NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM – HSX: VCB

NHẬN THÊM HỖ TRỢ TỪ CHÍNH SÁCH

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 77,800

Upside: +30%

Ngành Ngân hàng | BSC Research

Trung tâm phân tích BSC
Nguyễn Dân Trưởng
(Chuyên viên phân tích)
Truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	60,000
Cổ phiếu LH (Triệu):	8,356
Vốn hoá (Tỷ VND):	501,341
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.98
Sở hữu nước ngoài:	20.0%

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị MUA đối với VCB với giá mục tiêu 77,800 đồng/cp, tương đương upside 30% so với giá đóng cửa ngày 15/09/2026. Chúng tôi định giá theo phương pháp hỗn hợp P/B, P/E với tỷ trọng 70/30, tương ứng P/B mục tiêu 2.4x trên giá trị sổ sách 2026F và P/E mục tiêu 16x. Giá mục tiêu tăng nhẹ 2.6% so với báo cáo trước chủ yếu do điều chỉnh tăng 10% dự phóng LNTT năm 2026F.

CẬP NHẬT KQKD Q2/2026: TỐT HƠN KỲ VỌNG Ở TẤT CẢ CÁC MẢNG

Tổng thu nhập hoạt động đạt 26.4 nghìn tỷ (+48% YoY), với thu nhập lãi thuần +35% YoY và thu nhập ngoài lãi +95% YoY. LNTT đạt 17.4 nghìn tỷ, +58% YoY – mức cao nhất trong lịch sử VCB. Trong kỳ, VCB có ghi nhận khoản lãi bất thường 2 nghìn tỷ do đánh giá lại tài sản, nếu loại bỏ khoản mục này, LNTT cốt lõi đạt 15.4 nghìn tỷ, vẫn tăng trưởng 40% YoY, vượt trội so với mức tăng trưởng một chữ số của 6 quý liền trước.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Thay đổi quy định về chỉ số LDR tạo lợi thế cho VCB.** Việc nâng tỷ lệ tiền gửi KBNN được tính vào LDR từ 20% lên 50%, giúp VCB mở thêm khoảng 47 nghìn tỷ dư địa cho vay (+2.7% dư nợ hiện tại) mà không cần huy động thêm tiền gửi. Yếu tố cải thiện NIM giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận 2026F – 2027F lần lượt đạt 20%/9%, cao hơn so với mức tăng trưởng 2%/4% giai đoạn 2024-2025.
- **Chất lượng tài sản vượt trội tuyệt đối trong ngành là bộ đệm an toàn trước những cú sốc vĩ mô bất ngờ.** Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 280%, cao đáng kể so với mức 84% của cả ngành.
- **Định giá P/B TTM** hiện đang ở quanh mức 2.0x, mức thấp nhất 8 năm trong khi tiềm năng lợi nhuận tăng tốc trở lại trong 2 năm kế tiếp như đã đề cập ở trên.
- **Catalyst hỗ trợ giá cổ phiếu trong 12 tháng tới.** Phát hành riêng lẻ 6.5% cho nhà đầu tư nước ngoài, các quỹ ETF FTSE Emerging Markets bắt đầu mua cổ phiếu VCB từ 9/2026 và khả năng hoàn nhập dự phòng trái phiếu khoảng 1.3 nghìn tỷ.

DỰ BÁO KQKD 2026 - 2027F

So với dự báo trước, BSC điều chỉnh tăng lần lượt 10% và 5% dự báo LNTT 2026F và 2027F của VCB lên 53 nghìn tỷ (+20.6% YoY) và 57.9 nghìn tỷ (+9.0% YoY).

Dự báo 2026F của BSC tương đương 119% kế hoạch LNTT 44.5 nghìn tỷ, dựa trên những thông tin hỗ trợ từ chính sách vừa mới cập nhật trong tháng 7 và tháng 8 và LNTT trong 1H2026 đã hoàn thành 66% kế hoạch cả năm của ngân hàng. **Cụ thể, chúng tôi nâng 8% dự báo thu nhập lãi thuần và tăng mạnh 33% dự báo thu nhập ngoài lãi so với báo cáo trước.**

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Tổng thu nhập	68,578	72,358	91,677	99,332
Lợi nhuận trước thuế	42,236	44,020	53,072	57,850
EPS	4,049	4,210	5,076	5,534
BVPS	23,471	27,223	31,849	37,383
ROAE	18.7%	16.6%	17.2%	16.0%

Mở tài khoản

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tổng quan kết quả kinh doanh Q2/2026

VCB công bố LNTT Q2/2026 đạt 17.4 nghìn tỷ (+58% YoY) — mức cao nhất trong lịch sử ngân hàng, trên nền tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 26.4 nghìn tỷ (+48% YoY). Lũy kế 1H2026, TOI đạt 47.6 nghìn tỷ (+35% YoY) và LNTT đạt 29.2 nghìn tỷ (+33% YoY), lần lượt hoàn thành 52% và 55% dự báo cả năm 2026 của BSC.

Chúng tôi lưu ý trong kỳ VCB ghi nhận khoản lãi bất thường khoảng 2 nghìn tỷ từ đánh giá lại tài sản. Nếu loại bỏ khoản lãi bất thường này, LNTT cốt lõi Q2/2026 đạt khoảng 15.4 nghìn tỷ (+40% YoY) — vẫn là một quý rất tốt so với mức tăng trưởng chỉ một chữ số của 6 quý liền trước.

Thu nhập lãi thuần (NII): Tăng khoảng 35% YoY, nhờ sự phục hồi của biên lãi ròng (NIM) và chuyển dịch sang cho vay trung và dài hạn.

Biên lãi ròng (NIM) nối tiếp đà phục hồi 2 quý liên tục và đạt 2.82% trong quý 2 (+0.09 điểm % QoQ, +0.11 điểm % YoY) nhờ:

- **Chuyển dịch cơ cấu danh mục cho vay:** Đây là động lực chính dẫn đến sự cải thiện NIM. Vietcombank đã chủ động chuyển dịch cơ cấu dư nợ sang các khoản vay trung và dài hạn, với tỷ trọng tăng từ 36% cùng kỳ năm ngoái lên mức 44% trong quý 2/2026. Các khoản vay trung và dài hạn này mang lại mức thu nhập lãi hấp dẫn hơn so với các khoản vay ngắn hạn. Các ngành nghề đẩy mạnh cho vay gồm có điện tử, thép, năng lượng và hạ tầng.
- **Tối ưu hóa bảng cân đối kế toán:** VCB thực hiện chiến lược tối ưu hóa bảng cân đối kế toán bằng cách duy trì tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) ở mức cao để hỗ trợ NIM.
- **Tăng trưởng mạnh ở các phân khúc chiến lược:** Cho vay khối FDI tăng trưởng ấn tượng (tăng hơn 16% YTD), đóng góp vào việc tạo ra thu nhập lãi tốt hơn cho ngân hàng.

Hiệu quả hoạt động cải thiện đáng kể: Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) được duy trì ổn định ở mức khoảng 32% (-1.68 điểm % YoY), dù ngân hàng đang đẩy mạnh đầu tư vào công nghệ.

Chất lượng tài sản duy trì vị thế dẫn đầu ngành và ổn định với tỷ lệ nợ xấu (NPL) đạt 0.6% (giảm 0.39 điểm % YoY), tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 0.25% đi ngang so với cùng kỳ.

Tăng trưởng tín dụng bám sát lộ trình: Đến hết quý 2, tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 5% YTD, đi đúng lộ trình mục tiêu cả năm là 13%. Một số khoản vay lớn cho doanh nghiệp sẽ được giải ngân trong nửa cuối năm 2026. Cho vay doanh nghiệp tăng 8% YTD, trong đó phân khúc FDI là điểm sáng với mức tăng hơn 16% YTD. Các lĩnh vực trọng tâm bao gồm điện tử, thép, năng lượng và hạ tầng.

KQKD Q2/2026 so với cùng kỳ và dự báo của BSC

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD (hợp nhất)	2Q25	2Q26	%YoY	1H25	1H26	%YoY	Dự báo (cũ)	% Dự báo
Thu nhập lãi	25,224	36,473	*45%*	49,799	68,565	*38%*	126,837	54%
Chi phí lãi	(11,064)	(17,331)	*57%*	(21,952)	(31,772)	*45%*	(60,035)	53%
Thu nhập lãi thuần	**14,160**	**19,142**	***35%***	**27,847**	**36,793**	***32%***	**66,803**	**55%**
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	861	860	*0%*	1,667	1,803	*8%*	3,970	45%
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	1,635	2,154	*32%*	3,659	3,832	*5%*	6,473	59%
Lãi từ mua bán chứng khoán	1	97	*9729%*	37	90	*141%*	197	46%
Thu nhập từ góp vốn	58	60	*3%*	106	118	*11%*	284	41%
Thu nhập khác	1,153	4,059	*252%*	1,816	4,916	*171%*	3,814	129%
Thu nhập ngoài lãi	**3,708**	**7,230**	***95%***	**7,286**	**10,759**	***48%***	**14,737**	**73%**
Tổng thu nhập hoạt động	**17,868**	**26,372**	***48%***	**35,133**	**47,551**	***35%***	**81,540**	**58%**
Chi phí hoạt động	(6,025)	(8,449)	*40%*	(11,677)	(15,333)	*31%*	(28,787)	53%
Lợi nhuận trước dự phòng	**11,844**	**17,922**	***51%***	**23,456**	**32,218**	***37%***	**52,754**	**61%**
Chi phí dự phòng	(810)	(503)	*-38%*	(1,562)	(2,996)	*92%*	(4,687)	64%
Lợi nhuận trước thuế	**11,034**	**17,420**	***58%***	**21,894**	**29,222**	***33%***	**48,066**	**61%**
Lợi nhuận sau thuế	8,837	14,551	*65%*	17,539	24,013	*37%*	38,434	62%
LNST thuộc cổ đông mẹ	**8,832**	**14,542**	***65%***	**17,528**	**23,999**	***37%***	**38,412**	**62%**

Các chỉ số chính (hợp nhất)	2Q25	1Q26	2Q26	▲YoY	▲QoQ
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	7.3%	4.8%	5.0%	*-2 điểm %*	*0 điểm %*
Tăng trưởng huy động (YTD)	4.7%	0.7%	4.0%	*-1 điểm %*	*3 điểm %*
Tỷ lệ nợ nhóm 2 (Q)	0.2%	0.2%	0.3%	*0 bps*	*2 bps*
Tỷ lệ nợ xấu (Q)	1.0%	0.6%	0.6%	*-39 bps*	*-1 bps*
Tỷ lệ hình thành nợ xấu (Q)	0.0%	0.1%	0.0%	*-4 bps*	*-8 bps*
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (Q)	213.8%	253.4%	279.3%	*65 điểm %*	*26 điểm %*
Tỷ lệ CASA (Q)	37.0%	34.2%	33.9%	*-3 điểm %*	*0 điểm %*
NIM (TTM)	2.71%	2.73%	2.82%	*11 bps*	*9 bps*
CIR (Q)	33.7%	32.5%	32.0%	*-168 bps*	*-46 bps*
Chi phí tín dụng (TTM)	0.2%	0.1%	0.2%	*2 bps*	*10 bps*
ROAA (TTM)	1.7%	1.5%	1.7%	*3 bps*	*17 bps*
ROAE (TTM)	17.5%	16.4%	18.0%	*49 bps*	*165 bps*

Nguồn: VCB, BSC Research

BSC kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VCB lần lượt đạt 14.4% và 14.7% trong năm 2026 – 2027, lưu ý chúng tôi vẫn chưa đưa yếu tố cho vay các dự án hạ tầng đặc biệt vào mô hình dự báo.

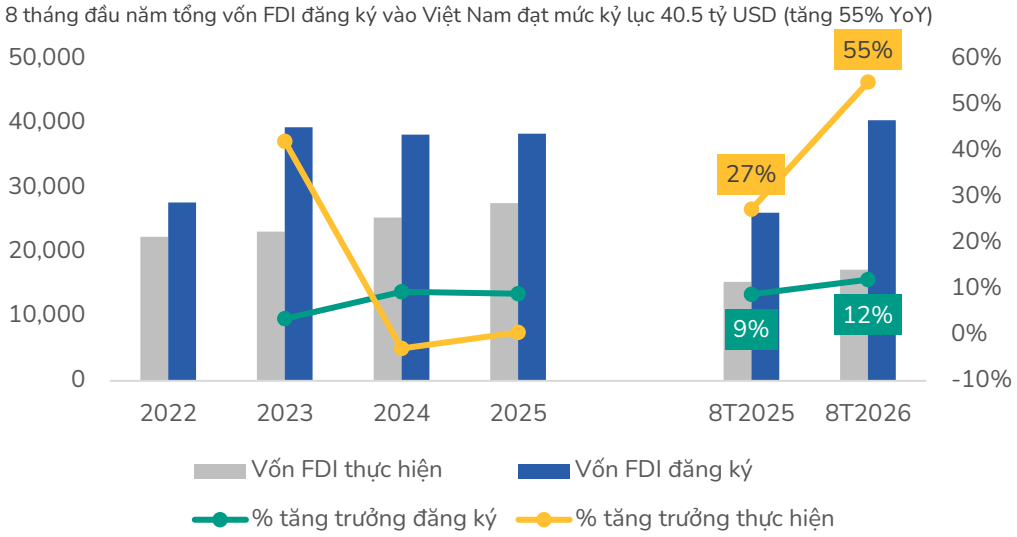
BSC cho rằng VCB hoàn toàn đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 13% cho cả năm 2026 với mức tăng trưởng tại thời điểm giữa năm đã đạt 5% YTD và theo chia sẻ của ngân hàng, một số khoản vay lớn của doanh nghiệp sẽ được tăng tốc giải ngân trong nửa cuối năm.

Tăng trưởng tín dụng trong 1H2026 được dẫn dắt bởi nhóm khách hàng doanh nghiệp tăng trưởng 8% YTD, trong đó nhóm khách hàng FDI là điểm sáng với mức tăng trưởng đạt 16% YTD, phù hợp với xu hướng doanh nghiệp FDI tăng tốc đầu tư ở Việt Nam (FDI thực hiện trong 7T26 đạt 15.2 tỷ USD, +12% YoY). Nhóm khách hàng cá nhân có mức tăng trưởng khiêm tốn hơn ở mức 1.2% YTD phản ánh VCB nhất quán với chiến lược ưu tiên chất lượng cho vay và phát triển bền vững thay vì chạy theo tăng trưởng quy mô.

Ngân hàng vẫn sẽ tiếp tục thận trọng với nhóm bán lẻ do thị trường bất động sản còn yếu (cho vay thế chấp chiếm 42% tỷ trọng cho vay trong nhóm này).

Vốn đầu tư nước ngoài đăng ký và thực hiện ở Việt Nam

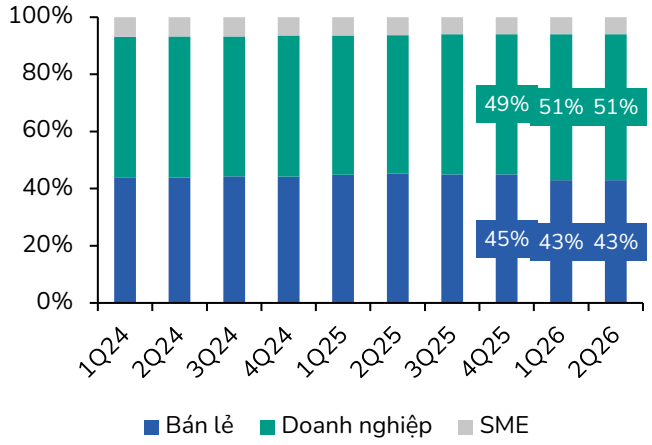
8 tháng đầu năm tổng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đạt mức kỷ lục 40.5 tỷ USD (tăng 55% YoY)



Nguồn: VCB, BSC Research

Cơ cấu cho vay theo khách hàng

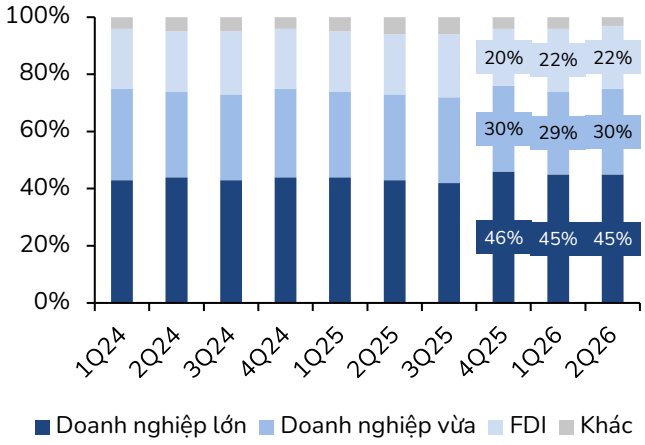
6T2026, tín dụng cho khách hàng doanh nghiệp tăng trưởng 8% YTD, nhóm bán lẻ tăng 1.2% YTD



Nguồn: VCB, BSC Research

Cơ cấu cho vay nhóm khách hàng doanh nghiệp

6T2026, trong khối khách hàng doanh nghiệp, cho vay khách hàng FDI tăng 16% YTD



Nguồn: VCB, BSC Research

Dòng vốn tín dụng của VCB trong 2H2026 sẽ được định hướng tập trung vào các ngành sản xuất và các lĩnh vực ưu tiên của Chính phủ:

1. **Sản xuất thiết bị công nghiệp:** Sản xuất thiết bị điện tử, máy tính, thiết bị y tế.
2. **Công nghiệp chế tạo:** Ngành cơ khí và chế tạo.
3. **Năng lượng:** Sản xuất, truyền tải và phân phối điện.
4. **Hạ tầng và giao thông:** Xây dựng kho bãi, cầu đường, cảng biển và các hoạt động hỗ trợ vận tải (ví dụ điển hình là việc thu xếp tài trợ vốn cho dự án mở rộng sân bay Phú Quốc để chuẩn bị cho APEC 2027). Ngân hàng đang tích cực tìm hiểu và đang xem xét thêm một cơ hội tài trợ khác trong danh sách 18 dự án hạ tầng trọng điểm.

Ngoài ra, theo Quyết định 1743/QĐ-NHNN, tỷ lệ tiền gửi Kho bạc Nhà nước được tính vào chỉ số LDR được tăng từ 20% lên 50% và Nghị quyết 168/NQ-CP quy định sẽ tăng tỷ lệ tối đa ngân quỹ nhà nước tạm thời nhàn rỗi được phép gửi có kỳ hạn tại ngân hàng thương mại trên 50%. Chúng tôi ước tính VCB sẽ có thêm dư địa cho vay ra khoảng 47 nghìn tỷ (2.7% dư nợ hiện tại) mà không cần phải tăng huy động tương ứng.

Thông tin 18 dự án được miễn tính tăng trưởng tín dụng tại NHTM

Trong đó, VCB đã tài trợ một phần tại dự án mở rộng sân bay Phú Quốc và đang nghiên cứu thêm một dự án khác. Đơn vị: Tỷ VND.

TT	Tên dự án	TMDT	TMDT điều chỉnh	Vốn tự có	Vốn huy động
TỔNG CỘNG	**-**	**752,138**	**-**	**172,037**	**580,101**
I	**Các dự án phục vụ Hội nghị APEC**	**122,308**	**215,603**	**38,455**	**169,724**
1	Trung tâm tổ chức hội nghị APEC	21,860	25,030	5,006	20,024
2	Mở rộng Cảng HK quốc tế Phú Quốc	21,998	59,351	8,903	50,448
3	Khu đô thị Bãi Đất Đỏ	64,000	101,400	20,280	81,120
4	Khu đô thị sinh thái Núi Ông Quan	5,500	19,316	3,863	15,453
5	Tuyến tàu điện đô thị 1	8,950	10,506	403	2,679
II	**Các dự án PPP**	**199,510**	**-**	**37,208**	**162,302**
6	Khu liên hợp thể thao QG Rạch Chiếc	145,629	-	29,126	116,503
7	Đường Gia Bình – Hà Nội (Hà Nội)	28,794	-	4,319	24,475
8	Đường Gia Bình – Hà Nội (Bắc Ninh)	25,087	-	3,763	21,324
III	**Đường sắt tốc độ cao**	**249,800**	**-**	**37,469**	**212,330**
9	Bến Thành – Cần Giờ	102,430	-	15,364	87,066
10	Hà Nội – Quảng Ninh	147,370	-	22,105	125,265
IV	**Cảng HKQT Gia Bình (8 dự án)**	**207,782**	**-**	**58,905**	**65,668**

Nguồn: Công văn 5386/NHNN

NIM trong 2026 kỳ vọng sẽ đạt 2.8%, tăng 0.17 điểm % so với năm trước và ổn định trong năm 2027.

NIM trong Q2/2026 đạt 2.82%, tăng +0.11 điểm % YoY, tăng +0.09 điểm % QoQ, duy trì đà phục hồi 2 quý liên tục và hoàn toàn có cơ sở để đạt được 2.8% cho cả năm 2026 (tăng 0.17 điểm % YoY) và duy trì ổn định trong năm 2027, nhờ các yếu tố sau:

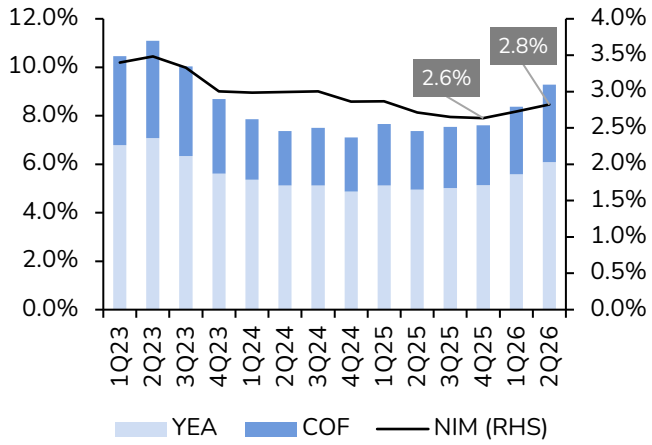
1. **Dịch chuyển cơ cấu cho vay sang kỳ hạn dài hạn**: ưu tiên các khoản vay trung và dài hạn với lãi suất cao hơn nhưng rủi ro được kiểm soát tốt hơn và chỉ đẩy mạnh cho vay tiêu dùng đối với tệp khách hàng trung lưu, cao cấp.
2. **Tận dụng tối đa đòn bẩy hoạt động:** Hiện tại VCB đang có tỷ lệ LDR khoảng 81%, sau khi áp dụng cách tính mới như đã nêu trên, tỷ lệ LDR còn khoảng 79% – thấp đáng kể so với mức quy định trần 85%. Bên cạnh đó, tỷ lệ LDR của VCB có thể sẽ tiếp tục giảm với quy định mới từ Quyết định 1743 đã nêu ở trên. Chính sách này sẽ giúp VCB gia tăng tài sản sinh lãi mà không gặp áp lực chạy đua huy động với ngân hàng khác.
3. **Tái định giá tài sản:** các khoản vay có lãi suất ưu đãi trong năm 2024 - 2025 sẽ dần chuyển sang lãi suất thả nổi và xu hướng này sẽ rõ nét hơn khi về cuối năm 2026 và đầu năm 2027.
4. **Tận dụng thay đổi về quy định:** Thông tư 25 ban hành vào 6/2026, NHNN đã nới tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 40%. Đây được coi

là "không gian mới" quan trọng cho vay các dự án hạ tầng có kỳ hạn dài từ 10 đến 20 năm.

Mặc dù nhận được nhiều sự hỗ trợ của chính sách, VCB cũng sẽ phải chia sẻ một phần các lợi ích này với khách hàng thông qua những gói cho vay lãi suất ưu đãi giúp hỗ trợ kinh tế. Trong tháng 8/2026, VCB đã triển khai gói vay 70 nghìn tỷ (tương đương 4% dư nợ hiện tại) ưu đãi lãi suất 1% so với lãi suất cho vay thông thường của VCB, trong đó gói cho vay 20 nghìn tỷ đối với khách hàng cá nhân mua bất động sản ở Hà Nội, TP.HCM và một số tỉnh, thành phố lân cận và gói cho vay 50 nghìn tỷ cho SME. Chúng tôi cũng lưu ý VCB vẫn ở thế chủ động lựa chọn khách hàng cho vay thay vì đẩy mạnh cho vay ồ ạt các gói ưu đãi, gây rủi ro nợ xấu.

NIM của VCB

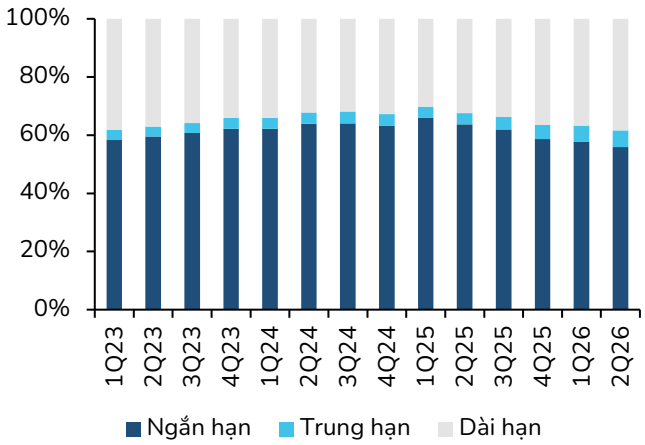
NIM của VCB nối tiếp đà phục hồi trong 2 quý liên tục



Nguồn: VCB, BSC Research

Cơ cấu nợ vay theo kỳ hạn

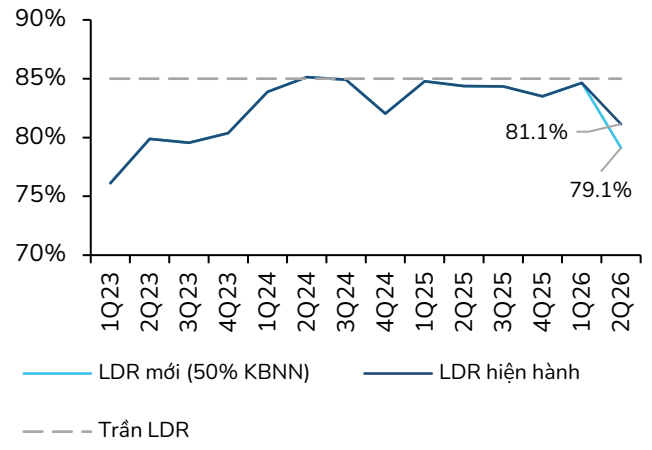
Ngân hàng dịch chuyển dần sang cho vay trung và dài hạn với lãi suất cao hơn và ít rủi ro hơn



Nguồn: VCB, BSC Research

Tỷ lệ LDR

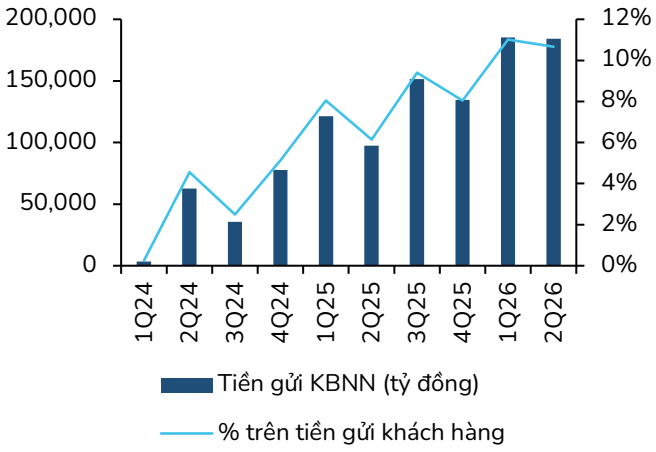
Khi tỷ lệ tiền gửi KBNN được tính vào LDR tăng từ 20% lên 50% sẽ tạo ra nhiều dư địa cho VCB tăng trưởng cho vay



Nguồn: VCB, BSC Research

Tiền gửi kho bạc nhà nước tại VCB

Tiền gửi có kỳ hạn KBNN tại VCB đang chiếm đến hơn 10% tổng tiền gửi của ngân hàng đang có (tỷ VND)



Nguồn: VCB, BSC Research

Chất lượng tài sản tiếp tục là thế mạnh bền vững của VCB.

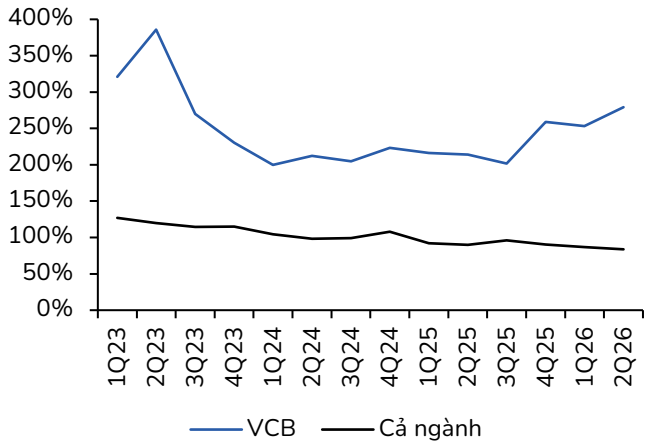
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tại thời điểm Q2/2026 đạt 279% (+26 điểm % QoQ, +65 điểm % YoY) dù trong kỳ ngân hàng chỉ trích lập dự phòng 503 tỷ VND (-38% YoY). Tỷ lệ này của VCB đang tăng ngược so với xu hướng giảm chung của toàn ngành (hiện đang ở mức 84%, giảm 3 điểm % QoQ và đạt mức thấp nhất 8 năm) do các ngân hàng khác đang ưu tiên tăng trưởng lợi nhuận.

Ngoài ra, tỷ lệ nợ nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu (NPL) của VCB lần lượt đạt 0.25% và 0.6%, gần như đi ngang so với quý 1 và duy trì ở vùng thấp 7 năm. Đây tiếp tục là điểm cộng khi so với toàn ngành đang có tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 1.4%, tăng 0.1 điểm % so với quý 1 (nối tiếp đà tăng 2 quý liên tục), báo hiệu rủi ro nợ xấu gia tăng của toàn ngành trong giai đoạn 2H2026 nếu lãi suất tiếp tục tăng cao.

Nhìn chung, chúng tôi ưa thích VCB nhờ có bộ đệm dự phòng lớn, chính sách cho vay thận trọng giúp giảm các cú sốc vĩ mô khi có chuyển biến xấu nằm ngoài dự đoán.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu

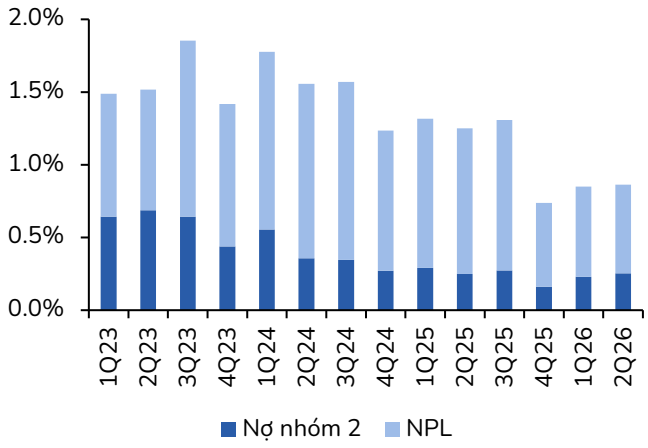
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VCB đạt 279%, cao hơn đáng kể so với trung bình ngành chỉ ở mức 84%



Nguồn: VCB, BSC Research

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 gần như đi ngang so với quý 1 và duy trì ở mức thấp 7 năm



Nguồn: VCB, BSC Research

Catalyst hỗ trợ giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Phát hành riêng lẻ: Ngân hàng đang triển khai phương án phát hành riêng lẻ tối đa 543 triệu cổ phiếu – tương đương 6.5% số cổ phiếu lưu hành, cho không quá 55 nhà đầu tư chuyên nghiệp. Dự kiến thu về khoảng 1 tỷ USD để củng cố năng lực tài chính khi tỷ lệ CAR theo Basel 2 đã đạt 11.6% tại thời điểm cuối quý 2/2026 - mức tối thiểu theo Basel 3 là 10.5%. Hiện tại VCB vẫn đang tích cực tìm kiếm nhà đầu tư và đặt mục tiêu hoàn thành kế hoạch này trong nửa cuối năm 2026.

Dòng tiền từ ETF FTSE đổ vào cổ phiếu VCB: Ngày 21/08/2026, FTSE Russell đã công bố danh sách 27 cổ phiếu Việt Nam vào FTSE All-Cap trong đó, BSC ước tính VCB sẽ được giải ngân khoảng 74.4 triệu USD (~ 2 nghìn tỷ VND) trong 4 đợt (tham khảo tại đây). Đợt giải ngân đầu tiên sẽ là 10% vốn vào ngày 21/09/2026, các đợt kế tiếp sẽ là 20%, 35% và 35%.

Hoàn nhập dự phòng trái phiếu: Trong năm 2025, ngân hàng đã trích lập khoảng 3.3 nghìn tỷ liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết. Đến thời điểm Q2/2026,

ngân hàng đã hoàn nhập khoảng 2 nghìn tỷ với tín hiệu tích cực trở lại từ phía khách hàng. VCB đang làm việc tích cực với khách hàng này để có thể hoàn nhập 1.3 nghìn tỷ còn lại trong nửa cuối năm 2026.

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật dự báo KQKD 2026F - 2027F.

So với dự báo trước, BSC điều chỉnh tăng lần lượt 10% và 5% dự báo LNTT 2026F – 2027F của VCB lên 53 nghìn tỷ (+20% YoY) và 57.9 nghìn tỷ (+9% YoY).

Dự báo 2026F của BSC tương đương 119% kế hoạch LNTT 44.5 nghìn tỷ, dựa trên những thông tin hỗ trợ từ chính sách vừa mới cập nhật trong tháng 7 và tháng 8 và LNTT trong 1H2026 đã hoàn thành 66% kế hoạch cả năm của ngân hàng. **Chúng tôi nâng 8% dự báo thu nhập lãi thuần và tăng mạnh 33% dự báo thu nhập ngoài lãi so với báo cáo trước đó.**

Các điều chỉnh trọng yếu đối với dự báo như sau:

Nâng dự báo NIM — động lực chính của điều chỉnh:

- BSC nâng dự báo NIM 2026F–2027F từ 2.6% lên 2.8% (+0.22 điểm % so với dự phóng trước), nhờ có thêm các chính sách hỗ trợ như tăng thêm tỷ lệ TGKBNN tính vào chỉ số LDR từ 20% lên 50%.
- Thu nhập lãi thuần 2026F–2027F theo đó được nâng 8.0% và 6.8% lên 72.1 nghìn tỷ (+23% YoY) và 83.2 nghìn tỷ (+15% YoY), chủ yếu do tăng NIM như trên.

Nâng mạnh dự báo thu nhập ngoài lãi 2026F: Thu nhập ngoài lãi 2026F được nâng 33% lên 19.5 nghìn tỷ (+43% YoY) chủ yếu do (i) bổ sung lợi nhuận khoảng 2.9 nghìn tỷ từ đánh giá lại tài sản và (ii) tăng thu nhập từ tỷ giá; 2027F nâng 6.4% lên 16.2 nghìn tỷ (-17% YoY do nền so sánh cao).

Thận trọng hơn với chi phí tín dụng:

- Chi phí tín dụng 2026F–2027F được nâng +0.09 điểm % và +0.07 điểm %, đưa chi phí dự phòng tăng 34% và 29% lên 6.3 nghìn tỷ và 6.9 nghìn tỷ — yếu tố bù trừ đáng kể nhất đối với phần tăng của thu nhập.
- Đổi lại, tỷ lệ bao phủ nợ xấu được nâng lên 224% (2026F) và 206% (2027F), cao hơn 15 điểm % và 25 điểm % so với dự báo cũ, phản ánh chiến lược thận trọng của ngân hàng.

Tác động tổng hợp lên lợi nhuận:

- LNST thuộc cổ đông mẹ 2026F–2027F được nâng 10% và 5.1% lên 42.4 nghìn tỷ (+21% YoY) và 46.2 nghìn tỷ (+9.0% YoY).
- ROAE dự báo tăng +2.71 điểm % lên 17.2% (2026F) và +2.46 điểm % lên 16.0% (2027F).

Cập nhật dự báo KQKD 2026F - 2027F

Đơn vị: tỷ đồng (trừ khi ghi chú)

Các chỉ tiêu KQKD	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2025	2026	2027	2026F	2027F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	**58,674**	**66,803**	**77,855**	**72,131**	**83,170**	8.0%	6.8%
YoY	*5.9%*	*13.9%*	*16.5%*	*22.9%*	*15.3%*		
Thu nhập ngoài lãi	**13,683**	**14,737**	**15,194**	**19,546**	**16,162**	32.6%	6.4%
YoY	*3.9%*	*7.7%*	*3.1%*	*42.8%*	*-17.3%*		
Tổng thu nhập hoạt động	**72,358**	**81,540**	**93,048**	**91,677**	**99,332**	12.4%	6.8%
YoY	*5.5%*	*12.7%*	*14.1%*	*26.7%*	*8.3%*		
Chi phí hoạt động	**(25,152)**	**(28,787)**	**(32,648)**	**(32,303)**	**(34,606)**	12.2%	6.0%
YoY	*9.2%*	*14.4%*	*13.4%*	*28.4%*	*7.1%*		
Lợi nhuận trước dự phòng	**47,205**	**52,754**	**60,400**	**59,375**	**64,725**	12.6%	7.2%
YoY	*3.6%*	*11.8%*	*14.5%*	*25.8%*	*9.0%*		
Chi phí dự phòng	**(3,185)**	**(4,687)**	**(5,334)**	**(6,302)**	**(6,875)**	34.4%	28.9%
YoY	*-3.9%*	*47.2%*	*13.8%*	*97.9%*	*9.1%*		
LNTT	**44,020**	**48,066**	**55,066**	**53,072**	**57,850**	10.4%	5.1%
YoY	*4.2%*	*9.2%*	*14.6%*	*20.6%*	*9.0%*		
LNST thuộc cổ đông mẹ	**35,178**	**38,412**	**44,005**	**42,412**	**46,230**	10.4%	5.1%
YoY	*4.0%*	*9.2%*	*14.6%*	*20.6%*	*9.0%*		

Các giả định chính	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2025	2026	2027	2026F	2027F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	15.3%	14.4%	14.7%	14.4%	14.7%	--	--
Tăng trưởng huy động	10.5%	13.3%	14.7%	13.3%	14.7%	--	--
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	--	--
Tỷ lệ nợ xấu	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	--	--
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	258.8%	209.1%	181.2%	223.7%	206.1%	15 điểm %	25 điểm %
Chi phí tín dụng	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	9 bps	7 bps
NIM	2.6%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	22 bps	21 bps
CIR	34.8%	35.3%	35.1%	35.2%	34.8%	--	--
ROAA	1.6%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	16 bps	9 bps
ROAE	16.6%	14.5%	13.5%	17.2%	16.0%	270 bps	244 bps

Nguồn: VCB, BSC Research

III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCB dựa trên các luận điểm sau:

- **Thay đổi quy định của NHNN tạo lợi thế cho VCB.** Việc nâng tỷ lệ tiền gửi KBNN được tính vào LDR từ 20% lên 50%, mở thêm khoảng 47 nghìn tỷ dư địa cho vay (+2.7% dư nợ hiện tại) mà không cần huy động thêm tiền gửi. Tiền gửi KBNN tại VCB lên đến 184 nghìn tỷ (chiếm 10.7% tiền gửi khách hàng của VCB). Yếu tố cải thiện NIM giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận 2026F – 2027F lần lượt đạt 20%/9%, cao hơn so với mức tăng trưởng 2%/4% giai đoạn 2024-2025.
- **Chất lượng tài sản vượt trội tuyệt đối trong ngành là bộ đệm an toàn trước những cú sốc vĩ mô bất ngờ.** Trong Q2/2026, tỷ lệ nợ xấu (NPL) 0.61% đi ngang so với quý trước và LLCR 279% cải thiện 26 điểm % QoQ trong khi tỷ lệ này của hệ thống ngân hàng chung lại đang suy giảm xuống mức 84% (-3 điểm % QoQ).
- **Định giá P/B TTM** hiện đang ở quanh mức 2.0x, mức thấp nhất 8 năm trong khi tiềm năng lợi nhuận tăng tốc trở lại trong 2 năm kế tiếp như đã đề cập ở trên.
- **Ba chất xúc tác giúp hỗ trợ giá cổ phiếu trong 12 tháng tới.** Phát hành riêng lẻ 6.5% cho nhà đầu tư nước ngoài, các quỹ ETF FTSE Emerging Markets bắt đầu mua VCB từ 9/2026 (giải ngân khoảng 74 triệu USD trong 1 năm), và khả năng hoàn nhập dự phòng TPDN khoảng 1.3 nghìn tỷ trong nửa cuối năm.

IV. ĐỊNH GIÁ

BSC điều chỉnh tăng nhẹ 2.6% giá mục tiêu so với báo cáo cũ và **duy trì khuyến nghị MUA cho VCB với giá mục tiêu năm 2026 là 77,800 VND/CP (upside +30% so với giá đóng cửa ngày 15/09/2026).**

Với phương pháp so sánh, P/B và P/E mục tiêu 1 năm được kỳ vọng lần lượt ở mức 2.4x và 16.0x, tương đương chiết khấu 23% và cao hơn 2% so với bình quân lịch sử 5 năm, duy trì như báo cáo trước do mặt bằng thanh khoản thị trường vẫn còn căng thẳng. Chúng tôi phân bổ tỷ trọng 70/30 lần lượt cho phương pháp P/B, P/E.

Hiện tại cổ phiếu VCB đang giao dịch ở mức P/B 2.0x, chiết khấu 35% so với trung bình 5 năm (2022-2026).

Rủi ro

- Rủi ro hệ thống kéo dài do chiến sự leo thang nằm ngoài dự kiến.
- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng nếu NHNN đưa quan điểm thận trọng.
- Chi phí vốn tăng mạnh hơn dự báo gây áp lực lên NIM.
- Nợ xấu cao hơn dự kiến nếu môi trường lãi suất tiếp tục duy trì xu hướng tăng.

Tổng hợp kết quả định giá theo 2 phương pháp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
P/B (P/B mục tiêu = 2.4x)	70%	VND 76,400
P/E (P/E mục tiêu = 16.0x)	30%	VND 81,200
Giá mục tiêu		**VND 77,800**
Giá đóng cửa 15/09/2026		VND 60,000
Tiềm năng tăng giá		**32%**

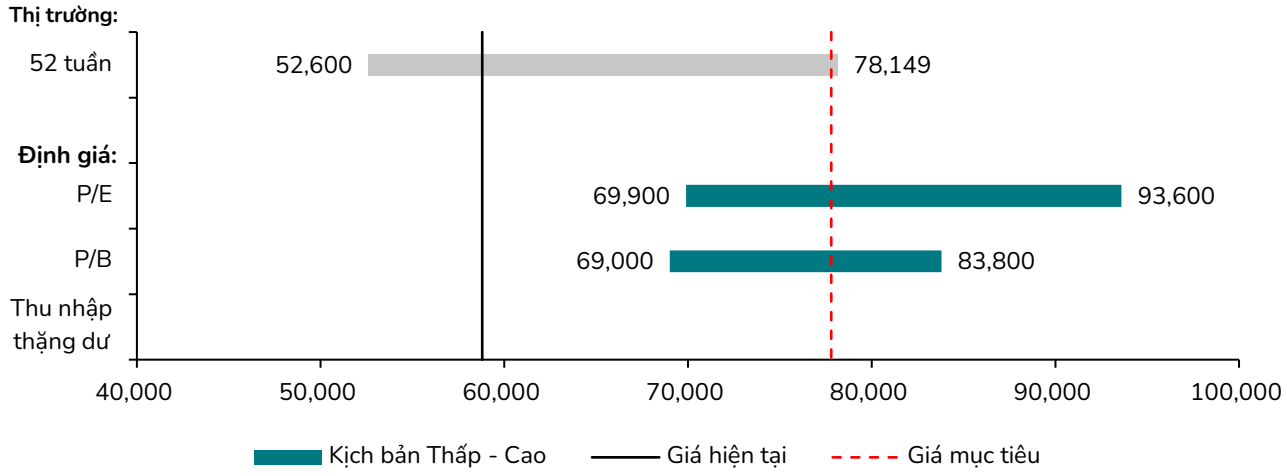
Phương pháp P/B		
BVPS 2026F		31,849
P/B mục tiêu		2.4x
Giá mục tiêu	**VND**	**76,438**

Phương pháp P/E		
EPS 2026F		5,076
P/E mục tiêu		16.0x
Giá mục tiêu	**VND**	**81,200**

Nguồn: BSC Research

Khoảng định giá theo phân tích kịch bản

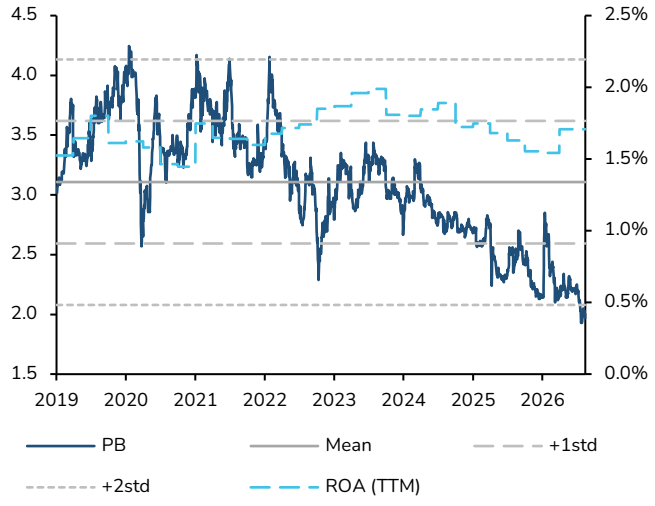
Đơn vị: VND/CP



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Định giá P/B và ROAA

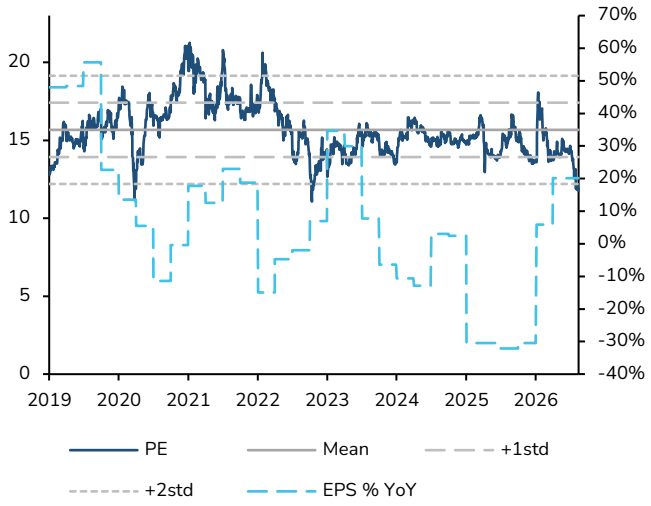
Định giá P/B TTM hiện ở mức 2.0x, bình quân lịch sử từ 2019-2025 là 3.11x



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Định giá P/E và Tăng trưởng EPS

Định giá P/E TTM hiện ở mức 11.7x, bình quân lịch sử từ 2019 là 15.7x



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F
Thu nhập lãi	**93,655**	**105,119**	**139,198**	**166,727**
Chi phí lãi	(38,249)	(46,445)	(67,060)	(83,542)
Thu nhập lãi thuần	**55,406**	**58,674**	**72,138**	**83,185**
Lãi thuần hoạt động dịch vụ	5,137	3,470	3,970	4,552
Lãi từ kinh doanh ngoại hối	5,292	6,165	7,299	7,664
Lãi từ mua bán chứng khoán	66	175	193	235
Thu nhập từ góp vốn	307	282	284	284
Thu nhập khác	2,372	3,592	7,800	3,426
Tổng thu nhập hoạt động	**68,578**	**72,358**	**91,684**	**99,347**
Chi phí hoạt động	(23,027)	(25,152)	(32,303)	(34,606)
Lợi nhuận trước dự phòng	**45,551**	**47,205**	**59,382**	**64,741**
Chi phí dự phòng	(3,315)	(3,185)	(6,302)	(6,875)
Lợi nhuận trước thuế	**42,236**	**44,020**	**53,080**	**57,865**
Chi phí thuế TNDN	(8,383)	(8,822)	(10,637)	(11,596)
Lợi nhuận sau thuế	**33,853**	**35,198**	**42,442**	**46,269**
Lợi ích của CĐTS	(22)	(20)	(24)	(27)
LNST thuộc cổ đông mẹ	**33,831**	**35,178**	**42,418**	**46,242**

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	**2,085,874**	**2,441,929**	**2,802,621**	**3,254,794**
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	14,268	15,543	17,839	20,717
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	49,340	37,446	43,131	51,416
Tiền gửi tại các TCTD khác	389,952	521,939	592,878	696,861
Chứng khoán kinh doanh	4,876	11,479	13,175	15,300
Các công cụ tài chính phái sinh	1,314	375	430	500
Cho vay khách hàng	**1,418,016**	**1,648,557**	**1,889,847**	**2,169,558**
Tổng dư nợ cho vay	1,449,199	1,673,526	1,914,538	2,195,642
Dự phòng rủi ro	(31,183)	(24,969)	(24,691)	(26,084)
Chứng khoán đầu tư	167,383	162,104	195,028	242,399
Góp vốn đầu tư dài hạn	2,228	2,261	2,261	2,261
Tài sản khác	38,495	42,226	48,463	56,282
Nợ phải trả	**1,889,664**	**2,214,393**	**2,536,427**	**2,942,358**
Các khoản nợ NHNN Việt Nam	78,237	160,128	196,288	242,666
Tiền gửi các TCTD khác	234,534	321,159	381,501	458,389
Tiền gửi của khách hàng	1,514,665	1,672,534	1,894,470	2,172,627
Các công cụ tài chính phái sinh	--	--	--	--
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	1	--	--	--
Phát hành giấy tờ có giá	24,125	27,101	30,697	35,205
Các khoản nợ khác	38,103	33,471	33,471	33,471
Vốn chủ sở hữu	**196,113**	**227,464**	**266,122**	**312,364**
Vốn điều lệ	55,891	83,557	83,557	83,557
Thặng dư vốn cổ phần	4,995	4,995	4,995	4,995
Cổ phiếu quỹ	--	--	--	--
Lợi nhuận chưa phân phối	98,332	102,028	140,685	186,927
Quỹ và vốn khác	37,053	36,993	36,993	36,993
Lợi ích cổ đông thiểu số	96	72	72	72
Tổng nợ phải trả và VCSH	**2,085,874**	**2,441,929**	**2,802,621**	**3,254,794**

Chỉ số	2024	2025	2026F	2027F
Quy mô				
Thị phần cho vay	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Thị phần tiền gửi	9.3%	9.0%	8.8%	8.7%
An toàn vốn				
CAR Basel 2	12.3%	11.7%	11.9%	12.0%
VCSH/TTS	9.4%	9.3%	9.5%	9.6%
Đòn bẩy	10.6x	10.7x	10.5x	10.4x
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
Tỷ lệ nợ xấu	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%
LLCR	223.3%	258.8%	223.7%	206.1%
DPRR cụ thể/nợ xấu	174.2%	202.1%	174.7%	161.0%
DPRR/Nợ nhóm 2-5	146.8%	130.1%	94.3%	76.7%
Thanh khoản				
LDR thuần	94.2%	98.5%	99.4%	99.4%
LDR TT22	79.9%	79.2%	84.8%	84.1%
Vay ròng LNH/Tiền gửi	7.8%	5.7%	5.9%	6.2%
Hiệu quả sinh lời				
Lợi suất gộp	4.8%	4.7%	5.4%	5.6%
Chi phí vốn	2.2%	2.3%	2.9%	3.1%
NIM	2.9%	2.6%	2.8%	2.8%
CIR	33.6%	34.8%	35.2%	34.8%
ROAA	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%
ROAE	18.7%	16.6%	17.2%	16.0%
Chi phí tín dụng	0.6%	0.1%	0.4%	0.3%
Tăng trưởng				
Tín dụng	13.9%	15.3%	14.4%	14.7%
Huy động	8.7%	10.5%	13.3%	14.7%
Tổng tài sản	13.4%	17.1%	14.8%	16.1%
Cho vay	14.1%	15.5%	14.4%	14.7%
Tiền gửi	8.5%	10.4%	13.3%	14.7%
Thu nhập hoạt động	1.3%	5.5%	26.7%	8.4%
LNTT	2.4%	4.2%	20.6%	9.0%
Định giá				
EPS (đồng)	4,049	4,210	5,077	5,534
BVPS (đồng)	23,471	27,223	31,849	37,383
P/E	15.0x	13.7x	11.6x	10.6x
P/B	2.6x	2.1x	1.8x	1.6x
SLCP lưu hành (triệu)	8,356	8,356	8,356	8,356
SLCP pha loãng (triệu)	8,356	8,356	8,356	8,356

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84 439352722

Fax: +84 422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place

Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: +84 838218885

Fax: +84 838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Phan Quốc Bửu
Quyền phụ trách Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Buupq@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô - Thị trường
Khoabn@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú
Quyền phụ trách Ngành, Doanh nghiệp
Ngành – Doanh nghiệp
Tuntc@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính
Nguyễn Dân Trưởng
Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD
Phạm Quang Minh
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@bsc.com.vn
Lâm Việt
Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn
Vũ Công Hoàng Duy
Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất
Lưu Thuỳ Linh
Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn
Ngô Trường Giang
Chuyên viên phân tích
Giangnt@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics
Phạm Thị Minh Châu
Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn
Trần Lâm Tùng
Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn
Trần Nguyễn Tường Huy
Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn