

Trưởng nhóm phân tích
Đoàn Thị Ánh Nguyệt
nguyet.dta@shs.com.vn

Khuyến nghị: **Khả quan**
Giá hiện tại (04/03/2026): 63.000 VND
Giá mục tiêu: **75.000 VND**
% tăng/giảm giá: 19%

Thông số cơ bản:

Giá 52T cao/thấp (VNĐ)	52.122 - 76.000
KLTB (10N) (Tr.CP)	8.589.179
Vốn hóa (Tỷ.đ)	546.461
SLCPLH (Tr.cp)	8.356
Giới hạn sở hữu NN	30,0%
Tỷ lệ sở hữu NN	20,7%
CP thả nổi	11,0%
Cổ đông lớn	SBV (74,8%) Mizuho (15%)

Diễn biến giá cổ phiếu



(Tỷ đồng)	2024	2025	2026F
Tổng TS	2.085.874	2.441.929	2.880.262
Tín dụng	1.418.016	1.648.557	1.914.222
Huy động	1.514.665	1.672.534	1.984.562
LNTT	42.236	44.020	48.360
BVPS (VNĐ)	35.089	27.223	31.963
EPS (VNĐ)	6.053	4.210	4.627
ROAE (%)	18,73%	16,60%	15,63%
ROAA (%)	1,72%	1,55%	1,45%
NIM (%)	2,86%	2,63%	2,63%
CIR (%)	33,58%	34,76%	34,76%
NPL (%)	0,96%	0,58%	0,97%

TIỀM NĂNG TỪ NHU CẦU TÍN DỤNG PHỤC VỤ ĐẦU TƯ TĂNG TRƯỞNG VÀ CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN HÀNG ĐẦU

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu VCB nhờ vai trò trọng yếu của Ngân hàng Quốc doanh trong việc cấp tín dụng cho các dự án hạ tầng trọng điểm quy mô lớn và chất lượng tài sản vượt trội tạo dư địa cho việc giảm chi phí tín dụng, tăng lợi nhuận ghi nhận.

- **Bước vào giai đoạn tăng trưởng cao hơn** với nhu cầu vốn đầu tư lớn cho các dự án hạ tầng trọng điểm, khi VCB được cấp hạn mức tín dụng cao so với trung bình ngành do nhận chuyển giao bắt buộc Ngân hàng Xây dựng. Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2026-2027 dự báo đạt 10-12%, sau mức tăng 2-4% giai đoạn 2024-2025.
- **Bảng cân đối kế toán lành mạnh với chất lượng tài sản vượt trội**, bộ đệm dự phòng cao tạo điều kiện cho VCB ghi nhận chi phí tín dụng thấp, kỳ vọng giúp tăng hiệu quả hoạt động. VCB dự kiến chi phí tín dụng trong trung hạn duy trì khoảng 0,2-0,5%.
- **Định giá ở vùng thấp so với trung bình giai đoạn 2015-2026**. Hiện VCB đang giao dịch ở hệ số định giá P/B năm 2025 là 2,4x và P/B 2026F là 2,0x. Mức định giá này thấp hơn ngưỡng P/B trung bình 2015-2026 trừ đi 1 lần độ lệch chuẩn (2,55x), cho thấy VCB đang giao dịch ở vùng thấp so với phân phối lịch sử.
- **Câu chuyện đầu tư:** Kế hoạch phát hành riêng lẻ 6,5% cổ phần cho nhà đầu tư chuyên nghiệp; Cổ phiếu vốn hóa lớn thứ 2 thị trường, được hưởng lợi từ nâng hạng thị trường; Cơ cấu sở hữu cô đặc với tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng thấp.

RỦI RO

- Vai trò ngân hàng quốc doanh và định hướng hoạt động thận trọng giữa tăng trưởng và quản trị rủi ro khiến VCB chưa cho thấy tham vọng ưu tiên tăng trưởng.
- Chúng tôi đánh giá cao công tác quản trị rủi ro của VCB. Tuy nhiên việc trích lập và hoàn nhập dự phòng của Ngân hàng tương đối khó dự báo.

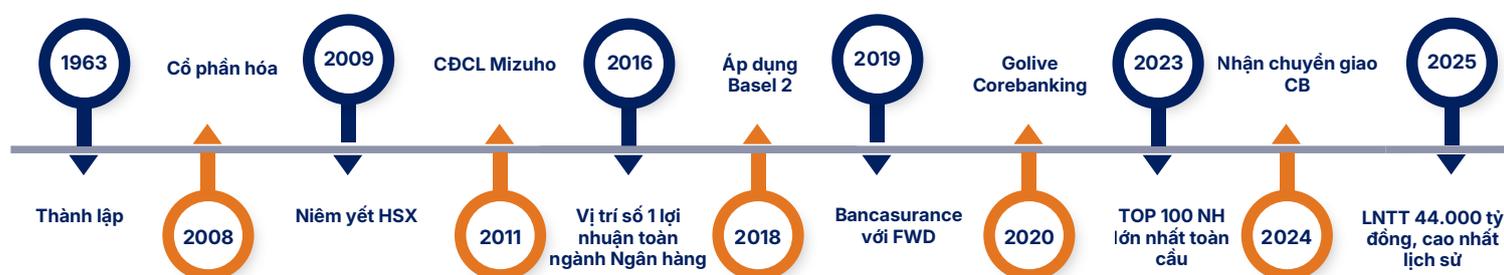
TỔNG QUAN VỀ VIETCOMBANK

Lịch sử hình thành và phát triển

Từ một ngân hàng chuyên doanh phục vụ kinh tế đối ngoại, sau hơn 60 năm phát triển, VCB đã trở thành một trong những NHTM lớn nhất Việt Nam, hoạt động đa lĩnh vực, cung cấp cho khách hàng đầy đủ các dịch vụ tài chính trong lĩnh vực thương mại quốc tế, kinh doanh vốn, huy động vốn, tín dụng, tài trợ dự án... cũng như mảng dịch vụ ngân hàng hiện đại: kinh doanh ngoại tệ và các công vụ phái sinh, dịch vụ thẻ, ngân hàng điện tử...

VCB hiện có hơn 600 chi nhánh/phòng giao dịch/văn phòng đại diện/đơn vị thành viên trong và ngoài nước gồm: 1 Trụ sở chính tại Hà Nội, 131 Chi nhánh, 536 phòng giao dịch, 7 công ty con, 3 Văn phòng đại diện tại TP. HCM, Singapore và Mỹ, 4 Công ty liên doanh, liên kết. 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.

Sơ đồ 1: Các mốc phát triển của VCB



Công ty con và công ty liên kết của VCB

Công ty (Tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề KD	Vốn đầu tư	LNTT 2024
Công ty con				
VCBS	100%	Chứng khoán	1.734,8	633,8
VCBL	100%	Cho thuê tài chính	500,0	165,0
VCBR	100%	Chi trả kiều hối	30,0	31,5
VCB Lào	100%	Ngân hàng	1.820,4	34,1
VFC	100%	Dịch vụ tài chính	235,2	308,14
VCBM	87,5%	Chuyển tiền kiều hối	205,0	20,44
VCBT	70%	Cho thuê văn phòng	70,0	80,54
Công ty liên kết				
VBB	52%	Cho thuê văn phòng	410,36	220,75
VCBF	51%	Quản lý quỹ	135,15	55,82
VCBB	16%	Cho thuê văn phòng	11,11	53,12
Tổng			5.152,02	1.603,21
Đóng góp vào VCB				1.398,56

Tại thời điểm cuối năm 2025, tổng tài sản của VCB đạt 2,44 triệu tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 44.020 tỷ đồng, dẫn đầu hệ thống Ngân hàng. Với quy mô vốn hóa ~ 20 tỷ USD, lớn nhất hệ thống Ngân hàng Việt Nam, VCB thuộc danh sách 100 Ngân hàng niêm yết lớn nhất thế giới theo quy mô vốn hóa (theo xếp hạng của Reuter). VCB được 3 tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế S&P, Fitch Ratings, Moody's xếp hạng tương đương xếp hạng quốc gia, ở mức cao nhất trong các Ngân hàng thương mại ở Việt Nam.

Về cơ cấu sở hữu, Ngân hàng Nhà nước hiện sở hữu 74,8% cổ phần VCB, cổ đông chiến lược Mizuho sở hữu 15% cổ phần. Sở hữu của cổ đông khác còn lại 10,2%, trong đó sở hữu của cổ đông nước ngoài (ngoài Mizuho) là 6,48%.

VỊ TRÍ CỦA VIETCOMBANK TRONG HỆ THỐNG NGÂN HÀNG VIỆT NAM

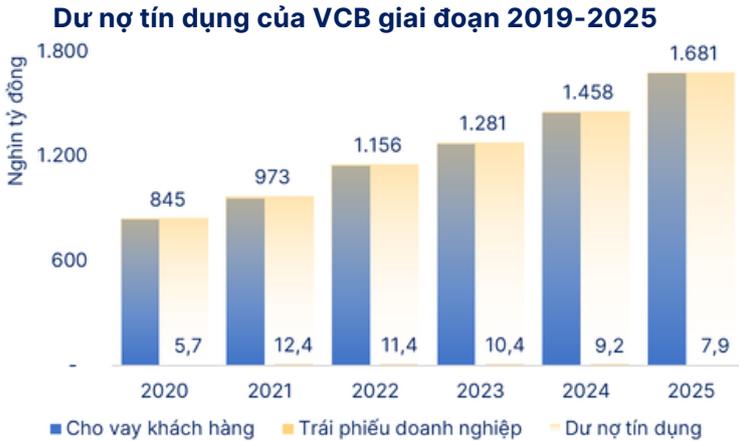
Ngàn tỷ đồng		Tổng TS	Cho vay KH	Tiền gửi KH	VCSH	VDL	NII	NOII	TOI	PBT	Vốn hóa
SOCBs	BIDV	3.331	2.373	2.223	174	70	63	28	91	38	331
	VietnBank	2.768	1.992	1.794	180	78	66	21	87	43	288
	Vietcombank	2.442	1.674	1.673	228	84	59	14	72	44	527
JSCBs	MB	1.616	1.084	921	142	81	52	16	68	34	224
	VPBank <small>Vì một Việt Nam thịnh vượng</small>	1.260	944	628	180	79	59	16	75	31	211
	TECHCOMBANK	1.192	768	619	180	71	38	15	53	33	245
	ACB	1.026	687	585	95	51	27	7	34	20	118
	HDBank <small>Com kết lợi ích cao nhất</small>	931	546	561	78	50	35	8	43	21	134
	Sacombank	917	626	618	60	19	27	5	32	8	112
	SHB <small>Hội tụ tài lực - gia tăng phúc lợi</small>	893	615	572	68	46	20	8	29	15	70
	LPBank <small>NGÂN HÀNG LỘC PHÁT VIỆT NAM</small>	606	392	338	47	30	16	6	22	14	125

		NPL	CASA	CIR	NOII/NII	LLCR	Tín dụng YoY	Tiền gửi YoY	NIM	ROA	ROE
SOCBs	BIDV	1,5%	21,1%	33,4%	44,1%	99,9%	15,9%	13,8%	2,1%	1,0%	19,5%
	VietnBank	1,1%	24,8%	30,4%	31,4%	158,8%	16,2%	11,7%	2,6%	1,3%	21,2%
	Vietcombank	0,6%	33,7%	34,8%	23,3%	258,8%	16,3%	10,4%	2,6%	1,6%	16,6%
JSCBs	MB	1,3%	36,8%	29,1%	31,2%	93,8%	40,0%	29,0%	3,9%	2,0%	21,6%
	VPBank <small>Vì một Việt Nam thịnh vượng</small>	3,3%	13,7%	25,0%	27,3%	55,4%	36,9%	29,3%	5,5%	2,2%	15,5%
	TECHCOMBANK	1,1%	34,5%	30,8%	39,9%	128,1%	21,4%	16,0%	3,7%	2,3%	16,0%
	ACB	1,0%	21,3%	32,3%	25,6%	114,3%	18,3%	8,9%	2,9%	1,7%	17,6%
	HDBank <small>Com kết lợi ích cao nhất</small>	2,4%	12,1%	27,2%	22,9%	54,8%	23,5%	28,2%	4,5%	2,0%	25,4%
	Sacombank	6,4%	15,0%	40,7%	20,2%	50,0%	14,3%	9,1%	3,2%	0,7%	10,3%
	SHB <small>Hội tụ tài lực - gia tăng phúc lợi</small>	2,1%	8,0%	22,4%	41,4%	82,4%	18,2%	14,5%	2,7%	1,5%	19,1%
	LPBank <small>NGÂN HÀNG LỘC PHÁT VIỆT NAM</small>	1,7%	8,5%	28,3%	36,5%	74,0%	18,2%	19,2%	2,9%	2,1%	25,2%

Nguồn: FiinProX & SHS tổng hợp
Theo BCTC năm 2025 các Ngân hàng

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

HOẠT ĐỘNG TÍN DỤNG



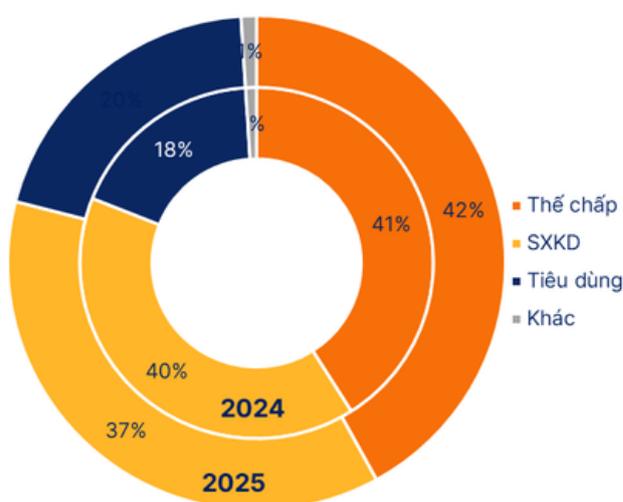
Tín hiệu bước đầu tăng trưởng năng động hơn trong năm 2025

VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng năng động hơn trong năm 2025 sau hai năm 2023-2024 ở mức thấp so với trung bình ngành. Cuối năm 2025, dư nợ tín dụng của VCB đạt 1,68 triệu tỷ đồng, tăng 15,3% kể từ đầu năm trong đó cho vay khách hàng đạt 1,67 triệu tỷ đồng, tăng 15,5% YoY, trái phiếu doanh nghiệp đạt 7,9 nghìn tỷ đồng, giảm 13,9% YoY. Quy mô trái phiếu doanh nghiệp của VCB chiếm 0,47% tổng tín dụng và vẫn đang trong xu hướng giảm từ mức đỉnh năm 2021. Nếu tính toán cả phần dư nợ tín dụng VCB bán cho VCB Neo, dư nợ tín dụng của VCB cao hơn trung bình ngành.

Tín dụng bán lẻ dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong năm 2025

Theo phân khúc khách hàng, mảng tín dụng của VCB tương đối cân bằng với khách hàng doanh nghiệp và cá nhân chiếm lần lượt 55% và 45% tổng dư nợ. Mảng bán lẻ đang dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 với mức tăng trưởng 18,5% kể từ đầu năm, so với mức tăng 13,1% của cho vay doanh nghiệp.

Tỷ trọng cho vay cá nhân



Xét về sản phẩm, cho vay thế chấp (tiêu dùng BĐS) và cho vay tiêu dùng tăng trưởng tích cực hơn mặt bằng chung với tốc độ tăng lần lượt 21% và 31% kể từ đầu năm. Cho vay kinh doanh hộ gia đình chỉ tăng 9,5% từ đầu năm do ảnh hưởng từ quy định mới về hộ kinh doanh có hiệu lực từ tháng 07/2025.

Xét về tỷ trọng, dư nợ cho vay tiêu dùng BĐS đóng góp 42% tổng dư nợ bán lẻ của VCB tại thời điểm cuối năm 2025, tương đương 19% tổng dư nợ toàn hàng. Cho vay SXKD giảm tỷ trọng xuống 37% dư nợ bán lẻ từ mức 40% của năm 2024 do tốc độ tăng trưởng chậm hơn mức tăng chung.

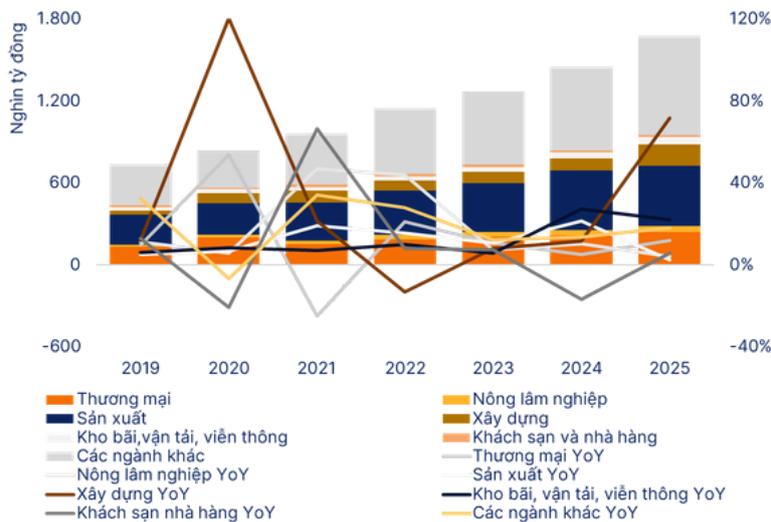
Tín dụng doanh nghiệp tăng thấp hơn mức tăng chung, tuy nhiên đang tăng tốc sau diễn biến chững lại trong Q1.2025

Tín dụng doanh nghiệp tăng trưởng 13,1% kể từ đầu năm, tăng tốc dần về cuối năm sau diễn biến giảm nhẹ trong Q1.2025. Nhóm khách hàng doanh nghiệp quy mô vừa có diễn biến tăng trưởng tín dụng mạnh nhất nhóm khách hàng doanh nghiệp (+23,9% YoY), chiếm 18,6% tổng dư nợ tín dụng toàn hàng, tập trung tại ngành kinh doanh xăng dầu, hàng tiêu dùng, công nghiệp cơ khí, hàng tiêu dùng, BĐS... Nhóm doanh nghiệp FDI ghi nhận dư nợ tăng trưởng tương đối tích cực, đạt 17% YoY, chiếm 11,5% tổng dư nợ tín dụng toàn hàng, tập trung các lĩnh vực về đồ điện tử, chăn nuôi, lọc dầu, dệt may... Tín dụng doanh nghiệp lớn chỉ tăng trưởng 2,7% YoY trong đó doanh nghiệp nhà nước giảm 12,7% YoY.

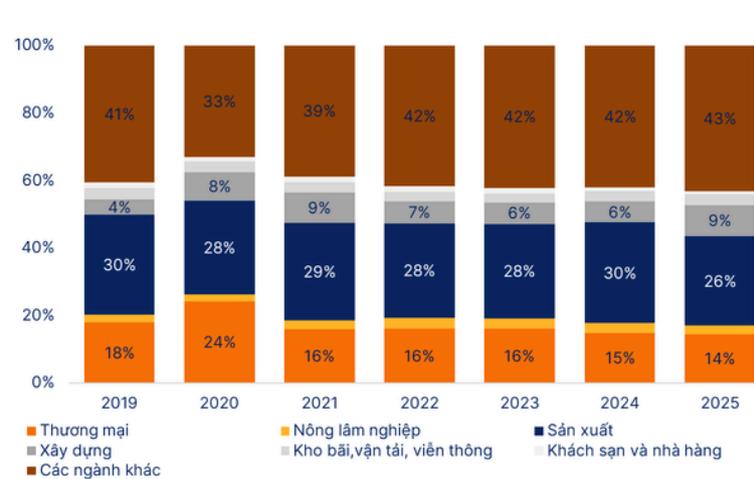
Xét theo ngành nghề, xây dựng (+72% YoY) và ngành nghề khác (+18% YoY) là hai mảng đóng góp chính với 28,9% và 49,5% dư nợ tăng thêm của VCB trong năm 2025. Kỳ hạn cho vay tập trung vào kỳ hạn trung dài hạn với dư nợ tăng trưởng 29,6% trong năm 2025, so với mức tăng 7,2% của tín dụng ngắn hạn.

Tỷ trọng cho vay lĩnh vực Xây dựng hiện chiếm 9,3% dư nợ toàn hàng, từ mức 6% của năm 2024. Tín dụng kinh doanh BĐS chiếm 4% tổng dư nợ của VCB trong năm 2024. Các dự án liên quan đến đầu tư công hầu hết đều được VCB phân loại vào các lĩnh vực Xây dựng, Vận tải, Điện trong thuyết minh BCTC.

Dư nợ tín dụng phân theo ngành nghề



Tỷ trọng dư nợ tín dụng phân theo ngành nghề



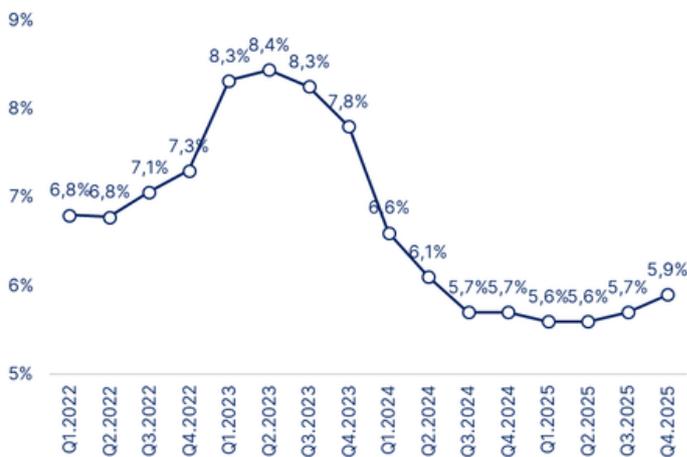
Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong năm 2026, dựa trên một số cơ sở:

Lợi thế Ngân hàng quốc doanh trong thu xếp vốn các dự án hạ tầng trọng điểm. Năm 2025, VCB thu xếp hợp đồng tín dụng hơn 1 tỷ USD cho chuỗi dự án khí - điện Lô B - Ô Môn, dự án 50 tàu bay thân hẹp Vietnam Airlines, tài trợ mở rộng Cảng HKQT Phú Quốc và gói tín dụng 10 tàu bay Airbus A320/321NEO cho Sun PhuQuoc Airways. Đồng thời, VCB tham gia nhiều dự án trọng điểm khác về giao thông, năng lượng, đô thị và hạ tầng xã hội như Đường dây 500kV Lào Cai - Vĩnh Yên, mở rộng cao tốc TP HCM - Long Thành và nhiều dự án lớn của các tập đoàn kinh tế tư nhân khác.

Đầu năm 2026, VCB làm đầu mối thu xếp cho vay hợp vốn Dự án Nhà máy Nhiệt điện LNG Quảng Trạch II. Tổng nhu cầu vốn vay cho Dự án thành phần 1 là 29.568 tỷ đồng, được thu xếp từ nguồn vốn tín dụng của liên danh 4 NHTM Nhà nước gồm Vietcombank, BIDV, VietinBank và Agribank.

VCB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành do nhận chuyển giao bắt buộc Ngân hàng Xây dựng (hiện đã đổi tên thành VCB Neo). VCB cho biết Ngân hàng Nhà nước vẫn đang xem xét con số tăng trưởng tín dụng cho VCB, tại hội nghị công bố KQKD Q4.2025 chưa có con số cụ thể. Theo kịch bản cơ sở, VCB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 tối thiểu 13%, trong trường hợp tích cực có thể tăng trưởng 20%, tùy thuộc vào sức hấp thụ của nền kinh tế và chất lượng khách hàng đáp ứng các tiêu chuẩn cho vay của VCB.

Lãi suất cho vay bình quân thời điểm hàng quý



Lãi suất cho vay thuộc nhóm thấp nhất hệ thống Ngân hàng.

Theo số liệu từ VCB, lãi suất cho vay bình quân của VCB tại thời điểm cuối Q4.2025 là 5,9%, có tăng nhẹ so với mức 5,6% duy trì trong nửa đầu năm 2025, tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với giai đoạn năm 2022-2023. Lãi suất cho vay bình quân của NHTM trong nước đối với các khoản cho vay mới và cũ còn dư nợ tại thời điểm cuối năm 2025 ở mức 6,7-9,0%/năm. Diễn biến này cho thấy lãi suất cho vay của VCB thuộc nhóm thấp nhất ngành và với đặc thù Ngân hàng TMCP Nhà nước, tỷ trọng cho vay thuộc ngành nghề ưu tiên thường cao hơn so với các Ngân hàng TMCP tư nhân.

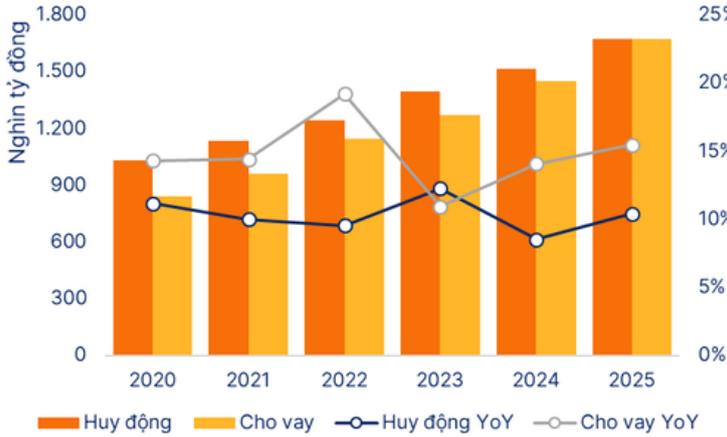
Định hướng cụ thể theo từng phân khúc được VCB chia sẻ như sau:

- Về khách hàng doanh nghiệp, động lực tăng trưởng đến từ các ngành được Chính phủ ưu tiên, đặc biệt là các dự án trọng điểm quốc gia như hạ tầng giao thông, cảng biển, năng lượng và logistics.
- Đối với lĩnh vực BĐS, VCB đưa ra quan điểm thận trọng hơn và tập trung vào các dự án có pháp lý rõ ràng, được phát triển bởi các chủ đầu tư lớn và uy tín.
- Đối với nhóm khách hàng FDI, các doanh nghiệp đã chủ động triển khai các biện pháp ứng phó với rủi ro thuế quan, như đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và đàm phán chia sẻ chi phí với người mua. VCB chưa ghi nhận sự chậm lại đáng kể trong nhu cầu tín dụng từ nhóm khách hàng FDI và duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng của phân khúc này.
- Đối với mảng bán lẻ, tăng trưởng cho vay mua nhà dự báo sẽ thấp hơn so với mức tăng trưởng bình quân của mảng bán lẻ. Cho vay hộ kinh doanh dự kiến tăng trưởng cao hơn so với bình quân, nhờ triển vọng tích cực của nền kinh tế. Cho vay tiêu dùng được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ nỗ lực thúc đẩy kênh cho vay số của VCB.

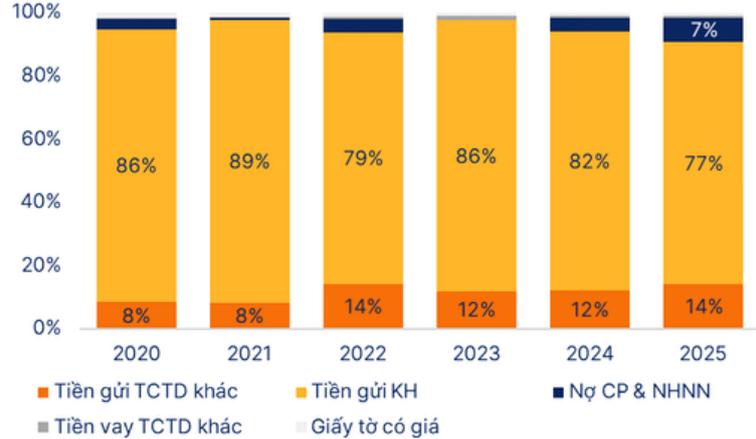
HUY ĐỘNG VỐN

Vị thế Ngân hàng quốc doanh đầu ngành giúp VCB có lợi thế về huy động vốn từ dân cư. Cùng với khả năng tiếp cận được nguồn tiền gửi Kho bạc Nhà nước, VCB không phụ thuộc nhiều vào việc huy động vốn từ liên ngân hàng và phát hành giấy tờ có giá. VCB là ngân hàng gửi tiền ròng trên thị trường liên Ngân hàng với số dư trên 216 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025.

Tiền gửi khách hàng và cho vay khách hàng của VCB

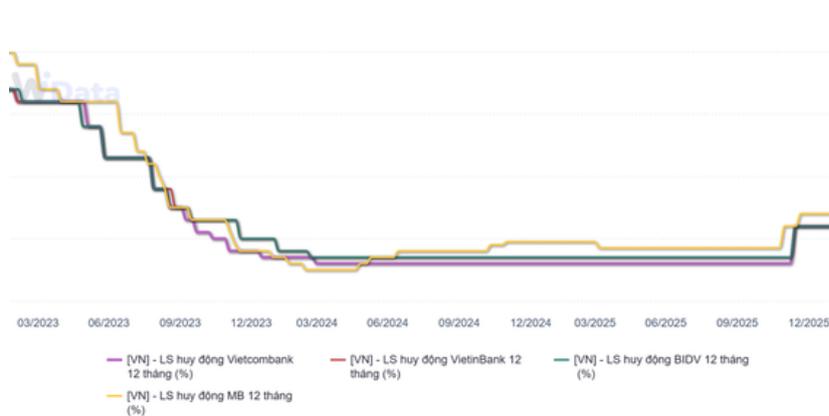


Cơ cấu vốn huy động của VCB

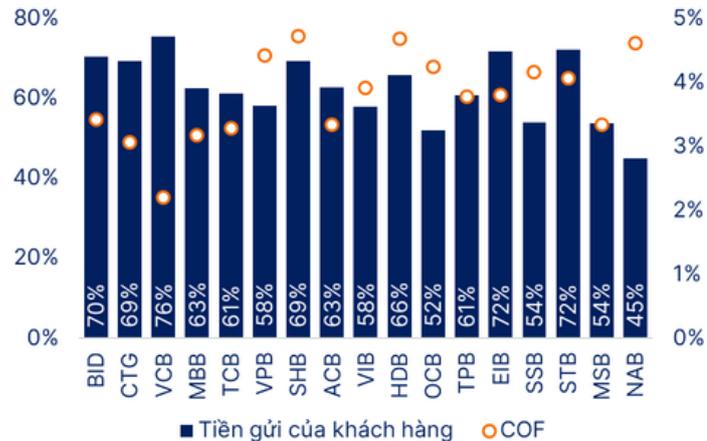


Trong giai đoạn 2020-2024, quy mô tiền gửi khách hàng của VCB đều cao hơn khoản mục cho vay khách hàng. Năm 2025, với nền lãi suất thấp nhằm hỗ trợ doanh nghiệp, tăng trưởng huy động của VCB chậm lại so với tăng trưởng cho vay, khiến tỷ lệ LDR thuần tăng lên 100%. Tại thời điểm cuối năm 2025, VCB huy động 2,18 triệu tỷ đồng, tăng 17,8% kể từ đầu năm, trong đó tiền gửi từ khách hàng đạt 1,67 triệu tỷ đồng, tăng 10,4%, tiền gửi KBNN đạt 160 nghìn tỷ đồng, tăng 105%, tiền gửi và vay TCTD khác tăng 34%, giấy tờ có giá tăng 12% so với cuối năm 2024.

Lãi suất huy động của VCB so với một số Ngân hàng

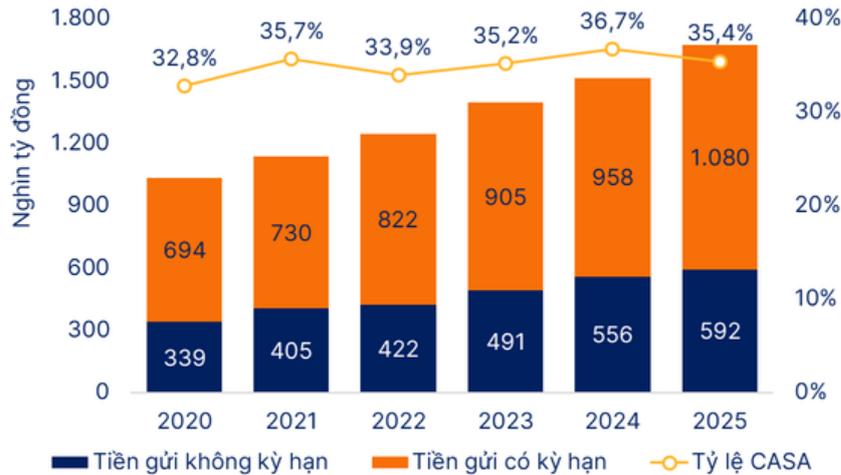


Chi phí vốn một số Ngân hàng năm 2025

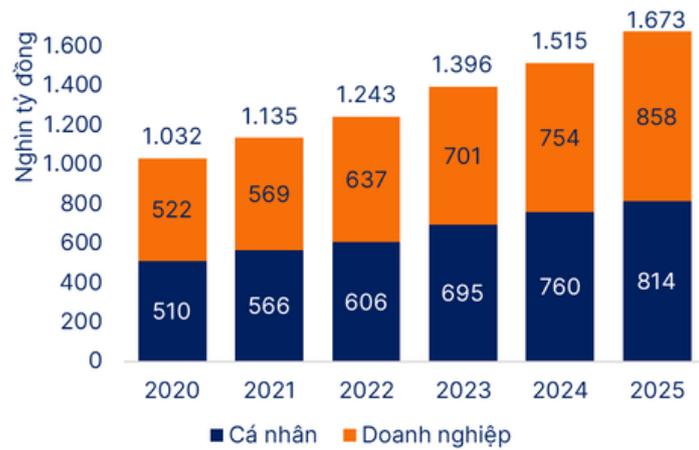


Tỷ lệ CASA của VCB tại thời điểm cuối năm 2025 đạt 35,42%, giảm so với mức 36,72% thời điểm cuối năm 2024 nhưng vẫn ở mức cao thứ 3 toàn ngành. Lợi thế huy động với tỷ trọng tiền gửi khách hàng chiếm cao nhất trên tổng nguồn vốn huy động và tỷ lệ CASA cao giúp chi phí vốn của VCB thấp nhất ngành Ngân hàng.

Tiền gửi và cho vay khách hàng của VCB



Tiền gửi phân theo đối tượng



Cơ cấu tiền gửi khách hàng của VCB cân đối giữa khách hàng cá nhân và doanh nghiệp. Uy tín thương hiệu là yếu tố giúp VCB có thể mạnh trong huy động vốn, dù lãi suất huy động thuộc nhóm thấp trong ngành. Giá trị thương hiệu Vietcombank được định giá 2,4 tỷ USD tại thời điểm năm 2025, theo Brand Finance.

Most Valuable & Strongest Vietnamese Brands 2025

Brand Finance® 

Most Valuable Vietnamese Brands 2025

#1		\$7.4 bn
Viettel Group		
#2		\$2.6 bn
Vinamilk		
#3		\$2.4 bn
Vietcombank		
#4		\$1.6 bn
VietinBank		
#5		\$1.6 bn
Techcombank		
#6		\$1.6 bn
BIDV		
#7		\$1.6 bn
Vinhomes		
#8		\$1.6 bn
MB		
#9		\$1.3 bn
Agribank		
#10		\$1.2 bn
FPT		

Strongest Vietnamese Brands 2025

#1		97.5
Vinpearl		
#2		95.3
Vietcombank		
#3		92.8
Bao Viet		
#4		92.1
thegioididong.com		
#5		90.9
Vinamilk		
#6		89.7
Viettel Group		
#7		89.4
VinFast		
#8		88.9
Vinhomes		
#9		88.5
PNJ		
#10		88.4
Vinschool		

Source: Brand Finance Vietnam 100 2025

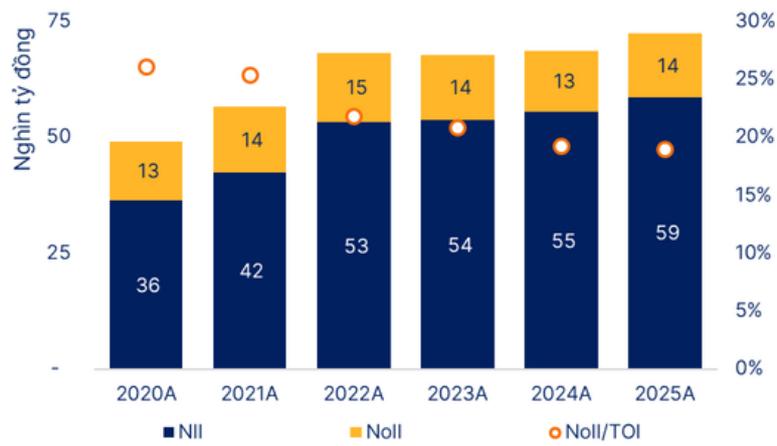
brandirectory.com/vietnam

HOẠT ĐỘNG PHI TÍN DỤNG

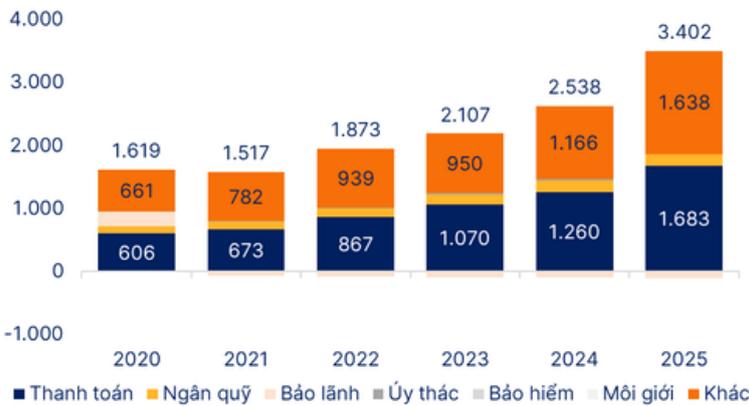
Thu nhập ngoài lãi của VCB



Thu nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập hoạt động



Chi tiết khoản mục thu nhập phí của VCB



Thu nhập ngoài lãi đóng góp 19% tổng thu nhập hoạt động của VCB trong năm 2025. Đóng góp chính trong khoản mục thu nhập ngoài lãi của VCB đến từ thu nhập phí và thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và vàng.

Lợi thế về nguồn ngoại tệ giúp VCB có thu nhập từ việc kinh doanh ngoại hối và vàng cao nhất nhóm Ngân hàng.

Thu nhập phí của VCB tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2024 khi Ngân hàng ghi nhận khoản phí trả trước từ hợp đồng Bancassurance với FWD, đã hoàn tất việc ghi nhận trong năm 2024. Năm 2025, VCB không còn ghi nhận phí trả trước từ hợp đồng Banca khiến thu nhập từ phí giảm mạnh. Nếu loại trừ tác động của việc ghi nhận phí trả trước, thu nhập phí nhìn chung đi ngang so với xu hướng giảm nhẹ của ngành. Động lực chính đến từ sự cải thiện ở mảng Ngân hàng điện tử (Ebank), chuyển tiền trong nước và dịch vụ thẻ. Thu nhập từ bancassurance vẫn giảm so với cùng kỳ tuy nhiên đã ghi nhận tín hiệu cải thiện trong Q4.2025. VCB duy trì vị trí số 4 trên thị trường về FYP (phí bảo hiểm năm đầu tiên).

Thị trường Banca theo Ngân hàng năm 2025



Công ty TNHH Quản Lý Quỹ Đầu tư Chứng khoán Vietcombank (VCBF)

VCBF là liên doanh giữa Vietcombank và Franklin Templeton trong đó VCB sở hữu 51% cổ phần. VCBF hiện đang quản lý tổng tài sản 8.180 tỷ đồng (tại ngày 31/12/2025) cho cả khách hàng tổ chức và cá nhân. VCBF giữ vị trí số 1 về tổng tài sản quản lý cho các Công ty Bảo hiểm tại Việt Nam với nhiều tổ chức lớn như Công ty TNHH Bảo hiểm Nhân thọ AIA (Việt Nam), Công ty TNHH Bảo hiểm Nhân thọ FWD Việt Nam, Công ty TNHH Bảo Hiểm Hanwha Life Việt Nam, Tổng Công ty Cổ phần Tái Bảo hiểm Quốc gia Việt Nam và Tổng Công ty Cổ phần Bảo hiểm Petrolimex. VCBF hiện quản lý năm quỹ mở, 1 quỹ hưu trí với biên lợi nhuận năm 2025 đạt 23%.

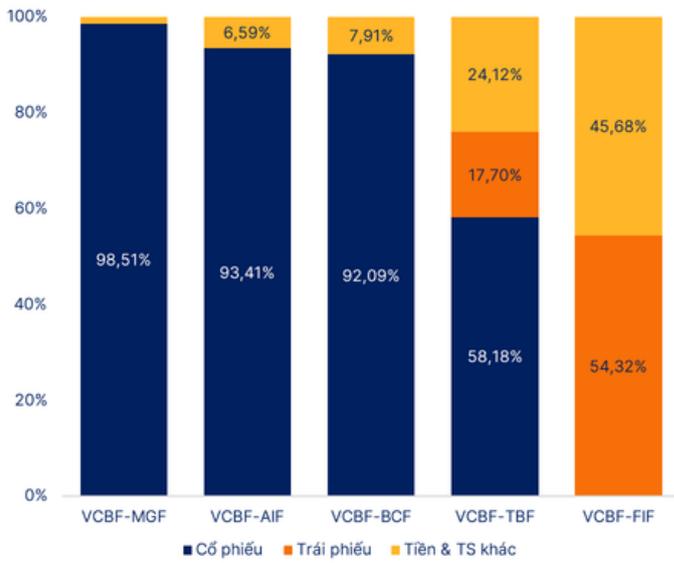
Chi tiết 5 quỹ đầu tư VCBF đang quản lý

Mã quỹ	Tên quỹ	Chiến lược đầu tư	Loại quỹ	Tổng NAV (VNĐ)	Tỷ suất đầu tư 2025
VCBF-BCF	Quỹ Đầu tư CP Hàng Đầu VCBF	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	1.260.002.187.430	22,80%
VCBF-TBF	Quỹ Đầu tư Cân bằng Chiến Lược VCBF	Quỹ cân bằng	Quỹ mở	637.268.332.486	21,06%
VCBF-MGF	Quỹ Đầu tư CP Tăng trưởng VCBF	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	865.753.401.383	6,37%
VCBF-FIF	Quỹ Đầu tư TP VCBF	Quỹ trái phiếu	Quỹ mở	619.024.402.871	5,60%
VCBF-AIF	Quỹ Đầu tư Thu nhập Chủ Động VCBF	Quỹ cổ phiếu	Quỹ mở	389.194.328.755	21,60%

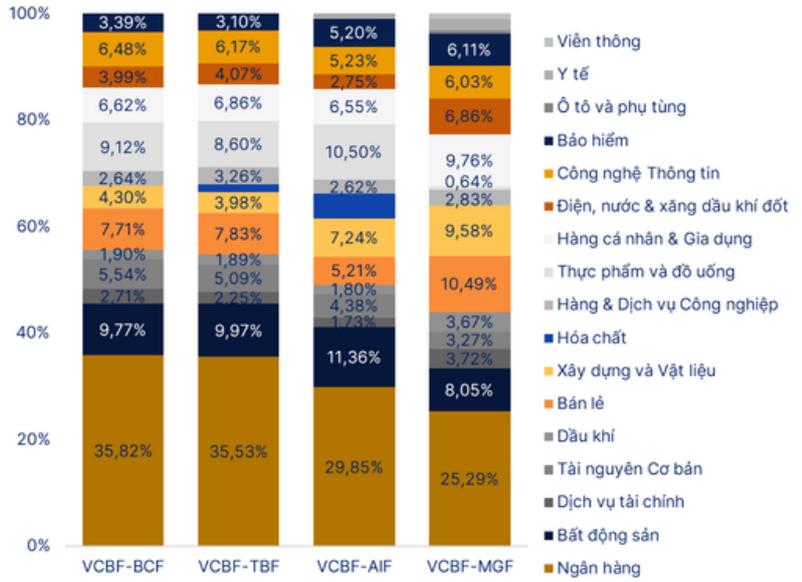
Hiệu quả hoạt động tương đối tích cực khi so sánh với các quỹ mở hoạt động trên thị trường Việt Nam

Nhóm quỹ mở	NAV	Dòng tiền ròng	Hiệu suất 2025	LN kép TB 3 năm	LN kép TB 5 năm
PYN Elite	29.328	(1.400)	37,70%	21,70%	10,30%
Chứng khoán năng động DC (DCDS)	5.774	1.888	32,90%	28,10%	16,20%
CP Việt Nam chọn lọc	9.231	(1.247)	29,80%	25,10%	17,50%
Vietnam Equity (UCITS) Fund	5.533	(1.782)	26,10%	23,80%	13,30%
Tianhong VN	18.148	(2.748)	24,70%	18,40%	9,60%
Quỹ CP hàng đầu VCBF (VCBF-BCF)	1.260	364	22,80%	22,10%	15,50%

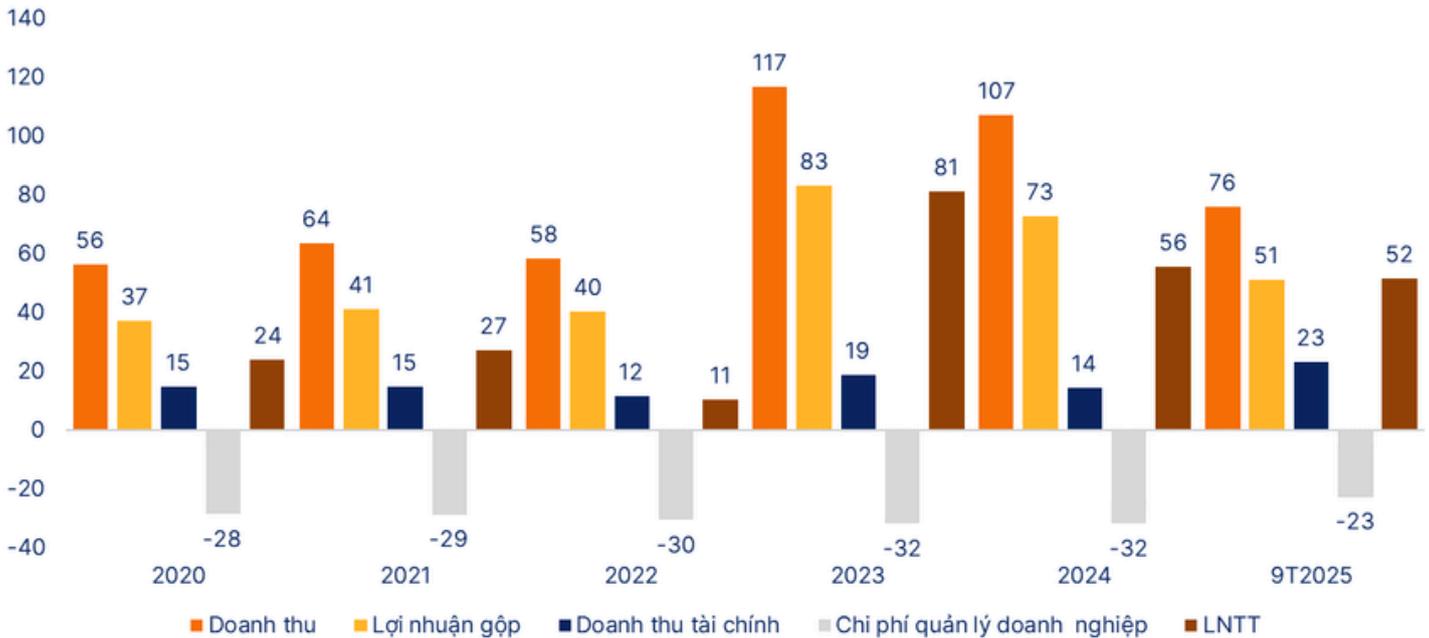
Danh mục đầu tư của từng quỹ



Danh mục đầu tư quỹ cổ phiếu theo ngành nghề



Doanh thu lợi nhuận của VCBF giai đoạn 2020 - 9T2025

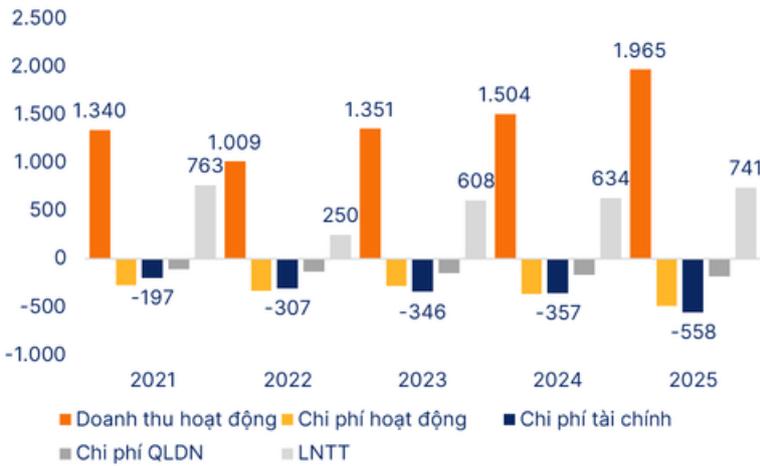


VCBF ghi nhận doanh thu lợi nhuận tăng trưởng tích cực từ năm 2023, cùng chiều với diễn biến TTCK. 9T2025, VCBF ghi nhận 52 tỷ đồng LNTT, gần bằng kết quả cả năm 2024.

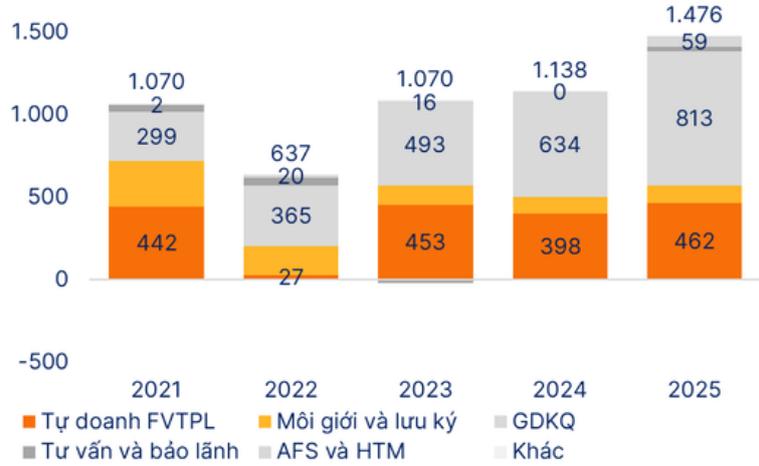
Công ty TNHH Chứng khoán NH TMCP Ngoại thương Việt Nam VCBS

VCBS là công ty con thuộc sở hữu 100% của VCB với vốn điều lệ 2.500 tỷ đồng, VCSH 5.058 tỷ đồng, thành lập từ năm 2002. VCBS hoạt động theo mô hình CTCK truyền thống với đủ mảng hoạt động môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, tư vấn tài chính và bảo lãnh phát hành. Quy mô vốn chủ tương đối hạn chế, VCBS mở rộng kinh doanh bằng nguồn vốn vay với tổng tài sản quản lý tại thời điểm cuối năm 2025 đạt 19.741 tỷ đồng, đứng thứ 15 toàn ngành. Mảng cho vay ký quỹ và tự doanh là hai mảng chính đóng góp trong lợi nhuận gộp cho VCBS, mảng IB còn khá yếu. Năm 2025, VCBS thu được 740,5 tỷ đồng LNTT, tăng 16,8% YoY, ROE 12,33%, ở mức trung bình so với ngành.

Kết quả kinh doanh của VCBS giai đoạn 2021-2025



Lợi nhuận gộp theo mảng nghiệp vụ



TOP 10 thị phần môi giới giai đoạn 2023-2025

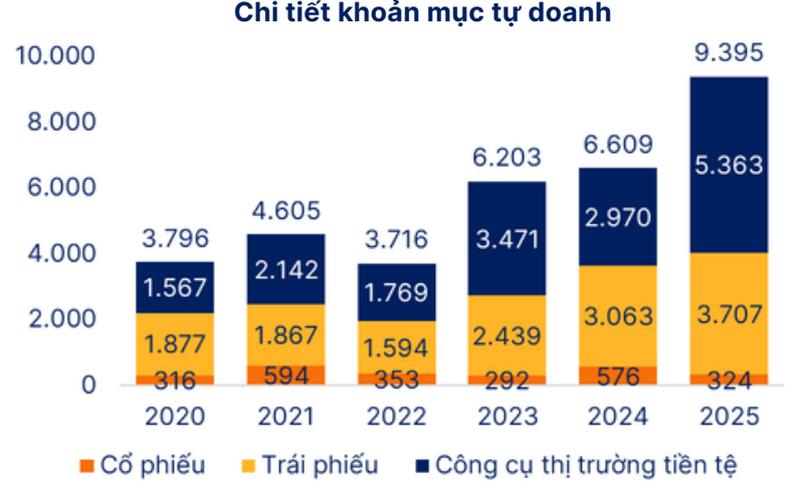
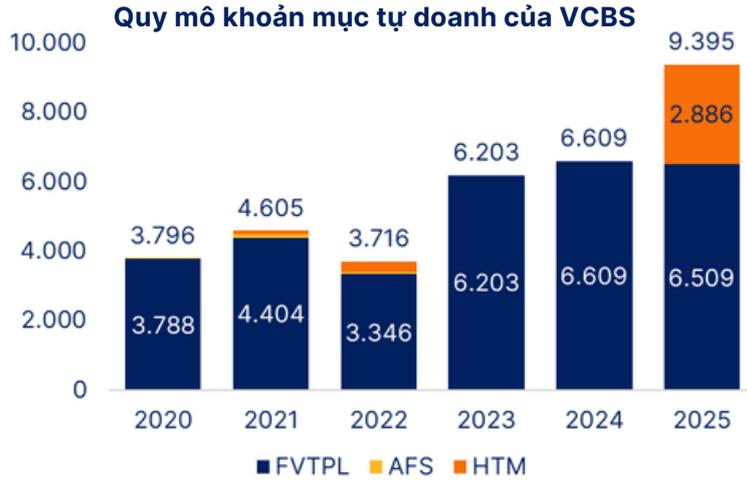


Hoạt động Môi giới và cho vay ký quỹ. Năm 2024-2025, VCBS thuộc TOP 10 Công ty Chứng khoán có thị phần môi giới lớn nhất HOSE. Thị phần năm 2025 đạt 2,8%, giảm nhẹ so với mức 2,91% của năm 2024 do áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt và VCBS đang gần tới ngưỡng giới hạn về tỷ lệ cho vay trên VCSH.

Hoạt động Môi giới	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	378	343	371	430
Chi phí	193	218	258	314
Giá trị GD CP qua VCBS	259.790	257.845	291.308	400.370
Giá trị GD TP qua VCBS	38.771	41.127	39.738	60.010
Thị phần MG	2,57%	2,94%	2,78%	2,74%
Biên LN gộp	49%	36%	30%	27%
Môi giới phí	0,13%	0,11%	0,11%	0,09%

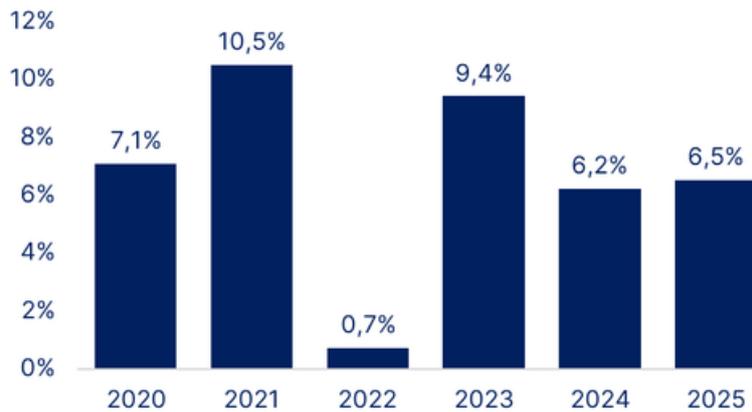
Cho vay GDKQ	2022	2023	2024	2025
Dư nợ cho vay	3.153	5.057	5.884	9.408
Dư nợ/VCSH	88%	125%	131%	186%
Thị phần cho vay	2,57%	2,77%	2,36%	2,28%
Doanh thu	365,4	493,4	634,1	820,0
Lãi suất ước tính	12%	12%	12%	11%
Chi phí lãi vay	231,4	309,2	343,7	557,3
Tiền gửi của NĐT	2.099	3.363	2.560	3.319

Hoạt động tự doanh an toàn, tập trung vào tiền gửi và trái phiếu

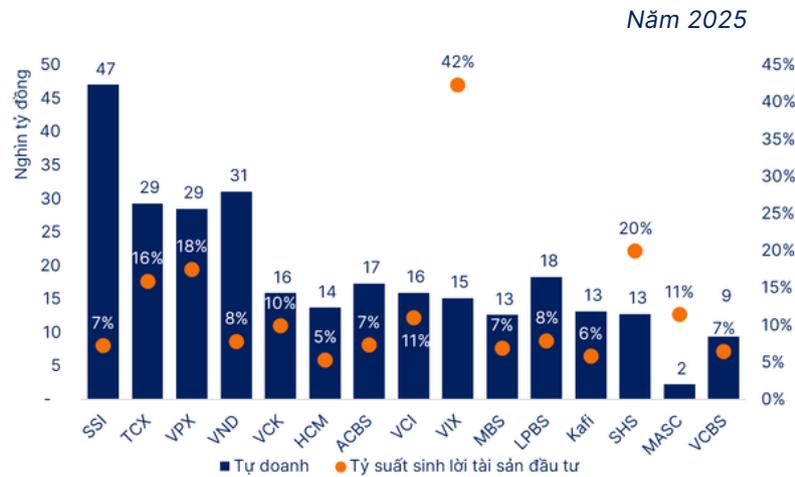


Danh mục tự doanh của VCBS chủ yếu là công cụ thị trường tiền tệ và trái phiếu, khoản đầu tư cổ phiếu có giá trị không đáng kể. Trừ năm 2022, giai đoạn khủng hoảng trái phiếu khiến tỷ suất sinh lời khoản mục tự doanh của VCBS giảm mạnh, tỷ suất sinh lời hoạt động tự doanh của VCBS ổn định trở lại vào năm 2024-2025. Danh mục an toàn khiến tỷ suất sinh lời hoạt động tự doanh của VCBS khá thấp, đạt 6,5% tổng danh mục trong năm 2025.

Tỷ suất sinh lời hoạt động tự doanh của VCBS



Quy mô tự doanh và tỷ suất sinh lời một số CTCK



Kỳ vọng hoạt động kinh doanh mở rộng trong năm 2026

HDQT VCB đã thông qua phương án tăng vốn điều lệ cho Công ty TNHH Chứng khoán Vietcombank (VCBS) từ 2.500 tỷ đồng lên 12.500 tỷ đồng, thời gian thực hiện trong năm 2026. Nguồn vốn tăng thêm là dòng tiền bổ sung quan trọng giúp VCBS tiếp tục mở rộng hoạt động cho vay ký quỹ và hoạt động tự doanh.

Ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc VNCB - Lợi nhuận năm 2025 khả quan

VNCB tiền thân là Ngân hàng Đại Tín (TrustBank). Tại thời điểm cuối năm 2012, khi bị liệt kê vào danh sách 9 ngân hàng yếu kém và bị kiểm soát, VNCB lỗ lũy kế 8.765 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu âm 5.711 tỷ đồng. Đến cuối năm 2014, VNCB âm vốn chủ sở hữu 24.000 tỷ, lỗ lũy kế 27.000 tỷ đồng, bị NHNN mua lại với giá 0 đồng vào ngày 5/3/2015 và được giao cho VCB hỗ trợ tái cơ cấu. Ngày 18/10/2024, Ngân hàng Xây dựng (CB) đã được chuyển giao bắt buộc cho Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB), đổi tên thành VCB Neo.

Sau hơn 9 năm tái cơ cấu, hoạt động của VNCB đã có những kết quả đáng ghi nhận. Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng tài sản của CB tăng gần 33%, thu nhập từ lãi tăng 70%/năm, trong khi chi phí nhân viên chỉ tăng 15%/năm. Từ năm 2017, thu nhập từ lãi bù đắp được chi phí nhân viên. Từ năm 2020, thu nhập từ lãi bù đắp được chi phí hoạt động và một phần chi phí trả lãi tiền gửi.

Năm 2025 sau khi VCB tiếp nhận và triển khai các giải pháp tái cơ cấu, VCBNeo đã ghi nhận lợi nhuận khoảng 1.900 tỷ đồng, vượt tiến độ kế hoạch đề ra, đánh dấu bước cải thiện rõ nét sau nhiều năm thua lỗ kéo dài.

Cơ chế tạo lợi nhuận đến từ việc VCB bán dư nợ cho VCB Neo nhằm giúp Ngân hàng tăng hiệu quả hoạt động. Phía VCB cho biết việc bán nợ được tiến hành một lần và VCB không có kế hoạch tiếp tục mở rộng dư nợ bán ra cho VCB Neo trong năm 2026 và những năm tiếp theo. VCB không công bố chi tiết quy mô dư nợ đã bán cho VCB Neo, tuy nhiên Ngân hàng cho biết nếu tính phần dư nợ đã bán cho VCB Neo, tăng trưởng tín dụng của VCB cao hơn trung bình ngành, tương đương tăng tối thiểu 19,1%. Từ thông tin này, chúng tôi ước tính quy mô dư nợ đã bán cho VCB Neo tối thiểu khoảng 52 nghìn tỷ đồng.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025

Kết quả kinh doanh năm 2025 của VCB

Chỉ tiêu	2024	YoY	2025	YoY
Thu nhập lãi thuần	55.406	3,3%	58.674	5,9%
Thu nhập ngoài lãi	13.173	-6,6%	13.683	3,9%
Thu nhập từ phí	5.137	-11,1%	3.470	-32,4%
Thu từ ngoại hối	5.292	-6,5%	6.165	16,5%
Thu từ chứng khoán	373	-4,6%	457	22,5%
Thu nhập khác	2.372	4,4%	3.592	51,4%
Tổng TNHD	68.578	1,3%	72.358	5,5%
Chi phí hoạt động	-23.027	5,1%	-25.152	9,2%
Thu nhập trước chi phí DPRRTD	45.551	-0,6%	47.205	3,6%
Chi phí DPRRTD	-3.315	-27,4%	-3.185	-3,9%
LNTT	42.236	2,4%	44.020	4,2%
LNST	33.853	2,4%	35.198	4,0%

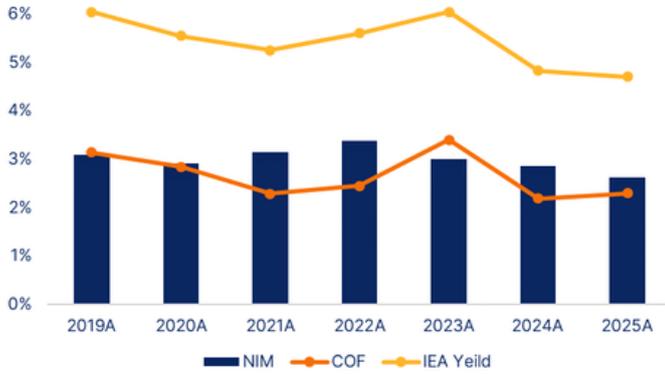
Năm 2025, VCB ghi nhận LNTT 44.020 tỷ đồng (+4,2% YoY), mức lợi nhuận cao nhất toàn hệ thống. Trong đó thu nhập từ lãi tăng trưởng 5,9%, thu nhập ngoài lãi tăng trưởng thấp hơn đạt 3,9% do thu nhập từ phí giảm mạnh khi không còn khoản thu nhập trả trước từ Bancassurance.

Trong Q4.2025, VCB tiếp tục thực hiện hoàn nhập khoảng 2.677 tỷ dự phòng cụ thể, đến từ 1 số khoản dư nợ từ giai đoạn COVID-19 và xử lý 7.288 tỷ đồng nợ xấu từ nguồn trích lập dự phòng, giúp tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh. Khoản hoàn nhập được bù trừ với khoản trích lập dự phòng 3.218 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết phát sinh trong kỳ, giúp chi phí tín dụng chỉ ở mức 0,2%. Từ năm 2022, chi phí tín dụng của VCB giảm mạnh do Ngân hàng ghi nhận hoàn nhập dự phòng, thực hiện vào Quý 4 mỗi năm.

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

NIM giảm trong năm 2025 với định hướng hỗ trợ doanh nghiệp. Điểm tích cực là NIM có cải thiện trong Q4.2025 nhờ cơ cấu tín dụng dịch chuyển sang nhóm có kỳ hạn dài hơn và chi phí vốn được kiểm soát

NIM giảm trong năm 2025 nhằm mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng



Diễn biến NIM có tín hiệu cải thiện trong Q4.2025



Năm 2025, VCB ghi nhận NIM 2,63%, thấp hơn so với mức 2,86% của năm 2024, tính toán theo trung bình tổng tài sản có sinh lời đầu cuối kỳ. NIM theo xu hướng giảm khi với vị thế Ngân hàng Quốc doanh, VCB là một trong những ngân hàng tiên phong trong việc giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ doanh nghiệp.

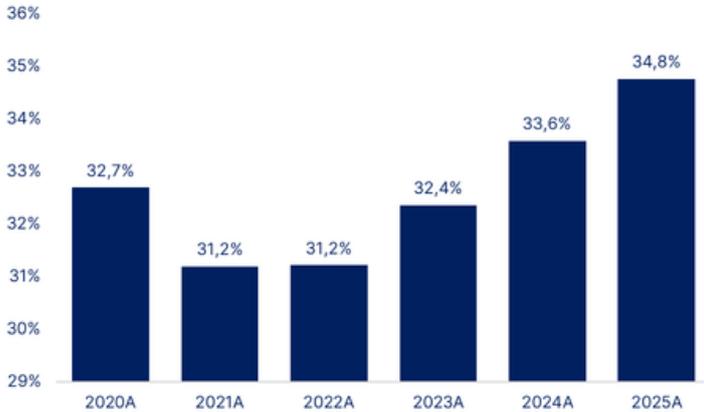
NIM có tín hiệu cải thiện trong Q4.2025 khi lãi suất cho vay bình quân của VCB nhích lên 5,9% từ mức 5,7% tại thời điểm cuối Q4.2024 và 5,6% trong nửa đầu năm 2025. Theo chia sẻ từ VCB, NIM cải thiện nhờ cơ cấu tín dụng của Ngân hàng dịch chuyển theo hướng tăng tỷ trọng tín dụng trung dài hạn có lãi suất cao hơn. Chi phí vốn của VCB cũng được kiểm soát không tăng trong Q4.2025, đi ngược xu hướng tăng khá mạnh trong tháng cuối năm 2025 của ngành ngân hàng. Lợi thế huy động và tỷ lệ CASA cải thiện là yếu tố giúp chi phí vốn của VCB thấp nhất hệ thống.

Về xu hướng, chúng tôi kỳ vọng VCB duy trì mức NIM tương đương năm 2025. NIM được hỗ trợ từ chi phí huy động tại nhóm Ngân hàng quốc doanh đã ổn định trở lại sau giai đoạn cao điểm Tết Nguyên đán và áp lực huy động để đẩy mạnh cho vay đã giảm trên toàn hệ thống, trừ tại một số Ngân hàng nhận chuyển giao ngân hàng yếu kém. Mức tăng lãi suất huy động tại nhóm Ngân hàng quốc doanh theo dự báo của VCB là khoảng 0,1% so với cuối năm 2025. Lợi suất tài sản có sinh lời dự báo tiếp tục cải thiện khi những dự án xây dựng hạ tầng lớn với kỳ hạn trung dài hạn được đẩy mạnh triển khai. VCB cũng định hướng sử dụng hiệu quả hơn nguồn vốn thể hiện ở việc tiếp tục tối ưu hệ số LDR nhằm hỗ trợ cải thiện NIM.

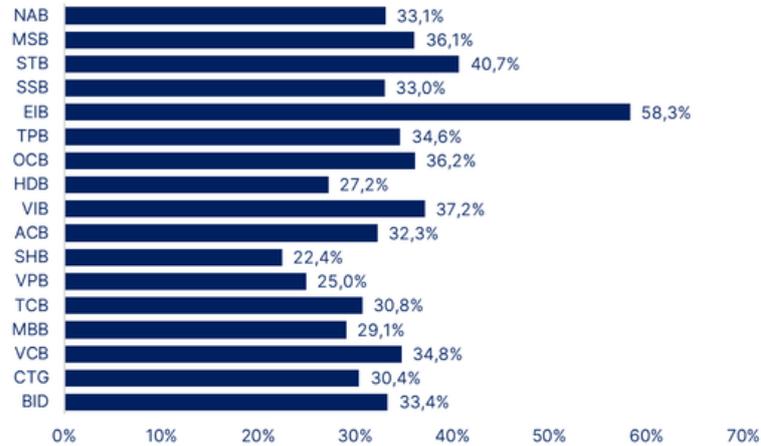
Chi phí hoạt động tương đối cao so với ngành

Tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng thu nhập hoạt động của VCB tăng lên 34,8% trong năm 2025, từ mức 33,6% năm 2024. Tỷ lệ chi phí hoạt động của VCB cao hơn so với mức 32% của trung bình ngành.

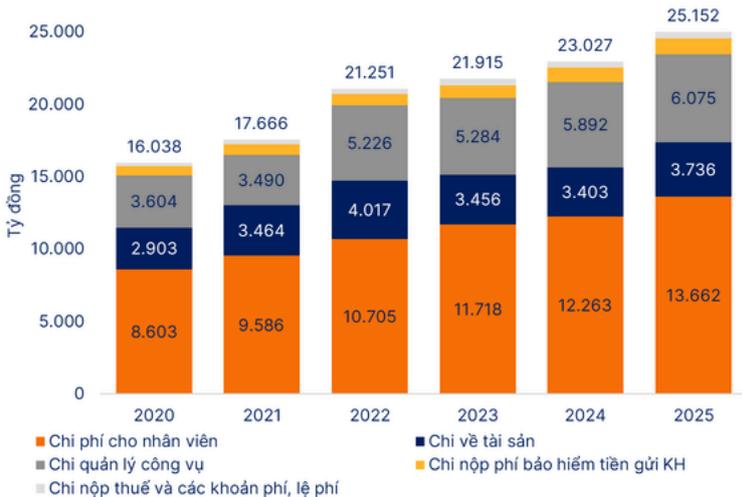
Tỷ lệ CIR của VCB



Tỷ lệ CIR một số Ngân hàng năm 2025



Các khoản mục chi phí hoạt động của VCB

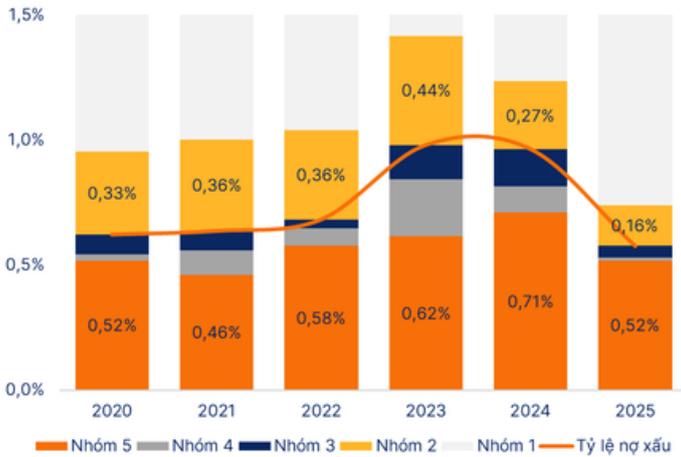


Xét về số tuyệt đối, chi phí hoạt động năm 2025 tăng 9% so với năm trước. Chi phí nhân viên chiếm 54% tổng chi phí hoạt động của VCB trong kỳ, là yếu tố chính làm tăng chi phí hoạt động, với diễn biến tăng 11% so với năm trước, dù số lượng nhân sự giảm 4%. Nguyên nhân do VCB duy trì chính sách đãi ngộ cạnh tranh nhằm giữ chân nhân tài, đặc biệt trong lĩnh vực Công nghệ thông tin và dữ liệu. Chi phí cho hoạt động quản lý công vụ, khoản mục chiếm 24% tổng chi phí, chỉ tăng 3% so với cùng kỳ cho thấy định hướng kiểm soát chi phí của VCB.

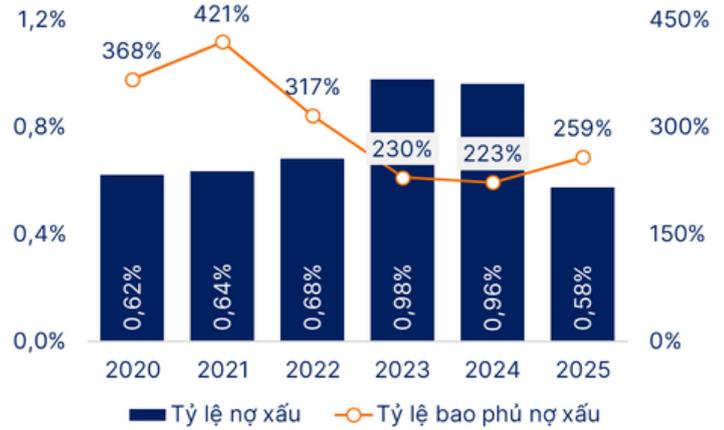
Về trung hạn, VCB định hướng kiểm soát tỷ lệ CIR ở mức dưới 35%.

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN TIẾP TỤC CẢI THIỆN

Tỷ lệ nợ xấu phân theo nhóm nợ

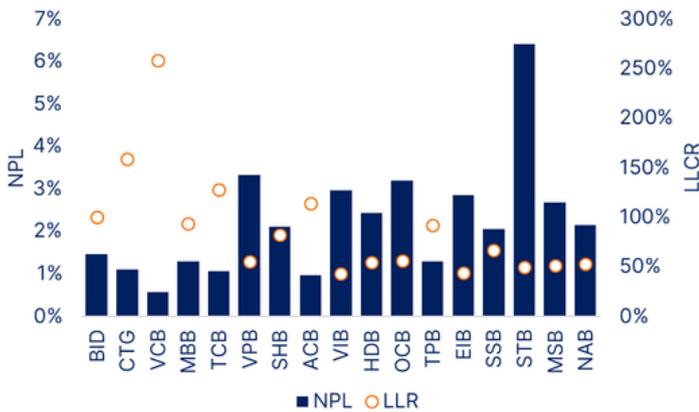


Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VCB

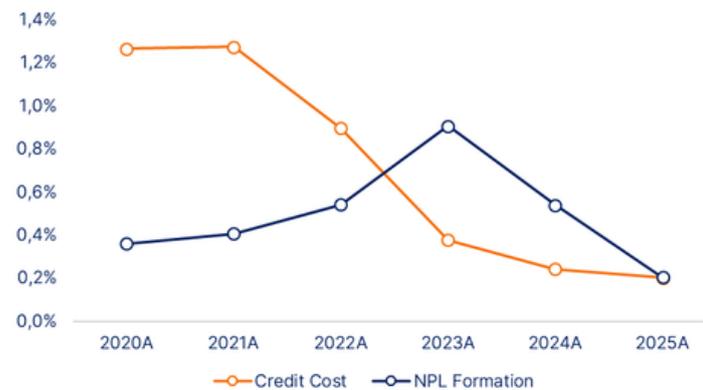


Chất lượng tài sản của VCB tốt nhất toàn ngành, thể hiện ở cả tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu trên khoản mục cho vay khách hàng tại thời điểm cuối năm 2025 là 0,58%, nợ nhóm 2 giảm mạnh xuống 0,16%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu 259%, dẫn đầu toàn ngành. Tỷ lệ nợ xấu trên tổng tín dụng (tính cả phần đầu tư trái phiếu doanh nghiệp) là 0,97%, vẫn là mức thấp nhất toàn ngành. Chi tiết theo phân khúc khách hàng, tỷ lệ nợ xấu khách hàng bán lẻ của VCB được kiểm soát tốt, tiếp tục duy trì ở mức thấp 0,7%, trong khi tỷ lệ nợ xấu khách hàng doanh nghiệp là 1,3% (đã tính phần trái phiếu doanh nghiệp).

Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu một số NH năm 2025



Tỷ lệ hình thành nợ xấu và chi phí tín dụng của VCB

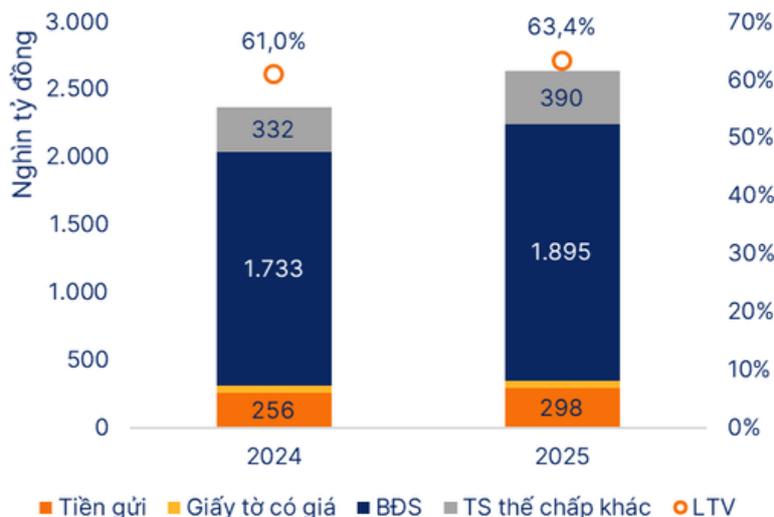


KQKD tích cực trong giai đoạn 2020-2022 tạo điều kiện cho VCB ghi nhận chi phí tín dụng cao nhằm tăng chất lượng tài sản, với chi phí tín dụng cao hơn đáng kể tỷ lệ hình thành nợ xấu. Trong giai đoạn 2023-2025, VCB ghi nhận hoàn nhập dự phòng các khoản nợ xấu đã trích lập giúp chi phí tín dụng giảm mạnh xuống chỉ còn khoảng 0,2-0,4%.

Định hướng năm 2026, VCB kỳ vọng kiểm soát tỷ lệ nợ xấu tương đương năm 2025, tương đương khoảng 0,97%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu khoảng 150-200%. VCB đánh giá tích cực về thu nhập từ xử lý nợ xấu nhờ diễn biến phục hồi của thị trường BĐS và việc luật hóa Nghị quyết 42. Về chi phí tín dụng, VCB đặt mục tiêu kiểm soát tương đương năm 2025, trong khoảng 0,2-0,3%. Trong dài hạn, Ngân hàng đặt mục tiêu kiểm soát chi phí tín dụng trong khoảng 0,2%-0,5%, tùy thuộc vào chất lượng tài sản trong kỳ.

Tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo thời điểm cuối năm 2025 là 63,4%. Tài sản đảm bảo khoản vay của VCB tương đối đa dạng trong đó, tài sản đảm bảo bằng BĐS chiếm 71,8% tổng giá trị TSĐB tại thời điểm cuối năm 2025. Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tổng giá trị tài sản đảm bảo tại thời điểm cuối năm 2025 là 63,4%, tăng so với năm 2024, tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với mức trung bình ngành khoảng 70%.

Tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo (LTV)



Về khoản mục nợ xấu tại trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết, VCB trích lập dự phòng 3.128 tỷ đồng dự phòng đối với trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết năm giữ đến ngày đáo hạn, khi có 6.613,75 tỷ đồng được phân loại vào nhóm 4 - nợ nghi ngờ với tỷ lệ trích lập dự phòng 50%. Quy mô này tương đương tỷ lệ nợ xấu 0,4% tổng dư nợ tín dụng của VCB. Quy mô 6.613,75 tỷ đồng nợ xấu tương đương 84% giá trị trái phiếu doanh nghiệp VCB đang đầu tư thời điểm cuối kỳ.

Xét trong phạm vi toàn ngành, ít có ngân hàng ghi nhận khoản nợ xấu đối với trái phiếu doanh nghiệp năm giữ đến ngày đáo hạn. Tại hội nghị công bố KQKD Q4.2025, VCB không cung cấp thêm thông tin chi tiết về khoản trái phiếu này. Việc mạnh tay trích lập dự phòng cho thấy phương thức quản trị rủi ro thận trọng của VCB.

KẾ HOẠCH PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ

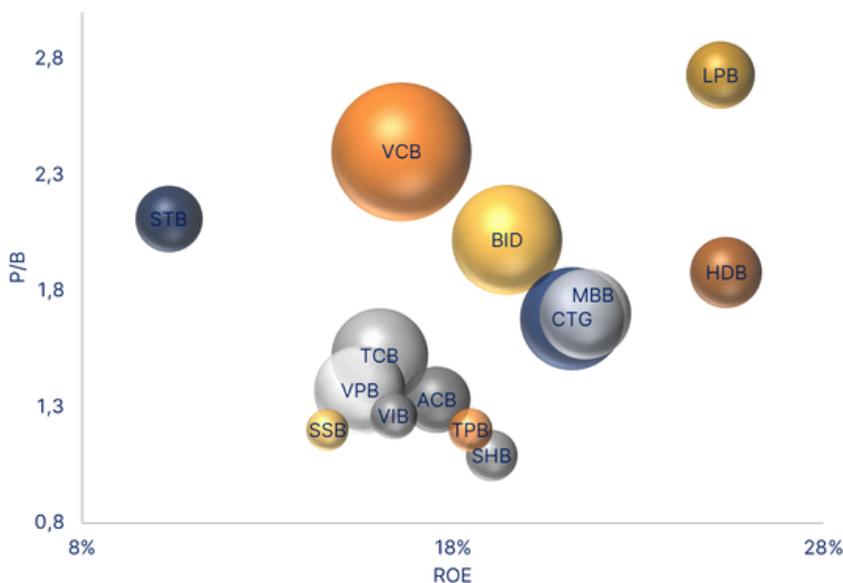
Tại Đại hội đồng cổ đông thường niên 2025, Vietcombank đã được cổ đông thông qua phương án phát hành cổ phiếu riêng lẻ để tăng vốn điều lệ. Cụ thể, ngân hàng sẽ chào bán tối đa 6,5% số cổ phiếu đang lưu hành, tương đương 543,1 triệu cổ phiếu cho tối đa 55 nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư chiến lược và nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Tổng giá trị chào bán theo mệnh giá tối đa 5.431 tỷ. Việc chào bán có thể thực hiện theo một hoặc nhiều đợt trong năm 2025-2026, thời điểm và số lượng cổ phiếu chào bán cụ thể sẽ căn cứ theo thực tế nhu cầu mua của nhà đầu tư.

Cổ phiếu chào bán riêng lẻ bị hạn chế chuyển nhượng tối thiểu là ba năm đối với nhà đầu tư chiến lược và tối thiểu là một năm đối với nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán. Sau khi hoàn thành, vốn điều lệ của VCB sẽ tăng từ 83.557 tỷ đồng lên gần 88.988 tỷ đồng.

Vietcombank đã mời các đơn vị tư vấn tham gia báo giá dịch vụ thẩm định giá độc lập cho đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ của ngân hàng, được kỳ vọng sẽ thực hiện trong năm 2026.

Ngày 4/1/2019, VCB đã phát hành riêng lẻ thành công 111.108.873 cổ phiếu mới cho GIC Private Limited (GIC) - Quỹ đầu tư quốc gia của Singapore và Mizuho Bank Ltd (Mizuho) - một trong những định chế tài chính lớn nhất của Nhật Bản với giá 55.510 đồng/cổ phiếu, thu về khoảng 6,2 nghìn tỷ đồng (tương đương 265 triệu USD). Mức giá bán này tương đương P/B 3,2x, tính toán theo giá trị sổ sách tại thời điểm cuối năm 2018. Giá phát hành tương đương thị giá cổ phiếu VCB tại thời điểm công bố phát hành thành công và giá cổ phiếu VCB đã tăng sau thời điểm phát hành khi được bổ sung nguồn vốn chủ phục vụ hoạt động kinh doanh.

Hiệu quả sử dụng vốn và hệ số P/B một số Ngân hàng



ROE năm 2025
P/B ngày 26/02/2026
Kích cỡ bóng theo vốn hóa

Đợt phát hành riêng lẻ được kỳ vọng là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu VCB khi VCB vẫn là ngân hàng hàng đầu Việt Nam với chất lượng tài sản vượt trội. Quan điểm điều hành thận trọng và việc trích lập dự phòng cao hơn nhiều so với ngành là yếu tố làm giảm kết quả lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn VCB ghi nhận. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư vẫn đánh giá cao VCB vì chất lượng tài sản được kiểm soát tốt và bộ đệm dự phòng lớn tạo dư địa để VCB có thể ghi nhận lợi nhuận cao hơn trong tương lai. Nguồn vốn thu được sau phát hành riêng lẻ là động lực tăng trưởng cho VCB trong bối cảnh nhu cầu tín dụng phục vụ đầu tư tăng trưởng của nền kinh tế ngày càng lớn.

DỰ BÁO KQKD 2026

Năm 2026, chúng tôi dự báo VCB ghi nhận 48.360 tỷ đồng LNTT, tăng trưởng 9,9% so với năm trước. Chi tiết cụ thể theo bảng sau:

Chỉ tiêu	2023	2024	2025	2026F	
Thu nhập lãi thuần	53.614	55.406	58.674	68.878	Thu nhập lãi thuần dự báo tăng 17% YoY trên cơ sở tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 16%, NIM 2,63%, tương đương năm 2024.
YoY growth (%)	0,69%	3,34%	5,90%	17,39%	
Thu nhập ngoài lãi	14.150	13.173	13.683	15.967	Thu nhập ngoài lãi tăng 16,69% YoY nhờ thu nhập thuần từ dịch vụ tích cực hơn sau năm 2025 sụt giảm và thu nhập khác từ xử lý nợ xấu dự báo tiếp tục khả quan.
YoY growth (%)	-4,63%	-6,91%	3,88%	16,69%	
Thu nhập hoạt động	67.764	68.578	72.358	84.844	
YoY growth (%)	-0,47%	1,20%	5,51%	17,26%	
Chi phí hoạt động	-21.906	-23.027	-25.152	-29.493	Chi phí hoạt động tăng trưởng tương ứng với tốc độ tăng của thu nhập hoạt động với giá định CIR dự báo ở mức 34,8%, tương tự năm 2025.
YoY growth (%)	3,08%	5,12%	9,23%	17,26%	
Chi phí DP RRTD	-4.530	-3.315	-3.185	-6.991	Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng 120% trên cơ sở tỷ lệ nợ xấu 0,97%, tương đương năm 2025, chi phí tín dụng 0,39%.
YoY growth (%)	-52,14%	-26,82%	-3,92%	119,51%	
LNTT	41.328	42.236	44.020	48.360	
YoY growth (%)	10,60%	2,20%	4,22%	9,86%	

Chúng tôi đưa ra dự báo lợi nhuận trên cơ sở thận trọng theo định hướng điều hành của NHNN, có tính đến vai trò Ngân hàng dẫn dắt và quan điểm điều hành thận trọng của VCB. Nhìn chung, triển vọng kinh doanh của VCB chưa có nhiều sự bùng nổ dựa trên lợi thế nhận chuyển giao ngân hàng yếu kém khi VCB định hướng tập trung vào yếu tố ổn định, tăng trưởng đi kèm với quản lý chất lượng tài sản, phát triển bền vững.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

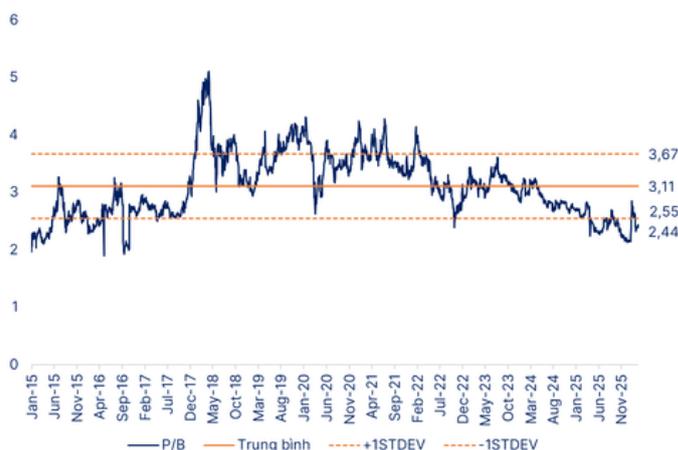
Chúng tôi sử dụng phương pháp PB và Phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50% để xác định giá hợp lý của cổ phiếu VCB. Giá mục tiêu của VCB là 75.000 đồng/cp, upside +19% so với giá đóng cửa ngày 04/03/2026 (63.000 đồng/cp).

Phương pháp P/B

Bảng - Hiệu quả sử dụng vốn và hệ số định giá của VCB và các Ngân hàng so sánh

Ticker	Mkt Cap (Bil USD)	Tot Assets (Bil USD)	ROA:Y (%)	ROE: Y (%)	P/E	P/B
BID VN Equity	13,04	126,68	0,98	19,47	11,36	2,02
CTG VN Equity	11,47	105,26	1,34	21,22	8,64	1,68
VPB VN Equity	8,79	47,93	2,20	15,49	9,56	1,37
MBB VN Equity	8,89	61,45	1,95	21,57	8,66	1,70
TCB VN Equity	9,90	45,35	2,33	16,03	10,19	1,52
HDB VN Equity	5,45	35,41	2,03	25,38	8,00	1,88
ACB VN Equity	4,82	39,02	1,65	17,56	8,04	1,33
STB VN Equity	4,84	34,88	0,71	10,34	21,27	2,11
SHB VN Equity	2,84	33,95	1,46	19,05	6,18	1,09
LPB VN Equity	4,94	23,03	2,05	25,23	11,29	2,73
VIB VN Equity	2,27	21,15	1,39	16,41	8,12	1,26
TPB VN Equity	1,95	19,24	1,60	18,48	6,90	1,20
SSB VN Equity	1,85	15,08	1,53	14,18	9,03	1,20
MSB VN Equity	1,46	15,51	1,55	14,20	6,76	0,90
OCB VN Equity	1,19	12,28	1,34	12,28	7,73	0,85
EIB VN Equity	1,71	10,39	0,44	4,45	39,16	1,71
Average			1,59	17,91	9,22	1,49
VCB VN Equity	20,95	92,87	1,55	16,61	15,53	2,40

Hệ số P/B của VCB giai đoạn 2015-2026



Vị thế Ngân hàng đầu ngành và chất lượng tài sản vượt trội giúp VCB được giao dịch ở hệ số P/B cao nhất ngành Ngân hàng. Hệ số định giá P/B của VCB theo xu hướng giảm từ năm 2022 khi tốc độ tăng trưởng chậm lại so với ngành, đi kèm với hiệu quả sử dụng vốn ROE giảm sút.

Giá cổ phiếu VCB có một nhịp tăng nóng đầu năm khi nhà đầu tư kỳ vọng VCB quay trở lại đà tăng trưởng cao từ năm 2026, khi 1/ Chính phủ quyết tâm thực hiện mục tiêu tăng trưởng 2 chữ số với nhu cầu vốn ở những dự án hạ tầng quy mô lớn; 2/ VCB được lợi thế về hạn mức tăng trưởng tín dụng khi nhận chuyển giao bắt buộc Ngân hàng Xây dựng; và 3/ Nghị quyết 79 về phát triển kinh tế Nhà nước tạo động lực tăng trưởng cho nhóm Ngân hàng quốc doanh. Sau khi điều chỉnh gần 20% từ đỉnh, VCB đang có hệ số định giá tương đối hấp dẫn ở P/B TTM = 2,4x và P/B 2026F = 2,0x, thấp hơn so với P/B trung bình trừ đi 1 lần độ lệch chuẩn, tính trong giai đoạn 2015-2026. Chúng tôi sử dụng mức P/B 2,5x, tương đương PB trung bình trừ 1 lần độ lệch chuẩn làm hệ số P/B hợp lý cho VCB.

Phương pháp P/B

VCSH 2026 (tỷ đ)	266.152
SLCPLH (tỷ CP)	8,4
BV 2026E	31,853
PB mục tiêu	2,55
Giá mục tiêu	81.255

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Phương pháp thu nhập thặng dư

Các giả định

Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)	4,09%
Beta	0,92
Phần bù rủi ro	8,13%
Tỷ lệ chiết khấu	11,56%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	5%

Kết quả định giá

Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	348.266
Giá trị sổ sách của VCSH	227.464
Giá trị hiện tại của VCSH	575.690
SLCP lưu hành (Tỷ CP)	8,36
Giá mục tiêu (đồng)	68.898

Phân tích độ nhạy

	Long term growth rate (g)					
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
Tỷ suất chiết khấu	10,6%	68.603	72.611	77.764	84.635	94.255
	11,1%	65.529	68.750	72.777	77.954	84.857
	11,6%	63.014	65.662	68.898	72.943	78.144
	12,1%	60.919	63.135	65.795	69.046	73.110
	12,6%	59.145	61.030	63.256	65.928	69.194

Tổng hợp hai phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	50%	68.898
P/B target	50%	81.255
Bình quân 2 phương pháp		75.062

PHỤ LỤC 1 - BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ TIÊU LIÊN QUAN

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F
Bảng Cân đối kế toán					Báo cáo KQKD				
Tiền & các khoản tương đương	14.268	15.543	19.769	22.006	Thu nhập lãi	93.655	105.119	123.399	143.585
Tiền gửi NHNN	49.340	37.446	46.732	53.198	Chi phí lãi	-38.249	-46.445	-54.522	-63.440
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	389.952	521.939	605.449	702.320	Thu nhập lãi thuần	55.406	58.674	68.878	80.145
Chứng khoán kinh doanh	4.876	11.479	12.740	14.808	Thu từ dịch vụ	13.143	11.855	10.421	16.190
Cho vay khách hàng	1.418.016	1.648.557	1.914.222	2.220.541	Chi phí dịch vụ	-8.006	-8.385	-6.348	-11.451
Chứng khoán đầu tư	167.383	162.104	228.359	241.512	Lãi/lỗ thuần hoạt động dịch vụ	5.137	3.470	4.073	4.739
Góp vốn đầu tư dài hạn	2.228	2.261	4.377	5.077	Lãi/lỗ thuần từ ngoại hối và vàng	5.292	6.165	7.105	8.267
Tài sản cố định	8.093	8.233	8.449	8.626	Lãi/lỗ thuần từ CK kinh doanh	62	171	201	234
Tài sản khác	30.402	33.993	39.432	45.741	Lãi/lỗ thuần từ CK đầu tư	3	4	4	5
Tổng tài sản	2.085.874	2.441.929	2.880.262	3.314.963	Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	2.372	3.592	4.216	4.906
Nợ CP & NHNN	78.237	160.128	185.749	215.469	Thu nhập từ góp vốn mua cổ phần	307	282	368	406
Tiền gửi & vay TCTD khác	234.534	321.159	372.544	431.194	Tổng thu nhập hoạt động	68.578	72.358	84.844	98.702
Tiền gửi KH	1.514.665	1.672.534	1.984.562	2.276.327	Chi phí hoạt động	-23.027	-25.152	-29.493	-34.310
Phát hành GTCG	24.125	27.101	31.437	36.467	LN thuần trước DP RRTD	45.551	47.205	55.351	64.392
Nợ khác	38.103	33.471	38.826	45.038	Chi phí DPRRTD	-3.315	-3.185	-6.991	-10.236
Tổng nợ phải trả	1.889.664	2.214.393	2.613.119	3.004.496	LNTT	42.236	44.020	48.360	54.156
Vốn của TCTD	60.886	88.552	88.552	88.552	Thuế TNDN	-8.383	-8.822	-9.672	-10.831
Vốn điều lệ	55.891	83.557	83.557	83.557	LNST	33.853	35.198	38.688	43.325
Thặng dư	4.995	4.995	4.995	4.995					
Quỹ của TCTD	37.053	36.993	42.450	45.468	Định giá				
Lợi nhuận giữ lại	98.332	102.028	135.259	175.566	EPS (VND)	6.053	4.210	4.627	5.182
Tổng VCSH	196.113	227.464	267.071	310.396	BVPS (VND)	35.089	27.223	31.963	37.148
Lợi ích CĐTS	96	72	72	72	PER	15,07	15,53	14,13	12,62
Tổng nguồn vốn	2.085.874	2.441.929	2.880.262	3.314.963	PBR	2,60	2,40	2,05	1,76
Tăng trưởng					Chất lượng tài sản				
Huy động	8,7%	10,5%	18,6%	14,7%	NPL	0,96%	0,58%	0,97%	0,97%
Tín dụng	13,9%	15,3%	16,0%	16,0%	LLCR	223,31%	258,84%	143,75%	143,54%
Tổng tài sản	13,4%	17,1%	18,0%	15,1%					
VCSH	18,9%	16,0%	17,4%	16,2%	Hiệu quả hoạt động				
NII	3,3%	5,9%	17,4%	16,4%	NIM	2,86%	2,63%	2,63%	2,63%
TOI	1,2%	5,5%	17,3%	16,3%	NOII/TOI	19,21%	18,91%	18,82%	18,80%
Chi phí hoạt động	5,1%	9,2%	17,3%	16,3%	ROA	1,72%	1,55%	1,45%	1,40%
LNTT	2,2%	4,2%	9,9%	12,0%	ROE	18,73%	16,60%	15,63%	14,99%
LNST	2,2%	4,0%	9,9%	12,0%	CIR	33,58%	34,76%	34,76%	34,76%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Nâng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tòa nhà SHS, Số 43 Lý Thường Kiệt, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 2, Tòa nhà SHB Đà Nẵng, số 06 Nguyễn Văn Linh, phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 84.24.38181888



Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn