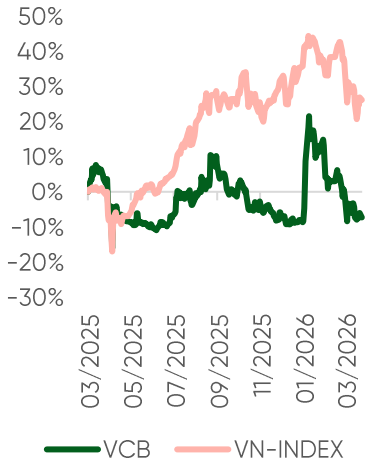
# NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HOSE: VCB)

**NGÂN HÀNG**

| Khuyến nghị 12 tháng | | |
|---|---|---|
| **Mua** | **Giá mục tiêu 12T** | **VND72,800** |
| | **Tiềm năng tăng giá** | **22.6%** |
| | **Giá đóng cửa gần nhất (08/04/2026)** | **VND59,400** |

| | |
|---|---|
| Giá đóng cửa gần nhất | VND59,400 |
| Cao nhất 52 tuần | VND76,000 |
| Thấp nhất 52 tuần | VND52,100 |
| Giá mục tiêu | VND72,800 |
| Tiềm năng tăng giá | 22.6% |
| Tỷ suất cổ tức | 0.8% |

## Diễn biến giá cổ phiếu




| Thay đổi giá (%) | 1T | 3T | 12T |
|---|---|---|---|
| VCB | -10.6 | 1.2 | -9.8 |
| VN-INDEX | -11.6 | -5.9 | 26.2 |

| | VCB | VNI |
|---|---|---|
| P/E trượt 12T | 13.8x | 13.8x |
| P/B hiện tại | 2.2x | 2.0x |
| ROAA trượt 12T | 1.6% | 2.4% |
| ROAE trượt 12T | 16.6% | 14.7% |

## Cổ đông lớn

| | |
|---|---|
| NHNN | 74.8% |
| Mizuho Bank | 15.0% |
| Khác | 10.2% |

## Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) chính thức đi vào hoạt động ngày 01/04/1963. Là ngân hàng thương mại nhà nước đầu tiên được Chính phủ lựa chọn thí điểm cổ phần hóa, Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng thương mại cổ phần từ ngày 02/06/2008, sau khi triển khai thành công kế hoạch cổ phần hóa thông qua IPO.

# A premium franchise with re-rating potential as NIM outlook improves

## Luận điểm đầu tư

**Phục hồi NIM sẽ đánh dấu điểm tăng trưởng rõ nét của lợi nhuận từ 2026**

Chúng tôi cho rằng VCB đang tiến gần tới điểm tăng lợi nhuận đáng kể sau hai năm sinh biên lợi nhuận. Trong giai đoạn 2024–2025, ngân hàng gần như giữ nguyên lãi suất huy động trong khi đẩy mạnh cho vay ngắn hạn, làm NIM thu hẹp. Yếu tố kéo giảm này hiện đang bước vào giai đoạn đảo chiều. Chúng tôi dự phóng NIM tăng 10bps svck lên 2.7% trong năm 2026, nhờ lợi suất cho vay được điều chỉnh lại tốt hơn, cơ cấu cho vay nghiêng nhiều hơn về bán lẻ và kỳ hạn dài, cùng với cấu trúc tài sản - nguồn vốn thuận lợi. Tóm lại, khi NIM phục hồi, năng lực tạo lợi nhuận cốt lõi của VCB sẽ cải thiện đáng kể.

**Chất lượng tài sản hàng đầu ngành sẽ giúp áp lực trích lập duy trì ở mức rất thấp**

Chất lượng tài sản của VCB tiếp tục là tốt nhất ngành, và điều này càng trở nên quan trọng hơn trong môi trường lãi suất tăng. Tại cuối 2025, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu thuần (NPL) chỉ ở mức 0.6% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt 259%, qua đó giúp ngân hàng sở hữu bộ đệm tốt nhất. Điều này sẽ cho phép VCB hấp thụ những suy yếu trong khả năng trả nợ của khách hàng mà không gây ảnh hưởng đáng kể tới lợi nhuận. Trong khi toàn ngành có thể đối mặt với áp lực trích lập quay trở lại khi lãi suất tăng lên, VCB có vị thế đặc biệt thuận lợi để duy trì chi phí dự phòng/dư nợ ở mức thấp và ổn định, qua đó bảo toàn chất lượng lợi nhuận.

**Lựa chọn phòng thủ trong bối cảnh rủi ro bên ngoài gia tăng**

Xung đột tái bùng phát tại Trung Đông đã làm gia tăng mạnh rủi ro lạm phát và lãi suất tăng, với giá dầu Brent tăng khoảng 55% kể từ cuối tháng 2 lên quanh 110 USD/thùng và chỉ số DXY tăng khoảng 2%. Đồng thời, tỷ giá vẫn chịu áp lực tăng tới cuối tháng 3, nếu điều này tiếp diễn thì sẽ hạn chế dư địa để NHNN sử dụng OMO và khiến lãi suất trên thị trường tiền tệ trong nước duy trì ở mức cao. Trong môi trường mà lãi suất cao hơn có thể làm suy yếu khả năng trả nợ của khách hàng cá nhân, chất lượng tài sản hàng đầu ngành của VCB khiến ngân hàng trở thành lựa chọn phòng thủ rõ nét nhất.

**Định hướng dài hạn mang tính hỗ trợ, nhưng chưa tác động tới giả định của chúng tôi**

Nghị quyết 79-NQ/TW, ban hành ngày 06/01/2026, đưa ra định hướng chính sách tổng thể cho sự phát triển của các ngân hàng thương mại nhà nước, bao gồm các mục tiêu liên quan tới quy mô, công nghệ và quản trị. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa thấy yếu tố cụ thể để ảnh hưởng tới dự phóng đối với VCB hoặc khiến chúng tôi điều chỉnh các giả định trong mô hình.

**VCB đang giao dịch tại mức P/B rất hấp dẫn**

Điểm hấp dẫn của cổ phiếu nằm ở định giá. Hiện VCB đang giao dịch tại mức P/B 2026 dự phóng chỉ 1.80x, tương đương thấp hơn 2.7 độ lệch chuẩn 5 năm, dù đang bước vào giai đoạn NIM phục hồi và vẫn duy trì chất lượng tài sản dẫn đầu ngành. Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 2.3x, tương đương thấp hơn 1.5 độ lệch chuẩn, mức vẫn được xem là thận trọng so với vùng giao dịch lịch sử 3.0x–4.0x của ngân hàng trong giai đoạn 2019–2022. Theo quan điểm của chúng tôi, một khi nhà đầu tư lấy lại niềm tin rằng NIM đang phục hồi trong khi chất lượng tài sản vẫn duy trì tốt, cổ phiếu sẽ có dư địa tái định giá đáng kể từ vùng nền thấp hiện tại. Nếu xung đột Trung Đông không kéo dài quá tháng 04/2026, chúng tôi vẫn ưu tiên các lựa chọn ngân hàng tư nhân đã nêu trong báo cáo triển vọng 2026, gồm TCB, MBB và VPB.

## Rủi ro đầu tư

**Rủi ro chi phí vốn:** Nhu cầu huy động vốn cao hơn kỳ vọng tác động NIM, đến từ việc tỷ lệ LDR theo quy định của VCB đang ở mức cao và việc loại trừ tiền gửi Kho bạc Nhà nước khỏi công thức tính LDR.

**Rủi ro chất lượng tài sản:** Căng thẳng địa chính trị leo thang trên diện rộng có thể tiếp tục đẩy lạm phát và lãi suất tăng lên, làm suy yếu khả năng trả nợ của khách hàng và cuối cùng dẫn tới áp lực trích lập cao hơn kỳ vọng.

**Senior Analyst:**

**Vũ Mạnh Hùng, CFA**

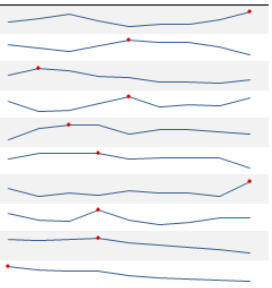
hungvm1@vpbanks.com.vn

# KẾT QUẢ KINH DOANH

## Tóm tắt kết quả Q4/25: Đẩy mạnh xóa nợ để làm sạch danh mục cho vay

**Hình 1: Các chỉ tiêu chính**

| Các chỉ số chính | Q4/23 | Q1/24 | Q2/24 | Q3/24 | Q4/24 | Q1/25 | Q2/25 | Q3/25 | Q4/25 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐ | 80.2% | 81.5% | 83.0% | 80.6% | 78.2% | 79.3% | 79.2% | 81.2% | 84.3% |
| Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐ | 19.8% | 18.5% | 17.0% | 19.4% | 21.8% | 20.7% | 20.8% | 18.8% | 15.7% |
| NIM (dự phóng cả năm) | 2.90% | 3.16% | 3.05% | 2.86% | 2.79% | 2.64% | 2.64% | 2.58% | 2.71% |
| Chi phí / Thu nhập (CIR) | 36.0% | 29.2% | 30.6% | 34.5% | 39.8% | 32.7% | 33.7% | 33.4% | 38.8% |
| Cho vay / Huy động (Thông tư 36) | 79.4% | 83.4% | 84.6% | 84.5% | 81.5% | 83.1% | 83.0% | 82.3% | 81.4% |
| Tỷ lệ nợ xấu (NPL) | 1.0% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 0.6% |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) | 230.3% | 199.8% | 212.1% | 204.6% | 223.3% | 216.1% | 213.8% | 201.9% | 258.8% |
| Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm) | 0.28% | 0.16% | 0.16% | 0.34% | 0.18% | 0.10% | 0.14% | 0.20% | 0.21% |
| ROAA (trượt 12 tháng) | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 1.9% | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.6% |
| ROAE (trượt 12 tháng) | 21.7% | 20.5% | 20.0% | 19.8% | 18.6% | 17.9% | 17.6% | 17.1% | 16.5% |



Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 2: KQKD hợp nhất Q4/25 của VCB**

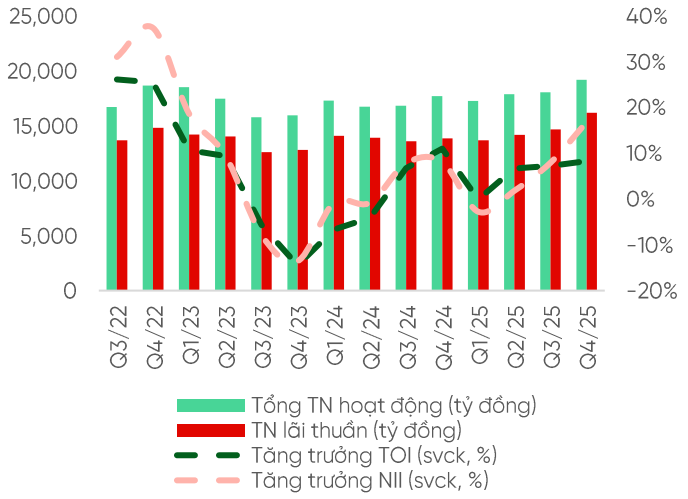
| | Q4/24 | Q4/25 | 2024 | 2025 | % sv dự phóng cũ VPX | % sv dự phóng thị trường |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi thuần (svck) | 8.1% | 16.8% | 3.3% | 5.9% | 105% | 98% |
| Thu nhập ngoài lãi (svck) | 22.5% | -22.4% | -6.6% | 3.9% | 99% | 99% |
| Chi phí hoạt động (svck) | 22.4% | 5.6% | 5.1% | 9.2% | 112% | 100% |
| LN trước dự phòng (svck) | 4.5% | 10.0% | -0.6% | 3.6% | 99% | 96% |
| Chi phí dự phòng (svck) | -97.8% | -2721.5% | -27.4% | -3.9% | 92% | 83% |
| LNTT (svck) | -8.5% | 1.7% | 2.4% | 4.2% | 100% | 98% |
| | | | | | | |
| Tăng trưởng cho vay (svck) | 14.1% | 15.5% | 14.1% | 15.5% | | |
| Tăng trưởng huy động (svck) | 8.5% | 10.4% | 8.5% | 10.4% | | |
| NIM (%) | 2.8% | 2.7% | 2.9% | 2.6% | | |
| Lợi suất tài sản (%) | 4.8% | 4.8% | 4.8% | 4.7% | | |
| Chi phí vốn (%) | 2.2% | 2.3% | 2.2% | 2.3% | | |
| Tỷ lệ CASA | 36.7% | 35.4% | 36.7% | 35.4% | | |
| CIR (%) | 39.8% | 38.8% | 33.6% | 34.8% | | |
| ROAE (%) | 18.6% | 16.6% | 18.4% | 16.5% | | |
| Tỷ lệ NPL (%) | 1.0% | 0.6% | 1.0% | 0.6% | | |
| Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | | |
| LLR (%) | 223.3% | 258.8% | 223.3% | 258.8% | | |

Nguồn: VCB, VPBankS Research

### Kinh doanh ngoại hối và thu hồi nợ xấu gây áp lực lên TNNL

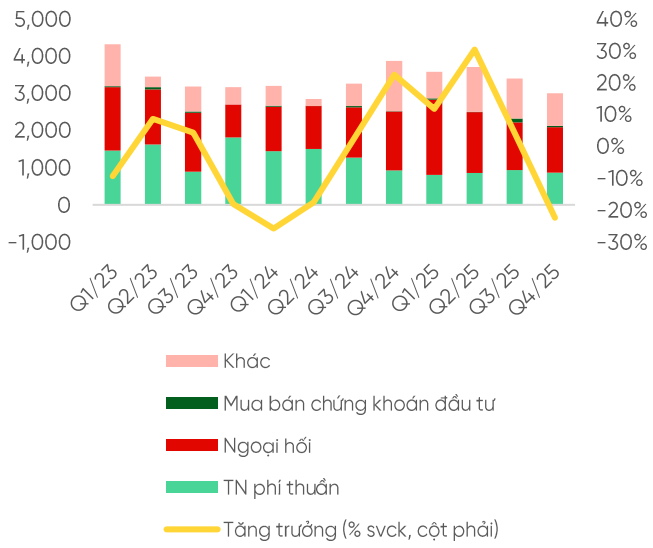
Tổng thu nhập hoạt động (TTNHD) của VCB tăng 8.3% svck trong Q4/25, cải thiện nhẹ so với Q3/25, chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (TNLT) trong khi thu nhập ngoài lãi (TNNL) giảm svck. TNNL của VCB giảm mạnh 22.4% svck - quý tăng trưởng âm đầu tiên kể từ Q2/24 - do: (1) thu nhập kinh doanh ngoại hối giảm 22.7% svck khi VND tăng giá nhẹ 0.5% so với USD trong Q4/25; và (2) thu nhập khác ròng giảm 34.3% svck. Mức giảm mạnh của thu nhập khác ròng phản ánh việc xóa nợ ở mức thấp trong hai quý trước, qua đó làm thu hẹp dư địa ghi nhận lãi từ hoạt động thu hồi nợ.

**Hình 3: Tăng trưởng Tổng thu nhập hoạt động**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 4: Cơ cấu Thu nhập ngoài lãi**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**NIM của VCB cho thấy dấu hiệu tạo đáy**

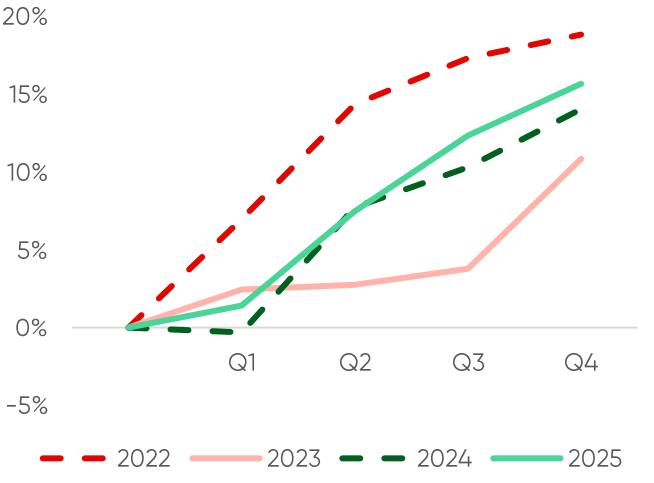
TNLT của VCB tăng 16.8% svck trong Q4/25, tăng tốc so với mức 8.0% svck trong Q3/25, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải (+15.5% svck) trong khi NIM vẫn giữ vững. Tăng trưởng tín dụng của VCB thấp hơn tương đối so với mức tăng 19.1% svck của toàn hệ thống, nhưng phù hợp với định hướng ban đầu 16% của NHNN cho năm 2025. Bên cạnh đó, VCB tiếp tục dịch chuyển sang cho vay trung và dài hạn, với dư nợ trung hạn và dài hạn lần lượt tăng 36.8% svck và 28.7% svck.

NIM bình quân theo quý của VCB có dấu hiệu tạo đáy, tăng 14bps sv tháng trước (-8bps svck) lên 2.7%, từ mức 2.6% trong 9T25. NIM của VCB được hỗ trợ bởi lợi suất cho vay tăng 21bps sv tháng trước trong khi chi phí huy động đi ngang ở mức 2.4%. Chúng tôi cho rằng mức tăng của lợi suất cho vay đến từ: (1) các khoản vay lãi suất cố định dần được điều chỉnh sang lãi suất thả nổi; và (2) tỷ trọng cho vay trung và dài hạn tăng lên trong cơ cấu danh mục.

**Hình 5: NIM**

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 6: Tăng trưởng tín dụng**

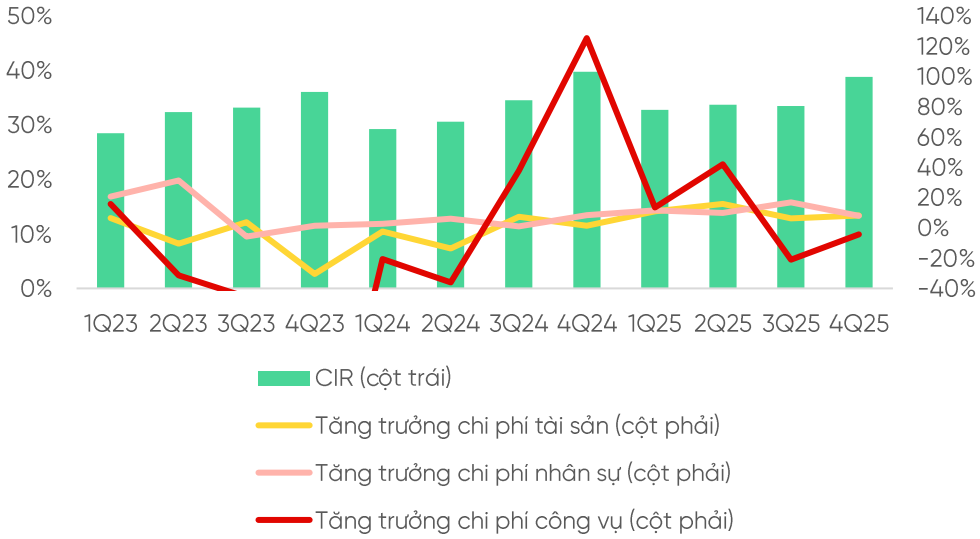



Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Chi phí quản lý công vụ thấp hơn hỗ trợ lợi nhuận hoạt động trước trích lập**

Lợi nhuận hoạt động trước trích lập (PPOP) của VCB tăng 10.0% svck, nhờ chi phí hoạt động tăng ở mức khiêm tốn. OPEX chỉ tăng 5.6% svck nhờ chi phí quản lý công vụ giảm 4.4%. Theo đó, tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) giảm 96bps svck xuống 38.4%, dù vẫn cao hơn mức bình quân của ba kỳ Q4 trước đó là 33.4%.

**Hình 7:** CIR



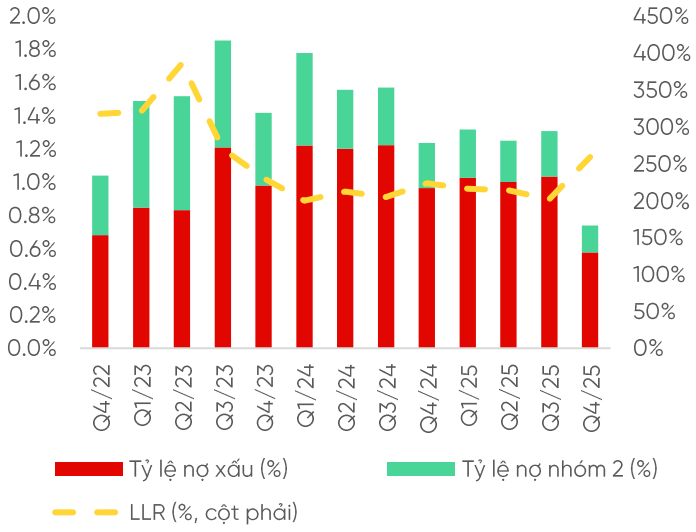

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Đẩy mạnh xóa nợ giúp làm sạch danh mục cho vay và củng cố bộ đệm dự phòng**

VCB đã đẩy mạnh xóa nợ nhằm làm sạch danh mục cho vay và tái xây dựng bộ đệm dự phòng ở quy mô lớn. Chất lượng tài sản cải thiện với giá trị hình thành nợ xấu âm 434 tỷ đồng, trong khi tỷ lệ NPL cộng xóa nợ giảm 5bps sv tháng trước (+25bps svck). Trong bối cảnh này, VCB nâng tỷ lệ xóa nợ lên 1.64% (+0.55 điểm % svck; +1.62 điểm % sv tháng trước), mức cao nhất trong 5 năm. Nhờ đó, tỷ lệ NPL giảm xuống mức thấp nhất 5 năm và LLR cải thiện lên 258.8% (+35 điểm % svck; +57 điểm % sv tháng trước). Theo đó, chi phí dự phòng của VCB ở mức 848 tỷ đồng (so với hoàn nhập dự phòng 32 tỷ đồng trong Q4/24), qua đó khiến LNTT chỉ tăng 1.7% svck.

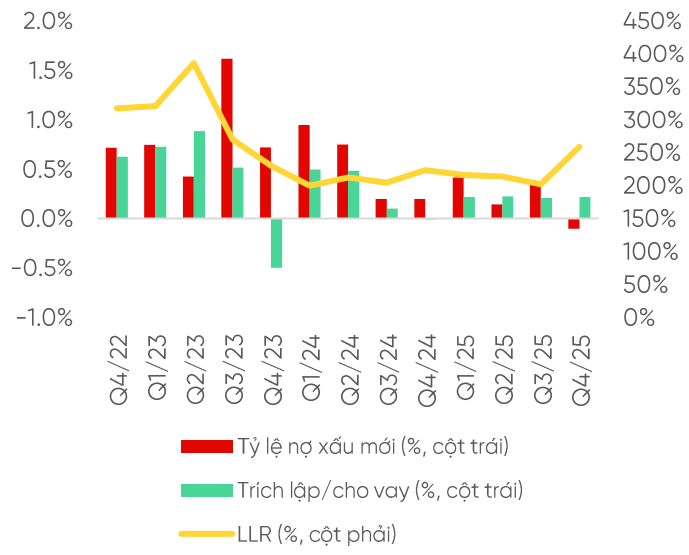
Trong năm 2025, LNTT tăng khiêm tốn 4.2% svck, chịu áp lực bởi NIM thu hẹp trong khi tăng trưởng tín dụng vẫn thấp hơn tương đối so với toàn hệ thống. Tuy nhiên, chất lượng tài sản cải thiện khi tỷ lệ NPL cộng xóa nợ giảm và LLR tăng lên 260%, cao hơn mức bình quân 3 năm là 250%.

**Hình 8: NPL**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 9: Tỷ lệ hình thành nợ xấu bình quân năm (%)**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

## Diễn biến bảng cân đối kế toán trong Q4/25:

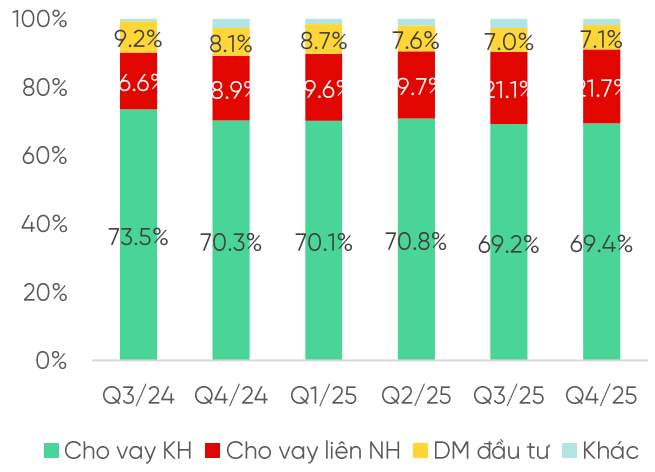
**Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): cho vay khách hàng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, trong khi tài sản sinh lãi tiếp tục dịch chuyển sang các phân khúc có lợi suất cao hơn**

Tại Q4/25, IEA của VCB đạt khoảng 2,410,200 tỷ đồng, tăng 2.3% sv tháng trước và 16.9% svck. Tăng trưởng tiếp tục chủ yếu được dẫn dắt bởi cho vay khách hàng, đạt 1,673,500 tỷ đồng, tăng 2.7% sv tháng trước và 15.5% svck, chiếm 69.4% tổng IEA. Trong khi đó, tài sản liên ngân hàng vẫn duy trì ở mức cao, đạt 521,900 tỷ đồng, tăng 4.8% sv tháng trước và 33.8% svck, tương đương 21.7% IEA. Danh mục đầu tư đạt 170,100 tỷ đồng, tăng 3.6% sv tháng trước và chiếm khoảng 7.1% IEA. Nhìn chung, tăng trưởng tài sản sinh lãi trong Q4/25 tiếp tục được hỗ trợ bởi cả cho vay khách hàng và tiền gửi/liên ngân hàng, trong khi cơ cấu tài sản nhìn chung vẫn hỗ trợ cho NIM.

Tăng trưởng tín dụng năm 2025 được dẫn dắt nhiều hơn bởi mảng bán lẻ so với doanh nghiệp. Tổng dư nợ tăng 15.5% svck, trong đó cho vay bán lẻ tăng 18.9% svck và đóng góp khoảng 54% vào tổng mức tăng tín dụng, trong khi cho vay doanh nghiệp tăng 14.1% svck và đóng góp khoảng 45%. Cho vay SME cũng tăng mạnh 21.3% svck, dù trên nền thấp hơn. Trong mảng bán lẻ, tăng trưởng được dẫn dắt bởi cho vay mua nhà, tăng 21.8% svck và đóng góp khoảng 47% mức tăng của cho vay bán lẻ, tiếp theo là cho vay tiêu dùng tăng 32.1% svck và cho vay bán lẻ phục vụ mục đích kinh doanh tăng 10.0% svck. Trong danh mục bán buôn, tăng trưởng được dẫn dắt bởi nhóm Xây dựng & khách sạn, tăng mạnh 61.5% svck và đóng góp khoảng 63% mức tăng của cho vay bán buôn, tiếp theo là Thương mại tăng 12.0% svck và Sản xuất tăng 2.4% svck. Dù tăng trưởng chậm hơn, Sản xuất vẫn là nhóm có tỷ trọng lớn nhất trong danh mục bán buôn, chiếm 48.3% tại Q4/25, trong khi Thương mại chiếm 26.2% và Xây dựng & khách sạn tăng đáng kể lên 18.9% từ 13.2% tại Q4/24.

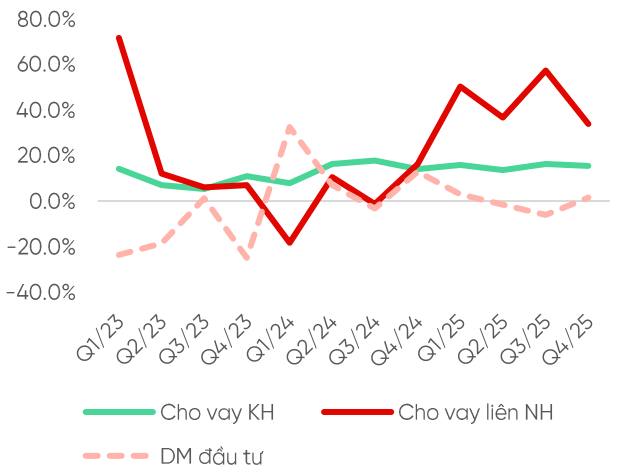
Ở phía danh mục đầu tư, VCB tiếp tục tối ưu hóa lợi suất thay vì duy trì trạng thái phòng thủ thuần túy. Tại Q4/25, trái phiếu tổ chức tín dụng chiếm khoảng 52.1% danh mục đầu tư, tăng nhẹ từ 51.4% trong Q3/25, trong khi trái phiếu Chính phủ chiếm khoảng 43.1% và trái phiếu doanh nghiệp giảm còn 4.6%. Kết hợp với xu hướng dịch chuyển liên tục của danh mục cho vay sang các sản phẩm bán lẻ tăng trưởng cao hơn và tỷ trọng tài sản kỳ hạn dài gia tăng, chúng tôi cho rằng cơ cấu IEA của VCB tiếp tục hỗ trợ bảo vệ lợi suất và góp phần giảm bớt áp lực co hẹp NIM trong môi trường hiện tại.

**Hình 10: Cơ cấu IEA**



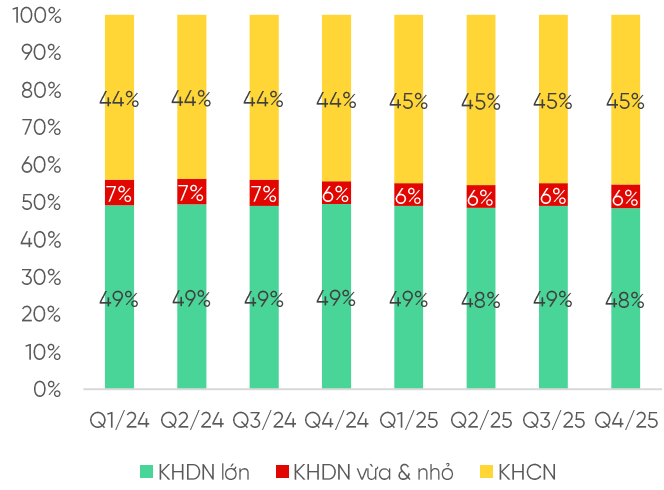

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 11: Tăng tỷ trọng tài sản liên ngân hàng**



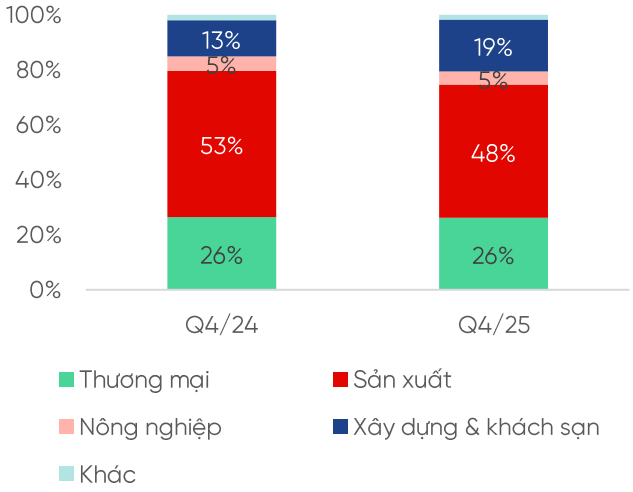

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 12: Cơ cấu dư nợ cho vay**



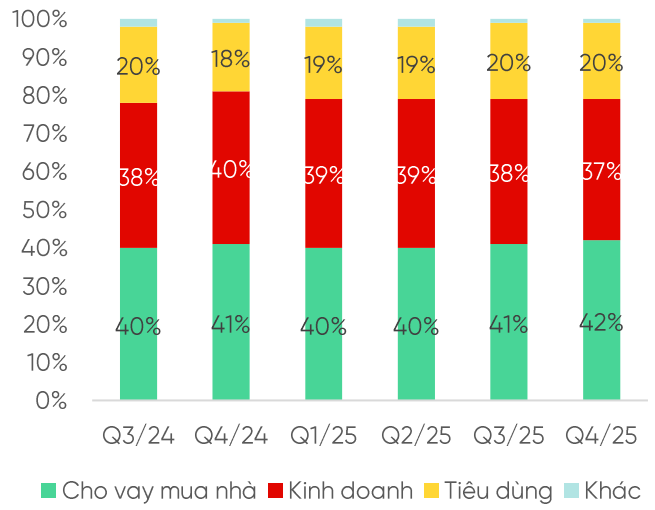

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 13: Cơ cấu cho vay doanh nghiệp**



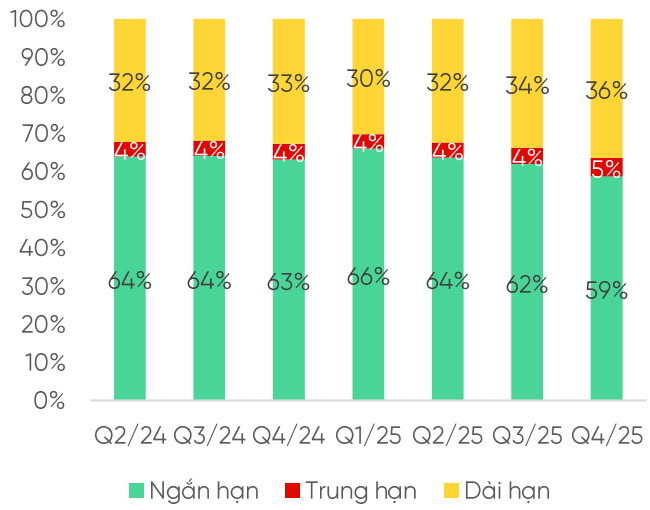

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 14: Cơ cấu cho vay cá nhân**



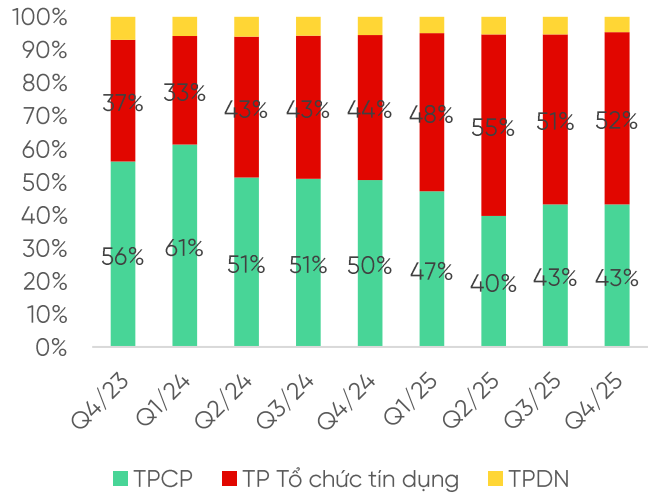

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 15: Cơ cấu dư nợ theo kỳ hạn**



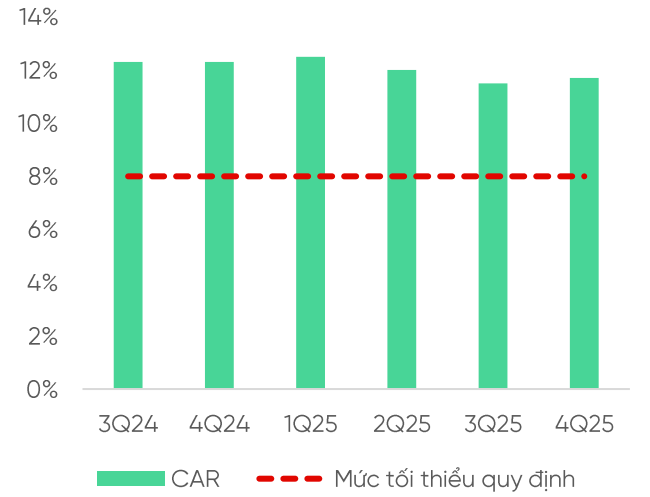

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 16: Cơ cấu danh mục đầu tư**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 17: CAR**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

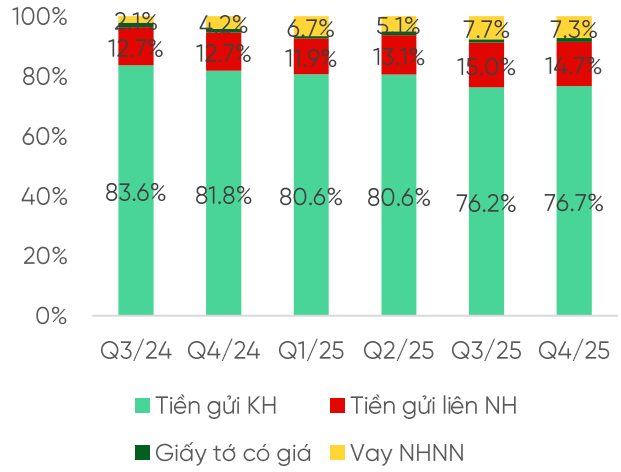
**Cơ cấu nguồn vốn chịu lãi (IBL): VCB bổ sung tăng trưởng nguồn vốn thông qua các nguồn kỳ hạn ngắn hơn, chủ yếu là vay liên ngân hàng và vay từ NHNN**

Ở phía nguồn vốn, IBL của VCB đạt khoảng 2,180 nghìn tỷ đồng tại Q4/25, tăng 3.1% sv tháng trước và 17.9% svck. Dù tiền gửi khách hàng vẫn là nguồn vốn chủ đạo ở mức 1,672 nghìn tỷ đồng, tăng 3.8% sv tháng trước và 10.4% svck, chiếm khoảng 76.7% tổng IBL, tăng trưởng huy động vẫn tương đối hạn chế so với tốc độ mở rộng tài sản. Do đó, VCB ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào các nguồn vốn ngắn hạn, với nguồn vốn liên ngân hàng đạt 321.2 nghìn tỷ đồng (+1.3% sv tháng trước, +36.9% svck) và dư nợ vay NHNN duy trì ở mức cao 160.1 nghìn tỷ đồng, trong khi giấy tờ có giá cũng tăng lên 27.1 nghìn tỷ đồng (+17.4% sv tháng trước). Theo quan điểm của chúng tôi, thay vì đẩy mạnh lãi suất huy động khách hàng, VCB lựa chọn bổ sung nguồn vốn qua kênh liên ngân hàng và NHNN, qua đó duy trì sự linh hoạt về thanh khoản trong bối cảnh huy động tiền gửi bị hạn chế hơn. Tuy nhiên, nguồn vốn liên ngân hàng có thể chỉ hỗ trợ trong ngắn hạn và có lúc suy giảm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng VCB sẽ cần đẩy mạnh huy động tiền gửi khách hàng trong các

quý tới để làm dịu áp lực thanh khoản, đặc biệt khi LDR của ngân hàng đã ở mức tương đối cao là 81.4%.

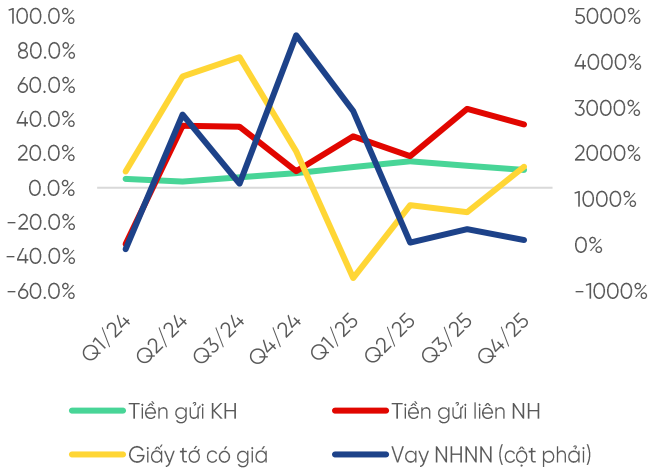
Quan trọng hơn, cách tiếp cận nguồn vốn này dường như vận hành khá hiệu quả song hành với chiến lược phân bổ tài sản của ngân hàng. Khi VCB tiếp tục phân bổ nhiều hơn vào các khoản vay kỳ hạn dài và các tài sản sinh lãi có lợi suất tương đối tốt hơn, ngân hàng đã tài trợ một phần tăng trưởng này bằng các nguồn vốn bán buôn kỳ hạn ngắn hơn, qua đó giúp bảo vệ NIM hiệu quả hơn bất chấp bối cảnh lãi suất chung. Trong khi đó, thanh khoản vẫn là vấn đề cần lưu ý, với LDR theo quy định ở mức 81.4%, giảm từ 82.3% trong Q3/25 nhưng vẫn tương đương mức bình quân 3 năm, trong khi CASA duy trì vững ở khoảng 35.4%. Nhìn chung, ngoài yếu tố môi trường lãi suất, chúng tôi cho rằng NIM của VCB còn được hỗ trợ bởi cấu trúc tài sản và nguồn vốn thuận lợi, cụ thể là sự kết hợp giữa phân bổ tài sản kỳ hạn dài hơn và huy động nguồn vốn ngắn hạn linh hoạt.

**Hình 18: Cơ cấu IBL**



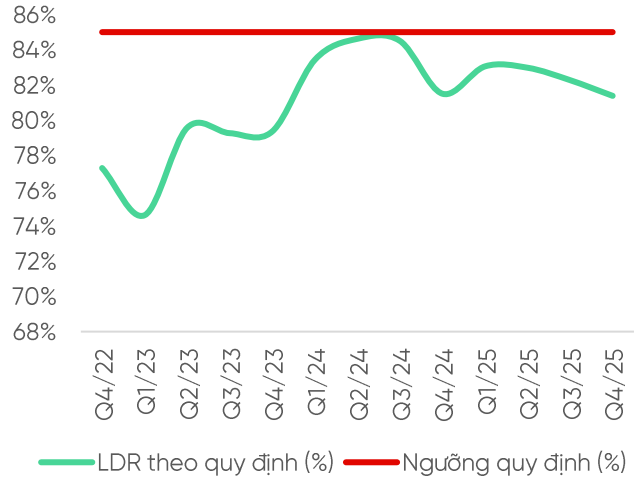

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 19: Tăng trưởng huy động svck**



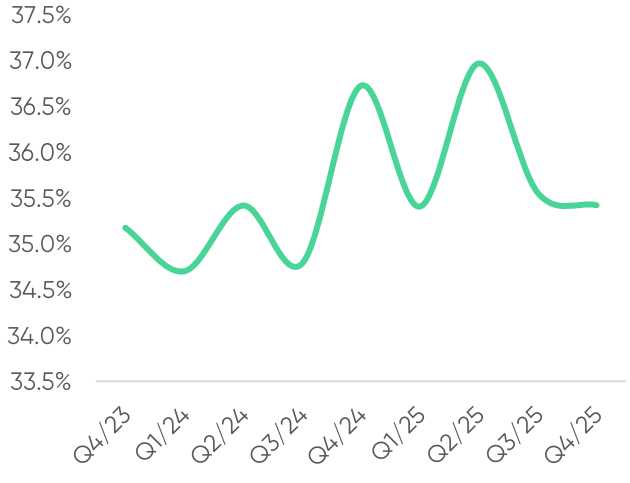

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 20: LDR theo quy định**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 21: Tỷ lệ CASA**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

## TRIỂN VỌNG 2026: LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG NHỜ NIM MỞ RỘNG

**Hình 22: Key assumption for VCB**

| Tỷ đồng | 2025 | 2026 | % svck | 2027 | % svck | 2028 | % svck | Tăng trưởng kép 2026-28 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi thuần | 58,674 | 70,500 | 20.2% | 80,564 | 14.3% | 91,655 | 13.8% | 16.0% |
| NIM | 2.6% | 2.7% | 0.1% pts | 2.7% | 0.0% pts | 2.7% | 0.0% pts | |
| Tăng trưởng tín dụng | 15.5% | 15.0% | -0.5% pts | 14.8% | -0.2% pts | 14.5% | -0.3% pts | |
| Thu nhập ngoài lãi | 13,683 | 16,108 | 17.7% | 16,933 | 5.1% | 18,614 | 9.9% | 10.8% |
| Tổng thu nhập HĐ | 72,358 | 86,608 | 19.7% | 97,497 | 12.6% | 110,269 | 13.1% | 15.1% |
| Chi phí HĐ | 25,152 | 28,581 | 13.6% | 32,174 | 12.6% | 36,389 | 13.1% | 13.1% |
| CIR | 34.8% | 33.0% | -1.8% pts | 33.0% | 0.0% pts | 33.0% | 0.0% pts | |
| LN trước dự phòng | 47,205 | 58,028 | 22.9% | 65,323 | 12.6% | 73,880 | 13.1% | 16.1% |
| Chi phí dự phòng | 3,185 | 3,972 | 24.7% | 6,201 | 56.1% | 6,872 | 10.8% | 29.2% |
| Chi phí trích lập/ cho vay | 0.2% | 0.2% | 0.0% pts | 0.3% | 0.1% pts | 0.3% | 0.0% pts | |
| LNTT | 44,020 | 54,055 | 22.8% | 59,122 | 9.4% | 67,009 | 13.3% | 15.0% |
| LN ròng | 35,178 | 43,198 | 22.8% | 47,246 | 9.4% | 53,549 | 13.3% | 15.0% |

Nguồn: VCB, VPBankS Research

Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2026 của VCB tăng 22.8% svck, qua đó giúp ROAE tăng lên 17.5% từ mức 16.5% trong năm 2025 và nâng BVPS lên 31,877 đồng/cp.

**Tăng trưởng tín dụng dự kiến duy trì tích cực ở mức 15%**

Chúng tôi kỳ vọng VCB duy trì tăng trưởng tín dụng 15% trong năm 2026, nhìn chung phù hợp với mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống 15% do NHNN định hướng, dù ngân hàng vẫn có thể tiếp tục được hưởng một phần lợi thế về room nhờ vai trò tiếp nhận ngân hàng 0 đồng. Theo quan điểm của chúng tôi, các động lực tăng trưởng chính vẫn sẽ là các sản phẩm cho vay cốt lõi của VCB gắn với nhu cầu mở rộng hoạt động kinh doanh của cả khách hàng doanh nghiệp lẫn khách hàng cá nhân. Trong bối cảnh nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng và Chính phủ theo đuổi định hướng hỗ trợ tăng trưởng, chúng tôi tin rằng VCB có thể duy trì tăng trưởng tín dụng lành mạnh trong khi vẫn kiểm soát bảng cân đối thận trọng.

**Mở rộng NIM sẽ là động lực lợi nhuận chính**

Chúng tôi dự phóng NIM tăng 10bps svck lên 2.7% trong năm 2026, phục hồi từ nền thấp 2.6% của năm 2025, dù vẫn thấp hơn mức bình quân 5 năm. Theo quan điểm của chúng tôi, diễn biến này sẽ được dẫn dắt bởi hai yếu tố: (1) chấm dứt giai đoạn cần duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp một cách chủ động để tối đa hóa tăng trưởng tín dụng; và (2) cơ cấu cho vay thuận lợi hơn, với tỷ trọng bán lẻ và cho vay kỳ hạn dài cao hơn.

Ở phía nguồn vốn, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động tăng 53bps svck, so với mức tăng dự phóng 75bps svck của lãi suất huy động trên thị trường. Điều này phản ánh nhu cầu tín dụng vẫn mạnh, trong khi LDR theo quy định của VCB được dự báo duy trì ở mức cao 81.4% vào Q4/26, sát trần 85% theo quy định. Áp lực chi phí vốn cũng có thể gia tăng thêm khi số dư tiền gửi Kho bạc Nhà nước đủ điều kiện đưa vào công thức tính LDR giảm về 0 từ ngày 01/01/2026 theo Thông tư 26/2022/TT-NHNN. Tuy vậy, áp lực này được bù đắp một phần bởi tỷ lệ CASA vẫn ở mức cao 34% của VCB trong 2026F.

Ở phía tài sản, chúng tôi dự phóng lợi suất cho vay tăng mạnh hơn, thêm 57bps svck, qua đó nâng chênh lệch lãi suất lên 2.82% trong năm 2026 từ 2.78% của năm 2025. Thứ nhất, chúng tôi cho rằng giai đoạn duy trì lãi suất cho vay thấp một cách chủ động nhiều khả năng đã kết thúc. Trong giai đoạn 2024–2025, VCB chịu áp lực phải duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp nhằm hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, bối cảnh này đã thay đổi, đặc biệt sau khi VCB và các ngân hàng thương mại nhà nước khác tăng lãi suất huy động

kỳ hạn 12 tháng thêm 50bps vào cuối tháng 12, sau quyết định trước đó của NHNN nâng lãi suất repo OMO từ 4.0% lên 4.5%. Bên cạnh đó, định hướng tăng trưởng tín dụng 15% cho năm 2026 của NHNN, thấp hơn mức 16% của năm 2025, hàm ý việc tối đa hóa tăng trưởng tín dụng không còn là ưu tiên cao nhất của toàn hệ thống, qua đó giảm áp lực định giá trên lãi suất cho vay.

Thứ hai, như đã đề cập ở trên, tăng trưởng bán lẻ và nhu cầu vay kỳ hạn dài đều đang gia tăng. Chúng tôi cũng cho rằng nhu cầu vay vốn phục vụ mở rộng hoạt động kinh doanh sẽ tiếp tục duy trì trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế tích cực theo định hướng hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ. Điều này sẽ hỗ trợ lợi suất cho vay thông qua sự dịch chuyển dần của cơ cấu tín dụng sang các phân khúc có NIM cấu trúc cao hơn. Xét trên bình diện rộng hơn, ngoài môi trường lãi suất, chúng tôi cho rằng NIM của VCB còn được hỗ trợ bởi cấu trúc tài sản và nguồn vốn thuận lợi, cụ thể là tỷ trọng tài sản kỳ hạn dài cao hơn được tài trợ một phần bằng các nguồn vốn kỳ hạn ngắn hơn như nguồn vốn liên ngân hàng và vay NHNN.

**Chi phí dự phòng sẽ tăng, nhưng vẫn trong tầm kiểm soát**

Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng tăng 24.3% svck trong năm 2026, tương đương chi phí dự phòng/dư nợ ở mức 0.22%, so với khoảng 0.20% trong năm 2025. Mức tăng này chủ yếu phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng môi trường lãi suất cao hơn có thể phần nào làm suy yếu khả năng trả nợ và năng lực phục vụ nợ của khách hàng. Do đó, chi phí dự phòng sẽ tạo áp lực nhẹ lên PPOP, mà chúng tôi dự phóng tăng 22.9% svck trong năm 2026, từ đó dẫn tới LNTT tăng 22.8% svck trong 2026F.

## ĐỊNH GIÁ: Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 72,800 đồng/cp

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá theo P/B mục tiêu và phương pháp thu nhập thặng dư, với tỷ trọng ngang nhau là 50%, để đưa ra giá mục tiêu cho VCB là 72,800 đồng/cp. Cho năm tới, chúng tôi giữ nguyên giả định chi phí vốn chủ sở hữu, với lãi suất phi rủi ro là 4.0%, phần bù rủi ro vốn cổ phần là 8.0% và beta bình quân 5 năm là 0.6x.

Đối với phương pháp định giá P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của VCB dựa trên BVPS 2026F là 31,877 đồng/cp, áp dụng mức P/B mục tiêu là 2.3x. Hiện VCB đang giao dịch tại mức P/B 2026 dự phóng 1.80x, tương đương thấp hơn 2.7 độ lệch chuẩn so với mức bình quân 5 năm. Chúng tôi lựa chọn P/B mục tiêu là 2.3x, tương ứng thấp hơn 1.5 độ lệch chuẩn trong cùng giai đoạn.

Trong quá khứ, VCB từng giao dịch với mức định giá cao đáng kể, với P/B dao động trong khoảng 3.0x–4.0x giai đoạn 2019–2022, cao hơn rõ rệt so với vùng 1.2x–2.5x của toàn ngành. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá cao này là hợp lý nhờ khả năng duy trì ROE trên 20% của ngân hàng, được hỗ trợ bởi: (1) NIM mở rộng trong giai đoạn đó; và (2) áp lực trích lập thấp hơn nhờ chất lượng tài sản vượt trội. Cụ thể, NIM bình quân của VCB trong giai đoạn 2019–2022 tăng 55bps lên 3.1% so với mức bình quân của 4 năm trước đó. Đồng thời, VCB duy trì chất lượng tài sản xuất sắc, với NPL bình quân quanh 0.7%, thấp hơn đáng kể so với cả giai đoạn trước của chính ngân hàng cũng như mức bình quân ngành lần lượt là 1.4% và 1.5%. Do đó, dù chi phí dự phòng/dư nợ bình quân của VCB chỉ ở mức 1.1%, thấp hơn mức bình quân ngành là 1.5%, ngân hàng vẫn duy trì LLR bình quân rất mạnh ở mức 322%, tương đương khoảng 3 lần mức bình quân ngành.

Tuy nhiên, trong giai đoạn 2024–2025, VCB giao dịch dưới mức 3.0x P/B. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này phản ánh việc VCB gần như giữ nguyên lãi suất huy động trong hai năm để hỗ trợ nền kinh tế, với cái giá là NIM bị thu hẹp. Nhìn về tương lai, khi NIM được kỳ vọng phục hồi trong giai đoạn 2026–2027, trong khi chất lượng tài sản vẫn vượt trội với NPL ở mức 0.6% và LLR đạt 259% tại cuối 2025, chúng tôi cho rằng VCB hiện đang giao dịch tại mức P/B rất hấp dẫn cho mục tiêu tích lũy trung và dài hạn.

**Hình 23: Tính toán giá mục tiêu**

| Phương pháp | Tỷ trọng | Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu) | Đóng góp (VND/cổ phiếu) |
|---|---|---|---|
| Thu nhập thặng dư | 50% | 72,204 | 36,102 |
| Hệ số P/B (2.3 lần cho năm 2026) | 50% | 73,313 | 36,657 |
| Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) | | | 72,759 |
| **Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)** | | | **72,800** |

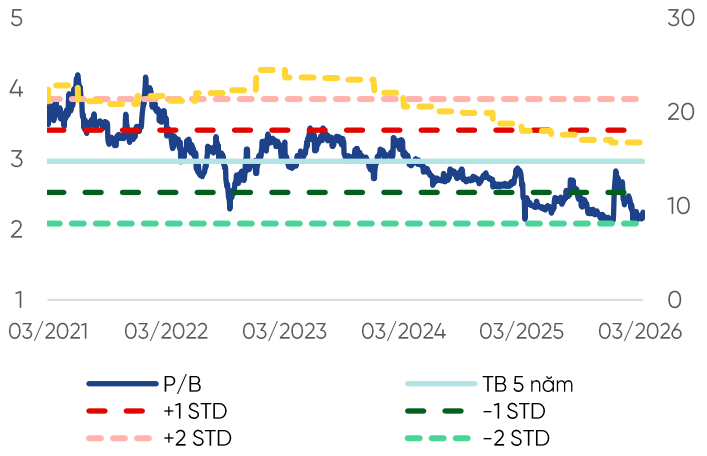
Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 24: Phương pháp thu nhập thặng dư RI (Đơn vị: tỷ VND)**

| Giả định chính | 2025A | 2026A | 2027A | 2028A | 2030F | Năm cuối |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Lãi suất phi rủi ro | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| Phần bù rủi ro | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| Beta | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Chi phí vốn chủ sở hữu | 8.8% | 8.8% | 8.8% | 8.8% | 8.8% | 8.8% |
| Tăng trưởng dài hạn | | | | | | 3.0% |
| ROE (%) | 19.0% | 16.4% | 16.1% | 14.8% | 14.6% | |
| | | | | | | |
| Thu nhập thặng dư (tỷ đồng) | 23,181 | 23,808 | 26,369 | 25,165 | 27,697 | 423,576 |
| Tỷ lệ chiết khấu | 0.92 | 0.84 | 0.78 | 0.71 | 0.66 | 0.66 |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng) | 21,306 | 20,113 | 20,474 | 17,959 | 18,167 | 277,835 |
| *(tỷ đồng)* | | | | | | |
| Giá trị sổ sách đầu kỳ | 227,464 | | | | | |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thăng dư (5 năm) | 98,019 | | | | | |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thăng dư (năm cuối) | 277,835 | | | | | |
| *Giá trị vốn chủ sở hữu* | 603,318 | | | | | |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | 8,356 | | | | | |
| Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp) | **72,204** | | | | | |

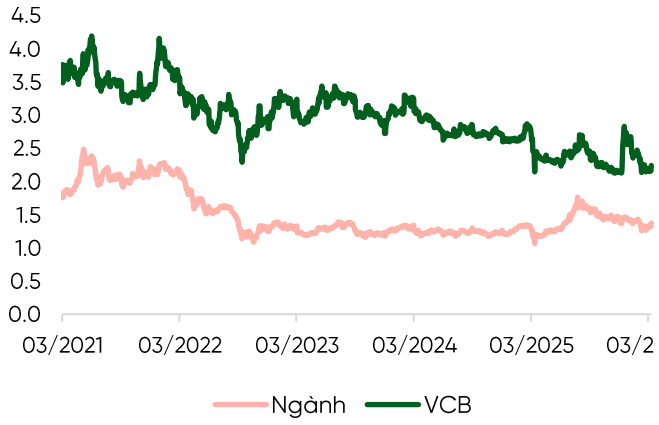
Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 25: P/B trượt của VCB so với dữ liệu lịch sử**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 26: P/B trượt của VCB so với bình quân ngành**




Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 27: Báo cáo KQKD**

| Kết quả kinh doanh | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (tỷ đồng) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027F |
| Thu nhập lãi thuần | 42,400 | 53,246 | 53,621 | 55,406 | 58,674 | 70,500 | 80,564 |
| Thu nhập ngoài lãi | 14,324 | 14,836 | 14,103 | 13,173 | 13,683 | 16,108 | 16,933 |
| **Tổng thu nhập hoạt động** | **56,724** | **68,083** | **67,723** | **68,578** | **72,358** | **86,608** | **97,497** |
| Chi phí hoạt động | 17,574 | 21,251 | 21,915 | 23,027 | 25,152 | 28,581 | 32,174 |
| LN trước trích lập | 39,149 | 46,832 | 45,809 | 45,551 | 47,205 | 58,028 | 65,323 |
| Chi phí trích lập dự phòng | 11,761 | 9,464 | 4,565 | 3,315 | 3,185 | 3,972 | 6,201 |
| Lợi nhuận trước thuế | 27,389 | 37,368 | 41,244 | 42,236 | 44,020 | 54,055 | 59,122 |
| **Lợi nhuận sau thuế** | **21,919** | **29,899** | **33,033** | **33,831** | **35,178** | **43,198** | **47,246** |

Nguồn: VCB, VPBankS Research

**Hình 28: Bảng cân đối kế toán**

| Bảng cân đối kết toán | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (tỷ đồng) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027F |
| Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN | 40,822 | 111,063 | 72,609 | 64,923 | 53,363 | 56,688 | 60,204 |
| Cho vay liên ngân hàng | 225,765 | 313,637 | 335,616 | 389,296 | 521,939 | 618,497 | 706,942 |
| Chứng khoán - tổng cộng | 173,546 | 197,753 | 148,388 | 172,205 | 176,945 | 180,661 | 184,455 |
| **Cho vay khách hàng** | **934,774** | **1,120,287** | **1,241,675** | **1,418,037** | **1,648,557** | **1,900,665** | **2,185,499** |
| Cho vay khách hàng (gộp) | 960,750 | 1,145,066 | 1,270,359 | 1,449,220 | 1,673,526 | 1,924,555 | 2,209,389 |
| Trích lập dự phòng | (25,976) | (24,779) | (28,684) | (31,183) | (24,969) | (23,889) | (23,889) |
| Tài sản cố định | 10,972 | 10,179 | 9,933 | 10,321 | 10,494 | 12,049 | 13,715 |
| Tài sản khác | 28,794 | 60,896 | 31,002 | 30,616 | 30,632 | 35,362 | 40,680 |
| **Tổng tài sản** | **1,414,673** | **1,813,815** | **1,839,223** | **2,085,397** | **2,441,929** | **2,803,923** | **3,191,495** |
| | | | | | | | |
| Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHNN | 9,468 | 67,315 | 1,671 | 78,237 | 160,128 | 176,141 | 193,755 |
| Tiền gửi liên ngân hàng | 109,758 | 232,511 | 213,842 | 234,653 | 321,159 | 401,449 | 445,608 |
| Tiền gửi khách hàng | 1,135,324 | 1,243,468 | 1,395,695 | 1,514,665 | 1,672,534 | 1,943,994 | 2,254,478 |
| Giấy tờ có giá | 17,388 | 25,338 | 19,913 | 24,125 | 27,101 | 29,811 | 32,792 |
| Các khoản nợ khác | 33,618 | 109,537 | 39,560 | 34,760 | 33,471 | (13,886) | (44,074) |
| **Tổng nợ** | **1,305,555** | **1,678,169** | **1,670,680** | **1,886,441** | **2,214,393** | **2,537,509** | **2,882,560** |
| | | | | | | | |
| Vốn điều lệ | 37,089 | 47,325 | 55,891 | 55,891 | 83,557 | 83,557 | 83,557 |
| Quỹ của TCTD | 18,173 | 22,557 | 22,562 | 27,453 | 36,993 | 36,993 | 36,993 |
| Lợi nhuận giữ lại | 48,434 | 60,733 | 85,174 | 110,679 | 102,028 | 140,905 | 183,427 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 87 | 88 | 94 | 96 | 72 | 72 | 72 |
| **Tổng VCSH** | **109,117** | **135,646** | **168,543** | **198,956** | **227,536** | **266,414** | **308,935** |
| | | | | | | | |
| **Tổng nợ và VCSH** | **1,414,673** | **1,813,815** | **1,839,223** | **2,085,397** | **2,441,929** | **2,803,923** | **3,191,495** |

Nguồn: VCB, VPBankS Research

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

**Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank**

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

**Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu**

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn