháng cuối năm 2025, và 6,1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong năm 2026		6,5% Số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong năm 2025-2026

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 21: So sánh các chỉ số chính trong giai đoạn 2020-2024**

CTG cải thiện nhiều nhất trong 5 năm qua và dần bắt kịp với các ngân hàng khác

	BID					CTG					VCB				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Quy mô (nghìn tỷ đồng)</b>															
Tài sản	1,517	1,762	2,121	2,301	2,761	1,341	1,532	1,808	2,033	2,385	1,328	1,415	1,814	1,840	2,085
Dư nợ cho vay KH	1,214	1,355	1,522	1,778	2,056	1,015	1,131	1,275	1,473	1,722	840	961	1,145	1,270	1,449
Tiền gửi KH	1,227	1,380	1,474	1,705	1,953	990	1,162	1,249	1,411	1,606	1,032	1,135	1,243	1,396	1,515
Vốn CSH	80	83	104	123	145	85	93	107	126	150	99	109	138	165	199
Thị phần cho vay (%)	13.4	13.1	12.9	13.2	13.2	11.1	10.9	10.7	10.9	11.1	9.2	9.3	9.7	9.4	9.3
<b>Tăng trưởng (%)</b>															
Dư nợ cho vay	8.7	11.6	12.4	16.8	15.7	8.6	11.4	12.7	15.6	16.9	14.3	14.4	19.2	10.9	14.1
Tiền gửi	10.1	12.5	6.8	15.7	14.6	10.9	17.3	7.5	12.9	13.8	11.2	10.0	9.5	12.2	8.5
Tổng thu nhập HĐ	3.9	24.7	11.5	4.9	11.0	11.7	17.4	20.6	10.0	16.1	7.1	15.8	20.0	-0.5	1.3
LNTT	-15.1	47.6	69.5	19.7	13.8	44.9	3.0	20.1	18.3	27.1	-0.3	18.9	36.4	10.4	2.4
<b>Nguồn vốn</b>															
Hệ số CAR (%)	8.4	9.0	9.3	9.2	9.0	9.0	9.1	8.9	9.3	9.6	9.6	9.5	10.0	11.6	12.3
Hệ số nhân vốn CSH (lần)	19.0	21.2	20.3	18.7	19.1	15.8	16.5	16.8	16.1	15.9	13.4	13.0	13.2	11.1	10.5
<b>Chất lượng tài sản (%)</b>															
Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm VAMC)	1.76	1.00	1.19	1.26	1.41	0.94	1.26	1.24	1.13	1.25	0.62	0.64	0.68	0.98	0.96
Nợ nhóm 2	1.12	1.12	1.67	1.58	1.66	0.28	1.05	2.35	1.55	1.32	0.33	0.36	0.36	0.44	0.27
Hệ số LLR	89	214	211	181	134	132	180	188	167	171	370	424	317	230	223
Chi phí tín dụng	1.98	2.29	1.67	1.23	1.14	1.25	1.71	1.98	1.83	1.73	1.26	1.31	0.90	0.38	0.24
Nợ xấu mới hình thành (bao gồm VAMC)	1.34	0.90	1.35	1.35	1.58	-0.12	0.98	1.81	2.00	1.48	0.34	0.38	0.50	0.86	0.51
<b>Cơ cấu cho vay</b>															
KH cá nhân	36	40	44	44	47	34	32	37	38	39	45	47	47	45	44
KH DNNVV	27	23	26	22	21	24	26	26	23	22	8	9	8	7	7
KH doanh nghiệp lớn	37	37	30	34	32	42	42	37	39	39	47	44	45	48	49
<b>Tỷ lệ NIM (%)</b>															
Lợi suất cho vay	7.65	7.07	7.51	8.33	6.54	7.63	7.06	7.75	8.63	7.00	6.74	6.34	7.00	7.56	5.97
Chi phí tiền gửi	4.76	3.54	3.72	4.80	3.44	4.21	3.26	3.76	4.55	3.03	2.93	2.25	2.47	3.43	2.45
Lợi suất gộp	7.30	6.50	6.63	7.27	5.72	6.92	6.28	6.63	7.30	5.85	5.71	5.38	5.81	6.31	4.97
Chi phí huy động	4.67	3.56	3.60	4.71	3.42	4.07	3.26	3.72	4.54	3.07	2.84	2.30	2.45	3.41	2.20
Tỷ lệ NIM	2.60	3.01	3.07	2.67	2.40	2.94	3.10	3.03	2.91	2.93	3.00	3.22	3.51	3.13	2.94
Tăng trưởng tỷ lệ NIM (điểm cơ bản)	-22	42	6	-40	-27	3	16	-7	-11	2	-16	23	29	-38	-19
Hệ số LDR	99.0	98.1	103.3	104.3	105.3	102.5	97.3	102.1	104.4	107.2	81.4	84.6	92.1	91.0	95.7
CASA	18.6	19.7	18.4	20.2	20.1	19.6	20.1	20.0	22.5	24.8	32.8	35.7	33.9	35.2	36.7
<b>Cơ cấu tổng thu nhập HĐ (%)</b>															
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐ	72	75	81	77	72	79	79	75	75	76	74	75	78	79	81
Lãi thuần HĐ dịch vụ / Tổng thu nhập HĐ	11	11	8	9	9	10	9	9	10	8	13	13	10	9	7
Thu nhập ngoài lãi khác / Tổng thu nhập HĐ	18	14	11	14	20	12	12	16	15	16	13	12	12	12	12
<b>Hiệu quả</b>															
Hệ số CIR (%)	35	31	32	34	34	35	32	30	29	28	33	31	31	32	34
Chi phí HĐ / Tín dụng bình quân (%)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	2.0	1.9	2.0	1.8	1.7
Tổng thu nhập HĐ / nhân viên (triệu đồng)	1,870	2,292	2,447	2,434	2,795	1,850	2,113	2,553	2,863	3,312	2,442	2,617	3,013	2,883	2,821
Chi phí HĐ / nhân viên (triệu đồng)	661	711	793	836	958	656	683	764	830	912	799	811	941	933	947
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>															
ROAA	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.4	1.6	1.9	1.8	1.7
ROAE	8.9	13.0	19.4	18.9	18.4	16.9	15.9	16.7	17.1	18.6	20.5	21.1	24.2	21.8	18.6
ROAA điều chỉnh	0.3	0.5	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7	1.6
ROAE điều chỉnh	6.4	10.5	16.9	16.0	15.9	14.7	13.6	14.5	14.8	16.5	18.3	19.3	21.7	20.3	17.1

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

## Triển vọng HĐKD: Số liệu lựa chọn CTG

Cân đối giữa mức độ an toàn vốn, cơ cấu danh mục cho vay, chất lượng tài sản, tỷ lệ NIM, tiềm năng thu nhập ngoài lãi và hiệu quả hoạt động, chúng tôi kết luận như sau:

- **CTG có vị thế tốt để đạt kết quả vượt trội**, hưởng lợi từ sự cải thiện của hệ số ROE nhờ doanh thu tăng trưởng ổn định, hiệu quả hoạt động cải thiện và chi phí tín dụng giảm xuống. CTG hiện đang trong chu kỳ thuận lợi nhờ sức ép chi phí dự phòng hạ nhiệt, từ đó giúp lợi nhuận tăng trưởng đáng kể.
- **VCB nhiều khả năng sẽ giữ vững vị trí dẫn đầu về chất lượng và mức độ bền vững của lợi nhuận** nhờ chất lượng tài sản vượt trội, mức độ an toàn vốn cao, kiểm soát rủi ro hiệu quả và thu nhập ngoài lãi ổn định, mặc dù hệ số ROE được dự báo sẽ giảm nhẹ. Trong khi VCB vẫn xứng đáng có mức định giá cao hơn so với các ngân hàng TMCP Nhà nước & tư nhân khác, chênh lệch này đã thu hẹp đáng kể và không nhiều khả năng gia tăng trong ngắn hạn.
- **BID được dự báo sẽ hoạt động tương đối ổn định**, mặc dù phải đối mặt với những thách thức liên quan đến tỷ lệ CAR chưa cao, tỷ lệ đòn bẩy lớn và biến động của thu nhập ngoài lãi, từ thu nhập từ thu hồi nợ xấu và lãi mua bán trái phiếu.

### Bảng 22: So sánh các ngân hàng TMCP Nhà nước trong phạm vi phân tích của HSC, 5 năm qua và 3 năm tới

HSC dự báo lợi nhuận thuần của các ngân hàng BID/CTG/VCB sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 16,8%/21,1%/15,8%

	BID		CTG		VCB	
	2020-24	2025-27F	2020-24	2025-27F	2020-24	2025-27F
CAGR của tổng thu nhập HĐ	10.1%	12.7%	12.6%	13.6%	7.0%	17.4%
CAGR của lợi nhuận thuần	28.7%	16.8%	13.1%	21.1%	12.9%	15.8%
CAGR của dư nợ cho vay	13.0%	13.0%	13.0%	15.0%	14.6%	15.8%
ROA bình quân	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%	1.8%
ROE bình quân	16.3%	17.9%	17.1%	20.1%	21.6%	15.9%
ROA điều chỉnh bình quân	0.7%	0.9%	0.9%	1.3%	1.5%	1.6%
ROE điều chỉnh bình quân	13.6%	15.6%	14.8%	18.4%	19.4%	14.6%
Tỷ lệ NIM bình quân	2.8%	2.6%	3.0%	3.0%	3.1%	3.0%
Chi phí tín dụng bình quân	1.7%	1.1%	1.7%	1.3%	0.8%	0.5%
Hệ số CIR bình quân	33.5%	31.7%	30.8%	26.6%	32.2%	30.3%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

## Định giá và khuyến nghị

CTG, khuyến nghị Mua vào, là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản cải thiện đáng kể, lợi nhuận được dự báo tăng trưởng mạnh trong một chu kỳ thuận lợi, đem lại một cơ hội đầu tư hấp dẫn. Mặc dù có nền tảng cơ bản vững chắc, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho BID và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) đối với VCB chủ yếu do định giá tương đối cao hiện tại.

### Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu ngân hàng. Những giả định chung bao gồm:

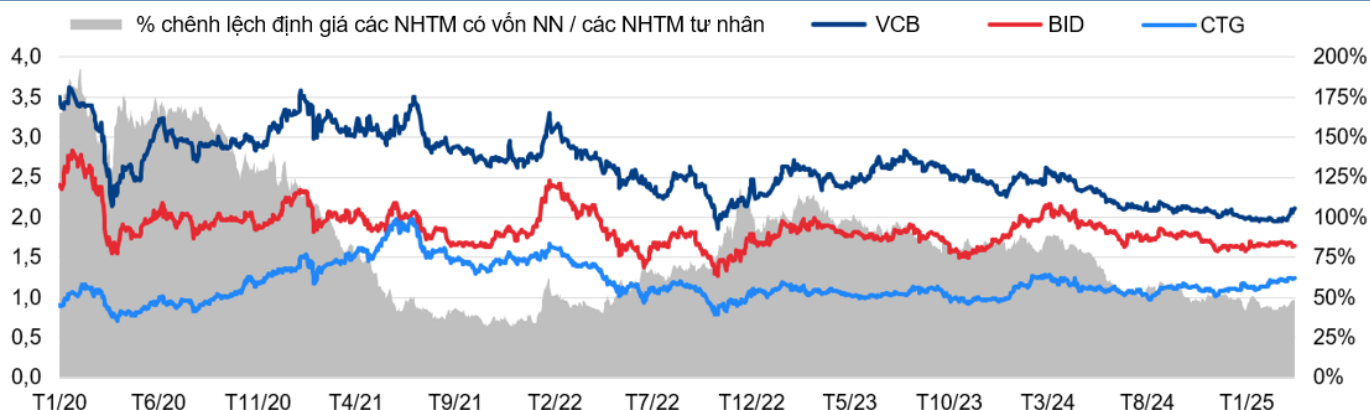
- Lãi suất phi rủi ro 4%
- Phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%
- Beta 0,8 cho VCB, 1 cho BID và 1,2 cho CTG, dựa trên cập nhật của Bloomberg.
- Tăng trưởng dài hạn 4% cho cả 3 ngân hàng.

Chúng tôi tóm tắt phân tích triển vọng và dự báo cho giai đoạn 2025-2027 như sau:

- **CTG:** HSC tăng 18,8% giá mục tiêu cho CTG lên 53.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 30%, và duy trì khuyến nghị Mua vào. CTG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh vượt dự báo, chất lượng tài sản cải thiện và vị thế thuận lợi trong chu kỳ kinh doanh hiện tại.
- **BID:** Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 45.700đ, tương đương tiềm năng tăng giá 15%, và khuyến nghị Tăng tỷ trọng. BID tiếp tục cho thấy triển vọng tăng trưởng vững chắc nhưng định giá hiện tại (đặc biệt là so với CTG) phù hợp với khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- **VCB:** Chúng tôi giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 73.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 10%, và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng. Chúng tôi có quan điểm trái chiều đối với VCB. Mặc dù chúng tôi đánh giá cao chiến lược thận trọng và chất lượng tài sản tốt của Ngân hàng, rủi ro về (1) khả năng tối ưu lợi nhuận do phải thực hiện 'nhiệm vụ quốc gia' và (2) khả năng bị pha loãng với kế hoạch huy động vốn đáng kể. Mặc dù Ngân hàng có triển vọng kinh doanh vững chắc, việc giá cổ phiếu tăng lên gần đây và điều chỉnh nhẹ dự báo – cả 2 điều này đều làm định giá của VCB cao hơn đáng kể so với ngành – lý giải cho nguyên nhân hạ khuyến nghị.

### Biểu đồ 23: P/B vượt dự phóng 1 năm của các Ngân hàng TMCP Nhà nước & chênh lệch định giá bình quân so với nhóm NHTM tư nhân

Chênh lệch định giá của nhóm các ngân hàng TMCP Nhà nước đã giảm đáng kể trong 12 tháng qua



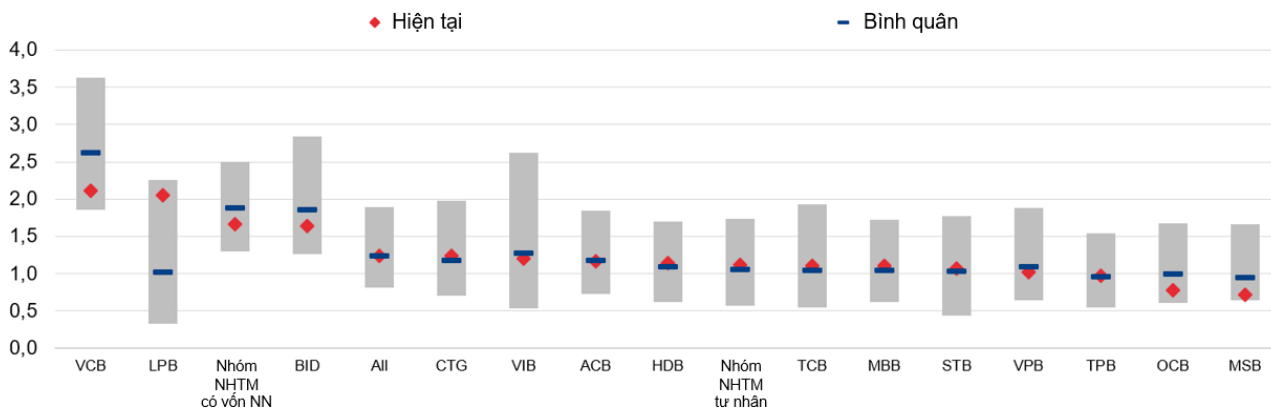
Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu biến động trở hơn so với các NHTM tư nhân trong năm 2023-2024, chênh lệch định giá giữa các ngân hàng TMCP Nhà nước và tư nhân đã dần thu hẹp từ mức đỉnh khoảng 105% vào Q1/2023 xuống 45% vào Q1/2025.

Trong số các ngân hàng TMCP Nhà nước, CTG ghi nhận diễn biến tích cực nhất với tổng lợi suất 57%, vượt trội hơn lần lượt 32% và 45% so với VCB và BID trong năm 2024 và kể từ đầu năm 2025, nhờ nền tảng cơ bản cải thiện và định giá hấp dẫn so với đối thủ.

**Biểu đồ 24: P/B trượt dự phóng 1 năm, hiện tại, bình quân quá khứ & biên độ, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**  
VCB và BID đang giao dịch thấp hơn mức bình quân quá khứ 5 năm, trong khi CTG có định giá cao hơn một chút so với mức này



Nguồn: HSC

**Bảng 25: So sánh các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Ngân hàng	Thị giá* (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/giảm	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu (lần)
					2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	
ACB	26,200	Mua vào	34,700	32.4%	1.21	1.03	6.5	5.5	21.1%	20.0%	20.4%	10.8%	18.9%	1.60
<b>BID</b>	<b>40,350</b>	<b>Tăng tỷ trọng</b>	<b>45,700</b>	<b>13.3%</b>	<b>1.70</b>	<b>1.43</b>	<b>11.4</b>	<b>10.0</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>13.9%</b>	<b>1.93</b>
<b>CTG</b>	<b>42,600</b>	<b>Mua vào</b>	<b>53,800</b>	<b>26.3%</b>	<b>1.29</b>	<b>1.07</b>	<b>7.6</b>	<b>6.2</b>	<b>16.5%</b>	<b>18.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>34.7%</b>	<b>22.6%</b>	<b>1.63</b>
HDB	23,400	Mua vào	27,083	15.7%	1.19	0.98	5.9	5.1	22.6%	22.1%	21.0%	19.6%	15.8%	1.37
LPB	34,700	Bán ra	17,637	-49.2%	2.12	1.80	14.8	12.0	20.3%	15.4%	16.2%	-9.4%	23.2%	1.08
MBB	24,300	Mua vào	28,348	16.7%	1.15	0.99	6.9	6.1	20.0%	17.9%	17.3%	4.8%	12.4%	1.34
MSB	12,100	Mua vào	15,300	26.4%	0.73	0.64	5.2	5.3	16.2%	15.3%	12.9%	10.4%	-3.1%	0.93
OCB	11,450	Mua vào	13,500	17.9%	0.80	0.71	7.4	6.4	10.5%	11.4%	11.7%	20.8%	15.2%	0.94
STB	38,850	Tăng tỷ trọng	45,000	15.8%	1.11	0.92	6.9	5.3	18.3%	17.6%	19.0%	15.3%	30.0%	1.29
TCB	27,450	Mua vào	31,100	13.3%	1.15	0.99	7.2	6.0	16.4%	17.0%	17.6%	17.9%	19.4%	1.30
TPB	16,350	Tăng tỷ trọng	19,000	16.2%	1.01	0.87	6.1	5.0	15.4%	17.5%	18.7%	19.4%	22.5%	1.17
<b>VCB</b>	<b>67,300</b>	<b>Tăng tỷ trọng</b>	<b>73,200</b>	<b>8.8%</b>	<b>2.18</b>	<b>1.89</b>	<b>16.0</b>	<b>14.5</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.4%</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>2.37</b>
VIB	20,500	Tăng tỷ trọng	22,100	7.8%	1.24	1.05	6.9	5.5	17.5%	19.2%	20.6%	24.2%	25.5%	1.34
VPB	20,200	Mua vào	23,000	13.9%	1.04	0.94	8.5	6.8	11.3%	12.7%	14.6%	20.6%	25.1%	1.18
<b>Bình quân ngành</b>				<b>12.5%</b>	<b>1.28</b>	<b>1.09</b>	<b>8.4</b>	<b>7.1</b>	<b>17.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>15.5%</b>	<b>18.0%</b>	<b>1.39</b>
<b>Bình quân Ngân hàng TMCP Nhà nước</b>				<b>16.1%</b>	<b>1.72</b>	<b>1.46</b>	<b>11.7</b>	<b>10.2</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.2%</b>	<b>20.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>1.98</b>
<b>Bình quân NHTM tư nhân</b>				<b>11.5%</b>	<b>1.16</b>	<b>0.99</b>	<b>7.5</b>	<b>6.3</b>	<b>17.2%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.3%</b>	<b>14.0%</b>	<b>18.6%</b>	<b>1.23</b>

Ghi chú: \*Dữ liệu ngày 17/3. Nguồn: HSC

**Mua vào (giữ nguyên)**

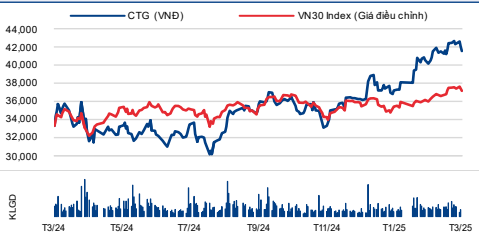
Giá mục tiêu: VNĐ53,800 (từ VNĐ45,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 29.5%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (19/3/2025)</b>	<b>41,550</b>
Mã Bloomberg	CTG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,150-42,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	42,050
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	223,123
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,735
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,370
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,611
Slg CP NN được mua (tr.đv)	170
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.8%
Tỷ lệ freefloat	15.8%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (64.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.59	14.8	24.8
So với chỉ số	0.14	9.49	11.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	5,640	5,327	5.9
2026F	6,914	6,428	7.6
2027F	7,695	7,137	7.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

Vietinbank là ngân hàng vốn nhà nước lớn thứ ba về quy mô dư nợ cho vay.

**Chuyên viên phân tích**

**Phạm Liên Hà, CFA**

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

**Nguyễn Thanh Tùng, CFA**

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

tung.nguyenthanh@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4869

**Nền tảng cơ bản cải thiện thúc đẩy định giá lại ở mặt bằng cao hơn**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG và tăng 18,8% giá mục tiêu lên 53.800đ sau khi điều chỉnh dự báo năm 2025-2026 dựa trên KQKD cả năm 2024 vượt dự báo.
- Chúng tôi tăng bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu do nâng dự báo tăng trưởng tín dụng và hạ giá định chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng lần lượt 31,5% và 21,2% trong năm 2025-2026.
- Sau diễn biến giá cổ phiếu vượt trội so với các ngân hàng TMCP Nhà nước khác, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, thấp hơn 25% so với ngân hàng tương đồng nhất BID. CTG vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các ngân hàng TMCP Nhà nước.

**Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2025-2026**

CTG ghi nhận KQKD Q4/2024 mạnh mẽ với LNTT đạt 12,25 nghìn tỷ đồng, tăng 61,4% so với cùng kỳ. Lũy kế cả năm 2024, tổng LNTT đạt 31,76 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng vượt trội 27% và vượt 13% dự báo của chúng tôi. HSC dự báo một sự chuyển biến tích cực với tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh mẽ và chất lượng tài sản cải thiện, từ đó giúp giảm chi phí dự phòng trong năm 2025-2026.

**Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026**

HSC tăng bình quân 16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng & thu nhập từ thu hồi nợ xấu, hạ dự báo chi phí hoạt động & chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 31,5% và 21,1% trong năm 2025-2026, trước khi tăng chậm lại ở mức 11,3% trong năm 2027.

**Định giá và khuyến nghị**

Cổ phiếu CTG có hiệu suất vượt trội hơn bình quân nhóm NHTM có vốn nhà nước 3 tháng và 12 tháng vừa qua và đã tăng 13% kể từ đầu năm. Theo đó, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, cao hơn 0,17 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm và cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, nhưng thấp hơn khoảng 25% so với ngân hàng tương đồng nhất BID. Lưu ý rằng chênh lệch này đã thu hẹp đáng kể từ khoảng 40% trong năm 2023 và 6 tháng đầu năm 2024.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG và tăng 18,8% giá mục tiêu lên 53.800đ sau khi điều chỉnh triển vọng lợi nhuận. HSC dự báo CTG đang bước vào một chu kỳ mới, với tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh và chất lượng tài sản cải thiện, giúp làm giảm chi phí dự phòng. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho CTG nhờ triển vọng cải thiện và mức chiết khấu định giá sâu so với NHTM tương đồng nhất BID, mức chiết khấu này được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm xuống 15%. CTG hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các ngân hàng TMCP Nhà nước.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	53.0	62.4	71.6	84.1 ▲	95.8
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	50.1	59.4	67.9 ▲	78.7 ▲	88.4
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	19.9	25.3	33.3 ▲	40.4 ▲	45.0
EPS (đồng)	3,706	4,720	6,209 ▲	7,521 ▲	8,374
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	23,279	27,474	33,038	39,984 ▲	47,745
P/E (lần)	11.2	8.80	6.69	5.52	4.96
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.78	1.51	1.26	1.04	0.87
Tăng trưởng EPS (%)	17.6	27.4	31.5	21.1	11.3
ROAE (%)	17.1	18.6	20.5	20.6	19.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Kỳ vọng chuyển mình, nâng tầm định giá

Sau khi phân tích xu hướng ngành, KQKD năm 2024 của CTG và kế hoạch sơ bộ năm 2025 của BLĐ, chúng tôi tăng bình quân 16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu dựa trên kỳ vọng tín dụng tăng trưởng mạnh hơn, thu nhập từ thu hồi nợ xấu gia tăng, chi phí hoạt động & chi phí dự phòng giảm xuống. Theo đó, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 31,5% và 21,1% trong năm 2025-2026, sau đó tăng trưởng chậm lại ở mức 11,3% trong năm 2027. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ nền tảng cơ bản & triển vọng tăng trưởng cải thiện và kỳ vọng thu hẹp khoảng cách định giá so với BID.

### Năm 2024: Vượt dự báo nhờ thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt và chi phí được kiểm soát

CTG ghi nhận KQKD Q4/2024 mạnh mẽ với LNTT đạt 12,25 nghìn tỷ đồng, tăng 61,4% so với cùng kỳ. Kết quả này vượt dự báo của chúng tôi nhờ tổng thu nhập hoạt động vượt 3,8% dự báo và kiểm soát chi phí hiệu quả, với chi phí hoạt động (thấp hơn 19% so với dự báo) & chi phí dự phòng (thấp hơn 34% so với dự báo của chúng tôi) giảm xuống. Lũy kế cả năm 2024, tổng LNTT đạt 31,76 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 27% và vượt 13% dự báo của chúng tôi, một kết quả vượt trội.

Những thông tin chính về KQKD Q4 và cả năm 2024 bao gồm: Tín dụng tăng trưởng mạnh 16,8% kể từ đầu năm (tăng 7,2% so với quý trước), cùng với tỷ lệ NIM ổn định ở mức 2,91% (giảm nhẹ 2 điểm cơ bản so với quý trước). Chất lượng tài sản cũng cải thiện đáng kể, với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,25% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR tăng lên 171%, từ lần lượt 1,45% và 153% tại thời điểm cuối Q3/2024.

**Bảng 26: KQKD Q4/2024 & cả năm 2024, CTG**

Vượt mạnh dự báo nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu cao hơn kỳ vọng trong khi chi phí hoạt động & chi phí dự phòng thấp hơn dự kiến

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>14,446</b>	<b>16,312</b>	<b>13%</b>	<b>52,957</b>	<b>62,403</b>	<b>18%</b>	<b>101%</b>
<b>Thu nhập ngoài lãi</b>	<b>3,919</b>	<b>4,973</b>	<b>27%</b>	<b>17,591</b>	<b>19,506</b>	<b>11%</b>	<b>100%</b>
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,514	1,240	-18%	7,114	6,706	-6%	88%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	763	1,051	38%	4,248	4,190	-1%	110%
Lãi thuần HĐ mua bán trái phiếu	(75)	22	-130%	139	(240)	N/a	80%
Thu nhập khác	1,595	2,631	65%	5,803	8,459	46%	106%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	121	29	-76%	287	391	36%	91%
<b>Tổng thu nhập HĐ</b>	<b>18,365</b>	<b>21,285</b>	<b>16%</b>	<b>70,548</b>	<b>81,909</b>	<b>16%</b>	<b>101%</b>
Chi phí HĐ	(6,304)	(6,576)	4%	(20,443)	(22,552)	10%	94%
<b>Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng</b>	<b>12,061</b>	<b>14,710</b>	<b>22%</b>	<b>50,105</b>	<b>59,357</b>	<b>18%</b>	<b>104%</b>
Dự phòng	(4,473)	(2,464)	-45%	(25,115)	(27,599)	10%	96%
<b>LNTT</b>	<b>7,588</b>	<b>12,245</b>	<b>61%</b>	<b>24,990</b>	<b>31,758</b>	<b>27%</b>	<b>113%</b>
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>6,031</b>	<b>9,792</b>	<b>62%</b>	<b>19,875</b>	<b>25,295</b>	<b>27%</b>	<b>113%</b>

Nguồn: CTG, HSC

Chúng tôi tóm tắt thông tin chi tiết về nền tảng cơ bản như sau:

**Tín dụng – Tăng trưởng mạnh dẫn đầu là phân khúc bán lẻ:** Tổng dư nợ cho vay tăng lên 1.722 nghìn tỷ đồng, tăng 16,9% so với cùng kỳ và tăng mạnh hơn bình quân ngành ở mức 15,08 %.

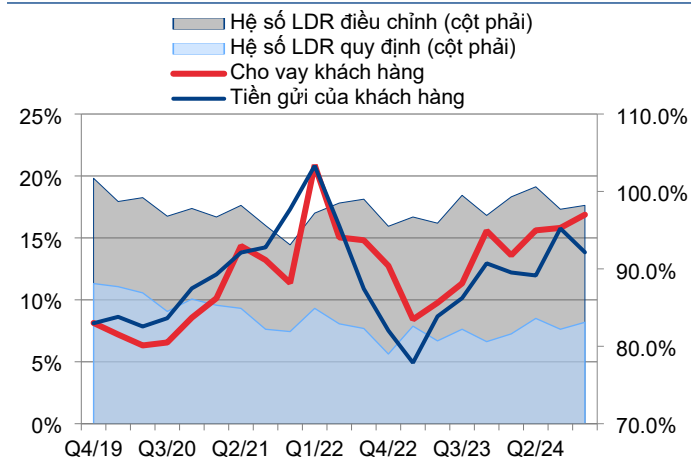
- Theo phân khúc: tăng trưởng cân bằng giữa các phân khúc, với khách hàng doanh nghiệp lớn tăng trưởng 13,8%, DNNVV tăng trưởng 10,2%, và đáng chú ý phân khúc doanh nghiệp FDI & phân khúc bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 25.1% và 22.1%.
- Theo ngành: Tăng trưởng mạnh mẽ đối với cho vay tiêu dùng và BĐS (tăng trưởng 27%), hàng hóa tiêu dùng và thực phẩm & đồ uống (tăng trưởng 23%), vật liệu xây dựng khác (tăng trưởng 20%), điện (tăng trưởng 19%) và nông sản (tăng trưởng 17%).

- Tín dụng bán lẻ: Tín dụng bán lẻ tăng trưởng 22% nhờ các khoản vay sản xuất & kinh doanh (tăng trưởng 20,5%) và cho vay mua nhà (tăng trưởng 16,7%) tăng trưởng mạnh, cao hơn đáng kể bình quân ngành.

**Tiền gửi – tiền gửi không kỳ hạn tăng ấn tượng:** Tổng tiền gửi khách hàng tăng trưởng 13,8% đạt 1.606 nghìn tỷ đồng, tiền gửi không kỳ hạn tăng mạnh lên 400 nghìn tỷ đồng, tương đương 24,8% tổng tiền gửi. Tăng trưởng chủ yếu đến từ tiền gửi không kỳ hạn của khách hàng doanh nghiệp tăng trưởng khoảng 32,1% trong khi tiền gửi không kỳ hạn của khách hàng cá nhân tăng trưởng khoảng 19,4%.

**Biểu đồ 27: Tăng trưởng cho vay, tiền gửi & hệ số LDR, CTG**

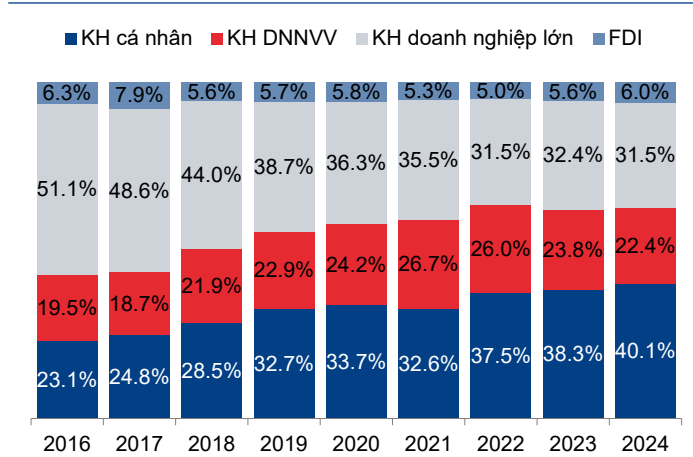
Hệ số LDR vẫn duy trì ở mức tương đối cao



Nguồn: CTG, HSC

**Biểu đồ 28: Cơ cấu danh mục cho vay, CTG**

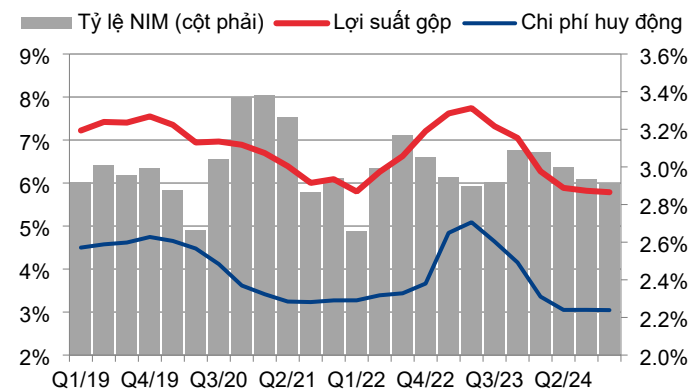
Giai đoạn 2022-2024, CTG đẩy mạnh phân khúc bán lẻ



Nguồn: CTG, HSC

**Biểu đồ 29: Tỷ lệ NIM, CTG**

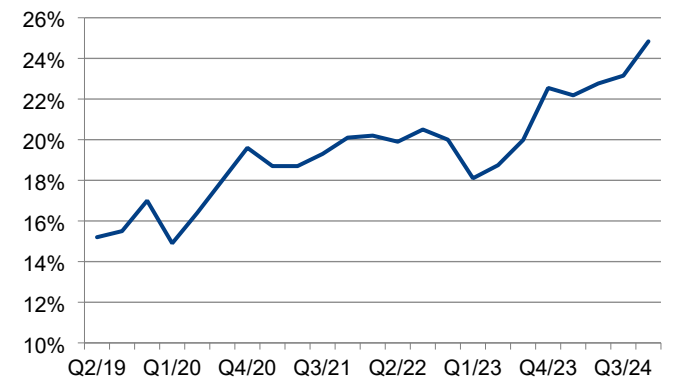
Tỷ lệ NIM có xu hướng giảm nhẹ nhưng vẫn ổn định trong Q4/24



Nguồn: CTG, HSC

**Biểu đồ 30: Tỷ lệ CASA, CTG**

Tỷ lệ CASA có xu hướng tăng trong 5 năm qua



Nguồn: CTG, HSC

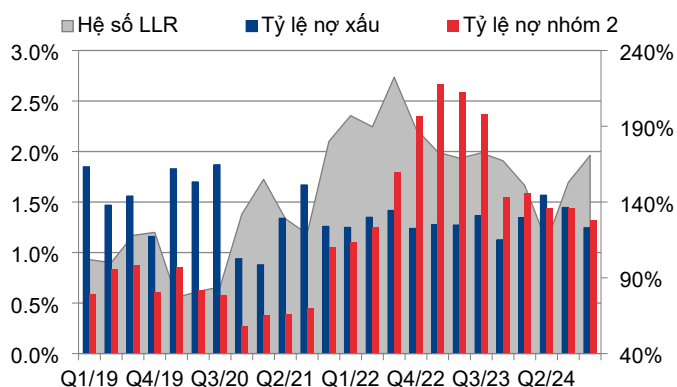
**Tỷ lệ NIM - ổn định trước sức ép:** Tỷ lệ NIM của CTG vẫn ổn định ở mức 2,91% trong Q4 (giảm 2 điểm cơ bản so với quý trước), thấp hơn một chút so với 6 tháng đầu năm 2024. Tỷ lệ NIM cả năm 2024 đạt 2,97 điểm cơ bản, nhìn chung đi ngang so với năm 2023 (2,96%). Trước sức ép cạnh tranh gia tăng và áp lực giảm lãi suất cho vay để đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế, CTG đã ưu tiên giảm chi phí huy động thông qua đẩy mạnh huy động tiền gửi không kỳ hạn và thu hút thêm tiền gửi bằng USD, từ đó giúp bảo vệ hiệu quả tỷ suất lợi nhuận.

**Chất lượng tài sản – cải thiện đáng kể:** Chất lượng tài sản cải thiện đáng kể với tổng nợ xấu giảm 1,75 nghìn tỷ đồng (giảm 7,5% so với quý trước) xuống 21,5 nghìn tỷ đồng, nhờ việc gần như không có nợ xấu tăng ròng (nợ xấu trước xử lý giảm 0,4 nghìn tỷ đồng) và xử lý nợ xấu bằng 1,3 nghìn tỷ đồng dự phòng. Từ đó, tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,25%, từ 1,45% tại thời điểm cuối Q3. Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng giảm xuống 1,32% từ 1,44% cuối Q3/2024. Tỷ lệ nợ xấu đối với cho vay bán lẻ và cho vay khách hàng doanh nghiệp lần lượt ở mức 1,1% và 1,4%. Tỷ lệ hình thành nợ xấu mới và tỷ

lệ xóa sổ nợ xấu (tính theo % tổng dư nợ bình quân) đều thấp hơn đáng kể so với bình quân 8 quý trước, cho thấy chất lượng tài sản cải thiện ổn định kể từ Q3/2024.

**Các khoản vay tái cấu trúc – rủi ro thấp:** Tỷ trọng các khoản vay tái cấu trúc vẫn không đáng kể và được kiểm soát tốt. Các khoản vay tái cơ cấu theo Thông tư 02 hiện là 9 nghìn tỷ đồng (0,5% tổng dư nợ cho vay) tại thời điểm cuối năm 2025, đã trích lập đầy đủ dự phòng cho những khoản vay này và chủ yếu liên quan đến ngành xây dựng và khách sạn. Không ghi nhận các khoản vay tái cấu trúc theo Thông tư 53 (các khoản vay chịu ảnh hưởng của bão Yagi). Các khoản vay tái cấu trúc thông thường theo Thông tư 31/2024, chủ yếu liên quan đến ngành BĐS, xây dựng và khách sạn, có rủi ro hạn chế.

**Biểu đồ 31: Nợ xấu, nợ nhóm 2 và tỷ lệ bao phủ nợ xấu, CTG**  
Chất lượng tài sản đã dần cải thiện trong năm 2024



Nguồn: CTG, HSC

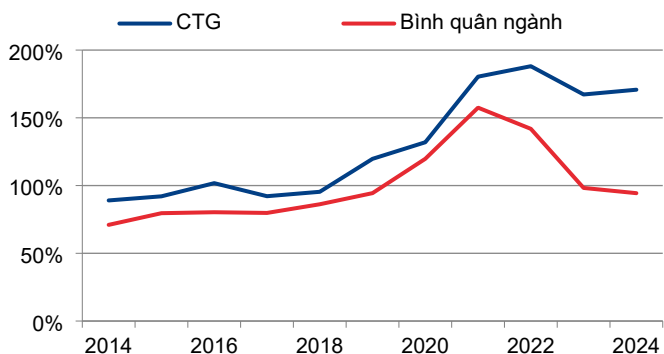
**Biểu đồ 32: Nợ xấu mới hình thành, CTG**  
Nợ xấu mới hình thành trong 6 tháng cuối năm 2024 không đáng kể



Nguồn: CTG, HSC

**Biểu đồ 33: Hệ số LLR, CTG và các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

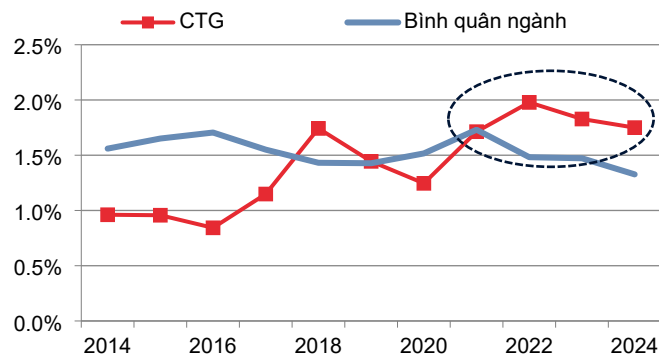
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của CTG duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với bình quân các NHTM HSC khuyến nghị, cho thấy dư địa để giảm chi phí dự phòng và chi phí tín dụng trong thời gian tới



Nguồn: CTG, HSC

**Biểu đồ 34: Chi phí tín dụng, CTG và các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Sau 4 năm chủ động trích lập dự phòng để cải thiện chất lượng tài sản, chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng sẽ có xu hướng giảm trong 3 năm tới



Nguồn: CTG, HSC

**Kế hoạch năm 2025: Tăng trưởng mạnh mẽ, tỷ lệ NIM ổn định và chi phí dự phòng giảm**

BLĐ đặt kế hoạch sơ bộ cho năm 2025 để trình ĐHCĐ thông qua. Cụ thể như sau:

**Tăng trưởng tín dụng:** Tín dụng được dự báo tăng trưởng hơn 16%, cao hơn hạn mức được cấp ban đầu là 15%, nhờ tăng trưởng ở tất cả các phân khúc: Khách hàng doanh nghiệp và DNNVV (mỗi phân khúc tăng trưởng 12-15), doanh nghiệp FDI (tăng trưởng 25%) và khách hàng cá nhân (tăng trưởng 20-22%). Tại thời điểm cuối tháng 1/2025, tín dụng tăng trưởng 1,9%, phân bổ đều ở tất cả các phân khúc.

**Tỷ lệ NIM và lãi suất:** Lãi suất tiền gửi được dự báo tăng 50-100 điểm cơ bản, thúc đẩy CTG tập trung kiểm soát chi phí huy động thông qua đẩy mạnh tăng trưởng tiền gửi không kỳ hạn và huy động ngoại tệ để duy trì tỷ lệ NIM ổn định ở mức mục tiêu

2,9% (đi ngang so với cùng kỳ), với kịch bản thận trọng là 2,8% (giảm 10 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

**Thu nhập từ thu hồi nợ xấu & chi phí dự phòng:** Thu nhập từ thu hồi nợ xấu được dự báo đạt 8-10 nghìn tỷ đồng, trong khi chi phí dự phòng được dự báo giảm xuống 20-25 nghìn tỷ đồng từ mức đỉnh năm 2024 là 27 nghìn tỷ đồng, và sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong 2-3 năm tới.

**Mục tiêu lợi nhuận:** Đặt kế hoạch tăng trưởng LNTT thận trọng ở mức 7-10% cho năm 2025, đang chờ được thông qua; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kế hoạch này là thận trọng và chưa phản ánh đầy đủ động lực cơ bản như tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ NIM ổn định, chi phí dự phòng giảm xuống và thu nhập từ thu hồi nợ xấu cải thiện.

**Tỷ lệ an toàn vốn (hệ số CAR) và kế hoạch vốn:** CTG đặt mục tiêu cải thiện hệ số CAR, ở mức 9,6% tại thời điểm cuối năm 2024 và được dự báo duy trì trên mức 9% trong năm 2025. Để đạt được mục tiêu này, Ngân hàng dự kiến nâng cao nền vốn chủ yếu từ lợi nhuận giữ lại. Cụ thể, BLĐ đang xin ý kiến để chuyển đổi khoảng 24 nghìn tỷ đồng lợi nhuận giữ lại trước năm 2023 thành vốn điều lệ và đã được chấp thuận giữ lại lợi nhuận thuần năm 2023 (sau khi phân bổ) tổng cộng 12,6 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, CTG dự kiến phát hành 16 nghìn tỷ đồng trái phiếu cấp 2 trong năm 2025, từ đó tiếp tục củng cố nguồn vốn để hỗ trợ tăng trưởng trong tương lai.

### **Dự báo mới: Tăng bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026**

Sau khi phân tích xu hướng ngành (Mời xem: [Lợi nhuận tăng tốc; chất lượng tài sản cải thiện](#), HSC, 20/2/2025), KQKD năm 2024 của CTG và kế hoạch sơ bộ năm 2025 của BLĐ, chúng tôi tăng bình quân 16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu dựa trên kỳ vọng tín dụng tăng trưởng mạnh hơn, thu nhập từ thu hồi nợ xấu gia tăng, chi phí hoạt động & chi phí dự phòng giảm xuống.

Sau khi cập nhật dự phóng, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 31,5% và 21,1% trong năm 2025-2026, sau đó tăng trưởng chậm lại ở mức 11,3% trong năm 2027. Những điều chỉnh chính trong giả định và dự báo của chúng tôi được trình bày tóm tắt trong Bảng 35-36.

**Bảng 35: Những điều chỉnh quan trọng trong dự báo lợi nhuận, CTG**

Sau khi lợi nhuận năm 2024 vượt 13% so với dự báo nhờ các yếu tố nền tảng cải thiện, HSC tăng lần lượt 17,2% và 15,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới			
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>52,957</b>	<b>61,573</b>	<b>70,262</b>	<b>79,973</b>	<b>62,403</b>	<b>71,564</b>	<b>84,075</b>	<b>95,761</b>	
Tăng trưởng	10.8%	16.3%	14.1%	13.8%	17.8%	14.7%	17.5%	13.9%	
Điều chỉnh					1.3%	1.9%	5.1%		
<b>Lãi thuần HĐ dịch vụ</b>	<b>7,114</b>	<b>7,596</b>	<b>8,506</b>	<b>9,768</b>	<b>6,696</b>	<b>7,167</b>	<b>7,791</b>	<b>8,469</b>	
Tăng trưởng	21.4%	6.8%	12.0%	14.8%	-5.9%	7.0%	8.7%	8.7%	
Điều chỉnh					-11.9%	-15.7%	-20.2%		
<b>Thu nhập ngoài lãi khác</b>	<b>10,477</b>	<b>11,962</b>	<b>12,625</b>	<b>13,249</b>	<b>12,810</b>	<b>14,288</b>	<b>15,034</b>	<b>15,848</b>	
Tăng trưởng	0.1%	14.2%	5.5%	4.9%	22.3%	11.5%	5.2%	5.4%	
Điều chỉnh					7.1%	13.2%	13.5%		
<b>Tổng thu nhập HĐ</b>	<b>70,548</b>	<b>81,131</b>	<b>91,392</b>	<b>102,990</b>	<b>81,909</b>	<b>93,019</b>	<b>106,899</b>	<b>120,078</b>	
Tăng trưởng	10.0%	15.0%	12.6%	12.7%	16.1%	13.6%	14.9%	12.3%	
Điều chỉnh					1.0%	1.8%	3.8%		
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>(20,443)</b>	<b>(24,063)</b>	<b>(27,054)</b>	<b>(30,013)</b>	<b>(22,546)</b>	<b>(25,158)</b>	<b>(28,228)</b>	<b>(31,683)</b>	
Tăng trưởng	7.6%	17.7%	12.4%	10.9%	10.3%	11.6%	12.2%	12.2%	
Điều chỉnh					-6.3%	-7.0%	-5.9%		
<b>Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng</b>	<b>50,105</b>	<b>57,068</b>	<b>64,338</b>	<b>72,977</b>	<b>59,363</b>	<b>67,861</b>	<b>78,671</b>	<b>88,395</b>	
Tăng trưởng	11.1%	13.9%	12.7%	13.4%	18.5%	14.3%	15.9%	12.4%	
Điều chỉnh					4.0%	5.5%	7.8%		
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>(25,115)</b>	<b>(28,862)</b>	<b>(28,575)</b>	<b>(28,944)</b>	<b>(27,599)</b>	<b>(26,008)</b>	<b>(28,001)</b>	<b>(31,988)</b>	
Tăng trưởng	3.9%	14.9%	-1.0%	1.3%	9.9%	-5.8%	7.7%	14.2%	
Điều chỉnh					-4.4%	-9.0%	-3.3%		
<b>LNTT</b>	<b>24,990</b>	<b>28,206</b>	<b>35,763</b>	<b>44,033</b>	<b>31,764</b>	<b>41,853</b>	<b>50,670</b>	<b>56,407</b>	
Tăng trưởng	19.3%	12.9%	26.8%	23.1%	27.1%	31.8%	21.1%	11.3%	
Điều chỉnh					12.6%	17.0%	15.1%		
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>19,904</b>	<b>22,417</b>	<b>28,455</b>	<b>35,063</b>	<b>25,348</b>	<b>33,342</b>	<b>40,388</b>	<b>44,970</b>	
Tăng trưởng	18.6%	12.6%	26.9%	23.2%	27.4%	31.5%	21.1%	11.3%	
Điều chỉnh					13.1%	17.2%	15.2%		

Nguồn: CTG, HSC

**Bảng 36: Những điều chỉnh giả định quan trọng, CTG**

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm việc nâng giả định tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi trong khi giảm nhẹ giả định tỷ lệ NIM, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành & chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới			
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng cho vay	15.6%	14.0%	12.0%	12.0%	16.9%	16.0%	15.0%	14.0%	
Tăng trưởng tiền gửi	12.9%	12.0%	13.0%	13.0%	13.8%	15.0%	14.0%	14.0%	
Tỷ lệ NIM	2.91%	2.99%	3.04%	3.10%	2.93%	2.89%	3.00%	3.04%	
Tỷ lệ nợ xấu	1.13%	1.50%	1.30%	1.30%	1.25%	1.20%	1.20%	1.20%	
Chi phí tín dụng	1.83%	1.83%	1.61%	1.45%	1.73%	1.40%	1.30%	1.30%	
Nợ xấu mới hình thành	1.87%	1.73%	1.36%	1.29%	1.37%	1.17%	1.26%	1.17%	
Hệ số LLR	167.2%	143.5%	157.0%	157.3%	170.7%	174.0%	161.2%	158.2%	
Hệ số CIR	29.0%	29.7%	29.6%	29.1%	27.5%	27.0%	26.4%	26.4%	

Nguồn: CTG, HSC

## Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG và tăng 18,8% giá mục tiêu lên 53.800đ sau khi điều chỉnh triển vọng lợi nhuận. CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, cao hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 1,18 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân nhưng thấp hơn 25% so với NHTM tương đồng nhất BID. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách định giá này sẽ giảm xuống còn khoảng 15% nhờ nền tảng cơ bản cải thiện và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 30% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,63 lần.

### HSC tăng 18,8% giá mục tiêu

HSC tăng 18,8% giá mục tiêu lên 53.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 30% so với thị giá, nhờ lợi nhuận năm 2024 vượt 13% dự báo của chúng tôi và việc điều chỉnh dự báo lần lượt 17,2% và 15,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Các giả định khác sử dụng trong phương pháp định giá thu nhập thặng dư nhìn chung được giữ nguyên, cụ thể như sau:

- Giả định chi phí vốn CSH: Beta 1,2 (theo Bloomberg); lãi suất phi rủi ro 4% (giá định chung của HSC); phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (giá định chung của HSC) – tất cả đều giữ nguyên.
- Hệ số ROE dài hạn 15,5% - giữ nguyên.
- Tăng trưởng dài hạn 4% - giữ nguyên.

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 37 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 38.

**Bảng 37: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, CTG**

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	22,490	30,286	37,129	41,320	46,567	50,816	55,198	59,761	62,152
- Chi phí vốn CSH	16,720	19,733	23,729	28,695	33,982	38,962	44,341	50,122	52,127
Lợi nhuận thặng dư	5,770	10,553	13,399	12,624	12,585	11,855	10,858	9,639	10,024
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư								111,383	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.13	1.29	1.46	1.65	1.87	2.11	2.39	
<b>Giá trị hiện tại</b>	<b>5,770</b>	<b>9,308</b>	<b>10,424</b>	<b>8,663</b>	<b>7,623</b>	<b>6,344</b>	<b>5,138</b>	<b>50,680</b>	
Vốn CSH đã đầu tư		177,415							
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư		111,313							
<b>Giá trị của vốn CSH</b>		<b>288,728</b>							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		5,370							
<b>Giá trị của cổ phiếu (đồng)</b>		<b>53,767</b>							

Nguồn: HSC

**Bảng 38: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), CTG**

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		3.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	77,300	69,500	62,800	57,100	52,100
	3.5%	70,700	63,900	58,000	52,900	48,500
	4.0%	65,000	59,000	<b>53,800</b>	49,200	45,200
	4.5%	60,000	54,600	50,000	45,900	42,300
	5.0%	55,500	50,700	46,600	42,900	39,600

Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Cổ phiếu CTG có hiệu suất vượt trội hơn bình quân nhóm NHTM có vốn nhà nước 3 tháng và 12 tháng vừa qua và đã tăng 13% kể từ đầu năm. Theo đó, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần, cao hơn 0,17 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm và cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, nhưng thấp

hơn khoảng 25% so với ngân hàng tương đồng nhất BID. Lưu ý rằng chênh lệch này đã thu hẹp đáng kể từ mức khoảng 40% trong năm 2023 và 6 tháng đầu năm 2024.

HSC dự báo CTG bắt đầu bước vào một chu kỳ với với tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh và chất lượng tài sản cải thiện, giúp làm giảm chi phí dự phòng. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho CTG nhờ triển vọng cải thiện và mức chiết khấu định giá sâu so với NHTM tương đồng nhất BID, mức chiết khấu này được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm xuống quanh mức 15%. CTG hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các ngân hàng TMCP Nhà nước.

**Biểu đồ 39: P/B trượt dự phóng 1 năm, CTG**

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,23 lần...



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 40: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, CTG**

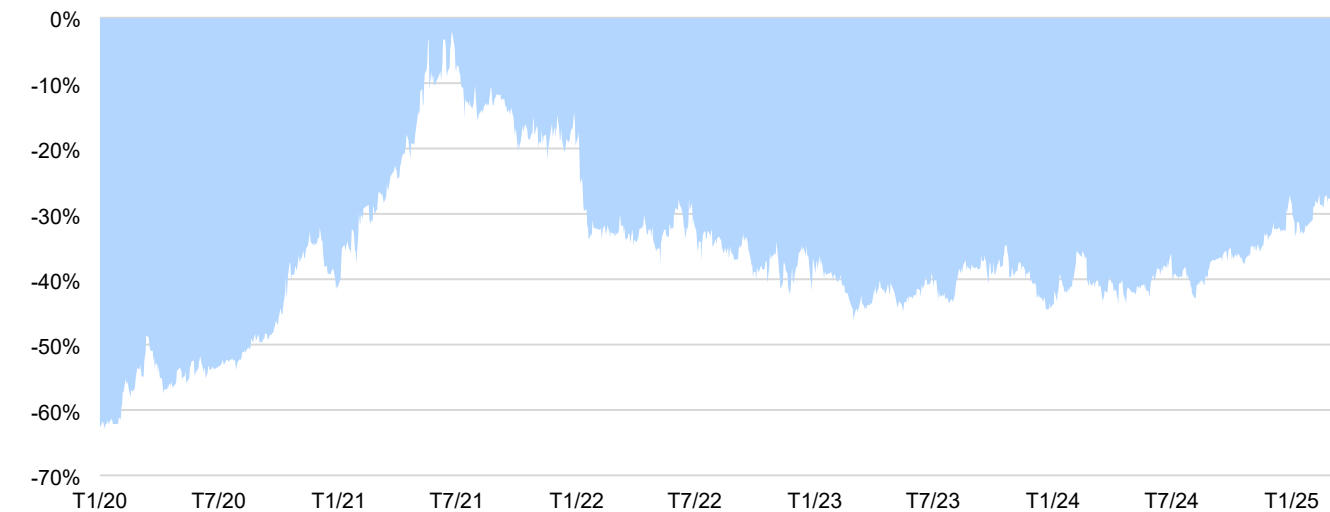
...cao hơn 0,17 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 41: Chiết khấu định giá của CTG so với BID**

Mức chênh lệch định giá đã giảm từ mức ~40% trong năm 2023 và 6 tháng đầu năm 2024 xuống còn ~25% ở thời điểm hiện tại



Nguồn: HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	133	124	145	173	199
Chi phí lãi	(79.7)	(62.1)	(73.6)	(88.8)	(103)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>53.0</b>	<b>62.4</b>	<b>71.6</b>	<b>84.1</b>	<b>95.8</b>
Lãi thuần HD dịch vụ	7.11	6.70	7.17	7.79	8.47
Lãi thuần HD KDNH	4.25	4.20	4.41	4.63	4.86
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.14	(0.20)	0.15	0.15	0.15
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.29	0.39	0.41	0.43	0.45
Thu nhập khác	5.80	8.42	9.32	9.83	10.4
<b>Tổng thu nhập HD</b>	<b>70.5</b>	<b>81.9</b>	<b>93.0</b>	<b>107</b>	<b>120</b>
Chi phí HD	(20.4)	(22.5)	(25.2)	(28.2)	(31.7)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>50.1</b>	<b>59.4</b>	<b>67.9</b>	<b>78.7</b>	<b>88.4</b>
Chi phí dự phòng	(25.1)	(27.6)	(26.0)	(28.0)	(32.0)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>25.0</b>	<b>31.8</b>	<b>41.9</b>	<b>50.7</b>	<b>56.4</b>
Chi phí thuế TNDN	(4.94)	(6.28)	(8.37)	(10.1)	(11.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.14)	(0.13)	(0.14)	(0.15)	(0.16)
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>19.9</b>	<b>25.3</b>	<b>33.3</b>	<b>40.4</b>	<b>45.0</b>
EPS (đồng)	3,706	4,720	6,209	7,521	8,374
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	9.76	11.1	18.1	20.0	24.4
Tiền gửi tại NHNN	40.6	34.4	38.8	46.3	52.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	280	378	416	437	459
Chứng khoán kinh doanh	2.49	2.80	2.80	2.96	3.05
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
<b>Số dư cho vay thuần</b>	<b>1,446</b>	<b>1,685</b>	<b>1,956</b>	<b>2,253</b>	<b>2,569</b>
Tổng dư nợ cho vay	1,473	1,722	1,997	2,297	2,619
Dự phòng rủi ro	(27.8)	(36.7)	(41.7)	(44.4)	(49.7)
<b>Chứng khoán đầu tư</b>	<b>181</b>	<b>215</b>	<b>224</b>	<b>234</b>	<b>247</b>
CK đầu tư sẵn sàng để bán	181	189	198	208	218
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0.86	26.6	26.6	26.6	29.3
Dự phòng rủi ro	(0.25)	(0.59)	(0.59)	(0.59)	(0.59)
Đầu tư dài hạn	3.43	3.93	3.93	3.93	3.93
Tài sản cố định	10.1	10.0	9.86	9.73	9.59
Tài sản khác	59.6	44.7	45.6	47.9	52.7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,033</b>	<b>2,385</b>	<b>2,715</b>	<b>3,054</b>	<b>3,421</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,907</b>	<b>2,237</b>	<b>2,537</b>	<b>2,839</b>	<b>3,164</b>
Tiền gửi của NHNN	21.8	154	162	113	68.0
Tiền gửi của các TCTD khác	304	276	293	325	348
Tổng tiền gửi KH	1,411	1,606	1,847	2,106	2,401
Trái phiếu và CCTG	115	152	182	237	284
Nợ khác	53.8	48.1	52.7	57.7	63.3
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>125</b>	<b>148</b>	<b>177</b>	<b>215</b>	<b>256</b>
Vốn điều lệ	53.7	53.7	53.7	53.7	53.7
Thặng dư vốn cổ phần	8.97	8.97	8.97	8.97	8.97
Lợi nhuận giữ lại	42.4	58.4	81.8	111	143
Quỹ & vốn khác của CSH	20.0	26.5	32.9	41.5	51.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.86	0.97	1.11	1.26	1.42
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>2,033</b>	<b>2,385</b>	<b>2,715</b>	<b>3,054</b>	<b>3,421</b>
BVPS (đồng)	23,279	27,474	33,038	39,984	47,745

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	12.4	17.4	13.8	12.5	12.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.6	16.9	16.0	15.0	14.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.9	13.9	15.0	14.0	14.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.9	15.2	15.4	15.4	14.6
Tăng trưởng VCSH (%)	16.2	18.0	20.3	21.0	19.4
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	10.8	17.8	14.7	17.5	13.9
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	6.51	10.3	11.6	12.2	12.2
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	11.5	18.5	14.3	15.9	12.4
Tăng trưởng LNTT (%)	18.3	27.1	31.8	21.1	11.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	17.6	27.4	31.5	21.1	11.3
<b>Chỉ số hiệu quả</b>					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.67	3.71	3.65	3.71	3.71
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.06)	(1.02)	(0.99)	(0.98)	(0.98)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.7	96.3	97.2	97.2	97.2
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.86	3.31	3.72	4.24	4.71
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	17.8	22.7	29.9	36.2	40.3
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (lần)	11.2	8.80	6.69	5.52	4.96
P/B (lần)	1.78	1.51	1.26	1.04	0.87
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số lợi nhuận &amp; chỉ số khác</b>					
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	28.2	30.9	35.8	37.8	37.5
ROAA (%)	1.04	1.15	1.31	1.40	1.39
ROAE (%)	17.1	18.6	20.5	20.6	19.1
Chi phí huy động BQ (%)	4.55	3.07	3.15	3.37	3.51
Lợi suất góp BQ (%)	7.30	5.85	5.86	6.16	6.32
Lợi suất thuần (%)	2.75	2.78	2.71	2.79	2.81
Tỷ lệ NIM (%)	2.91	2.93	2.89	3.00	3.04
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	10.1	8.17	7.70	7.29	7.05
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	75.1	76.2	76.9	78.6	79.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	24.9	23.8	23.1	21.4	20.3
Tỷ lệ CIR (%)	29.0	27.5	27.0	26.4	26.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số an toàn vốn</b>					
Hệ số CAR (%)	9.31	9.56	9.94	10.5	11.1
VCSH/Tổng TS (%)	6.15	6.18	6.53	7.03	7.49
Đòn bẩy vốn (lần)	16.3	16.2	15.3	14.2	13.3
<b>Chỉ số chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.13	1.25	1.20	1.20	1.20
Hệ số LLR (%)	167	171	174	161	158
<b>Chỉ số thanh khoản</b>					
Hệ số LDR (%)	104	107	108	109	109
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	16.6	13.6	12.6	12.2	11.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	72.5	72.2	73.6	75.2	76.5
<b>Quy mô</b>					
Số chi nhánh, phòng GD	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
Số lượng nhân viên	24,642	24,731	24,978	25,228	25,480

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

**Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)**

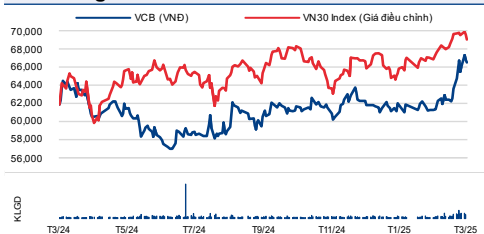
Giá mục tiêu: VNĐ73,200 (từ VNĐ75,518)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.1%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (19/3/2025)</b>	<b>66,500</b>
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	56,990-67,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	66,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	555,653
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	21,752
Slg CP lưu hành (tr.đv)	8,356
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,507
Slg CP NN được mua (tr.đv)	380
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	25.5%
Tỷ lệ freefloat	6.64%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (74.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.42	7.59	7.48
So với chỉ số	5.82	2.64	(3.67)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,201	4,371	(3.9)
2026F	4,656	5,141	(9.4)
2027F	5,432	5,956	(8.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

VCB là ngân hàng lớn thứ 4 tại Việt Nam xét trên quy mô tài sản và dư nợ. VCB là ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn, quản trị rủi ro thận trọng và chất lượng tài sản hàng đầu.

**Chuyên viên phân tích**

**Nguyễn Thanh Tùng, CFA**

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
 tung.nguyenthanh@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4869

**Phạm Liên Hà, CFA**

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
 ha.plien@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

**Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng gần đây**

- HSC hạ khuyến nghị đối với VCB xuống Tăng tỷ trọng và giảm 3% giá mục tiêu xuống 73.200đ sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi hạ giá định tỷ lệ NIM và nâng dự báo chi phí hoạt động; chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng lần lượt 16,7%, 14,3% và 16,6% trong giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% và diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VN30 trong 1 tháng qua, VCB vẫn đang giao dịch sát mức đáy P/B trượt dự phóng 1 năm trong 5 năm qua, từ đó khiến cổ phiếu hấp dẫn hơn nhờ nền tảng cơ bản vững chắc và triển vọng tăng trưởng cải thiện trong năm 2025.

**Sự kiện: Đánh giá triển vọng và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027**

Lợi nhuận năm 2024 của VCB tăng trưởng 2,4% nhưng thấp hơn 4,6% so với dự báo của chúng tôi chủ yếu do tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ gây thất vọng, mặc dù tín dụng tăng trưởng tốt. Với chính sách nới lỏng tiền tệ nhằm đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế, HSC dự báo tín dụng và lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2025-2026 so với năm 2023-2024.

**Tác động: Giảm bình quân 4% dự báo LNTT năm 2025-2026**

HSC giảm lần lượt 4,5% và 3,8% dự báo LNTT năm 2025-2026 do triển vọng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động suy yếu và chi phí hoạt động gia tăng. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng lần lượt 16,7% và 14,3% trong năm 2025 và 2026. Ngoài ra, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với PBT tăng trưởng 16,6% đạt 65,7 nghìn tỷ đồng. Động lực tăng trưởng trong năm 2025 bao gồm tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động nhờ mở rộng cơ sở khách hàng/tín dụng, trong khi những thách thức chính bao gồm sức ép lên tỷ lệ NIM và khoản phí bancassurance trả trước đã phân bổ hết. Cho năm 2026-2027, động lực tăng trưởng bao gồm tỷ lệ NIM cải thiện và thu nhập phí gia tăng.

Dự báo EPS của chúng tôi thấp hơn so với thị trường có thể phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và giá định cổ phiếu bị pha loãng dựa trên kế hoạch chào bán riêng lẻ.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% và vượt trội 5% so với chỉ số VN30 trong 1 tháng qua, có thể do việc luân chuyển dòng tiền của thị trường, tâm lý tích cực từ thông tin trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 50% và triển vọng tăng trưởng cải thiện cho năm 2025, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,1 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 2,6 lần. Tuy nhiên, định giá của Ngân hàng vẫn cao hơn so với ngành nhờ lợi thế của VCB so với các NHTM khác, cùng tiềm năng cải thiện hệ số ROE trong trung hạn.

HSC hạ khuyến nghị đối với VCB xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng lên gần đây và giảm 3% giá mục tiêu xuống 73.200đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận. Định giá của VCB hiện vẫn ở mức thấp so với lịch sử, từ đó đem lại cơ hội hợp lý cho NĐT tham gia dựa trên nền tảng cơ bản vững chắc của Ngân hàng. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 10%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	53.6	55.4	64.7	77.9	91.2
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	45.8	45.6	54.1	66.6	78.3
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.0	33.8	39.4	45.0	52.5
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,566	5,061	5,904
DPS (đồng)	0	0	0	0	1,164
BVPS (đồng)	19,737	23,799	30,875	35,531	39,799
P/E (lần)	16.8	16.4	14.6	13.1	11.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	1.75
P/B (lần)	3.37	2.79	2.15	1.87	1.67
Tăng trưởng EPS (%)	10.5	2.42	12.8	10.8	16.6
ROAE (%)	22.0	18.6	16.6	15.2	15.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Triển vọng tăng trưởng cải thiện với rủi ro giảm thấp

HSC giảm lần lượt 4,5% và 3,8% dự báo LNTT năm 2025-2026 do hạ triển vọng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng lần lượt 16,7% và 14,3% trong năm 2025 và 2026. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với LNTT tăng trưởng 16,6% đạt 65,7 nghìn tỷ đồng. Những điều chỉnh chính bao gồm: Tăng dự báo tăng trưởng tín dụng nhưng hạ dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2025. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng lên gần đây và giảm 3% giá mục tiêu xuống 73.200đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận. Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 8% trong 1 tháng qua và diễn biến vượt trội so với chỉ số VN30, định giá hiện tại vẫn tương đối hợp lý dựa trên triển vọng tăng trưởng khởi sắc trong năm 2025, với rủi ro giảm giá thấp.

### Thay đổi nhỏ trong góc nhìn của chúng tôi

LNTT năm 2024 của VCB thấp hơn 4,6% so với dự báo của chúng tôi do tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ không đạt kỳ vọng (Mời xem: [Kết quả Q4 không đạt kỳ vọng do tổng thu nhập hoạt động khiêm tốn](#), HSC, 11/2/2025). Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng có xu hướng tích cực trong Q4/2024. Cùng với chỉ thị tập trung đẩy mạnh tăng trưởng cho vay và hạ lãi suất của Chính phủ, HSC điều chỉnh triển vọng đối với VCB cho năm 2025. Theo đó, chúng tôi dự báo tín dụng của VCB sẽ tăng trưởng mạnh hơn ở mức 16% trong năm 2025 (so với dự báo trước đó là 15%) trong khi tỷ lệ NIM sẽ tiếp tục chịu sức ép do phải thực hiện "nhiệm vụ quốc gia".

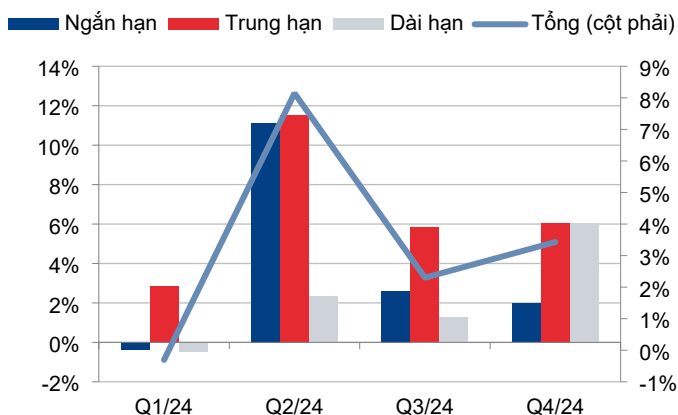
### Tăng trưởng tín dụng được dự báo đạt 16% trong năm 2025

Những tín hiệu tích cực đối với tăng trưởng tín dụng Q4/2024 bao gồm: Gia tăng giải ngân cho vay dài hạn nhờ tăng cho vay mua nhà và cho vay tài trợ dự án, đồng thời thu hẹp các khoản cho vay bảo đảm bằng giấy tờ có giá ở phân khúc khách hàng cá nhân. Đây là sự cải thiện đáng kể trong chất lượng tăng trưởng tín dụng so với ba quý đầu năm.

Dựa trên số liệu hàng năm, tăng trưởng tín dụng của VCB trong 2 năm qua đã tụt lại so với ngành do nhu cầu thị trường thấp và khẩu vị rủi ro thận trọng của Ngân hàng, nhưng chênh lệch này đã được thu hẹp trong năm 2024. Cho năm 2025, trên cơ sở trọng tâm chính của Chính phủ là "tăng trưởng" và đẩy nhanh đầu tư công, HSC kỳ vọng VCB sẽ duy trì đà tăng trưởng trong Q4/2024 và đạt tăng trưởng tín dụng khoảng 16%, sát với bình quân ngành. Tăng trưởng tín dụng có thể sẽ tăng tốc từ Q2/2025 nhờ phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong khi phân khúc bán lẻ được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức trung bình và đều ở tất cả các dòng sản phẩm.

**Biểu đồ 42: Tăng trưởng tín dụng (so với quý trước) theo kỳ hạn, VCB**

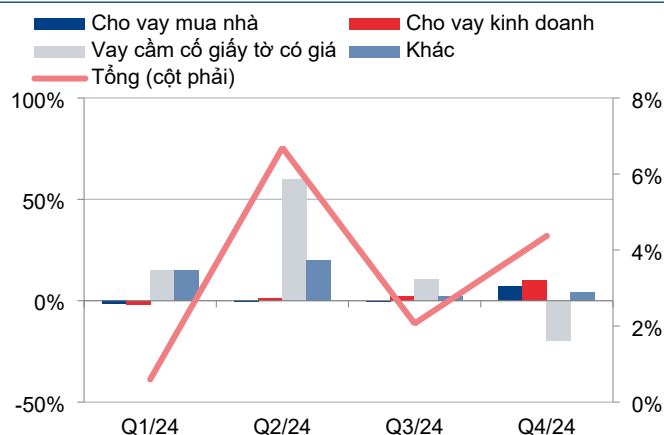
Giải ngân cho vay dài hạn tăng trong Q4/2024



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 43: Tăng trưởng cho vay KH cá nhân (so với quý trước) theo sản phẩm, VCB**

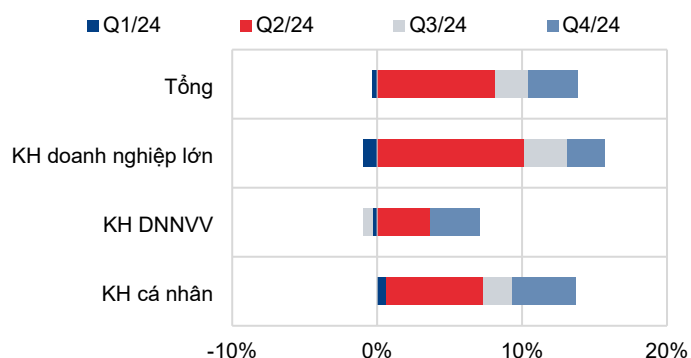
Dư nợ cho vay cầm cố giấy tờ có giá giảm trong Q4/2024



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 44: Tăng trưởng tín dụng (so với quý trước) theo phân khúc khách hàng, VCB**

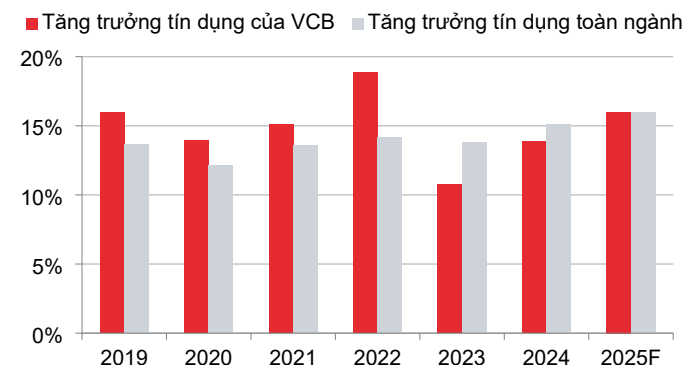
Tất cả các phân khúc đều ghi nhận mức tăng trưởng vừa phải trong Q4/2024



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 45: Tăng trưởng tín dụng hàng năm, VCB**

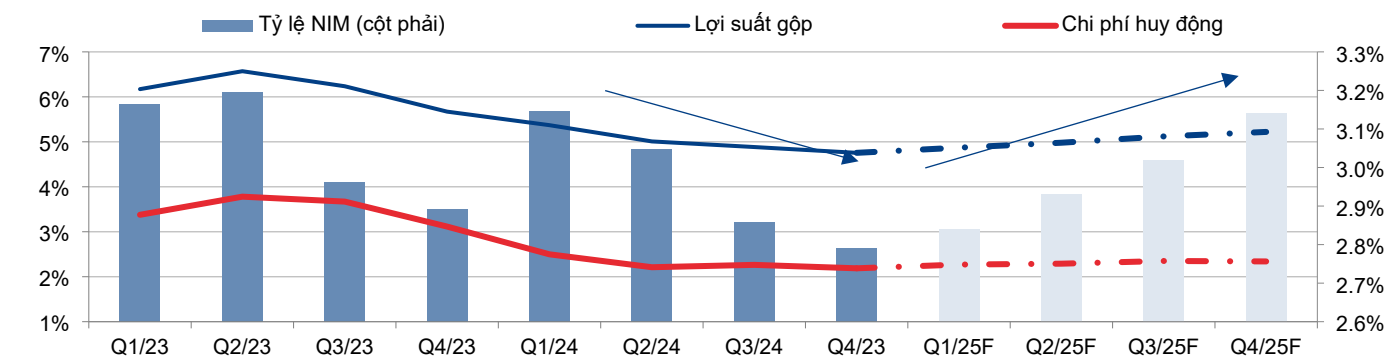
Tăng trưởng tín dụng của VCB thấp hơn so với ngành trong 2 năm qua



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 46: Lợi suất gộp, chi phí huy động & tỷ lệ NIM, VCB**

Tỷ lệ NIM được kỳ vọng sẽ tăng so với quý trước, tuy nhiên, tỷ lệ NIM cả năm được dự báo chỉ cải thiện nhẹ



Nguồn: VCB, HSC

**Tỷ lệ NIM được dự báo sẽ chỉ cải thiện nhẹ trong năm 2025**

HSC dự báo tỷ lệ NIM sẽ hồi phục so qua từng quý nhờ giải ngân các khoản vay dài hạn lợi suất cao hơn và giảm các khoản vay lợi suất thấp nhưng an toàn được đảm bảo bằng giấy tờ có giá trong Q4/2024 và cả năm 2025. Tuy nhiên, tốc độ hồi phục nhiều khả năng sẽ diễn ra chậm do chúng tôi cho rằng VCB sẽ tiếp tục duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp theo chỉ đạo của Chính phủ. Tỷ lệ NIM cả năm nhiều khả năng sẽ chỉ tăng nhẹ so với năm 2024 (tăng 7,3 điểm cơ bản theo kịch bản cơ sở của chúng tôi).

- Đối với lợi suất cho vay, các yếu tố hỗ trợ trong năm 2025 bao gồm: (1) các khoản vay mới nhiều khả năng sẽ tập trung vào kỳ hạn trung và dài hạn từ cả khách hàng doanh nghiệp (các dự án cơ sở hạ tầng) và bán lẻ (cho vay mua nhà) và (2) tăng trưởng cân bằng hơn giữa phân khúc khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân.
- Đối với chi phí huy động, sức ép chi phí huy động gia tăng chỉ là một lo ngại nhỏ đối với VCB nhờ hỗ trợ đáng kể từ cả NHNN và Kho bạc Nhà nước cho các ngân hàng TMCP Nhà nước. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo chi phí huy động sẽ tăng nhẹ theo xu hướng chung của ngành.

Tiềm năng tăng và rủi ro giảm đối với tỷ lệ NIM:

- Tiềm năng tăng: Lợi suất cho vay và chi phí huy động của VCB thấp nhất trong số các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi, với chênh lệch lần lượt 100 và 102 điểm cơ bản so với các ngân hàng TMCP Nhà nước khác trong Q4/2024. Từ đó, chúng tôi tin rằng VCB đang có vị thế thuận lợi để nâng 50 điểm cơ bản lợi suất cho vay, đặc biệt là các khoản vay bán lẻ, nhưng vẫn có thể duy trì khả năng cạnh tranh.

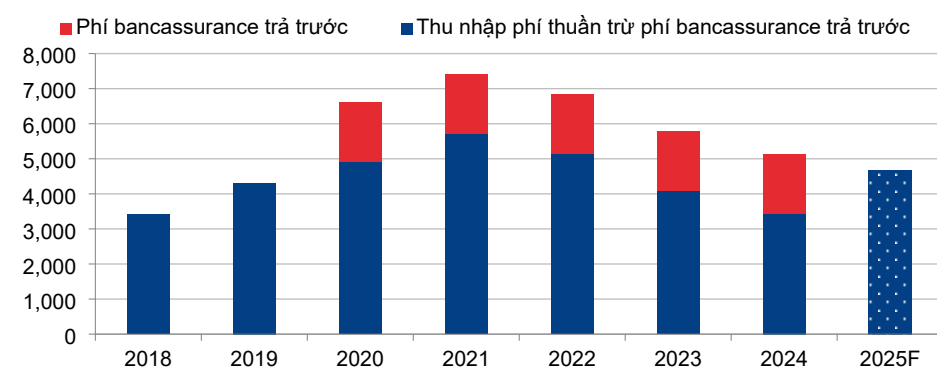
- Rủi ro giảm: VCB cho vay nhiều hơn đối với các lĩnh vực ưu tiên, lợi suất thấp.

**Thu nhập ngoài lãi đối mặt với áp lực do không còn khoản phí bancassurance trả trước**

Lãi thuần HĐ dịch vụ có thể sẽ gặp thách thức trong năm 2025 do không có khoản phí bancassurance trả trước khoảng 1,7 nghìn tỷ đồng, đã được ghi nhận hàng năm trong 5 năm qua. HSC dự báo VCB sẽ nỗ lực bù đắp sự thiếu hụt này từ tăng trưởng thu nhập từ các dịch vụ khác (tăng ít nhất 20%) và đẩy mạnh hoạt động bán chéo bancassurance. Ngoài ra, một nguồn khác cho thu nhập ngoài lãi trong năm 2025 có thể bao gồm tăng trưởng lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối nhờ cơ sở khách hàng/tín dụng mở rộng và tăng trưởng hoạt động xuất nhập khẩu có thể giúp nâng cao lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối cho VCB. Lãi mua bán trái phiếu cũng có thể là một khoảng thu nhập tiềm năng nhưng chúng tôi không cho rằng VCB sẽ ghi nhận thu nhập đáng kể trong năm 2025 do Ngân hàng trước đó chưa từng thực hiện hoạt động này.

**Biểu đồ 47: Lãi thuần HĐ dịch vụ (tỷ đồng), VCB**

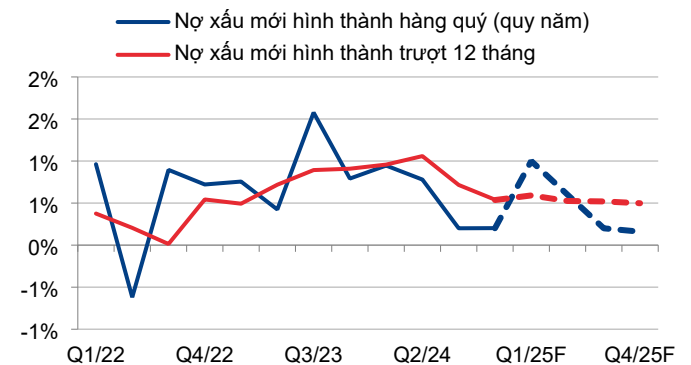
Lãi thuần HĐ dịch vụ được dự báo sẽ giảm do vắng bóng khoản phí banca trả trước



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 48: Nợ xấu mới hình thành, VCB**

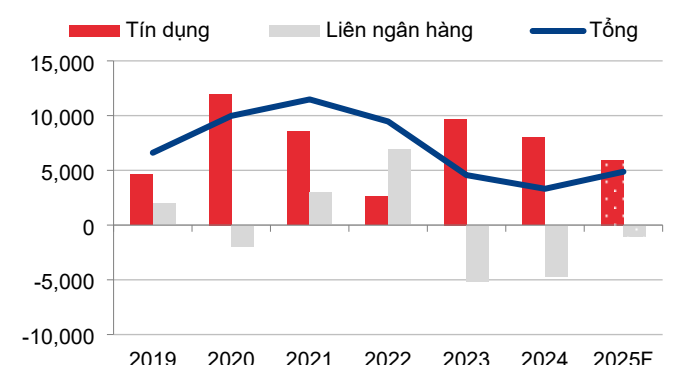
Nợ xấu mới hình thành được dự báo sẽ giảm trong năm 2025...



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 49: Chi phí dự phòng (tỷ đồng), VCB**

...và sẽ giúp mức dự phòng cho danh mục tín dụng giảm



Nguồn: VCB, HSC

**Chi phí dự phòng được dự báo sẽ tăng lên nhưng vẫn ở mức thấp**

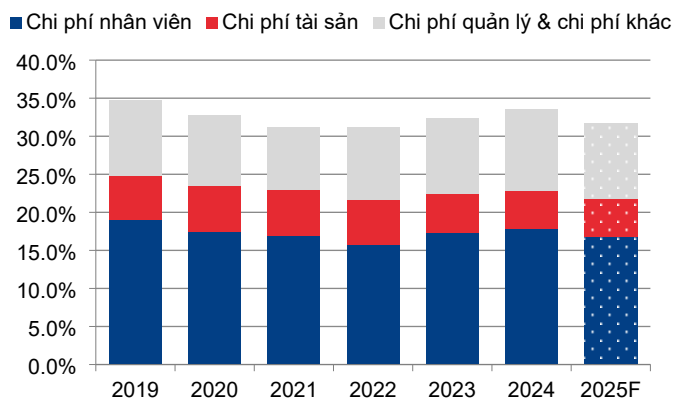
Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành (trượt 12 tháng) đạt đỉnh vào Q2/2024 và đã giảm xuống kể từ thời điểm đó. HSC kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong năm 2025 nhờ nền kinh tế hồi phục và nhờ danh mục tín dụng rủi ro thấp của VCB. Từ đó, chi phí dự phòng cho danh mục tín dụng của Ngân hàng có thể sẽ giảm xuống. Tuy nhiên, do khoản hoàn nhập dự phòng cho vay liên ngân hàng ước tính sẽ giảm xuống so với năm trước, dẫn đến tổng chi phí dự phòng được dự báo tăng 47% lên hơn 4,9 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR được dự báo sẽ duy trì ở mức khoảng 200%. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ này vẫn bao gồm một số khoản "dự phòng vượt mức" mà VCB có thể sử dụng để giảm chi phí dự phòng khi cần thiết.

### Chi phí hoạt động: Hệ số CIR được dự báo sẽ giảm xuống

Mặc dù điều chỉnh tăng 4,6% dự báo chi phí hoạt động cho năm 2025 do kết quả năm 2024 vượt dự báo, HSC vẫn dự báo hệ số CIR sẽ giảm xuống 31,6% vào năm 2025 từ 33,6% trong năm 2024 do chi phí lao động & quản lý tăng chậm hơn so với tổng thu nhập hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo chi phí tài sản sẽ tăng lên sau 2 năm giảm xuống. Chi phí lao động tăng chậm do số lượng nhân viên bình quân chỉ tăng nhẹ, trong khi chúng tôi giả định tăng trưởng tiền lương hàng tháng sẽ trở lại bình quân quá khứ ở mức khoảng 5%.

**Biểu đồ 50: Cơ cấu CIR, VCB**

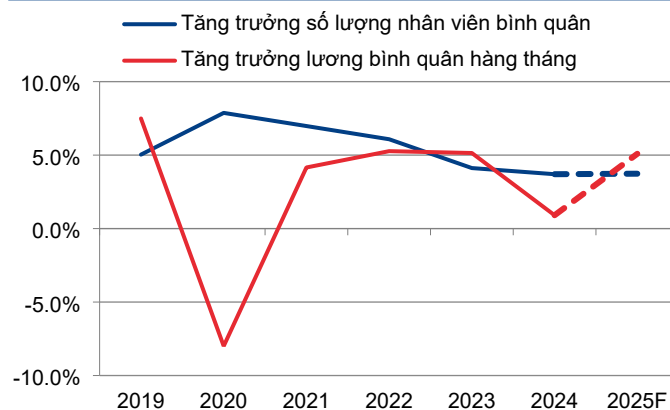
Hệ số CIR được dự báo sẽ giảm từ 33,6% (năm 2024) xuống còn 31,6%



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 51: Chi phí lương cho nhân viên, VCB**

Số lượng nhân viên dự báo tăng trưởng ở mức khiêm tốn



Nguồn: VCB, HSC

**Bảng 52: Các giả định quan trọng, VCB**

Những điều chỉnh chính bao gồm điều chỉnh tăng giả định tăng trưởng tín dụng, hạ giả định tỷ lệ NIM và giảm giả định tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ năm 2025

	Dự báo cũ			2024	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	14.0%	15.0%	14.0%	13.9%	16.0%	16.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	6.5%	11.9%	10.9%	8.7%	12.2%	18.4%	17.4%
Tỷ lệ NIM	3.0%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	8.5%	-2.4%	5.4%	-11.1%	-9.3%	26.4%	21.5%
Tỷ lệ nợ xấu	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
Chi phí tín dụng	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%
Nợ xấu mới hình thành	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Hệ số LLR	213.7%	207.4%	199.0%	223.3%	197.7%	199.8%	199.8%
Tỷ lệ chi phí Hoạt động	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
Hệ số CIR	31.2%	29.2%	28.3%	33.6%	31.6%	29.9%	29.5%

Nguồn: HSC

### Điều chỉnh giả định và dự báo

Từ những nhận định trên, HSC giảm lần lượt 4,5% và 3,8% dự báo LNTT cho năm 2025-2026 do triển vọng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động suy yếu và chi phí hoạt động tăng lên. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng lần lượt 16,7% và 14,3% trong năm 2025 và 2026. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với LNTT tăng trưởng 16,6% đạt 65,7 nghìn tỷ đồng.

Động lực tăng trưởng LNTT trong năm 2025 xuất phát từ tăng trưởng tín dụng/cơ sở khách hàng, từ đó giúp đẩy mạnh tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động. Những thách thức phải đối mặt bao gồm sức ép lên tỷ lệ NIM và không có phí trả trước từ hoạt động bancassurance. Ngoài ra, Ngân hàng có khả năng sử dụng 'dự phòng dư thừa' để giảm chi phí dự phòng. Trong khi đó, những động lực tăng trưởng cho năm 2026-2027 bao gồm tín dụng tăng trưởng tốt và tỷ lệ NIM & thu nhập phí cải thiện.

Chúng tôi tóm tắt giả định và dự báo trong Bảng 52-54.

**Bảng 53: Dự báo lợi nhuận, VCB**

HSC điều chỉnh giảm 4,5%/3,8% dự báo LNTT cho năm 2025-2026

	Dự báo cũ			2024	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>56,738</b>	<b>65,523</b>	<b>74,285</b>	<b>55,406</b>	<b>64,723</b>	<b>77,914</b>	<b>91,234</b>
Tăng trưởng	5.8%	15.5%	13.4%	3.3%	16.8%	20.4%	17.1%
Điều chỉnh					-1.2%	4.9%	-
<b>Tổng thu nhập ngoài lãi khác</b>	<b>14,145</b>	<b>16,271</b>	<b>18,801</b>	<b>13,173</b>	<b>14,449</b>	<b>17,132</b>	<b>19,734</b>
Tăng trưởng	0.3%	15.0%	15.6%	-6.6%	9.7%	18.6%	15.2%
Điều chỉnh					-11.2%	-8.9%	-
<b>Tổng thu nhập HĐ</b>	<b>70,883</b>	<b>81,794</b>	<b>93,086</b>	<b>68,578</b>	<b>79,172</b>	<b>95,046</b>	<b>110,968</b>
Tăng trưởng	4.7%	15.4%	13.8%	1.3%	15.4%	20.0%	16.8%
Điều chỉnh					-3.2%	2.1%	-
<b>Chi phí HĐ</b>	<b>-22,114</b>	<b>-23,923</b>	<b>-26,316</b>	<b>-23,027</b>	<b>-25,027</b>	<b>-28,408</b>	<b>-32,713</b>
Tăng trưởng	0.9%	8.2%	10.0%	5.1%	8.7%	13.5%	15.2%
Điều chỉnh					4.6%	7.9%	-
<b>Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng</b>	<b>48,769</b>	<b>57,870</b>	<b>66,770</b>	<b>45,551</b>	<b>54,146</b>	<b>66,638</b>	<b>78,255</b>
Tăng trưởng	6.5%	18.7%	15.4%	-0.6%	18.9%	23.1%	17.4%
Điều chỉnh					-6.4%	-0.2%	-
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>-4,514</b>	<b>-6,268</b>	<b>-8,189</b>	<b>-3,315</b>	<b>-4,874</b>	<b>-10,306</b>	<b>-12,547</b>
Tăng trưởng	-1.1%	38.8%	30.6%	-27.4%	47.0%	111.5%	21.7%
Điều chỉnh					-22.2%	25.9%	-
<b>LNTT</b>	<b>44,255</b>	<b>51,603</b>	<b>58,582</b>	<b>42,236</b>	<b>49,272</b>	<b>56,332</b>	<b>65,708</b>
Tăng trưởng	7.3%	16.6%	13.5%	2.4%	16.7%	14.3%	16.6%
Điều chỉnh					-4.5%	-3.8%	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>35,381</b>	<b>41,256</b>	<b>46,835</b>	<b>33,831</b>	<b>39,394</b>	<b>45,039</b>	<b>52,538</b>
Tăng trưởng	7.1%	16.6%	13.5%	2.4%	16.4%	14.3%	16.6%
Điều chỉnh					-4.5%	-3.8%	-

Nguồn: HSC

**Bảng 54: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB**

Điều chỉnh chính là hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ

	Dự báo cũ			2024	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
<b>Lãi thuần HĐ dịch vụ</b>	<b>6,272</b>	<b>6,121</b>	<b>6,453</b>	<b>5,137</b>	<b>4,657</b>	<b>5,884</b>	<b>7,151</b>
Tăng trưởng	8.5%	-2.4%	5.4%	-11.1%	-9.3%	26.4%	21.5%
Điều chỉnh					-23.9%	-8.8%	-
<b>Lãi thuần HĐKD ngoài hối</b>	<b>5,547</b>	<b>6,656</b>	<b>7,987</b>	<b>5,292</b>	<b>6,350</b>	<b>7,674</b>	<b>9,071</b>
Tăng trưởng	-2.0%	20.0%	20.0%	-6.5%	20.0%	20.8%	18.2%
Điều chỉnh					-4.6%	-3.9%	-
<b>Lãi thuần mua bán trái phiếu</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>80</b>	<b>94</b>
Tăng trưởng	-35.6%	25.0%	0.0%	-47.2%	10.0%	10.8%	17.9%
Điều chỉnh					-27.9%	-20.1%	-
<b>Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần</b>	<b>272</b>	<b>274</b>	<b>275</b>	<b>307</b>	<b>307</b>	<b>307</b>	<b>307</b>
Tăng trưởng	2.3%	0.4%	0.5%	15.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					12.2%	11.7%	-
<b>Thu nhập khác</b>	<b>1,974</b>	<b>3,120</b>	<b>3,985</b>	<b>2,372</b>	<b>3,063</b>	<b>3,187</b>	<b>3,110</b>
Tăng trưởng	-13.1%	58.1%	27.7%	4.4%	29.2%	4.0%	-2.4%
Điều chỉnh					-1.8%	-20.0%	-
<b>Tổng thu nhập ngoài lãi</b>	<b>14,145</b>	<b>16,271</b>	<b>18,801</b>	<b>13,173</b>	<b>14,449</b>	<b>17,132</b>	<b>19,734</b>
Tăng trưởng	0.3%	15.0%	15.6%	-6.6%	9.7%	18.6%	15.2%
Điều chỉnh					-11.2%	-8.9%	-

Nguồn: HSC

**Phát hành riêng lẻ: BVPS cải thiện nhưng EPS và hệ số ROE giảm xuống**

HSC dự báo hệ số ROE của VCB bình quân ở mức khoảng 15% (sau khi điều chỉnh trích quỹ khen thưởng phúc lợi) trong 3 năm tới, chủ yếu do vốn CSH tăng trưởng mạnh sau khi hoàn tất kế hoạch phát hành riêng lẻ khoảng 6,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Chúng tôi đánh giá kế hoạch này sẽ đóng góp tích cực cho tăng trưởng của VCB trong trung và dài hạn nhưng hệ số ROE sẽ chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn. Cụ thể, chúng tôi giả định như sau:

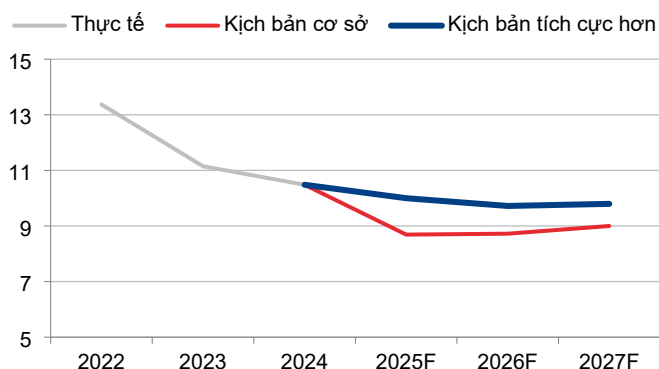
- Kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ được thực hiện trong 6 tháng cuối năm 2025.
- Số lượng cổ phiếu phát hành tương đương 6,5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành với giá bán 73.000đ/cp, tương đương P/B ở mức 3,2 lần (năm 2024, trước khi phát hành) và 2,38 lần (năm 2025, sau khi phát hành).
- Tổng số tiền thu được là 40 nghìn tỷ đồng và hệ số CAR sẽ cải thiện 150 điểm cơ bản.
- BVPS sẽ tăng 10% nhưng EPS sẽ bị pha loãng 6% sau phát hành riêng lẻ.

Hệ số ROE được dự báo ở mức khiêm tốn hiện tại, tuy nhiên có một số yếu tố có thể cải thiện điều này, bao gồm: (1) kế hoạch phát hành riêng lẻ bị trì hoãn làm giảm giá định vốn CSH; (2) sử dụng ‘dự phòng vượt mức’ để giảm chi phí dự phòng và nâng cao lợi nhuận; và (3) tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng mạnh nhờ tín dụng tăng trưởng vững chắc cùng tiềm năng cải thiện của tỷ lệ NIM & lãi thuần HĐ dịch vụ sau khi tăng vốn.

Trong số những yếu tố này, yếu tố thứ ba phụ thuộc nhiều vào nhu cầu thị trường trong khi hai yếu tố đầu tiên phụ thuộc chủ yếu vào quyết định của BLĐ. Để đánh giá tác động, chúng tôi thực hiện phân tích kịch bản dựa trên giả định trì hoãn kế hoạch phát hành riêng lẻ và sử dụng toàn bộ phần dự phòng dư thừa (ước tính khoảng 13,5 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2024) trong giai đoạn 2025-2027. Theo đó, hệ số ROE bình quân (điều chỉnh trích quỹ khen thưởng phúc lợi) của VCB có thể đạt khoảng 17%. Để hệ số ROE tăng lên khoảng 20% một cách bền vững, sự hồi phục của tỷ lệ NIM và hoạt động bancassurance là cần thiết.

**Biểu đồ 55: Dự báo hệ số nhân vốn CSH (lần), VCB**

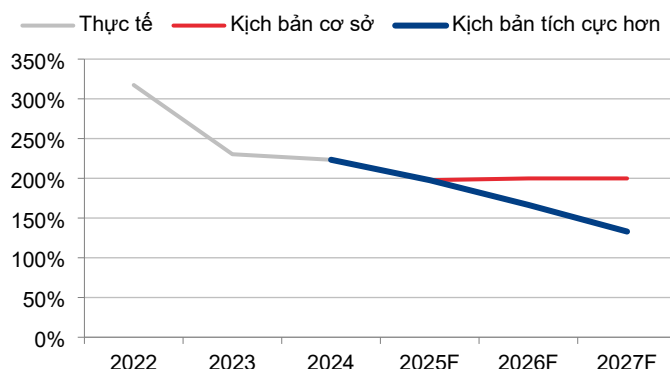
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu sẽ tăng nếu kế hoạch phát hành riêng lẻ bị trì hoãn



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 56: Dự báo hệ số LLR, VCB**

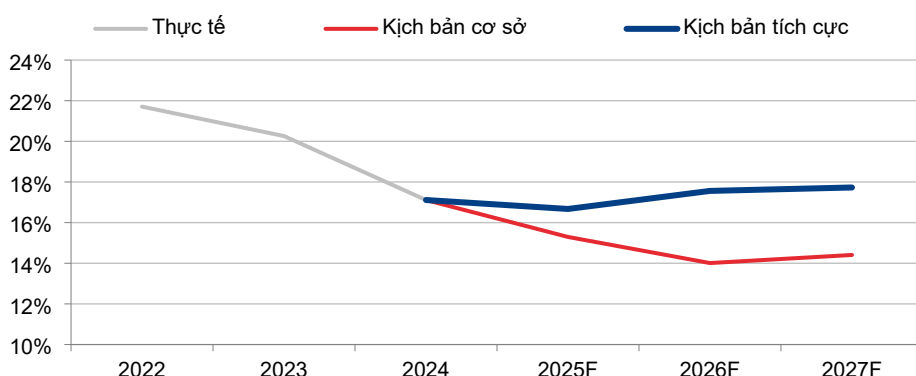
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu sẽ giảm nếu “dự phòng dư thừa” được sử dụng hết



Nguồn: VCB, HSC

**Biểu đồ 57: Dự báo hệ số ROE, VCB**

Trong kịch bản tích cực hơn, ROE có thể đạt khoảng 17%



Nguồn: VCB, HSC



## Giảm 3% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng gần đây và giảm 3% giá mục tiêu xuống 73.200đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,1 lần, thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 2,6 lần – nhưng cao hơn 20% so với bình quân các ngân hàng TMCP Nhà nước khác và cao hơn khoảng 70% so với bình quân ngành. Chúng tôi cho rằng chênh lệch định giá hiện tại so với ngành là phù hợp, mặc dù giá cổ phiếu tăng lên gần đây đã làm giảm một phần tiềm năng tăng giá. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 10%.

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với VCB xuống Tăng tỷ trọng và giảm 3% giá mục tiêu tính theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 73.200đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận (giả định chi phí vốn CSH giữ nguyên ở mức 10%). Giá mục tiêu mới của chúng tôi – tương đương tiềm năng tăng giá 10% - đã điều chỉnh ảnh hưởng của việc pha loãng theo kế hoạch chào bán riêng lẻ khoảng 6,5% cổ phiếu đang lưu hành dự kiến hoàn thành trong năm 2025.

Mặc dù cổ phiếu đã tăng giá gần đây, phản ánh một phần nền tảng cơ bản hấp dẫn/cải thiện và triển vọng tăng trưởng của Ngân hàng, HSC tin rằng VCB hiện tại vẫn là một lựa chọn đáng chú ý cho năm 2025. Những động lực đầu tư chính bao gồm nền tảng cơ bản mạnh mẽ, tăng trưởng lợi nhuận 13-17% trong ngắn hạn cùng động lực từ kế hoạch phát hành riêng lẻ sắp tới. Tuy nhiên, tiềm năng tăng giá đã giảm một phần sau khi giá cổ phiếu tăng lên gần đây.

Mặc dù hệ số ROE được dự báo sẽ giảm xuống trong thời gian tới, HSC cho rằng VCB sẽ tiếp tục giao dịch với chênh lệch định giá cao so với đối thủ nhờ: (1) Tập khách hàng tốt, đem lại lợi thế về chi phí huy động & chi phí tín dụng thấp hơn; (2) Chất lượng tài sản vượt trội; và (3) Hệ số ROE chỉ tạm thời ở mức thấp và có tiềm năng cải thiện trong dài hạn.

**Bảng 58: Giả định chi phí vốn CSH, VCB**

HSC giữ nguyên giả định chi phí vốn CSH là 10%

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giả định chung của HSC
Beta	0.80	Bloomberg, không đổi
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>10.0%</b>	Không đổi

Nguồn: HSC

**Bảng 59: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VCB**

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	36,242	41,436	48,335	58,435	70,127	77,557	88,067	95,145	98,088
Chi phí vốn CSH	-19,886	-27,475	-31,619	-35,416	-40,051	-45,603	-53,359	-59,457	-63,282
<b>Lợi nhuận thặng dư</b>	<b>16,356</b>	<b>13,961</b>	<b>16,716</b>	<b>23,019</b>	<b>30,076</b>	<b>31,954</b>	<b>34,708</b>	<b>35,688</b>	<b>34,805</b>
<b>Giá trị dài hạn</b>									<b>512,136</b>
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		90.9%	82.6%	75.1%	68.3%	62.1%	56.4%	51.3%	46.7%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		12,692	13,815	17,295	20,542	19,841	19,592	18,314	255,152
Hệ số pha loãng của đợt phát hành riêng lẻ		93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%
<b>Giá trị hiện tại sau điều chỉnh đến năm 2025</b>		<b>11,917</b>	<b>12,972</b>	<b>16,239</b>	<b>19,288</b>	<b>18,630</b>	<b>18,396</b>	<b>17,196</b>	<b>239,579</b>
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026	354,217								
Giá trị sổ sách cuối 2025 (điều chỉnh)	257,981								
<b>Giá trị của vốn CSH cuối 2025</b>	<b>612,198</b>								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,356								
<b>Giá mục tiêu cuối 2025</b>	<b>73,200</b>								

Nguồn: HSC

**Bảng 60: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VCB**

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	6.5%	92,100	85,800	80,400	75,700	71,600
	7.0%	87,000	81,400	76,600	72,400	68,700
	7.5%	82,500	77,500	<b>73,200</b>	69,400	66,000
	8.0%	78,500	74,000	70,100	66,600	63,500
	8.5%	74,900	70,900	67,300	64,100	61,200

Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VCB đã tăng 8% trong 1 tháng qua, vượt trội hơn 5% so với chỉ số VN30, chủ yếu do dòng tiền luân chuyển sang các cổ phiếu vốn hóa lớn có diễn biến kém tích cực trong năm 2024, cùng kỳ vọng tăng trưởng sẽ cải thiện trong năm 2025. VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,1 lần, mức thấp nhất trong 5 năm qua và thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,6 lần.

Ngoài ra, chênh lệch định giá của VCB so với ngành đang ở mức thấp kỷ lục, có thể do kỳ vọng về hệ số ROE thấp hơn so với quá khứ. Tại giá mục tiêu của chúng tôi, định giá của VCB vẫn cao hơn 20% so với các ngân hàng quốc doanh khác và cao hơn khoảng 70% so với bình quân ngành.

Mặc dù HSC cho rằng chênh lệch định giá sẽ không quay trở lại mức đỉnh cao như trong năm 2020 do triển vọng tài chính không quá nổi bật trong ngắn hạn, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng định giá của VCB sẽ tiếp tục cao hơn so với ngành nhờ những yếu tố đã phân tích ở trên. Do đó, chúng tôi cho rằng P/B ở mức thấp như hiện tại cùng chênh lệch định giá khiêm tốn tạo ra một điểm mua phù hợp cho NĐT với rủi ro giảm giá thấp.

**Biểu đồ 61: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB**

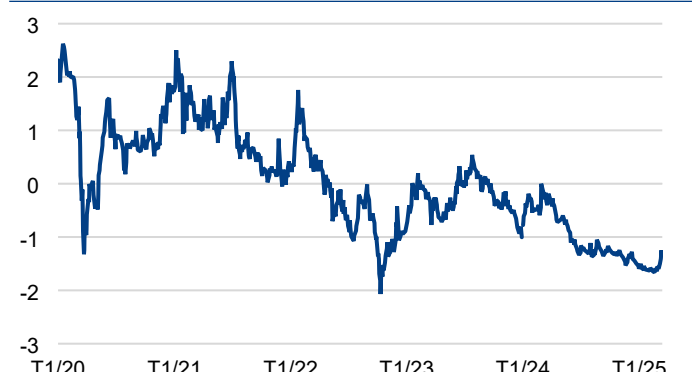
VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,1 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 62: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCB**

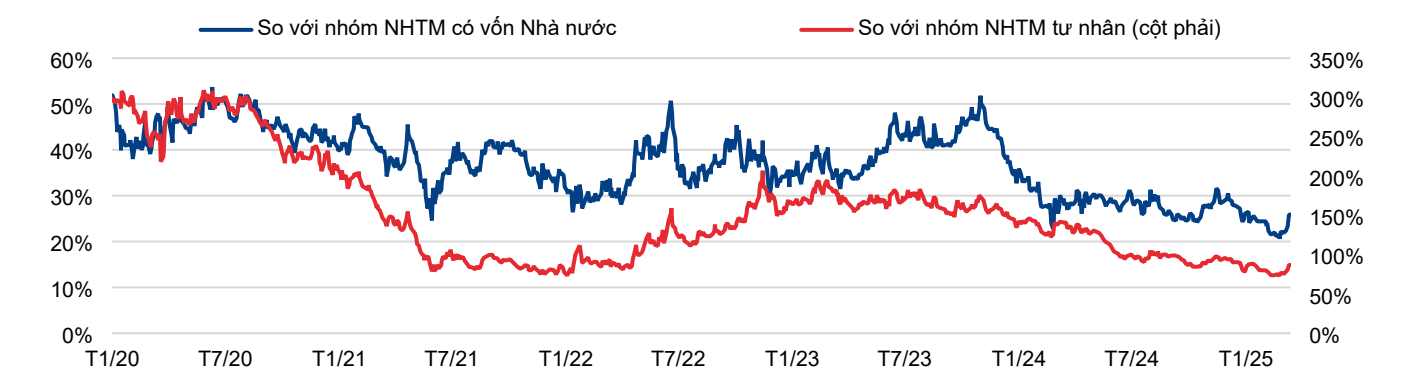
...thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 2,56 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 63: Chênh lệch định giá so với các NHTM khác, VCB**

Chiết khấu của VCB đang ở mức thấp nhất trong 5 năm qua



Nguồn: Bloomberg, HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	108	93.7	109	139	170
Chi phí lãi	(54.5)	(38.2)	(44.7)	(61.1)	(79.0)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>53.6</b>	<b>55.4</b>	<b>64.7</b>	<b>77.9</b>	<b>91.2</b>
Lãi thuần HD dịch vụ	5.78	5.14	4.66	5.88	7.15
Lãi thuần HD KDNH	5.66	5.29	6.35	7.67	9.07
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.12	0.07	0.07	0.08	0.09
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.27	0.31	0.31	0.31	0.31
Thu nhập khác	2.27	2.37	3.06	3.19	3.11
<b>Tổng thu nhập HD</b>	<b>67.7</b>	<b>68.6</b>	<b>79.2</b>	<b>95.0</b>	<b>111</b>
Chi phí HD	(21.9)	(23.0)	(25.0)	(28.4)	(32.7)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>45.8</b>	<b>45.6</b>	<b>54.1</b>	<b>66.6</b>	<b>78.3</b>
Chi phí dự phòng	(4.56)	(3.31)	(4.87)	(10.3)	(12.5)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>41.2</b>	<b>42.2</b>	<b>49.3</b>	<b>56.3</b>	<b>65.7</b>
Chi phí thuế TNDN	(8.19)	(8.38)	(9.85)	(11.3)	(13.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.03)
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>33.0</b>	<b>33.8</b>	<b>39.4</b>	<b>45.0</b>	<b>52.5</b>
EPS (đồng)	3,953	4,049	4,566	5,061	5,904
DPS (đồng)	0	0	0	0	1,164
Slg CP bình quân (triệu đv)	8,356	8,356	8,627	8,899	8,899
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	14.5	14.3	15.5	18.4	21.6
Tiền gửi tại NHNN	58.1	49.3	51.8	61.3	72.0
Tiền gửi tại các TCTD khác	336	389	432	482	563
Chứng khoán kinh doanh	2.50	4.58	5.76	6.77	7.90
Các công cụ tài chính phái sinh	0	1.31	1.31	1.31	1.31
<b>Số dư cho vay thuần</b>	<b>1,242</b>	<b>1,418</b>	<b>1,651</b>	<b>1,918</b>	<b>2,207</b>
Tổng dư nợ cho vay	1,270	1,449	1,683	1,953	2,248
Dự phòng rủi ro	(28.7)	(31.2)	(31.9)	(35.1)	(40.4)
<b>Chứng khoán đầu tư</b>	<b>146</b>	<b>167</b>	<b>187</b>	<b>219</b>	<b>256</b>
CK đầu tư sẵn sàng để bán	67.9	86.8	96.3	113	132
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	78.0	80.8	90.6	106	124
Dự phòng rủi ro	(0.11)	(0.25)	(0.14)	(0.16)	(0.17)
Đầu tư dài hạn	2.22	2.23	2.23	2.23	2.23
Tài sản cố định	7.71	8.09	8.59	9.09	9.59
Tài sản khác	30.7	30.9	36.6	42.4	49.7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,840</b>	<b>2,085</b>	<b>2,391</b>	<b>2,761</b>	<b>3,191</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,675</b>	<b>1,886</b>	<b>2,116</b>	<b>2,445</b>	<b>2,836</b>
Tiền gửi của NHNN	1.67	78.2	78.3	39.6	20.3
Tiền gửi của các TCTD khác	214	235	271	314	361
Tổng tiền gửi KH	1,396	1,515	1,699	2,013	2,365
Trái phiếu và CCTG	19.9	24.1	27.1	30.7	36.0
Nợ khác	43.4	34.8	40.6	47.1	54.2
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>165</b>	<b>199</b>	<b>275</b>	<b>316</b>	<b>354</b>
Vốn điều lệ	55.9	55.9	89.0	89.0	89.0
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	39.2	39.2	39.2
Lợi nhuận giữ lại	76.8	111	114	150	181
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	27.3	32.4	38.3	45.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>1,840</b>	<b>2,085</b>	<b>2,391</b>	<b>2,761</b>	<b>3,191</b>
BVPS (đồng)	19,737	23,799	30,875	35,531	39,799

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	1.42	13.4	14.6	15.5	15.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	10.9	14.1	16.1	16.1	15.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	12.2	8.52	12.2	18.5	17.4
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.6	8.70	12.2	18.4	17.4
Tăng trưởng VCSH (%)	21.7	20.6	38.2	15.1	12.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	0.70	3.33	16.8	20.4	17.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	3.13	5.08	8.68	13.5	15.2
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(2.19)	(0.56)	18.9	23.1	17.4
Tăng trưởng LNTT (%)	10.4	2.41	16.7	14.3	16.6
Tăng trưởng LN thuần (%)	10.5	2.42	16.4	14.3	16.6
<b>Chỉ số hiệu quả</b>					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.71	3.49	3.54	3.69	3.73
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.20)	(1.17)	(1.12)	(1.10)	(1.10)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.0	98.8	98.7	98.6	98.6
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.88	2.82	3.13	3.62	4.06
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	51.4	52.3	59.7	67.2	77.3
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (lần)	16.8	16.4	14.6	13.1	11.3
P/B (lần)	3.37	2.79	2.15	1.87	1.67
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	1.75
<b>Chỉ số lợi nhuận &amp; chỉ số khác</b>					
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	48.8	49.3	49.8	47.4	47.3
ROAA (%)	1.81	1.72	1.76	1.75	1.77
ROAE (%)	22.0	18.6	16.6	15.2	15.7
Chi phí huy động BQ (%)	3.41	2.20	2.28	2.73	3.05
Lợi suất góp BQ (%)	6.04	4.83	4.95	5.47	5.80
Lợi suất thuần (%)	2.64	2.63	2.68	2.74	2.75
Tỷ lệ NIM (%)	3.00	2.86	2.93	3.07	3.11
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	8.53	7.49	5.88	6.19	6.44
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	79.2	80.8	81.7	82.0	82.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	20.8	19.2	18.3	18.0	17.8
Tỷ lệ CIR (%)	32.4	33.6	31.6	29.9	29.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	19.7
<b>Chỉ số an toàn vốn</b>					
Hệ số CAR (%)	11.4	12.0	14.3	14.2	13.7
VCSH/Tổng TS (%)	8.96	9.54	11.5	11.5	11.1
Đòn bẩy vốn (lần)	11.2	10.5	8.70	8.73	9.01
<b>Chỉ số chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.98	0.96	0.96	0.90	0.90
Hệ số LLR (%)	230	223	198	200	200
<b>Chỉ số thanh khoản</b>					
Hệ số LDR (%)	91.0	95.7	99.0	97.0	95.0
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.1	13.2	13.6	13.3	13.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.1	69.5	70.4	70.7	70.4
<b>Quy mô</b>					
Số chi nhánh, phòng GD	643	647	660	670	680
Số lượng nhân viên	23,493	24,306	25,278	26,289	27,341

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)