

## NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HOSE: VPB)

### NGÂN HÀNG

**Khuyến nghị**

**Mua**

**Giá mục tiêu**

**VND42,800**

**Giá đóng cửa gần nhất  
(19/06/26)**

**VND25,900**

## Lợi thế tăng trưởng tín dụng vượt trội

### Luận điểm đầu tư

#### Room tín dụng mở giúp VPB tăng nhanh hơn các ngân hàng khác và mở rộng thị phần

Lợi thế cấu trúc lớn nhất của VPB trong 2026 là sở hữu trần tăng trưởng tín dụng cao hơn phần lớn ngân hàng khác. Với mục tiêu tăng trưởng cho vay ngân hàng mẹ 35%, so với định hướng toàn hệ thống 15% của NHNN, VPB có thể mở rộng bảng cân đối và gia tăng thị phần nhanh hơn rõ rệt. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này khả thi nhờ cơ chế tín dụng ưu đãi sau khi VPB tham gia nhận chuyển giao một NH 0 đồng. Ngoài ra, 45.5% dư nợ ngân hàng mẹ liên quan đến sản xuất kinh doanh, nhóm dự kiến tiếp tục hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ tăng trưởng.

#### Tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng mẹ là động lực cốt lõi cho lợi nhuận hợp nhất

Chúng tôi dự phóng LNTT ngân hàng mẹ tăng 24.5% svck trong 2026, nhờ hai yếu tố đặc trưng của ngân hàng tăng trưởng: tín dụng mở rộng vượt trội và NIM duy trì ở mức cao 4.5%. Dù thận trọng hơn kế hoạch 30% của ban lãnh đạo do chi phí dự phòng tăng nhẹ, quỹ đạo lợi nhuận vẫn hấp dẫn. Theo chúng tôi, ngân hàng mẹ bước vào một năm tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi mạnh, đến từ khả năng mở rộng cho vay nhanh nhưng vẫn giữ mức sinh lời cao hơn phần lớn các ngân hàng khác.

#### Đóng góp từ hệ sinh thái có triển vọng tăng trưởng rõ nét trong năm 2026

Bên cạnh ngân hàng mẹ, hệ sinh thái của VPB dự kiến đóng góp mạnh hơn cho lợi nhuận hợp nhất. Chúng tôi dự phóng LNTT hợp nhất tăng 30.5% svck, với tỷ trọng lợi nhuận từ công ty con tăng từ 17.8% trong 2025 lên 20.7% trong 2026. Động lực chính đến từ FEC và VPX. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận FEC phục hồi 93% svck nhờ tăng trưởng cho vay tốt hơn và cường độ trích lập giảm sau tái cơ cấu, trong khi VPX tăng 44.2% svck nhờ sự tăng trưởng toàn diện về quy mô các hoạt động kinh doanh, đặc biệt là hoạt động cho vay ký quỹ và nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (IB).

#### Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh trên nền định giá hấp dẫn

Chúng tôi tiếp tục nhìn nhận VPB là câu chuyện đầu tư tăng trưởng, với đà tăng lợi nhuận mạnh và dư địa mở rộng thị phần tín dụng rõ ràng. Tuy vậy, cổ phiếu chỉ giao dịch ở P/B tương lai cuối 2026 là 1.12x, thấp hơn 33.9% so với trung bình 5 năm 1.50x. Với tăng trưởng lợi nhuận mạnh và ROE dự kiến cải thiện lên 17.2% trong 2026 từ 15.5%, định giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng tăng trưởng của VPB. Sự kết hợp giữa tăng trưởng cao, ROE cải thiện và định giá thấp khiến VPB đặc biệt hấp dẫn.

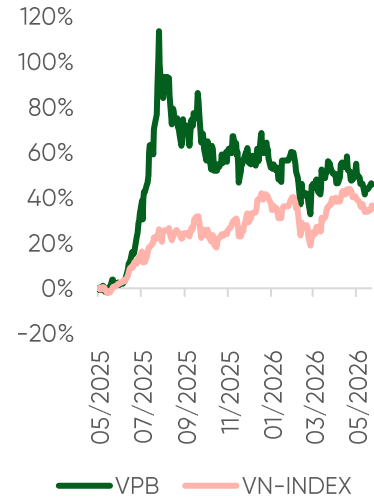
### Rủi ro đầu tư

**Rủi ro thanh khoản:** Thanh khoản có khả năng tiếp tục căng thẳng (LDR riêng lẻ Q1/26 đạt 83%) nếu tiền gửi khách hàng không phục hồi trong các quý tới. Nhất là khi lãi suất huy động sẽ đi giảm nhẹ do định hướng của NHNN. Khi đó, điều kiện vốn chặt chẽ hơn có thể hạn chế tăng trưởng cho vay của VPB. Dù vậy, ngân hàng đã chủ động đẩy mạnh huy động tiền gửi trong Q1/26 với tăng trưởng đạt 8.7%, cao hơn mức toàn ngành chỉ khoảng 0.6%.

**Rủi ro trích lập:** Dù lãi suất khó tăng mạnh thêm, một bảng hiện tại vẫn cao và có thể tiếp tục ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khách hàng vay. Do đó, áp lực trích lập có thể còn đáng kể và khiến chi phí dự phòng cao hơn kỳ vọng.

Giá đóng cửa gần nhất	VND25,900
Cao nhất 52 tuần	VND38,650
Thấp nhất 52 tuần	VND15,500
Giá mục tiêu	VND42,800
Tỷ suất cổ tức	1.9%

### Diễn biến giá CP



Thay đổi giá (%)	1T	3T	12T
VPB	-3.8	5.0	45.2
VN-INDEX	-5.1	6.8	35.9

	VPB	VNI
P/E trượt 12T	8.0x	13.5x
P/B hiện tại	1.2x	2.1x
ROAA trượt 12T	2.2%	2.4%
ROAE trượt 12T	16.4%	16.1%

### Cổ đông lớn

Sumitomo Mitsui Banking	15.0%
Diera Corp JSC	4.4%
Ngo Chi Dung	4.1%

### Tổng quan DN

VPB được thành lập năm 1993 và niêm yết, giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ tháng 8/2017. Năm 2023, SMBC trở thành cổ đông chiến lược của VPB với tỷ lệ sở hữu 15%, qua đó nâng vốn điều lệ của VPB lên hơn 79 nghìn tỷ đồng, cao nhất ngành tại thời điểm đó.

### Chuyên viên phân tích cao cấp:

**Vũ Mạnh Hùng, CFA**

hungvm1@vpbanks.com.vn

## KẾT QUẢ KINH DOANH

### Tóm tắt KQKD Q1/26: Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

**Hình 1: Chỉ tiêu chính**

Các chỉ số chính	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HDKD	87%	79%	82%	75%	85%	82%	75%	75%	85%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HDKD	13%	21%	18%	25%	15%	18%	25%	25%	15%
Tăng trưởng tín dụng svck	21.3%	22.8%	16.6%	19.8%	22.3%	30.0%	39.3%	34.6%	42.0%
NIM ( bình quân quý)	6.0%	6.3%	5.9%	6.1%	5.7%	5.3%	5.4%	5.6%	5.3%
Lợi suất tài sản ( bình quân quý)	10.1%	10.0%	9.5%	9.8%	9.5%	9.2%	9.3%	9.9%	9.8%
Chi phí vốn ( bình quân quý)	4.9%	4.3%	4.3%	4.5%	4.5%	4.6%	4.7%	5.1%	5.4%
LDR ( hợp nhất)	89.1%	88.9%	91.8%	92.8%	89.5%	90.9%	92.2%	92.1%	92.3%
LDR ( ngân hàng mẹ)	80.8%	81.1%	82.3%	81.6%	79.2%	80.2%	82.8%	81.7%	82.7%
VNHCVTDH ( NH mẹ)	22.8%	23.5%	24.6%	27.3%	24.3%	25.8%	26.5%	27.5%	28.3%
Tỷ lệ nợ xấu thuần (NPL)	4.8%	5.1%	4.8%	4.2%	4.7%	4.0%	3.5%	3.3%	3.6%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	53.4%	48.1%	50.7%	56.3%	47.4%	52.2%	55.1%	55.4%	52.8%
Chi phí tín dụng	4.0%	5.5%	3.9%	4.6%	3.7%	3.0%	3.0%	2.7%	3.1%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	25.8%	20.6%	24.9%	21.5%	25.8%	25.7%	22.0%	26.4%	21.7%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	57.9%	64.9%	54.1%	55.6%	57.1%	48.8%	41.7%	38.0%	49.2%
ROAA (12T gần nhất)	1.3%	1.4%	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%
ROAE (12T gần nhất)	9.6%	9.4%	10.2%	11.5%	11.6%	12.3%	14.2%	15.9%	16.7%
Tỷ lệ CASA (%)	14.0%	17.5%	13.7%	13.7%	13.5%	13.6%	13.8%	13.9%	13.2%

Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 2: KQKD hợp nhất VPB trong Q1/26**

	Q1/25	Q1/26	Q3/25	Q4/25	% sv dự phóng VPBankS	% sv dự phóng thị trường
Thu nhập lãi thuần (svck)	14.1%	26.7%	22.3%	26.7%	23%	24%
Thu nhập ngoài lãi (svck)	41.5%	23.8%	84.4%	28.1%	18%	16%
Chi phí hoạt động (svck)	17.5%	6.1%	18.0%	56.3%	20%	18%
LN trước dự phòng (svck)	17.6%	33.3%	38.9%	19.0%	23%	24%
Chi phí dự phòng (svck)	15.9%	14.9%	6.8%	-18.7%	27%	23%
LNTT (svck)	19.9%	57.9%	76.7%	66.3%	20%	23%
Tăng trưởng cho vay (svck)	25.3%	42.6%	41.1%	35.3%		
Tăng trưởng huy động (svck)	21.2%	23.6%	23.1%	29.3%		
NIM (%)	5.7%	5.3%	5.4%	5.6%		
Lợi suất tài sản (%)	9.5%	9.8%	9.3%	9.9%		
Chi phí vốn (%)	4.5%	5.4%	4.7%	5.1%		
Tỷ lệ CASA	13.5%	13.2%	13.8%	13.9%		
CIR (%)	25.8%	21.7%	22.0%	26.4%		
ROAE (%)	11.4%	15.8%	14.1%	14.9%		
Tỷ lệ NPL (%)	4.7%	3.6%	3.5%	3.3%		
Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	4.3%	3.1%	3.6%	3.3%		
LLR (%)	47.4%	52.8%	55.1%	55.4%		

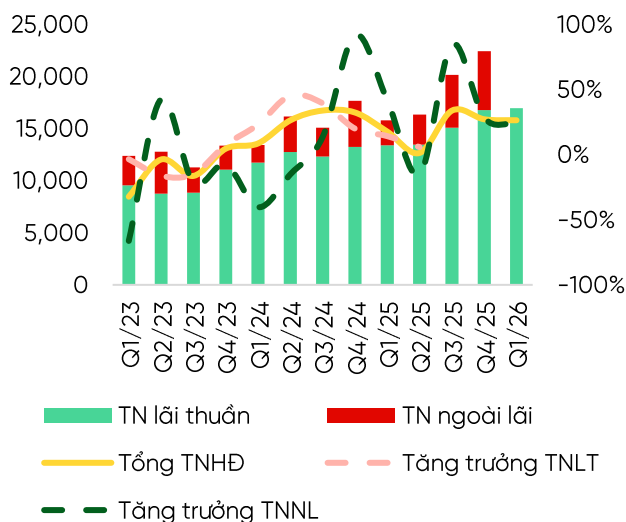
Nguồn: VPB, VPBankS Research

### Tăng trưởng mạnh ở cả thu nhập ngoài lãi và thu nhập lãi thuần thúc đẩy tổng doanh thu

Tổng thu nhập hoạt động (TTNHD) tăng mạnh 26.3% svck trong Q1/26, ghi nhận quý thứ ba liên tiếp duy trì đà tăng trưởng cao. Kết quả tích cực trong Q1/26 được thúc đẩy bởi đóng góp vững chắc từ cả thu nhập lãi thuần (TNLT) và thu nhập ngoài lãi (TNNL). TNNL tăng mạnh 23.8% svck, chiếm 14.8% TTNHD (giảm 30bps svck), nhờ: 1) tăng trưởng mạnh thu nhập phí thuận; và 2) thu nhập khác tăng mạnh (+38.4% svck). Trong Q1/26, thu nhập phí thuận tăng 80.8% svck, nhờ: 1) thu nhập bảo hiểm thuận tăng 41.1% svck, phản ánh nhu cầu gia tăng phù hợp với xu hướng phục hồi tiêu dùng bán lẻ; và 2) thu nhập dịch vụ khác

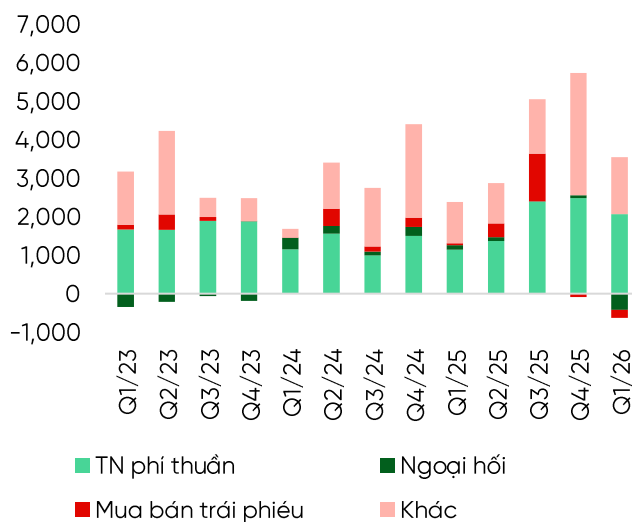
tăng đột biến 297.0% svck. Bên cạnh đó, dù thu nhập khác tăng 38.4% svck, thu nhập thu hồi nợ xấu chỉ tăng nhẹ 2.1% svck, cho thấy xu hướng chững lại trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao.

**Hình 3: Tăng trưởng TTNHD**



Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 4: Cơ cấu TNNL**



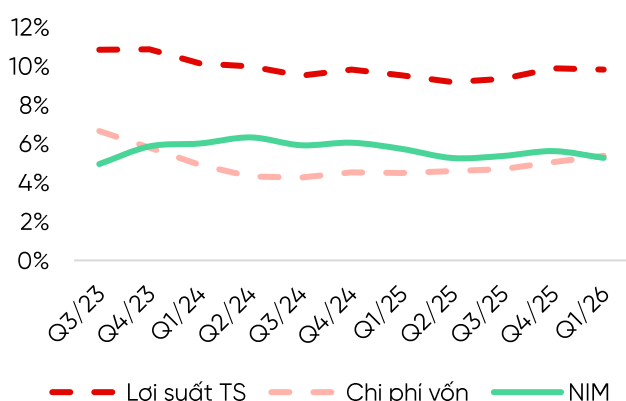
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Tăng trưởng tín dụng dẫn đầu ngành nhưng NIM giảm**

TNLT tăng mạnh 26.7% svck trong Q1/26, duy trì tốc độ tương đương Q4/25. Động lực chính đến từ tăng trưởng dư nợ khách hàng mạnh (+42.6% svck), trong khi NIM tiếp tục chịu áp lực thu hẹp (-46bps svck). Tăng trưởng tín dụng của VPB nổi bật trong Q1/26, đạt 10.3%, cao gấp hơn 3 lần mức tăng toàn hệ thống (3.1%). Trong Q1/26, tăng trưởng dư nợ hợp nhất được dẫn dắt bởi mảng khách hàng doanh nghiệp (+13.1% sv đầu năm), trong đó các ngành Thương mại (+15.9%) và Dịch vụ tài chính (+16.1%) là động lực chính. Đáng chú ý, nhờ lợi thế hạn mức tín dụng, dư nợ bất động sản của VPB vẫn tăng 15.0% trong Q1/26, trong khi cho vay mua nhà chỉ tăng 6.9%.

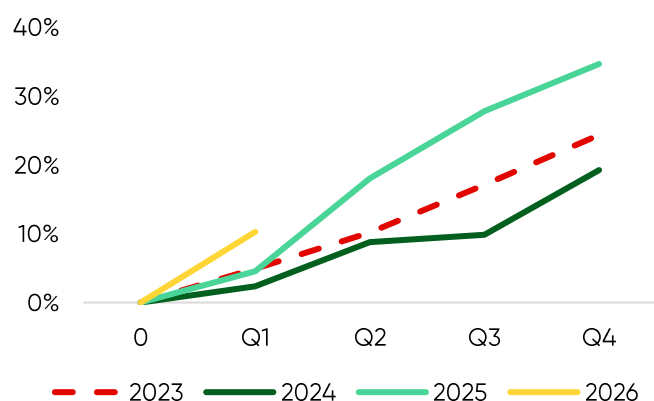
Tuy nhiên, chiến lược mở rộng tín dụng mạnh đi kèm với áp lực lên NIM. NIM Q1/26 giảm xuống 5.3% (-46bps svck, -35bps sv quý trước), do chi phí vốn (CPV) tăng trong khi lợi suất cho vay được duy trì để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. CPV tăng lên 5.4% (+90bps svck, +33bps sv quý trước) do nhu cầu huy động tăng trong bối cảnh tỷ lệ LDR mẹ ở mức cao là 82.7% trong Q1/26 (gần tiệm cận mức quy định là 85%). Trong khi đó, lợi suất cho vay duy trì ở mức 11.1% (-28bps svck; +3bps sv quý trước) nhằm thu hút nhu cầu tín dụng.

**Hình 5: NIM**



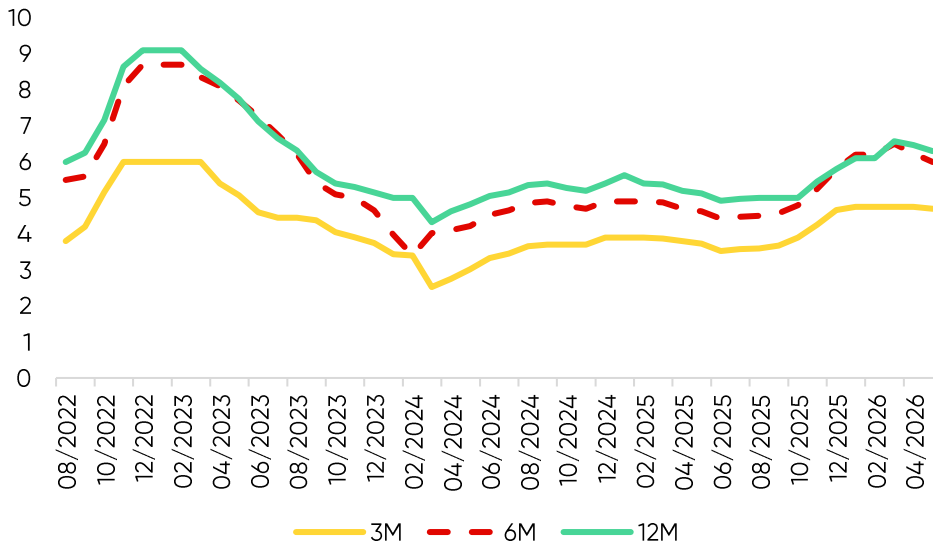
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 6: Tăng trưởng tín dụng**



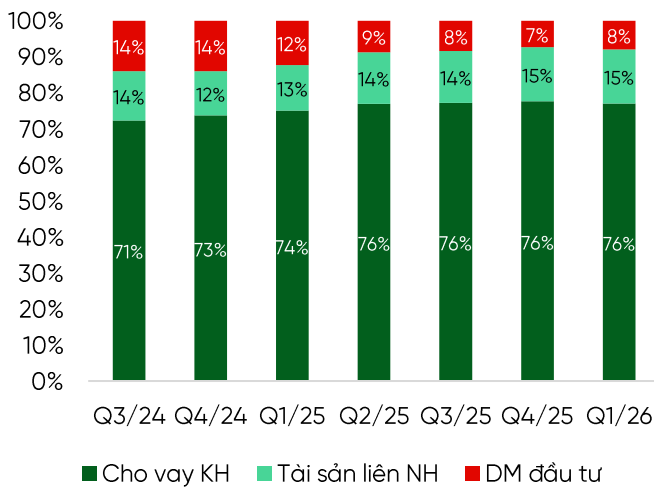
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 7: Lãi suất tiền gửi 12T**



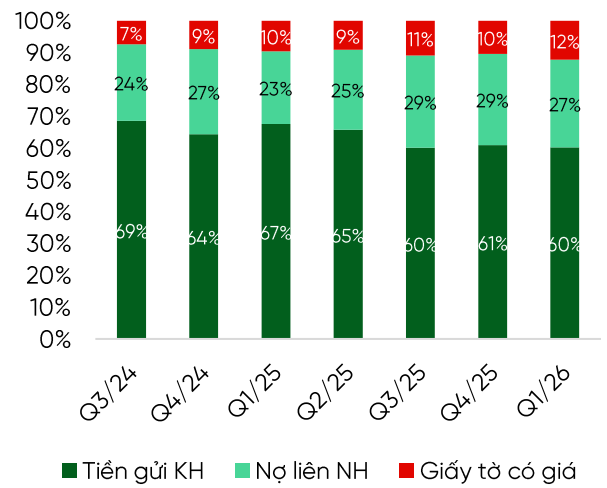
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 8: Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA)**



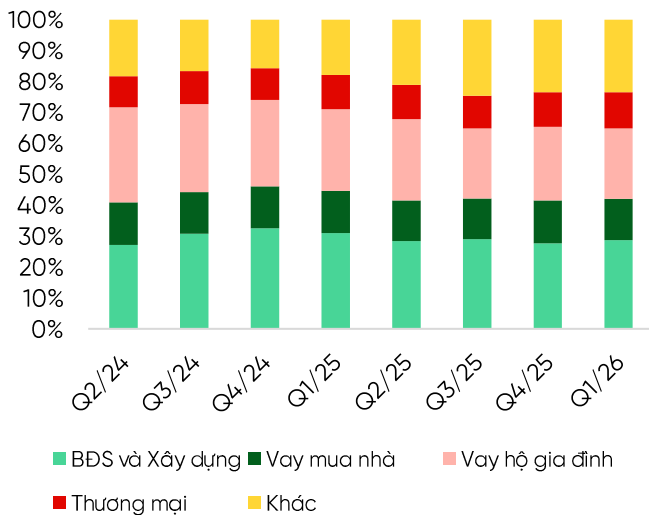
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 9: Cơ cấu nợ chịu lãi (IBL)**



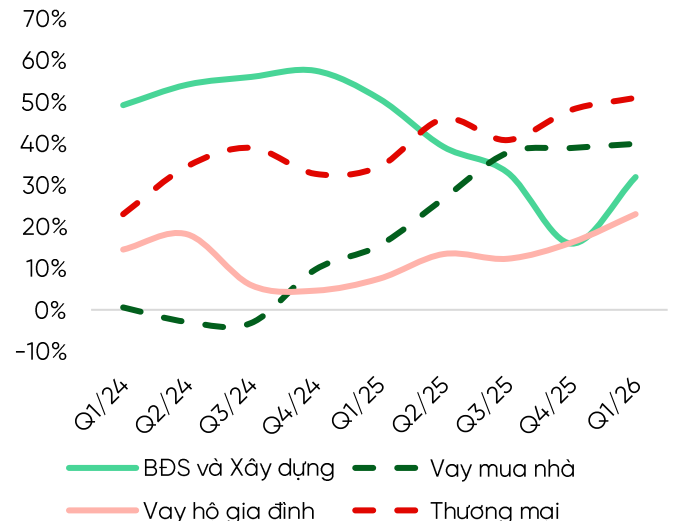
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 10: Cơ cấu dư nợ cho vay**



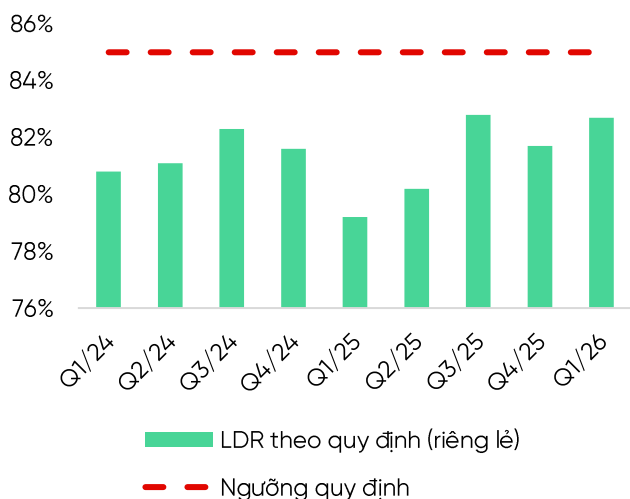
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 11: Tăng trưởng cho vay svck theo ngành**



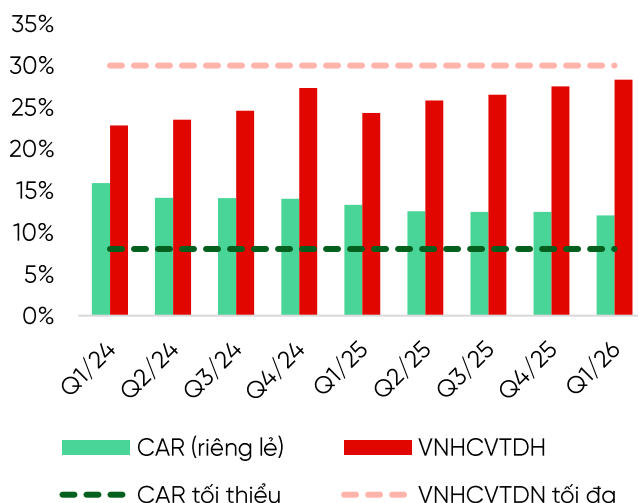
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 12: LDR theo quy định**



Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 13: CAR và SLFR**

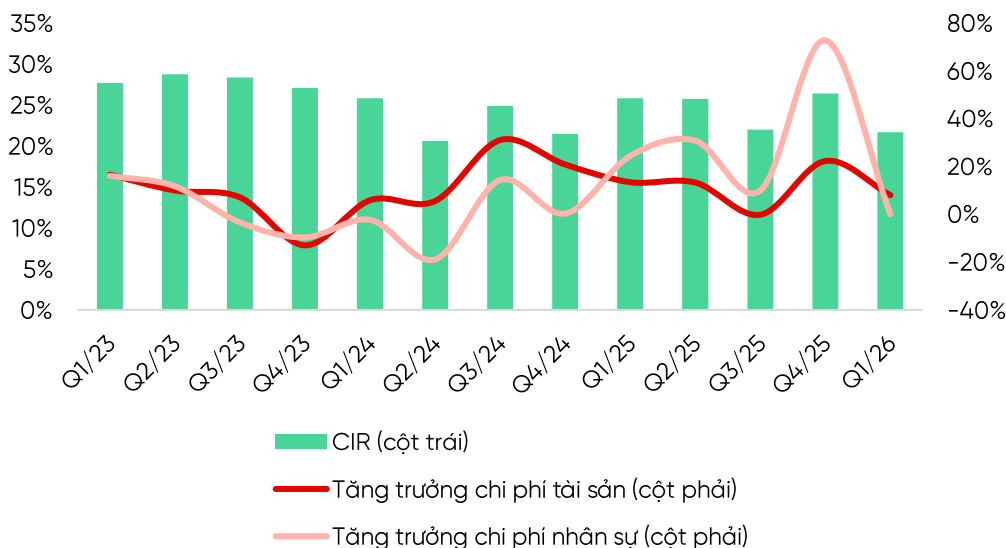


Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Kiểm soát chi phí tốt trong bối cảnh hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh**

Lợi nhuận hoạt động trước trích lập (PPOP) tăng 33.3% svck trong Q1/26, cao hơn tốc độ tăng của TTNHD (26.3% svck), nhờ chi phí hoạt động tăng ở mức khiêm tốn. Cụ thể, chi phí hoạt động chỉ tăng nhẹ 6.1% svck, chủ yếu do chi phí nhân sự đi ngang svck trong Q1/26. Nhờ đó, tỷ lệ CIR giảm xuống 21.7% (-4.1 điểm % svck, -4.74 điểm % sv quý trước), thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 4 năm là 25.9%.

**Hình 14: CIR**



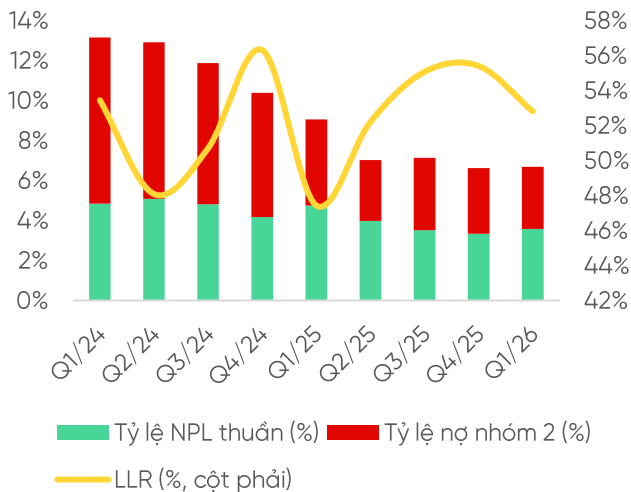
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Xu hướng cải thiện chất lượng tài sản chậm lại**

Trong Q1/26, xu hướng cải thiện chất lượng tài sản từ Q2/23 đã chững lại, với tỷ lệ nợ xấu trên dư nợ cho vay tăng lên 3.6% (-1.2 điểm % svck; +25bps sv quý trước). Theo thông tư 31, tỷ lệ nợ xấu trong Q1/26 hợp nhất vẫn theo quy định của NHNN. Một phần nguyên nhân đến từ việc lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng trên thị trường tăng 64bps so với Q4/25, ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khách hàng. Tuy nhiên, do yếu tố mùa vụ của quý đầu

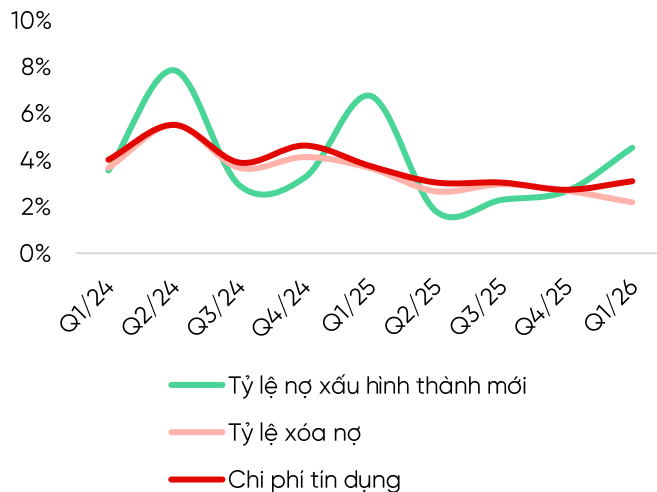
năm – khi tốc độ hình thành nợ xấu thường ở mức cao nhất trong năm – cùng với tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn duy trì ở mức thấp 3.1%, chúng tôi cho rằng còn quá sớm để lo ngại về chất lượng tài sản. Trong bối cảnh đó, chi phí dự phòng tăng 14.9% svck, tương đương 2.2% dư nợ bình quân năm, qua đó hỗ trợ lợi nhuận trước thuế tăng mạnh 57.9% svck trong Q1/26.

**Hình 15: Nợ xấu**



Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 16: Nợ xấu hình thành mới**



Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Các công ty con đóng góp tích cực trong 2025**

Trong 2025, VPB ghi nhận KQKD tích cực với LNTT hợp nhất tăng 53.0% svck. LNTT ngân hàng mẹ tăng 44.4% svck và chiếm 86% tổng lợi nhuận, giảm từ 91.2% trong 2024, phản ánh đóng góp mạnh hơn từ hệ sinh thái, đặc biệt là VPX. Nhờ gia tăng thị phần môi giới và cho vay ký quỹ, cùng với hoạt động IB và tự doanh tích cực hơn, LNTT của VPX tăng 266.9% svck trong 2025, đóng góp 14.6% lợi nhuận hợp nhất. Trong khi đó, OPES và FEC ghi nhận LNTT tăng lần lượt 34.9% svck và 19.4% svck, với OPES vượt FEC và chiếm 2.1% tổng lợi nhuận. Chúng tôi kì vọng đã tăng trưởng của các công ty con sẽ tiếp diễn trong 2026.

## TRIỂN VỌNG 2026

Hình 17: Giá định chính cho VPB ngân hàng mẹ

Tỷ đồng	2025	2026	% svck	2027	% svck	2028	% svck	CAGR 2026-28
Thu nhập lãi thuần	44,356	57,773	30.2%	79,841	38.2%	102,674	28.6%	32.3%
NIM	4.5%	4.5%	0.0% pts	4.9%	0.4% pts	5.0%	0.1% pts	
Tăng trưởng tín dụng	37.3%	35.0%	-2.3% pts	28.0%	-7.0% pts	30.0%	2.0% pts	
Thu nhập ngoài lãi	9,025	9,951	10.3%	13,216	32.8%	17,486	32.3%	24.7%
Tổng thu nhập H&H	53,382	67,725	26.9%	93,057	37.4%	120,160	29.1%	31.1%
Chi phí H&H	13,568	16,254	19.8%	23,450	44.3%	30,280	29.1%	30.7%
CIR	25.4%	24.0%	-1.4% pts	25.2%	1.2% pts	25.2%	0.0% pts	
LN trước dự phòng	39,813	51,471	29.3%	69,607	35.2%	89,880	29.1%	31.2%
Chi phí dự phòng / dự nợ	13,449	18,743	39.4%	25,900	38.2%	36,764	41.9%	39.8%
	1.8%	1.9%	0.1% pts	2.0%	0.1% pts	2.2%	0.2% pts	
LNTT	26,364	32,728	24.1%	43,707	33.5%	53,116	21.5%	26.3%
LN ròng	21,106	26,248	24.4%	35,053	33.5%	42,539	21.5%	26.4%
Tổng LNTT của các công ty con	4,252	6,677	57.0%	7,809	17.0%	9,340	19.6%	30.0%
LNTT hợp nhất	30,625	39,734	29.7%	51,516	29.7%	62,456	21.2%	26.8%
LN ròng	23,990	31,316	30.5%	40,739	30.1%	49,390	21.2%	27.2%

Nguồn: VPB, VPBankS Research

### Triển vọng ngân hàng mẹ: tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi vững chắc trong 2026

Chúng tôi dự phóng LNTT ngân hàng mẹ VPB tăng 24.5% svck trong 2026, thấp hơn mục tiêu kế hoạch 30% của ngân hàng cho 2026. Lý do chính khiến chúng tôi thận trọng hơn là kỳ vọng tỷ lệ chi phí dự phòng/dư nợ bình quân tăng 0.1 điểm % svck, do môi trường lãi suất cao hơn có thể gây áp lực lên khả năng trả nợ của khách hàng vay. Theo chúng tôi, tăng trưởng lợi nhuận ngân hàng mẹ trong 2026 chủ yếu đến từ: (1) tăng trưởng tín dụng vượt trội 35% svck, cao hơn đáng kể tăng trưởng toàn hệ thống; và (2) NIM duy trì quanh 4.5%.

#### Tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì ở mức vượt trội

Chúng tôi dự phóng dư nợ cho vay ngân hàng mẹ tăng 35% svck, được hỗ trợ bởi room tín dụng ưu đãi của VPB sau khi tham gia nhận chuyển giao một NH 0 đồng. Từ đầu 2026, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống 15%, thấp hơn mức 16% trong 2025. Room tín dụng cao hơn gấp đôi mục tiêu toàn hệ thống sẽ giúp VPB nhanh chóng gia tăng thị phần. Dù chúng tôi cũng kỳ vọng định hướng chính sách mới sẽ quyết liệt hơn nhằm theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP 10% của Chính phủ, room tín dụng điều chỉnh cho toàn ngành nhiều khả năng vẫn thấp hơn đáng kể so với VPB. Theo chúng tôi, mục tiêu tăng trưởng cho vay 35% của ngân hàng mẹ là hoàn toàn khả thi, đặc biệt khi 45.5% dư nợ cho vay liên quan đến hoạt động sản xuất kinh doanh, trong bối cảnh nền kinh tế dự kiến tiếp tục tăng tốc nhờ định hướng hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ.

#### NIM dự kiến duy trì ổn định ở mức cao

Chúng tôi kỳ vọng NIM ngân hàng mẹ gần như đi ngang ở mức 4.5% trong 2026, do áp lực CPV mạnh hơn trong bối cảnh tín dụng tăng nhanh có thể hạn chế mức tăng lãi suất cho vay. Cụ thể, chúng tôi dự phóng CPV tăng 107bps svck, chủ yếu do mặt bằng lãi suất cao hơn, LDR ngân hàng mẹ vẫn ở mức cao 81.7% và nhu cầu tín dụng tiếp tục mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi suất tài sản của ngân hàng mẹ chỉ tăng 100bps svck, do lợi suất cho vay chỉ tăng 66bps svck, thấp hơn mức tăng 119bps svck của lãi suất huy động, khi ngân hàng có khả năng giữ lãi suất cho vay ở mức hợp lý để hỗ trợ mở rộng dư nợ.

### **Áp lực trích lập dự kiến tăng nhẹ**

Về chất lượng tài sản, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng tăng 39.4% svck, tương đương 1.9% dư nợ bình quân trong 2026, tăng 0.1 điểm % svck. Theo chúng tôi, môi trường lãi suất cao hơn có thể ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khách hàng vay. Do đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu hình thành mới đạt 2.6%, tăng 55bps svck, nhưng vẫn thấp hơn trung bình 5 năm 3.0%. Trong bối cảnh này, áp lực trích lập tại ngân hàng mẹ có thể tăng, đặc biệt khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống chỉ 58%, thấp hơn trung bình 5 năm 62%.

### **Triển vọng hợp nhất: đóng góp từ công ty con mạnh hơn trong 2026**

Chúng tôi kỳ vọng LNTT hợp nhất của VPB tăng mạnh 30.5% svck trong 2026, chủ yếu nhờ tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng mẹ và đóng góp mạnh hơn đáng kể từ các công ty con. Chúng tôi dự phóng tỷ trọng lợi nhuận từ công ty con trong lợi nhuận hợp nhất tăng từ 17.8% trong 2025 lên 20.7% trong 2026. Trong đó, VPX và FEC là các đơn vị đóng góp đáng kể nhất.

#### **FEC: phục hồi mạnh từ nền thấp**

Chúng tôi dự phóng LNTT của FEC tăng mạnh 93% svck, chủ yếu nhờ mức nền thấp trong 2025. Khi chu kỳ kinh tế vẫn trong giai đoạn mở rộng và nhu cầu tiêu dùng bán lẻ phục hồi trong 2026, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận FEC phục hồi nhờ: (1) tăng trưởng cho vay 17%; và (2) tỷ lệ chi phí dự phòng/dư nợ giảm mạnh từ 18.8% trong 2025 xuống 14.0% trong 2026, sau giai đoạn tái cơ cấu 2022–2025.

#### **VPX: được hỗ trợ bởi cho vay ký quỹ và tư vấn phát hành**

Đối với VPX, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tăng 44.2% svck, chủ yếu được hỗ trợ bởi tăng trưởng cho vay ký quỹ và hoạt động tư vấn phát hành trái phiếu/cổ phiếu.

## ĐỊNH GIÁ: Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 42,800 đồng

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư, với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp, để xác định giá mục tiêu 42,800 đồng/cp cho VPB. Cho năm tới, chúng tôi duy trì giả định chi phí vốn chủ sở hữu, gồm lãi suất phi rủi ro 4.2%, phần bù rủi ro cổ phiếu 8.4% và beta trung bình 5 năm 1.2.

Với phương pháp định giá P/B, chúng tôi tính giá trị hợp lý của VPB dựa trên BVPS tại 2027F là 29,767 đồng/cp, áp dụng P/B mục tiêu 1.5x. Hiện tại, VPB đang giao dịch tại P/B 1.23x, thấp hơn 8.1% so với trung bình các ngân hàng cùng ngành. Định giá sử dụng P/B mục tiêu tương lai ở mức thận trọng 1.5x (trung bình 5 năm), dựa trên giả định tăng trưởng dư nợ bình quân của ngân hàng mẹ đạt 31.0% trong giai đoạn 2026F–2028F và tỷ trọng đóng góp LNTT từ công ty con trên 20% trong giai đoạn này.

**Hình 18: 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%	40,632	20,316
Hệ số P/B (1.5 lần cho BVPS tại cuối 2027)	50%	44,949	22,474
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			42,790
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>42,800</b>

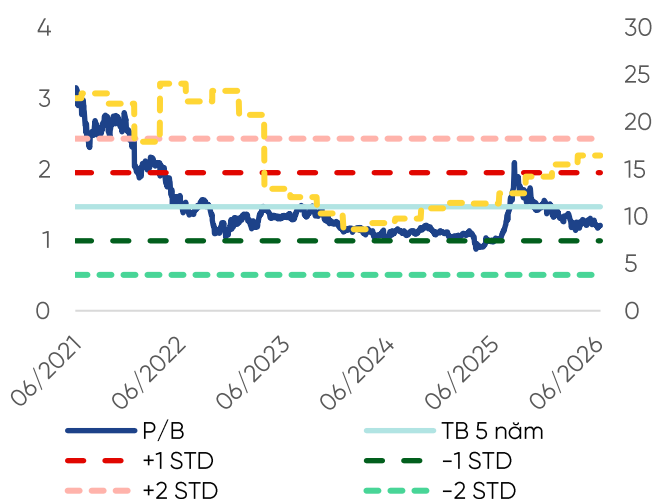
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 19: Định giá thu nhập thặng dư (tỷ đồng)**

Giá định chính	2025	2026	2027	2028	2029	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%
Phần bù rủi ro	8.40%	8.40%	8.40%	8.40%	8.40%	8.40%
Beta	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
Chi phí vốn chủ sở hữu	14.11%	14.11%	14.11%	14.11%	14.11%	14.11%
Tăng trưởng dài hạn						3.00%
Chi phí vốn dài hạn						14.50%
Vốn chủ sở hữu (cuối kì)	195,252	236,173	284,566	345,455	415,102	492,960
ROE (%)	17.2%	18.9%	19.0%	19.3%	18.5%	15.8%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	10,188	16,863	20,916	25,390	26,840	173,497
Tỷ lệ chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	8,928.3	12,950.0	14,076.0	14,974.1	13,871.5	89,667.8
<b>Giá trị sổ sách đầu kỳ</b>	167,903					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	64,800					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	89,668					
Giá trị vốn chủ sở hữu	322,371					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7,934					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)</b>	<b>40,632</b>					

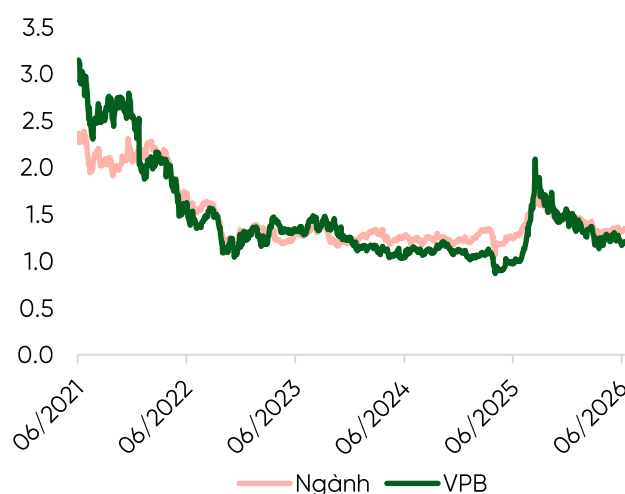
Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 20: P/B của VPB so với dữ liệu quá khứ**



Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 21: P/B của VPB so với trung bình ngành**



Nguồn: VPB, VPBankS Research

**Hình 22: So sánh với các Ngân hàng trong danh mục theo dõi (dữ liệu tại 19/06/2026)**

Mã NH	Tăng năng tăng giá (%)	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép 2 năm %	ROA (%)		ROE (%)		
				12T	2026 TB 5 năm	12M	2026		12T	2026	12T	2026	
VCB	18.2% MUA		19,546.9	2.2	2.0	2.9	14.3	13.2	9.3%	1.5%	1.7%	16.4%	17.7%
CTG	18.1% MUA		10,014.0	1.4	1.2	1.4	6.9	7.3	3.6%	1.4%	1.4%	22.4%	20.8%
BID	8.7% NẮM GIỮ		11,777.7	1.7	1.5	2.1	9.7	9.4	9.0%	1.0%	1.0%	18.4%	18.9%
VPB	63.4% MUA		7,894.2	1.2	1.1	1.5	7.9	6.6	15.4%	2.2%	2.2%	16.4%	17.2%
TCB	28.6% MUA		8,369.4	1.2	1.1	1.3	8.5	7.3	11.6%	2.4%	2.4%	15.8%	15.8%
MBB	37.2% MUA		7,708.7	1.4	1.2	1.4	7.3	6.2	18.5%	2.0%	1.8%	21.2%	21.1%
ACB	38.7% MUA		4,893.6	1.3	1.0	1.5	7.9	6.3	10.2%	1.7%	1.7%	17.5%	17.9%
HDB	33.1% MUA		4,771.1	1.6	1.3	1.6	6.9	5.7	14.3%	2.0%	2.0%	24.5%	24.4%
VIB	35.4% MUA		2,100.7	1.1	0.9	1.7	7.3	5.9	12.2%	1.4%	1.5%	16.4%	17.2%
TPB	25.3% MUA		1,696.1	1.0	0.9	1.4	6.1	5.4	7.7%	1.6%	1.5%	17.6%	18.0%
STB	-9.7% NẮM GIỮ		5,083.2	2.2	2.1	1.4	17.5	21.2	37.4%	0.6%	0.7%	7.8%	10.2%
<b>Trung bình</b>				<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>9.1</b>	<b>8.6</b>	<b>13.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.1%</b>

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 23: Báo cáo KQKD

<b>Kết quả kinh doanh</b>							
(tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
Thu nhập lãi thuần	32,346	34,349	41,021	38,175	50,002	58,663	74,228
Thu nhập ngoài lãi	7,858	13,104	17,285	11,565	12,253	15,991	16,013
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>40,204</b>	<b>47,452</b>	<b>58,306</b>	<b>49,739</b>	<b>62,255</b>	<b>74,654</b>	<b>90,242</b>
Chi phí hoạt động	11,392	10,719	14,116	13,941	14,340	18,630	21,658
LN trước trích lập	28,812	36,734	44,190	35,798	47,915	56,023	68,584
Chi phí trích lập dự phòng	14,622	19,002	22,461	24,994	27,903	25,399	28,849
Lợi nhuận trước thuế	14,190	17,731	21,728	10,804	20,013	30,625	39,734
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>11,584</b>	<b>14,959</b>	<b>18,692</b>	<b>9,974</b>	<b>15,779</b>	<b>23,990</b>	<b>31,316</b>

Nguồn: VPB, VPBankS Research

Hình 24: Bảng cân đối kế toán

<b>Bảng cân đối kế toán</b>							
(tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025A	2026E
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	9,062	13,310	12,594	10,708	16,476	16,345	17,105
Cho vay liên ngân hàng	19,555	57,105	47,965	94,094	134,644	186,229	201,580
Chứng khoán - tổng cộng	77,307	83,007	91,122	107,132	65,961	88,423	92,193
<b>Cho vay khách hàng</b>	<b>286,319</b>	<b>345,390</b>	<b>424,662</b>	<b>551,472</b>	<b>681,404</b>	<b>926,473</b>	<b>1,240,771</b>
Cho vay khách hàng (gộp)	290,816	355,281	438,338	566,271	697,771	943,902	1,259,271
Trích lập dự phòng	(4,497)	(9,891)	(13,676)	(14,799)	(16,367)	(17,429)	(18,499)
Tài sản cố định	2,101	2,123	2,047	2,113	2,213	2,221	2,829
Tài sản khác	24,681	46,475	52,622	52,049	23,150	40,460	50,987
<b>Tổng tài sản</b>	<b>419,027</b>	<b>547,409</b>	<b>631,013</b>	<b>817,567</b>	<b>923,848</b>	<b>1,260,150</b>	<b>1,605,465</b>
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHNN	14	8,454	1,929	4,118	6	15	15
Tiền gửi liên ngân hàng	56,511	114,619	140,249	156,357	201,756	295,200	332,404
Tiền gửi khách hàng	233,428	241,837	303,151	442,368	485,667	628,045	874,656
Giấy tờ có giá	62,845	81,296	63,700	47,787	66,976	107,121	140,413
Các khoản nợ khác	13,434	14,925	18,481	27,141	22,168	49,494	49,881
<b>Tổng nợ</b>	<b>366,233</b>	<b>461,131</b>	<b>527,511</b>	<b>677,771</b>	<b>776,572</b>	<b>1,079,874</b>	<b>1,397,369</b>
Vốn điều lệ	25,300	45,057	67,434	79,339	79,339	79,339	79,339
Quỹ của TCTD	11,912	12,559	13,535	12,233	14,566	18,602	18,602
Lợi nhuận giữ lại	17,415	22,439	16,752	19,066	24,008	45,970	73,319
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	7,906	6,664	5,164	5,370	12,372	12,844
<b>Tổng VCSH</b>	<b>52,794</b>	<b>86,278</b>	<b>103,502</b>	<b>139,796</b>	<b>147,275</b>	<b>180,276</b>	<b>208,096</b>
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>419,027</b>	<b>547,409</b>	<b>631,013</b>	<b>817,567</b>	<b>923,848</b>	<b>1,260,150</b>	<b>1,605,465</b>

Nguồn: VPB, VPBankS Research

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

VPBank Securities JSC (VPBankS) phát hành báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo được lưu hành chung cho khách hàng của VPBankS và các công ty liên kết, hoặc những đối tượng được VPBankS đánh giá là phù hợp để nhận báo cáo, và không xét đến mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ cá nhân cụ thể nào nhận báo cáo. Báo cáo này không nhằm, và trong mọi trường hợp không được hiểu là, một đề nghị hoặc lời mời chào để nghị mua hoặc bán các chứng khoán được đề cập trong báo cáo hoặc các công cụ tài chính liên quan. Báo cáo cũng có thể bao gồm, toàn bộ hoặc một phần, các tóm tắt, nghiên cứu, tổng hợp, trích dẫn hoặc phân tích do các đối tác chiến lược, liên doanh và/hoặc đối tác kinh doanh của VPBankS chuẩn bị. VPBankS không đưa ra bất kỳ cam kết hay bảo đảm nào, dù rõ ràng hay ngụ ý, về tính chính xác hoặc đầy đủ của các thông tin này; do đó nhà đầu tư cần tự đưa ra quyết định trên cơ sở thông tin đầy đủ trước khi dựa vào các thông tin đó. Báo cáo này không dành cho việc phân phối, công bố, cung cấp hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào là công dân, cư dân hoặc đang hiện diện tại bất kỳ địa phương, bang, quốc gia hoặc khu vực tài phán nào mà việc phân phối, công bố, cung cấp hoặc sử dụng như vậy trái với luật hoặc quy định hiện hành. Tất cả thông tin trong báo cáo được xây dựng trên cơ sở thông tin công khai và được thu thập từ các nguồn mà VPBankS cho là đáng tin cậy và chính xác tại thời điểm phát hành. Tuy nhiên, VPBankS và/hoặc các công ty liên kết chưa xác minh độc lập các nguồn này, và báo cáo không nhằm cung cấp toàn bộ thông tin mà nhà đầu tư tiềm năng có thể cần. Các ý kiến trong báo cáo chỉ là quan điểm hiện tại của VPBankS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VPBankS không có nghĩa vụ cập nhật hoặc duy trì tính hiện hành của thông tin và quan điểm trong báo cáo, hoặc cung cấp thêm thông tin cho người nhận. Do đó, VPBankS không bảo đảm hay cam kết, dù rõ ràng hay ngụ ý, về tính đầy đủ, chính xác, đáng tin cậy, công bằng hoặc toàn diện của thông tin và quan điểm trong báo cáo. Dù mọi nỗ lực được thực hiện để bảo đảm các nhận định thực tế trong báo cáo là chính xác, tất cả ước tính, dự phóng, dự báo, quan điểm và các đánh giá chủ quan khác đều dựa trên các giả định được coi là hợp lý và không nên được hiểu là cam kết rằng các sự kiện hoặc kết quả được đề cập sẽ xảy ra. Các giả định khác nhau của VPBankS hoặc bất kỳ nguồn nào khác có thể dẫn đến các kết quả khác biệt đáng kể, và khuyến nghị trong một loại sản phẩm nghiên cứu có thể khác với khuyến nghị trong các loại sản phẩm nghiên cứu khác. Báo cáo có thể bao gồm bình luận, ước tính, dự phóng, dự báo và quan điểm liên quan đến nghiên cứu vĩ mô do các chuyên gia kinh tế của VPBankS công bố; các nội dung này không nên được xem là xếp hạng/khuyến nghị đầu tư hoặc khuyến nghị của các chuyên gia kinh tế đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo. Báo cáo không nhằm bao quát toàn diện hoặc cung cấp toàn bộ thông tin mà nhà đầu tư tiềm năng cần để ra quyết định đầu tư. Người nhận báo cáo tự thực hiện đánh giá và đưa ra quyết định độc lập đối với các chứng khoán hoặc công cụ tài chính được đề cập. Bất kỳ khoản đầu tư nào được thảo luận hoặc khuyến nghị trong báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư tùy thuộc vào mục tiêu đầu tư và tình hình tài chính cụ thể của nhà đầu tư đó. Báo cáo có thể chứa các tuyên bố hướng tới tương lai, thường nhưng không phải lúc nào cũng được nhận diện qua các từ như "tin rằng", "ước tính", "dự định", "kỳ vọng" và các tuyên bố rằng một sự kiện hoặc kết quả "có thể", "sẽ" hoặc "có khả năng" xảy ra hoặc đạt được, cùng các cách diễn đạt tương tự. Các tuyên bố hướng tới tương lai này dựa trên các giả định và thông tin hiện có của VPBankS, và chịu ảnh hưởng của các rủi ro, bất định đã biết và chưa biết cùng các yếu tố khác có thể khiến kết quả, hiệu quả hoặc thành tựu thực tế khác biệt đáng kể so với bất kỳ kết quả, hiệu quả hoặc thành tựu tương lai nào được nêu hoặc hàm ý trong các tuyên bố đó. Người nhận báo cáo cần thận trọng với các tuyên bố này và không nên đặt sự phụ thuộc quá mức vào bất kỳ tuyên bố hướng tới tương lai nào. VPBankS từ chối mọi nghĩa vụ cập nhật hoặc sửa đổi các tuyên bố hướng tới tương lai, dù do thông tin mới, sự kiện hoặc hoàn cảnh tương lai sau thời điểm công bố báo cáo, hoặc nhằm phản ánh các sự kiện ngoài dự kiến.

### CTCP Chứng khoán VPBank

Tầng 21&25, Tòa nhà VPBANK, 89 Láng Hạ, Q. Đống Đa, Hà Nội

Tel: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

### Bộ phận Phân tích cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn