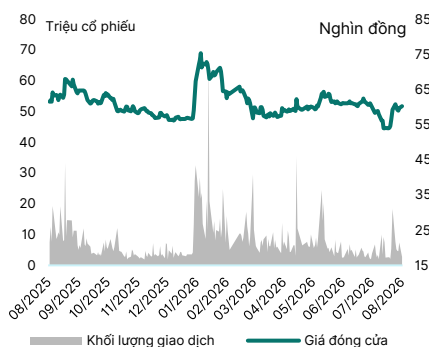


Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá hiện tại	60,300
Giá mục tiêu	78,400
Lợi nhuận kỳ vọng	30%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	5.8 triệu cp
SLCP lưu hành	8,356 triệu cp
Biên độ 52 tuần	54,000 – 75,369
Vốn hoá	503,847 tỷ đồng
Beta	0.61

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam	74.8%
Mizuho Bank Limited	15.0%
Quỹ 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 **78,400** đồng/cp và duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, dựa các động lực: (1) NIM phục hồi hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận; (2) chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng vượt trội; (3) kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa 6.5% vốn, mở rộng năng lực tăng trưởng và tạo dư địa tái định giá.

Kết quả kinh doanh H1 2026

VCB ghi nhận LNTT H1 2026 đạt 29.2 nghìn tỷ đồng (+33% YoY), hoàn thành khoảng 63% kế hoạch năm. Tăng trưởng được hỗ trợ bởi thu nhập ngoài lãi và hiệu quả chi phí cải thiện, trong khi tín dụng tăng 5% YTD. NIM cải thiện nhẹ lên gần 2.9%, phản ánh tín hiệu phục hồi từ tái cơ cấu cho vay. Chất lượng tài sản duy trì vững chắc, tỷ lệ Nợ xấu dưới 1%.

Diễn biến mới & Tác động đầu tư

KQKD H12026 vượt kỳ vọng, nhưng mức tăng trưởng tích cực được hỗ trợ một phần bởi các khoản thu nhập ngoài lãi không thường xuyên, khiến chất lượng lợi nhuận chưa hoàn toàn bền vững. Năm 2026, chúng tôi nâng dự phóng LNTT lên 54.4 nghìn tỷ đồng (+23.5% YoY), ~118%KH, và nâng giá mục tiêu lên 78,400 đồng/cp nhờ NIM phục hồi, hiệu quả hoạt động cải thiện, chất lượng tài sản vững chắc. Từ 2027F, tăng trưởng LN kỳ vọng chuyển sang các động lực cốt lõi, bù đắp cho sự sụt giảm của các khoản thu nhập bất thường.

Luận điểm đầu tư

NIM phục hồi, củng cố tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi. Sau khi giảm từ 3.46% năm 2022 xuống 2.67% năm 2025, NIM phục hồi lên khoảng 2.9% trong H1 2026, nhờ tỷ trọng cho vay trung và dài hạn tăng lên 42%, hỗ trợ lợi suất tài sản. Nguồn vốn chi phí thấp là lợi thế của VCB nhờ việc nới cách tính LDR đối với tiền gửi KBNN làm giảm nhu cầu huy động vốn chi phí cao và lợi thế CASA giúp kiểm soát chi phí huy động vốn tốt hơn trong môi trường lãi suất huy động tăng. Chúng tôi dự phóng NIM đạt 2.96% và 3.2% trong 2026F và 2027F, hỗ trợ LNTT đạt 54.4 và 63.8 nghìn tỷ đồng (+23.5% và +17.3% YoY).

Chất lượng tài sản vượt trội tạo bộ đệm bảo vệ lợi nhuận. Trong H1 2026, Tỷ lệ Nợ xấu đạt 0.61%, LLCR 279% và nợ nhóm 2 0.25%. Chúng tôi dự báo tỷ lệ NPL tăng nhẹ lên 0.64% trong 2026F khi một phần nợ nhóm 2 chuyển thành nợ xấu, trước khi giảm về 0.58% trong 2027F nhờ tốc độ hình thành nợ xấu mới chậm lại, hiệu quả thu hồi nợ cải thiện và tăng trưởng tín dụng giúp mở rộng mẫu số. Trong H2 2026, một khoản TPDN 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 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 2x P/B, dưới ngưỡng -1SD lịch sử 2.6x, 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 có thể trở thành catalyst tái định giá. Chúng tôi ước tính nếu giao dịch được thực hiện tại P/B 2.8x–3.0x sẽ hỗ trợ tái định giá VCB từ nhà đầu tư 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	2027F
Thu nhập lãi thuần	53,246	53,621	55,406	58,674	74,268	90,992
Thu nhập ngoài lãi	14,836	14,102	13,173	13,684	17,029	14,392
Thu nhập trước thuế	37,368	41,244	42,236	44,020	54,367	63,772
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.9%	10.8%	13.9%	15.3%	14.3%	14.4%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9.5%	12.2%	8.5%	10.4%	10.0%	11.8%
Biên lãi thuần (NIM)	3.50%	3.06%	2.91%	2.67%	2.96%	3.20%
Tỷ lệ nợ xấu	0.68%	0.98%	0.96%	0.58%	0.64%	0.58%

Kết quả kinh doanh H1 2026

Đơn vị: Tỷ đồng	H1 2025	H1 2026	%YoY	Diễn giải
Lợi nhuận trước thuế	21,894	29,222	+33%	LNTT tăng trưởng tích cực, nhờ thu nhập ngoài lãi tăng mạnh và tỷ lệ chi phí cải thiện. Nhưng chất lượng tăng trưởng chưa bền vững khi tín dụng và tiền gửi tăng chậm, CASA giảm.
Tăng trưởng tín dụng	7.3%	5.0%	-2 điểm %	Tín dụng tăng chậm hơn cùng kỳ, thấp hơn tốc độ tăng trưởng của ngành (7.73%). Động lực chính từ phân khúc bán lẻ và cho vay trung-dài hạn.
Tăng trưởng tiền gửi	4.8%	3.4%	-1 điểm %	Tiền gửi tăng chậm hơn kỳ trước, thấp hơn tín dụng, tạo áp lực LDR. Tiền gửi doanh nghiệp giảm do mùa vụ và cạnh tranh huy động, trong khi tỷ lệ CASA giảm 2% cho thấy áp lực chi phí vốn có thể tăng trong H2.
NIM	2.8%	2.9%	+10 bps	NIM cải thiện so với cuối 2025, phản ánh tín hiệu phục hồi từ tái cơ cấu cho vay sang trung-dài hạn có lợi suất cao hơn. Áp lực chi phí vốn từ CASA giảm đang bị bù đắp bởi cơ cấu cho vay tốt hơn. Chúng tôi kỳ vọng NIM có thể tiếp tục cải thiện trong H2 nếu CASA ổn định.
Tỷ lệ CASA	36%	34%	-2%	CASA giảm 2% còn 34%, phản ánh cạnh tranh huy động tiền gửi kỳ hạn gia tăng. Số dư CASA giảm 1%YTD lên 566.7 nghìn tỷ đồng.
Thu nhập ngoài lãi	7,286	10,759	+48%	Thu ngoài lãi tăng mạnh, là động lực hỗ trợ lợi nhuận. Tăng trưởng chủ yếu từ phí dịch vụ, bancassurance và hoạt động chứng khoán, phản ánh đa dạng hóa nguồn thu hiệu quả. Thu nhập khác tăng 171%YoY lên 5 nghìn tỷ đồng.
Tỷ lệ CIR	35.2%	34.0%	-120 bps	Tỷ lệ Chi phí/ Thu nhập cải thiện, phản ánh hiệu quả vận hành tốt hơn và kiểm soát chi phí, nâng cao năng suất.

Chất lượng tài sản	2025	H1 2026	%YTD	Diễn giải
Tỷ lệ Nợ xấu	0.58%	0.61%	+3 bps	Tỷ lệ Nợ xấu tăng nhẹ, thuộc nhóm thấp trong ngành, cho thấy chất lượng tài sản ổn định. Nhưng xu hướng tăng kết hợp với nợ cần chú ý tăng đồng thời phản ánh áp lực từ nợ xấu mới hình thành.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR)	259%	279%	+20 điểm %	LLCR cải thiện 20% lên 279%, cao nhất hệ thống, phản ánh bộ đệm dự phòng rất tốt. Đây là điểm mạnh, cho thấy ngân hàng có năng lực hấp thụ rủi ro nợ xấu.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/ Dự nợ	0.20%	0.28%	+8 bps	Chi phí tín dụng tăng lên 0.28%, cho thấy VCB chủ động bổ sung bộ đệm. Kết hợp với LLCR tăng, nền tảng an toàn tài sản đang được củng cố.
Nợ cần chú ý/Dư nợ	0.16%	0.25%	+9 bps	Nợ cần chú ý tăng nhanh hơn NPL, là tín hiệu sớm cảnh báo rủi ro hình thành nợ xấu trong 1-2 quý tới.

Nguồn: VCB, Kafi Research

Nhận xét: KQKD H1 2026 của VCB ghi nhận lợi nhuận tăng 33% YoY, hoàn thành 63% kế hoạch năm. Tuy nhiên, chất lượng lợi nhuận chưa thực sự đồng đều khi tăng trưởng chủ yếu được hỗ trợ bởi thu nhập ngoài lãi tăng 48% YoY và CIR cải thiện, trong khi thu nhập lãi thuần vẫn chịu sức ép từ tăng trưởng tín dụng chậm và CASA suy giảm. NIM tăng 10 bps so với cuối năm 2025 nhờ cơ cấu tài sản sinh lời cải thiện, nhưng khả năng duy trì mức phục hồi này vẫn cần được theo dõi trong bối cảnh áp lực chi phí vốn chưa hoàn toàn được giải tỏa. Về chất lượng tài sản, LLCR đạt 279% cho thấy bộ đệm dự phòng vững chắc, nhưng xu hướng tăng của nợ xấu và đặc biệt là nợ nhóm 2 có thể làm gia tăng áp lực trích lập trong các quý tới.

Chúng tôi đánh giá VCB có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2026 nhờ bộ đệm dự phòng lớn, hiệu quả chi phí được cải thiện và đóng góp tích cực từ thu nhập ngoài lãi, triển vọng H2/2026 còn phụ thuộc vào khả năng đẩy nhanh tăng trưởng tín dụng, ổn định CASA và kiểm soát quá trình chuyển nhóm nợ.

Dự phóng Kết quả kinh doanh 2026F và 2027F

Đơn vị: Tỷ đồng	2025A	2026F	%YoY	2027F	%YoY	Ghi chú
Tăng trưởng tín dụng	15.3%	14.3%	-100 bps	14.4%	+10 bps	Tăng trưởng tín dụng của VCB được hỗ trợ bởi: (1) Nhu cầu tín dụng doanh nghiệp và tài trợ các dự án hạ tầng quy mô lớn. (2) Dự địa LDR được cải thiện đáng kể nhờ cơ chế mới đối với tiền gửi KBNN. (3) Bộ đệm chất lượng tài sản vững chắc cùng triển vọng tăng vốn, hỗ trợ dự địa mở rộng tín dụng.
Biên lãi thuần (NIM)	2.67%	2.96%	+29 bps	3.22%	+26 bps	NIM nhiều khả năng phục hồi nhờ (1) Lợi suất tài sản phục hồi khi danh mục tín dụng dịch chuyển sang cho vay bán lẻ và trung-dài hạn có lợi suất cao hơn; (2) Lợi thế CASA cao so với ngành giúp kiểm soát chi phí huy động vốn tốt hơn trong môi trường lãi suất huy động tăng; (3) Việc nới cách tính LDR đối với tiền gửi KBNN làm giảm nhu cầu huy động vốn chi phí cao, hỗ trợ cải thiện NIM.
Thu nhập lãi thuần	58,674	74,268	+26.6%	90,992	+22.5%	
Thu nhập ngoài lãi	13,684	17,029	+24.4%	14,392	-15.5%	Thu nhập ngoài lãi của VCB được hỗ trợ bởi: (1) Lợi thế cấu trúc trong kinh doanh ngoại hối, thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại nhờ cơ sở khách hàng doanh nghiệp/FDI vững mạnh; (2) Sự phục hồi dần của thu nhập phí từ nền thấp, dẫn dắt bởi ngân hàng giao dịch, thẻ và bảo hiểm; (3) Đóng góp tích cực từ thu hồi nợ đã xử lý và thu nhập khác; Năm 2027F, VCB nhiều khả năng không còn hưởng lợi từ thu nhập bất thường như năm 2026.
Tổng thu nhập hoạt động	72,358	91,297	+26.2%	105,384	+15.4%	
CIR	34.8%	33.4%	-140 bps	33.0%	-40 bps	CIR cải thiện: (1) Đòn bẩy hoạt động tích cực khi tổng thu nhập hoạt động tăng tốc trên nền tăng trưởng tín dụng và NIM phục hồi; (2) Quá trình số hóa và tự động hóa quy trình tiếp tục giúp giảm chi phí phục vụ và nâng cao năng suất vận hành.
LN trước dự phòng	47,205	60,830	+28.9%	70,572	+16.0%	
Chi phí dự phòng	(3,185)	(6,463)	+102.9%	(6,800)	+5.2%	Dự phòng tăng trong 2026F trên nền thấp do: (1) Dự nợ nhóm 2 tăng 64% so với cuối 2025 trong H1 2026, làm gia tăng rủi ro chuyển nhóm và nhu cầu trích lập dự phòng mang tính phòng thủ; (2) VCB đã chủ động đẩy mạnh trích lập ngay từ H1 2026 (tăng 92%YoY), phản ánh chính sách dự phòng thận trọng.
LNTT	44,020	54,367	+23.5%	63,772	+17.3%	
Tỷ lệ Nợ xấu	0.58%	0.64%	+6 bps	0.58%	-6 bps	Chúng tôi dự báo tỷ lệ Nợ xấu tăng nhẹ trong 2026, phản ánh rủi ro chuyển nhóm từ nợ nhóm 2 và sự bình thường hóa của Nợ xấu được hình thành khi danh mục tín dụng mở rộng, trước khi giảm còn 0.58% trong 2027 nhờ chính sách trích lập thận trọng và khả năng xử lý nợ tốt.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	259%	216%	-43 điểm %	220%	+4 điểm %	Dù chi phí dự phòng tăng mạnh trong 2026F, LLCR được dự báo giảm về 216% do dự nợ xấu tăng và một phần bộ đệm dự phòng được sử dụng cho xử lý nợ; dù vậy, mức trên 200% vẫn thuộc nhóm cao trong ngành.

Nguồn: VCB, Kafi Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

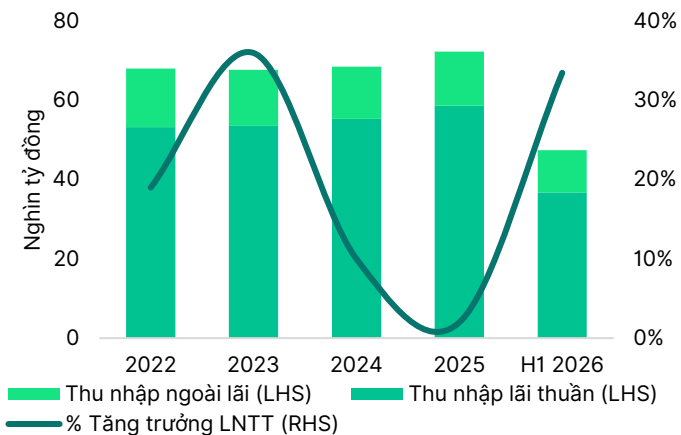
Dùng phương pháp Thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi nâng giá mục tiêu VCB lên **78,400** đồng/cp, tương ứng với upside 30%, dựa trên các động lực: (1) NIM phục hồi hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi; (2) Chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng vượt trội; (3) Kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa 6.5% vốn, mở rộng năng lực tăng trưởng và tạo dư địa tái định giá.

Thu nhập thặng dư	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Đơn vị
Chi phí VCSH	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	
Tăng trưởng dài hạn					3%	
Lợi nhuận ròng	50,039	59,388	70,221	79,452	88,443	Tỷ đồng
Thu nhập thặng dư	21,686	25,783	30,382	32,242	32,893	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm)	19,517	20,884	22,179	21,280	290,774	Tỷ đồng
Giá trị cuối cùng					271,039	Tỷ đồng
Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư	374,634					Tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	270,031					Tỷ đồng
Cổ phiếu lưu hành	8.356					Triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	77,153					Đồng

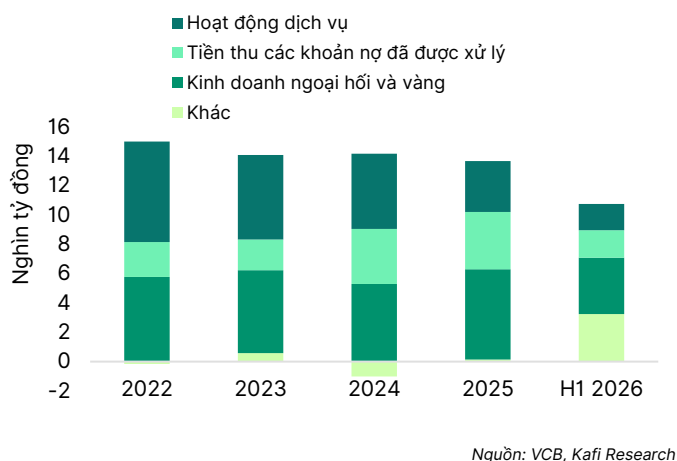
Phương pháp P/B	Số liệu	Đơn vị
LTM P/B của VCB	2.19x	Lần
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu 2027F	38,303	Đồng
Giá mục tiêu theo Phương pháp P/B	83,884	Đồng

Tổng hợp	Số liệu	Tỷ trọng	Đơn vị
Thu nhập thặng dư	77,153	80%	
P/B	83,884	20%	
Giá mục tiêu	78,400		Đồng
Giá đóng cửa (11/08/2026)	60,300		Đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	30%		

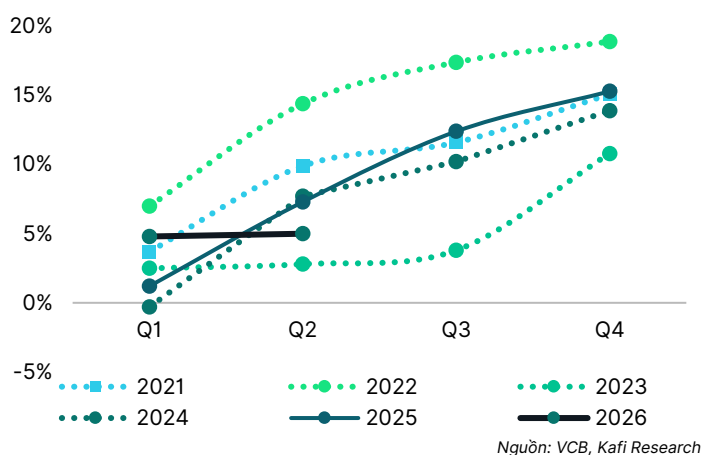
Hình 1. Kết quả kinh doanh H1 2026 của VCB



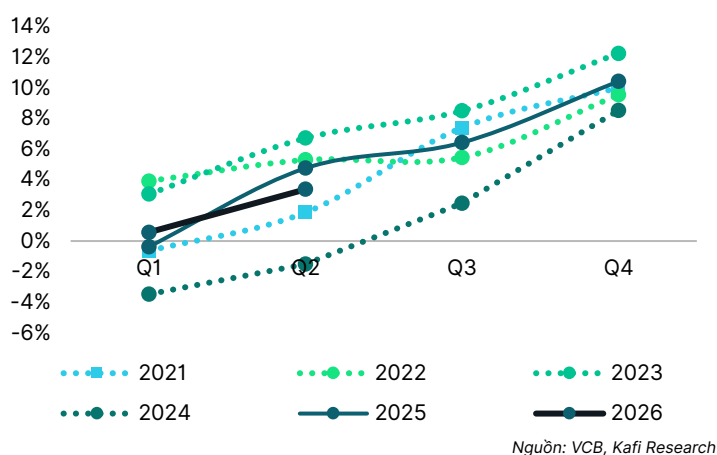
Hình 2. Thu nhập ngoài lãi H1 2026



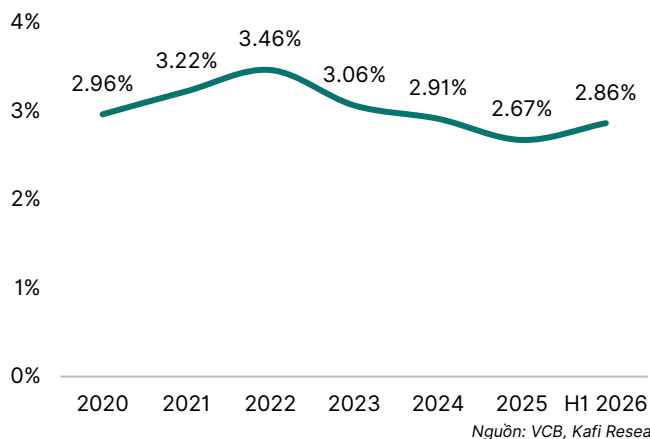
Hình 3. Tăng trưởng tín dụng



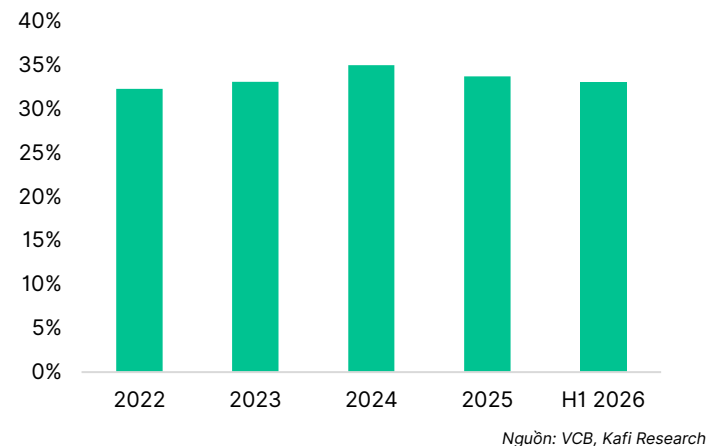
Hình 4. Tăng trưởng tiền gửi



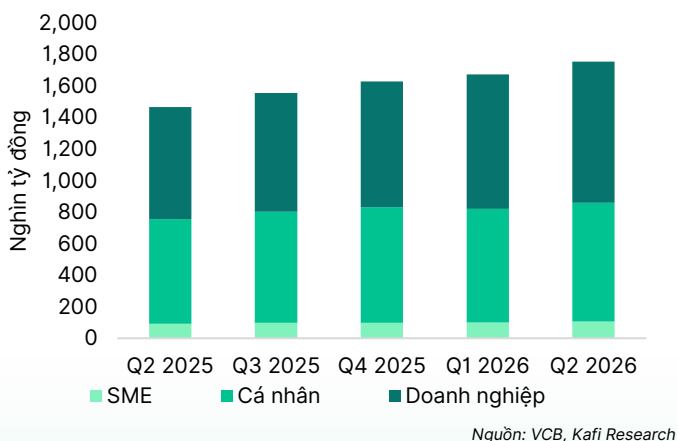
Hình 5. NIM của VCB qua thời gian



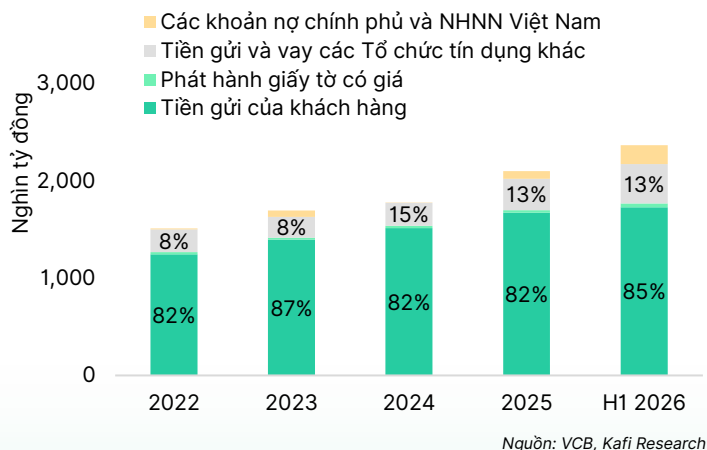
Hình 6. Tỷ lệ CASA của VCB



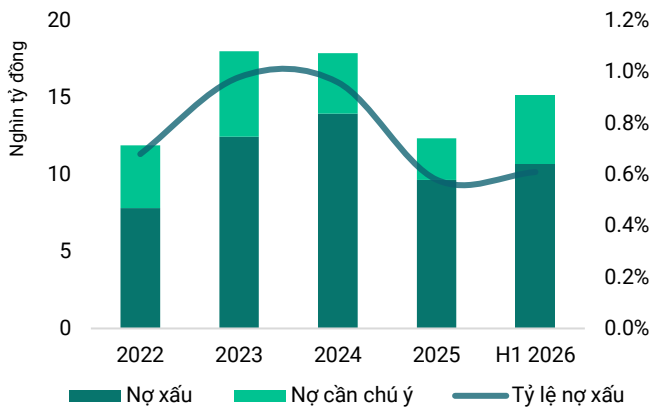
Hình 7. Cơ cấu cho vay theo ngành



Hình 8. Cơ cấu huy động vốn của VCB

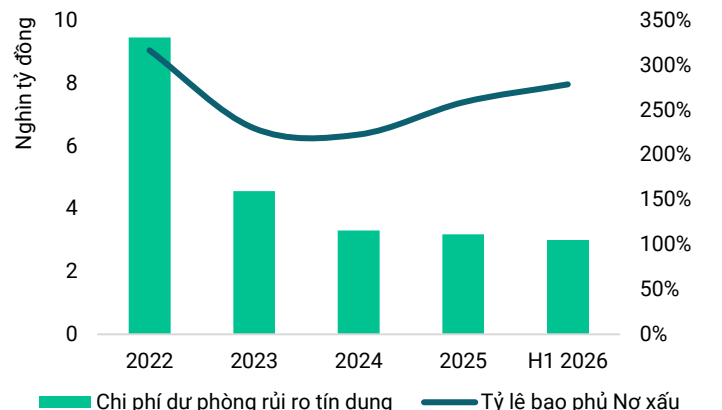


Hình 9. Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của VCB



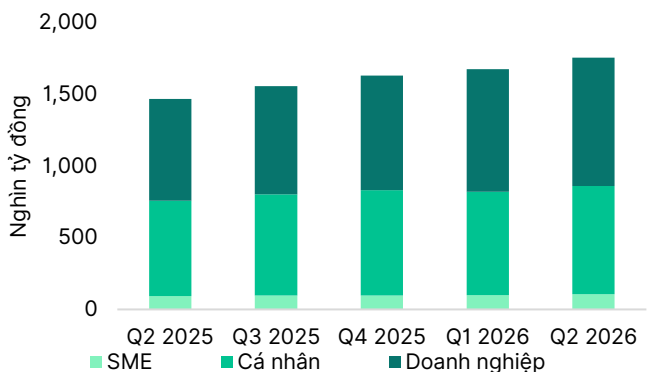
Nguồn: VCB, Kafi Research

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



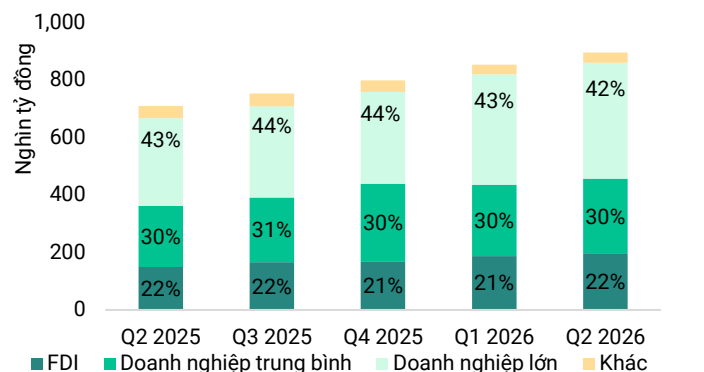
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 11. Cho vay cá nhân của VCB



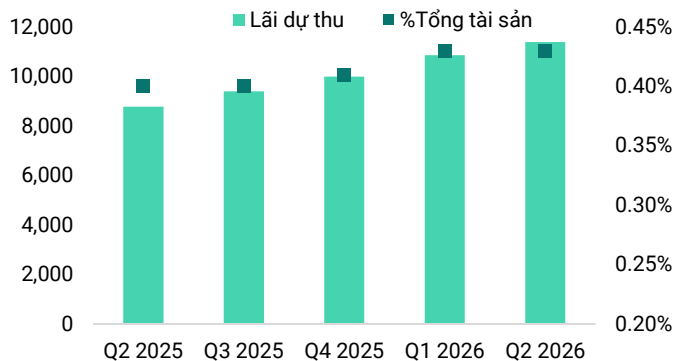
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 12. Cho vay doanh nghiệp của VCB



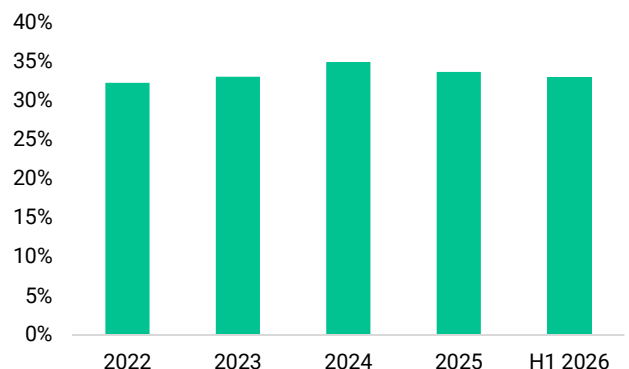
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 13. Lãi dự thu của VCB



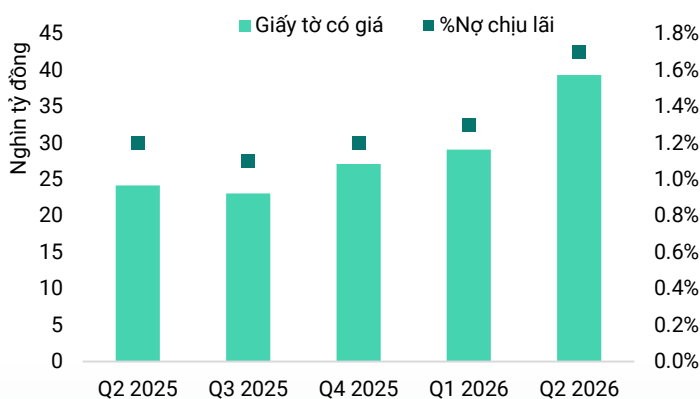
Nguồn: VCB, Kafi Research

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



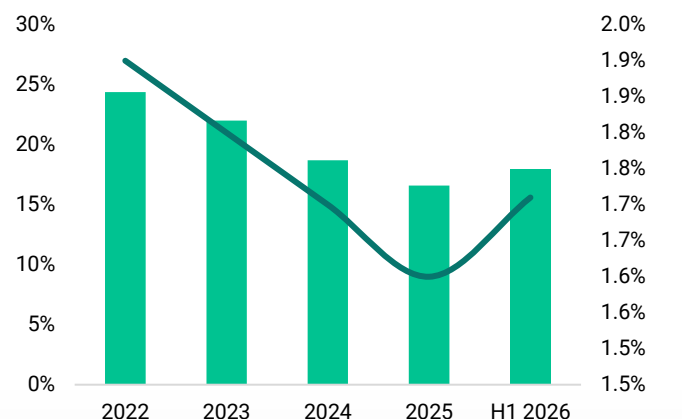
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 15. Số dư Giấy tờ có giá của VCB



Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 16. ROE của VCB H1 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.

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

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

KÉM KHẢ QUAN: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

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.

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.

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.

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.