

NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: VCB)

Tăng trưởng vừa phải nhưng vững chắc

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- (qoq)	Q4-FY19	+/- (yoy)
Tổng thu nhập hoạt động	17.265	17.711	-2,5%	17.280	-0,1%
LN trước chi phí DPRR	11.612	10.670	8,8%	12.226	-5,0%
LNTT	10.860	10.703	1,5%	10.718	1,3%
LNST	8.696	8.565	1,5%	8.580	1,4%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt

KQKD 1Q25 – LNTT đi ngang khi NIM giảm mạnh bù trừ cho tác động của tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngoài lãi

- LNTT đạt 10,9 nghìn tỷ đồng (+1% YoY), hoàn thành 25% kế hoạch cả năm. Các động lực tăng trưởng gồm: Thu nhập ngoài lãi tăng 12%, chi phí dự phòng giảm 50%, tăng trưởng tín dụng 1,2% YTD (15,6% YoY). Tuy nhiên, các động lực này bị triệt tiêu bởi NIM 1Q25 giảm mạnh 50 bps YoY xuống còn 2,65%. Chất lượng tài sản giữ vững vị trí đầu ngành dù tỷ lệ nợ xấu có tăng nhẹ 7 bps QoQ lên 1,03% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm 7 ppts QoQ xuống 216 %.

Dự báo KQKD 2Q25 – Lợi nhuận 2Q25 dự phóng tăng 10% YoY nhờ thu nhập ngoài lãi và giảm CP tín dụng

- Thu nhập lãi thuần tiếp tục đi ngang. Trong đó, tăng trưởng tín dụng (sau khi hỗ trợ VCBNeo) đạt 5% YTD, tương ứng tăng 11% YoY, và NIM ổn định ở mức 2,65% (-40 bps YoY). Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và thu hồi nợ ngoại bảng là hai nhân tố chính giúp tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đạt 34% YoY. CP tín dụng ước đạt hơn 700 tỷ đồng, giảm 53% YoY, phần lớn đến từ dự phòng chung khi quy mô nợ xấu đi ngang so với 1Q25 ở mức 15,1 nghìn tỷ đồng (tỷ lệ nợ xấu 1Q25 dưới 1%).
- Tổng thu nhập hoạt động và LNTT quý 2 dự phóng đạt 11,1 nghìn tỷ đồng (+10% YoY).

Triển vọng 2025F-26F

- Chúng tôi dự báo VCB sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ròng ở mức vừa phải trong năm 2025 với LNST cho cổ đông công ty mẹ dự phóng đạt 37,0 nghìn tỷ đồng (+9% YoY). Các nhân tố chính bao gồm: Tăng trưởng tín dụng (sau bán nợ sang VCBNeo) đạt 12,9%; NIM giảm 6 bps xuống 2,8% trước định hướng giảm lãi suất cho vay của Chính phủ; Không ghi nhận phí trả trước từ hợp đồng phân phối bancassurance với FWD từ 2025; Chi phí tín dụng 0,26% tăng nhẹ 2bps YoY do quy mô hoàn nhập dự phòng từ cho vay các TCTD đạt 1.000 tỷ đồng, so với 4,7 nghìn tỷ đồng trong năm trước.
- Cho năm 2026F, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng 12% YoY dẫn dắt bởi tăng trưởng tín dụng 13,9% và NIM cải thiện 10 bps lên 2,9%.

Định giá và khuyến nghị

Với định giá P/B trượt hiện tại ở ngưỡng - 2 độ lệch chuẩn (2,3x) và ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm, chúng tôi tin rằng tiềm năng cải thiện định giá của VCB là rất hấp dẫn khi xét đến (1) triển vọng tăng trưởng tích cực hơn trong trung hạn (CAGR 2025F-28F của LNTT: 15%) chủ yếu dựa trên sự phục hồi về NIM về mức gần 3% nhờ sức hấp thụ vốn của nền kinh tế cải thiện và (2) rủi ro bất định từ thuế đối ứng giảm dần trong thời gian dự phóng. Ngoài ra, triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán cũng là chất xúc tác cho giá cổ phiếu VCB khi VCB là ngân hàng còn room cho khối ngoại có tỷ trọng cao nhất trong 2 chỉ số của FTSE phản ánh TTCK Việt Nam.

Sử dụng phương pháp P/B, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của VCB là **73.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng **+17%** (so với giá đóng cửa tại ngày 22/07/2025) và khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với VCB.

TÍCH LŨY

17%

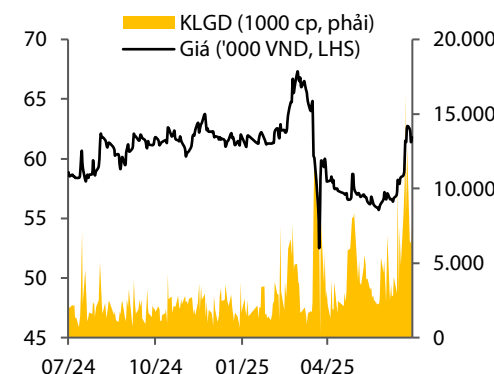
Giá thị trường (VND)	62.200
Giá mục tiêu (VND)	73.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (Tỷ đồng)	492.984,8
SLCPĐLH (Triệu cp)	8.355,7
Beta	0,84
Free Float (%)	8,5
Giá cao nhất 52 tuần	67.300
Giá thấp nhất 52 tuần	52.500
KLGD bình quân 20 phiên (Nghìn cp)	4.732,9

	FY2025	Hiện tại
EPS	3.638	4.063
Tăng trưởng EPS (%)	9,4	4,05
Giá trị sổ sách	27.196	24.515
P/E	16,1	14,4
P/B	2,2	2,4
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0	0,0
ROE (%)	17,5	18,2

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

NHNN Việt Nam	74,8
Mizuho	15,0
GIC	1,67
Room cho nhà đầu tư nước ngoài (%)	7,90

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 - 2219

tung.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2025

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/-qoq	Q1-FY24	+/-yoy
Thu nhập lãi	24.575	23.581	4,2%	24.020	2,3%
Chi phí lãi	-10.888	-9.739	11,8%	-9.942	9,5%
Thu nhập lãi thuần	13.687	13.842	-1,1%	14.078	-2,8%
Thu nhập ngoài lãi	3.578	3.868	-7,5%	3.202	11,7%
TN từ HĐ Dịch vụ	806	924	-12,8%	1.442	-44,1%
TN từ HĐKD ngoại hối, vàng	2.024	1.586	27,6%	1.198	69,0%
TN từ mua-bán CK kinh doanh	36	4	715,9%	23	59,8%
TN từ mua-bán CK đầu tư	0	3	-100,0%	0	-
TN từ HĐ khác	663	1.285	-48,4%	508	30,5%
TN từ góp vốn, mua cổ phần	48	66	-27,2%	32	49,7%
Tổng thu nhập hoạt động	17.265	17.711	-2,5%	17.280	-0,1%
Chi phí hoạt động	-5.652	-7.040	-19,7%	-5.054	11,8%
LN trước chi phí DPRR	11.612	10.670	8,8%	12.226	-5,0%
Chi phí DPRR	-752	32	n.a	-1.508	-50,1%
Lợi nhuận trước thuế	10.860	10.703	1,5%	10.718	1,3%
Thuế TNDN	-2.158	-2.133	1,2%	-2.132	1,2%
Lợi nhuận sau thuế cho CĐ công ty mẹ	8.696	8.565	1,5%	8.580	1,4%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2025

Chỉ tiêu (%)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/-qoq	Q1-FY24	+/-yoy
Khả năng sinh lời (TTM)					
NIM	2,8	2,9	-10 bps	3,0	-21 bps
CIR	34,5	33,6	88 bps	32,6	183 bps
ROAE	18,2	18,9	-71 bps	20,9	-276 bps
ROAA	1,7	1,8	-5 bps	1,8	-10 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH	1,0	1,0	6 bps	1,2	-20 bps
Dự phòng/Nợ xấu	216,1	223,3	-720 bps	199,8	1630 bps
VCSH/Tổng tài sản	9,7	9,5	18 bps	9,8	-7 bps
Tỷ lệ an toàn hoạt động					
Tổng cho vay*/TTS	85,8	86,7	-88 bps	85,1	72 bps
LDR**	83,5	89,5	-600 bps	83,9	-34 bps

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt | *Cho vay KH + TCTD | **(Cho vay KH + TPDN)/(Huy động KH + Tiền gửi của TCTD khác + Giấy tờ có giá)

Bảng 3: Kết quả dự phóng Q2-2025

Chỉ tiêu (%)	Q2-FY25	+/-qoq	+/-yoy
Thu nhập lãi thuần	13.771	1%	-1%
Thu nhập ngoài lãi	3.813	7%	34%
Tổng thu nhập hoạt động	17.584	2%	5%
LN trước CPDPRR	11.798	2%	1%
LNTT	11.084	2%	10%
LNST cho cổ đông công ty mẹ	8.867	2%	9%

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt

Cập nhật

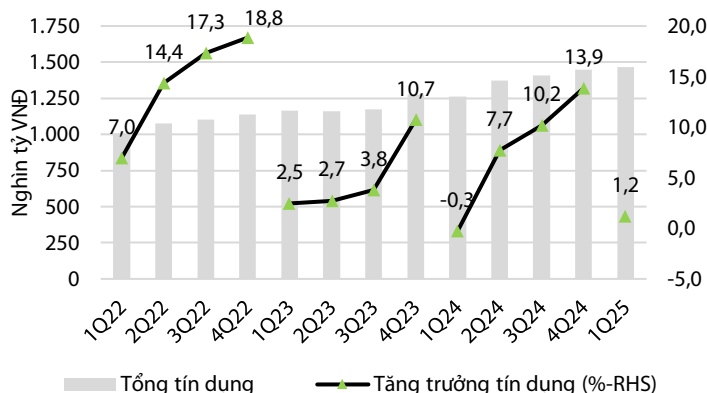
KQKD Q1-2025: LNTT đi ngang khi NIM giảm mạnh bù trừ cho tác động của tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngoài lãi

Bảng 1: KQKD Q1-2025 của VCB

Đơn vị: Tỷ đồng	1Q25	QoQ	YoY	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	13.687	-1%	-3%	- Tăng trưởng tín dụng đạt 1,2% YTD, tương ứng tăng 15,6% YoY, và đạt 7% hạn mức tăng trưởng tín dụng cả năm. Tín dụng bán lẻ ghi nhận sự cải thiện, với tín dụng KH cá nhân tăng 2,8% YTD và nhóm DN SME tăng 1,2% YTD, và tăng trưởng tốt hơn so với nhóm KH doanh nghiệp lớn (-0,3% YTD). - NIM 1Q25 hợp nhất chỉ 2,64%, giảm 50bps YoY khi lợi suất tài sản giảm hơn 65 bps YoY và chi phí vốn chỉ giảm 15bps YoY. So với quý trước, NIM giảm 15bps do lợi suất tài sản gần giảm nhẹ 3 bps và chi phí vốn tăng 15 bps. Các nguyên nhân khiến lợi suất tài sản bao gồm triển khai các chương trình giảm lãi suất và tăng cho vay kỳ hạn ngắn (+5,6% YTD), trong khi các khoản vay trung và dài hạn giảm lần lượt 6,4% YTD và 6,5% YTD. Trong khi đó, tỷ lệ CASA giảm 1,3 ppts QoQ là một trong những nguyên nhân khiến chi phí vốn tăng.
Thu nhập phí dịch vụ	806	-13%	-44%	- Tổng Thu nhập ngoài lãi đạt 3,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 11,7% YoY, chủ yếu nhờ thu nhập từ giao dịch ngoại hối tăng mạnh khi tỷ giá và khối lượng giao dịch đều tăng mạnh. - Thu nhập từ phí dịch vụ suy giảm do VCB không còn ghi nhận phân bổ phí trả trước từ bancassurance từ năm 2025. Loại trừ phần phí trả trước, thu nhập phí dịch vụ giảm 20% YoY do hoa hồng từ bancassurance giảm và tăng chi phí thúc đẩy bán.
Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	2.024	28%	69%	
Thu nhập từ mua/bán chứng khoán	36	406%	60%	
Thu nhập ngoài lãi khác	711	-47%	32%	- CP nhân sự và CP quản lý công vụ (gồm đầu tư dự án chuyển đổi số) tăng lần lượt 12% YoY và 13% YoY. Số lượng nhân viên tăng 3% YoY. - CIR tăng lên 34,5% (4Q24: 33,6%, 1Q24: 32,6%) do Tổng thu nhập hoạt động đi ngang.
Tổng thu nhập hoạt động	17.265	-3%	0%	
CP hoạt động	-5.652	-20%	12%	- Chi phí dự phòng giảm nhờ hoàn nhập dự phòng 1.000 tỷ đồng liên quan đến cho vay các tổ chức tín dụng khác. - CP dự phòng cho vay khách hàng là 1.753 tỷ đồng, tương đương CP tín dụng riêng 1Q25 0,12% thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành (0,25%) và tương đương với tốc độ hình thành nợ xấu ròng của VCB (0,10%).
LN trước dự phòng	11.612	9%	-5%	
CP dự phòng rủi ro tín dụng	-752	n.a	-50%	
LNTT	10.860	1%	1%	
LNST Cổ đông công ty mẹ	8.696	2%	1%	
EPS	4.063	0%	4%	
GTSS	24.515	3%	18%	Định giá P/B hiện tại là 2,54 lần.
ROAE	18,2	-70 bps	-270 bps	ROAE tiếp tục xu hướng giảm do tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn.

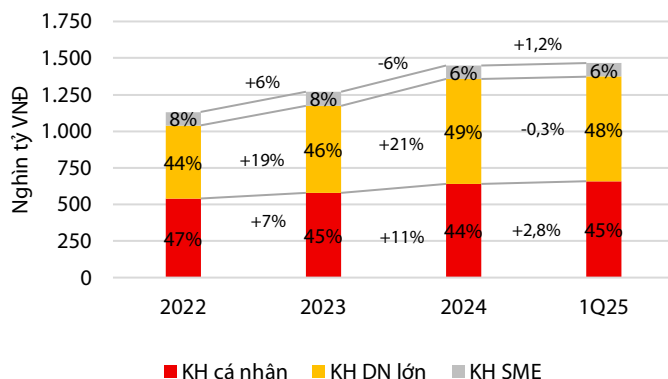
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Tốc độ tăng trưởng tín dụng 1Q25 cao hơn so với cùng kỳ nhưng vẫn ở mức thấp



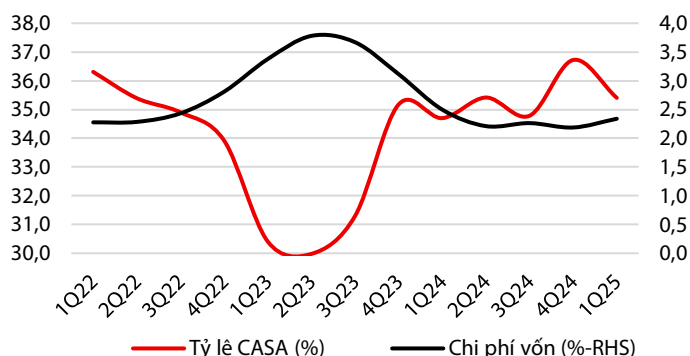
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cho vay KH doanh nghiệp lớn dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong của VCB 2023-2024 nhưng chậm lại trong 1Q25 do bán nợ sang cho VCBNEo



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

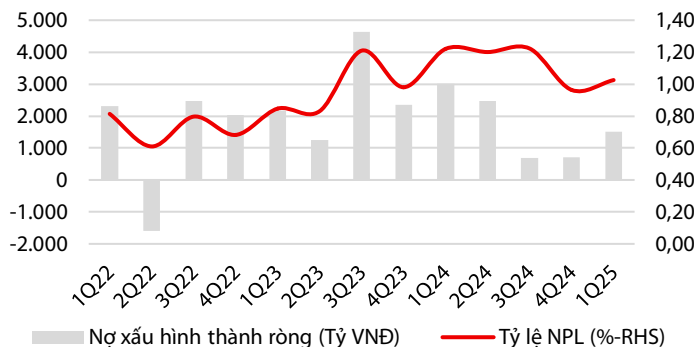
Hình 3: Tỷ lệ CASA giảm 1,3 ppts trong 1Q25, góp phần khiến CP vốn tăng 15 bps so với quý trước



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

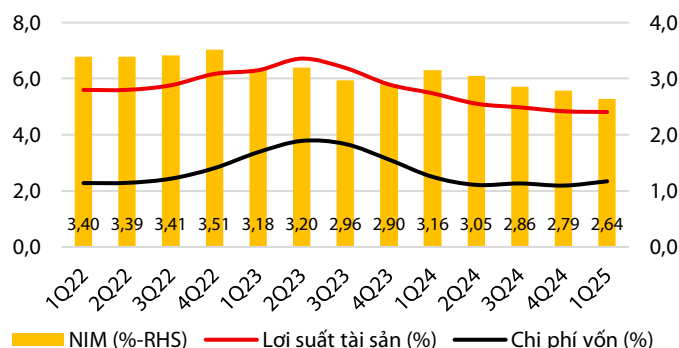
Chất lượng tài sản ổn định và dẫn đầu hệ thống dù nợ xấu gộp tăng 1,1 nghìn tỷ đồng, đưa tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 1,03% so với tỷ lệ 0,96% tại cuối 4Q24. Trong 1Q25, VCB đã xử lý rủi ro 443 tỷ đồng, hàm ý tổng quy mô nợ xấu hình thành ròng là 1,5 nghìn tỷ đồng (0,1% dư nợ bình quân). Nợ xấu mới phát sinh trong 1Q25 đến từ nhóm KH doanh nghiệp (tỷ lệ NPL tăng từ 1,10% trong 4Q24 lên 1,21% vào 1Q25) trong khi tỷ lệ NPL của nhóm KH cá nhân đi ngang so với quý trước ở mức 0,85%. Nợ nhóm 2 tăng nhẹ 300 tỷ đồng so với quý trước lên 4,3 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 0,3% cho vay KH. LLR giảm nhẹ xuống 216% (4Q24: 223%), nhưng dẫn đầu hệ thống. Với quy mô dự phòng cho vay KH hiện tại, VCB đã bao phủ hết 4 nhóm quá hạn nợ từ nhóm 2 đến nhóm 5 và 1% nợ nhóm 1. Do đó, áp lực chi phí tín dụng tiếp tục không phải là vấn đề lớn đối với VCB.

Hình 5: Nợ xấu hình thành ròng tăng nhẹ do nhóm KH doanh nghiệp



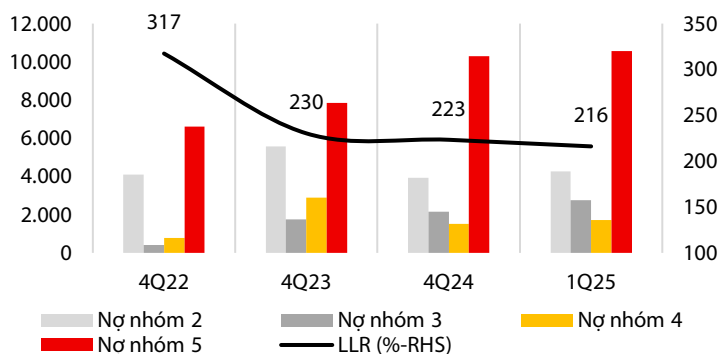
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: NIM xuống mức thấp nhất kể từ năm 2017 trong bối cảnh chi phí vốn bắt đầu tăng nhẹ và lãi suất đầu ra kiểm soát ổn định nhằm hỗ trợ kế hoạch tăng trưởng của Chính phủ



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Với cơ cấu các nhóm nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu tại cuối 1Q25, áp lực chi phí tín dụng dự báo tiếp tục ở mức thấp



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Triển vọng

Lợi nhuận 2Q25 dự phóng tăng 10% YoY nhờ thu nhập ngoài lãi và giảm CP tín dụng

Bảng 2: Dự báo KQKD Q2-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	2Q25 E	QoQ	YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	13.771	1%	-1%	- Tăng trưởng tín dụng (sau khi hỗ trợ VCBNeo) đạt 5% YTD, tương ứng tăng 11% YoY. VCB tiếp tục tài trợ các dự án, công trình trọng điểm quốc gia, và các lĩnh vực ưu tiên. VCB cũng đã triển khai sản phẩm tín dụng cho người trẻ mua nhà ở với tổng quy mô lên tới 10 nghìn tỷ đồng. - NIM 2Q25 giả định đi ngang so với 1Q25 ở mức 2,65%. Trong 6T2025, VCB đã và đang triển khai 22 chương trình giảm lãi suất cho vay với doanh nghiệp và người dân, tổng số khách hàng được giảm lãi suất là gần 28 nghìn khách hàng với dư nợ đạt hơn 715 nghìn tỷ đồng, số tiền miễn giảm đạt hơn 3,5 nghìn tỷ đồng. - Thu nợ ngoại bằng đạt ~1,9 nghìn tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ năm 2024
Thu nhập ngoài lãi	3.813	7%	34%	
Tổng thu nhập hoạt động	17.584	2%	5%	
CP hoạt động	-5.786	2%	13%	Tỷ lệ CIR (TTM) là 35%.
LN trước dự phòng	11.798	2%	1%	
CP dự phòng rủi ro tín dụng	-714	-5%	-53%	- Tỷ lệ nợ xấu dưới 1% (1Q25: 1,03%). Quy mô nợ xấu ước tính đi ngang so với 1Q25 ở mức 15,1 nghìn tỷ đồng. - Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu đạt ~219%, mức dự phòng là khoảng 33 nghìn tỷ đồng, tăng 500 tỷ đồng so với 1Q25. - Giả định xử lý rủi ro khoảng 200 tỷ đồng.
LNTT	11.084	2%	10%	
LNST Cổ đông công ty mẹ	8.867	2%	9%	
EPS	4.150			
GTSS	25.600			Định giá P/B dự phóng là 2,43x.

Nguồn: CTCK Rông Việt

Rủi ro bất định từ thuế đối ứng vẫn còn nhưng đang giảm dần và tác động tới VCB có thể không lớn

Theo thông báo của ông Trump vào ngày 2/7/2025 trên Truth Social, hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ sẽ chịu mức thuế 20%, trong khi hàng hóa trung chuyển qua Việt Nam chịu thuế 40% và đổi lại, Việt Nam cam kết giảm thuế nhập khẩu hàng hóa Mỹ xuống 0%. Như vậy, Việt Nam là quốc gia đầu tiên tại Châu Á đạt được thỏa thuận sơ bộ về thuế đối ứng với Mỹ. Sau đó, vào ngày 7/7/2025, Tổng thống Trump ký sắc lệnh áp thuế với 14 nước với các mức thuế quan trong **Bảng 3** và có hiệu lực từ 1/8/2025. Trong đó, mức thuế quan của các quốc gia này, bao gồm một số đối thủ xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam trong khu vực Đông Nam Á như Campuchia, Thái Lan, Bangladesh, Indonesia, đều lớn hơn mức thuế mà hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ phải chịu (20%).

Mức thuế 20% hiện tại cũng đã thấp hơn nhiều so với mức thuế ban đầu 46%, do đó các lo ngại về sức cạnh tranh của các ngành xuất khẩu của Việt Nam, nơi các doanh nghiệp FDI đóng vai trò chủ chốt, và lo ngại về ảnh hưởng gián tiếp tới VCB (do cho vay nhóm doanh nghiệp FDI chiếm khoảng 10% tổng dư nợ cấp tín dụng) cũng sẽ giảm thiểu tương đối. Trong trường hợp 14 nước kể trên có thể đàm phán để hạ mức thuế quan trong thời gian từ nay đến khi có hiệu lực, chúng tôi kỳ vọng mức thuế thấp nhất các nước có thể đàm phán được không chênh lệch quá 10% so với mức 20% của Việt Nam. Điều này, kết hợp với việc Việt Nam đồng mất giá (YTD: 3,0%) bù trừ cho tác động của thuế trong năm nay, sẽ giúp các doanh nghiệp FDI tiếp tục ổn định hoạt động sản xuất tại Việt Nam thay vì cân nhắc lựa chọn điểm sản xuất khác để hưởng mức thuế thấp hơn. Bên cạnh đó, tỷ trọng doanh nghiệp liên quan trực tiếp với các ngành xuất khẩu sang Mỹ trong nhóm các doanh nghiệp FDI của VCB là tương đối thấp, chưa kể các doanh nghiệp xuất khẩu khác cũng đã chủ động đàm phán trực tiếp với đối tác nhập khẩu Mỹ để chia sẻ chi phí thuế đối ứng, giảm thiểu tác động lên đơn đặt hàng. Do đó, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng gián tiếp tới tăng trưởng tín dụng hay chất lượng tài sản của VCB sẽ ở mức hạn chế trong năm 2025.

Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại những rủi ro liên quan tới định nghĩa về “hàng hóa trung chuyển”, vốn là yếu tố cần được cụ thể hóa. Nếu Mỹ cho rằng hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam có nguyên vật liệu được nhập khẩu từ nước thứ ba là “hàng hóa trung chuyển” thì một lượng lớn hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ phải chịu mức thuế tới 40%. Điều này sẽ gây bất lợi đáng kể tới thương mại của Việt Nam khi nhiều mặt hàng xuất khẩu hiện nay như dệt may, máy móc, thiết bị, linh kiện điện tử vẫn có phụ thuộc lớn vào nguyên vật liệu từ nước thứ ba.

Bảng 3: Mức thuế quan cho một số đối tác xuất khẩu vào Mỹ mà tổng thống Trump đã công bố đến ngày 7/7

Đối tác thương mại	Thuế công bố ngày 7/7	Thuế công bố ngày 2/4	Thị phần xuất khẩu vào Mỹ 2024	Cán cân thương mại với Mỹ 2024
Lào	40%	48%	0,0%	-0,8
Myanmar	40%	44%	0,0%	-0,6
Campuchia	36%	49%	0,4%	-12,3
Thái Lan	36%	36%	1,9%	-45,5
Bangladesh	35%	37%	0,3%	-6,1
Serbia	35%	37%	0,0%	-0,6
Indonesia	32%	32%	0,9%	-17,9
Bosnia và Herzegovina	30%	35%	0,0%	-0,1
Nam Phi	30%	30%	0,4%	-8,9
Nhật Bản	25%	24%	4,5%	-69,4
Kazakhstan	25%	27%	0,1%	-1,3
Malaysia	25%	24%	1,6%	-24,9
Hàn Quốc	25%	25%	4,0%	-66,0
Tunisia	25%	28%	0,0%	-0,6
Việt Nam	20% đối với hàng Việt Nam 40% đối với hàng trung chuyển	46%	4,2%	-123,5

Nguồn: The Whitehouse, USITC, CTCK Rông Việt

Dự phóng 2025F/2026F

Chúng tôi dự báo VCB sẽ ghi nhận tăng trưởng LNTT ở mức vừa phải trong năm 2025 với LNTT dự phóng đạt 46,2 nghìn tỷ đồng (+9% YoY). Điều này diễn ra trong bối cảnh **(1)** NIM giảm nhẹ trước định hướng giảm lãi suất cho vay của Chính phủ, **(2)** không ghi nhận phí trả trước từ hợp đồng phân phối bancassurance với FWD kể từ năm 2025, và **(3)** quy mô hoàn nhập dự phòng từ cho vay các TCTD khác chỉ đạt 1.000 tỷ đồng trong năm 2025 so với 4,7 nghìn tỷ đồng trong năm trước.

Các giả định chính cho dự phóng 2025F như sau:

- Tăng trưởng tín dụng (sau khi bán nợ tốt sang cho Ngân hàng CB-VCBNeo) ở mức 13,0%, nếu bao gồm nợ đã bán cho VCB Neo, ước tính khoảng 52 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng tín dụng là 16,5%. Ảnh hưởng từ thuế quan đến tăng trưởng tín dụng của các khách hàng XNK, FDI có thể được bù đắp bởi các động lực tăng trưởng từ các nhân tố nội địa bao gồm: tài trợ cho các dự án đầu tư công, đầu tư dự án BĐS cũng như tiêu dùng nội địa, bao gồm nhu cầu mua BĐS của KH cá nhân. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục được phân bổ cân bằng giữa khối bán lẻ và doanh nghiệp, tăng trưởng lần lượt 15% và 18%.
- NIM đạt 2,79% giảm nhẹ 7 bps YoY, nhưng tăng so với mức 2,64% trong 1Q25 với kỳ vọng NIM từ 2Q25 sẽ dần hồi phục nhờ tăng cho vay trung dài hạn.
- Thu nhập từ phí dịch vụ dự kiến giảm 10% YoY do VCB sẽ ghi nhận phí trả trước từ bancassurance kể từ 2025. Chúng tôi ước tính phí trả trước đã ghi nhận trong năm 2024 là khoảng hơn 600 tỷ đồng.
- Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối dự kiến tăng 26% YoY, được hỗ trợ bởi việc đồng VND tiếp tục mất giá và giá trị giao dịch thương mại tăng (chủ yếu trong nửa đầu năm trước khi có kết quả đàm phán thuế đối ứng).
- Tỷ lệ nợ xấu dự kiến lần lượt ở mức 0,99% (1Q25: 1,03%) và chi phí tín dụng bình quân 0,28% (2024: 0,24%). Chúng tôi tin rằng VCB vẫn tiếp tục kiểm soát được chất lượng tài sản trong bối cảnh NHNN thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng một cách linh hoạt như hiện nay và không phải chịu mức chi phí tín dụng quá cao với tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu lên đến 216% tại cuối 1Q25. Liên quan tới nhóm các doanh nghiệp có hoạt động xuất khẩu sang Mỹ, ban lãnh đạo đánh giá khả năng các khách hàng này bị chuyển nhóm xuống nợ xấu là thấp trong giai đoạn hiện tại. Mặc dù vậy, CP tín dụng tăng nhẹ so với cùng kỳ do mức hoàn nhập dự phòng từ cho vay các TCTD khác chỉ đạt 1.000 tỷ đồng trong năm 2025 so với 4,7 nghìn tỷ của năm 2024.

Bảng 4: Dự phóng KQKD 2025F/26F

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	25F/24 YoY %	26F/25F YoY %
Thu nhập lãi thuần	55.406	60.947	70.607	10%	16%
Thu nhập phí dịch vụ	5.137	4.649	5.099	-9%	10%
Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	5.292	6.682	7.114	26%	6%
Thu nhập từ mua/bán chứng khoán	66	100	95	53%	-5%
Thu nhập khác	2.372	2.351	1.580	-1%	-33%
Tổng thu nhập hoạt động	68.578	75.015	84.791	9%	13%
CP hoạt động	-23.027	-24.832	-27.872	8%	12%
LN trước dự phòng	45.551	50.183	56.919	10%	13%
CP dự phòng rủi ro tín dụng	-3.315	-3.947	-5.184	19%	31%
LNTT	42.236	46.236	51.734	9%	12%
LNST cho cổ đông công ty mẹ	33.831	37.021	41.433	9%	12%
Tăng trưởng tín dụng (%)	13,9	12,9	13,9		
NIM (%)	2,86	2,80	2,89		
CIR (%)	33,6	33,1	32,9		
NPL (%)	1,0	1,0	0,9		
Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng (%)	0,5	0,2	0,2		
Tỷ lệ chi phí tín dụng (%)	0,2	0,3	0,3		
LLR (%)	223,3	217	215		
ROAE (%)	18,7	17,5	17,0		
ROAA (%)	1,7	1,7	1,7		

Nguồn: VCB, CTCK Rông Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/B để định giá cổ phiếu VCB với tỷ lệ P/B mục tiêu là 2,5 áp dụng cho BVPS bình quân 50%/50% cho năm 2025F/26F. Mức P/B mục tiêu này cao hơn không đáng kể so với P/B trượt 12 tháng hiện tại là 2,4x, vốn thấp hơn đáng kể mức trung bình 5 năm là 3,1x. Chúng tôi tin rằng dư địa cải thiện định giá của VCB là rất hấp dẫn khi xét đến mức định giá P/B trượt hiện tại của VCB đang ở ngưỡng - 2 độ lệch chuẩn là 2,3x và ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây, vốn phản ánh hiệu quả ROE suy giảm sau khi thực hiện chiến lược kinh doanh thận trọng trong 3 năm qua kết hợp với lo ngại về tác động gián tiếp sau sự kiện thuế đối ứng, và chưa phản ánh (1) triển vọng tăng trưởng tích cực hơn trong trung hạn (CAGR 2025F-28F của LNTT: 15%) chủ yếu dựa trên sự phục hồi về NIM về mức gần 3% nhờ sức hấp thụ vốn của nền kinh tế cải thiện và (2) rủi ro bất định từ thuế đối ứng dần giảm bớt trong thời gian dự phóng. Bên cạnh yếu tố cơ bản, chúng tôi cũng kỳ vọng triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán lên thị trường mới nổi thứ cấp (FTSE) là chất xúc tác cho giá cổ phiếu VCB khi VCB là ngân hàng còn room cho khối ngoại (7,9% tại ngày báo cáo) có tỷ trọng cao nhất trong 2 rổ chỉ số của FTSE phản ánh TTCK Việt Nam là FTSE Vietnam Index (tỷ trọng VCB là 6,7%) và FTSE Vietnam All-Share Index (tỷ trọng VCB là 4,0%).

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng của cổ phiếu **VCB là 73.000 đồng**. Mức giá mục tiêu này tương đương PB 2025F/26F dự phóng lần lượt là 2,7x/2,3x. Các nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy đối với Giá trị sổ sách 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 22/07/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu **VCB** với tỷ lệ sinh lời kỳ vọng là **17%**.

Chúng tôi chưa phản ánh kế hoạch phát hành riêng lẻ (tối đa 6,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) vào định giá tại thời điểm hiện tại. Theo VCB, thời gian hoàn tất phương án tăng vốn từ phát hành riêng lẻ dự kiến vào cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026. Tổng số cổ phiếu chào bán riêng lẻ tối đa là 543,1 triệu cp, tương ứng tổng giá trị theo mệnh giá là 5.431 tỷ đồng. Số cổ phiếu này sẽ được chào bán cho tối đa 55 nhà đầu tư, bao gồm nhà đầu tư chiến lược và nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

Bảng 5: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

		P/B						
		2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
GTSS 2025	27.235	59.916	62.640	65.363	68.087	70.810	73.534	76.257
GTSS 2026	31.391	69.061	72.200	75.339	78.479	81.618	84.757	87.896

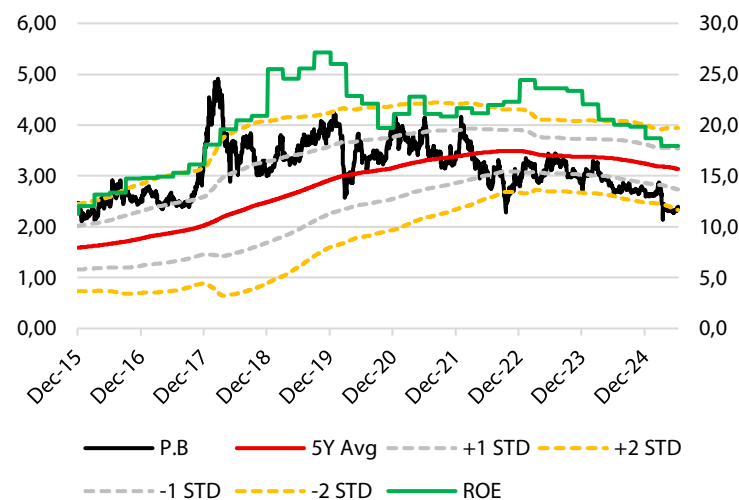
Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 6: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Trung bình
P/B (2,5x BVPS 2025F/26F)	73.000	100%	73.000
Tổng		100%	73.000
P/B 2025F hàm ý			2,7
P/B 2026F hàm ý			2,3
Giá hiện tại			62.200
Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng			0
Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng			17%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Định giá P/B trượt của VCB đang ở mức thấp nhất trong 10 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

	tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Thu nhập lãi	88.113	108.122	93.655	106.963
Chi phí lãi	-34.866	-54.501	-38.249	-46.016
Thu nhập lãi thuần	53.246	53.621	55.406	60.947
Thu nhập ngoài lãi	188.774	200.297	202.498	221.599
Từ HĐ dịch vụ	6.839	5.780	5.137	4.649
Từ HĐ KD ngoại hối	5.768	5.660	5.292	6.682
Từ mua bán CK KD	-115	124	62	100
Từ mua bán CK đầu tư	82	0	3	0
Từ HĐ khác	2.054	2.272	2.372	2.351
Tổng TN hoạt động	68.083	67.723	68.578	75.015
Chi phí hoạt động	-21.251	-21.915	-23.027	-24.832
LN trước trích lập DP	46.832	45.809	45.551	50.183
Chi phí trích lập DP	-9.464	-4.565	-3.315	-3.947
LNTT	37.368	41.244	42.236	46.236
Thuế TNDN	-7.449	-8.189	-8.383	-9.191
LNST CĐCT mẹ	29.919	33.054	33.853	37.045

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	10,8	14,2	13,0	14,1
Huy động khách hàng	12,2	8,5	10,5	14,6
Thu nhập lãi thuần	0,7	3,3	10,0	15,9
Thu nhập hoạt động	-0,5	1,3	9,4	13,0
LNST	10,5	2,4	9,4	11,9
Tổng tài sản	1,4	13,4	11,1	12,5
Vốn chủ sở hữu	21,6	18,9	15,9	15,0
Khả năng sinh lợi				
NIM	3,0	2,9	2,8	2,9
CIR	32,4	33,6	33,1	32,9
ROAA	22,0	18,7	17,5	17,0
ROAE	1,8	1,7	1,7	1,7
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH	1,0	1,0	1,0	0,9
Dự phòng/Nợ xấu	230,3	223,3	216,6	214,5
VCSH/Tổng tài sản	9,0	9,4	9,8	10,0
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/Tổng TS	85,8	86,7	87,8	88,5
LDR	79,0	82,8	85,7	86,4
CAR	11,4%	12,3%	N/a	N/a

	tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tiền mặt	14.505	14.268	14.554	15.025
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	58.105	49.340	46.460	51.095
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	336.469	389.952	430.897	478.296
Chứng khoán kinh doanh	2.495	4.876	5.163	5.395
Các công cụ TCPV và TSTC khác	0	1.314	0	0
Cho vay khách hàng	1.241.675	1.418.016	1.602.930	1.828.726
Chứng khoán đầu tư	145.780	167.383	174.503	182.770
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2.225	2.228	2.476	2.784
Tài sản cố định	7.708	8.093	9.352	10.316
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	30.651	30.402	31.314	32.254
Tổng tài sản	1.839.613	2.085.874	2.317.647	2.606.660
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	1.671	78.237	117.356	123.224
Tiền gửi và vay các TCTD khác	213.839	234.534	236.879	241.617
Tiền gửi của khách hàng	1.395.698	1.514.665	1.673.705	1.918.066
Phát hành giấy tờ có giá	19.913	24.125	24.125	24.125
Các khoản nợ khác	43.362	38.103	38.103	38.103
Tổng nợ phải trả	1.674.601	1.889.664	2.090.168	2.345.135
Vốn chủ sở hữu	165.013	196.209	227.359	261.378
Vốn của tổ chức tín dụng	61.696	61.696	89.362	89.362
Quỹ của tổ chức tín dụng	27.447	37.053	47.565	59.329
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-983	-968	-120	-120
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	76.759	98.332	90.552	112.808
Lợi ích của cổ đông thiểu số	94	96	120	147
Tổng cộng nguồn vốn	1.839.613	2.085.874	2.317.647	2.606.660

Chỉ số định giá	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
EPS (đồng/cp)	3.246	3.324	3.638	4.071
P/E (x)	16,5	18,3	16,1	14,4
BV (đồng/cp)	19.737	23.471	27.196	31.264
P/B (x)	2,7	2,6	2,2	1,9
DPS (đồng/cp)	0	0	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0	0,0	0,0	0,0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/B	73.000	100%	73.000
Giá mục tiêu (đồng/cp)		100%	73.000

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 7/2025	73.000	TÍCH LŨY	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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

Giám đốc Phân tích

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

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

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

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

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

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

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

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

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

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

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

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

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

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

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

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

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

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

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

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

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

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

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

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

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

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

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

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

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

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

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

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

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

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

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

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RONG VIỆT - HỒI SỞ

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

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 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

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

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

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+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

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+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

☎ (+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

☎ (+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

☎ (+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.**