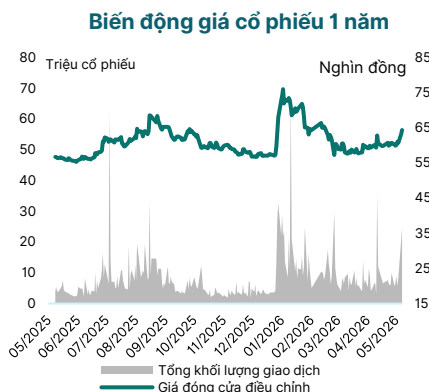


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	62,200
Giá mục tiêu	76,000
Lợi nhuận kỳ vọng	22.1%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	9.0 triệu cp
SLCP lưu hành	8,355 triệu cp
Biên độ 52 tuần	52,299 – 76,000
Vốn hoá	538,105 tỷ đồng
Beta	0.67



Cổ đông lớn	
Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam	74.8%
Mizuho Bank Limited	15.0%
Quý Đầu tư Chính phủ Singapore (GIC)	1.0%
Khác	9.2%

Triển vọng khả quan, định giá hấp dẫn

Khuyến nghị

Chúng tôi nâng giá mục tiêu VCB lên 76,000 VND và duy trì khuyến nghị **MUA**, với upside +22.1% so với giá hiện tại, nhờ NIM đã bắt đầu phục hồi trong Q1 2026, bộ đệm dự phòng lớn tạo lợi thế phòng thủ và hỗ trợ lợi nhuận, và thương vụ bán 6.5% vốn chiến lược dự kiến hoàn tất trong năm 2026 với mức giá ước tính P/B 2.8x–3.0x tạo dư địa tái định giá cho VCB.

Kết quả kinh doanh Q1 2026

KQKD Q1 2026 vượt kỳ vọng với LNTT đạt 11,803 tỷ đồng (+9% YoY), ~26% KHKD 2026 ngay từ Q1, cao hơn đáng kể so với định hướng tối thiểu +5%. NIM tăng +10bps YTD, cải thiện sau nhiều quý giảm liên tiếp, nhờ tái cơ cấu danh mục sang cho vay trung và dài hạn làm tăng lợi suất tài sản nhanh hơn chi phí vốn. Tín dụng doanh nghiệp dẫn dắt tăng trưởng trong khi thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ do biến động tỷ giá. Chất lượng tài sản duy trì ổn định.

Diễn biến mới & Tác động đầu tư

NIM đã bắt đầu phục hồi, củng cố triển vọng cải thiện khả năng sinh lời cốt lõi nhờ tỷ trọng cho vay trung và dài hạn tăng lên 42% dư nợ, (vs 34% năm 2025), tạo dư địa tái định giá tài sản trong các quý tới. Theo đó, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 76,000 VND/cp nhờ NIM tăng tốt hơn kỳ vọng, kéo theo điều chỉnh tăng dự phóng LNTT 2026F.

Luận điểm đầu tư

NIM đang cho thấy sự phục hồi bền vững. Sau 4 năm NIM suy giảm từ 3.46% (2022) về 2.67% (2025), NIM của VCB cải thiện 10bps QoQ trong Q1 2026. Sự cải thiện này có tính bền vững khi tỷ trọng cho vay trung và dài hạn đã cải thiện đáng kể trong một năm, giúp lợi suất cho vay tăng mạnh hơn chi phí vốn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng NIM có thể phục hồi về 2.7% (2026F), hỗ trợ LNTT 2026F đạt 51.5 nghìn tỷ đồng (+17%YoY). Điểm cần theo dõi là chi phí vốn tăng nhanh hơn kỳ vọng trong H2 2026.

Bộ đệm dự phòng tiếp tục là lợi thế phòng thủ và có thể mang lại lợi nhuận ngắn hạn. VCB duy trì LLR ở mức 178%, cao nhất hệ thống và hơn hai lần trung vị ngành, trong khi tỷ lệ Nợ xấu chỉ 0.99%, thấp nhất trong hệ thống. Điều này giúp VCB có vị thế tốt hơn so với toàn ngành nếu áp lực chất lượng tài sản gia tăng. Trong Q2 2026, một khoản trái phiếu doanh nghiệp từng bị phân loại Nợ xấu (2025) có thể được nâng hạng trở lại, qua đó tạo khả năng hoàn nhập dự phòng khoảng 2,200 tỷ đồng sau thuế. Khoản này chưa nằm trong kịch bản cơ sở và sẽ là upside nếu chất lượng danh mục chất lượng tài sản tiếp tục ổn định.

Thương vụ bán 6.5% vốn chiến lược hỗ trợ tái định giá cho VCB. Thị trường đang định giá VCB tại 2.3x P/B, dưới ngưỡng -1SD lịch sử 2.6x, là mức thấp nhất 5 năm, phản ánh phần nào lo ngại về ROE thấp hơn quá khứ. Năm 2026, thương vụ bán 6.5% vốn cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài dự kiến hoàn tất trong năm 2026, trở thành catalyst tái định giá. Chúng tôi ước tính nếu giao dịch được thực hiện tại P/B 2.8x–3.0x, tương đương 76,000–82,000 VND/cp, hỗ trợ tái định giá từ nhà đầu tư có tầm nhìn chiến lược dài hạn.

Rủi ro

Thương vụ bán 6.5% vốn chiến lược bị hoãn lâu hơn dự kiến hoặc định giá thấp hơn dự kiến. Cạnh tranh huy động tiền gửi đẩy chi phí huy động vốn tăng vượt kiểm soát trong H2 2026, NIM phục hồi chậm lại, ảnh hưởng đến lợi nhuận 2026.

Bảng 1: Các chỉ tiêu tài chính

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
Thu nhập lãi thuần	53,246	53,621	55,406	58,674	67,723
Thu nhập ngoài lãi	14,836	14,102	13,173	13,684	16,490
Thu nhập trước thuế	37,368	41,244	42,236	44,020	51,513
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.9%	10.8%	13.9%	15.3%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9.5%	12.2%	8.5%	10.4%	13.1%
NIM	3.50%	3.06%	2.91%	2.67%	2.69%
Tỷ lệ nợ xấu	0.68%	0.98%	0.96%	0.97%	0.9%

Kết quả kinh doanh Q1 2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1 2025	Q1 2026	%YoY	Diễn giải
Lợi nhuận trước thuế	10,860	11,803	+9%	LNTT Q1 2026 tăng 9%, hoàn thành 26% KHKD 2026, nhờ NIM cải thiện và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ.
Tăng trưởng tín dụng	1.2%	4.8%	+4x	Tín dụng Q1 2026 tăng mạnh, gấp 4 lần so với cùng kỳ Quý 1 năm ngoái, được dẫn dắt bởi tín dụng doanh nghiệp (chiếm 51% dư nợ, tăng trưởng 8%), đặc biệt là nhóm FDI tăng 16% và nhóm DN lớn/vừa tăng 6%. Cho vay bán lẻ tăng 1.5%, cho vay tiêu dùng bút phá 13%, và cho vay mua nhà tăng 2.5%. Cho vay hộ kinh doanh/SME giảm 5% cho thấy nhu cầu ở nhóm khách hàng nhỏ vẫn yếu. Cho vay BĐS vẫn được kiểm soát. Dư nợ liên quan BĐS chiếm khoảng 26%, nhưng cho vay trực tiếp chủ đầu tư chỉ khoảng 8%, chủ yếu nhờ lợi thế về khả năng chọn lọc dự án tốt.
Tăng trưởng tiền gửi	-0.37%	0.57%	+1%	Tăng trưởng tiền gửi Q1 đạt mức cao nhất trong 3 năm 2023-2026. Nhưng huy động tăng chậm hơn tín dụng là chiến lược chủ động nhằm tối ưu LDR và chi phí vốn. Dù Tỷ lệ LDR thuần tăng lên 104%, VCB duy trì LDR theo quy định dưới trần 85%, cho thấy rủi ro thanh khoản được kiểm soát.
NIM	2.92%	2.77%	-15 bps	Biên lãi thuần (NIM) giảm so với cùng kỳ nhưng cải thiện 10 bps so với cuối năm 2025, cho thấy NIM đang có tín hiệu phục hồi, nhờ tăng cho vay tại những phân khúc có lợi suất sinh lãi cao, trong khi vẫn duy trì được lợi thế vốn giá rẻ. Tín dụng trung-dài hạn tăng 6% và chiếm 42% dư nợ, từ 34% cùng kỳ, hỗ trợ lợi suất cho vay tăng thêm 50 bps, kết hợp với chiến lược tối ưu LDR, giúp bảo vệ NIM.
Tỷ lệ CASA	34%	33%	-1%	Tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao giúp VCB bảo vệ chi phí huy động vốn trong bối cảnh lãi suất huy động tăng.
Thu nhập ngoài lãi	3,577	3,529	-1%	Thu ngoài lãi giảm nhẹ do mảng kinh doanh ngoại hối suy giảm (-17%) trong bối cảnh tỷ giá USD biến động mạnh, dù thu nhập phí (+17%) phục hồi nhờ tài trợ thương mại, thanh toán và ngân hàng điện tử.
Tỷ lệ CIR	34.5%	34.6%	+10 bps	Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) duy trì quanh 34%, cho thấy hiệu quả vận hành ổn định.

Chất lượng tài sản	2025	Q1 2026	%YTD	Diễn giải
Tỷ lệ Nợ xấu	0.97%	0.99%	+2 bps	Chất lượng tài sản duy trì so với cuối năm 2025. NPL duy trì ở mức thấp 0.99%, gần như đi ngang so với quý trước và thấp nhất nhóm ngân hàng niêm yết. Số dư Nợ xấu nội bảng tăng 13% lên 10.9 nghìn tỷ đồng.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR)	174%	178%	+4%	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục là mức cao nhất hệ thống, cho thấy bộ đệm dự phòng vững chắc.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/ Dư nợ	0.20%	0.58%	+28 bps	Chi phí tín dụng tăng so với cuối năm 2025, phản ánh chiến lược trích lập chủ động của VCB. Ngân hàng đã trích lập gần 2,500 tỷ đồng trong Q1 2026. Với kế hoạch trích lập cả năm 3,000–4,000 tỷ đồng và khả năng hoàn nhập dự phòng từ một khoản trái phiếu doanh nghiệp trong Q2, áp lực trích lập trong các quý còn lại có thể giảm nếu chất lượng tài sản tiếp tục ổn định.
Nợ cần chú ý/Dư nợ	0.16%	0.23%	+7 bps	Tỷ trọng dư nợ cần chú ý tăng so với cuối năm 2025. Số dư Nợ cần chú ý tăng 49%YTD lên 4 nghìn tỷ đồng, gia tăng khả năng hình thành nợ xấu mới trong những quý tới.

KQKD Q1 2026 của VCB nhìn chung tích cực, nhờ tín dụng phục hồi mạnh và NIM có dấu hiệu cải thiện so với cuối năm trước. Động lực chính đến từ nhóm khách hàng doanh nghiệp, trong khi bán lẻ vẫn phục hồi chậm hơn, cho thấy cầu tín dụng chưa đồng đều. Việc dịch chuyển sang các khoản vay có lợi suất cao hơn giúp hỗ trợ biên lãi thuần, dù chi phí vốn bắt đầu chịu áp lực. VCB duy trì chất lượng tài sản số một ngành ngân hàng khi chất lượng bảng cân đối được kiểm soát chặt chẽ trong Q1. Với nền kết quả Q1 khả quan, chúng tôi cho rằng VCB có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2026 nếu duy trì được đà tăng tín dụng và kiểm soát chi phí vốn.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

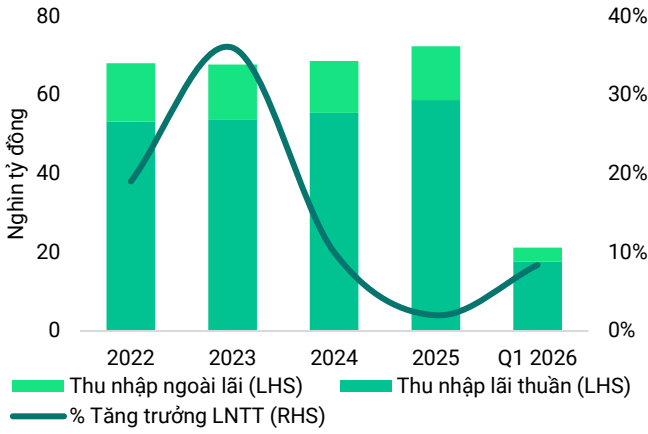
Chúng tôi nâng giá mục tiêu VCB lên 76,000 VND và duy trì khuyến nghị **MUA**, với upside +22.1% so với giá hiện tại, nhờ NIM đã bắt đầu phục hồi trong Q1 2026, bộ đệm dự phòng lớn tạo lợi thế phòng thủ và hỗ trợ lợi nhuận, và thương vụ bán 6.5% vốn chiến lược dự kiến hoàn tất trong năm 2026 với mức giá ước tính P/B 2.8x-3.0x tạo dư địa tái định giá cho VCB.

Thu nhập thặng dư	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Đơn vị
Chi phí VCSH	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	
Tăng trưởng dài hạn					3%	
Lợi nhuận ròng	40,231	49,215	58,009	66,120	74,284	Tỷ đồng
Thu nhập thặng dư	18,388	23,511	27,583	30,127	31,945	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm)	16,733	19,514	20,963	20,788	20,125	Tỷ đồng
Giá trị cuối cùng	314,078					Tỷ đồng
Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư	412,201					Tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	227,536					Tỷ đồng
Cổ phiếu lưu hành	8.356					Triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	76,563					Đồng

Phương pháp P/B	Số liệu	Đơn vị
LTM P/B của VCB	2.3	Lần
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu 2026F	32,044	Đồng
Giá mục tiêu theo Phương pháp P/B	73,701	Đồng

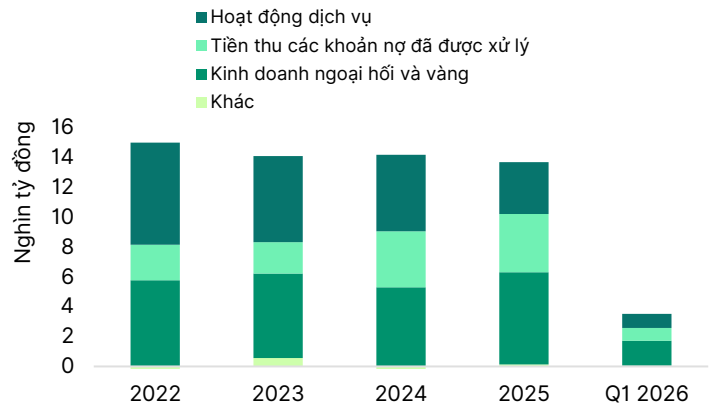
Tổng hợp	Số liệu	Tỷ trọng	Đơn vị
Thu nhập thặng dư	76,563	80%	
P/B	73,701	20%	
Giá mục tiêu	76,000		Đồng
Giá đóng cửa (01/06/2026)	62,200		Đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	22.1%		

Hình 1. Kết quả kinh doanh Q1 2026 của VCB



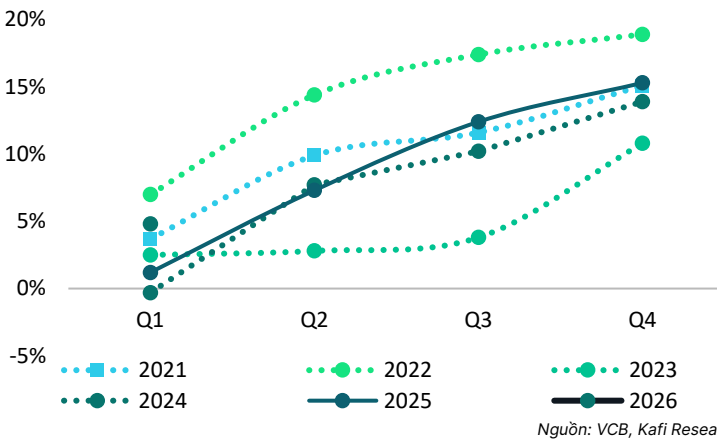
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 2. Thu nhập ngoài lãi Q1 2026



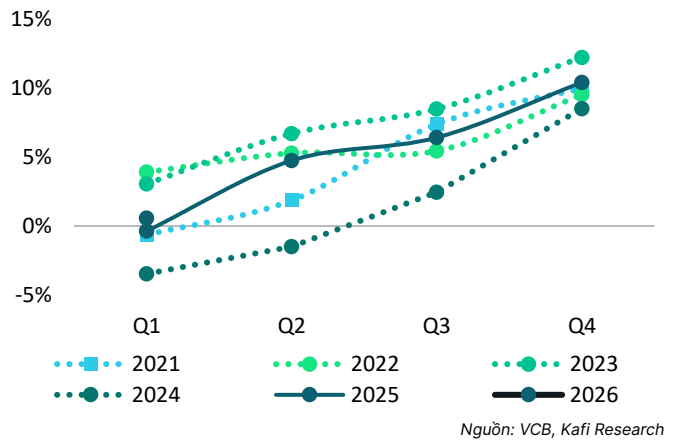
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 3. Tăng trưởng tín dụng



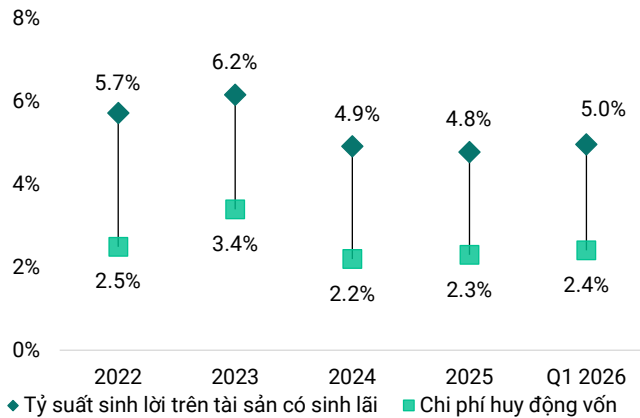
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 4. Tăng trưởng tiền gửi



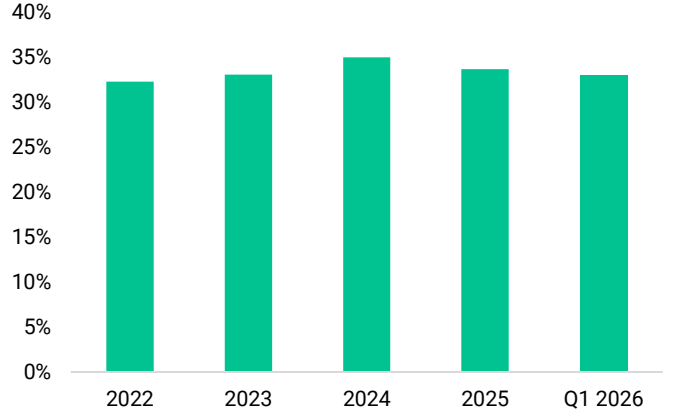
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 5. NIM của VCB qua thời gian



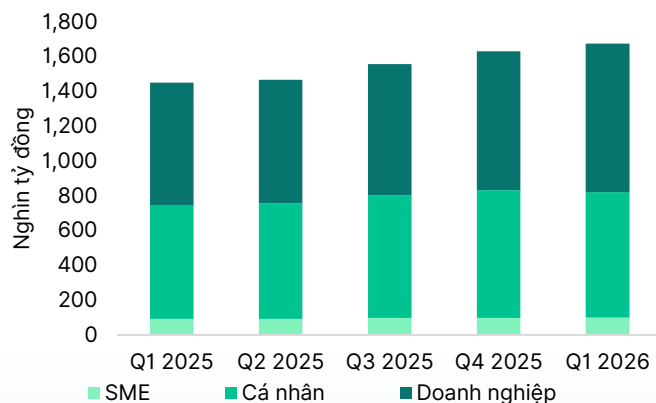
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 6. Tỷ lệ CASA của VCB



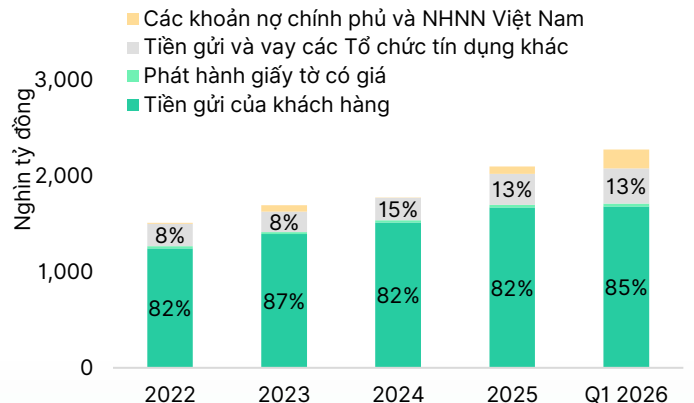
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 7. Cơ cấu cho vay theo ngành



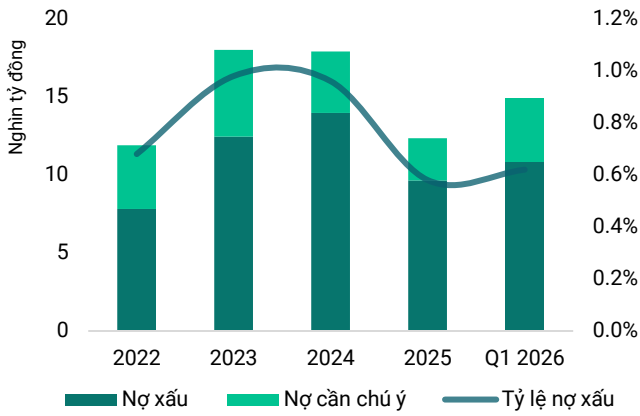
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 8. Cơ cấu huy động vốn của VCB



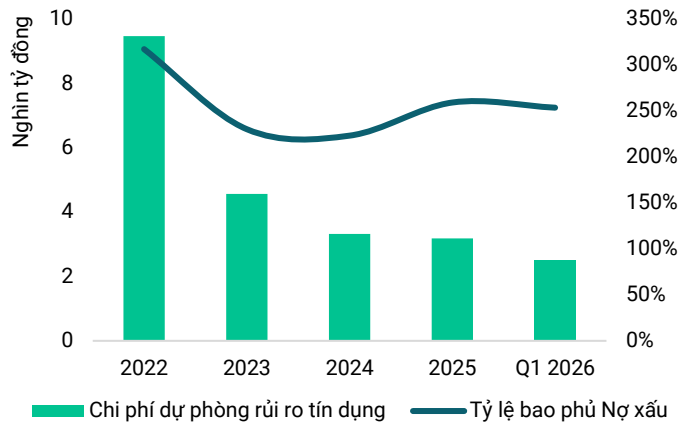
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 9. Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của VCB



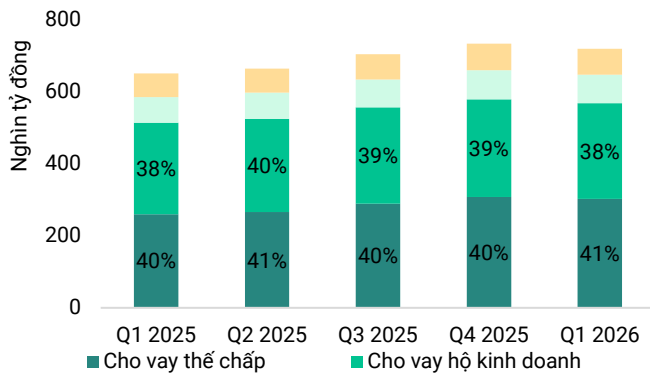
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 10. Chi phí dự phòng rủi ro và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



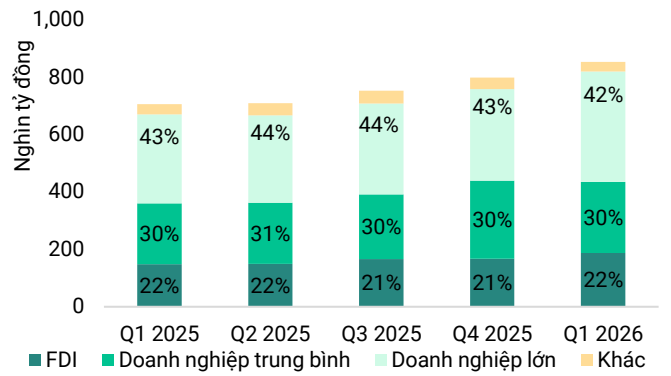
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 11. Cho vay cá nhân của VCB



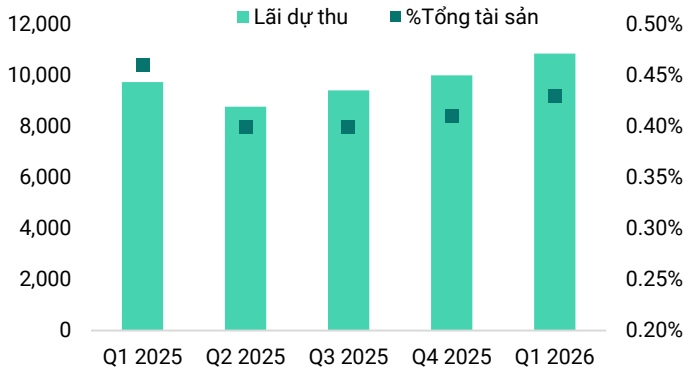
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 12. Cho vay doanh nghiệp của VCB



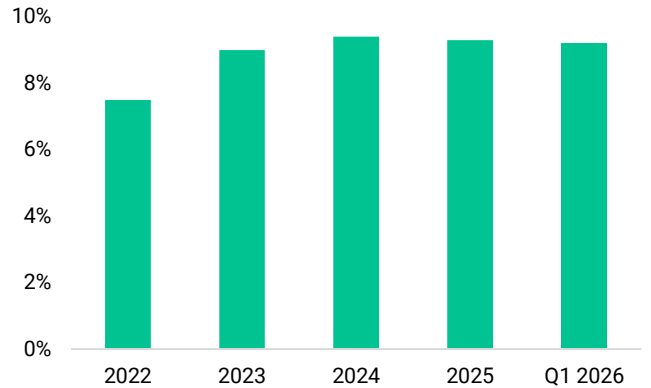
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 13. Lãi dự thu của VCB



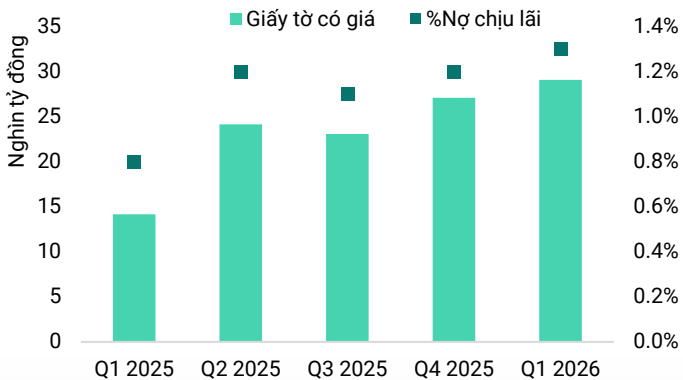
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 14. Tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản của VCB



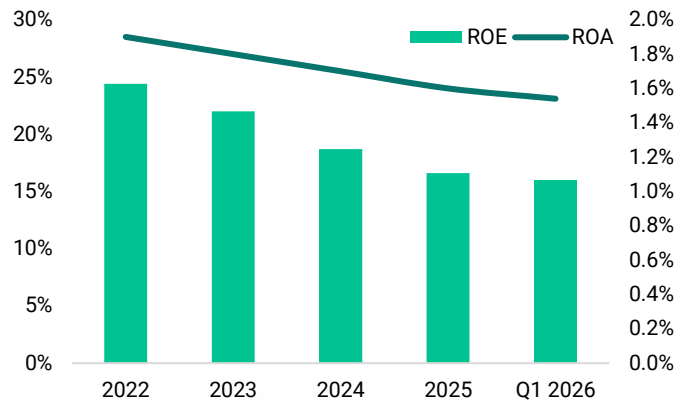
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 15. Số dư Giấy tờ có giá của VCB



Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 16. ROE của VCB Q1 2026



Nguồn: VCB, Kafi Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.