

NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: VCB)

Vững vàng vị thế dẫn đầu

Chúng tôi thực hiện báo cáo định giá cập nhật cổ phiếu **VCB** của NHTM Cổ phần Ngoại thương Việt Nam với giá mục tiêu 12 tháng tới được xác định là **69.800 VND**, tương đương P/B dự phóng năm 2025F/26F là 2,6/2,3 lần.

• **Lợi nhuận dự báo lấy lại đà tăng trưởng hai chữ số ở mức cao hơn trong trung hạn, sau nhiều năm kinh doanh thận trọng.** VCB là ngân hàng quốc doanh dẫn đầu toàn hệ thống về quy mô tiền gửi không kỳ hạn (kéo theo lợi thế tuyệt đối trong ngành về chi phí vốn thấp), chất lượng tài sản (từ 2014) và quy mô lợi nhuận (từ 2018). Những thành công này không chỉ đến từ thương hiệu mạnh, uy tín của một ngân hàng Nhà nước và vai trò lịch sử là ngân hàng mang trọng trách đối ngoại đầu tiên của Việt Nam – vốn giúp dễ dàng thu hút các khách hàng doanh nghiệp lớn và dòng vốn từ FDI, mà còn mang dấu ấn của phương thức điều hành chuẩn mực và cẩn trọng, đặt trọng tâm là quản trị rủi ro và phát triển bền vững. Mặc dù quan điểm điều hành này ít nhiều ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận cùng hiệu quả hoạt động so với mặt bằng chung trong những năm kinh tế khó khăn gần đây, nó đã giúp VCB dự trữ nguồn lực để củng cố nền tảng vốn đã vững chắc của mình, và sẵn sàng cho sự tăng tốc trong những năm tới khi nền kinh tế được dự báo có bước chuyển mình tích cực hơn sau những đổi mới căn cơ về thể chế. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của VCB sẽ đạt tăng trưởng kép (CAGR) là 15% trong giai đoạn 2025F-30F, bao gồm tăng trưởng 11% cho năm 2025F, với các giả định chính như sau: **(1)** CAGR 2025F-2030F của tín dụng đạt 16%, **(2)** biên lãi ròng (NIM) mở rộng nhẹ từ mức 2,80% của năm 2025F lên 3,10% vào cuối kỳ dự phóng với NIM bình quân giai đoạn 2025F-30F đạt 2,95% (thấp hơn mức 3,07% của giai đoạn 2019-2024 do tích cực hỗ trợ tăng trưởng kinh tế). Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục được kiểm soát ở mức dưới 1%, đạt 0,95% vào năm 2025F và giảm dần về 0,8% vào cuối kỳ dự phóng.

• **Định giá hấp dẫn so với lịch sử.** Định giá P/B của VCB đã ở xu hướng giảm kể đầu năm 2022 cho tới nay, tương ứng giảm từ mức 4,1 lần xuống 2,5 lần. Mức định giá hiện tại đang chiết khấu sâu so với mức bình quân 5 năm là 3,10 lần. Ngoài nguyên nhân từ tăng trưởng lợi nhuận thấp và hiệu quả hoạt động suy giảm, ảnh hưởng từ chính sách thuế quan của Mỹ từ tháng 4/2025 tiếp tục thách thức sự phục hồi của định giá tại VCB khi ngân hàng này có sở hữu lượng lớn khách hàng doanh nghiệp XNK. Chúng tôi không kỳ vọng định giá P/B của VCB có thể quay về mức 3-4 lần trong trung hạn do tăng trưởng lợi nhuận ở mức vừa phải trong 25F/26F nhiều khả năng khiến ROAE của VCB tiếp tục giảm về 17%, trước khi trở về 20% vào cuối kỳ dự phóng khi kết hợp với giả định về cổ tức tiền mặt. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng định giá của VCB vẫn sẽ duy trì thặng dư đáng kể so với bình quân ngành nhờ yếu tố vững chắc về chất lượng tài sản, vốn là bộ đệm về lợi nhuận khi nền kinh tế gặp thách thức.

• **Rủi ro:** Diễn biến thuế đối ứng của Mỹ và rủi ro địa chính trị khó lường, ảnh hưởng tới thể mạnh của VCB về tập khách hàng XNK khiến tăng trưởng tín dụng và NIM thấp hơn như kỳ vọng.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Tổng TNHĐ	68.083	67.723	68.578	74.882	85.146	98.949
Tăng trưởng(%)	20%	-1%	1%	9%	14%	16%
LNST	29.899	33.033	33.831	37.561	41.788	48.811
Tăng trưởng(%)	36%	10%	2%	11%	11%	17%
NIM (%)	3,40	3,01	2,86	2,79	2,87	2,96
ROAA (%)	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
ROAE (%)	24,4	22,0	18,7	17,8	17,4	17,9
EPS (VNĐ)	3.145	3.246	3.324	3.691	4.106	4.796
GTSS/CP (VNĐ)	16.223	19.737	23.471	26.948	30.551	34.593
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.200	0	0	450	500	750
P/E (x)	17,0	16,5	18,3	16,0	14,4	12,3
P/B (x)	3,3	2,7	2,6	2,2	1,9	1,7

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 04/11/2025

TÍCH LŨY

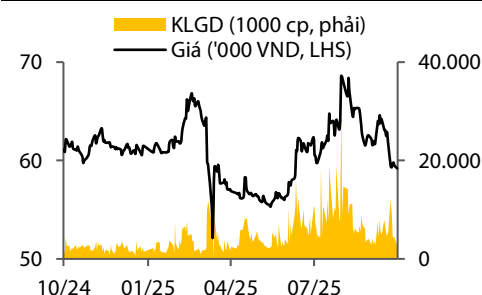
+17%

Giá thị trường (VNĐ)	60.100
Giá mục tiêu (VNĐ)	69.800
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)*	500

*Dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	502.176,1
SLCPDLH (triệu cp)	8.355,7
Beta	0,87
Free Float (%)	23
Giá cao nhất 52 tuần	68.599
Giá thấp nhất 52 tuần	52.120
KLGD bình quân 20 phiên ('000 cp)	5.471,6



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
VCB	-2,4	-1,6	7,1
VN30 Index	16,2	45,2	58,5
VN-Index	9,3	32,6	1,6

Cổ đông lớn (%)

Ngân hàng Nhà nước	74,80
Tập đoàn Tài chính Mizuho	15,03
Giới hạn sở hữu NGTNN còn lại	8,41

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 2219

tung.dt@vdsc.com.vn

MỤC LỤC BÁO CÁO

A. ĐỊNH GIÁ	Trang 3
B. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	Trang 7
C. KẾT QUẢ KINH DOANH 1H-2025 VÀ DỰ PHÓNG 2025F	Trang 19
D. DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025F – 2030F	Trang 20
E. TỔNG QUAN NGÂN HÀNG	Trang 26
F. TRIỂN VỌNG NGÀNH	Trang 43
G. CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG	Trang 54

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số là 40% và định giá P/B (áp dụng hệ số mục tiêu 2,7 lần cho GTSS 2026F) với trọng số 60% để định giá cổ phiếu VCB. Chúng tôi ưu tiên trọng số cao hơn cho P/B phương pháp này cũng phản ánh tốt hơn giá trị tài sản ròng và nhấn mạnh sự vượt trội về chất lượng tài sản của VCB vốn là nguyên nhân dẫn đến sự thặng dư đáng kể về định giá của ngân hàng so với bình quân toàn ngành trong phần lớn lịch sử giao dịch (**Hình 3b**). **Giá mục tiêu của cổ phiếu VCB là 69.800 đồng**, hàm ý PB 2025F/26F dự phóng lần lượt là 2,6x/2,3x. Các nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy ở phía dưới để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình đối với cổ phiếu này. Dựa trên giá đóng cửa vào ngày 28/10/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu **VCB**.

Bảng 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Trung bình
Thu nhập thặng dư (g: 1,5%, Ke: 11,9%)	50.682	40%	20.273
P/B (2,7x BVPS 2026F)	82.487	60%	49.492
Tổng		100%	69.800
P/B 2025F hàm ý			2,59
P/B 2026F hàm ý			2,28
Giá hiện tại (27/10/2025)			59.400
Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng (VNĐ/cp)			500
Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng			16%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tóm tắt giả định chính của phương pháp thu nhập thặng dư

Giả định RI	Giá trị	Đơn vị: Tỷ đồng (Đơn vị khác sẽ được chú thích)
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,0%	Thời gian dự phóng 5 năm
Thuế suất hiệu quả	20%	Giá trị vốn chủ sở hữu đầu kỳ 196.209
Lãi suất phi rủi ro 5Y	3,3%	+ GT hiện tại tổng TN thặng dư 5 năm 71.221
Phân bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,7%	+ GT hiện tại TN thặng dư dài hạn 156.049
ROE dài hạn	20,1%	Tổng giá trị vốn chủ sở hữu hiện tại 423.479
Beta	0,9	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP) 8.356
Tăng trưởng dài hạn	1,5%	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VNĐ) 50.682

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Độ nhạy cho giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ) theo phương pháp thu nhập thặng dư

		Tăng trưởng dài hạn				
		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
CP vốn chủ sở hữu	10,0%	52.943	52.418	52.418	52.943	54.065
	11,0%	54.797	54.272	54.272	54.797	55.919
	12,0%	54.797	54.272	54.272	54.797	55.919
	13,0%	52.943	52.418	52.418	52.943	54.065
	14,0%	49.559	49.035	49.035	49.559	50.682

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Bảng độ nhạy cho Giá trị sổ sách (GTSS) trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

		P/B						
		2,4	2,5	2,6	2,70	2,8	2,9	3,0
GTSS 2025	26.948	64.674	67.369	70.064	72.759	75.454	78.148	80.843
GTSS 2026	30.551	73.322	76.377	79.432	82.487	85.542	88.597	91.652

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Diễn biến lịch sử định giá P/B của VCB và nhân tố tác động quan trọng

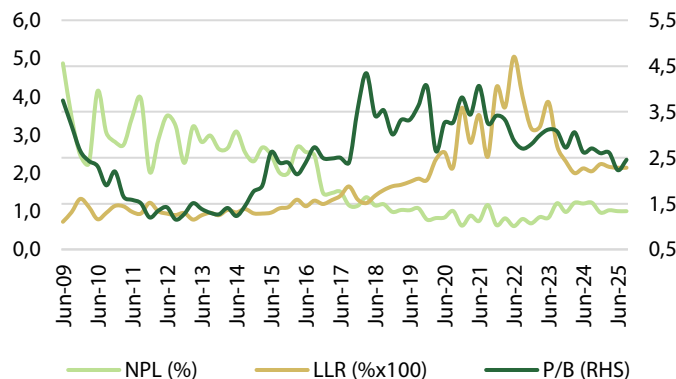
VCB đạt mức định giá P/B cao kỷ lục 3,8 lần ngay sau khi niêm yết vào tháng 6/2009, nhưng giảm dần về 1,2 lần khi nền kinh tế rơi vào suy thoái và ngành ngân hàng hứng chịu khủng hoảng nợ xấu. Từ thời điểm đó đến nay, định giá P/B của VCB trải qua hai giai đoạn nâng định giá chính là 2014-2015 và 2017-2018, và liên tục giảm dần từ 2022 tới nay.

Giai đoạn 2014-2015: P/B của VCB tăng từ mức thấp khoảng 1,5-2 lên 2,5, chủ yếu nhờ vào quá trình cải thiện chất lượng tài sản của VCB. Cụ thể, VCB đã chủ động trích lập dự phòng soát chặt chẽ kết hợp bán nợ cho VAMC giúp cải thiện sức khỏe của bảng cân đối kế toán và tăng niềm tin nhà đầu tư. Điều này diễn ra trong bối cảnh hệ thống ngân hàng Việt Nam trong giai đoạn tái cấu trúc mạnh mẽ để xử lý khủng hoảng nợ xấu 2011-2013 và nền kinh tế Việt Nam có sự phục hồi hậu suy thoái với tăng trưởng GDP ổn định và chính sách hỗ trợ từ NHNN như giảm lãi suất và thúc đẩy tín dụng.

Giai đoạn 2017-2018: Định giá P/B tăng mạnh lên đỉnh lịch sử khoảng 4,3 lần, phản ánh hiệu suất kinh doanh kỷ lục nhờ cải thiện khả năng sinh lời trong khi không gặp nhiều áp lực từ nợ xấu và chi phí tín dụng. Cụ thể, trong năm 2017/18, LNST-CĐM tăng trưởng 32%/61%, dẫn dắt bởi thu nhập phí dịch vụ (+21%/34%) và NIM bắt đầu tăng lên mặt bằng mới kể từ 2018 (+30 bps lên 2,8% và các năm sau đó duy trì ở mức 2,9%-3,1%) nhờ kiểm soát tốt chi phí vốn. VCB cũng vượt kế hoạch tái cấu trúc nợ xấu sớm 2 năm, với NPL giảm xuống dưới 1%, mức thấp nhất trong 10 năm, từ 2018. Ngoài ra, bối cảnh TTCK Việt Nam bùng nổ với dòng tiền đổ mạnh vào các cổ phiếu vốn hóa lớn, đặc biệt là ngành Ngân hàng với hàng loạt thương vụ IPO các ngân hàng lớn. Điều này đã giúp cải thiện định giá cho VCB, vốn là ngân hàng có vốn hóa lớn nhất thị trường. VCB cũng tận dụng điều kiện thuận lợi của thị trường và các chỉ số tài chính tích cực trong năm 2018 để thực hiện phát hành riêng lẻ cho NĐT nước ngoài là GIC và Mizuho (chính thức phát hành vào T1/2019).

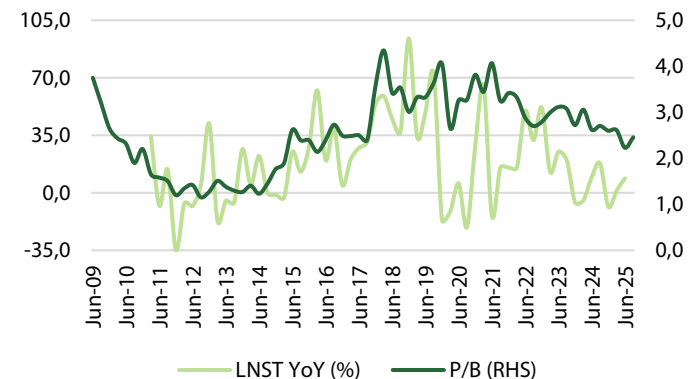
Giai đoạn 2022 đến nay (2025): P/B giảm từ 3,5 xuống 2,5, phản ánh áp lực nợ xấu của ngành, tăng trưởng chậm và hiệu quả sử dụng vốn suy giảm, mặc dù ngân hàng vẫn kiểm soát tốt chất lượng tài sản (tỷ lệ NPL không vượt quá 1% và tỷ lệ bao phủ hơn 200%). Lợi nhuận trước thuế chỉ tăng 11%/2% trong năm 2023/24. ROAE giảm từ 24% năm 2022 xuống còn 17,5% tại 2Q25. Kết quả là P/B bắt đầu chiết khấu so với mức bình quân 5 năm từ T5/2022 sau khi Fed bắt đầu chu kỳ tăng lãi suất, tạo áp lực lớn từ chính sách tiền tệ toàn cầu và Việt Nam, cùng với khủng hoảng thị trường TPDN và sau đó là sự kiện SCB kéo theo áp lực nợ xấu toàn ngành tăng mạnh. **Hiện tại, VCB đang giao dịch tại mức P/B trượt là 2,32 lần và P/B năm 2025F/26F là 2,20/1,94 lần, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 5 năm lịch sử là 3,06 lần.**

Hình 1: Lịch sử định giá P/B kể từ khi niêm yết và diễn biến chất lượng tài sản



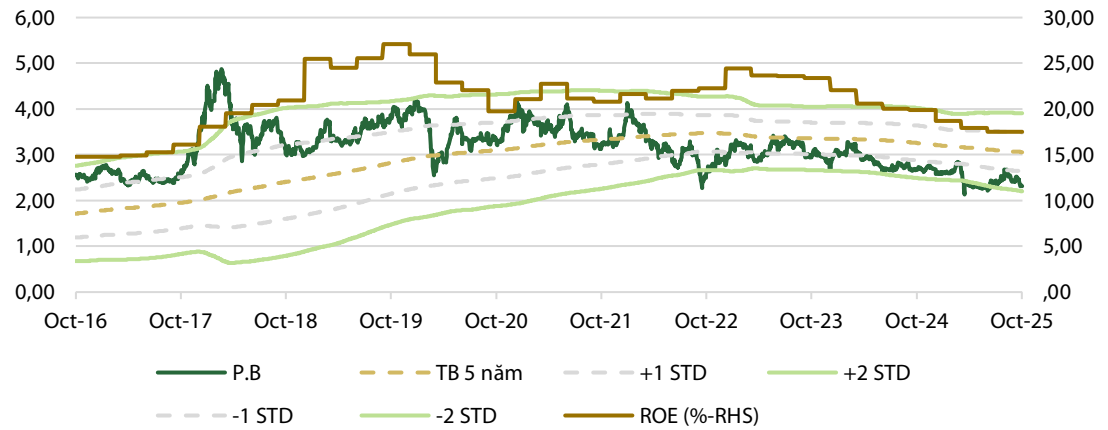
Nguồn: VCB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Lịch sử định giá P/B kể từ khi niêm yết và diễn biến tăng trưởng lợi nhuận



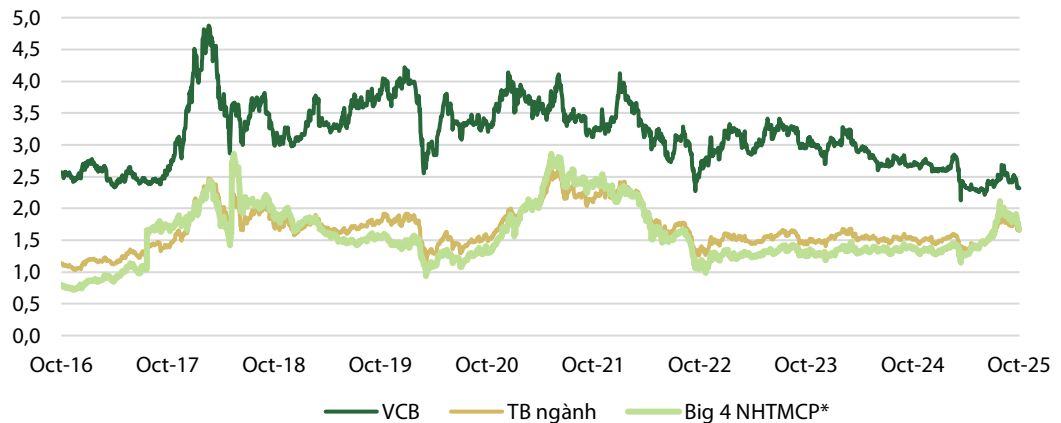
Nguồn: VCB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3a: Lịch sử P.B 10 năm và ROAE của VCB



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3b: Mức thặng dư về định giá P.B giữa VCB so với ngành đang thu hẹp dần trong 10 năm trở lại đây và hiện đang ở mức hơn 40%



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt *MBB, VPB, TCB, ACB

Với bảng cân đối lành mạnh dẫn đầu hệ thống như hiện nay (Xem phần [Phân tích tài chính](#)), chúng tôi không kỳ vọng một sự cải thiện về chất lượng tài sản có tác động đáng kể tới diễn biến tái định giá cao tại VCB. Thay vào đó, chúng tôi cho rằng tối ưu hóa hiệu quả hoạt động sẽ là yếu tố có tác động lớn hơn tới triển vọng định giá tại VCB. Theo đó, với LNST cổ đông công ty mẹ dự phóng đạt tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2025F-30F, kết hợp với giả định VCB duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn (bình quân 15% LNST cổ đông công ty mẹ), ROAE dự phóng nâng dần lên mức 20,1% vào năm 2030F từ 17,5% tại 2Q25. Do đó, chúng tôi lựa chọn mức định giá P/B mục tiêu ở mức 2,7 lần, cao hơn mức bình quân trượt 5 năm của P/B hiện tại 2,5 lần.

Bảng 5: So sánh các chỉ số tài chính quan trọng với các ngân hàng tương đồng tại Việt Nam và các nền kinh tế mới nổi

Ngân hàng	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR 3 năm 2021-2024		Khả năng sinh lời 2024			Chất lượng TS 2024		Chỉ số hoạt động 2024		P/B	
			LNST	Dư nợ cho vay KH	NIM %	ROE %	ROA %	NPL %	LLR %	NII/TOI %	CIR %	Hiện tại (lần)	TB 5Y (lần)
VCB	VN	18.933	12%	11%	2,9	17,2	1,7	1,0	223	73	30	2,3	3,1
Agribank	VN	N.A	22%	9%	3,1	19,5	1,0	1,7	132	77	37	N.A	N.a
BID	VN	9.863	29%	11%	2,4	17,2	1,0	1,4	131	67	32	1,6	2,1
CTG	VN	9.779	18%	11%	2,9	18,6	1,1	1,2	172	72	26	1,6	1,4

Bank of China	CH	235.990	-2%	6%	1,5	9,6	0,7	1,2	200	70	34	0,5	0,4
Punjab National Bank	IN	15.622	125%	8%	N.A	16,7	1,2	3,0	N.A	67	48	0,9	0,8
Krung Thai Bank	TB	11.379	21%	0%	3,0	10,4	1,2	3,5	183	72	41	0,8	0,6
Maybank	MK	28.441	5%	4%	1,4	10,7	1,0	1,2	122	44	44	1,3	1,2
Bank Rakyat Indonesia Persero	IJ	34.754	20%	4%	6,7	19,1	3,0	2,7	215	81	46	1,8	2,4
Bank Mandiri Persero	IJ	25.054	22%	11%	4,3	20,5	2,4	1,1	271	75	41	1,5	1,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt, dữ liệu tại ngày 28/10/2025

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

NGUỒN VỐN – BỘ ĐỆM VỐN VỮNG CHẮC CÙNG NHIỀU DƯ ĐỊA CẢI THIẾN

VCB triển khai áp dụng Thông tư 41/2016/TT-NHNN về quy định tỷ lệ an toàn vốn theo tiêu chuẩn Basel II từ 1/1/2019, sớm hơn 1 năm so với hiệu lực chính thức của thông tư (2020) và so với nhiều ngân hàng khác trong hệ thống. Điều này chứng tỏ năng lực quản trị mạnh mẽ của VCB khi đáp ứng sớm các yêu cầu nghiêm ngặt về cơ sở hạ tầng công nghệ thông tin, cơ sở dữ liệu và hệ thống chính sách quản trị rủi ro giúp tính toán và quản lý tỷ lệ an toàn vốn (CAR) theo chuẩn mực quốc tế Basel II một cách hiệu quả. Ngoài ra, điều này cũng thể hiện vai trò tiên phong của VCB, góp phần thúc đẩy toàn ngành sớm áp dụng các thông lệ quốc tế.

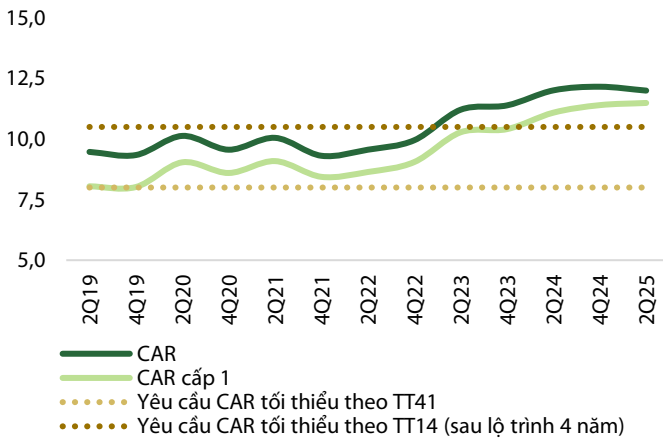
Đầu năm 2019, VCB đã hoàn thành phát hành riêng lẻ cho GIC và Mizuho (tương ứng 2,95% VDL tại thời điểm phát hành) và thu về 6,1 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, do thực hiện chính sách chi trả cổ tức tiền ổn định (tối thiểu 8%/mệnh giá) xuyên suốt quá trình hoạt động của Ngân hàng, tỷ lệ CAR của VCB chỉ dao động trong khoảng 9,3% đến 10,5% (tính đến 2021). Sau đó, CAR (Basel II) liên tục cải thiện và đạt 12,0% tính đến hết 2Q25. Động lực cho sự cải thiện này đến từ **(1)** chính sách cổ tức tiền mặt bị gián đoạn trong thời gian này, **(2)** giảm hệ số rủi ro đối với các khoản phải đòi doanh nghiệp và cá nhân (**Hình 5**), giúp giảm hệ số rủi ro tín dụng của tài sản có, và **(3)** lợi nhuận tăng trưởng mạnh 36% trong năm 2022 nhờ NIM tăng vọt (+25 bps YoY) và giảm trích lập dự phòng tín dụng khi đã trích bổ sung đầy đủ cho các khoản nợ được giữ nguyên nhóm nợ, cơ cấu lại thời gian trả nợ trong giai đoạn Covid.

Tháng 6/2025, NHNN đã ban hành quy định mới về tỷ lệ an toàn vốn bằng Thông tư 14/2025/TT-NHNN¹(TT14), tiệm cận tiêu chuẩn Basel III. TT 14 có hiệu lực từ 15/10/2025 và yêu cầu tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu từ năm thứ 4 sau khi ngân hàng áp dụng thông tư này là 10,5%, cao hơn 2,5% so với tỷ lệ tối thiểu của TT41 do yêu cầu về bộ đệm bảo toàn vốn (CCB). Tỷ lệ an toàn cuối 2Q25 (thực hiện phương pháp tiêu chuẩn cho rủi ro tín dụng) của VCB vẫn đang đáp ứng yêu cầu về tỷ lệ tối thiểu cao nhất (10,5% tại năm thứ 4 sau khi áp dụng TT14). Khi tính đến LNST-CĐM dự phóng tăng trưởng với CAGR 5 năm là 13%, và đặc biệt là kế hoạch phát hành riêng lẻ (6,5%) có thể diễn ra vào khoảng thời gian cuối năm 2025 đến đầu năm 2026, chúng tôi tự tin rằng VCB sẽ không gặp khó khăn trong việc đáp ứng quy định mới về CAR. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng NHNN, trong từng thời kỳ, có thể quyết định áp dụng yêu cầu về bộ đệm vốn phân chu kỳ (CCyB) - có tỷ lệ trong khoảng 0-2,5% - và bộ đệm vốn đối với NHTM có tầm quan trọng hệ thống (VCB nhiều khả năng nằm trong nhóm các NHTM này) và dẫn đến yêu cầu tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu cao hơn con số 10,5%.

Theo cập nhật của chúng tôi, VCB sẽ đăng ký với NHNN về việc thực hiện phương pháp tiêu chuẩn để tính tài sản có rủi ro tín dụng ngay khi TT14 có hiệu lực, đồng thời kiện toàn hệ thống xếp hạng rủi ro nội bộ (dự kiến trong thời gian khoảng 14 tháng) để sau đó đăng ký chuyển đổi sang áp dụng phương pháp xếp hạng tín dụng nội bộ (IRB). Sau thời gian tối thiểu 2 năm kể từ ngày đăng ký với NHNN triển khai phương pháp IRB, VCB có thể được NHNN chấp thuận để thực hiện phương pháp IRB này. Với danh mục tài sản có chất lượng an toàn cao, chúng tôi tin rằng việc áp dụng phương pháp IRB có thể giúp VCB tiết giảm được quy mô tài sản có rủi ro tín dụng so với phương pháp tiêu chuẩn nhờ trọng số rủi ro (được tính toán dựa trên xác suất vỡ nợ -PD - và tỷ trọng tổn thất dự kiến) thấp hơn so với phương pháp tiêu chuẩn, vốn có hệ số rủi ro được áp dụng đại trà theo quy định của NHNN. Từ đó, tỷ lệ CAR có nhiều dư địa để cải thiện hơn so với thời điểm hiện nay.

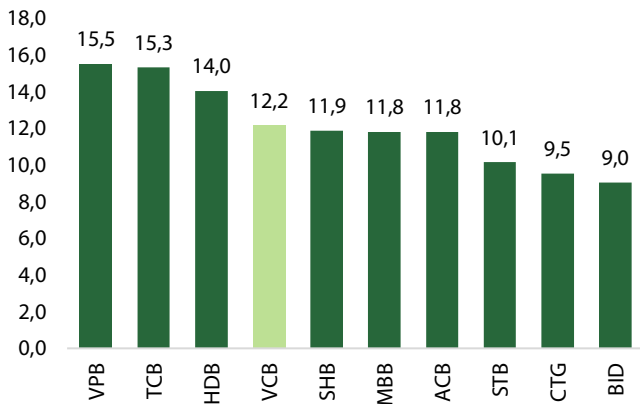
¹ NĐT có thể tham khảo báo cáo của chúng tôi về thông tư này tại [đây](#)

Hình 4: Tỷ lệ CAR hợp nhất tính đến 2Q25 của VCB vẫn đang đáp ứng yêu cầu cao nhất của TT14



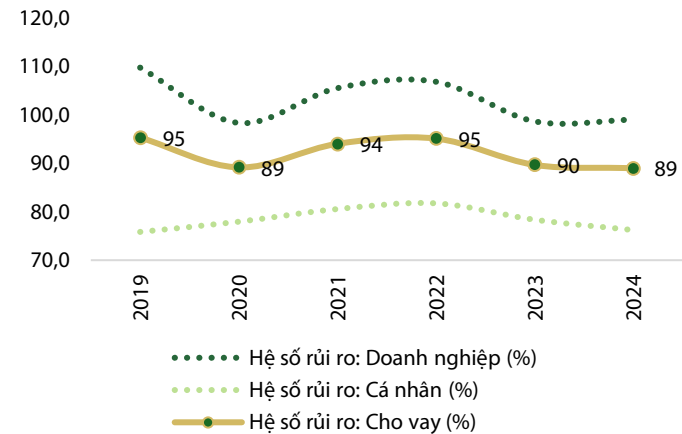
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 6: VCB có tỷ lệ CAR (2024) ở mức trung bình cao trong top 10 ngân hàng niêm yết có quy mô tổng tài sản lớn nhất



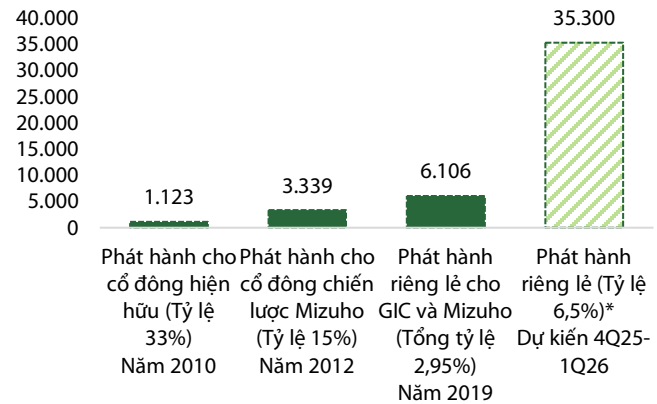
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 5: VCB đã tối ưu hóa hệ số rủi ro của các khoản phải đòi doanh nghiệp và cá nhân, qua đó củng cố tỷ lệ CAR trong 3 năm gần nhất



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Đợt phát hành riêng lẻ sắp tới (tỷ lệ 6,5%) sẽ giúp củng cố đáng kể tỷ lệ CAR của VCB



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

*Quy mô tăng vốn với giá phát hành giả định là giá thị trường tại ngày 9/9/2025

TÀI SẢN – VỮNG VÀNG VỊ THẾ SỐ 1 TOÀN NGÀNH VỀ CHẤT LƯỢNG

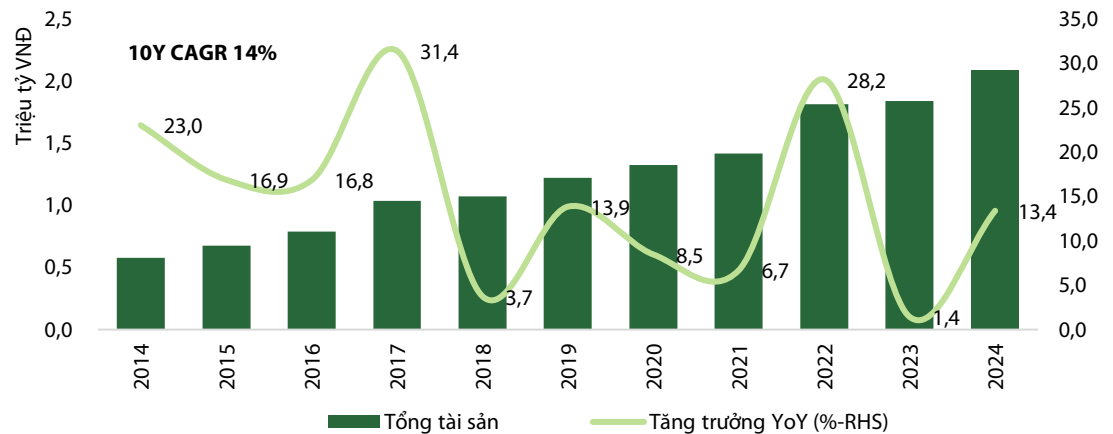
Tổng tài sản của VCB đạt khoảng 2,2 triệu tỷ đồng tại 30/06/2025, đứng vị trí thứ tư toàn ngành. Tổng tài sản của VCB tăng trưởng với CAGR 10 năm 14%, chậm hơn mức trung bình ngành là 16%, do tăng trưởng chậm trong các năm 2018, 2020-2021 và 2023.

- Năm 2018**, sự giảm tốc mạnh của tổng tài sản có nguyên nhân liên quan tới hoạt động xử lý thương vụ bán vốn của Nhà nước tại Sabeco (HSX: SAB) vào cuối năm 2017. VCB là ngân hàng duy nhất xử lý giao dịch có giá trị 5 tỷ USD này khi trực tiếp ngoại tệ của Vietnam Beverage - công ty do Tập đoàn bia Thái Lan ThaiBev để chuyển đổi sang VNĐ và thanh toán tiền mua cổ phần SAB. Sau giao dịch, số dư tiền gửi của KBNN tại VCB (tiền nhận được từ thương vụ thoái vốn) và tiền gửi thanh toán của VCB tại NHNN tăng đột biến (do VCB bán lại ngoại tệ cho NHNN) vào thời điểm cuối năm 2017. Sau khi hoàn tất giao dịch, lượng tiền gửi của KBNN tại VCB dẫn được rút về tài khoản tại NHNN dẫn đến sự sụt giảm mạnh 88% YoY của số dư tiền gửi tại NHNN vào cuối năm 2018 và kéo theo giảm tốc trong tăng trưởng của Tổng tài sản trong năm đó. Loại trừ giao dịch bất thường này, tổng tài sản năm 2018 tăng 16,1% so với năm 2017.
- Giai đoạn 2020-2021**, đại dịch COVID-19 bùng phát, làm chậm đáng kể tăng trưởng cho vay đối với phân khúc KH cá nhân xuống 19%, vốn đã có CAGR lên tới 43% trong 5 năm liền trước.

- **Năm 2023**, tăng trưởng tín dụng của ngân hàng chỉ đạt 11% trong năm 2023, mức thấp nhất kể từ khi cổ phần hóa khi khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế suy thoái trước áp lực vĩ mô kéo dài từ 2022. Bên cạnh đó, số dư tiền gửi tại NHNN giảm mạnh 37% YoY, sau khi tăng hơn 300% trong năm 2022 lên hơn 92 nghìn tỷ đồng (tập trung vào thời điểm cuối năm 2022 nhiều khả năng liên quan đến các giao dịch ngoại hối quy mô lớn của VCB với NHNN).

Nhìn chung, diễn biến tăng trưởng Tổng tài sản của VCB một mặt khẳng định vị thế hàng đầu của VCB về khả năng xử lý các giao dịch liên quan tới ngoại hối của trong hệ thống ngân hàng Việt Nam và, mặt khác, phản ánh các quan điểm điều hành thận trọng của VCB tương ứng với các giai đoạn tồn tại nhiều thách thức vĩ mô.

Hình 8: Diễn biến tăng trưởng Tổng tài sản của VCB trong 10 năm

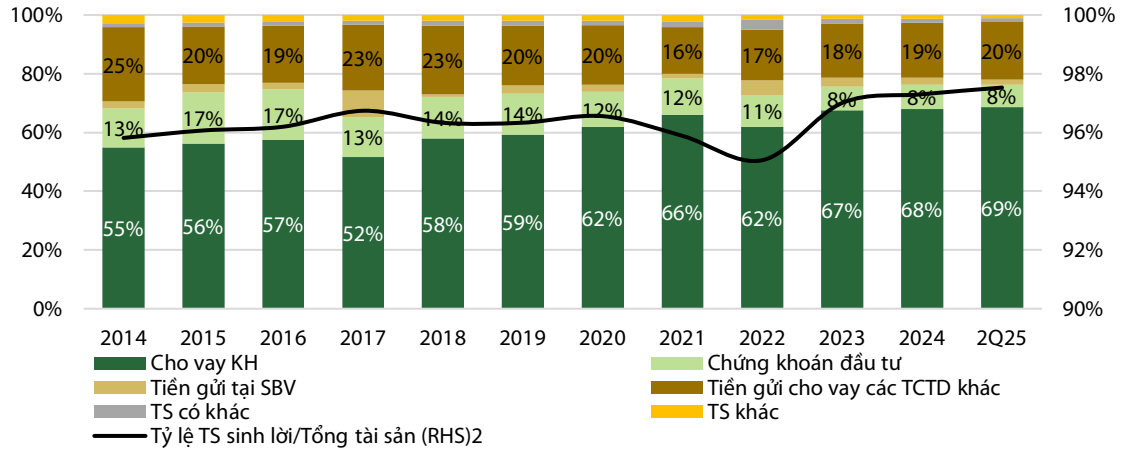


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Về Cơ cấu tài sản, tỷ lệ tài sản sinh lời trong cơ cấu tổng tài sản nhìn chung liên tục được tối ưu trong 10 năm gần nhất từ gần 96% lên 97,5%, ngoại trừ giai đoạn 2020-2022 khi TS có khác (gồm các khoản phải thu trong thanh toán L/C, lãi và phí phải thu,...) tăng nhanh do chất lượng nợ chịu ảnh hưởng từ đại dịch Covid và sức ép vĩ mô quốc tế (Fed tăng lãi suất, chiến tranh Nga-Ukraine,...) và trong nước (sự kiện SCB và khủng hoảng thị trường trái phiếu,...). Tỷ lệ tài sản có khác đã giảm đáng kể trong 3 năm gần nhất, xuống còn 1,3% tổng TS tại thời điểm gần nhất nhờ chất lượng tín dụng cải thiện. Quan điểm cho vay cẩn trọng còn được thể hiện qua tỷ lệ lãi, phí phải thu/ TS sinh lãi của VCB là 0,4% thấp hơn đáng kể so với trung bình của nhóm NHTMCP (2Q25: 0,9%). Bên cạnh đó, số ngày phải thu lãi trung bình được kiểm soát quanh 30 ngày (2024), mặc dù tính chất danh mục cho vay của VCB vẫn được đóng góp chủ yếu từ các khoản vay bán buôn (có thể dẫn đến kỳ trả nợ dài hơn so với tần suất định kỳ hàng tháng của khoản vay bán lẻ), nhấn mạnh khả năng kiểm soát giới hạn về chất lượng tín dụng tại ngân hàng này.

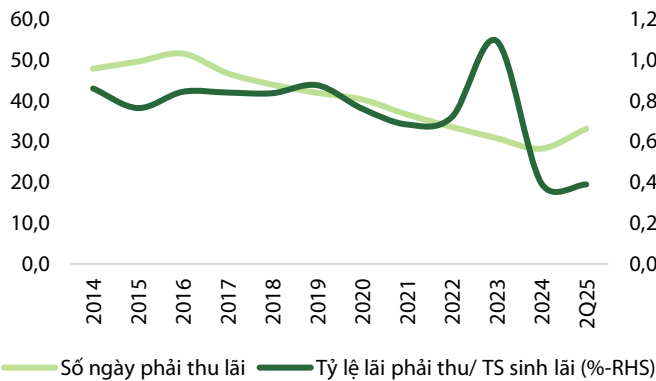
Dư nợ tín dụng VCB tại 30/06/2025 đạt gần 1,6 triệu tỷ đồng, tăng trưởng 7,3% YTD & chiếm 71% TTS, khi hoạt động cho vay bán buôn và dự án lớn của ngân hàng trong 3 năm gần nhất được đẩy mạnh để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Điều này, cùng với tăng trưởng chậm hơn của tiền gửi tại NHNN (dự trữ bắt buộc và tiền gửi KH đều tăng thấp hơn tín dụng), đã kéo theo xu hướng tăng của tỷ trọng cho vay KH trong cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, gửi tiền và cho vay liên ngân hàng cùng CK kinh doanh và đầu tư giữ tỷ trọng ổn định. Nhìn chung, có thể thấy VCB duy trì chất lượng tài sản cao với tỷ lệ tài sản có khác ở mức thấp nhất hệ thống và tài sản sinh lời ổn định gần 98%.

Hình 9: Cấu trúc tài sản của VCB



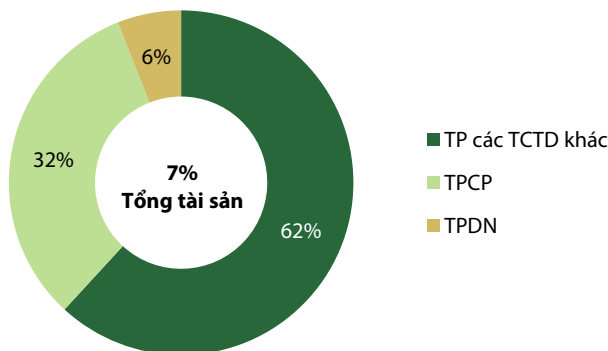
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tỷ lệ lãi dự thu/TS sinh lãi và số ngày phải thu lãi trung bình 10 năm gần nhất



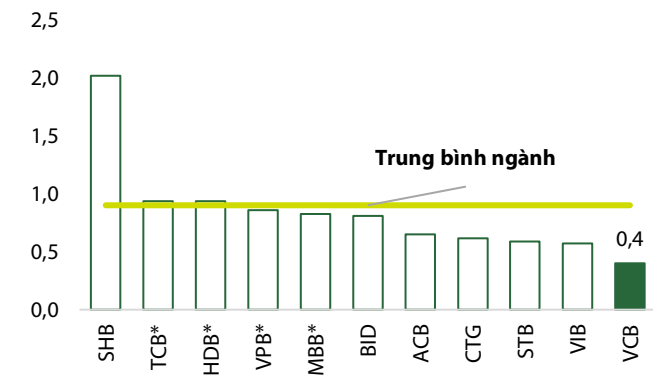
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Cơ cấu danh mục đầu tư GTCTG (2Q25)



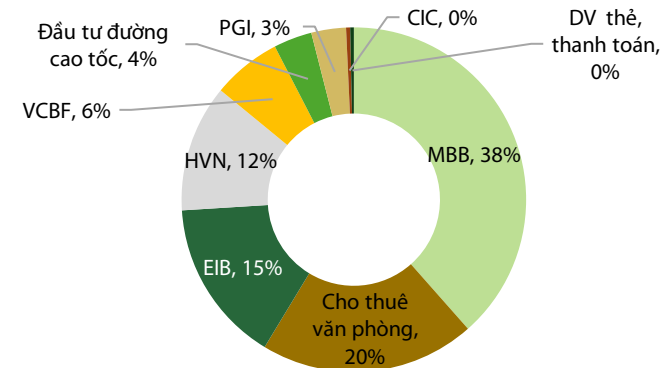
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Tỷ lệ lãi dự thu / TS sinh lãi của VCB thấp nhất ngành (2Q25)



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt *Ngân hàng mẹ

Hình 13: Cơ cấu danh mục đầu tư vào các doanh nghiệp khác theo ngành nghề tính theo giá gốc (2024)

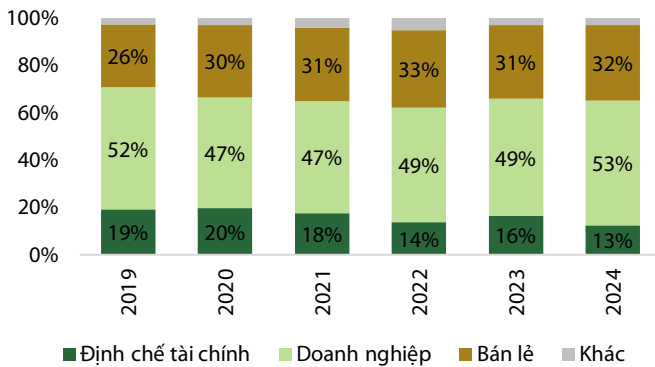


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

VCB có cơ cấu tài sản có rủi ro (sau khi áp dụng hệ số rủi ro và áp dụng Thông tư 41/2016 của NHNN quy định về tỷ lệ an toàn vốn) ổn định và hệ số rủi ro có xu hướng giảm nhẹ trong 3 năm gần nhất. Phần lớn tài sản rủi ro tập trung vào các khoản phải đòi KH doanh nghiệp và định chế tài chính (chủ yếu là các TCTD khác), còn khoản phải đòi bán lẻ chiếm tỷ trọng thấp (**Hình 14**), mặc dù dư nợ bán lẻ trên tổng cho vay KH là khoảng hơn 45%. Điều này là do hệ số rủi ro ước tính của các khoản vay bán lẻ được kiểm soát khá ổn

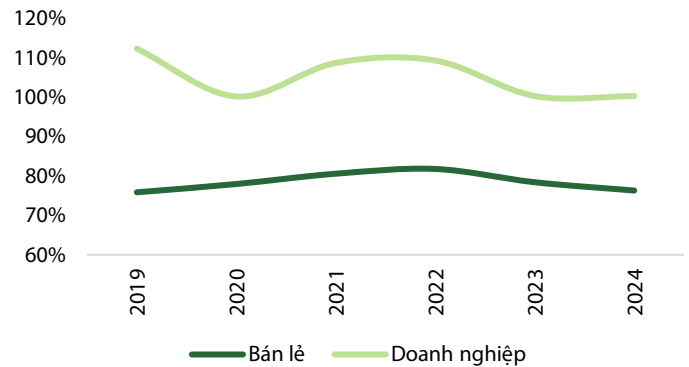
định dưới 80% do đa phần các khoản vay này tương đối an toàn (10% là từ cho vay cầm cố GTCC, 40% là cho vay SX-KD). Trong khi đó, hệ số rủi ro ước tính của các khoản phải đòi đã được kiểm soát giảm từ 112% năm 2019 xuống 100% năm 2024, củng cố cho quan điểm điều hành cẩn trọng của ngân hàng.

Hình 14: Cơ cấu tài sản có rủi ro và hệ số rủi ro của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Hệ số rủi ro bình quân của các khoản phải đòi phân loại theo phân khúc khách hàng



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt ước tính

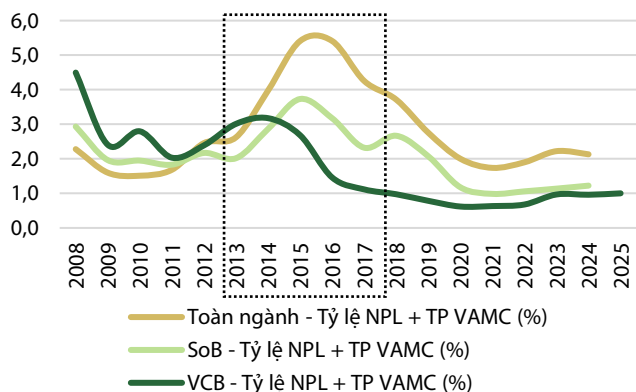
Tỷ lệ các khoản nợ quá hạn luôn được kiểm soát ở mức thấp nhất ngành trong khoảng 10 năm gần nhất

VCB nổi bật với quan điểm rất thận trọng trong cách tiếp cận về kiểm soát chất lượng tín dụng. Tỷ lệ nợ xấu (gồm TP VAMC) của VCB nhìn chung có xu hướng giảm kể từ mức đỉnh 4,6% vào năm 2008 và được kiểm soát ổn định ở dưới ngưỡng 1% từ năm 2018 tới nay, bất chấp suy thoái kinh tế từ 2022-2024. Ngoài những biện pháp kiểm soát nợ xấu sau cho vay như trích lập dự phòng rủi ro ở mức cao, bán nợ cho Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam (VAMC) và thu hồi nợ xấu, thì VCB cũng có sự sàng lọc kỹ càng các khách hàng vay và lĩnh vực cho vay trước khi cấp tín dụng.

- Giai đoạn 2008-2013:** Đây là giai đoạn ngành Ngân hàng bắt đầu rơi vào khủng hoảng do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu và nợ xấu phát sinh ở quy mô báo động – hậu quả của tăng trưởng tín dụng nóng trước 2008, nâng lãi suất điều hành, nhiều doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh thua lỗ và, cuối cùng là, thị trường BĐS đóng băng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy VCB đã kiểm soát rất tốt nợ xấu cả về quy mô lẫn tỷ lệ, và tốt hơn nhiều so với diễn biến toàn ngành (**Hình 16**) dù giai đoạn này ngân hàng vẫn tập trung cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn thuộc khối Nhà nước (Xem phần **Tổng quan**). Từ thực tế đó, chúng tôi tin rằng VCB đã xây dựng thành công chính sách quản trị rủi ro từ rất sớm, giúp ngân hàng lựa chọn được các đối tượng cho vay có chất lượng tốt, bên cạnh đó là hạn chế các phân khúc rủi ro cao như kinh doanh và tiêu dùng bất động sản. Kết quả là, tỷ lệ nợ xấu của VCB không những có đỉnh thấp hơn toàn ngành mà còn được kiểm soát giảm sớm hơn 1 năm so với so TB ngành.
- Giai đoạn 2013-2015:** Sau suy thoái kinh tế, VCB đã bắt tay vào đã xử lý nợ xấu và tới 2015 ngân hàng đã xử lý hết lượng trái phiếu đặc biệt VAMC (tổng giá trị hơn 6 nghìn tỷ đồng). Điều này diễn ra chỉ sau hơn 2 năm bán nợ cho VAMC, đưa VCB là NHTM đầu tiên hoàn thành việc mua lại nợ xấu VAMC và là ngân hàng có thời gian xử lý nhanh nhất.
- Từ 2018-nay: Tới năm 2018, lần đầu tiên VCB đưa được tỷ lệ nợ xấu xuống dưới ngưỡng 1%.** Tỷ lệ NPL 1% được coi như giới hạn cứng đối với VCB từ đó cho tới nay, bất chấp giai đoạn diễn ra suy thoái hậu Covid từ 2022-2024. Điều này củng cố vững chắc vị thế của VCB trong khía cạnh chất lượng tài sản. **2018 cũng là năm VCB bắt đầu nâng mức dự phòng cho vay KH để bao phủ không chỉ nợ xấu, mà còn cho tất cả các khoản nợ nhóm 2.** Trạng thái này được duy trì cho tới hiện tại (**Hình 19**), điều mà rất ít ngân hàng lớn có thể làm được tới tận bây giờ (VD: ACB từ 2017-2021, MBB 2021-2022, CTG 2020, BID 2021). Trong thời kỳ đại dịch Covid-19, VCB cũng trích lập bổ sung đầy đủ cho các khoản nợ được tái cơ cấu (dựa trên các Thông tư tái cơ cấu thời hạn trả nợ, giữ nguyên nhóm nợ của NHNN) với quy mô trích lập cao gấp nhiều lần mức nợ xấu hình thành ròng (**Hình 18**). Điều này giúp đẩy bộ đệm dự phòng

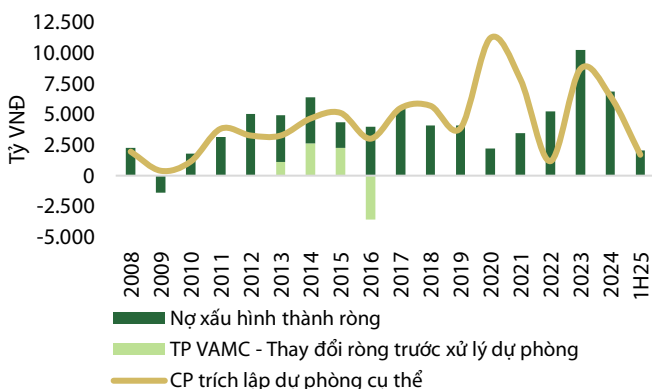
lên cao (**Hình 21**), giảm đáng kể áp lực chi phí tín dụng cho các năm 2022-2023. Cũng trong giai đoạn này, VCB đã dịch chuyển mạnh mẽ sang bán lẻ nhưng vẫn duy trì tốt khả năng kiểm soát nợ xấu.

Hình 16: VCB xử lý và kiểm soát nợ xấu thành công hơn so với các ngân hàng khác, bao gồm cả các ngân hàng quốc doanh khác, trong giai đoạn 2013-2017 và 2022-2024



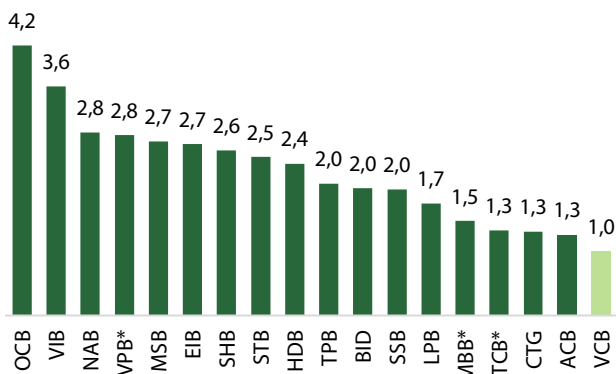
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 18: VCB luôn đảm bảo ngân sách cho trích lập dự phòng phù hợp với quy mô nợ xấu phát sinh mới



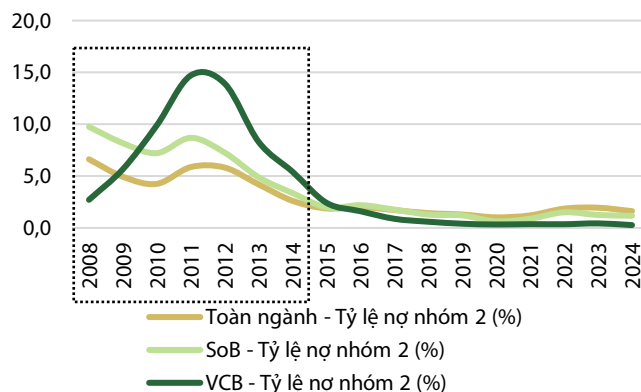
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 20: VCB duy trì vị thế là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất hệ thống tại Q2-2025



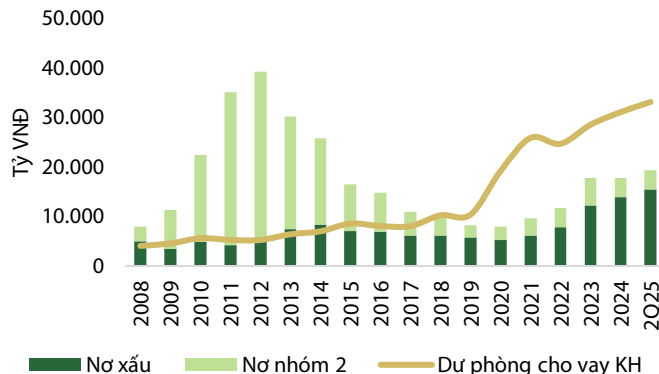
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 17: VCB tích cực kiểm soát chất lượng nợ quá hạn từ năm 2012, giúp tỷ lệ nợ nhóm 2 từ mức cao nhất năm 2011 giảm xuống mức thấp nhất toàn ngành vào năm 2016



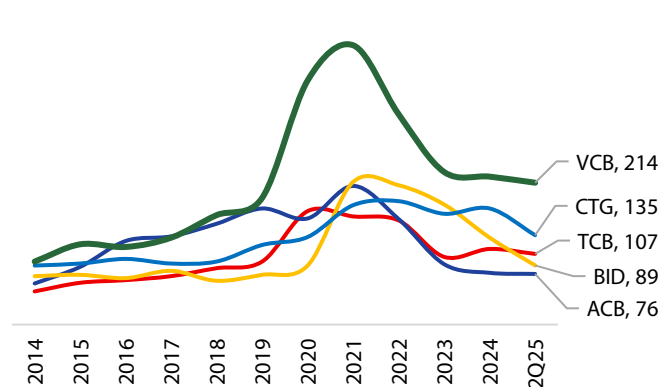
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 19: VCB là ngân hàng duy nhất có bộ đệm dự phòng bao phủ cả nợ xấu và nợ nhóm 2 kể từ 2018



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Hình 21: VCB cũng dẫn đầu hệ thống ngân hàng Việt Nam về tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)



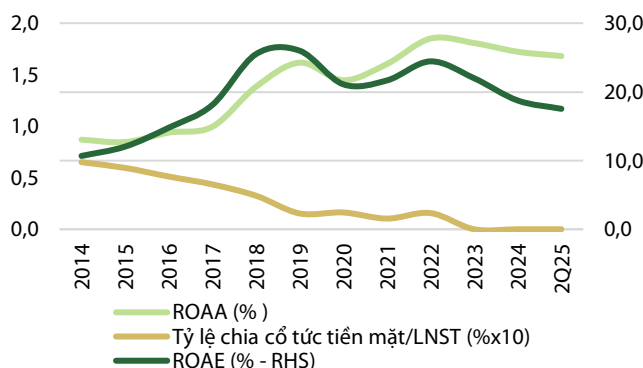
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

QUẢN LÝ VÀ ĐIỀU HÀNH – QUAN ĐIỂM ĐIỀU HÀNH THẬN TRỌNG KHIẾN HIỆU QUẢ SUY GIẢM TRONG 3 NĂM GẦN NHẤT

Hiệu quả hoạt động của VCB từng ở nhóm dẫn đầu ngành sau khoảng thời gian liên tục có sự tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận từ 2014-2022, nhưng bắt đầu suy giảm nhẹ kể từ 2022 và hiện ROAA, ROAE đang ở mức tương đương trung bình ngành.

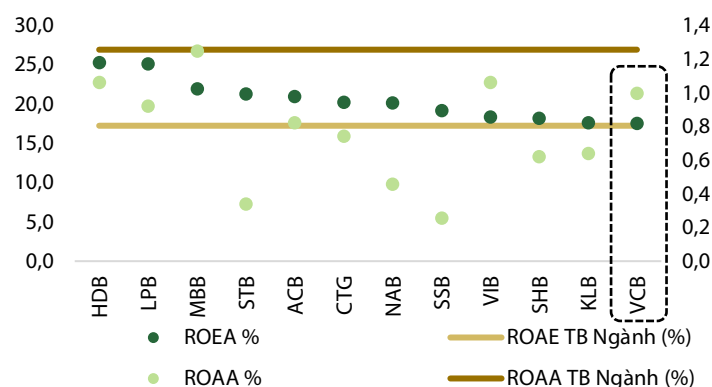
- **Giai đoạn 2014-2019**, chỉ số ROAA và ROAE tăng trưởng mạnh từ mức 0,85% và 12% năm 2014 lên 1,62% và 26% năm 2019. Xu hướng này được thúc đẩy bởi: **(1)** Sự gia tăng doanh thu nhờ bám sát định hướng dịch chuyển sang phân khúc bán lẻ và SME, kết hợp với sự phát triển tích cực của các nguồn thu nhập phí, trong đó có bancassurance, trong khi không chịu nhiều áp lực từ chi phí tín dụng; **(2)** tỷ lệ chi trả cổ tức trên LNST cao, bình quân 50%.
- **Giai đoạn 2020-2022**, chịu ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 nên chỉ số ROAA VÀ ROAE tụt giảm trong năm 2020-2021 do VCB đẩy mạnh trích lập dự phòng lên hơn 400% năm 2021. Năm 2022, hiệu quả phục hồi sau đại dịch, tăng trưởng tín dụng 19% và giảm mạnh tỷ lệ trích lập cụ thể cho vay khách hàng (nhờ hoàn nhập dự phòng) giúp LNTT tăng 36% YoY, đưa ROAA và ROAE phục hồi trong năm 2022.
- **Từ 2023 đến nay**, cả hai chỉ số này có xu hướng giảm rõ rệt chủ yếu bởi lợi nhuận không duy trì được tăng trưởng như giai đoạn trước đó. Điều này là do nhu cầu tín dụng yếu và kéo theo NIM giảm mạnh đã khiến doanh thu mất động lực tăng trưởng, kéo mức tăng trưởng LNST xuống 11% và 2% lần lượt trong năm 2023 và 2024, mặc dù CP tín dụng cũng liên tục giảm tương ứng 52% YoY và 27% YoY. Ngoài ra, việc VCB cũng không chia cổ tức tiền mặt trong các năm từ 2023-hiện tại cũng là một nguyên nhân của xu hướng suy giảm ROAE.

Hình 22: Tỷ lệ ROAA và ROAE của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

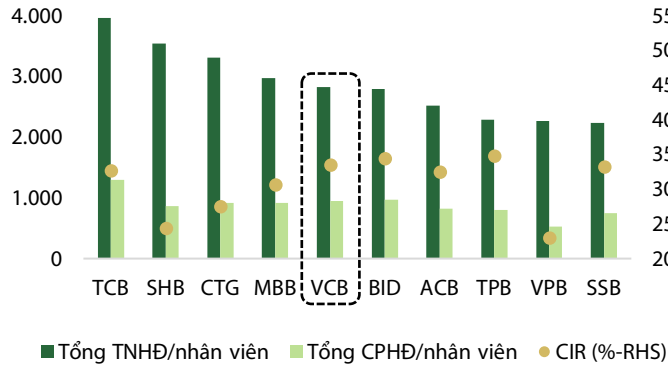
Hình 23: Hiệu quả hoạt động của VCB tính đến Q2-2025 so với TB ngành



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

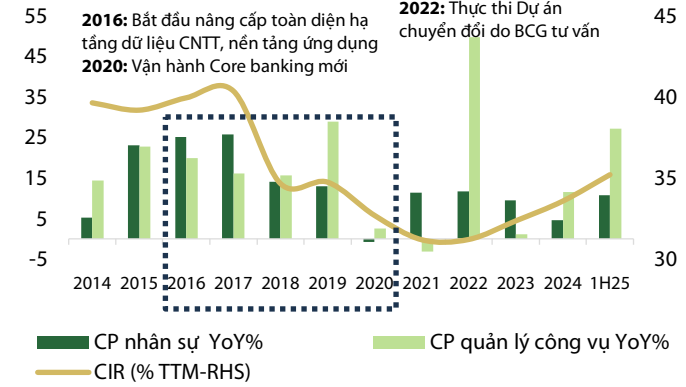
VCB đã đạt hiệu suất tốt trong việc kiểm soát chi phí từ 2014-2019, với CIR giảm liên tục, chứng tỏ chiến lược vận hành hiệu quả. Tuy nhiên, từ 2022 trở đi, đặc biệt 3 năm gần nhất, CIR tăng trở lại cho thấy thách thức trong việc cân bằng giữa đầu tư dài hạn (như chuyển đổi số) và duy trì tăng trưởng thu nhập. Điều này có thể là chiến lược cần thiết để cạnh tranh trong lĩnh vực ngân hàng số biến động nhanh chóng, nhưng VCB cần tập trung vào việc tối ưu hóa thu nhập để tránh CIR tiếp tục leo thang.

Hình 24: VCB xếp thứ 5 toàn ngành về hiệu quả doanh thu tạo ra bình quân mỗi nhân viên



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng năm 2024, CTCK Rồng Việt

Hình 25: CIR tăng trở lại trong 3 năm gần nhất do Tổng TNHĐ đi ngang và gia tăng đầu tư chuyển đổi số

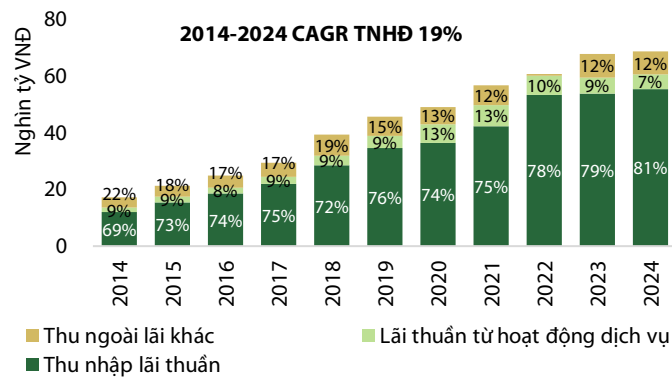


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

KHẢ NĂNG SINH LỜI – CAO NHẤT NHÓM NHTM NHÀ NƯỚC LỢI THẾ TUYỆT ĐỐI VỀ CHI PHÍ VỐN

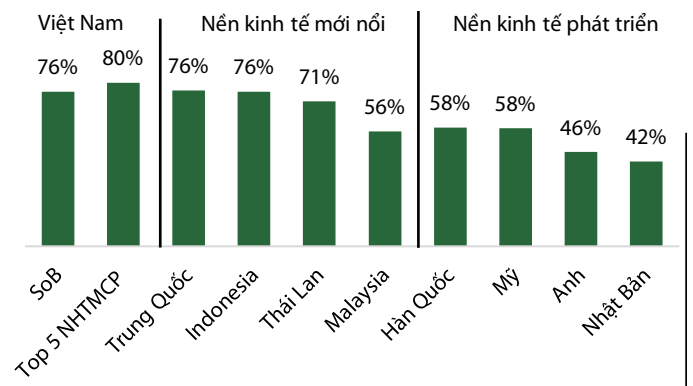
Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động của VCB chủ yếu cấu thành từ thu nhập lãi thuần, chiếm bình quân 5Y 77% Tổng TNHĐ, theo sau là thu nhập từ hoạt động dịch vụ dao động từ 7-13%. Tỷ lệ đóng góp từ Thu nhập ngoài lãi khác vào Tổng TNHĐ tương đối ổn định trong các năm gần đây, tùy thuộc vào diễn biến của hoạt động kinh doanh ngoại tệ, và thu hồi nợ đã xử lý rủi ro. Có thể thấy cơ cấu này của VCB phản ánh chính tính chất của các TCTD tại Việt Nam khi vẫn phụ thuộc nhiều vào TN lãi thuần. Tỷ lệ này cao hơn đáng kể các ngân hàng thương mại tại các nước phát triển (**Hình 27**) do các ngân hàng này đã phát triển mạnh các nguồn thu nhập ngoài lãi như phí DV ngân hàng đầu tư, quản lý tài sản, bảo hiểm, thẻ tín dụng và kinh doanh các sản phẩm tài chính phức tạp hơn như phái sinh, hay chứng khoán hóa. Mặt khác, điều này cũng mở ra cơ hội phát triển tăng thu nhập phí trong tương lai cho các NHTM đa năng tại Việt Nam có định hướng phát triển thành tập đoàn tài chính với khả năng cung cấp một hệ sinh thái DV tài chính toàn diện, đặc biệt là các ngân hàng có quy mô lớn.

Hình 26: Tổng TNHĐ vẫn phụ thuộc chủ yếu vào TN lãi thuần



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Tỷ lệ TN lãi thuần/Tổng TNHĐ năm 2024 của các ngân hàng hàng đầu tại các quốc gia mới nổi và phát triển cho thấy sự khác biệt về đa dạng hóa nguồn thu nhập



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

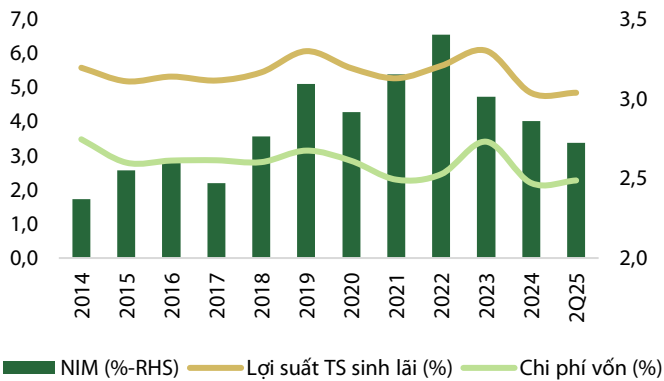
NIM phản ánh vai trò đặc thù của ngân hàng quốc doanh và chống chịu rủi ro giảm do thoái lãi tốt hơn mặt bằng chung. Giai đoạn 2017-2022, NIM của VCB tăng mạnh do tốc độ tăng trưởng tín dụng thể nhân ấn tượng, kết hợp tối ưu chi phí vốn một cách hiệu quả (luôn giữ vị trí thấp nhất ngành), tận dụng mặt bằng lãi suất thấp trong giai đoạn 2021-2022. Đỉnh điểm là năm 2022, NIM đạt mức 3,4%, cao nhất lịch sử của VCB. Từ năm 2023 tới nay, NIM đã hạ nhiệt cùng diễn biến chung của hệ thống ngân hàng khi lợi suất tài sản sinh lãi chịu sức ép của cạnh tranh và định hướng giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ. Tới 2Q25, NIM (TTM) của VCB giảm về 2,7%, mức thấp nhất kể từ 2018.

Một điểm đáng chú ý là mức lãi suất cho vay của VCB vốn luôn duy trì ở mức thấp nhất thị trường kể từ 2019 cho tới nay (**Hình 31**), nhờ vào lợi thế cạnh tranh tuyệt đối của chi phí vốn. Do đó, khi đối mặt với cạnh tranh về lãi suất, khi nhu cầu tín dụng xuống thấp, thì mức NIM của VCB vẫn cao hơn tương đối so với các ngân hàng quốc doanh còn lại (**Hình 29**).

Các yếu tố này phản ánh (1) vai trò đặc thù của một ngân hàng quốc doanh trong việc **hỗ trợ nền kinh tế và điều tiết lãi suất thị trường** nhờ sự hỗ trợ về thanh khoản từ NHNN, (2) chiến lược tăng trưởng tín dụng có kiểm soát theo hướng **ưu tiên nhóm khách hàng ít rủi ro**.

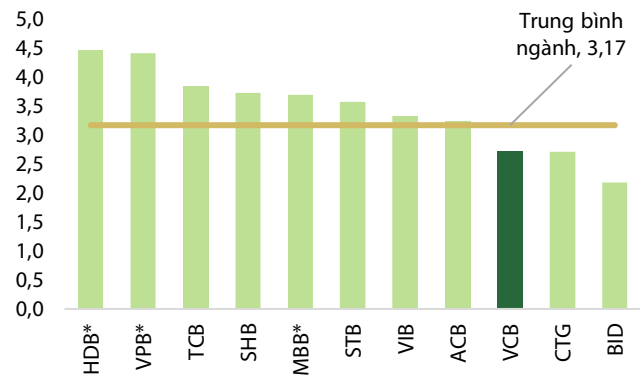
- **Vai trò điều tiết lãi suất và hỗ trợ nền kinh tế:** VCB, cùng với các ngân hàng quốc doanh khác như CTG, BID và Agribank, thường đóng vai trò dẫn dắt lãi suất thị trường, đặc biệt trong các giai đoạn NHNN thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng hoặc thắt chặt. Khi lãi suất thị trường có xu hướng tăng cao, ngân hàng quốc doanh thường không đẩy mạnh lãi suất cho vay lên mức tối đa có thể như các NHTMCP, nhằm hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế và có thể nhận được hỗ trợ thanh khoản từ NHNN (VD tiền gửi KBNN) với mức lãi suất ưu đãi giúp giảm chi phí vốn. Điều này cũng đúng trong trường hợp Chính phủ có định hướng giảm lãi suất cho vay trong các thời điểm khó khăn (VD: đại dịch COVID-19, khủng hoảng tài chính). Mặt khác, ngân hàng quốc doanh có thể bị giới hạn trong việc tối đa hóa NIM do áp lực phải duy trì chính sách tín dụng ưu đãi cho doanh nghiệp nhà nước, lĩnh vực ưu tiên (nông nghiệp, xuất khẩu, công nghiệp phụ trợ, v.v.).
- **Cơ cấu KH có ảnh hưởng lớn tới NIM:** Mặc dù tỷ trọng bán lẻ tăng dần, VCB có xu hướng ưu tiên các phân khúc khách hàng có rủi ro thấp và hỗ trợ mục đích kinh doanh chứ không quá chú trọng cho vay mua BĐS và cho vay tiêu dùng, từ đó không thể hiện rõ sự mở rộng NIM như một số ngân hàng TMCP tư nhân. Mặt khác, thực tế này cũng giúp NIM của VCB chống chịu tốt hơn trước rủi ro thoái lui dự thu so với mặt bằng chung toàn hệ thống nhờ hạn, khi nợ xấu phát sinh trong bối cảnh suy thoái kinh tế.

Hình 28: Diễn biến NIM (TTM) của VCB trong tương quan biến động của lợi suất tài sản sinh lãi và chi phí vốn



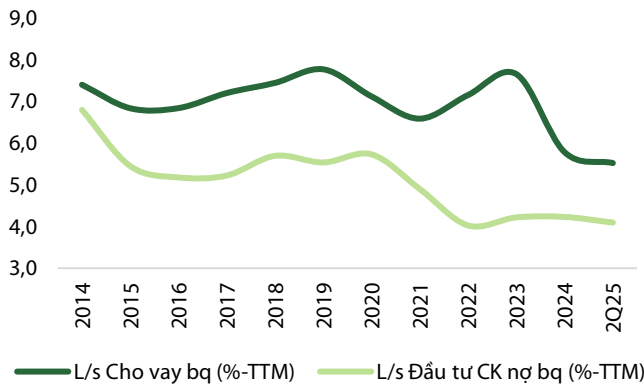
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 29: VCB có NIM thấp hơn bình quân ngành do vai trò tiên phong thực thi định hướng chính sách, nhưng tốt hơn CTG và BID nhờ danh mục cho vay lành mạnh hơn



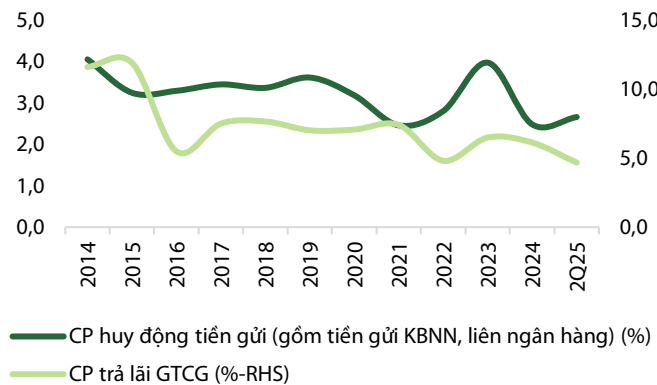
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng năm Q2-2025, CTCK Rồng Việt
*Số liệu ngân hàng mẹ

Hình 30: Lãi suất cho vay KH nhanh chóng được điều chỉnh giảm trong 3 năm gần nhất để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng theo định hướng của Chính phủ và NHNN



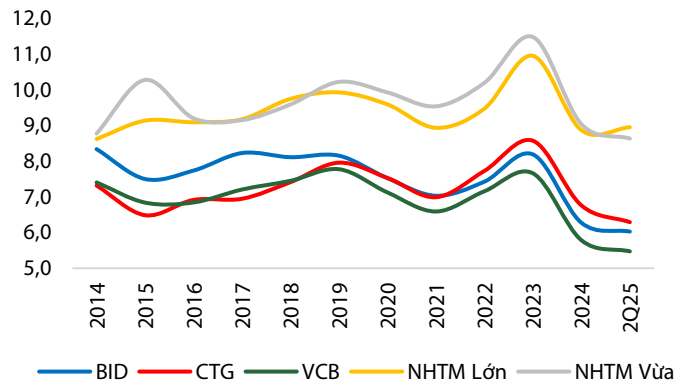
Nguồn: VCB, CTCK Rổng Việt

Hình 32: Chi phí huy động bình quân giảm mạnh trong các năm NHNN thực hiện nới lỏng chính sách tiền tệ hỗ trợ kinh tế (2020-2021 và 2024) một phần nhờ nguồn tiền gửi từ KBNN



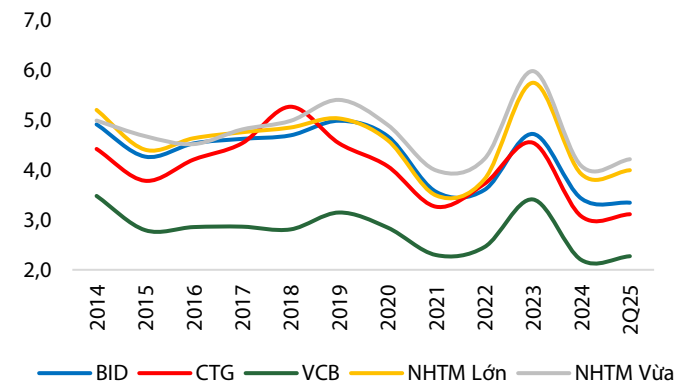
Nguồn: VCB, CTCK Rổng Việt

Hình 31: So sánh lợi suất cho vay bình quân giữa các nhóm NHTM cho thấy tính dẫn dắt mặt bằng lãi suất trên thị trường một của nhóm NH quốc doanh



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rổng Việt

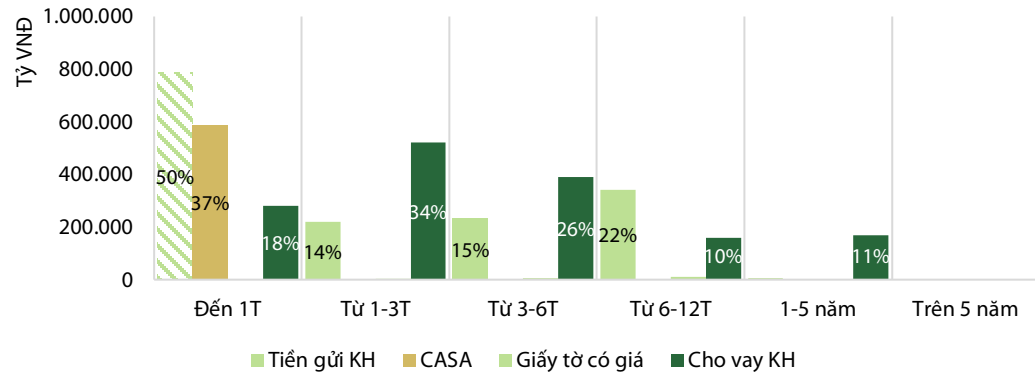
Hình 33: VCB có lợi thế chi phí tuyệt đối so với các ngân hàng khác, thậm chí vẫn cạnh tranh hơn tương đối so với hai ngân hàng quốc doanh còn lại là BID và CTG



Nguồn: VCB, CTCK Rổng Việt

Chúng tôi giữ quan điểm tích cực vừa phải về khả năng mở rộng NIM của VCB khi nền kinh tế có dấu hiệu tăng tốc tăng trưởng trong các năm tới. Quan điểm này xuất phát từ đặc điểm về cơ cấu tái định lãi suất cho vay của VCB với 78% các khoản vay có kỳ hạn điều chỉnh lãi suất dưới 6 tháng. Trong khi đó, mặc dù tỷ lệ này thấp hơn tỷ lệ lượng tiền gửi KH có kỳ điều chỉnh lãi suất dưới 6 tháng là 79%, nhưng lưu ý trong cơ cấu này có tới 37% là tiền gửi CASA (l/s cố định 0,1%/năm). Do đó, tỷ lệ thực tế của phần tiền gửi có kỳ điều chỉnh lãi suất dưới 6 tháng chỉ là 42%, thấp hơn so với tỷ lệ 52% của dư nợ cho vay KH cùng kỳ tái định giá. Rủi ro chậm điều chỉnh lãi suất cho vay so với chi phí huy động sẽ đến chủ yếu từ các khoản vay có kỳ điều chỉnh từ 6 tháng – 1 năm (chỉ 10% khoản vay được bao phủ bởi nguồn huy động có cùng kỳ điều chỉnh và chênh lệch tỷ lệ là -12%) và từ 1 năm trở lên (chịu toàn bộ rủi ro hay đổi lãi suất do không có nguồn huy động tương ứng về kỳ điều chỉnh). Do đó, trường hợp lãi suất huy động điều chỉnh nhanh thì sẽ có khoảng 23% dư nợ chịu rủi ro về lãi suất và tác động lên NIM trong ngắn hạn.

Hình 34: Cơ cấu khoản cho vay KH và huy động từ tiền gửi, GTCG theo kỳ điều chỉnh lãi suất tại Q2-2025 cho thấy hơn 50% danh mục cho vay của VCB được điều chỉnh lãi suất với tần suất cao (từ dưới 1 tháng đến 3 tháng)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

THANH KHOẢN – ÁP LỰC TĂNG TỐC HUY ĐỘNG TRONG NGẮN HẠN ĐANG HIỆN HỮU

Về tỷ lệ LDR, chỉ số này của VCB tăng nhanh chóng từ 73% (2019) lên 80% (2024) khi tăng trưởng huy động có phần chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn này, với tốc độ tăng trưởng bình quân lần lượt là 11% so với 15%.

Sau khi thông tư 26/2022/TT-NHNN sửa đổi thông tư 22/2019/TT-NHNN được ban hành cuối năm 2022, NHNN đã cho phép tính phần tiền gửi từ KBNN vào cấu phần tiền gửi để tính tỷ lệ LDR với lộ trình như sau:

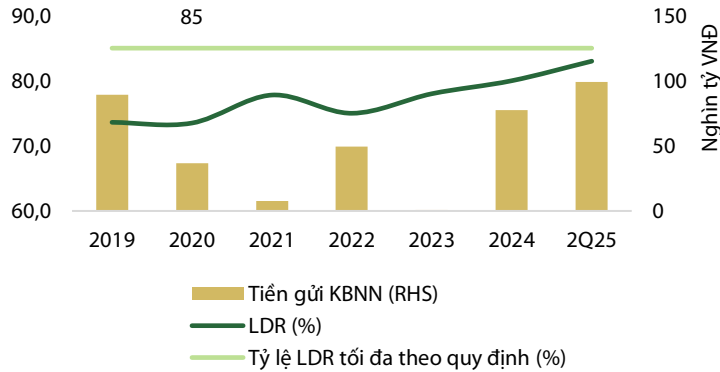
- Từ ngày 31/12/2022 đến 31/12/2023: 50% số dư tiền gửi của Kho bạc Nhà nước;
- Từ ngày 01/01/2024 đến 31/12/2024: 40% số dư tiền gửi của Kho bạc Nhà nước;
- Từ ngày 01/01/2025 đến 31/12/2025: 20% số dư tiền gửi của Kho bạc Nhà nước;
- Từ ngày 01/01/2026: 0% số dư tiền gửi của Kho bạc Nhà nước.

Nhờ quy định trên và huy động tiền gửi từ KBNN tăng đột biến trong năm 2022, xu hướng tăng nhanh chóng tỷ lệ LDR của VCB đã có nhịp giảm nhẹ vào 2022. Mặc dù huy động từ KBNN (giảm 10% tỷ lệ tiền gửi được tính LDR so với 2023) tăng đột biến vào cuối năm 2024, phản ánh quan điểm điều hành ổn định mặt bằng lãi suất của NHNN thông qua hỗ trợ thanh khoản hệ thống với chi phí vốn thấp, tỷ lệ LDR duy trì xu hướng tăng tới hết năm 2024. Tính đến 2Q25, tỷ lệ LDR tăng lên 83%, gần với ngưỡng quy định của NHNN khi tỷ lệ tiền gửi KBNN được dùng để tính LDR tiếp tục giảm 20% so với năm 2024. Yếu tố này sẽ khiến VCB phải nhanh chóng đẩy mạnh huy động so với cho vay trong thời gian tới để bảo đảm tỷ lệ LDR và tác động tới NIM nếu như không có sự dịch chuyển về cơ cấu khoản vay theo hướng trung dài hạn.

Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của VCB có xu hướng giảm từ 2019, phù hợp với định hướng kiểm soát giảm tỷ lệ này của NHNN. Theo đó, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa liên tục được NHNN kiểm soát giảm theo lộ trình từ mức 45% năm 2018 (thông tư 19/2017/TT-NHNN) xuống 30% từ ngày 1/10/2023 (thông tư 08/2020/TT-NHNN). Chúng tôi tin rằng VCB không gặp nhiều khó khăn để đảm bảo tuân thủ quy định này với cơ cấu kỳ hạn của danh mục cho vay thiên về ngắn hạn.

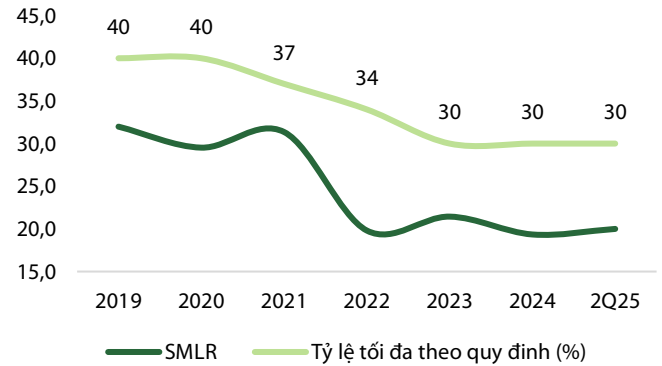
Nhìn chung, VCB tận dụng tối đa các nguồn vốn có chi phí hợp lý (VD như tiền gửi KBNN) và đảm bảo các chỉ tiêu thanh khoản tuân thủ theo quy định pháp luật với mức tương đối an toàn, ngoại trừ lưu ý tỷ lệ LDR đang ở gần với mức ngưỡng quy định, gây áp lực lên tăng trưởng huy động trong ngắn hạn.

Hình 35: Tỷ lệ LDR 2Q25 ước tính đang tiến sát ngưỡng tối đa khi huy động liên tục thấp hơn tín dụng trong 2 năm gần nhất



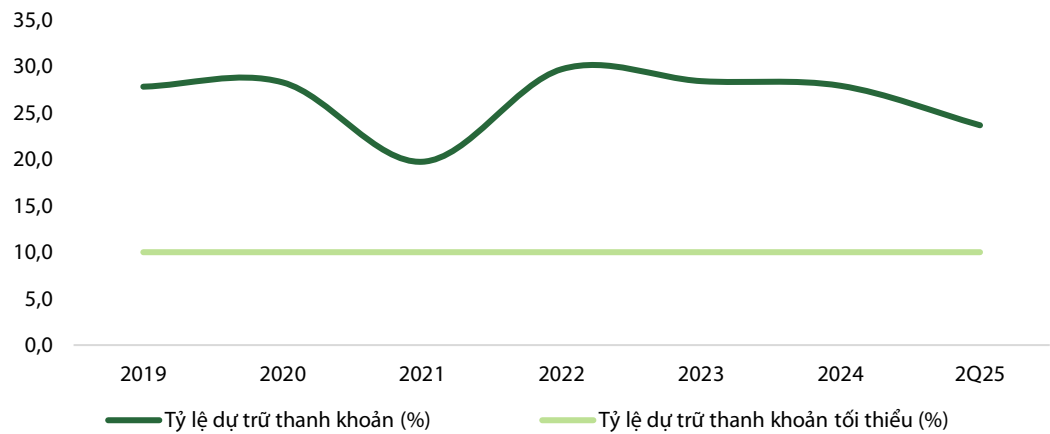
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 36: VCB đảm bảo khoảng cách rất an toàn đối với quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 37: Tỷ lệ dự trữ thanh khoản luôn trên 10%



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt ước tính *Tài sản thanh khoản cao/Tổng nợ phải trả

KQKD 1H-2025 VÀ DỰ PHÓNG 2025F

Lũy kế 6T25, LNTT đạt 21,9 nghìn tỷ đồng (+5% YoY) và hoàn thành 47% dự phóng LNTT năm 2025F. Mức tăng trưởng chậm của VCB do TN lãi thuần đi ngang, bị ảnh hưởng bởi NIM (TTM) giảm 30 bps YoY xuống 2,7% trước chính sách giảm lãi suất (cho vay giảm 110 bps YoY xuống 6,6% và huy động giảm 50 bps YoY xuống 2,7%) để kích thích tăng trưởng tín dụng và hỗ trợ nền kinh tế theo định hướng của Chính phủ. Bù lại, TN ngoài lãi tăng 20% YoY nhờ sự dẫn dắt của hoạt động kinh doanh ngoại hối (+55% YoY) và thu hồi nợ xấu đã xử lý rủi ro (+166% YoY) trong khi TN phí thuần sụt giảm mạnh 43% YoY khi không còn ghi nhận khoản phí trả trước của thỏa thuận phân phối độc quyền banca với FWD (dừng hạch toán từ 4Q24). Điểm sáng là chi phí trích lập dự phòng tiếp tục giảm mạnh 48% YoY với tỷ lệ hình thành nợ xấu giảm về mức thấp nhất 3 năm, sau khi trải qua chu kỳ hình thành nợ xấu từ 2023. Tăng trưởng lợi nhuận thấp khiến ROE tiếp tục giảm về 17,5%, mức thấp nhất kể từ 2017.

Bảng 6: KQKD 1H-2025 và dự phóng 2025F của VCB

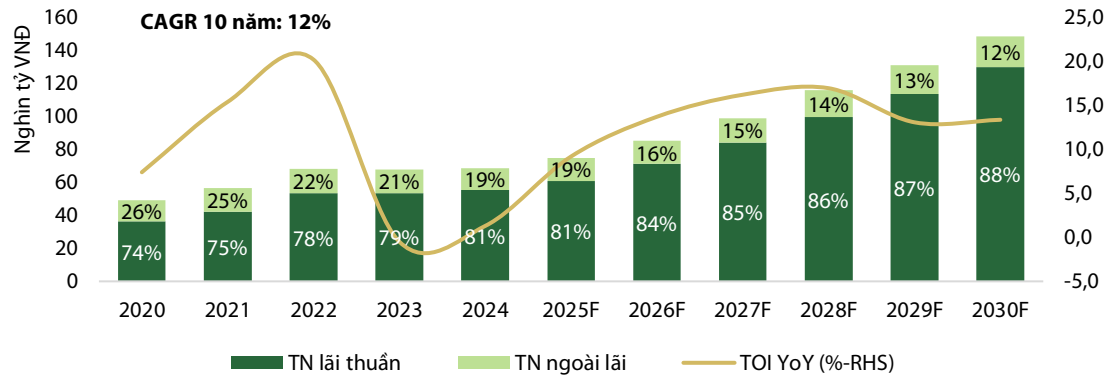
Đơn vị: Tỷ VNĐ	1H25	YoY (%/bps)	2025F	YoY (%/bps)	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	27.847	0%	60.984	10%	
Thu nhập phí dịch vụ	1.667	-43%	3.451	-33%	Dừng hạch toán phí trả trước từ thỏa thuận phân phối độc quyền banca của FWD từ 4Q24.
Thu nhập từ kinh doanh FX	3.659	55%	6.682	26%	
Thu nhập từ mua/bán CKĐT	37	60%	100	53%	
Thu nhập khác	1.922	166%	3.665	42%	TN từ thu hồi nợ xấu ngoại bảng tăng 43% YoY, đạt 2 nghìn tỷ đồng.
Tổng thu nhập hoạt động	35.133	3%	74.882	9%	
CP hoạt động	-11.677	15%	-24.843	8%	
LN trước dự phòng	23.456	-2%	50.039	10%	
CP dự phòng rủi ro tín dụng	-1.562	-48%	-3.128	-6%	
LNTT	21.894	5%	46.911	11%	LNTT 1H25 đã hoàn thành 47% LNTT dự phóng cả năm
					- Nhu cầu vay từ nhóm KH cá nhân (+10% YTD) phục hồi đáng kể so với cùng kỳ 2024 (+4% YTD). Cho vay tiêu dùng và thẻ tín dụng ước tính tăng vượt trội 22% YTD. - Phân khúc KH doanh nghiệp tăng 5% YTD, chủ yếu nhờ KH doanh nghiệp lớn (+6% YTD). Trong đó, cho vay FDI tăng trưởng 15% YTD (lĩnh vực linh kiện điện tử, điện máy).
Tăng trưởng tín dụng (%-YTD)*	7,3**	13,4	13,8		
Tăng trưởng huy động (%-YTD)*	4,8	15,0	11,4		
· Tiền gửi KH	4,9	15,5	11,6		
· GTCG	0,2	-10,8	0		
NIM (%-TTM)	2,72	-29 bps	2,79	-7 bps	NIM đã dừng giảm so với 1Q25, nhờ sự tăng tốc của các khoản vay tiêu dùng thuộc cho vay bán lẻ.
CASA (%)	36,9	145 bps	37,0	28 bps	
Lợi suất tài sản bq (%-TTM)	4,84	-83 bps	4,87	4 bps	
Chi phí vốn bq (%-TTM)	2,27	-58 bps	2,33	13 bps	
CIR (%-TTM)	35,2	303 bps	33,2	-40 bps	- CP quản lý công vụ tăng mạnh 27% YoY trong 1H25 khi triển khai các dự án chuyển đổi số. - CIR dự báo cải thiện trong nửa cuối năm khi tăng trưởng TOI trong 2H25 là 17% YoY so với mức tăng 2% YoY của CP hoạt động do nhiều CP đã được dồn vào nửa đầu năm.
NPL (%)	1,0	-20 bps	0,9	-2 bps	- Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục được kiểm soát ở ngưỡng 1%. - Tỷ lệ NPL 2Q25 KH cá nhân/doanh nghiệp là 0,8%/1,2%, ổn định so với quý trước.
LLR (%)	214	173 bps	218	-569 bps	
CP tín dụng (%)	0,2	-4 bps	0,2	-4 bps	
Tỷ lệ NPL hình thành ròng (%-TTM)	0,2	-74 bps	0,2	-31 bps	Tỷ lệ hình thành nợ xấu giảm về mức thấp nhất 3 năm, sau khi trải qua chu kỳ hình thành nợ xấu từ 2023.
ROAE (%)	17,5	-244 bps	17,8	-90 bps	2Q25 là quý thứ 3 liên tiếp mức ROAE của VCB dưới 20%.
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	25.568	17,6	26.948	16,1	- BVPS 2025F đã tính đến đợt chi trả cổ tức tiền mặt 4,5% trong năm 2025. - Tại 26/9/2025, P/B trượt là 2,5 lần và P/B 2025F/26F là 2,3/2,1 lần, so với bình quân định giá P/B 5 năm là 3,1 lần.

Nguồn: VCB, CTCK Rong Viet *Ngân hàng mẹ **Sau bán nợ cho VCB Neo - trước là Ngân hàng Xây dựng

DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025F-2030F

Tổng thu nhập hoạt động: Tổng thu nhập hoạt động giai đoạn 2025F-2030F dự kiến đạt mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 15%, đóng góp với CAGR của thu nhập lãi thuần là 16% và của thu nhập ngoài lãi là 6%.

Hình 38: Dự phóng Tổng thu nhập hoạt động của VCB



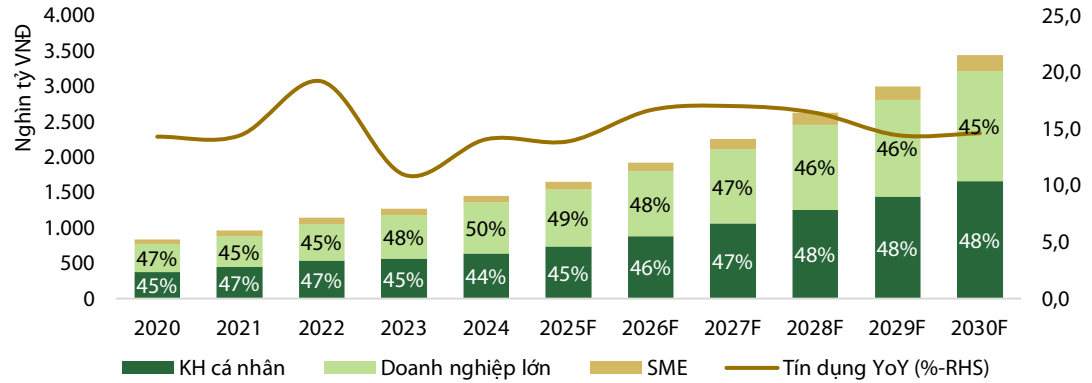
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng ([Tham khảo trang 23](#)).

Thu nhập lãi thuần dự phóng tăng trưởng với CAGR 16% trong giai đoạn 2025F-2030F, dẫn dắt chủ yếu bởi CAGR 16% của quy mô tín dụng và biên lãi ròng (NIM) bình quân ở mức 3,0% (2019-2024: 3,1%).

- Tăng trưởng tín dụng:** Về bối cảnh triển vọng kinh tế vĩ mô Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP ổn định khoảng 7-8% hàng năm, nhờ động lực từ xuất khẩu, sản xuất, dịch vụ, đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và nhu cầu nội địa. Với vai trò tiên phong dẫn dắt hệ thống ngân hàng thực thi các định hướng của Chính phủ và NHNN, VCB có thể duy trì tăng trưởng tín dụng với CAGR đạt 16% dựa trên những lợi thế cạnh tranh cốt lõi của ngân hàng về **(1) chi phí vốn thấp nhất hệ thống, (2) uy tín thương hiệu cùng mạng lưới rộng khắp, (3) khả năng xử lý các thương vụ, các khoản vay lớn của các dự án mang tầm quốc gia, (4) danh mục khách hàng có chất lượng cao và quy mô lớn hàng đầu hệ thống ở cả phân khúc doanh nghiệp lớn và cá nhân**. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng dư nợ của phân khúc bán lẻ là 18%, nhỉnh hơn so với với phân khúc bán buôn (KH doanh nghiệp lớn) là 14%, nhờ tiếp tục theo đuổi chiến lược mở rộng nền tảng khách hàng cá nhân. Các rủi ro chính đối với dự phóng gồm:
 - Tính chất khó lường trong chính sách thương mại của Mỹ trong thời gian còn lại của nhiệm kỳ Tổng thống Donald Trump (đến 2028) do có thể khiến dòng chảy thương mại toàn cầu suy yếu, ảnh hưởng đến mảng tài trợ thương mại, cho vay doanh nghiệp FDI và các doanh nghiệp XNK nội địa trong chuỗi cung ứng toàn cầu, bất chấp mức thuế đối ứng mà Mỹ áp lên Việt Nam (20%) không phải yếu tố gây bất lợi khi xét đến tương quan các đối thủ xuất khẩu khác của Việt Nam.
 - Quá trình kích thích tăng trưởng kinh tế dẫn đến lạm phát vượt tầm kiểm soát, kéo theo sự thay đổi trong mục tiêu tăng trưởng GDP và chính sách tiền tệ.
 - Quan điểm điều hành quá thận trọng của ban lãnh đạo, vốn đã khiến nhịp tăng trưởng chậm lại và dẫn đánh mất thị phần tín dụng vào tay các NHTMCP trong 3 năm trở lại đây.

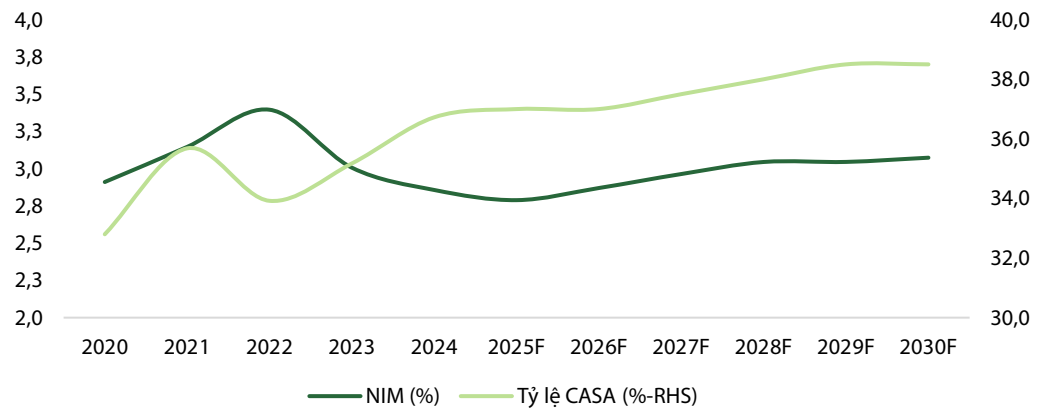
Hình 39: Dự phóng quy mô tín dụng theo phân khúc KH của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

- NIM:** Do tính chất hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, NIM của các ngân hàng quốc doanh thường thấp hơn nhưng lại được kiểm soát ổn định hơn tương đối so với các ngân hàng tư nhân. NIM của VCB dao động trong khoảng 2,9% tới 3,1% trong giai đoạn 2019-2024, ngoại trừ năm 2022 NIM tăng mạnh lên 3,4% do nhu cầu tín dụng hậu Covid cao đột biến ngay từ đầu năm và điều chỉnh tăng lãi suất cho vay sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành (Q4-2022). Trong giai đoạn 2025F-2030F, chúng tôi kỳ vọng NIM bình quân ở mức 3,0%, mở rộng so với mức dự phóng của 2025F là 2,8%, nhưng giảm nhẹ so với bình quân 3,1% của giai đoạn 5 năm từ 2019-2024. Điều này là do chúng tôi tin rằng VCB và các ngân hàng quốc doanh sẽ duy trì lãi suất cho vay ổn định (trong khả năng kiểm soát và phù hợp bối cảnh vĩ mô) để hỗ trợ tăng trưởng nền kinh tế.

Hình 40: Dự phóng NIM và tỷ lệ CASA của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

Thu nhập ngoài lãi dự phóng tăng với CAGR 5 năm 2025F-2030F là 6% (2019-2024: 3%). Mức tăng trưởng tương đối thấp do CAGR của thu nhập thu hồi nợ ngoại bảng dự báo giảm dần từ 2027F khi toàn ngành có thể đã đi qua chu kỳ nợ xấu (giai đoạn 2022-24) và quy mô nợ xấu hình thành ròng cùng xử lý rủi ro của VCB có phần hạn chế (1,4% dư nợ cuối 2024). TN từ phí dự phóng tăng trưởng với CAGR 5 năm là 13% nhờ sự phục hồi của mảng bancassurance. Chúng tôi chưa bao hàm dự phóng liên quan tới hoạt động kinh doanh vàng theo Nghị định 232/2025/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng (khả năng VCB được chỉ định làm sàn giao dịch vàng), và tham gia cung cấp dịch vụ tổ chức thị trường giao dịch tài sản mã hóa theo Nghị quyết 05/2025/NQ-CP về triển khai thí điểm thị trường tài sản mã hóa tại Việt Nam.

- Thu nhập phí thuần từ dịch vụ:** Thu phí từ tài trợ thương mại (gồm các loại phí liên quan tới L/C, bảo lãnh, thanh toán quốc tế, bao thanh toán), DV thẻ, hoa hồng đại lý bảo hiểm banca lần lượt là ba nguồn thu phí lớn nhất của VCB tính đến nửa đầu năm 2025 với tỷ trọng lần lượt là 37%, 22% và 9%. Mảng banca từng đóng góp 40% vào thu nhập phí, tuy nhiên năm 2025 sẽ ghi nhận suy giảm do không còn

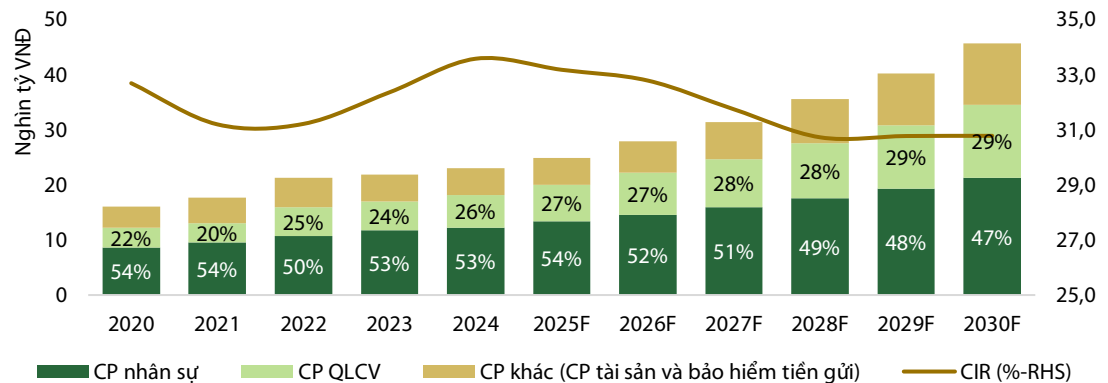
ghi nhận phí ứng trước từ thỏa thuận phân phối độc quyền với FWD (từ 4Q24). Tuy nhiên, chúng tôi tin vào tiềm năng của thị trường bảo hiểm nhân thọ sẽ thúc đẩy mảng hoạt động này phục hồi và tăng trưởng kép ở mức 2 chữ số trong kỳ dự phóng.

- **Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối:** Đây là cấu phần thu nhập ngoài lãi đặc thù và quan trọng đối với VCB bởi vị thế tạo lập của ngân hàng trong các giao dịch ngoại hối trên thị trường liên ngân hàng. Mảng hoạt động này ghi nhận tăng trưởng CAGR 10Y 11%, đóng góp 7-8% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng. Cho giai đoạn 5 năm tới, chúng dự phóng tăng trưởng CAGR giảm nhẹ xuống 8%, phản ánh lo ngại về căng thẳng thuế quan đối ứng ảnh hưởng tới dòng vốn FDI và quy mô giao dịch ngoại tệ của VCB.
- **Thu hồi nợ xấu đã xử lý rủi ro** dự kiến sẽ giảm trong năm 2027F, và duy trì tỷ trọng thấp trong Tổng doanh thu (2%-3%) do chu kỳ nợ xấu nhiều khả năng đã tạo đỉnh cùng chính sách quản trị rủi ro chặt chẽ ngay khi phát sinh nợ xấu nội bảng của ngân hàng.

Chi phí: CAGR của tổng chi phí giai đoạn 2025F-2030F dự phóng đạt 16%, gồm CAGR của CP hoạt động là 13% và CP trích lập dự phòng rủi ro tín dụng là 18%.

Chi phí hoạt động: Chúng tôi giả định CP nhân sự tăng trưởng kép 10% chủ yếu từ tăng chi phí bình quân mỗi nhân viên trong khi CAGR của số lượng nhân viên ở mức 2% phản ánh quá trình số hóa của ngân hàng. Chúng tôi cũng lưu ý rằng tăng trưởng quy mô nguồn nhân lực của VCB đã giảm tốc liên tiếp từ mức 10% năm 2019 - trước Covid - còn 3% vào 2024. Chi phí cho triển khai dự án ngân hàng số sẽ tiếp tục được chú trọng, thúc đẩy CAGR của CP quản lý công vụ lên 15% (CAGR 2019-2024: 11%). Tỷ lệ CIR dự phóng giảm về 31,0% vào năm 2030F, từ mức 33,6% cuối năm 2024.

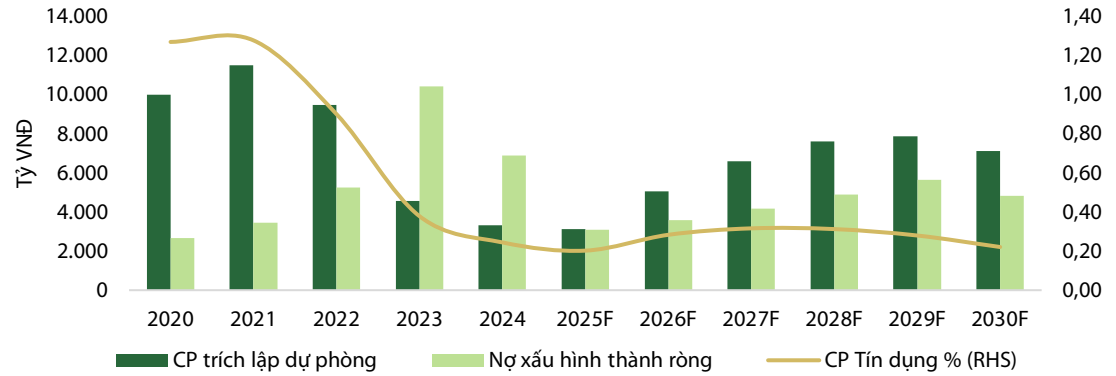
Hình 41: Dự phóng chi phí hoạt động của VCB (Tỷ VNĐ)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

Chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng: Với tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng bình quân giả định đạt 0,19%/năm và tỷ lệ chi phí tín dụng bình quân giả định ở mức 0,27% trong giai đoạn 2025F-2030F, tỷ lệ bao phủ nợ xấu tới 2023 đạt 212%, tương đương hiện tại. Chúng tôi lưu ý rằng **quy mô dự phòng cho vay KH của VCB tới 2Q25 không chỉ bao phủ cho toàn bộ nợ quá hạn từ nhóm 2 tới nhóm 5 mà còn sẵn sàng dự phòng 0,9% dư nợ nhóm 1**. Điều này hàm ý rằng trong trường hợp các khoản nợ nhóm 1 phát sinh nợ xấu với tỷ lệ 1% thì cũng không gây áp lực đáng kể lên CP tín dụng, chưa kể khả năng xảy ra là thấp hơn do nợ nhóm 2, vốn đã được dự phòng đầy đủ, thường sẽ chuyển thành nợ xấu trước nợ nhóm 1. Do đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng phòng thủ của VCB trước biến động mạnh của vĩ mô, và năng lực kiểm soát chi phí tín dụng của VCB trong kỳ dự phóng với rủi ro tích cực có thể đến từ ghi nhận hoàn nhập dự phòng. Mức tăng trưởng kép 18% của CP trích lập dự phòng rủi ro tín dụng chủ yếu đóng góp bởi CP dự phòng chung, tăng tương ứng theo quy mô tín dụng tăng thêm, và nền thấp của năm 2025F.

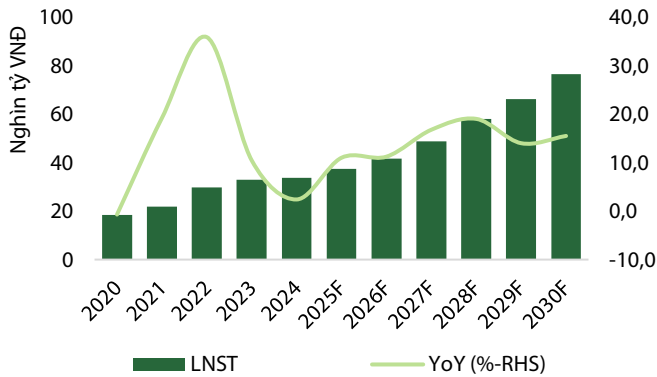
Hình 42: Dự phóng chi phí trích lập dự phòng và nợ xấu hình thành ròng của VCB (Tỷ đồng)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lợi nhuận ròng: Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ của VCB dự kiến đạt tăng trưởng kép CAGR 2025F-2030F 15%.

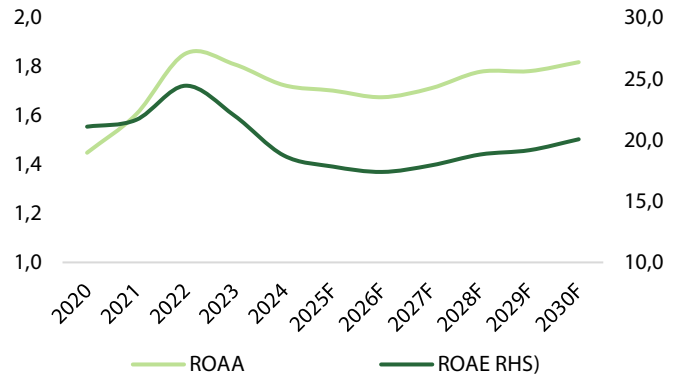
Hình 43: Dự phóng LNST cho cổ đông công ty mẹ VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. ([Tham khảo trang 23](#)).

Hình 44: Tăng trưởng lợi nhuận cao hơn cùng khả năng duy trì chính sách chi trả cổ tức trong kỳ dự phóng nhờ tỷ lệ CAR khả quan (2Q25: 12%) giúp hiệu quả hoạt động cải thiện



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt dự phóng

Bảng 7: Báo cáo tài chính hàng năm của VCB

BÁO CÁO THU NHẬP	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập lãi	88.113	108.122	93.655	106.560	124.392	147.115	173.769	200.688	230.271
Chi phí lãi	-34.866	-54.501	-38.249	-45.576	-53.240	-62.890	-74.322	-87.102	-100.227
Thu nhập lãi thuần	53.246	53.621	55.406	60.984	71.152	84.226	99.447	113.587	130.044
TN HĐ Dịch vụ	6.839	5.780	5.137	3.451	3.783	4.272	4.842	5.497	6.247
TN HĐKD ngoại hối, vàng	5.768	5.660	5.292	6.682	7.114	8.032	8.673	8.927	9.740
TN mua-bán CK kinh doanh & đầu tư	-34	124	66	100	95	86	94	92	90
TN từ hoạt động khác	2.054	2.272	2.372	3.378	2.705	2.042	2.372	2.460	1.928
Tổng thu nhập hoạt động	68.083	67.723	68.578	74.882	85.146	98.949	115.723	130.856	148.343
Tổng chi phí hoạt động	-21.251	-21.915	-23.027	-24.843	-27.915	-31.408	-35.557	-40.267	-45.659
LN trước trích lập DP	46.832	45.809	45.551	50.039	57.231	67.541	80.166	90.588	102.684
Chi phí DPRR	-9.464	-4.565	-3.315	-3.128	-5.054	-6.593	-7.602	-7.848	-7.095
Lợi nhuận trước thuế	37.368	41.244	42.236	46.911	52.177	60.948	72.564	82.741	95.589
Thuế TNDN	-7.449	-8.189	-8.383	-9.326	-10.363	-12.106	-14.417	-16.435	-18.988
Lợi ích cổ đông thiểu số	-20	-21	-22	-24	-27	-31	-37	-43	-49
Lợi nhuận ròng	29.899	33.033	33.831	37.561	41.788	48.811	58.110	66.263	76.551
EPS (VND/CP)	6.318	5.910	6.053	3.691	4.106	4.796	5.710	6.511	7.522

Bảng 8: Bảng cân đối kế toán hàng năm của VCB

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TÀI SẢN									
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	18.349	14.505	14.268	12.428	8.547	3.707	-5.268	-13.349	-21.673
Tiền gửi tại NHNN	92.558	58.105	49.340	46.922	52.819	60.215	72.435	65.947	67.363
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	313.637	336.469	389.952	430.897	478.296	522.299	590.720	675.193	759.592
Chứng khoán kinh doanh	1.500	2.495	4.876	5.163	5.395	5.638	5.894	6.163	6.445
Cho vay khách hàng	1.120.287	1.241.675	1.418.016	1.616.775	1.888.379	2.211.330	2.575.918	2.949.482	3.384.029
Chứng khoán đầu tư	196.171	145.780	167.383	174.503	182.770	191.450	200.565	210.135	220.184
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2.194	2.225	2.228	2.489	2.843	3.251	4.224	4.776	5.412
Tài sản cố định	7.985	7.708	8.093	9.401	10.534	12.162	13.889	15.744	17.820
Tài sản Có khác	60.978	30.651	30.402	31.314	32.254	33.221	34.218	35.245	36.302
Tổng tài sản	1.813.815	1.839.613	2.085.874	2.329.892	2.661.837	3.043.274	3.492.596	3.949.335	4.475.475
NỢ PHẢI TRẢ									
Các khoản nợ CP và NHNN VN	67.315	1.671	78.237	117.356	123.224	129.385	135.854	142.647	149.779
Tiền gửi và vay các TCTD khác	232.511	213.839	234.534	234.534	239.225	246.401	253.793	261.407	269.249
Tiền gửi của khách hàng	1.243.468	1.395.698	1.514.665	1.690.366	1.982.799	2.315.910	2.710.772	3.117.388	3.589.672
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP	3	0	1	1	1	1	1	1	1
Phát hành giấy tờ có giá	25.338	19.913	24.125	24.125	22.919	24.065	25.268	26.531	27.858
Các khoản nợ khác	109.534	43.362	38.103	38.103	38.103	38.103	38.103	38.103	38.103
Tổng nợ phải trả	1.678.169	1.674.601	1.889.664	2.104.484	2.406.270	2.753.864	3.163.791	3.586.077	4.074.662
LỢI ÍCH THIỂU SỐ	88	94	96	120	147	179	216	259	308
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Vốn của tổ chức tín dụng	53.130	61.696	61.696	89.362	89.362	89.362	89.362	89.362	89.362
Quỹ của tổ chức tín dụng	22.557	27.447	37.053	47.718	59.583	73.442	89.941	97.115	101.857
Lợi nhuận chưa phân phối	60.733	76.759	98.332	88.327	106.595	126.547	149.405	176.642	209.406
Vốn chủ sở hữu	135.558	164.919	196.113	225.167	255.273	289.052	328.373	362.741	400.197
Tổng nguồn vốn	1.813.815	1.839.613	2.085.874	2.329.892	2.661.837	3.043.274	3.492.596	3.949.335	4.475.475

Nguồn: VCB, CTCK Rong Viet

Bảng 9: Khả năng sinh lời

KHẢ NĂNG SINH LỜI	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi suất cho vay KH TB	7,2%	7,7%	5,8%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%
Chi phí huy động TB	2,8%	4,0%	2,5%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
Lợi suất tài sản sinh lãi TB	5,6%	6,1%	4,8%	4,9%	5,0%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%
Chi phí vốn TB	2,5%	3,4%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%
NIM	3,4%	3,0%	2,9%	2,8%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%
ROAE	24,4%	22,0%	18,7%	17,8%	17,4%	17,9%	18,8%	19,2%	20,1%
ROAA	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 10: Chất lượng tài sản

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tỷ lệ nợ xấu	0,7%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Nợ xấu hình thành (tỷ đồng)	5.230	10.393	6.867	3.100	3.576	4.178	4.875	5.624	4.831
Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng	0,5%	0,9%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,9%	0,4%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Dự phòng/Nợ xấu	317%	230%	223%	218%	214%	214%	214%	210%	212%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 11: Chỉ số hoạt động

CHỈ SỐ HOẠT ĐỘNG	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	78%	79%	81%	81%	84%	85%	86%	87%	88%
TN phí thuần/Tổng TNHĐ	10%	9%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
TN ngoài lãi khác/Tổng TNHĐ	12%	12%	12%	14%	12%	11%	10%	9%	8%
CIR	31%	32%	34%	33%	33%	32%	31%	31%	31%
Tổng tài sản/VCSH	13,4	11,2	10,6	10,3	10,4	10,5	10,6	10,9	11,2

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 12: Chỉ số tăng trưởng

CHỈ SỐ TĂNG TRƯỞNG	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TN lãi thuần	26%	1%	3%	10%	17%	18%	18%	14%	14%
TN phí thuần	-8%	-15%	-11%	-33%	10%	13%	13%	14%	14%
TN ngoài lãi khác	15%	4%	-3%	30%	-2%	2%	9%	3%	2%
Tổng TNHĐ	20%	-1%	1%	9%	14%	16%	17%	13%	13%
CP hoạt động	20%	3%	5%	8%	12%	13%	13%	13%	13%
CP trích lập dự phòng	-18%	-52%	-27%	-6%	62%	30%	15%	3%	-10%
LNTT	36%	10%	2%	11%	11%	17%	19%	14%	16%
LN ròng	36%	10%	2%	11%	11%	17%	19%	14%	16%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 13: Cổ tức tiền mặt hằng năm của VCB

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	1.200	0	0	450	500	750	1.000	1.000	1.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	19%	0%	0%	12%	12%	16%	18%	15%	13%
Tỷ suất cổ tức	2%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	2%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt

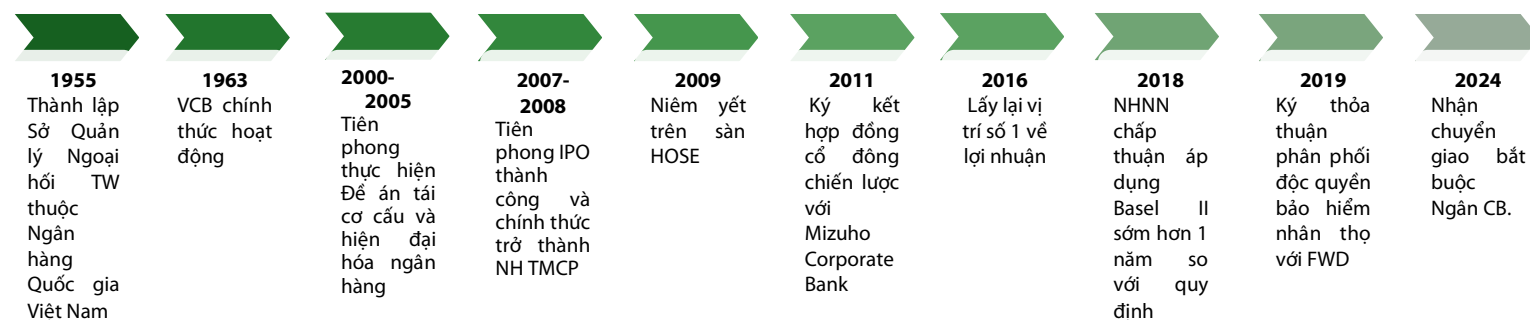
TỔNG QUAN VỀ NGÂN HÀNG

LỊCH SỬ PHÁT TRIỂN CỦA CÔNG TY

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam Vietcombank (VCB) tiền thân là Sở Quản lý Ngoại hối Trung ương thuộc Ngân hàng quốc gia Việt Nam được thành lập từ năm 1955 và sau được đổi tên thành Cục ngoại hối thuộc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) vào năm 1961. Năm 1963, VCB chính thức khai trương hoạt động đi vào hoạt động trên cơ sở tách ra từ Cục Ngoại hối trực thuộc NHNN. Trong giai đoạn đầu thành lập tới năm 1975, VCB đã đảm đương thành công nhiệm vụ lịch sử lớn lao là một NHTM đối ngoại duy nhất tại Việt Nam, chịu trách lập tiếp nhận nguồn vốn viện trợ ngoại tệ (quỹ Ngoại tệ đặc biệt B29) nhằm phát triển kinh tế miền Bắc đồng thời hỗ trợ chi viện cho chiến trường miền Nam.

VCB là NHTM nhà nước đầu tiên được Chính phủ lựa chọn thực hiện thí điểm cổ phần hoá: VCB thực hiện thành công cổ phần hóa thông qua việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) ngày 26/12/2007, chuyển đổi sang hình thức NHTMCP vào ngày 02/06/2008, và chính thức được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM ngày 30/6/2009. Trong quá trình hoạt động của mình, VCB liên tục phát huy thế mạnh chuyên doanh kinh tế đối ngoại ngay từ những ngày đầu thành lập, và dần mở rộng trở thành một ngân hàng đa năng, hoạt động đa lĩnh vực, cung cấp cho KH đầy đủ các dịch vụ tài chính, đặc biệt trong lĩnh vực thương mại quốc tế. Trải qua hơn 60 năm xây dựng và phát triển, VCB hiện là NHTMCP Nhà nước lớn thứ tư về quy mô Tổng tài sản tại Việt Nam và dẫn đầu hệ thống trong hoạt động kinh doanh ngoại hối và tài chính quốc tế, cũng như có tầm ảnh hưởng đối với cộng đồng tài chính khu vực. Đến hết năm 2024, tổng tài sản VCB đã đạt trên 2 triệu tỷ đồng và LNTT vượt 42 nghìn tỷ đồng, giúp duy trì vị thế số 1 về quy mô lợi nhuận toàn hệ thống ngân hàng kể từ 2016.

Hình 45: Các dấu mốc quan trọng của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Trong giai đoạn 5 năm gần đây (2019-2024), VCB ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) tổng tài sản đạt/dư nợ tín dụng/lợi nhuận trước thuế lần lượt là 11%/14%/13%. Tỷ trọng cho vay KH cá nhân/doanh nghiệp là 44%/56% vào cuối năm 2024, tương đương với năm 2019, hàm ý sự tăng trưởng đồng đều giữa 2 phân khúc khách hàng trong cả giai đoạn. Trong thời gian này, VCB duy trì chính sách trích lập dự phòng rủi ro tín dụng rất thận trọng. Theo đó, ngân hàng trích lập bổ sung đầy đủ ngay trong những năm đầu đối với các khoản nợ được phép cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ (giai đoạn 2020-2022), qua đó liên tục duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu dẫn đầu hệ thống. Tuy nhiên, trước áp lực kinh tế vĩ mô giai đoạn 2022-2024, tăng trưởng tín dụng và NIM lần lượt có xu hướng giảm tốc và sụt giảm. Điều này kéo theo xu hướng giảm của ROAE từ 26.0% xuống 17,5% trong giai đoạn từ 2019 tới hết 2Q25.

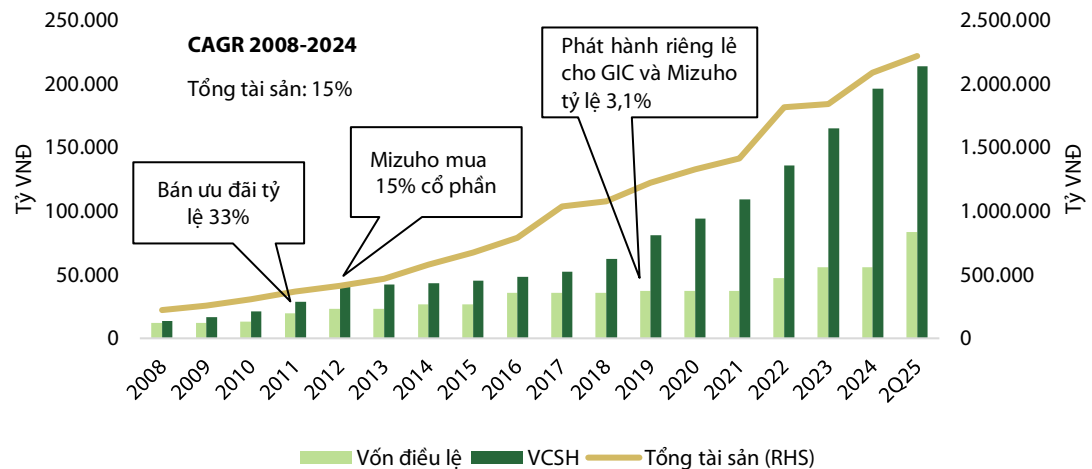
VỐN ĐIỀU LỆ

Kể từ khi cổ phần hóa đến nay, VCB có sự tăng trưởng mạnh về quy mô vốn và tài sản. **Vốn điều lệ** (VĐL) tăng từ 12.101 tỷ lên 83.557 tỷ đồng, gấp gần 7 lần sau 17 năm và là mức cao nhất toàn hệ thống. Quá trình tăng vốn thông qua phát hành thêm trải qua nhiều cột mốc quan trọng như sau:

- ✓ Đầu năm 2011, **VCB bán ưu đãi cổ phần 33% cho cổ đông hiện hữu với giá phát hành bằng mệnh giá**, giúp VĐL tăng từ 13 nghìn đồng lên gần 18 nghìn tỷ đồng.
- ✓ Tháng 9/2011, **VCB ký kết thành công thỏa thuận hợp tác chiến lược với Mizuho Corporate Bank Ltd** - thuộc Tập đoàn tài chính Mizuho (Tập đoàn tài chính lớn thứ ba tại Nhật Bản). **Tới tháng 1/2012, Mizuho Corporate Bank Ltd chính thức trở thành cổ đông chiến lược của VCB** sau khi sở hữu 15% cổ phần của VCB với giá trị ước tính khoảng 11.800 tỷ đồng (ước tính giá phát hành là 34.000 đồng/cp tại thời điểm phát hành - gấp 2,5 lần giá trị sổ sách). VĐL được nâng lên hơn 23 nghìn tỷ đồng sau đợt phát hành này.
- ✓ Tháng 1/2019, VCB phát hành riêng lẻ hơn **111 triệu cổ phiếu (tương ứng với 3,1% cổ phần đang lưu hành) cho Mizuho và GIC (Quỹ đầu tư Chính phủ Singapore)**. Trong đó, GIC mua 94 triệu cổ phiếu, tương đương 2,55% vốn điều lệ VCB, và phần còn lại Mizuho mua để duy trì mức sở hữu 15%. Sau đợt phát hành này, VCB thu về 6,1 nghìn tỷ đồng, tương ứng giá phát hành ước tính tại thời điểm phát hành là 55.000/cp - gấp 2,8 lần giá trị sổ sách). VĐL được nâng lên vượt 37.000 tỷ đồng.

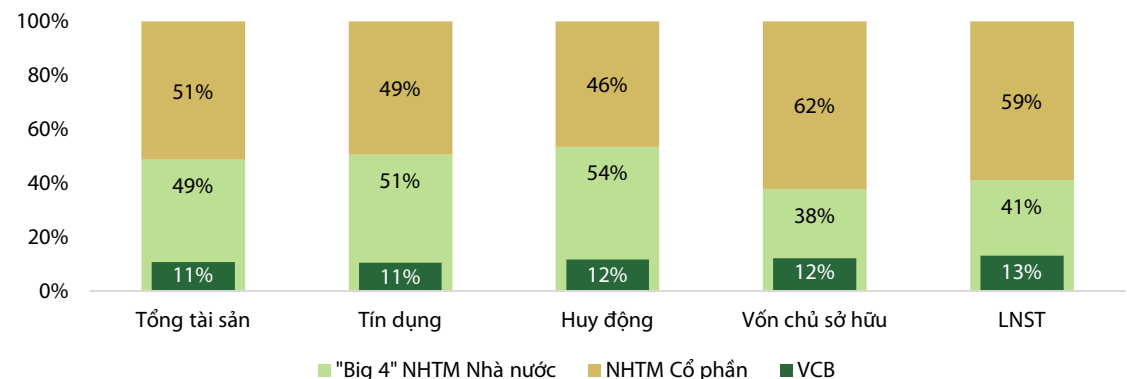
VCB hiện đang trong giai đoạn chuẩn bị cho đợt chào bán riêng lẻ với tỷ lệ tối đa 6,5% cổ phiếu lưu hành tại thời điểm của đợt chào bán, dự kiến diễn ra trong đầu năm 2026. Nếu đợt phát hành này thành công, vốn điều lệ sẽ tiếp tục tăng lên gần 89 nghìn tỷ đồng.

Hình 46: Tăng trưởng Vốn điều lệ, Vốn chủ sở hữu và Tổng tài sản của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 47: Thị phần tổng tài sản, cho vay, huy động vốn và lợi nhuận (2024)



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

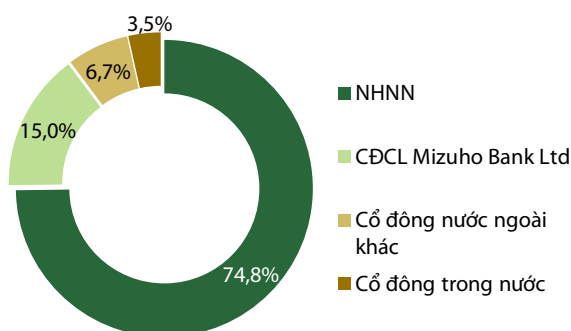
CƠ CẤU SỞ HỮU

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) hiện nắm giữ 74,8% cổ phần tại VCB, giữ vai trò chi phối và đảm bảo kiểm soát định hướng chiến lược tại ngân hàng theo hướng ưu tiên các chính sách quốc gia như hỗ trợ kinh tế vĩ mô, ổn định hệ thống tài chính, và thực hiện các chỉ thị từ Chính phủ. NHNN có hai người đại diện vốn Nhà nước trong HĐQT (nhiệm kỳ 2023-2028) trên tổng số 12 thành viên HĐQT. Các nhà đầu tư (NĐT) trong nước khác nắm giữ khoảng 3,5% cổ phần của VCB.

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tính đến ngày 17/9/2025 là 21,7%, như vậy tỷ lệ được phép sở hữu còn lại của các NĐT nước ngoài là 8,3%. Trong nhóm cổ đông nước ngoài, Mizuho Bank - cổ đông chiến lược duy nhất - duy trì tỷ lệ sở hữu 15% kể từ năm 2012 đến nay, thể hiện cam kết đồng hành lâu dài. Mizuho Bank cung cấp kinh nghiệm từ ngân hàng hàng đầu Nhật Bản trong quản lý rủi ro, số hóa, và mở rộng quốc tế cũng như triển khai các dự án chuyển đổi số. Cổ đông chiến lược này có một người đại diện vốn trong HĐQT của VCB. Ngoài ra, VCB còn có hai NĐT tài chính nước ngoài nắm giữ trên 1% là GIC (sở hữu 1,0% cổ phần) và T.Rowe Price Associates (sở hữu 1,1% cổ phần). Các NĐT nước ngoài còn lại nắm giữ 4,6% cổ phần của VCB.

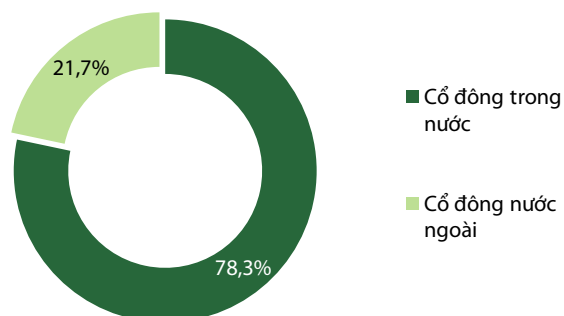
Trong trường hợp NHNN và Mizuho Bank không tham gia vào đợt phát hành riêng lẻ với tỷ lệ tối đa 6,5% sắp tới, tỷ lệ sở hữu của NHNN và Mizuho Bank dự kiến sẽ giảm xuống lần lượt 70,2% và 14,1%.

Hình 48: Cơ cấu cổ đông lớn



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt *Dữ liệu tại ngày 17/9/2025

Hình 49: Cơ cấu sở hữu của NĐT nước ngoài

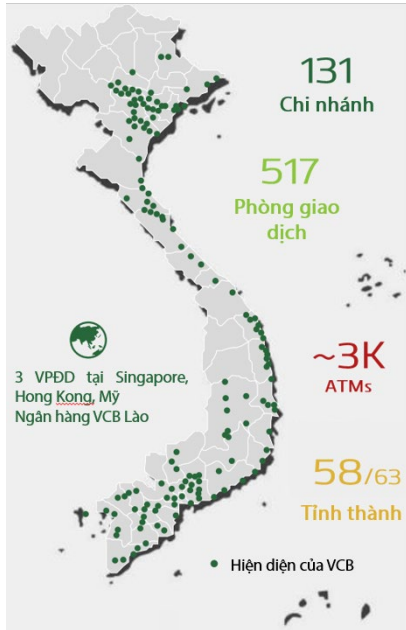


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt *Dữ liệu tại ngày 17/9/2025

QUY MÔ HOẠT ĐỘNG

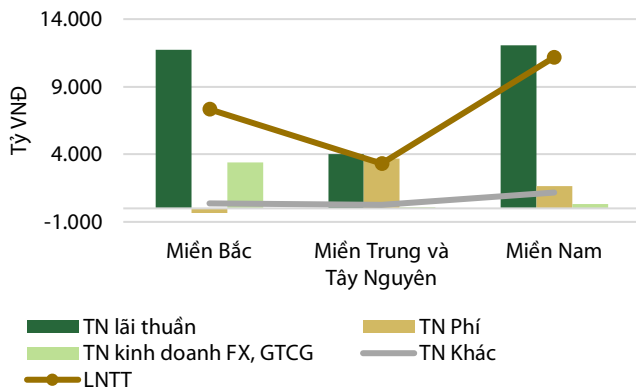
Với vị thế là một trong bốn NHTM Nhà nước có quy mô lớn nhất Việt Nam, VCB có mạng lưới hoạt động rộng khắp với hơn 130 chi nhánh và 530 phòng giao dịch và nhiều văn phòng đại diện/đơn vị thành viên trong và ngoài nước cung cấp tương đối toàn diện các dịch vụ tài chính và kinh doanh BĐS thương mại (Hình 54 và Hình 55). VCB cũng phát triển một hệ thống autobank dày đặc với 3.090 máy ATM và 121.035 đơn vị chấp nhận thanh toán thẻ trên toàn quốc. Hoạt động ngân hàng còn được hỗ trợ bởi mạng lưới 1.194 ngân hàng đại lý tại 87 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới. Tính đến cuối 2Q25, VCB có khoảng hơn 24 nghìn cán bộ nhân viên.

Hình 50: Hệ thống chi nhánh phân bố đều, rộng khắp cả nước



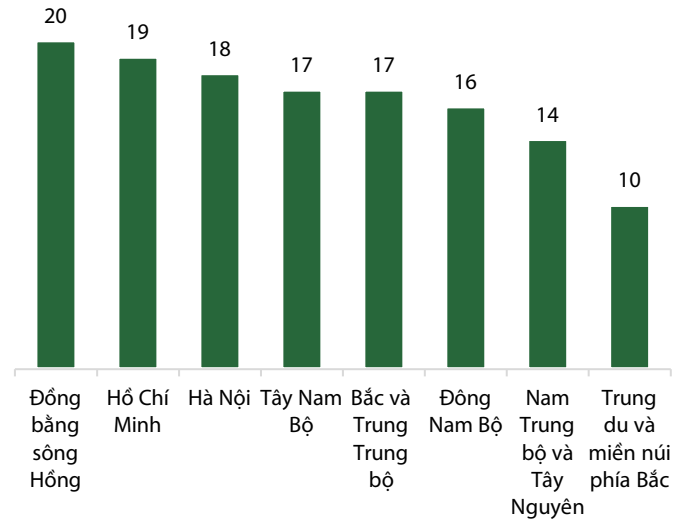
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 52: Đóng góp doanh thu và lợi nhuận phân bổ theo khu vực địa lý nửa đầu năm 2025



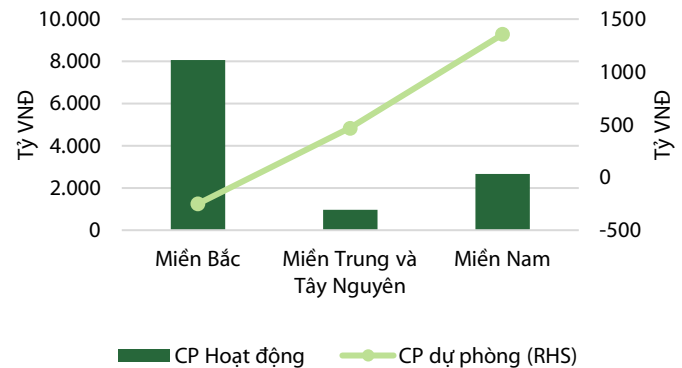
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 51: Số lượng chi nhánh của VCB tại các khu vực



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 53: Cơ cấu chi phí phân bổ theo khu vực địa lý nửa đầu năm 2025



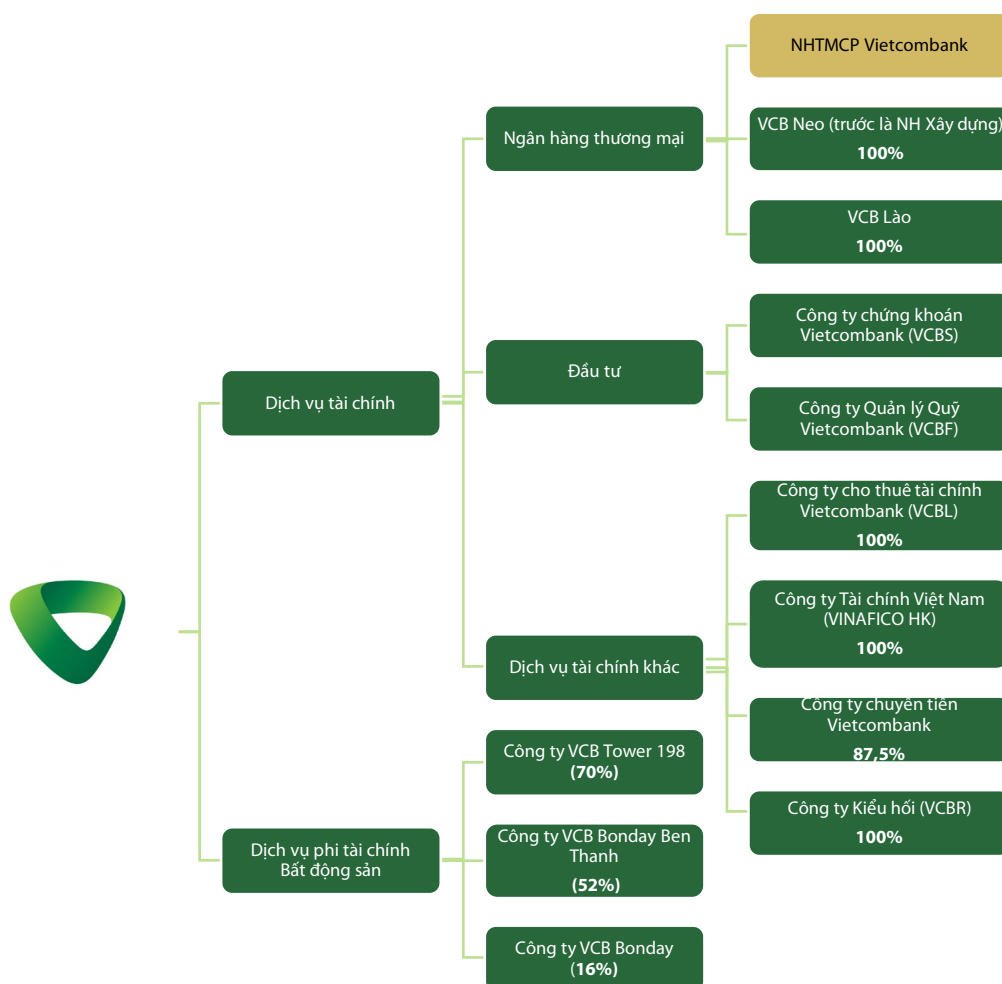
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Tính đến nay, ngân hàng Vietcombank có 8 công ty con, gồm có: Công ty TNHH Một thành viên Cho thuê Tài chính Vietcombank (VCBL), Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), Công ty Tài chính Việt Nam (VINAFICO HK), Công ty Kiều hối (VCBR), Công ty chuyển tiền Vietcombank (87,5%), VCB Neo, VCB Lào, Công ty TNHH Cao ốc Vietcombank 198 (70%). Và 3 công ty liên doanh, liên kết bao gồm: Công ty Liên doanh TNHH VietcombankBonday – Benthanh (52%), Công ty Quản lý Quỹ Vietcombank (VCBF) (51%), Công ty Liên doanh Hữu hạn Vietcombank – Bonday (16%). Trong đó có 3 công ty đóng góp lợi nhuận trước thuế đáng kể cho VCB bao gồm:

- VCBS:** Trong những năm gần đây, VCBS đã duy trì sự ổn định và phát triển bền vững. Đợt tăng vốn gần nhất của VCBS diễn ra vào 2022, nâng VĐL lên 2.500 tỷ VNĐ và giúp củng cố nguồn lực tài chính cho hoạt động kinh doanh. Năm 2024, VCBS ghi nhận thị phần môi giới nằm trong top 10 công ty chứng khoán lớn nhất trên thị trường, đặc biệt thuộc top 3 về môi giới trái phiếu Chính phủ, với thị phần môi giới khoảng 2,9% trên HOSE đầu năm 2025. Với tổng tài sản 12.899 tỷ VNĐ và lợi nhuận sau thuế năm 2024 đạt 508 tỷ VNĐ.

- **VCBL:** Công ty này hoạt động trong lĩnh vực cho thuê tài chính. Năm 2024, Công ty tiếp tục hoạt động ổn định và hiệu quả. Lợi nhuận trước thuế năm 2024 đạt ~ 165 tỷ đồng, tăng trưởng 7,6% so với năm trước. Dư nợ cho thuê tài chính đạt ~ 7.094 tỷ đồng, tăng trưởng 17% so với năm 2023.
- **VBB:** Đây là công ty liên doanh giữa VCB với Công ty CP DVTM TP.HCM (Setra Corp.) và đối tác Bonday Investments Ltd. (Hongkong) với tỷ lệ góp vốn lần lượt là 52%; 18% và 30%. VBB hoạt động trong lĩnh vực cho thuê văn phòng tại Tòa nhà Vietcombank, địa chỉ số 5 Công trường Mê Linh, Quận I, Thành phố Hồ Chí Minh. Công ty vẫn duy trì kết quả kinh doanh ổn định trong năm 2024 với tỷ lệ cho thuê đạt 96,5%. Lợi nhuận trước thuế năm 2024 đạt 284,44 tỷ đồng.

Hình 54: Cơ cấu các mảng hoạt động cùng danh mục các công ty con, công ty liên doanh, liên kết của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 55: VCB cung cấp giải pháp tài chính toàn diện cho phân khúc KH chính và một số danh hiệu tiêu biểu đã đạt được



Nguồn: VCB

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. HOẠT ĐỘNG CẤP TÍN DỤNG

Tốc độ tăng trưởng và thị phần trong 10 năm gần nhất

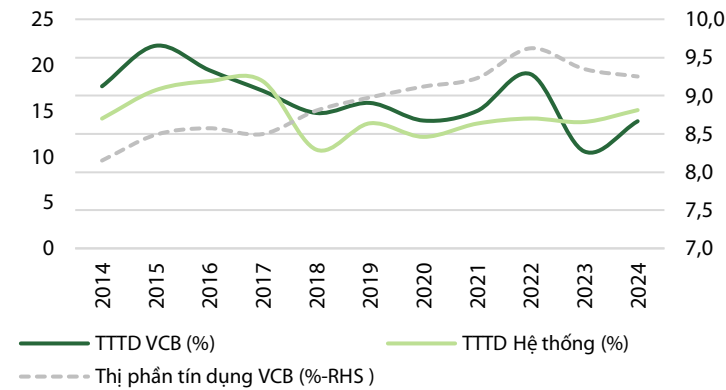
Tăng trưởng tín dụng của VCB trong giai đoạn này cao hơn tăng trưởng chung của toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam trong phần lớn thời gian. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng tăng trưởng có sự giảm tốc trong vòng 10 năm trở lại đây, do các nguyên nhân khách quan từ vĩ mô cũng như nguyên nhân chủ quan như ưu tiên tăng trưởng về chất hơn so với tăng trưởng về lượng.

- Giai đoạn 2014 -2021:** VCB có tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm giai đoạn này là khoảng 16% và cao hơn tương đối so với hệ thống trong phần lớn thời gian. Khoảng thời gian từ năm 2015-2017, VCB ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao với CAGR 18% dựa trên động lực từ cho vay KH cá nhân (CAGR 51%) – phân khúc KH được ưu tiên theo định hướng chiến lược về gia tăng cơ cấu tín dụng bán lẻ đã được vạch ra trong Đề án tái cơ cấu giai đoạn 2013-2015 – kết hợp với lợi thế vốn có về lãi suất cạnh tranh. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng bắt đầu giảm tốc dần từ 2018-2021 (CAGR 15%) trước tác động của việc gia tăng cạnh tranh gay gắt hơn trong thị trường tín dụng bán lẻ và ảnh hưởng của đại dịch Covid.
- Giai đoạn sau Covid – từ năm 2022 đến nay:** Thời gian này khởi đầu bằng mức tăng trưởng bất phá 19% trong năm 2022, với tăng trưởng cao ngay từ khoảng thời gian đầu năm khi NHNN đã chỉ đạo triển khai nhiều gói hỗ trợ tín dụng với lãi suất ưu đãi, đặc biệt dành cho các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi đại dịch, để kích thích nhu cầu vay vốn và phục hồi kinh tế hậu COVID-19. Đồng thời, VCB ưu tiên tín dụng xanh và dự án hạ tầng, góp phần tăng dư nợ hơn 200.000 tỷ đồng, hệ quả là tăng trưởng tín dụng VCB và thị phần của VCB tăng mạnh so với hệ thống trong năm 2022 (**Hình 56**). Tuy nhiên, trước những thách thức vĩ mô thế giới và trong nước, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế đã thu hẹp đáng kể. Điều này, cùng với sự thận trọng của VCB trong hoạt động cho vay (ưu tiên chất lượng tín dụng thay vì số lượng), đã dẫn đến sự giảm tốc đáng kể trong TTTD của VCB từ năm 2023-2024.

Thị phần tín dụng của VCB liên tục tăng từ 8,1% vào năm 2014 lên đỉnh điểm 9,6% vào năm 2022 dựa trên động lực tăng trưởng từ cho vay KH thể nhân kết hợp với thế mạnh về cho vay các dự án lớn, các doanh nghiệp FDI và lãi suất cạnh tranh như đã nói ở trên. Trong 2 năm sau, VCB tỏ ra thận trọng hơn trong việc

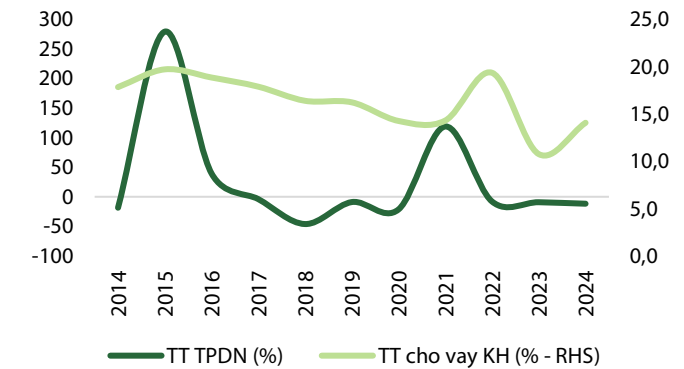
cho vay trong bối cảnh kinh tế vĩ mô gặp nhiều thách thức, kéo theo sự suy giảm nhẹ về mặt thị phần tín dụng. Tính đến hết năm 2024, chúng tôi ước tính thị phần tín dụng của VCB đạt 9,3%, đứng thứ tư trong ngành ngân hàng, sau 3 ngân hàng quốc doanh còn lại là BID, CTG và Agribank.

Hình 56: Thị phần tín dụng của VCB dù giảm nhẹ trong 2023-24 nhưng duy trì xu hướng gia tăng trong 10 năm gần nhất dựa trên các lợi thế về chi phí vốn và thế mạnh cho vay các dự án lớn, và FDI



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt *Ngân hàng mẹ

Hình 57: Tăng trưởng tín dụng theo loại hình cho vay KH và đầu tư TPDN



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt *Ngân hàng mẹ

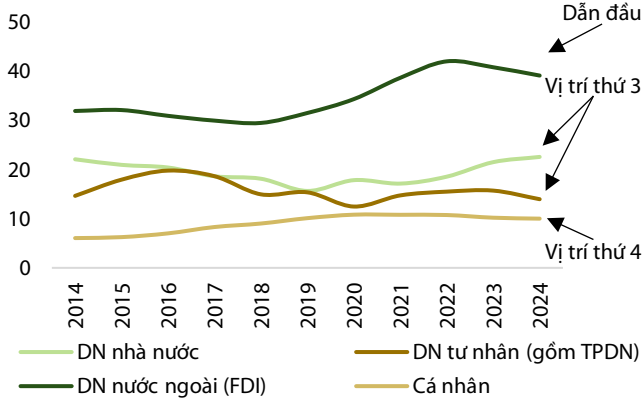
Định hướng cho vay qua các thời kỳ

Với vai trò là một NHTM Nhà nước, VCB triển khai hoạt động tín dụng theo hướng tập trung vào các lĩnh vực ưu tiên và cung cấp các gói tín dụng với lãi suất ưu đãi theo định hướng của Chính phủ, NHNN theo từng thời kỳ. Xét theo các phân khúc KH, VCB có sự chuyển dịch rõ nét từ cho vay các DN Nhà nước sang khối DN tư nhân và phân khúc KH thể nhân trong 10 năm qua. Ngoài ra, VCB nổi bật trong việc cho vay các doanh nghiệp FDI nhờ vào (1) vị thế lịch sử (VCB được thành lập với sứ mệnh chính là hỗ trợ ngoại thương và đầu tư nước ngoài), (2) năng lực tài chính với nguồn ngoại tệ dồi dào và kinh nghiệm xử lý các nghiệp vụ phức tạp liên quan đến FDI.

- **Từ 2010-2015:** VCB tập trung chủ yếu vào cho vay khách hàng doanh nghiệp và khối FDI, với thị phần cho vay DN nhà nước khoảng 18-23% và thị phần cho vay DN FDI 33-35% toàn hệ thống. Điểm nổi bật là lợi thế vượt trội từ sở hữu Nhà nước, cho phép VCB tận dụng các chính sách ưu đãi và định hướng chiến lược của Chính phủ để củng cố quan hệ hợp tác với các tập đoàn lớn và tập đoàn đa quốc gia. Uy tín và mạng lưới quan hệ chặt chẽ với các cơ quan quản lý Nhà nước đã tạo điều kiện thuận lợi cho VCB trong việc tiếp cận các khoản vay quy mô lớn, đàm phán các dự án hợp tác quốc tế, và hỗ trợ hiệu quả các doanh nghiệp FDI
- **Từ 2016-2020:** Ngân hàng đang trong quá trình dịch chuyển mạnh sang bán lẻ và SME để phù hợp với xu thế thị trường chung nhằm phân tán rủi ro và cải thiện NIM, với tỷ trọng cho vay cá nhân tăng từ 20% lên trên 45% vào năm 2020. Ngược lại, cho vay DN nhà nước giảm nhanh, chỉ còn 8% vào năm 2020. Tuy vậy, VCB vẫn giữ lợi thế cạnh tranh trong tài trợ DN FDI (chiếm khoảng 30-35% thị phần toàn ngành).
- **Từ 2021-2022:** Tỷ trọng cho vay FDI tăng từ 6.2% lên 7.5% tương ứng với mức tăng thị phần từ 35% đến đỉnh điểm 43% vào năm 2022, phản ánh rõ rệt vị thế **ngân hàng được DN FDI ưu tiên lựa chọn**. Song song đó, tăng trưởng tín dụng ở phân khúc khách hàng cá nhân tăng lên mức cao kỷ lục 47%, khẳng định bán lẻ đã trở thành một trụ cột kinh doanh mới.
- **Từ 2023-2024:** Cơ cấu cho vay KH cá nhân và DN tư nhân trong nước giảm nhẹ xuống lần lượt 44% và 39%, trong khi cho vay FDI và DN nhà nước tăng lên 10% và 7%. Điều này phản ánh khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế bị ảnh hưởng trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng chậm, và VCB tìm kiếm tăng trưởng các lĩnh vực phù hợp với thế mạnh như ngoại thương và tài trợ các dự án hạ tầng lớn quy mô lớn trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công để kích thích tăng trưởng kinh tế.

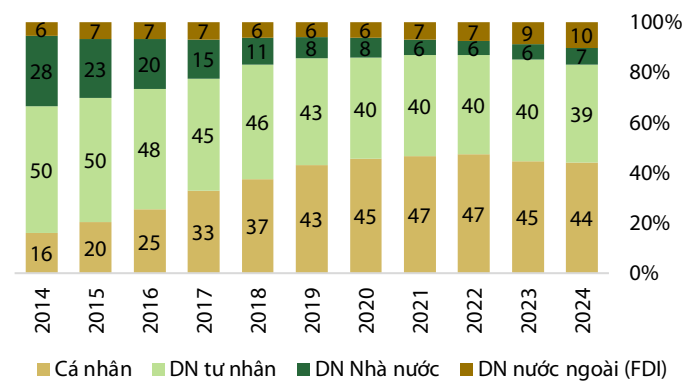
- **Về triển khai tín dụng xanh**, VCB ưu tiên lĩnh vực năng lượng tái tạo, hạ tầng thân thiện môi trường. VCB là ngân hàng đầu tiên tại Việt Nam phát hành Trái phiếu xanh tuân thủ quy định trong nước và theo nguyên tắc của ICMA, tổng dư nợ tín dụng xanh của VCB tăng trưởng mạnh, từ quy mô 7.890 tỉ đồng cuối năm 2018 lên hơn 47.600 tỉ đồng vào cuối năm 2024, chiếm xấp xỉ 4% tổng dư nợ VCB, tăng trưởng 6 lần trong 7 năm vừa qua, tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng xanh gấp 3,5 lần tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn hàng.

Hình 58: Thị phần cho vay (%) theo các phân khúc khách hàng của VCB



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng niêm yết và Agribank, CTCK Rồng Việt

Hình 59: VCB đẩy mạnh bán lẻ từ những năm 2015 trong khi tiếp tục mở rộng cho vay FDI trong 2023-2025

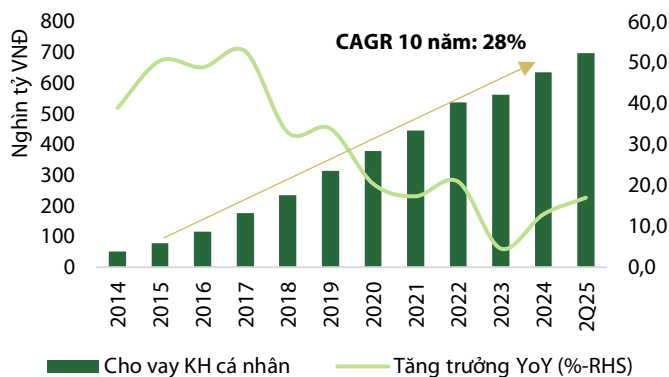


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hoạt động cho vay theo các phân khúc KH

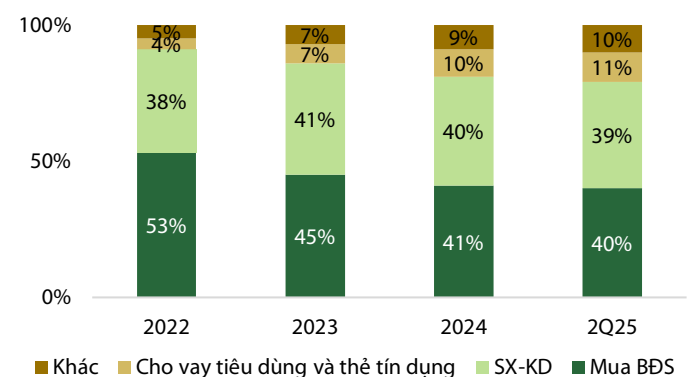
Đối với cho vay khách hàng cá nhân, VCB hiện đang triển khai 3 nhóm sản phẩm cho vay bán lẻ chính gồm cho vay mua BĐS, sản xuất – kinh doanh (SX-KD), và cho vay tiêu dùng. Trong 4 năm gần nhất, cơ cấu sản phẩm cho vay KH thể nhân diễn biến như sau: cho vay mua BĐS giảm từ 53% (2022) xuống 40% (2Q/2025), cho vay SX-KD cá nhân (hộ kinh doanh) giữ ổn định ở mức 38–41% và, đáng chú ý, cho vay tiêu dùng và thẻ tín dụng tăng nhanh từ 4% lên 11%. Chúng tôi đánh giá những diễn biến này phản ánh hai quan điểm điều hành chính của VCB là: **(1)** Thận trọng hơn với cho vay BĐS trong thời kỳ suy thoái của thị trường để kiểm soát tốt hơn chất lượng nợ, và **(2)** Đẩy mạnh mảng thẻ tín dụng/tiêu dùng để tạo dư địa cải thiện NIM và gia tăng nguồn thu phí.

Hình 60: Quy mô cho vay KH thể nhân của ngân hàng mẹ



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 61: Cơ cấu cho vay KH của VCB phân loại theo sản phẩm bán lẻ

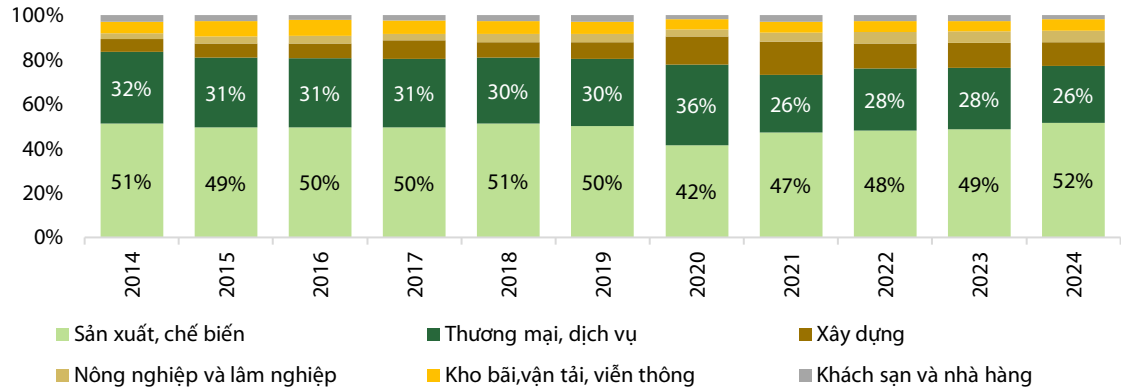


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hoạt động cho vay DN chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tín dụng của VCB (khoảng 55% tổng dư nợ), với trọng tâm vào các DN lớn, FDI. Hoạt động cho vay DN trong nước của VCB tập trung vào các dự án quốc gia, hạ tầng của DNNN, và các doanh nghiệp lớn có tình hình tài chính lành mạnh, hoạt động trong các lĩnh vực sản xuất, thương mại, dịch vụ. Đối với cho vay các doanh nghiệp FDI - thế mạnh của VCB nhờ lợi thế về nguồn ngoại hối dồi dào và chi phí huy động thấp, VCB cũng thường tập trung vào các lĩnh vực có giá trị xuất khẩu cao như sản xuất công nghiệp, điện tử, dệt may, thủy sản,... cũng như tài trợ những dự án mở

rộng nhà máy có quy mô lớn. **VCB tập trung vào lĩnh vực ưu tiên, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế**, trong đó các ngành nghề về sản xuất, chế biến, TM-DV luôn chiếm khoảng 75% cơ cấu cho vay KH doanh nghiệp (Hình 62). **Tỷ trọng cho vay doanh nghiệp kinh doanh BĐS chỉ chiếm 4% tổng dư nợ vào cuối năm 2024**. Về đầu tư trái phiếu doanh nghiệp (TPDN), VCB duy trì tỷ trọng thấp, gần như không đáng kể trong cơ cấu tín dụng và chủ yếu là các trái phiếu thuộc lĩnh vực năng lượng tái tạo.

Hình 62: Cơ cấu cho vay KH doanh nghiệp phân loại theo lĩnh vực

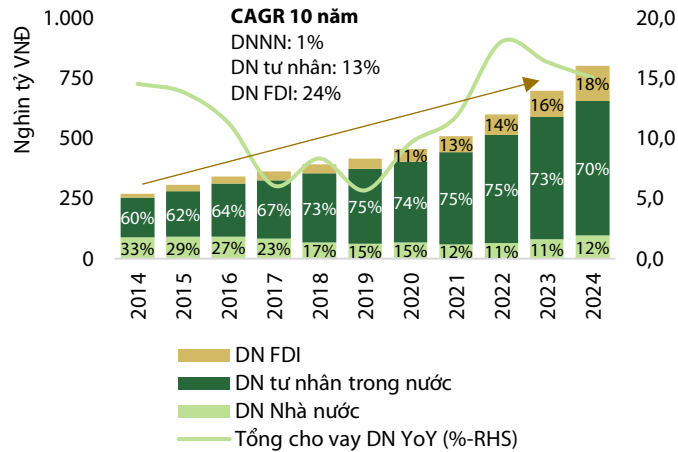


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Ngân hàng cung cấp danh mục sản phẩm tín dụng đa dạng với các sản phẩm tín dụng chính bao gồm:

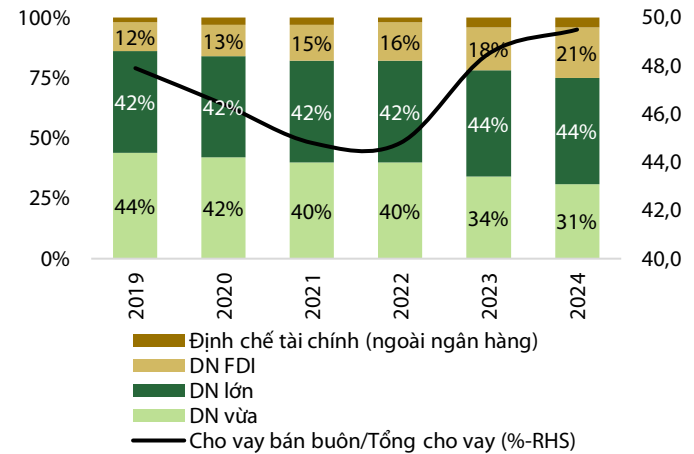
- **Hạn mức tín dụng, thấu chi:** Cung cấp hạn mức ngắn hạn linh hoạt cho các tập đoàn, tổng công ty và doanh nghiệp FDI, phục vụ vốn lưu động, nhu cầu thanh toán hợp đồng và quản trị dòng tiền.
- **Vay vốn trung và dài hạn:** Hỗ trợ doanh nghiệp trong các dự án đầu tư mở rộng sản xuất, mua sắm máy móc thiết bị hiện đại, hạ tầng logistics, năng lượng tái tạo. VCB đặc biệt tập trung vào dự án xanh và các doanh nghiệp có định hướng ESG, phù hợp với định hướng tín dụng bền vững.
- **Tài trợ thương mại:** Lợi thế truyền thống của VCB, bao gồm thư tín dụng (L/C), bao thanh toán, tài trợ xuất nhập khẩu. Đây là mảng đóng góp tỷ trọng lớn trong cho vay doanh nghiệp và là yếu tố giúp VCB phát triển danh mục tín dụng FDI ổn định.
- **Tài chính dự án:** Dành cho các dự án trọng điểm quốc gia, hạ tầng, năng lượng và một số dự án BĐS thương mại có pháp lý minh bạch, quy mô lớn. VCB thận trọng hơn so với BID và CTG, tập trung vào dự án có dòng tiền ổn định và bảo lãnh từ đối tác quốc tế.
- **Bảo lãnh:** Cung cấp các loại bảo lãnh đa dạng như bảo lãnh dự thầu, bảo lãnh thực hiện hợp đồng, bảo lãnh vay vốn, bảo lãnh thanh toán quốc tế. Đây là công cụ quan trọng để VCB giữ chân khách hàng lớn trong các lĩnh vực EPC, dầu khí, xây dựng cơ sở hạ tầng.

Hình 63: Quy mô cho vay KH doanh nghiệp theo loại hình của ngân hàng mẹ



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 64: Danh mục cho vay bán buôn chiếm gần một nửa tổng danh mục cho vay của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 65: Các đại dự án quốc gia tiêu biểu có sự tham gia của VCB



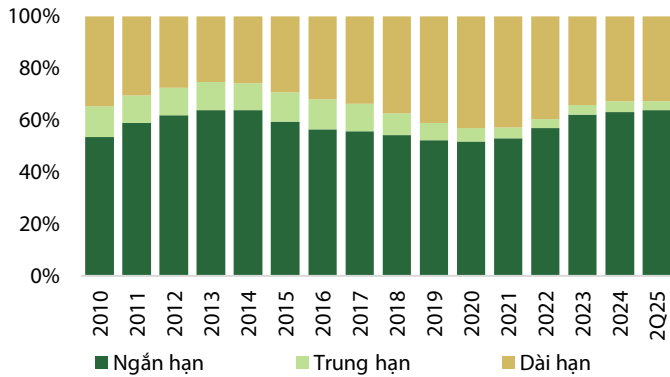
Hình: VCB, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu kỳ hạn cho vay khách hàng

VCB thường duy trì tỷ trọng cho vay ngắn hạn ở mức cao, dao động từ 52% đến 64%, thể hiện sự tập trung vào cho vay các khoản vay về vốn lưu động phục vụ sản xuất, kinh doanh đối với các doanh nghiệp trong nước và tài trợ thương mại đối với các doanh nghiệp FDI, DN XNK. Cơ cấu này có phần tương đồng với hai NHTM Nhà nước khác là BID và CTG (Hình 67). Tỷ trọng cho vay ngắn hạn liên tục giảm từ năm 2014-2019, phù hợp với xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ của cho vay KH cá nhân với các sản phẩm cho vay dài hạn đặc thù (như mua BĐS, hay vay tiêu dùng) bên cạnh nhu cầu đầu tư tài sản cố định để mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp khi mà nền kinh tế tăng trưởng ổn định trước đại dịch Covid. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã tăng dần từ năm 2021 đến 2Q25 trong bối cảnh kinh tế hậu Covid tăng trưởng chậm và chịu nhiều sức ép vĩ mô thế giới khiến nhu cầu tín dụng của KH cá nhân gặp thách thức và các doanh nghiệp trì hoãn các kế hoạch đầu tư mở rộng hoạt động. Nhìn chung, cơ cấu của VCB thể hiện sự điều chỉnh chiến lược kinh doanh phù hợp với bối cảnh vĩ mô trong từng thời kỳ cũng như phản ánh một phần sức khỏe của nền kinh tế.

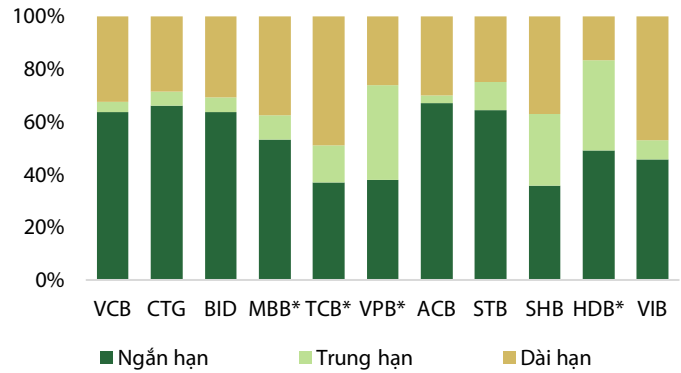
Do tập trung khai thác các khoản vay ngắn hạn phục vụ SX-KD, cơ cấu kỳ hạn của danh mục cho vay KH của VCB khác biệt đáng kể so với phần lớn các NHTMCP tư nhân, vốn tìm kiếm tỷ lệ sinh lời cao hơn thông qua các khoản vay trung, dài hạn (Hình ...). Cơ cấu này phản ánh định hướng của VCB là duy trì tính an toàn, thanh khoản cao và khả năng xoay vòng vốn nhanh, hạn chế rủi ro.

Hình 66: Cơ cấu cho vay phân loại theo kì hạn của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 67: So sánh cơ cấu tín dụng theo kì hạn của VCB với các NHTM quy mô lớn và vừa



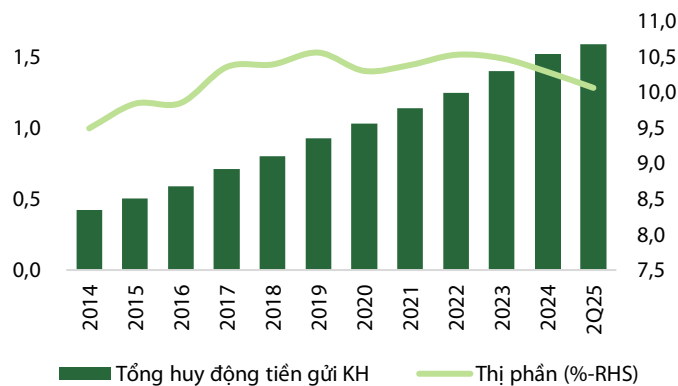
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng Q2-2025, CTCK Rồng Việt

*Ngân hàng mẹ

2. HUY ĐỘNG

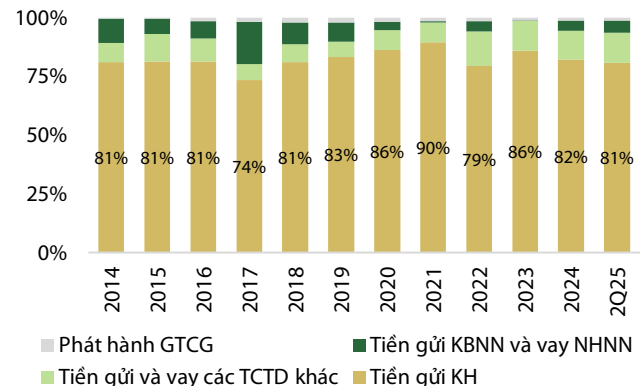
Là một trong bốn NHTMCP Nhà nước, **VCB có thị phần huy động tiền gửi trong nhóm dẫn đầu của hệ thống**, dao động khoảng 10%, mặc dù tỷ lệ này có giảm nhẹ trong 3 năm gần nhất do tín dụng tăng trưởng chậm lại, và **được phép huy động tiền gửi từ KBNN**. VCB huy động rất ít trên kênh giấy tờ có giá, chỉ chiếm 1% tổng nguồn vốn huy động trên thị trường 1 và 2. Những yếu tố này thể hiện uy tín thương hiệu của ngân hàng quốc doanh và tạo nên lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn thấp cho nhóm ngân hàng quốc doanh nói chung so với các NHTMCP tư nhân.

Hình 68: Thị phần tiền gửi suy giảm nhẹ trong khoảng 3 năm gần nhất đồng pha với xu hướng tăng trưởng chậm lại của cho vay



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 69: Cơ cấu huy động phân loại theo các kênh

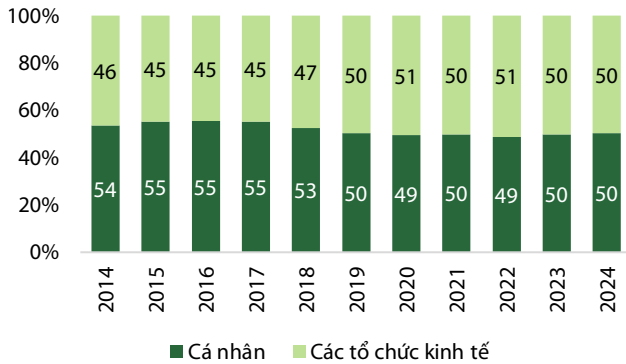


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Xét về cơ cấu tiền gửi theo đối tượng KH, tỷ lệ tiền gửi từ cá nhân có khá cân bằng với tỷ lệ tiền gửi từ các tổ chức kinh tế, mặc dù tỷ trọng cho vay doanh nghiệp cao hơn. Điều này là nhờ uy tín thương hiệu của một ngân hàng quốc doanh, tận dụng mạng lưới chi nhánh/PGD rộng khắp và mối quan hệ vốn có với các tập đoàn/tổng công ty lớn để triển khai dịch vụ trả lương cho người lao động. Tỷ trọng tiền gửi từ nhóm DN lớn (gồm DN nhà nước) cao thứ hai, theo sau là nhóm DN SME và DN nước ngoài.

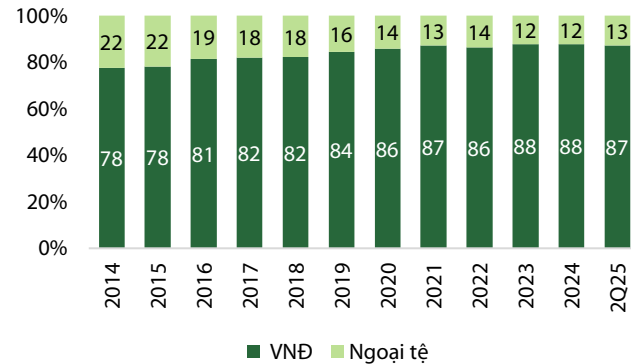
VCB là NHTM có quy mô tiền gửi bằng ngoại tệ lớn nhất nhất hệ thống với vị thế dẫn đầu về kinh doanh ngoại hối và dịch vụ tài chính quốc tế, cùng với lịch sử và chiến lược chuyên biệt hóa trong lĩnh vực này. Tính đến 2025, lượng tiền gửi bằng ngoại tệ của VCB đạt gần 190 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 13% tổng tiền gửi KH, cao hơn đáng kể so với NHTM ở vị trí thứ hai là BID có quy mô là 135 nghìn tỷ đồng và tỷ trọng trên tổng tiền gửi KH là 7%.

Hình 70: Cơ cấu tiền gửi KH phân loại theo đối tượng khách hàng



Nguồn: VCB, CTCK Rổng Việt

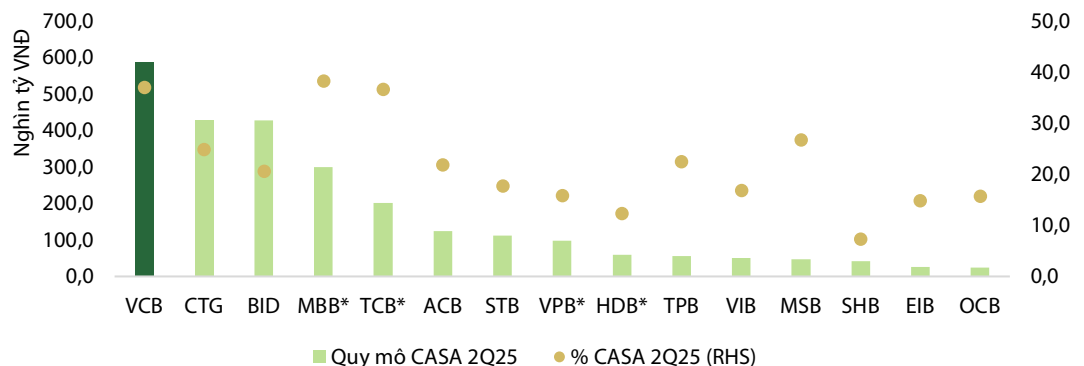
Hình 71: Cơ cấu tiền gửi KH phân loại theo loại tiền tệ



Nguồn: VCB, CTCK Rổng Việt

Tỷ lệ CASA của VCB ngày càng được duy trì ở mức cao, vươn lên đứng top 2 toàn ngành và vượt trội so với nhóm ngân hàng còn lại (37%). Khả năng thu hút nguồn tiền gửi không kỳ hạn xuất phát từ mạng lưới phân phối vượt trội và hiệu quả (deposit franchise), nền tảng KH đa dạng tập trung vào các nhóm KH lớn ở các phân khúc doanh nghiệp và bán lẻ. VCB tận dụng triệt để thế mạnh về mối quan hệ khăng khít với các khách hàng là Tập đoàn, Tổng công ty, Doanh nghiệp lớn, các quỹ quản lý vốn tập trung, các Bộ/Ngành có nguồn vốn lớn để gia tăng tiền gửi không kỳ hạn từ các nguồn như tài khoản trả lương của khách hàng doanh nghiệp, dịch vụ ngân hàng giao dịch. Đặc biệt, VCB có vai trò quan trọng trong việc cung cấp các dịch vụ liên quan đến thị trường vốn và ngoại hối. Trên thực tế, VCB là ngân hàng hàng lưu ký hàng đầu tại Việt Nam (gồm DV lưu trữ, quản lý tài sản, thanh toán giao dịch, và các DV quản lý khác liên quan đến hoạt động đầu tư tại Việt Nam,...) cho các quỹ đầu tư, đặc biệt là các quỹ đầu tư nước ngoài và trong nước hoạt động tại Việt Nam. Từ năm 2023, VCB cũng được UBCK chấp thuận làm ngân hàng thanh toán cho hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ thông qua hệ thống ngân hàng thanh toán chuyên biệt VCB C-Bond. Chưa kể đến, vai trò quan trọng của VCB trong nghiệp vụ bù trừ cho các giao dịch liên ngân hàng thông qua hệ thống thanh toán đa phương đa tệ VCB-Money. Vị thế này giúp thu hút lượng lớn nguồn tiền gửi không kỳ hạn nội tệ cũng như ngoại tệ cho VCB, bên cạnh nguồn doanh thu phí của ngân hàng. Bên cạnh khả năng thu hút tiền gửi mạnh mẽ, VCB cũng giữ chân KH gửi tiền thông qua nền tảng ngân hàng số mạnh và liên tục cải tiến, cùng với hệ sinh thái tái DV tài chính đa dạng - đặc trưng của một ngân hàng đa năng quy mô lớn. **Tất cả những yếu tố trên giúp ngân hàng có nguồn vốn chi phí thấp ổn định và lợi thế cạnh tranh cao trên thị trường ngân hàng Việt Nam, với chi phí vốn luôn ở mức thấp nhất thị trường.**

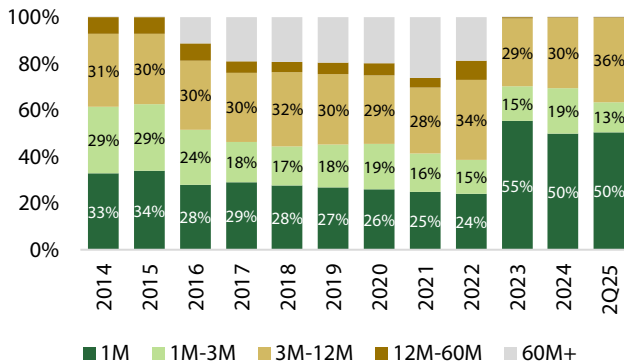
Hình 72: VCB dẫn đầu ngành về quy mô CASA và đứng thứ hai toàn ngành về tỷ lệ CASA, củng cố lợi thế về chi phí vốn thấp nhất hệ thống



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rổng Việt * Ngân hàng mẹ

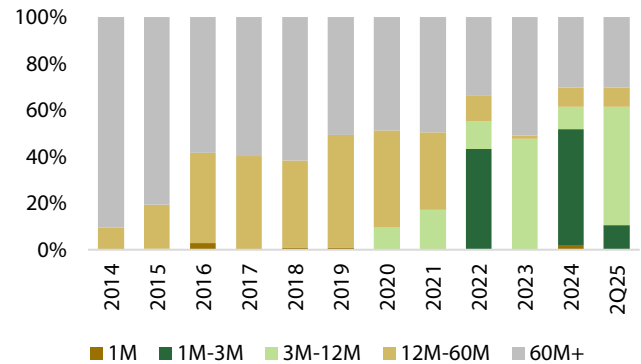
Xét về cơ cấu kỳ hạn của huy động, do có sự thay đổi trong chính sách trình bày số liệu tiền gửi theo kỳ hạn từ 2023. Theo đó, tỷ trọng tiền gửi có kì hạn trên 60 tháng đã được dịch chuyển sang các kỳ hạn còn lại, gây ra biến động lớn trong cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn của các năm trước năm 2023 so với giai đoạn sau đó. Về cơ bản, cấu trúc kỳ hạn tiền gửi của KH tại VCB thường có kỳ hạn tương đối ngắn do (1) tỷ lệ CASA cao nêu trên và (2) lãi suất huy động thấp khiến KH có xu hướng gửi ở các kỳ hạn ngắn từ 1 tháng đến 6 tháng. Cơ cấu này cũng phù hợp với cơ cấu kỳ hạn của danh mục tín dụng nghiêng tập trung vào kỳ hạn ngắn đã phân tích ở trên.

Hình 73: Cơ cấu kỳ hạn tiền gửi thay đổi từ 2023 do thay đổi về chính sách trình bày kế toán



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 74: Cơ cấu kỳ hạn của danh mục GTCC

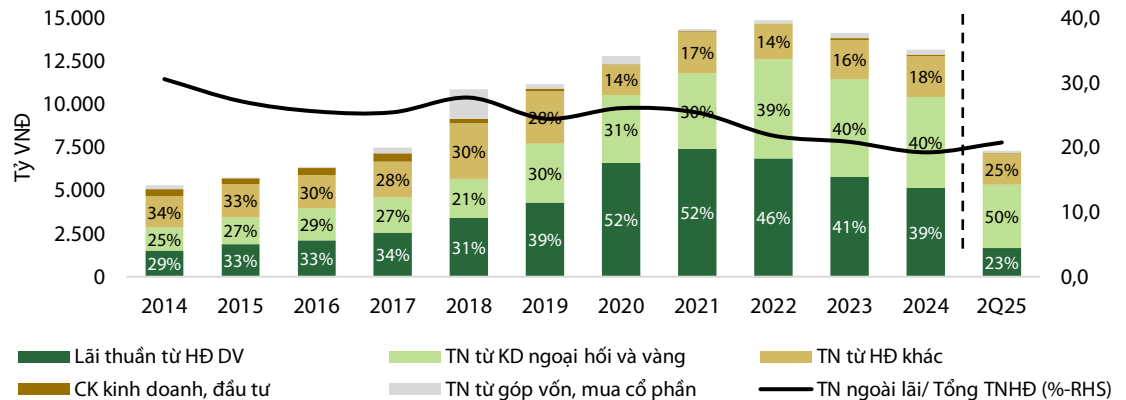


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

3. CÁC NGUỒN THU NHẬP NGOÀI LÃI

Trong khi TN từ hoạt động DV là nguồn TN ngoài lãi chính của VCB nói riêng và toàn ngành chung, TN từ kinh doanh ngoại hối luôn chiếm một phần rất lớn trong cơ cấu thu nhập ngoài lãi của ngân hàng này nhờ vào quy mô ngoại tệ lớn nhất hệ thống. Tỷ trọng Thu nhập ngoài lãi trong cơ cấu Tổng thu nhập hoạt động của VCB có xu hướng giảm trong 10 năm trở lại đây và đạt 20,7% vào 2Q2025.

Hình 75: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của VCB trong 10 năm gần nhất

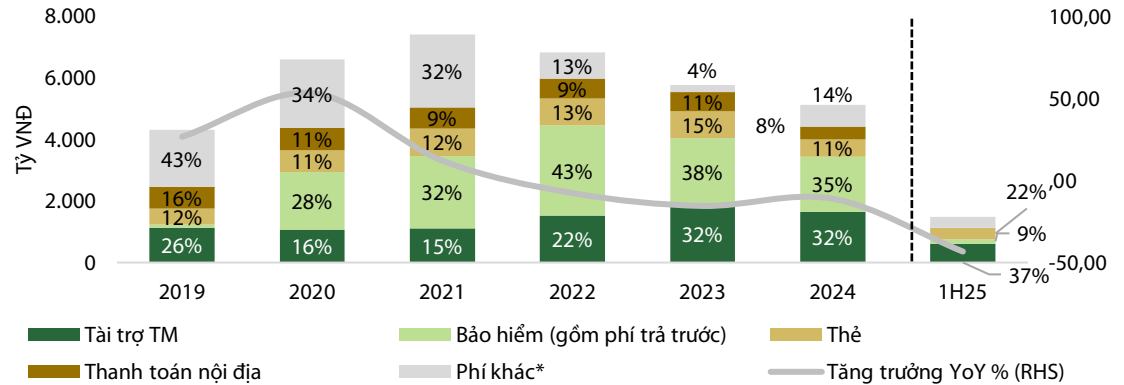


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

TN từ hoạt động dịch vụ

TN từ hoạt động dịch vụ của VCB được đóng góp từ 3 nguồn thu chính: tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế (dẫn đầu thị trường về thị phần), bảo hiểm (đứng thứ 3 thị trường về thị phần phí năm 2023), phí DV thẻ và thanh toán nội địa. Nguồn thu nhập này có sự thu hẹp trong 3 năm gần nhất do diễn biến không thuận lợi của thị trường bảo hiểm nhân thọ cũng như sức ép cạnh tranh giảm giá phí, miễn phí DV gia tăng.

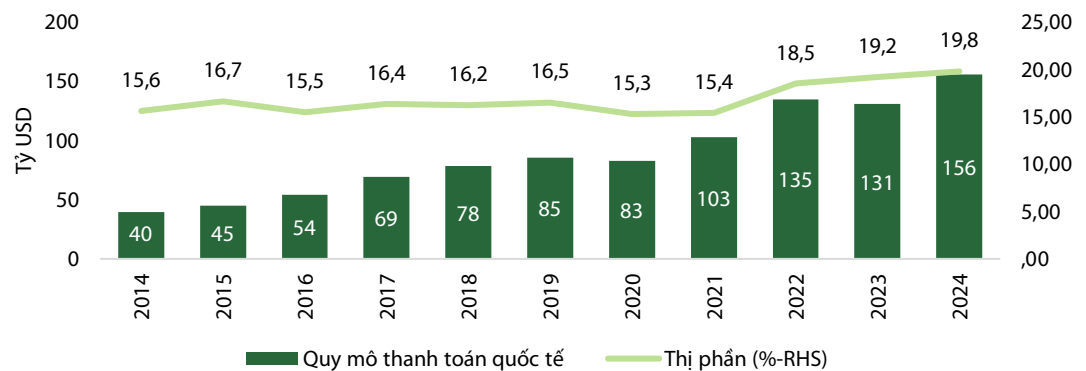
Hình 76: Cấu trúc thu nhập HĐ DV thuần của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt *Gồm DV ngân hàng điện tử E-bank và phí thanh toán nội địa cho 1H25

- **Tài trợ thương mại:** VCB đứng đầu trong ngành về thị phần tài trợ thương mại và hiện chiếm khoảng 20% thị phần toàn thị trường nhờ có danh mục khách hàng FDI lớn cùng các doanh nghiệp XNK. Doanh số thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại cao, cùng với mạng lưới đối tác khoảng 2000 ngân hàng trên toàn cầu. Đây là một nguồn thu phí lớn nhất của VCB tính đến nửa đầu năm 2025, chiếm 37% thu nhập phí thuần của ngân hàng.

Hình 77: Quy mô tài trợ thương mại và thị phần của VCB vươn lên mạnh mẽ hậu Covid nhờ sự phát triển của đầu tư FDI và hoạt động XNK của Việt Nam



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

- **DV kinh doanh bảo hiểm nhân thọ (bancassurance):** VCB tham gia thị trường bảo hiểm nhân thọ từ rất sớm khi thành lập công ty liên doanh bảo hiểm nhân thọ với Công ty Cardif (thuộc tập đoàn BNP Paribas-Pháp) từ năm 2007, trong đó VCB sở hữu 45%. Tuy nhiên, tới 2019 VCB quyết định thoái vốn khỏi liên doanh này để gia nhập vào thị trường phân phối độc quyền bancassurance với FWD (T11/2019 mới ký kết thỏa thuận và tới T4/2020 bắt đầu phân phối chính thức). Với danh mục khách hàng lớn và chất lượng cùng kinh nghiệm phân phối bảo hiểm nhân thọ lâu năm từ liên doanh với Cardif, VCB đã vươn lên đứng vị trí thứ 3 về doanh số phí cả năm tại Việt Nam sau 3 năm chính thức phân phối bancassurance và được ghi nhận là một trong những ngân hàng có tỷ lệ tái tục hợp đồng bảo hiểm cao. Nhờ đó, tỷ trọng thu nhập từ bancassurance đóng góp rất lớn trong TN phí thuần của ngân hàng trong khoảng từ 2020-2022. Tuy nhiên, VCB ngừng ghi nhận khoản phí trả trước trong thỏa thuận phân phối độc quyền với FWD từ 4Q24. Điều này, cùng với thị trường bảo hiểm nhân thọ đang trong quá trình hồi phục chậm sau khủng hoảng niềm tin năm 2022, đã khiến tỷ trọng đóng góp từ bancassurance vào TN phí thuần giảm đáng kể, từ 43% năm 2022 xuống chỉ còn 9% trong nửa đầu năm 2025.
- **Thanh toán nội địa:** VCB thu phí thanh toán từ nhiều nguồn, bao gồm chuyển khoản, thanh toán hóa đơn, giao dịch thẻ, rút tiền ATM, trao đổi ngoại tệ, và các dịch vụ ít phổ biến như séc và kết an toàn. Phí

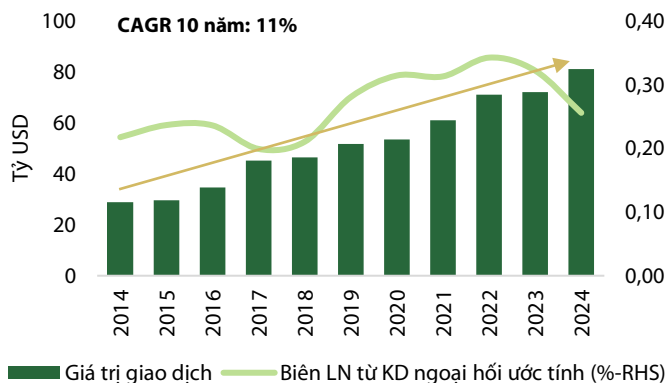
thuần từ DV thanh toán đã từng đóng góp tới 16% vào TN phí thuần trong năm 2019. Tuy nhiên, xu hướng miễn giảm phí chuyển khoản trong nước đã khiến nguồn thu phí này bắt đầu giảm mạnh từ năm 2021 (năm mà VCB thực hiện chính sách miễn phí chuyển tiền trong nước) và đưa tỷ trọng đóng góp vào TN phí thuần xuống còn 8% trong năm 2024.

Kinh doanh ngoại hối

Ngân hàng hầu như luôn giữ vị thế đứng đầu ngành trong mảng kinh doanh ngoại hối xuyên suốt lịch sử hoạt động. VCB nói riêng và nhóm NHTMCP Nhà nước nói chung có quy mô giao dịch ngoại hối vượt trội so với các ngân hàng còn lại trong hệ thống ngân hàng Việt Nam nhờ vào thế mạnh tập khách hàng doanh nghiệp XNK như các DN FDI (dư nợ cho vay DN nước ngoài từ CTG, BID, VCB chiếm gần 90% thị trường) và khả năng xử lý các giao dịch ngoại hối giá trị lớn với rủi ro thanh khoản thấp nhờ có sở hữu của Nhà nước.

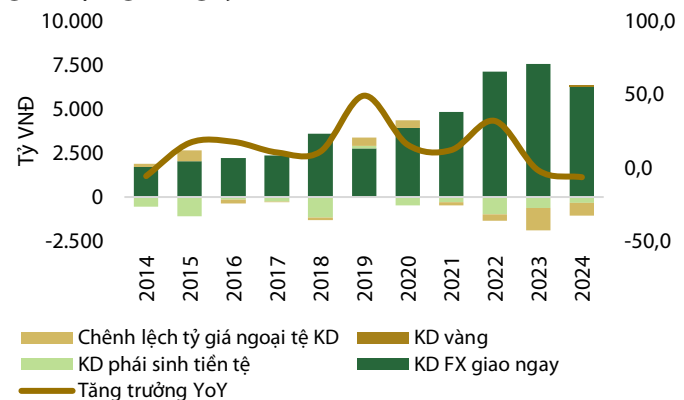
Ngoài ra, **ngân hàng sở hữu hệ thống thanh toán liên ngân hàng đa phương đa tệ VCB-Money** dành cho đối tượng khách hàng là các định chế tài chính hoặc tổ chức kinh tế để thực hiện các giao dịch mua bán ngoại tệ liên ngân hàng trong nước. Hầu hết các TCTD trong nước và nhiều chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam mở và duy trì tài khoản ngoại tệ tại VCB để thực hiện các giao dịch điều chuyển vốn ngoại tệ liên ngân hàng. Do đó, VCB còn được biết đến với vai trò là trung tâm bù trừ cho các giao dịch ngoại tệ liên ngân hàng tại Việt Nam. Các yếu tố trên khiến thu nhập kinh doanh ngoại tệ của VCB có quy mô lớn nhất hệ thống và đóng góp không nhỏ vào cơ cấu thu nhập ngoài lãi của chính ngân hàng. Khoản thu nhập này ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng với CAGR 10Y 11%, đóng góp 7-8% tổng thu nhập hoạt động.

Hình 78: Giá trị giao dịch ngoại hối của VCB



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 79: Phần lớn lợi nhuận kinh doanh ngoại hối đến từ giao dịch giao ngay



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

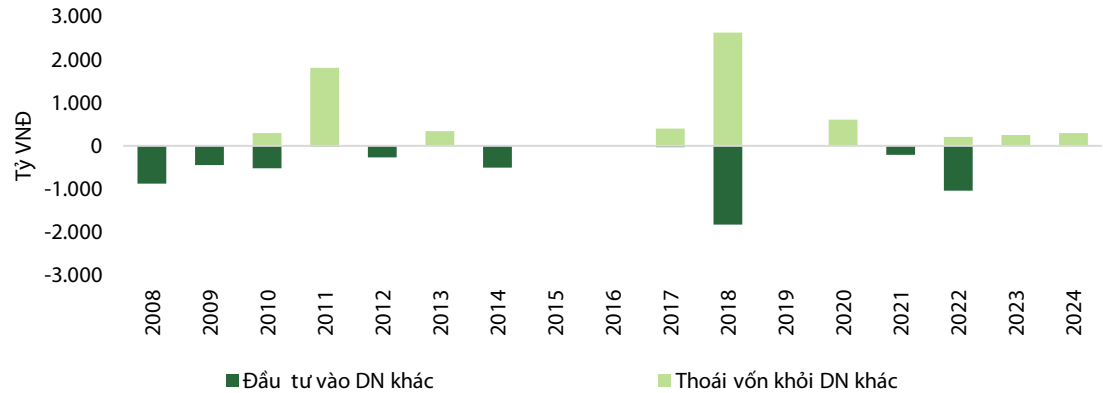
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần

Ngoài phần thu nhập nhận được từ cổ tức được chia của các công ty liên kết, cấu phần thu nhập này của VCB cũng nổi bật với quá trình thoái vốn khỏi các NHTM khác và doanh nghiệp ngoài ngành không liên quan trực tiếp đến hoạt động Tài chính - Ngân hàng. Việc tái cơ cấu danh mục đầu tư này nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư và tuân thủ các quy định pháp luật về giới hạn góp vốn, mua cổ phần tại các TCTD khác (gồm giới hạn sở hữu chéo giữa các ngân hàng). Chúng tôi lưu ý rằng, hồi đầu những năm 2000, VCB là ngân hàng có sở hữu cổ phần tại rất nhiều ngân hàng khác như NHTM EIB, SaigonBank, Gia Định (nay là NHTMCP Bản Việt), MBB, VIB, OCB và Oceanbank với các tỷ lệ nắm giữ khác nhau cùng với cổ phần tại các công ty bảo hiểm. Quan hệ sở hữu này hình thành chủ yếu từ những hạn chế nghiệp vụ ngân hàng của các NHTMCP trong giai đoạn đầu thành lập cũng như trong giai đoạn khủng hoảng tại Châu Á 1997 – 1998.

Quá trình thoái vốn này tập trung mạnh mẽ vào 2 năm là 2011 và 2018 (Hình 80). Theo đó, năm 2011 VCB thoái vốn tại 2 đơn vị là Shinhanvina và Ngân hàng Gia Định và tới năm 2018 VCB thoái toàn bộ vốn khỏi CT Tài chính Cổ phần Xi măng, ngân hàng OCB và giảm tỷ lệ sở hữu tại ngân hàng EIB, MBB, TCT Hàng không Việt Nam (HVN). Năm 2020, VCB rút vốn khỏi Công ty liên doanh TNHH Bảo hiểm nhân thọ VCB-Cadiff. Không có thương vụ lớn từ 2021-2025, trừ một số điều chỉnh giá trị và giảm tỷ lệ sở hữu tại HVN. Đến Q2-2025,

danh mục đầu tư dài hạn khác của VCB còn 2 khoản đầu tư tại ngân hàng khác là EIB (tỷ lệ 4,51%) và MBB (tỷ lệ 4,28%), 1 khoản đầu tư vào TCT Cổ phần Bảo hiểm Petrolimex với tỷ lệ 8,03% và các tổ chức tài chính thanh toán và DV thẻ (NAPAS, SWIFT, VISA, MASTER), CTCP Thông tin tín dụng Việt Nam CIC.

Hình 80: Dòng tiền đầu tư vào/thoái vốn khỏi các doanh nghiệp khác*

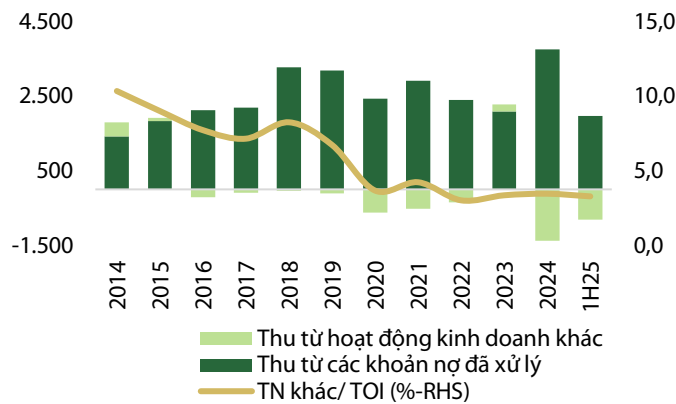


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt *Ngân hàng mẹ

Thu nhập từ hoạt động khác

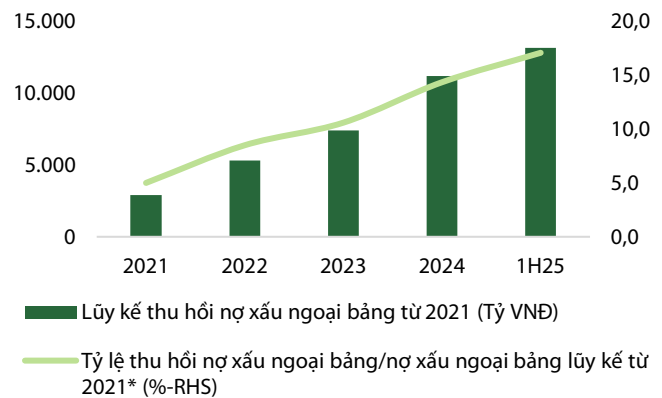
Khoản thu từ nợ đã được Vietcombank xử lý rủi ro chủ yếu đến từ việc thu hồi các khoản nợ khó đòi mà trước đó đã trích lập dự phòng đầy đủ hoặc xóa nợ theo quy định. Tỷ trọng thu nhập đến từ thu hồi nợ khó đòi chỉ chiếm 3-4% so với tổng thu nhập hoạt động do quy mô nợ xấu ngoại bảng của ngân hàng tương đối nhỏ so với quy mô tín dụng (Nợ gốc đã xử lý rủi ro/Tổng cho vay 2024 là 2%), phản ánh chính sách cho vay thận trọng của ngân hàng. Lũy kế thu hồi nợ xấu ngoại bảng trong 5 năm gần nhất liên tục tăng một cách ấn tượng từ 2.912 tỷ VND (2021) lên tới 13.114 tỷ VND (1H2025), đóng góp tới 28% thu nhập ngoài lãi của VCB (2024).

Hình 81: Cơ cấu thu nhập từ hoạt động khác



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 82: Tỷ lệ nợ xấu thu hồi được hàng năm so với quy mô nợ theo dõi ngoại bảng của VCB từ 2021*



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

*Thời điểm các ngân hàng bắt đầu công bố dư nợ xấu ngoại bảng

4. CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

VCB đặt ra chiến lược tăng trưởng đầy tham vọng đến năm 2030 với mục tiêu trở thành ngân hàng số 1 tại Việt Nam, tập đoàn tài chính hàng đầu khu vực, đồng thời nằm trong top 200 định chế tài chính lớn nhất toàn cầu và top 700 doanh nghiệp niêm yết lớn nhất thế giới

- Trụ cột cốt lõi của chiến lược này là chuyển đổi số toàn diện, với trọng tâm xây dựng hệ sinh thái ngân hàng số, nâng cao trải nghiệm khách hàng và cải tiến vận hành nhằm tối ưu chi phí. VCB đã triển khai các dự án chiến lược đến 2030, bao gồm trung tâm vận hành xuất sắc (Ops COE) và sáng kiến đổi mới sáng tạo để tạo lợi thế cạnh tranh bền vững (Vietcombank, 2024).
- Song song, ngân hàng đẩy mạnh ESG và tín dụng xanh, từng bước áp dụng chuẩn mực quốc tế về quản trị bền vững như GRI và TCFD, đồng thời phát triển các sản phẩm tài chính thân thiện môi trường và hỗ trợ chuyển đổi năng lượng quốc gia.
- Về quy mô thị trường, VCB tiếp tục mở rộng hoạt động quốc tế, gia tăng thị phần ở mảng vốn, tài trợ thương mại và khách hàng FDI, tận dụng lợi thế là ngân hàng dẫn đầu thanh toán ngoại thương.
- Ngoài ra, chiến lược nhân sự đến 2030 tập trung phát triển đội ngũ lãnh đạo trẻ, nâng cao năng lực quản trị rủi ro và xây dựng văn hóa đổi mới sáng tạo, qua đó củng cố nền tảng tăng trưởng dài hạn. Với lộ trình chiến lược này, VCB không chỉ duy trì vị thế ngân hàng dẫn đầu trong nước mà còn hướng tới nâng tầm thương hiệu trên bản đồ tài chính toàn cầu.

Bảng 14: Chiến lược trung hạn của VCB từ 2015-2024

Giai đoạn	Các chủ điểm chiến lược	Các hành động cụ thể
2015–2017	Chuyển đổi mô hình tăng trưởng; ứng dụng công nghệ; chuyển dịch cơ cấu thu nhập (tăng thu ngoài lãi)	- Định hướng “Speed - Efficiency - Sustainability” làm kim chỉ nam hoạt động. - Tăng trọng tâm vào hoạt động thanh toán / tài trợ thương mại (bắt nguồn từ vai trò ngân hàng ngoại thương). - Mục tiêu gia tăng CASA và nâng cao chất lượng nguồn vốn (phát triển tài khoản thanh toán, thúc đẩy deposits không kỳ hạn). - Bắt đầu chuẩn bị/triển khai các dự án chuyển đổi Core Banking để hỗ trợ mở rộng bán lẻ và dịch vụ số.
2018–2020	Chuyển đổi mô hình kinh doanh & cạnh tranh; ứng dụng công nghệ; chuẩn hoá quản trị rủi ro (hướng tới Basel II)	- Hoàn tất/triển khai chuẩn Basel II (VCB là một trong những ngân hàng đầu tiên đáp ứng) - nâng chuẩn an toàn vốn và quản trị. - Triển khai Core Banking Signature và ra mắt VCB Digibank (mốc then chốt của chuyển đổi số bán lẻ). - Chuyển dịch cơ cấu sang bán lẻ: tăng tỷ trọng dư nợ bán lẻ / CASA / thu nhập phí; mục tiêu trở thành “Number 1” retail bank. - Số hoá quản trị nội bộ, tối ưu hoá chi phí vận hành và cải thiện trải nghiệm khách hàng (ứng dụng eKYC, thanh toán trực tuyến).
2021–2024	Chuyển đổi mô hình tăng trưởng & phương thức cạnh tranh; số hóa toàn diện; nâng cao năng lực thực thi và ESG	- Đẩy mạnh tăng trưởng bán lẻ & tài trợ thương mại hậu COVID; được NHNN cấp room tín dụng tăng thêm năm 2022 nhờ chất lượng tài sản tốt (hỗ trợ tín dụng bút phá 2022). - Tích hợp ESG vào chiến lược: phát triển tín dụng xanh, ban hành ESMS, công bố báo cáo ESG theo chuẩn quốc tế (GRI/TCFD). - Số hoá toàn diện (mở rộng VCB Digibank, payments modernization, nâng cấp hạ tầng thanh toán) để tăng doanh số phí & cải thiện CASA. - Tăng cường quản trị rủi ro và dự phòng (giữ nợ xấu ở mức thấp; nâng tỷ lệ dự phòng), đồng thời tối ưu phân bổ vốn cho các ngành trọng tâm/hạ tầng. - Trở thành nhóm tài chính số 1 tại Việt Nam, lọt vào top 200 tập đoàn tài chính lớn nhất thế giới và top 700 công ty niêm yết lớn nhất toàn cầu, khẳng định vai trò tiên phong trong ngành.
2025-2030	Xây dựng thương hiệu lãnh đạo, phát triển sản phẩm và dịch vụ, đóng góp phát triển bền vững	- Ra mắt các sản phẩm tài chính đa dạng cho phân khúc bán lẻ, SME và doanh nghiệp lớn, bao gồm các khoản vay xanh và sản phẩm tiết kiệm bền vững. - Ứng dụng công nghệ tiên tiến để đổi mới sản phẩm và dịch vụ. - Tối ưu hóa quy trình vận hành nội bộ, giảm chi phí và nâng cao hiệu suất làm việc của đội ngũ nhân sự. - Tăng cường các dịch vụ kho bạc, thị trường tài chính và ngân hàng số, với mục tiêu nâng cao trải nghiệm khách hàng thông qua công nghệ AI và dữ liệu lớn.

Nguồn: VCB, CTCK Rong Viet

PHỤ LỤC - TRIỂN VỌNG NGÀNH

NĐT có thể tham khảo các nội dung về triển vọng ngành trong các báo cáo trước của chúng tôi:

- Tăng trưởng tín dụng và thu nhập phí từ kinh doanh bảo hiểm của ngành ngân hàng tại [đây](#).
- Triển vọng về thị trường tài trợ thương mại và đánh giá tác động của thông tư 14/2025/TT-NHNN về quy định tỷ lệ an toàn vốn mới tới ngành ngân hàng tại [đây](#).

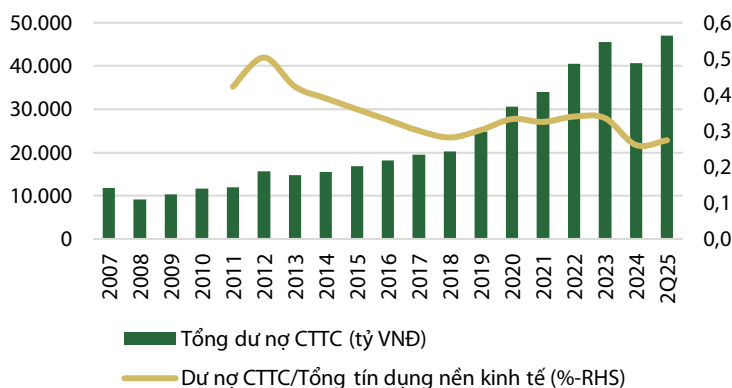
XU HƯỚNG PHÁT TRIỂN MÔ HÌNH TẬP ĐOÀN TÀI CHÍNH CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI TẠI VIỆT NAM

Mở rộng và tích hợp các dịch vụ tài chính gia tăng, bên cạnh hoạt động NHTM truyền thống, của các tổ chức tín dụng (TCTD) là một xu hướng tất yếu và gắn liền với sự phát triển của các thị trường tài chính trên thế giới cũng như tại Việt Nam, được thúc đẩy bởi hội nhập kinh tế, sự phát triển của khung pháp lý chi phối các DV tài chính có liên quan và nhu cầu thiết yếu của thị trường. Các ngân hàng đang ngày càng đa dạng hóa dịch vụ với sự thành lập các công ty con hay công ty liên doanh trong lĩnh vực chứng khoán, quản lý quỹ, bảo hiểm,... và tạo các kết nối với ngân hàng mẹ, mang lại sự cộng hưởng về giá trị gia tăng. Mục tiêu cuối cùng của quá trình này là tạo ra một hệ sinh thái dịch vụ tài chính đa dạng, nhằm đáp ứng một cách toàn diện nhu cầu dịch vụ tài chính của cá nhân và tổ chức trong nước và quốc tế, từ đó gia tăng lợi ích tối đa cho cổ đông của ngân hàng mẹ thông qua thúc đẩy doanh thu (lãi và phí) và giảm chi phí (chi phí vốn và chi phí hoạt động) khi mở rộng về quy mô.

Các dịch vụ tài chính gia tăng quan trọng cùng các mốc thời gian trong lịch sử

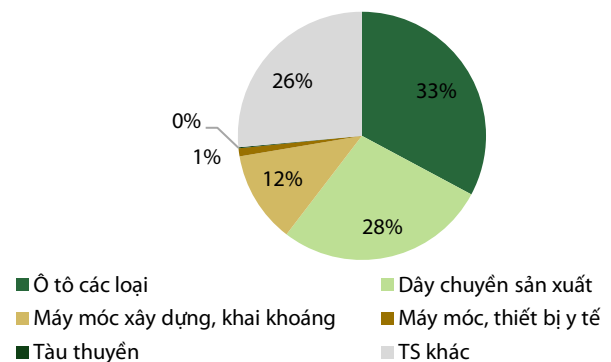
- **Cho thuê tài chính** (CTTC) có thể coi là DV đầu tiên mà các NHTM lựa chọn để "lấn sân", đặc biệt ở nhóm ngân hàng quốc doanh, khi hàng loạt công ty CTTC được thành lập vào năm 1998. Lúc đó, nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn mở cửa và hội nhập, hệ thống ngân hàng còn yếu kém, thủ tục vay vốn phức tạp, lãi suất cao, và DN thiếu tài sản thế chấp. CTTC xuất hiện như giải pháp thay thế, cho phép DN tiếp cận tài sản (máy móc, thiết bị, phương tiện) mà không cần vốn đầu tư lớn ban đầu, thanh toán dần theo doanh thu, và không chuyển quyền sở hữu ngay. Bốn NHTM Nhà nước (BID, CTG, VCB, Agribank) tiên phong trong việc thành lập các công ty CTTC trong năm 1998, theo sau là STB và ACB lần lượt vào năm 2006 và 2007. Mặc dù được phát triển từ sớm, thị trường CTTC ở Việt Nam sau hơn gần 30 năm hoạt động vẫn có quy mô nhỏ, chỉ chiếm tỷ lệ khiêm tốn so với tín dụng ngân hàng. Tính đến Q2-2025, dư nợ CTTC chỉ đạt khoảng 47 nghìn tỷ đồng, chiếm 0,28% tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống. Điều này là do nhiều yếu tố như Khung pháp lý không linh hoạt (hạn chế CTTC huy động vốn khi chỉ được sử dụng vốn tự có hoặc vay ngân hàng mẹ, dẫn đến chi phí vốn cao và khó mở rộng), CTTC khó cạnh tranh với ngân hàng về lãi suất và thủ tục nhanh chóng, và nhận thức của nhiều doanh nghiệp về CTTC còn hạn chế (coi là "cho vay trả hình" với lãi suất cao hơn ngân hàng). Do đó, số lượng công ty đang hoạt động trên thị trường CTTC tới nay chỉ dừng lại ở con số 8.

Hình 83: Quy mô thị trường Cho thuê tài chính tại Việt Nam còn rất khiêm tốn



Nguồn: Hiệp hội Cho thuê tài chính Việt Nam, NHNN, CTCK Rồng Việt ước tính

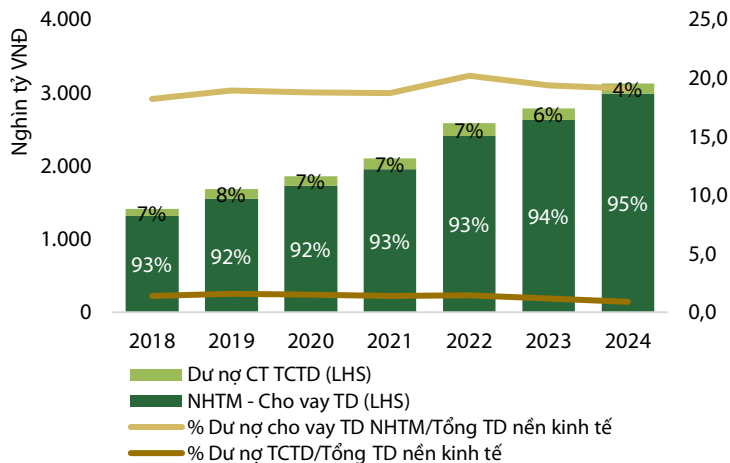
Hình 84: Hoạt động cho thuê tài chính hiện mới chỉ tập trung vào hai loại tài sản chính là phương tiện vận tải và dây chuyền sản xuất (2024)



Nguồn: Hiệp hội Cho thuê tài chính Việt Nam, CTCK Rồng Việt

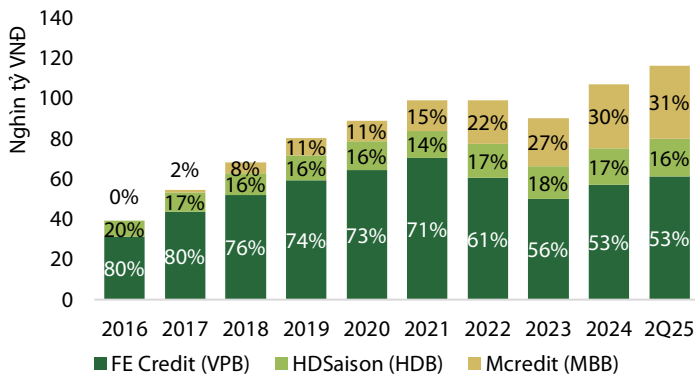
- Tới năm 2000, khi nhiều TCTD bắt đầu thành lập các **Công ty chứng khoán** của riêng mình, gắn liền với quá trình hình thành và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) non trẻ, trong bối cảnh kinh tế Việt Nam đang chuyển đổi mạnh mẽ từ nền kinh tế kế hoạch hóa sang cơ chế thị trường, hội nhập quốc tế. Sau đó, Luật Chứng khoán được ban hành vào năm 2006, tạo khung pháp lý cho quỹ đầu tư. Giai đoạn những năm 2005-2008 chứng kiến sự ra đời của hàng loạt các **Công ty quản lý quỹ** của các NHTM để đáp ứng nhu cầu đầu tư chuyên nghiệp, đa dạng hóa sản phẩm tài chính trong bối cảnh TTCK bùng nổ - kết quả của tăng trưởng kinh tế cao sau hội nhập quốc tế (WTO) và chính sách phát triển TTCK.
- **Công ty quản lý và khai thác tài sản (AMC)** đầu tiên là VCB AMC được ra đời khá sớm từ năm 1995. Đến năm 2001, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Quyết định số 150/2001/QĐ-TTg về việc thành lập mô hình Công ty quản lý nợ và khai thác tài sản trực thuộc NHTM để xử lý nợ tồn đọng. Tuy nhiên, cho đến khi chu kỳ nợ xấu từ 2008-2012 xảy ra, trong bối cảnh Việt Nam chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các khủng hoảng tài chính toàn cầu từ năm 2008 kết hợp với lạm phát cao, việc thành lập các công ty AMC trở nên phổ biến hơn do nhu cầu chuyên môn hóa quản lý nợ xấu của các NHTM. Các công ty này là bộ máy chuyên nghiệp để xử lý nợ xấu, cơ cấu lại nợ (như giãn nợ, miễn giảm lãi suất, chuyển nợ thành vốn góp), khai thác tài sản bảo đảm từ các khoản nợ xấu và để mua, bán nợ. **Tới năm 2013, Chính phủ phê duyệt Đề án xử lý nợ xấu và thành lập VAMC** – công ty TNHH một thành viên 100% vốn nhà nước đóng vai trò trung tâm trong xử lý nợ xấu toàn hệ thống, mua nợ bằng trái phiếu đặc biệt (TPĐB), không sử dụng ngân sách nhà nước trực tiếp.
- Giai đoạn từ năm 2013 đến năm 2016 chứng kiến sự ra đời của các **Công ty tài chính tiêu dùng (TCTD)** trực thuộc NHTM như HD Saison (liên doanh giữa HD Bank và Credit Saison Nhật Bản), FE Credit và MCredit (liên doanh giữa MB Bank và Shinsei Bank Nhật Bản). Đây là hình thức tài chính chuyên cung cấp các khoản vay nhỏ, không cần thế chấp, phục vụ nhu cầu tiêu dùng cá nhân như mua xe máy, điện thoại, đồ gia dụng và cho vay tiền mặt. Trước đó, hoạt động cho vay tiêu dùng đã manh nha từ năm 1995 qua các ngân hàng, nhưng chưa có công ty chuyên biệt. Sự thành lập của Home Credit Việt Nam vào năm 2008, với vốn từ Tập đoàn Home Credit (CH Séc), đánh dấu sự chính thức hóa thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam. Sự ra đời của loại hình TCTD này gắn liền với nhu cầu tiếp cận tín dụng dễ dàng hơn cho tầng lớp thu nhập thấp đến trung bình khi đại bộ phận khách hàng cá nhân thuộc phân khúc đại chúng (mass) chưa thể đáp ứng quy định (VD như chứng minh tài chính) của các sản phẩm vay truyền thống. Giai đoạn 2012-2020 là thời kỳ bùng nổ, với tốc độ tăng trưởng dư nợ trung bình 34%/năm, trong khi tốc độ tăng dư nợ tín dụng chung toàn nền kinh tế đạt 17,3%. Tăng trưởng mạnh mẽ của các công ty TCTD đã góp phần đưa dư nợ cho vay phục vụ nhu cầu đời sống và cho vay tiêu dùng nói chung (bao gồm dư nợ của NHTM) chiếm 20% dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế năm 2020 (theo Học viện Tài chính). Năm 2020, thị trường TCTD bị tổn thương bởi đại dịch COVID-19 ảnh hưởng tới thu nhập của đa số người dân lao động – phân khúc KH mục tiêu của các công ty TCTD - và sau đó rơi vào khủng hoảng nợ xấu từ năm 2022. Tới nay, thị trường này đã dần ổn định về nợ xấu và đang từng bước phục hồi về tăng trưởng cho vay (dư nợ 3 công ty TCTD tiêu biểu là FE Credit, HD Saison và MCredit tăng 4% YTD trong 1H25).

Hình 85: Tổng dư nợ tiêu dùng của các NHTM và công ty TCTD



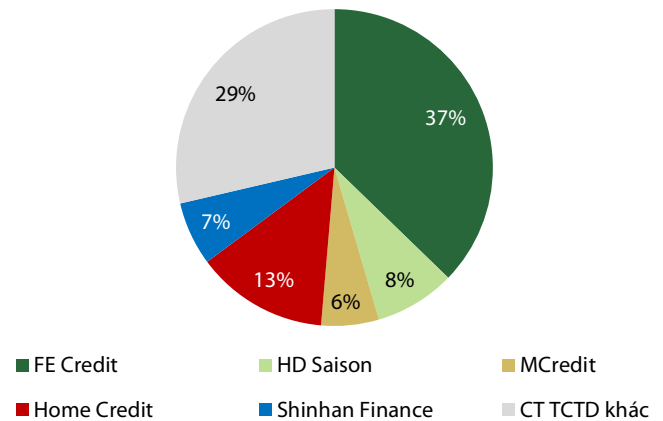
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 87: Tổng dư nợ của 3 công ty tài chính tiêu dùng trực thuộc ngân hàng



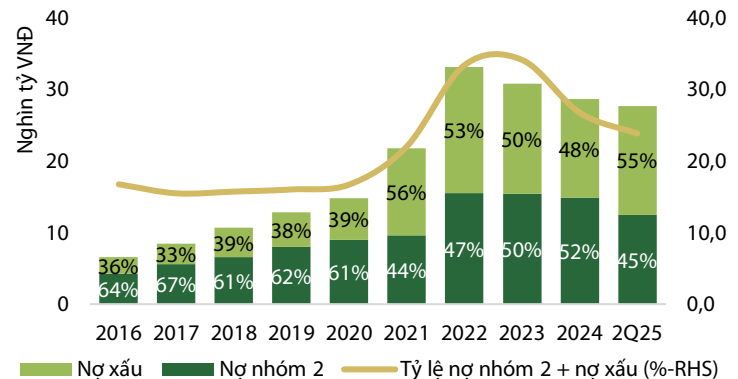
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 86: Thị phần ước tính của các công ty tài chính tiêu dùng năm 2022



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 88: Chất lượng tài sản của 3 công ty tài chính tiêu dùng FE Credit, HD Saison và MCredit

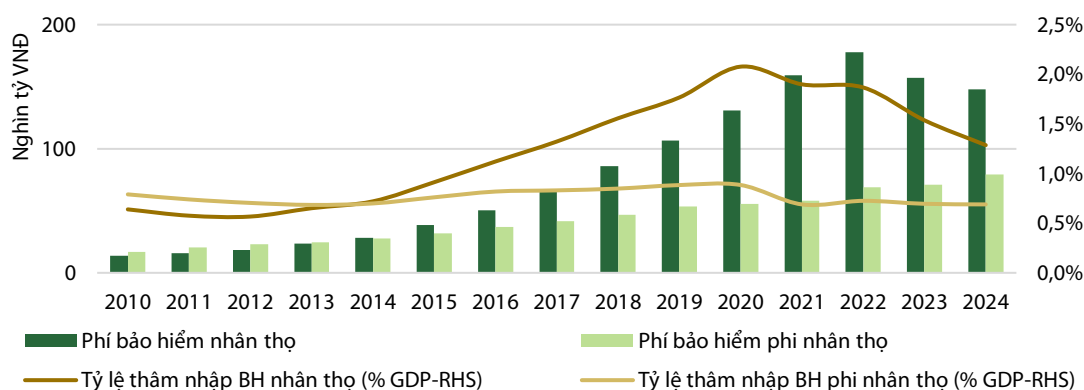


Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rồng Việt ước tính

- Thị trường bảo hiểm chứng kiến tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR 20-30%/năm giai đoạn 2001-2010 nhờ sự gia nhập ồ ạt của hàng loạt tập đoàn bảo hiểm toàn cầu, sau khi Luật Kinh doanh bảo hiểm được ban hành năm 2000, và nhu cầu bảo vệ tài chính ở đang ở giai đoạn sơ khai. Đối với thị trường **phân phối bảo hiểm qua ngân hàng Bancassurance**, các NHTM, nhìn chung, phát triển mảng bảo hiểm phi nhân thọ sớm hơn so với bảo hiểm nhân thọ do (1) tính dễ dàng tích hợp với khoản vay hơn (VD như bảo hiểm xe khi vay mua xe, bảo hiểm nhà khi vay mua nhà, hoặc bảo hiểm tín dụng), (2) dễ dự báo rủi ro hơn và (3) nhu cầu bảo hiểm nhân thọ gắn liền với sự phát triển của tầng lớp trung lưu, vốn phát triển mạnh và có phần ổn định từ những năm 2013 trở đi.
 - Đối với bảo hiểm phi nhân thọ:** Năm 2005, BIDV mua lại toàn bộ vốn của Tập đoàn bảo hiểm quốc tế QBE trong Công ty liên doanh bảo hiểm Việt - Úc để thành lập Công ty Bảo hiểm BIDV (BIC), đánh dấu sự ra đời của một trong những công ty bảo hiểm phi nhân thọ trực thuộc ngân hàng đầu tiên tại Việt Nam. Trong 1 vài năm sau đó, các NHTM có vốn Nhà nước như CTG, Agribank, MBB cũng lần lượt thành lập công ty con hoặc liên doanh về bảo hiểm phi nhân thọ của mình. Các NHTMCP mở rộng sang lĩnh vực này muộn hơn do khác biệt về định hướng ưu tiên phân bổ nguồn lực, với sự tham gia sớm nhất của VPB vào năm 2018 (thành lập OPES), theo sau là HD Insurance và TCB.
 - Đối với bảo hiểm phi nhân thọ:** VCB chỉ lựa chọn tham gia bảo hiểm nhân thọ với sự thành lập liên doanh bảo hiểm nhân thọ với Công ty Cardif (thuộc tập đoàn BNP Paribas-Pháp) năm 2007. Đây gần như là liên doanh bảo hiểm nhân thọ trực thuộc NHTM sớm nhất trên

thị trường, mặc dù sau đó VCB thoái vốn khỏi liên doanh năm 2019 để hợp tác phân phối bảo hiểm độc quyền với FWD. Hầu hết các NHTM trên thị trường, ngoại trừ BID và MBB, lựa chọn phương thức phân phối độc quyền các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ của các tập đoàn bảo hiểm nước ngoài. Điều này, cùng với nhu cầu bảo hiểm nhân thọ gia tăng, dẫn tới sự bùng nổ của các thỏa thuận độc quyền dài hạn (15-16 năm) từ năm 2015 cho đến 2020. Tuy nhiên, gần đây, một số NHTM (như TCB) đã chấm dứt các hợp đồng hợp tác phân phối độc quyền bancassurance để chuyển sang thành lập hoặc sở hữu công ty bảo hiểm nhân thọ riêng, trong khi VPB cũng có kế hoạch thành lập công ty bảo hiểm nhân thọ mới cho riêng mình. Đây là sự chuyển dịch chiến lược nhằm thích ứng với điều kiện thị trường mới, sau có sự kiện khủng hoảng niềm tin, siết chặt quy định, và nhu cầu kiểm soát toàn diện hệ sinh thái tài chính của mình.

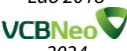
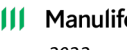
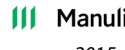
Hình 89: Quy mô phí (GWP) của thị trường bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ tại Việt Nam



Nguồn: IAV, CTCK Rồng Việt

- Các dịch vụ tài chính “ngách” khác như ***kinh doanh vàng bạc đá quý*** (chủ yếu vàng miếng) và ***chuyển tiền kiều hối*** thường được coi là các hoạt động hỗ trợ cho ngân hàng thương mại. Chỉ một số ít các NHTM lớn như VCB, CTG và STB thành lập pháp nhân riêng để kinh doanh lĩnh vực này, xuất phát từ quy định nghiêm ngặt, rủi ro kinh doanh cao và yêu cầu về quy mô, uy tín của ngân hàng.

Hình 90: Hệ sinh thái DV tài chính của 10 ngân hàng thương mại niêm yết dẫn đầu về quy mô tổng tài sản

	Ngân hàng	 BIDV	 VietinBank	 Vietcombank	 MB	 VPBank Ngân Hàng Việt Nam Thịnh Vượng	 TECHCOMBANK	 ACB	 SHB	 Sacombank	 HDBank
Ngân hàng thương mại truyền thống	Ngân hàng con	 LAOViet Bank BRIDGE OF SUCCESS 1999 (65%)		 Vietcombank ບັນດາບັນດາ Lào 2018	 MBCambodia 2023				 SHB Lào 2015	 Sacombank Lào 2008	
		 BIDC Bank BRIDGE OF SUCCESS 2009 (99%)	 VietinBank ບັນດາບັນດາ Lào 2015	 VCBNeo 2024	 MBV 2024	 GPBank 2025			 SHB Campuchia 2016	 Sacombank Campuchia 2009	 Vikki Digital Bank 2025
	Liên doanh	 VRB VIETNAM - RUSSIA BANK 2006 (50%)	 TVB 1992 (50%)								
Cho thuê tài chính <i>Từ 1998</i>	Cty Cho thuê tài chính	 BSL 1998 (50%)	 VietinBank LEASING 1998	 VCBL 1998				 ACBL 2007		 Sacombank-SBL CÔNG TY CHO THUÊ TÀI CHÍNH 2006	
Chứng khoán, đầu tư <i>Từ 1999</i>	Công ty chứng khoán	 BSC 1999 (52%)	 VietinBank SECURITIES 2000 (76%)	 VCBS 2002	 MBS 2000 (76%)	 VPBank Securities 2022	 TECHCOMSECURITIES 2008 (89%)	 ACBS 2000		 HD Securities ĐẦU TƯ THỰC NGHIỆP 2011(30%)	
	Cty Quản lý quỹ		 VietinBank CAPITAL 2010	 VCBF Ngân Liên Quốc Tế Lãi Thử Địa Phương 2005 (51%)	 MBCapital 2007 (91%)		 TECHCOMCAPITAL 2008 (89%)	 ACBC 2008		 HDCapital 2008*	
Quản lý nợ xấu và Khai thác TSBD của các khoản nợ xấu <i>Từ 2002</i>	Công ty AMC	 SAND 2011	 VietinBank AMC 2010		 MBAMC 2002	 VPBank AMC Công Ty TNHH Quản Lý Tài Sản Ngân Hàng Việt Nam Thịnh Vượng 2006	 TECHCOMASSET MANAGEMENT 2008	 ACBA 2004	 SHAMC 2009	 Sacombank-SBA CÔNG TY QUẢN LÝ NỢ & KHAI THÁC TÀI SẢN 2006	
Kinh doanh vàng <i>Từ 2008</i>	Công ty vàng bạc đá quý		 VietinBank GOLD & JEWELLERY 2010							 Sacombank-SBJ CÔNG TY VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ 2008	
Tài chính tiêu dùng <i>Từ 2013</i>	Công ty TCTD			 mcredit Khi bạn cần 2016 (50%)		 FE CREDIT 2014 (50%)			 SHB Finance TÀI CHÍNH TIÊU DÙNG 2016 (50%)		 HD SAISON TÀI CHÍNH TIÊU DÙNG 2013 (50%)
Bảo hiểm	Phân phối độc quyền banca <i>Từ 2015</i>		 Manulife 2022	 FWD 2020		 Manulife 2015	 Manulife 2017	 Sun Life 2020		 DAI-ICHI LIFE 2017	

**Cty Bảo hiểm
nhân thọ**
Từ 2013

BIDV-MetLife
2013 (37%)

MB ageas
2016 (61%)

TECHCOMINSURANCE
2025 (80%)

**Cty Bảo hiểm
phi nhân thọ**
Từ 2005

BICO
TỔNG CÔNG TY BẢO HIỂM BICO
2005 (51%)

VBI
BẢO HIỂM VIETINBANK
2008 (73%)

MIC
2007 (68%)

OPES
The Digital Insurer
2018 (99%)

TECHCOMINSURANCE
2024 (68%)

HD Insurance
2020*

**DV Chuyển tiền
quốc tế**

**Công ty kiểu
hối, chuyển
tiền quốc tế**

VCBR
Vietcombank Remittance
2017

Sacombank-SBR
2006

DONGA
Money Transfer
2025*

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp *bên liên quan chưa trực tiếp sở hữu

Tài sản số và vàng – những thị trường chưa được khai phá và cơ hội tăng trưởng thu nhập phi hấp dẫn cho ngành ngân hàng

Năm 2025, thị trường tài chính chào đón một cải cách lớn về chính sách khi Chính phủ ban hành Nghị quyết số 05/2025/NQ-CP (NQ 05) về việc triển khai thí điểm thị trường tài sản mã hóa tại Việt Nam, đưa tài sản số ra khỏi “vùng xám” pháp lý và tích hợp vào thị trường tài chính Việt Nam. Chúng tôi tin rằng văn bản này sẽ đánh dấu một trang mới có ý nghĩa chiến lược trong hành trình mở rộng chuỗi giá trị DV tài chính của ngành ngân hàng. Điều này là bởi nguồn lực tài chính mạnh, mạng lưới khách hàng rộng, và hạ tầng công nghệ tài chính phát triển của các ngân hàng, bên cạnh các loại hình doanh nghiệp khác, là cần thiết để có thể tối ưu hóa vận hành của thị trường tài sản mã hóa. Ngoài ra, do quy mô của thị trường này rất lớn với giá trị giao dịch tiền mã hóa của người Việt Nam năm 2023 ước đạt 120 tỷ USD (theo Chainalysis), các NHTM sở hữu các công ty dịch vụ tài sản mã hóa sớm được cấp phép trong giai đoạn thí điểm sẽ có tiềm năng gia tăng lợi nhuận (thông qua các khoản đầu tư dài hạn hoặc công ty liên kết) đáng kể trong 5 năm tới.

Về cơ bản, NQ 05 (ban hành ngày 9/9/2025, hiệu lực từ cùng ngày, thí điểm trong 5 năm) quy định về triển khai thí điểm chào bán, phát hành tài sản mã hóa (tokenized assets), tổ chức giao dịch tài sản mã hóa và cung cấp dịch vụ liên quan khác (tự doanh, lưu ký, cung cấp nền tảng phát hành tài sản mã hóa). Thị trường giao dịch tài sản mã hóa tại Việt Nam sẽ hoạt động theo mô hình tập trung (CEX) và các nhà đầu tư trong nước đang có tài sản mã hóa cùng nhà đầu tư nước ngoài được mở tài khoản tại tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa do Bộ Tài chính cấp phép để lưu ký, mua, bán tài sản mã hóa tại Việt Nam. Nghị quyết cũng quy định **Bộ Tài chính phối hợp chặt chẽ với NHNN và Bộ Công an để lựa chọn tối đa 5 tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa**. Dự kiến trước thời điểm năm 2026 sẽ có những doanh nghiệp đầu tiên được cấp phép hoạt động giao dịch tài sản mã hóa tại Việt Nam.

Điều kiện cấp giấy phép dịch vụ tổ chức thị trường giao dịch tài sản mã hóa có một số ý nổi bật như sau:

- (1) là doanh nghiệp Việt Nam có đăng ký kinh doanh ngành, nghề hoạt động cung cấp dịch vụ liên quan đến tài sản mã hóa;
- (2) có vốn điều lệ tối thiểu 10 nghìn tỷ đồng;
- (3) có tối thiểu 65% vốn do tổ chức góp vốn, và trong đó có trên 35% vốn do ít nhất 02 tổ chức là ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty bảo hiểm, doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ góp vốn (các cổ đông tổ chức phải có lãi trong 2 năm liền trước năm để nghị cấp giấy phép và BCTC 2 năm liền trước phải được kiểm toán và ý kiến kiểm toán là chấp nhận toàn phần);
- (4) Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa nước ngoài tại các tổ chức cung cấp DV tài sản mã hóa là 49%;
- (5) Hệ thống công nghệ thông tin phải đáp ứng tiêu chuẩn cấp độ 4 an toàn hệ thống công nghệ thông tin theo quy định pháp luật về an toàn thông tin.

Trên thực tế, Nhà nước đã chính thức công nhận tài sản số khi Quốc hội thông qua Luật Công nghiệp Công nghệ số hồi tháng 7/2025. Với quan điểm điều hành chính sách cởi mở hơn của Nhà nước về lớp tài sản này, hàng loạt các pháp nhân mới được thành lập để chuẩn bị tham gia vào thị trường đầy tiềm năng này (**Bảng 15**). Tính đến ngày 6/10/2025, chúng tôi ghi nhận có 9 doanh nghiệp liên quan đến tài sản mã hóa được thành lập, trong đó có ít nhất 3 doanh nghiệp có liên quan gián tiếp tới các ngân hàng **TCB, VPB, HDB**. Ngoài ra, ngân hàng **MBB** cũng tỏ rõ ý định tham gia vào thị trường này với việc ký kết biên bản ghi nhớ hợp tác MoU với Dunamu - đơn vị vận hành sàn Upbit của Hàn Quốc - để được chuyển giao công nghệ và hỗ trợ thành lập sàn giao dịch. Mặt khác, một số NHTM Nhà nước lại tương đối cẩn trọng đối với việc tham gia vào thị trường này khi hiện mới chỉ dừng ở khâu nghiên cứu và tiếp tục chờ khung pháp lý rõ ràng hơn để triển khai.

Bảng 15: Đã có 9 doanh nghiệp tham gia vào “cuộc đua” cung cấp dịch vụ giao dịch tài sản mã hóa tính đến ngày 6/10/2025

Tổ chức Sàn giao dịch	Thời điểm thành lập	Vốn điều lệ ban đầu (tỷ đồng)	Cổ đông	Đối tác quốc tế	Chú thích
SSID (SSI Digital)	25/3/2022	200	Quỹ đầu tư Thành viên SSI (SSI IMF): 68,54%.	Đã ký kết hợp tác với các đối tác SSI sở hữu 76,15% SSI IMF, và sở hữu công nghệ quốc tế như Tether, gián tiếp 38% SSID. U2U Network và Amazon Web Services (AWS) nhằm thúc đẩy xây dựng hệ sinh thái hạ tầng tài chính số, Blockchain và điện toán đám mây tại Việt Nam.	
TCEX	5/5/2025	3	- Ông Nguyễn Xuân Minh: 89% - TCBS: 9.9% - Quản lý quỹ Kỹ thương: 1.1%		Ông Nguyễn Xuân Minh là chủ tịch TCBS – công ty con của ngân hàng TCB . Chủ tịch của Hiệp hội Blockchain Việt Nam, ông Phạm Đức Trung, cũng là chủ tịch HĐQT của CTCP 1Matrix và nắm giữ 30% vốn tại công ty này thông qua DeCom Holdings. Các cổ đông còn lại của 1Matrix có liên quan tới ngân hàng TCB.
Vimexchange	5/6/2025	10.000	- Vimedimex Group: 50% - Bảo Tín Mạnh Hải: 10% - Chứng khoán Hòa Bình (HBS): 2% - Các cổ đông khác: CTCP Đầu tư & Phát triển Hòa Bình, CTCP Biển Tiên Sa, Công ty CP Tập đoàn Đầu tư Phát triển Việt Nam, Công ty CP Quản lý Quỹ Quốc tế, Công ty CP Dược phẩm Vimedimex.		
VIXEX	26/8/2025	1.000	- CTCP FTG Việt Nam: 64,5% - CTCP Truyền thông - Máy tính - Điều khiển 3C: 20,5% - Chứng khoán VIX: 15%		
DNEX	9/9/2025	2	- CTCP Quản lý quỹ Fundgo: 30% - CTCP Trustpay: 30% - CTCP Công nghệ Quản lý Tài sản số: 40%		Các cổ đông này có liên quan tới ông Nguyễn Chí Công – Thành viên HĐQT CTCP Đầu tư HVA (UpCOM: HVA).
DolphinEX	12/09/2025	50	- CTCP Công nghệ dữ liệu lớn: 45% - Ông Đỗ Xuân Lộc: 45% - Ông Nguyễn Quang Minh: 10%.		Doanh nghiệp này được đổi tên từ Công ty công nghệ là CTCP Công nghệ TITA.
CAEX	19/9/2025	25	- CTCP LynkiD: 50% - Công ty TNHH Đầu tư Future Land: 39% - VPBankS (công ty con của VPB): 11%		
HDEX	25/9/2025	200	- CTCP Galaxy Technology Services: 75% - Chứng khoán HD: 15% - Galaxy Pay: 10%		HDB sở hữu 30% vốn tại công ty chứng khoán HD.
LPEX	30/9/2025	6,8	- Ông Dương Văn Quyết: 40% - Bà Nguyễn Thị Bích Ngọc: 30% - Ông Vũ Phát Đạt: 30%		LPEX có trụ sở chính tại Tòa nhà LPB – hội sở chính của ngân hàng LPB . Đang chuẩn bị nâng vốn để tham gia thí điểm.

Ngân hàng **MBB***

Đã ký MoU hợp tác kỹ thuật với Tập đoàn Dunamu – đơn vị vận hành sàn giao dịch tiền số Upbit lớn nhất tại Hàn Quốc và top 3 toàn cầu – để triển khai một sàn giao dịch tài sản số tại Việt Nam.

Nguồn: CTCK Rong Viet tổng hợp *Chưa thành lập doanh nghiệp chính thức có hoạt động kinh doanh về dịch vụ tài sản mã hóa

Theo Triple-A, có hơn 21% dân số Việt Nam sở hữu tiền số vào năm 2023, cao thứ hai thế giới chỉ sau UAE. Còn theo báo cáo của Chainalysis, giá trị giao dịch tài sản mã hóa của người Việt Nam ước tính khoảng 120 tỷ USD vào năm 2023 và tất cả các hoạt động giao dịch đều diễn ra trên các sàn giao dịch ở nước ngoài. Như vậy, việc hợp thức hóa tài sản mã hóa tại Việt Nam không chỉ hạn chế hiện tượng “chảy máu ngoại tệ” mà nó còn mang lại nguồn thu rất lớn cho Nhà nước (thu thuế giao dịch) và các tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản mã hóa liên quan đến phí giao dịch hay lưu ký.

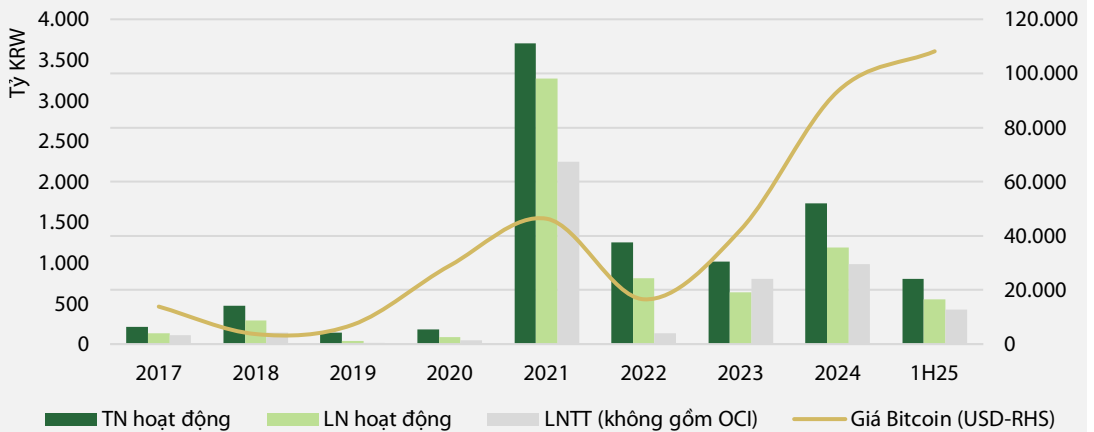
Chúng tôi cho rằng quy định về vốn điều lệ và cơ cấu cổ đông có thể không phải là rào cản lớn nhất cho các doanh nghiệp lớn trong việc gia nhập thị trường này, thay vào đó, rào cản kỹ thuật như năng lực công nghệ (hạ tầng blockchain, bảo mật an ninh mạng,...) và nhân lực trình độ chuyên môn cao (VD như chuyên gia blockchain) có thể là nút thắt các doanh nghiệp cần phải tập trung giải quyết trước khi được cấp phép từ Bộ Tài chính. Điều này đòi hỏi sự đầu tư lớn vào hạ tầng công nghệ cũng và hợp tác Do đó, chúng tôi kỳ vọng những doanh nghiệp có lợi thế về nền tảng công nghệ (VD như TCEX với sự am hiểu về blockchain và fintech) hoặc hợp tác với đối tác quốc tế về chia sẻ công nghệ và hạ tầng (như trường hợp của SSID và MBB) sẽ là những ứng cử viên sáng giá đầu tiên được cấp phép.

Sơ lược về Dunamu

Thành lập năm 2012, Dunamu khởi đầu là một công ty fintech chuyên về blockchain tại Seoul, Hàn Quốc.

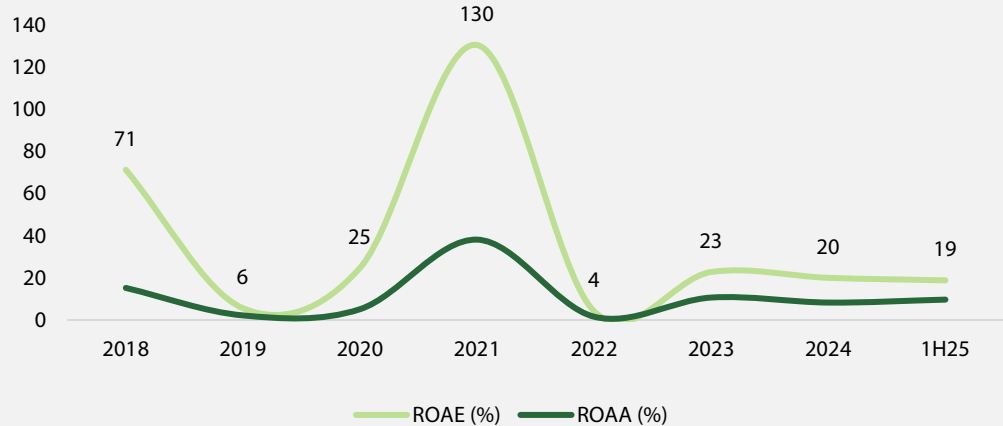
- Nguồn doanh thu chính của Dunamu đến từ phí giao dịch (98%) trên các nền tảng giao dịch cho cổ phiếu trung gian kết nối với các CTCK như Stockplus (ra mắt T2/2014) và nền tảng blockchain như Upbit (ra mắt T10/2017), Upbit NFT (ra mắt T11/2021), Upbit Staking (DV staking - quá trình mà người nắm giữ tiền điện tử hỗ trợ hoạt động của blockchain bằng cách khóa tài sản tiền điện tử của họ để giúp xác thực giao dịch, thêm khối mới và bảo mật mạng để đổi lấy phần thưởng. Phần nhỏ doanh thu còn lại đến từ các dịch vụ khác như: DV xây dựng chỉ số tài sản số, DV lập chỉ mục dữ liệu và node Blockchain dành cho nhà phát triển trên Web3,....
- Upbit hiện là sàn giao dịch tiền số lớn nhất của Hàn Quốc với hơn 8 triệu người dùng hoạt động thường xuyên (theo Coinranking), chiếm khoảng 70% thị phần và có giá trị giao dịch hàng ngày đạt 2,5 tỷ USD (CoinGecko, tháng 9/2025).
- Dunamu thu phí giao dịch dựa trên mô hình maker/taker (maker: đặt lệnh chờ, taker: khớp lệnh ngay). Mức phí này thay đổi theo giá trị giao dịch của người dùng (giao dịch càng nhiều, tỷ lệ phí giao dịch càng thấp) và dao động từ 0,05%-0,25%.
- Do doanh thu đến chủ yếu từ phí giao dịch, hiệu quả hoạt động của công ty phụ thuộc vào biến động thị trường tiền điện tử (crypto) với doanh thu và lợi nhuận bùng nổ trong năm bull market 2021, tăng trưởng cao trong năm 2024 và sụt giảm trong bear market (2019-2020, 2022-2023).
- Doanh thu và LNST-CĐM nửa đầu năm 2025 của Dunamu đạt lần lượt 802 tỷ KRW (+2% YoY) và 421 tỷ KRW (+5% YoY), tương ứng gần 570 triệu USD và gần 300 triệu USD.

Hình 91: Thu nhập hoạt động, lợi nhuận hoạt động và LNTT (không bao gồm thu nhập toàn diện khác của Dunamu)



Nguồn: Dunamu, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 92: Hiệu quả hoạt động của Dunamu



Nguồn: Dunamu, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bên cạnh thị trường tài sản mã hóa, **Chính phủ cũng đang tiến hành cải cách toàn diện đối với thị trường vàng**. Theo đó, Chính phủ đã ban hành **Nghị định số 232/2025/NĐ-CP (NĐ 232)** ngày 26/8/2025, có hiệu lực từ 10/10/2025, sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. NĐ 232 chính thức bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước trong sản xuất vàng miếng và nhập khẩu vàng nguyên liệu sang cơ chế thị trường có kiểm soát, mở cửa thị trường vàng cho các NHTM và doanh nghiệp đủ điều kiện kinh doanh. Trong nghị định này, chúng tôi nhấn mạnh hai điều khoản có tác động tới hoạt động của các NHTM:

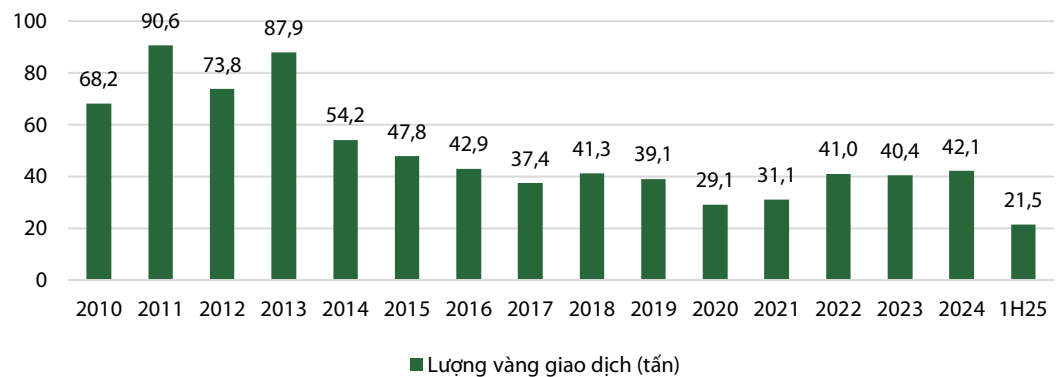
- Đáng chú ý, NĐ này quy định việc *thanh toán mua, bán vàng có giá trị từ 20 triệu đồng trong ngày trở lên của một khách hàng phải được thực hiện qua tài khoản ngân hàng*. Quy định này nhằm tăng tính minh bạch cho thị trường vàng, chống rửa tiền và đồng thời tích hợp chặt chẽ hoạt động kinh doanh vàng vào hệ thống tài chính ngân hàng khi chuyển dòng tiền mặt thanh toán các giao dịch vàng trước đây sang kênh ngân hàng. Với giá trị giao dịch vàng miếng năm 2024 trên thị trường chính thức ước đạt 4 tỷ USD theo số liệu khối lượng của Hội đồng vàng thế giới, **chúng tôi kỳ vọng quy định này có thể giúp bổ sung tiền gửi CASA với giá trị ước tính hàng tỷ đô cho hệ thống ngân hàng từ các giao dịch vàng, chưa kể doanh thu phí giao dịch liên quan**. Các ngân hàng dẫn đầu về thị phần tiền gửi như nhóm Big 4 ngân hàng quốc doanh

(chiếm 54% thị phần năm 2024), và Big 4 NHTMP (MBB, VPB, TCB, ACB chiếm 22% thị phần 2024) sẽ được hưởng lợi từ việc gia tăng nguồn tiền CASA này.

- NĐ cũng cho phép các NHTM có vốn điều lệ trên 50 nghìn tỷ đồng tham gia sản xuất vàng miếng. Tính đến 30/6/2025 có 8 NHTM thỏa mãn điều kiện này, bao gồm BID, CTG, VCB, Agribank, MBB, TCB, VPB, ACB. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rằng hoạt động này có thể không thực sự hấp dẫn đối với các ngân hàng, chủ yếu vì biên lợi nhuận thấp (biên gộp bình quân dưới 5%), rủi ro thị trường cao và không phù hợp với mô hình kinh doanh cốt lõi của NHTM.

Điểm tiếp theo liên quan đến tiến trình cải cách thị trường vàng là kế hoạch **thành lập sàn giao dịch vàng tập trung** khi hồi tháng 5/2025 Chính phủ đã yêu cầu NHNN nghiên cứu về điều này. Đến nay, dự án đang trong giai đoạn nghiên cứu và chuẩn bị. NHNN đang cân nhắc ba mô hình: sàn vàng quốc gia độc lập, tích hợp vào sàn hàng hóa hiện có, hoặc gắn với trung tâm tài chính quốc tế (như tại TP.HCM, Đà Nẵng). Do đó, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sàn vàng hoạt động theo mô hình tập trung dưới sự quản lý của cơ quan Nhà nước (gần giống mô hình của Trung Quốc). Trong mô hình này, các NHTM có thể đóng vai trò là trung gian giao dịch, nhà cung cấp dịch vụ tài chính liên quan đến vàng (như tài khoản vàng, nền tảng giao dịch trực tuyến, sản phẩm phái sinh). Nhìn chung, việc thành lập sàn vàng sẽ giúp đưa lượng vàng lớn trong dân vào lưu thông trong hệ thống ngân hàng, cho phép các ngân hàng mở rộng cho vay sản xuất và đầu tư, góp phần thúc đẩy GDP. Rõ ràng, điều này sẽ giúp làm gia tăng CASA và phí dịch vụ liên quan giao dịch vàng. Trong đó, **chúng tôi kỳ vọng các NHTM đủ điều kiện nhập khẩu nguyên liệu vàng, sản xuất vàng miếng, có lợi thế hơn trong việc sớm được triển khai nền tảng giao dịch trung gian nhờ khả năng tự chủ về nguồn vàng vật chất để hỗ trợ thanh toán hoặc lưu ký vàng trên sàn giao dịch vàng tập trung.**

Hình 93: Giá trị giao dịch vàng miếng ước tính trên thị trường chính thức hàng năm



Nguồn: WGC, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng ba ngân hàng quốc doanh niêm yết còn lại tại Việt Nam là BID, CTG và Agribank cùng sáu ngân hàng thương mại khác từ các nền kinh tế mới nổi Châu Á có vị thế tương đồng so sánh về các chỉ số tài chính và định giá. Các ngân hàng trong khu vực này đều là những tổ chức tài chính hàng đầu tại quốc gia của họ với có quy mô lớn, mạng lưới rộng, và có sở hữu Nhà nước (trực tiếp hoặc gián tiếp) tương tự như VCB.

BIDV (BID VN), thành lập năm 1957, là NHTM quốc doanh lớn nhất Việt Nam, với tổng tài sản hơn 100 tỷ USD vào năm 2024. BID đóng vai trò quan trọng trong tài trợ các dự án cơ sở hạ tầng và doanh nghiệp lớn. Thị phần tín dụng năm 2024 của BID chiếm khoảng 13% tổng tín dụng tại Việt Nam.

Vietinbank (CTG VN), thành lập năm 1988, là NHTM quốc doanh có quy mô lớn tại Việt Nam, với lợi nhuận trước thuế năm 2024 là 1,27 tỷ USD và tổng tài sản hơn 90 tỷ USD. Vietinbank dẫn đầu hệ thống về tài trợ cho công nghiệp, thương mại và dịch vụ ngân hàng doanh nghiệp, với ảnh hưởng lớn đến kinh tế trong nước và thị phần năm 2024 đạt khoảng 11%.

Agribank (không niêm yết), thành lập năm 1988, là NHTM quốc doanh lớn nhất về mạng lưới tại Việt Nam, với tổng tài sản hơn 80 tỷ USD vào năm 2024. Agribank đóng vai trò quan trọng trong tài trợ cho nông nghiệp, nông thôn và các dự án phát triển kinh tế nông thôn. Thị phần tín dụng năm 2024 của Agribank chiếm khoảng 11% tổng tín dụng tại Việt Nam.

Ngân hàng Trung Quốc (3988 HK). Ngân hàng Trung Quốc (BOC) được thành lập vào năm 1912, là một trong những ngân hàng lâu đời nhất Trung Quốc, và là ngân hàng quốc doanh lớn thứ 4 tại Trung Quốc với tổng tài sản khoảng 4,8 nghìn tỷ USD (2024). BOC có trụ sở tại Bắc Kinh và hoạt động tại hơn 55 quốc gia. BOC trong lĩnh vực tài chính quốc tế, đặc biệt là quản lý ngoại hối và thương mại toàn cầu.

Punjab National Bank (PNB IN). PNB ban đầu là ngân hàng tư nhân đầu tiên của người Ấn Độ khi được thành lập năm 1894, được quốc hữu hóa vào năm 1969. Năm 2020, PNB sáp nhập với United Bank of India và Oriental Bank of Commerce, mở rộng đáng kể quy mô và phạm vi hoạt động, nâng tổng số chi nhánh lên hơn 11.000 trên toàn quốc và hiện là ngân hàng công lớn thứ hai của Ấn Độ. PNB tập trung phục vụ vào các phân khúc kinh tế thiết yếu của Ấn Độ như tài chính nông nghiệp, bán lẻ, SME. Tỷ lệ nợ xấu của PNB nói riêng và các ngân hàng Ấn Độ nói chung khá cao, khoảng 5%-6% vào năm 2024.

Krung Thai Bank (KTB TB) là NHTM nhà nước lớn của Thái Lan, thành lập năm 1966, trụ sở tại Bangkok. Đây là NHTM quốc doanh với cổ đông chính là Quỹ Phát triển Các Tổ chức Tài chính (FIDF), đại diện cho Bộ Tài chính, sở hữu khoảng 55% cổ phần. Tính đến năm 2024, tổng tài sản của KTB đạt gần 110 tỷ USD, xếp thứ tư tại Thái Lan. Mối quan hệ chặt chẽ với chính phủ mang lại lợi thế trong việc tiếp cận các dự án lớn và nguồn vốn ổn định nhưng đôi khi khiến KTB phải gánh các khoản vay rủi ro cao, dẫn đến tỷ lệ nợ xấu cao hơn trung bình ngành trong quá khứ.

Malayan Banking Bhd (MAY MK) là ngân hàng lớn nhất Malaysia tính theo tổng tài sản (240 tỷ USD năm 2024), thành lập năm 1960, trụ sở tại Kuala Lumpur. MayBank cung cấp dịch vụ tài chính đa dạng, hoạt động mạnh tại Đông Nam Á như Singapore và Indonesia.

Bank Mandiri Persero Tbk PT (BMRI IJ) Ngân hàng quốc doanh lớn nhất Indonesia về tài sản (gần 150 tỷ USD năm 2024), thành lập năm 1998, trụ sở tại Jakarta. Dẫn đầu trong ngân hàng thương mại và bán lẻ.

Bank Rakyat Indonesia Persero Tbk PT (BBRI IJ) là ngân hàng quốc doanh lớn thứ hai của Indonesia với tổng tài sản hơn 120 tỷ USD (2024), thành lập năm 1895, trụ sở tại Jakarta. Tập trung vào tài chính vi mô, doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Bảng 16: So sánh quy mô

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 5 năm
Tổng tài sản (Triệu USD)							
VCB VN Equity	52.767	57.418	61.990	76.753	75.806	81.847	9
BID VN Equity	64.294	65.663	77.179	89.738	94.807	108.330	11
CTG VN Equity	53.539	58.079	67.098	76.541	83.753	93.600	12
3988 HK Equity	3.269.900	3.738.600	4.204.200	4.188.300	4.567.100	4.803.300	8
PNB IN Equity	0	112.965	174.918	176.426	181.876	191.782	11
KTB TB Equity	101.231	110.944	107.105	103.665	106.969	108.982	1
MAY MK Equity	203.988	213.123	213.616	215.259	223.894	240.403	3
BBRI IJ Equity	102.315	108.568	117.852	120.309	127.664	122.540	4
BMRI IJ Equity	95.201	110.734	121.189	128.493	141.256	149.239	9
Trung bình	438.137	508.455	571.683	575.054	622.570	655.558	8
Trung vị	95.201	110.734	117.852	120.309	127.664	122.540	5
Vốn chủ sở hữu (Triệu USD)							
VCB VN Equity	3.490	4.070	4.780	5.736	6.798	7.695	17
BID VN Equity	3.216	3.308	3.642	4.206	4.858	5.481	11
CTG VN Equity	3.314	3.673	4.072	4.552	5.151	5.789	12
3988 HK Equity	265.919	312.296	350.081	351.372	370.291	385.817	8
PNB IN Equity	0	8.475	12.644	12.854	12.527	13.243	9
KTB TB Equity	11.369	11.451	10.842	10.859	11.703	12.919	3
MAY MK Equity	19.942	21.002	20.639	19.467	20.619	21.008	1
BBRI IJ Equity	14.900	14.174	20.278	19.301	20.229	19.497	6
BMRI IJ Equity	14.776	13.600	14.375	14.811	16.947	17.449	3
Trung bình	37.436	43.561	49.039	49.240	52.125	54.322	8
Trung vị	11.369	11.451	12.644	12.854	12.527	13.243	3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng 17: So sánh thị phần với các ngân hàng quốc doanh Việt Nam

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Thị phần tín dụng (%)						
VCB VN Equity	9,1	9,2	9,3	9,7	9,4	9,3
BID VN Equity	13,9	13,4	13,1	12,9	13,2	13,2
CTG VN Equity	11,6	11,2	10,9	10,7	10,9	11,1
Agribank	13,7	13,2	12,6	12,1	11,4	11,0
Thị phần huy động tiền gửi (%)						
VCB VN Equity	12,8	12,6	12,6	12,5	12,0	11,6
BID VN Equity	15,4	15,0	15,3	14,9	14,6	15,0
CTG VN Equity	12,3	12,1	12,9	12,6	12,1	12,3
Agribank	17,5	17,2	17,1	16,4	15,6	14,7
Thị phần CASA (%)*						
VCB VN Equity	21,4	20,1	19,4	21,4	20,1	19,9
BID VN Equity	14,4	14,3	13,9	14,1	14,3	14,1
CTG VN Equity	12,3	12,5	12,1	13,0	13,5	14,6
Agribank	11,4	9,8	9,8	9,8	8,9	9,1

Nguồn: SBV, Báo cáo các ngân hàng, CTCK Rông Việt *Tính trên quy mô 27 NHTM niêm yết và Agribank

Bảng 18: So sánh định giá

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Bình quân gia quyền 5Y
Tỷ trọng năm	10%	10%	10%	20%	20%	30%	
Định giá P/B (lần)							
VCB VN Equity	4,1	3,8	3,4	2,8	2,7	2,6	3,0
BID VN Equity	2,4	2,5	2,3	2,0	2,1	1,9	2,1
CTG VN Equity	1,0	1,5	1,8	1,2	1,2	1,4	1,3
3988 HK Equity	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
PNB IN Equity	0,6	0,3	0,4	0,6	1,0	1,0	0,8
KTB TB Equity	0,5	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5
MAY MK Equity	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,3	1,1
BBRI IJ Equity	1,9	2,0	1,7	2,0	2,4	1,8	2,0
BMRI IJ Equity	1,3	1,2	1,3	1,7	1,9	1,7	1,6
Trung bình	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Trung vị	1,0	1,2	1,3	1,2	1,2	1,4	1,2

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng 19: So sánh khả năng sinh lời

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Bình quân gia quyển 5Y
Tỷ trọng năm	10%	10%	10%	20%	20%	30%	
NIM (%)							
VCB VN Equity	3,2	3,0	3,2	3,5	3,1	2,9	3,2
BID VN Equity	2,8	2,6	3,0	3,1	2,7	2,4	2,7
CTG VN Equity	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0
3988 HK Equity	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,5	1,7
PNB IN Equity	0,0	2,4	3,2	2,5	2,7	2,9	2,5
KTB TB Equity	3,3	2,8	2,3	2,4	3,0	3,0	2,8
MAY MK Equity	1,9	1,6	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5
BBRI IJ Equity	6,8	6,1	7,8	7,8	7,4	6,7	7,1
BMRI IJ Equity	5,9	5,1	5,1	5,4	4,8	4,3	4,9
Trung bình	3,2	3,2	3,4	3,5	3,3	3,1	3,3
Trung vị	3,0	2,8	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0
ROE (%)							
VCB VN Equity	22,8	19,0	19,4	21,7	20,3	17,2	19,7
BID VN Equity	12,1	7,7	11,0	16,9	17,4	17,2	15,1
CTG VN Equity	10,6	14,7	15,8	14,5	14,8	18,6	15,5
3988 HK Equity	11,4	10,6	11,2	10,8	10,1	9,6	10,4
PNB IN Equity	0,0	0,8	3,3	4,1	3,3	8,5	4,5
KTB TB Equity	9,1	4,9	6,1	9,2	9,4	10,4	8,8
MAY MK Equity	10,5	7,8	9,5	9,3	10,4	10,7	9,9
BBRI IJ Equity	17,7	9,2	12,8	17,4	19,7	19,1	17,1
BMRI IJ Equity	14,2	8,5	14,2	19,0	22,4	20,5	18,1
Trung bình	12,0	9,3	11,5	13,6	14,2	14,6	13,2
Trung vị	11,4	8,5	11,2	14,5	14,8	17,2	14,1
ROA (%)							
VCB VN Equity	1,6	1,4	1,6	1,9	1,8	1,7	1,7
BID VN Equity	0,6	0,5	0,6	0,9	1,0	1,0	0,8
CTG VN Equity	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0
3988 HK Equity	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
PNB IN Equity	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,3
KTB TB Equity	1,0	0,5	0,6	0,9	1,0	1,2	1,0
MAY MK Equity	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9
BBRI IJ Equity	2,5	1,3	1,9	2,9	3,1	3,0	2,7
BMRI IJ Equity	2,2	1,2	1,7	2,2	2,6	2,4	2,2
Trung bình	1,2	0,8	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3
Trung vị	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 20: So sánh chất lượng tài sản

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NPL (%)						
VCB VN Equity	0,7	0,6	0,6	0,7	1,0	1,0
BID VN Equity	1,7	1,8	1,0	1,2	1,3	1,4
CTG VN Equity	1,2	0,9	1,3	1,2	1,1	1,2
3988 HK Equity	1,4	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2
PNB IN Equity	0,0	15,5	15,4	4,7	9,3	5,9
KTB TB Equity	4,9	4,6	4,0	3,9	3,8	3,5
MAY MK Equity	2,6	2,2	2,0	1,6	1,3	1,2
BBRI IJ Equity	1,3	1,2	1,7	N.a	2,8	2,7
BMRI IJ Equity	2,4	3,0	2,6	1,9	1,2	1,1
Trung bình	1,8	3,5	3,3	2,0	2,6	2,1
Trung vị	1,4	1,8	1,7	1,4	1,3	1,2
LLR (%)						
VCB VN Equity	191	368	421	317	227	223
BID VN Equity	75	89	215	210	181	131
CTG VN Equity	120	131	180	186	167	172
3988 HK Equity	183	162	187	189	192	200
PNB IN Equity	0	19	16	40	20	22
KTB TB Equity	132	140	162	172	174	183
MAY MK Equity	73	99	108	127	120	122
BBRI IJ Equity	341	567	472	N/A	229	215
BMRI IJ Equity	137	223	246	285	327	271
Trung bình	139	200	223	191	182	171
Trung vị	132	140	187	187	181	183

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 21: So sánh chỉ số hoạt động

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NII/TOI (%)						
VCB VN Equity	69	69	70	72	72	73
BID VN Equity	68	67	71	76	72	67
CTG VN Equity	75	73	73	69	70	72
3988 HK Equity	70	73	70	77	74	70
PNB IN Equity	N.a	66	70	71	74	75
KTB TB Equity	68	70	68	69	73	72
MAY MK Equity	54	48	44	53	48	44
BBRI IJ Equity	78	78	77	81	83	81
BMRI IJ Equity	72	71	72	75	77	75
Trung bình	69	68	68	71	71	70
Trung vị	69	70	70	72	73	72
CIR (%)						
VCB VN Equity	32	30	29	29	29	30
BID VN Equity	35	33	29	31	32	32
CTG VN Equity	37	33	30	28	27	26
3988 HK Equity	36	37	37	35	35	34
PNB IN Equity	N.a	44	46	49	51	53
KTB TB Equity	48	42	43	41	40	41
MAY MK Equity	46	46	45	43	43	44
BBRI IJ Equity	44	53	54	48	46	46
BMRI IJ Equity	46	49	48	44	40	41
Trung bình	40	41	40	39	38	39
Trung vị	41	42	43	41	40	41
Tỷ lệ cho vay KH cá nhân (%)						
VCB VN Equity	43	45	47	47	45	44
BID VN Equity	35	36	40	44	44	48
CTG VN Equity	29	30	32	37	38	39
3988 HK Equity	39	39	39	37	33	32
KTB TB Equity	19	18	17	18	19	19
MAY MK Equity	40	43	43	44	44	47
BBRI IJ Equity	16	16	21	N.a	23	24
BMRI IJ Equity	25	27	26	27	27	26
Trung bình	31	31	32	36	34	35
Trung vị	32	30	32	37	35	35

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 22: So sánh chỉ số tăng trưởng

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 5Y
Cho vay KH (YoY %)							
VCB VN Equity	16	15	16	15	8	9	12
BID VN Equity	13	9	13	9	14	10	11
CTG VN Equity	8	9	13	9	13	11	11
3988 HK Equity	9	16	13	3	10	5	10
PNB IN Equity	N.a	-7	46	3	5	10	10
KTB TB Equity	12	12	2	-5	0	5	2
MAY MK Equity	2	2	2	0	5	8	3
BBRI IJ Equity	12	1	13	1	13	0	5
BMRI IJ Equity	15	5	6	5	16	13	9
Trung bình	11	7	14	4	9	8	8
Trung vị	12	9	13	3	10	9	10
LNTT (YoY %)							
VCB VN Equity	26	-1	21	33	9	-3	11
BID VN Equity	13	-16	52	66	18	10	23
CTG VN Equity	78	45	4	18	16	21	20
3988 HK Equity	4	-2	20	-2	-1	-2	2
PNB IN Equity	N.a	-104	466	70	-23	163	-193
KTB TB Equity	8	-40	25	38	9	16	6
MAY MK Equity	-2	-22	27	3	2	9	2
BBRI IJ Equity	4	-40	56	52	15	-2	10
BMRI IJ Equity	8	-35	60	42	29	-2	13
Trung bình	18	-24	81	36	8	23	-12
Trung vị	8	-22	27	38	9	9	10

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
•

Đỗ Thạch Lam Manager

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng Manager

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương Analyst

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp
•

Tô Hạnh Trang Analyst

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương Analyst

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
Dầu khí

Nguyễn Đức Chính Analyst

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh Analyst

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**