

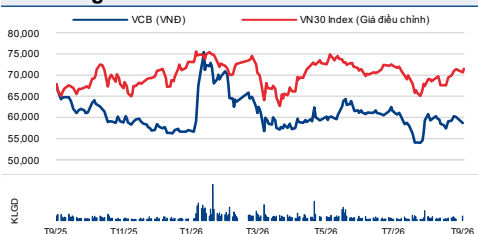
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ75,600 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 28.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (4/9/2026)	58,900
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	54,000-75,369
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	58,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	492,150
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	18,869
Slg CP lưu hành (tr.đv)	8,356
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,507
Slg CP NN được mua (tr.đv)	818
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.2%
Tỷ lệ freefloat	6.64%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (74.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.83)	(4.51)	(13.2)
So với chỉ số	(4.68)	(4.64)	(17.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	4,752	4,475	6.2
2027F	4,716	5,203	(9.4)
2028F	5,788	5,983	(3.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCB là ngân hàng lớn thứ 4 tại Việt Nam xét trên quy mô tài sản và dư nợ. VCB là ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn, quản trị rủi ro thận trọng và chất lượng tài sản hàng đầu.

Chuyên viên phân tích**Nguyễn Thanh Tùng, CFA**

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nâng dự báo lợi nhuận năm 2026; giữ nguyên khuyến nghị & giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 75.600đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 được bù trừ với tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo dài hạn.
- HSC tăng 11% dự báo LNTT năm 2026 sau khi nâng giả định tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi nhưng giảm bình quân 1,5% dự báo cho năm 2027-2028 do hạ dự báo thu nhập phí. Theo dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028, LNTT tăng trưởng lần lượt 25%, 4% và 23%.
- Mặc dù rủi ro đang gia tăng trong giai đoạn cuối năm, khả năng chống chịu của VCB vẫn tốt hơn so với các ngân hàng khác. P/B dự phóng 1 năm hiện ở mức 1,65 lần – sát mức thấp kỷ lục và thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ – định giá của VCB khá hấp dẫn.

Sự kiện: Đánh giá lại triển vọng

Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2026 của VCB vượt kỳ vọng của chúng tôi nhờ tỷ lệ NIM, chất lượng tài sản và thu nhập ngoài lãi mạnh hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, do các rủi ro đang gia tăng rõ rệt trong giai đoạn nửa cuối năm 2026 với chi phí huy động tăng lên, sức ép lên lãi suất cho vay và khả năng chất lượng tài sản suy giảm, chúng tôi xem xét lại dự báo lợi nhuận của Ngân hàng.

Tác động: Tăng 11% dự báo LNTT năm 2026, giảm nhẹ dự báo cho giai đoạn sau

HSC tăng 11% dự báo LNTT năm 2026, chủ yếu sau khi nâng giả định tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi sau KQKD 6 tháng đầu năm 2026 vượt kỳ vọng (nhìn chung giữ nguyên 6 tháng cuối năm 2026). Mặc dù thu nhập ngoài lãi mạnh một phần nhờ khoản lãi không thường xuyên từ đánh giá lại tài sản, thu nhập phí vẫn thấp hơn kỳ vọng trong 6 tháng đầu năm 2026. Từ đó, chúng tôi giảm nhẹ bình quân khoảng 1,5% dự báo LNTT cho năm 2027-2028. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 25%, 4% và 23% trong giai đoạn 2026-2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,65 lần, sát mức thấp kỷ lục và thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,45 lần. Thặng dư định giá so với bình quân nhóm NHTM cũng ở mức thấp kỷ lục bất chấp lợi thế cạnh tranh mạnh và khả năng sinh lời ổn định hơn.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 75.600đ (tiềm năng tăng giá: 28%) do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 được bù trừ với tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận dài hạn do thu nhập phí thấp hơn, trong khi các giả định định giá vẫn được giữ nguyên.

HSC tiếp tục đánh giá VCB là một ngân hàng thận trọng và là cơ hội đầu tư giá trị hấp dẫn thay vì là một khoản đầu tư định hướng tăng trưởng. Trong dài hạn, khả năng sinh lời sẽ được hưởng lợi nhờ tỷ lệ NIM phục hồi, thu nhập phí cải thiện và chi phí huy động cùng chi phí tín dụng thấp mang tính cơ cấu. Tại định giá hiện tại, chúng tôi nhận thấy đây là cơ hội tích lũy hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	55.4	58.7	75.9 ▲	84.8	99.1
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	68.6	72.4	93.7 ▲	101	118
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	33.8	35.2	44.6 ▲	45.6	56.0
EPS (đồng)	4,049	4,210	5,165 ▲	5,126	6,291
DPS (đồng)	0	450	436 ▼	921 ▲	943
BVPS (đồng)	23,799	27,223	33,890	37,685	42,529
P/E (lần)	14.5	14.0	11.4	11.5	9.36
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.76	0.74	1.56	1.60
P/B (lần)	2.47	2.16	1.74	1.56	1.38
Tăng trưởng EPS (%)	2.42	3.98	22.7	(0.74)	22.7
ROAE (%)	18.6	16.5	16.8	14.3	15.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nâng dự báo năm 2026 sau kết quả tích cực trong 6 tháng đầu năm 2026

HSC tăng 11% dự báo LNTT năm 2026 sau khi thu nhập cốt lõi 6 tháng đầu năm 2026 vượt kỳ vọng (dự báo nửa cuối năm 2026 nhìn chung giữ nguyên) nhờ tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi tốt hơn, đồng thời giảm nhẹ dự báo cho năm 2027-2028 sau khi hạ giả định thu nhập phí. Mặc dù chúng tôi nhận thấy rủi ro đang gia tăng trong nửa cuối năm 2026 do chi phí huy động tăng lên, áp lực lên lãi suất cho vay và khả năng chất lượng tài sản suy giảm, VCB được kỳ vọng vẫn sẽ ổn định hơn so với các ngân hàng khác nhờ danh mục cho vay an toàn, chiến lược tăng trưởng thận trọng và chi phí huy động cùng chi phí tín dụng thấp mang tính cấu trúc. VCB đang giao dịch với P/B dự phóng 1 năm hấp dẫn ở mức 1,65 lần, sát mức thấp kỷ lục và thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, trong khi thặng dư định giá so với bình quân nhóm NHTM cũng ở mức thấp kỷ lục. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 75.600đ (tiềm năng tăng giá: 28%).

Thu nhập cốt lõi 6 tháng đầu năm 2026 cải thiện nhưng rủi ro nửa cuối năm 2026 cao hơn

Như đã đề cập trong báo cáo KQKD Q2/2026 (Mời xem: [LNTT Q2 tăng 58%, vượt trội so với dự báo](#)), VCB vượt kỳ vọng của chúng tôi ở cả thu nhập cốt lõi và ngoài cốt lõi. Đối với kết quả cốt lõi, tỷ lệ NIM tiếp tục mở rộng là một bất ngờ tích cực. Theo Ngân hàng, sự cải thiện này đến từ việc nâng tỷ trọng các khoản cho vay trung & dài hạn có lợi suất cao hơn. BLĐ cũng định hướng tỷ lệ NIM sẽ duy trì ở mặt bằng Q2/2026 trong nửa cuối năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro đang gia tăng và giả định tỷ lệ NIM sẽ giảm nhẹ so với quý trước do chi phí huy động tăng lên cùng áp lực từ Chính phủ trong việc hạ lãi suất cho vay. Mặc dù vậy, giả định NIM mới của chúng tôi cho nửa cuối năm 2026 vẫn cao hơn so với dự báo trước đó.

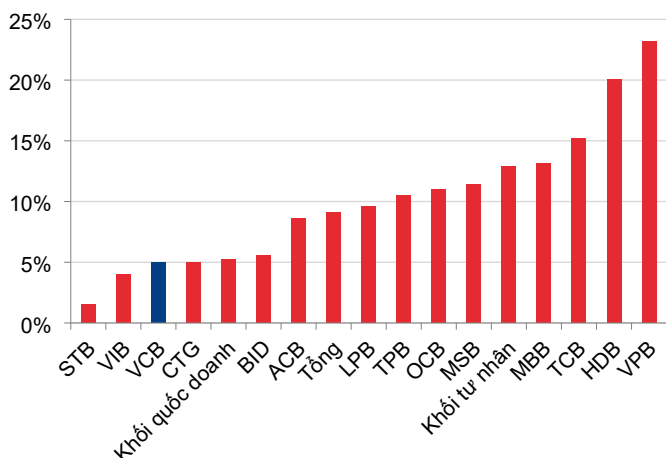
Chất lượng tài sản cũng tốt hơn một chút so với dự báo với tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu mới hình thành đều ở mức thấp và chưa gia tăng. Tuy nhiên, trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao, chúng tôi dự báo sẽ chất lượng tài sản sẽ suy giảm trong nửa cuối năm 2026 nhưng ở mức độ thấp hơn so với các ngân hàng khác nhờ danh mục cho vay tích cực của VCB.

Đối với thu nhập ngoài lãi, kết quả tích cực chủ yếu nhờ các khoản lãi không thường xuyên từ đánh giá lại tài sản. Trong khi đó, thu nhập phí vẫn thấp với tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với bình quân ngành và kỳ vọng của chúng tôi. Theo đó, HSC nâng dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2026 nhưng giảm nhẹ dự báo cho năm 2027-2028 để phản ánh giả định lãi thuần HĐ dịch vụ yếu hơn.

Tăng trưởng tín dụng gây thất vọng, chỉ đạt khoảng 5% kể từ đầu năm tính đến cuối 6 tháng đầu năm 2026, nhưng nhìn chung sát với kế hoạch của BLĐ. Tăng trưởng tín dụng chưa bao giờ là trọng tâm chính của VCB; thay vào đó, Ngân hàng ưu tiên chất lượng tăng trưởng. Dựa trên xu hướng tăng trưởng trong những năm trước, chúng tôi dự báo tín dụng sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2026 và giữ nguyên dự báo tăng trưởng cả năm ở mức khoảng 14%. Động lực chính trong nửa cuối năm 2026 vẫn là phân khúc khách hàng doanh nghiệp và FDI, phân khúc có nhu cầu ổn định hơn so với các phân khúc khác. Chúng tôi cũng dự báo cho vay bán lẻ sẽ phục hồi nhẹ khi VCB gần đây đã hạ lãi suất cho vay mua nhà, điều này có thể giúp thu hút những khách hàng muốn tái tài trợ khoản vay từ các ngân hàng khác.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm trong 6T26, VCB so với các NHTM khác

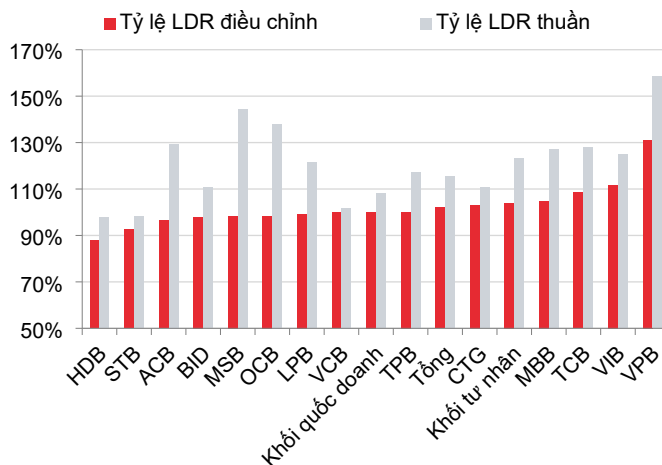
Trong nửa đầu năm, tăng trưởng tín dụng của VCB ở mức thấp hơn so với các NHTM khác



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ LDR, VCB so với các NHTM khác

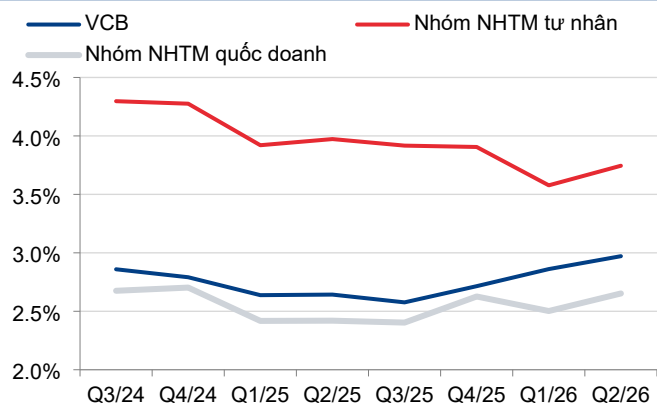
VCB ít phụ thuộc hơn vào nguồn vốn từ phát hành giấy tờ có giá



Ghi chú: LDR điều chỉnh = Tổng tín dụng / (Tiền gửi khách hàng + giấy tờ có giá).
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM, VCB so với các NHTM khác

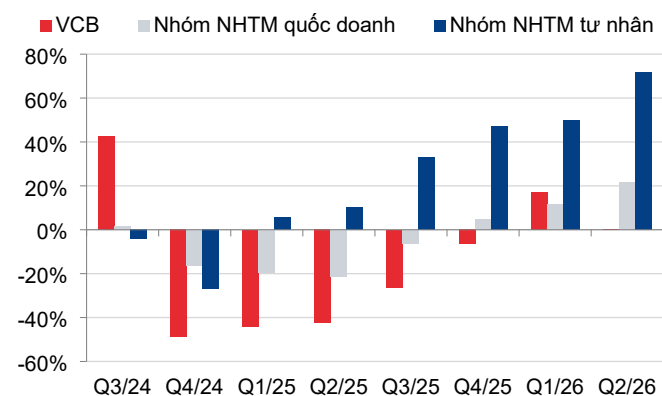
Tỷ lệ NIM của VCB cải thiện tốt hơn so với các NHTM khác...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 4: Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ, VCB so với các NHTM khác

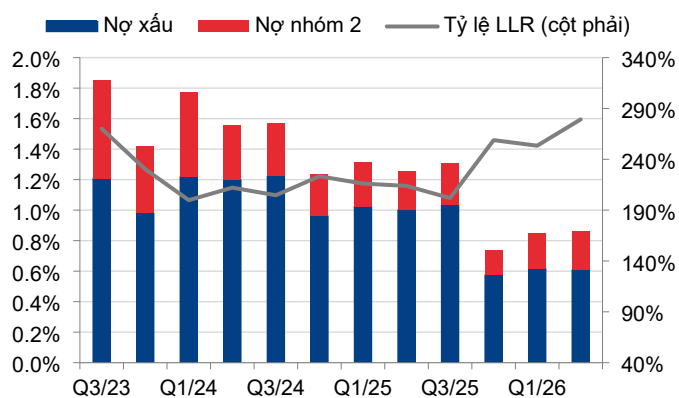
... trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ vẫn yếu



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 5: Chất lượng tài sản, VCB

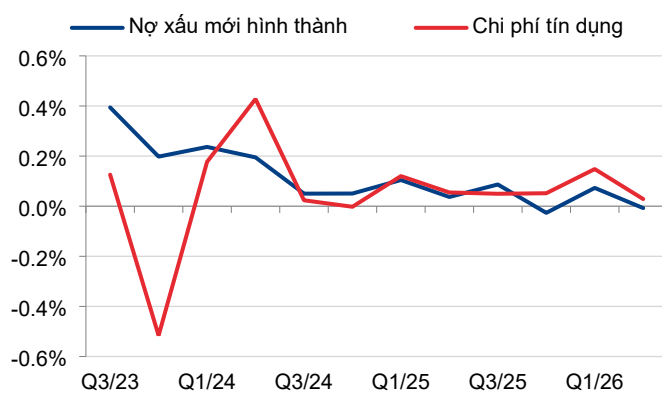
Nợ xấu danh mục cho vay của VCB tăng nhẹ



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 6: Nợ xấu mới hình thành, VCB

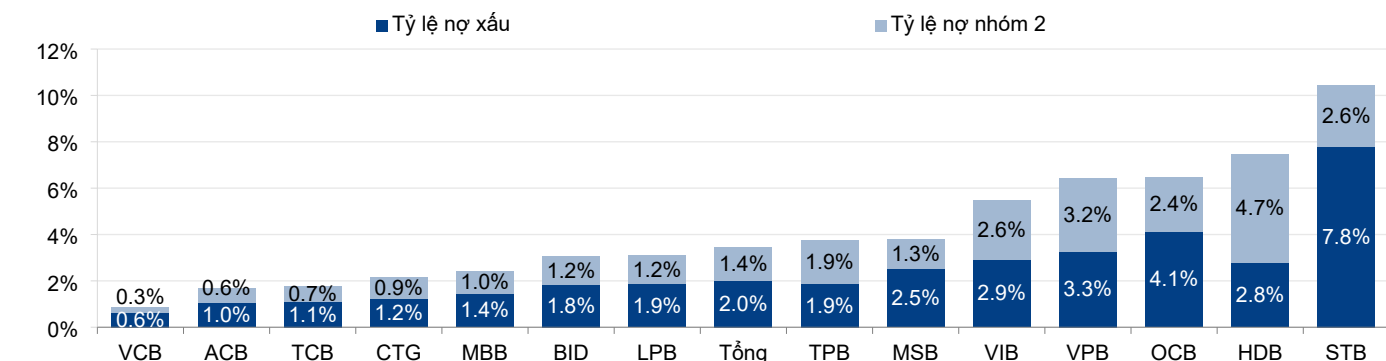
Nợ xấu mới hình thành duy trì ở mức thấp



Nguồn: VCB, HSC

Biểu đồ 7: Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC) và tỷ lệ ‘nợ nhóm 2’, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

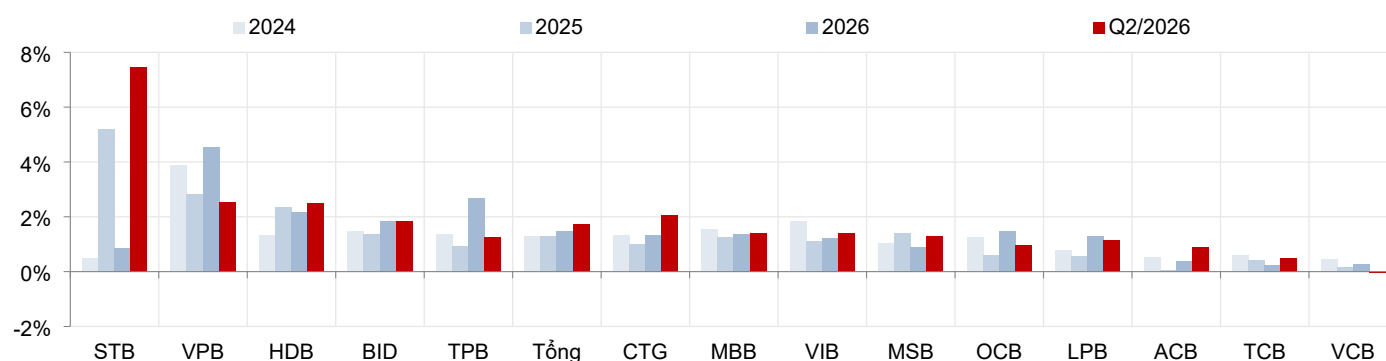
VCB tiếp tục nằm trong nhóm các ngân hàng dẫn đầu xét về cả tỷ lệ nợ xấu...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 8: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

... cũng như nợ xấu mới hình thành – đều ở mức thấp



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận, VCB

HSC tăng dự báo năm 2026 sau khi điều chỉnh nâng giả định tỷ lệ NIM và giả định thu nhập ngoài lãi

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F		2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	58,674	72,253	83,670	99,224		75,910	84,796	99,134
Tăng trưởng		23.1%	15.8%	18.6%		29.4%	11.7%	16.9%
Điều chỉnh						5.1%	1.3%	-0.1%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,683	14,445	16,292	19,695		17,762	15,984	19,337
Tăng trưởng		5.6%	12.8%	20.9%		29.8%	-10.0%	21.0%
Điều chỉnh						23.0%	-1.9%	-1.8%
Tổng thu nhập HĐ	72,358	86,698	99,962	118,919		93,672	100,780	118,470
Tăng trưởng		19.8%	15.3%	19.0%		29.5%	7.6%	17.6%
Điều chỉnh						8.0%	0.8%	-0.4%
Chi phí HĐ	-25,152	-29,505	-33,659	-37,956		-30,922	-34,483	-38,862
Tăng trưởng		17.3%	14.1%	12.8%		22.9%	11.5%	12.7%
Điều chỉnh						4.8%	2.4%	2.4%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	47,205	57,193	66,304	80,963		62,750	66,297	79,608
Tăng trưởng		21.2%	15.9%	22.1%		32.9%	5.7%	20.1%
Điều chỉnh						9.7%	0.0%	-1.7%
Chi phí dự phòng	-3,185	-7,648	-8,578	-9,599		-7,817	-9,241	-9,596
Tăng trưởng		140.1%	12.2%	11.9%		145.4%	18.2%	3.8%
Điều chỉnh						2.2%	7.7%	0.0%
LNTT	44,020	49,545	57,725	71,364		54,933	57,056	70,012
Tăng trưởng		12.5%	16.5%	23.6%		24.8%	3.9%	22.7%
Điều chỉnh						10.9%	-1.2%	-1.9%
Lợi nhuận thuần	35,178	39,634	46,156	57,065		44,557	45,618	55,980
Tăng trưởng		12.7%	16.5%	23.6%		26.7%	2.4%	22.7%
Điều chỉnh						12.4%	-1.2%	-1.9%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh dự báo

Dựa trên kết quả và xu hướng 6 tháng đầu năm 2026, chúng tôi tăng 11% dự báo LNTT năm 2026 nhờ tỷ lệ NIM và thu nhập ngoài lãi cao hơn (nhìn chung giữ nguyên dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2026) nhưng giảm khoảng 1,5% dự báo cho năm 2027-2028 do lãi thuần HĐ dịch vụ thấp. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng lần lượt 25%, 4% và 23% trong giai đoạn 2026-2028.

HSC tóm tắt dự báo mới và các giả định chính trong Bảng 9-11.

Bảng 10: Các giả định chính, VCB

Chúng tôi điều chỉnh nâng giả định tỷ lệ NIM năm 2026 sau khi kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm vượt kỳ vọng

	2025	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F		2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng tín dụng	15.3%	14.0%	16.0%	16.0%		14.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	10.5%	12.8%	18.4%	18.4%		12.8%	18.4%	18.4%
Tỷ lệ NIM	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%		2.9%	2.9%	3.0%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	-32.4%	15.5%	24.0%	23.3%		9.1%	23.0%	23.7%
Tỷ lệ nợ xấu	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%		0.8%	0.9%	0.9%
Chi phí tín dụng	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%		0.5%	0.5%	0.4%
Nợ xấu mới hình thành	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%		0.4%	0.4%	0.4%
Tỷ lệ LLR	258.8%	214.4%	203.3%	192.2%		224.2%	203.2%	192.1%
Tỷ lệ chi phí HĐ	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%		1.7%	1.7%	1.6%
Hệ số CIR	34.8%	34.0%	33.7%	31.9%		33.0%	34.2%	32.8%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Dự báo thu nhập ngoài lãi, VCB

Chúng tôi nâng giả định thu nhập ngoài lãi năm 2026 (nhờ các khoản lãi không thường xuyên) nhưng điều chỉnh giảm nhẹ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ do kết quả thực hiện yếu trong 6 tháng đầu năm

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,470	4,007	4,968	6,124	3,786	4,658	5,763
Tăng trưởng		15.5%	24.0%	23.3%	9.1%	23.0%	23.7%
Điều chỉnh					-5.5%	-6.2%	-5.9%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	6,165	6,938	8,281	10,086	7,091	8,281	10,086
Tăng trưởng		12.5%	19.4%	21.8%	15.0%	16.8%	21.8%
Điều chỉnh					2.2%	0.0%	0.0%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	175	47	84	99	127	84	99
Tăng trưởng		-72.9%	76.5%	18.4%	-27.2%	-34.2%	18.4%
Điều chỉnh					168.3%	0.0%	0.0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	282	291	291	291	293	293	293
Tăng trưởng		3.3%	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					0.7%	0.7%	0.7%
Thu nhập khác	3,592	3,162	2,668	3,095	6,464	2,668	3,095
Tăng trưởng		-12.0%	-15.6%	16.0%	80.0%	-58.7%	16.0%
Điều chỉnh					104.4%	0.0%	0.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	13,683	14,445	16,292	19,695	17,762	15,984	19,337
Tăng trưởng		5.6%	12.8%	20.9%	29.8%	-10.0%	21.0%
Điều chỉnh					23.0%	-1.9%	-1.8%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 75.600đ (tiềm năng tăng giá: 28%) do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 được bù trừ với tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo dài hạn vì thu nhập phí thấp hơn (các giả định định giá vẫn được giữ nguyên). Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB là một ngân hàng thận trọng với lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ và là cơ hội đầu tư giá trị hấp dẫn nhờ chi phí huy động cùng chi phí tín dụng thấp mang tính cấu trúc cùng tiềm năng cải thiện khả năng sinh lời từ sự phục hồi của NIM và thu nhập phí cải thiện trong dài hạn. VCB đang giao dịch với P/B dự phóng 1 năm hấp dẫn ở mức 1,65 lần, sát mức thấp kỷ lục và thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,45 lần, trong khi thặng dư định giá so với bình quân nhóm NHTM cũng ở mức thấp kỷ lục, mang lại cơ hội tích lũy hấp dẫn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 75.600đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 được bù trừ với tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo dài hạn vì thu nhập phí thấp hơn. Các giả định định giá vẫn được giữ nguyên, dựa trên mô hình định giá thu nhập thặng dư và giả định chi phí vốn CSH ở mức 11%.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB là một ngân hàng thận trọng với lợi thế cạnh tranh mạnh và cho rằng đây là cơ hội đầu tư giá trị thay vì cơ hội tăng trưởng. Trong dài hạn, khả năng sinh lời sẽ cải thiện nhờ sự phục hồi của NIM, thu nhập phí cải thiện và chi phí huy động cùng chi phí tín dụng thấp mang tính cấu trúc.

Chúng tôi tóm tắt định giá như bên dưới.

Bảng 12: Giả định chi phí vốn CSH, VCB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	0.8	Không đổi
Chi phí vốn CSH	11.0%	Không đổi

Nguồn: HSC

Bảng 13: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VCB

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	40,992	41,969	51,502	63,340	81,429	90,451	102,136	108,590
Chi phí vốn CSH	-25,021	-33,173	-36,888	-41,630	-47,464	-55,028	-64,978	-72,394
Lợi nhuận thặng dư	15,971	8,795	14,614	21,710	33,964	35,423	37,158	36,197
Giá trị dài hạn								466,034
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026		90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%	53.5%	48.2%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026		7,923	11,861	15,874	22,373	21,022	19,866	241,904
Hệ số pha loãng từ phát hành riêng lẻ		93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%	93.9%
Giá trị hiện tại điều chỉnh đến cuối 2026		7,440	11,137	14,905	21,008	19,739	18,654	227,139
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027	320,022							
Giá trị sổ sách cuối 2026 (điều chỉnh)	283,171							
Giá trị vốn CSH cuối 2026	603,193							
Giá trị vốn CSH giữa 2027	632,519							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	8,356							
Giá mục tiêu giữa 2027	75,600							

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VCB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.75%	90,900	86,000	81,600	77,800	74,300
	8.25%	86,900	82,400	78,500	75,000	71,800
	8.75%	83,300	79,200	75,600	72,400	69,400
	9.25%	80,000	76,300	73,000	70,000	67,200
	9.75%	77,000	73,600	70,600	67,800	65,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, VCB đang giao dịch với P/B dự phóng 1 năm là 1,65 lần, sát mức thấp kỷ lục và thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,45 lần. Thặng dư định giá so với bình quân nhóm NHTM (bao gồm tất cả các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi) cũng ở mức thấp kỷ lục bất chấp lợi thế cạnh tranh mạnh của VCB, yếu tố giúp khả năng sinh lời ổn định hơn trong môi trường nhiều thách thức hiện nay. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là hấp dẫn.

Biểu đồ 15: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCB

VCB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,65 lần...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCB

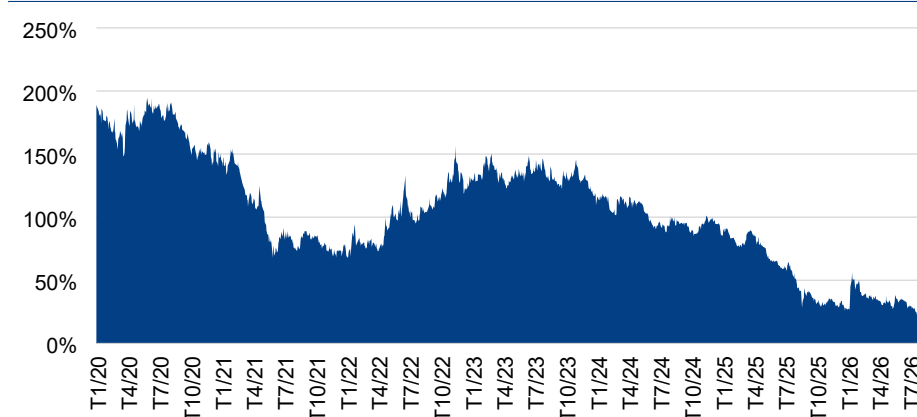
...thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 2,45 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 17: Chênh lệch định giá so với các NHTM khác, VCB

VCB đang giao dịch với thặng dư định giá thấp kỷ lục so với các NHTM khác



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thu nhập lãi	93.7	105	147	165	187
Chi phí lãi	(38.2)	(46.4)	(71.2)	(80.2)	(88.3)
Thu nhập lãi thuần	55.4	58.7	75.9	84.8	99.1
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.14	3.47	3.79	4.66	5.76
Lãi thuần HĐ KDNH	5.29	6.17	7.09	8.28	10.1
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.07	0.17	0.13	0.08	0.10
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.31	0.28	0.29	0.29	0.29
Thu nhập khác	2.37	3.59	6.46	2.67	3.10
Tổng thu nhập HĐ	68.6	72.4	93.7	101	118
Chi phí HĐ	(23.0)	(25.2)	(30.9)	(34.5)	(38.9)
LN trước dự phòng	45.6	47.2	62.7	66.3	79.6
Chi phí dự phòng	(3.31)	(3.19)	(7.82)	(9.24)	(9.60)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	42.2	44.0	54.9	57.1	70.0
Chi phí thuế TNDN	(8.38)	(8.82)	(10.4)	(11.4)	(14.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.03)
Lợi nhuận thuần	33.8	35.2	44.6	45.6	56.0
EPS (đồng)	4,049	4,210	5,165	5,126	6,291
DPS (đồng)	0	450	436	921	943
Slg CP bình quân (triệu đv)	8,356	8,356	8,627	8,899	8,899
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	8,356	8,356	8,899	8,899	8,899

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	14.3	15.5	17.3	20.4	24.2
Tiền gửi tại NHNN	49.3	37.4	38.3	56.7	67.2
Tiền gửi tại các TCTD khác	389	522	700	497	589
Chứng khoán kinh doanh	4.58	11.5	20.0	7.05	8.30
Các công cụ tài chính phái sinh	1.31	0.37	0.81	0.81	0.81
Số dư cho vay thuần	1,418	1,649	1,875	2,175	2,527
Tổng dư nợ cho vay	1,449	1,674	1,909	2,216	2,571
Dự phòng rủi ro	(31.2)	(25.0)	(34.2)	(40.5)	(44.5)
Chứng khoán đầu tư	167	162	180	228	268
CK đầu tư sẵn sàng để bán	86.8	143	150	188	221
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	80.8	22.4	30.0	39.9	47.1
Dự phòng rủi ro	(0.25)	(3.36)	(0.15)	(0.17)	(0.19)
Đầu tư dài hạn	2.23	2.26	1.71	1.71	1.71
Tài sản cố định	8.09	8.23	18.1	18.6	19.1
Tài sản khác	30.9	34.0	37.1	48.7	56.2
Tổng tài sản	2,085	2,442	2,888	3,054	3,562
Nợ phải trả	1,886	2,214	2,586	2,719	3,183
Tiền gửi của NHNN	78.2	160	205	0.89	1.03
Tiền gửi của các TCTD khác	235	321	422	400	438
Tổng tiền gửi KH	1,515	1,673	1,874	2,235	2,646
Trái phiếu và CCTG	24.1	27.1	42.7	34.0	40.3
Nợ khác	34.8	33.5	42.2	48.9	56.7
Vốn chủ sở hữu	199	227	302	335	378
Vốn điều lệ	55.9	83.6	89.0	89.0	89.0
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	37.6	37.6	37.6
Lợi nhuận giữ lại	111	102	125	152	188
Quỹ & vốn khác của CSH	27.3	36.9	50.0	56.6	63.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.10	0.07	0.09	0.09	0.09
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	2,085	2,442	2,888	3,054	3,562
BVPS (đồng)	23,799	27,223	33,890	37,685	42,529

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.4	17.1	18.3	5.77	16.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	14.1	15.5	14.1	16.1	16.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	8.52	10.4	12.1	19.2	18.4
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	8.70	10.5	12.8	18.4	18.4
Tăng trưởng VCSH (%)	20.6	14.4	32.6	11.2	12.9
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	3.33	5.90	29.4	11.7	16.9
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	5.08	9.23	22.9	11.5	12.7
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(0.56)	3.63	32.9	5.65	20.1
Tăng trưởng LNTT (%)	2.41	4.22	24.8	3.87	22.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	2.42	3.98	26.7	2.38	22.7

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.49	3.20	3.52	3.39	3.58
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.17)	(1.11)	(1.16)	(1.16)	(1.17)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	98.8	98.7	98.6	98.5	98.4
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.82	3.08	3.95	4.09	4.45
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	52.3	54.4	68.5	68.1	82.3

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	14.5	14.0	11.4	11.5	9.36
P/B (lần)	2.47	2.16	1.74	1.56	1.38
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.76	0.74	1.56	1.60

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	49.3	48.6	47.6	45.3	47.3
ROAA (%)	1.72	1.55	1.67	1.54	1.69
ROAE (%)	18.6	16.5	16.8	14.3	15.7
Chi phí huy động BQ (%)	2.20	2.30	3.02	3.08	3.05
Lợi suất góp BQ (%)	4.83	4.70	5.60	5.64	5.76
Lợi suất thuần (%)	2.63	2.40	2.58	2.56	2.71
Tỷ lệ NIM (%)	2.86	2.63	2.89	2.90	3.05
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	7.49	4.80	4.04	4.62	4.86
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	80.8	81.1	81.0	84.1	83.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	11.7	14.1	14.9	11.2	11.5
Tỷ lệ CIR (%)	33.6	34.8	33.0	34.2	32.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	10.7	8.44	18.0	15.0

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.2	11.6	12.8	12.8	12.5
VCSH/Tổng TS (%)	9.54	9.31	10.4	11.0	10.6
Đòn bẩy vốn (lần)	10.5	10.7	9.58	9.11	9.41

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.96	0.58	0.80	0.90	0.90
Hệ số LLR (%)	223	259	224	203	192

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	95.7	100	102	99.1	97.2
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.2	15.9	18.0	15.0	14.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.5	68.5	66.1	72.5	72.2

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	647	647	650	670	680
Số lượng nhân viên	24,306	23,457	23,692	24,640	26,611

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gọi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn