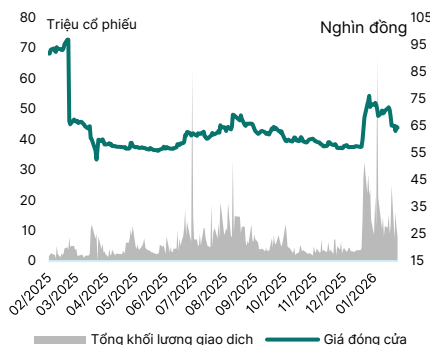


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	64,200
Giá mục tiêu	74,100
Lợi nhuận kỳ vọng	15%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	9.7 triệu cp
SLCP lưu hành	8,355 triệu cp
Biên độ 52 tuần	52,122 – 76,000
Vốn hoá	536,434 tỷ đồng
Beta	0.7

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam	74.8%
Mizuho Bank Limited	15%
Quỹ Đầu tư Chính phủ Singapore (GIC)	1.01%
Khác	9.19%

VỮNG NỀN TẢNG - ĐÓN SÓNG NQ 79

Khuyến nghị

Áp dụng phương pháp Thu nhập thẳng dư và P/B, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu VCB là 74,100 đồng/cp trong 1 năm. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCB.

Kết quả kinh doanh 2025

VCB tăng trưởng thận trọng trong năm 2025. LNTT tăng 4% lên 44 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 103%KH, nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội, thu nhập ngoài lãi ổn định, chất lượng tài sản được củng cố.

Tín dụng tăng trưởng 15%, ~100% mục tiêu NHNN giao, cao nhất trong 5 năm, được thúc đẩy bởi cho vay thế chấp (+21%), DN trung bình (+27%), FDI (+10%), hộ kinh doanh (+10%).

Tăng trưởng huy động đạt 18%. Là NH quốc doanh, VCB hưởng lợi từ nguồn vốn của NHNN, đảm bảo đáp ứng tăng trưởng tín dụng. Vị thế lớn trên thị trường tài trợ thương mại giúp VCB có Tỷ lệ CASA (33.7%) tích cực. Nhờ thương hiệu mạnh và quản trị rủi ro thận trọng, VCB duy trì LDR thuần dưới 100%, thấp hơn mức trung bình thị trường, giúp VCB duy trì được mức lãi suất huy động thấp nhất hệ thống mà vẫn đảm bảo nguồn vốn cho tăng trưởng.

NIM giảm còn 2.7%, do NH giữ lãi suất cho vay thấp, hỗ trợ nền kinh tế. VCB kỳ vọng cải thiện NIM nhờ chuyển dịch cơ cấu nợ, đa dạng hóa nguồn HĐ, tối ưu hóa bảng cân đối.

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng ổn định 3% lên 13.6 nghìn tỷ đồng nhờ hoạt động ngoại hối (+16%) và xử lý nợ xấu (+4%). VCB đẩy mạnh dịch vụ thanh toán QR xuyên biên giới đối với NH số và tài trợ thương mại. NH "0 đồng" do VCB hỗ trợ (VCB Neo) đã báo lãi khoảng 1,900 tỷ đồng ngay trong năm đầu tiên tái cơ cấu.

Chất lượng tài sản vững chắc. Tỷ lệ Nợ xấu tăng nhẹ 1 bps lên 0.97%. Số dư nợ xấu giảm 31% còn 9.6 nghìn tỷ đồng. Nợ cần chú ý giảm 31% còn 9.6 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 175%, cao nhất ngành, tạo bộ đệm dự phòng an toàn. VCB đạt mục tiêu được NHNN phê duyệt áp dụng IRB theo chuẩn Basel III năm 2029.

Triển vọng doanh nghiệp

VCB là một trong những NH hưởng lợi lớn nhất từ NQ 79 về "Tái định vị và nâng cao hiệu quả kinh tế Nhà nước". NQ cho phép doanh nghiệp Nhà nước then chốt được giữ lại LN hoặc dùng nguồn thu từ thoái vốn để tái đầu tư tăng VDL, qua đó đẩy nhanh quá trình tăng vốn. Năm 2026, VCB cũng có kế hoạch chào bán riêng lẻ 6.5% cho NĐT NN, giúp tăng CAR, mở rộng hoạt động và đáp ứng các chuẩn quản trị rủi ro khắt khe hơn. Đồng thời, nhờ các động lực kinh tế và chính sách của Chính phủ, chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2026 của VCB đạt 14.1%. VCB có lợi thế huy động từ tỷ lệ CASA cao, nhưng từ đầu năm 2026, tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước bị loại khỏi LDR theo Thông tư 26/2022, có thể làm 'đệm' thanh khoản giảm đi, tạo áp lực chi phí. Chúng tôi ước tính NIM đi ngang (2.68%).

Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ tiếp tục duy trì chính sách quản lý rủi ro thận trọng, qua đó củng cố vị thế số 1 ngành về chất lượng tài sản, với tỷ lệ nợ xấu dưới 1% trong năm 2026 và tỷ lệ bao phủ ở mức cao. Bối cảnh vĩ mô thuận lợi cũng giúp VCB giảm áp lực dự phòng năm 2026. Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNTT năm 2026 của VCB đạt 51.3 nghìn tỷ đồng. (+16.6%).

Rủi ro

(1) Nền kinh tế tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng. (2) Áp lực chi phí tăng nhanh hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến NIM và LN.

Bảng 1: Các chỉ tiêu tài chính

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
Thu nhập lãi thuần	36,023	38,684	41,152	58,674	67,467
Thu nhập ngoài lãi	9,570	8,622	14,261	13,684	16,473
Thu nhập trước thuế	22,729	26,306	28,829	44,020	51,315
Tăng trưởng tín dụng (%)	25%	28%	25%	15.3%	14.1%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	15%	28%	26%	10.4%	12.2%
NIM	5.82%	5.02%	4.24%	2.67%	2.68%

Cập nhật Buổi gặp gỡ nhà đầu tư KQKD năm 2025

KHKD 2026:

Chỉ số	Thực hiện 2025	Dự báo/Kế hoạch 2026
Lợi nhuận trước thuế	44.020 tỷ đồng	Tăng trưởng 5% - 10%
Tăng trưởng tín dụng	15.5%	13% - 20%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,97%	< 1.5%
Tỷ lệ bao phủ (LLR)	174%	150% - 200%
Cổ tức tiền mặt	~10%	Dự kiến duy trì quanh 10%

a. Các con số này hiện ở mức dự kiến và sẽ được trình thông qua tại Đại hội đồng cổ đông vào tháng 4/2026:

- Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế: Dự kiến tăng trưởng tối thiểu 5% so với năm 2025. Nếu điều kiện kinh tế khởi sắc hơn, mục tiêu có thể tiệm cận mức 10%.
- Tăng trưởng tín dụng:
- Kịch bản cơ sở: Dự kiến tăng trưởng tối thiểu 13%.
- Kịch bản lạc quan: Có thể lên tới 20% nếu kinh tế phục hồi mạnh và khách hàng đáp ứng tốt các tiêu chuẩn thẩm định.
- Lưu ý: VCB vẫn đang chờ Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cấp hạn mức chính thức.
- Tăng trưởng huy động vốn: Mục tiêu tăng trưởng tiền gửi sẽ được duy trì cao hơn tốc độ tăng trưởng cho vay để đảm bảo thanh khoản hệ thống.

b. Chiến lược tăng trưởng theo phân khúc

VCB xác định các động lực chính cho năm 2026 bao gồm:

- Khối Doanh nghiệp:
- Tập trung vào các ngành ưu tiên của Chính phủ và các dự án trọng điểm quốc gia như hạ tầng giao thông (cảng biển), năng lượng.
- Dự kiến giải ngân cho các dự án hạ tầng trong năm 2026 sẽ chiếm khoảng 1 - 2% tổng dư nợ của năm trước.
- Tiếp tục duy trì sự thận trọng đối với mảng Bất động sản, chỉ chọn lọc các dự án có pháp lý rõ ràng từ các chủ đầu tư uy tín.
- Khối Bán lẻ:
- Dự báo phân khúc SME và Hộ gia đình sẽ tăng trưởng tốt hơn mức trung bình nhờ triển vọng kinh tế khả quan.
- Tiếp tục đẩy mạnh cho vay tiêu dùng thông qua số hóa.
- Mảng cho vay mua nhà tập trung vào nhu cầu ở thực, đặc biệt là phân khúc nhà ở giá rẻ và nhà ở xã hội. Dự kiến tăng trưởng mảng này sẽ thấp hơn mức trung bình của khối bán lẻ một chút do ảnh hưởng từ việc điều chỉnh lãi suất. VCB khẳng định nợ xấu mảng này sẽ không tăng do quy trình thẩm định chọn lọc khách hàng có thu nhập tốt và tài sản đảm bảo đầy đủ.

c. NIM

- NIM dự kiến có xu hướng tăng nhẹ nhờ chiến lược chuyển dịch mạnh sang các khoản vay trung và dài hạn (hiện chiếm 41% tổng dư nợ) để tối ưu hóa lợi suất tài sản, kiểm soát chặt chẽ chi phí vốn và duy trì tỷ lệ Cho vay/Huy động (LDR) ở mức cao để hỗ trợ NIM.

d. CIR Duy trì dưới 35%.

e. Quản trị rủi ro và Chất lượng tài sản

- Kiểm soát nợ xấu: Đặt mục tiêu khống chế tỷ lệ nợ xấu dưới 1.5%, duy trì mức ổn định tương đương năm 2025.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu: Dự kiến duy trì trong khoảng 150% - 200%.
- Chi phí tín dụng: Năm 2026, ngân hàng ghi nhận một số khoản hoàn nhập từ các khách hàng đã trích lập trong giai đoạn dịch COVID-19. Điều này giúp giảm chi phí tín dụng đáng kể. Dự báo duy trì ở mức thấp từ 0.2% - 0.3%. Về dài hạn, ngân hàng thoải mái với mức 0.2% - 0.5% tùy tình hình thị trường.

f. Kế hoạch vốn và Cổ tức

- Phát hành riêng lẻ: Dự kiến sẽ thực hiện trong năm 2026 theo kế hoạch đã phê duyệt để tăng cường năng lực vốn và hệ số CAR.
- Hệ số an toàn vốn: Mục tiêu duy trì trong khoảng 12% - 14%.
- Cổ tức: VCB có kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2026 để tăng vốn điều lệ. Ngoài ra, mức chi trả cổ tức tiền mặt dự kiến khoảng 10%.

g. Lộ trình chuyển đổi quốc tế

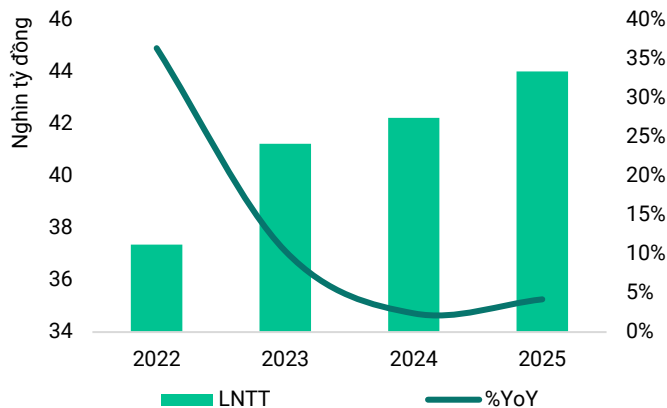
- Basel III (IRB): Năm 2026 sẽ là giai đoạn chuẩn bị nội bộ để hướng tới mục tiêu chính thức áp dụng phương pháp IRB vào năm 2029.
- IFRS 9: Đã hoàn tất công tác chuẩn bị và sẵn sàng công bố báo cáo ngay khi có lộ trình chính thức từ Bộ Tài chính.
- ESG: Đã giải ngân hơn 50% số tiền thu được từ phát hành trái phiếu liên kết bền vững (3,000 tỷ đồng) cho các dự án xanh.

h. VCB Neo:

- Năm 2026, VCB không có kế hoạch chuyển nhượng thêm các khoản vay mới, ngoại trừ việc thay thế một phần dư nợ đã chuyển nhượng khi các khoản đó đến hạn để duy trì quy mô danh mục.

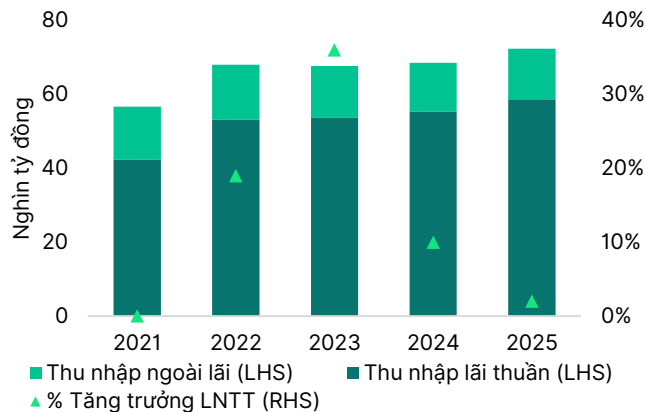
VCB hoàn thành năm 2025 vượt kế hoạch, và tăng trưởng cao hơn năm trước. NH tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu về chất lượng bảng cân đối. Sang năm 2026, VCB hưởng lợi từ các động lực tăng trưởng sau: (1) Với kế hoạch đầu tư công năm 2026 dự kiến đạt 1.1 triệu tỷ đồng (tăng mạnh so với các năm trước), VCB hưởng lợi từ vị thế ngân hàng thương mại nhà nước chủ lực sẽ là đơn vị tiên phong trong việc cung ứng vốn cho các siêu dự án quốc gia. Thông qua đó giúp duy trì tệp khách hàng doanh nghiệp chất lượng và ổn định chất lượng bảng cân đối. (2) Nghị quyết 79 là nghị quyết then chốt giúp nâng cao hiệu quả tổng thể của nền kinh tế, nhấn mạnh vai trò của các doanh nghiệp nhà nước (SOE) lớn, trong đó có VCB, trong việc dẫn dắt dòng vốn và đầu tư. Khung chính sách này tạo cơ chế rõ ràng hơn, giúp VCB tối ưu hóa sự cân bằng giữa hiệu quả kinh doanh và trách nhiệm thực thi chính sách quốc gia, từ đó hóa giải các rào cản về thủ tục và thúc đẩy tốc độ tăng vốn, cải thiện hệ số CAR, tạo bộ phận để VCB đổi mới, áp dụng chuẩn mực quản trị quốc tế, và giúp VCB bắt tốc về tiềm lực tài chính. Mục tiêu đến năm 2030 có ít nhất 03 NHTM NN (trong đó VCB là ứng viên hàng đầu) lọt vào nhóm 100 ngân hàng lớn nhất khu vực Châu Á về tổng tài sản.

Hình 1. Kết quả kinh doanh 2025 của VCB



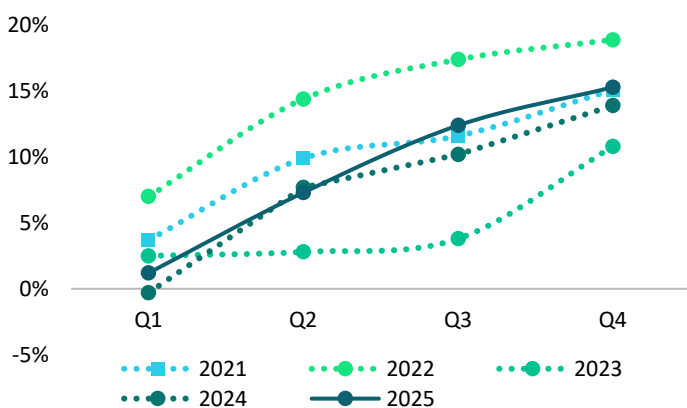
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 2. Cơ cấu thu nhập năm 2025



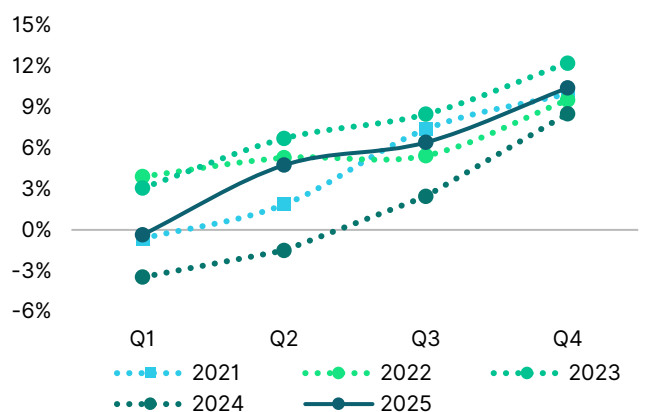
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 3. Tăng trưởng tín dụng



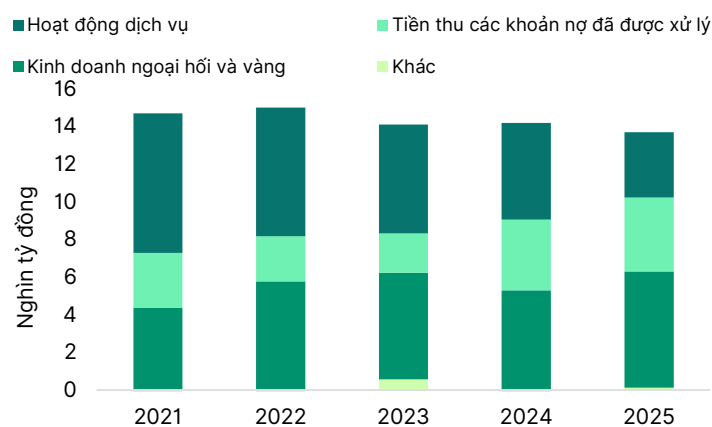
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 4. Tăng trưởng tiền gửi



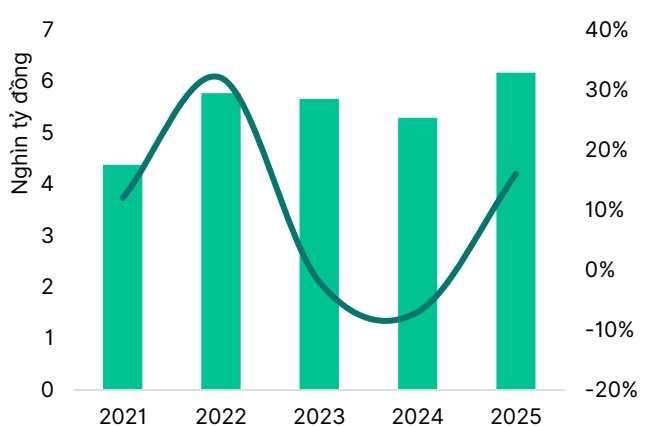
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 5. Thu ngoài lãi của VCB qua các năm



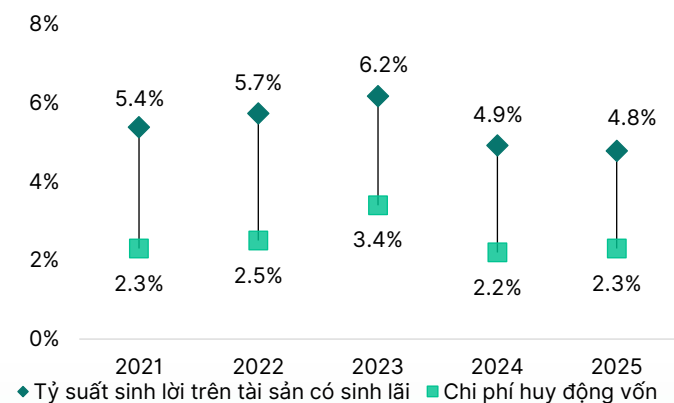
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 6. Thu nhập từ hoạt động ngoại hối



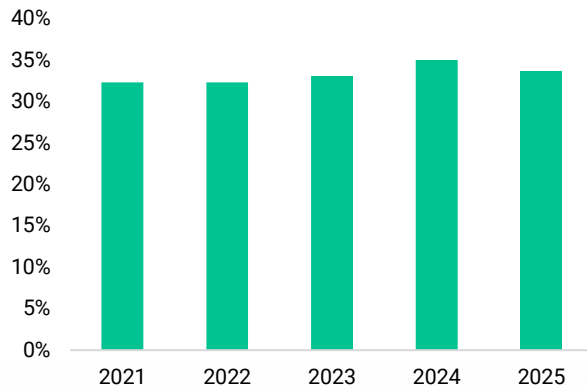
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 7. NIM của VCB qua thời gian



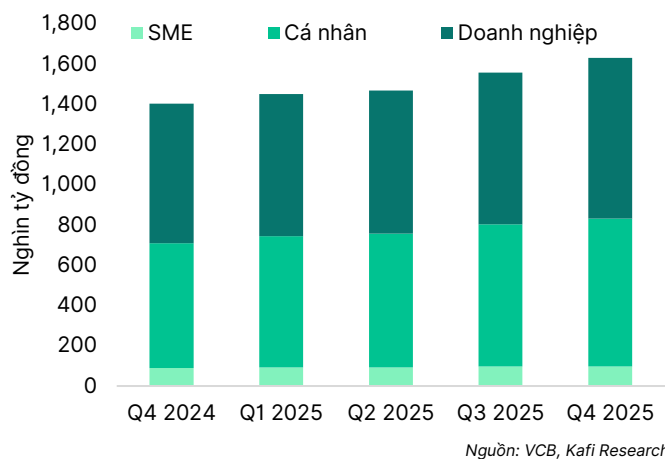
Nguồn: VCB, Kafi Research

Hình 8. Tỷ lệ CASA

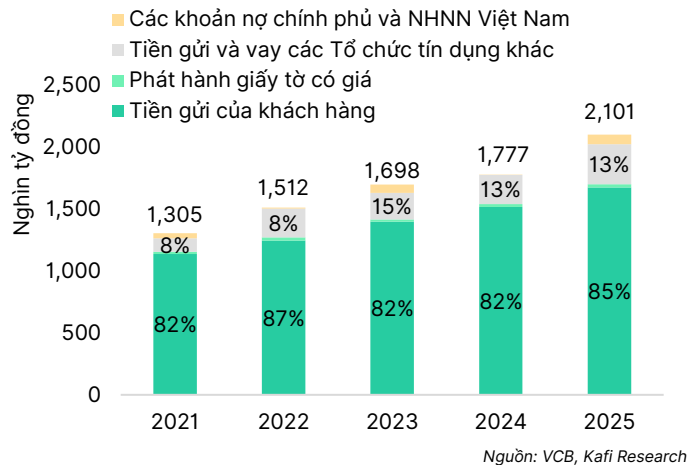


Nguồn: VCB, Kafi Research

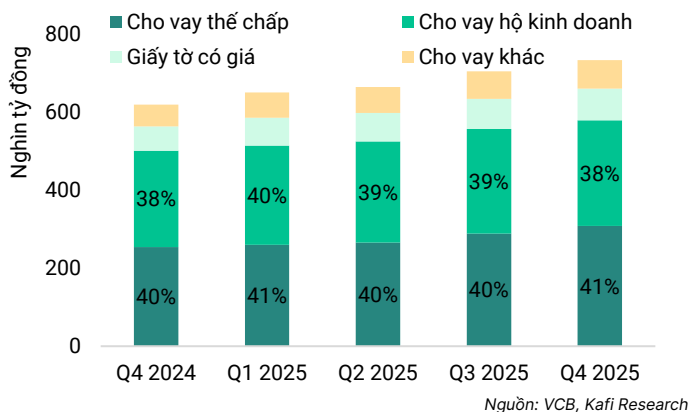
Hình 9. Cơ cấu cho vay



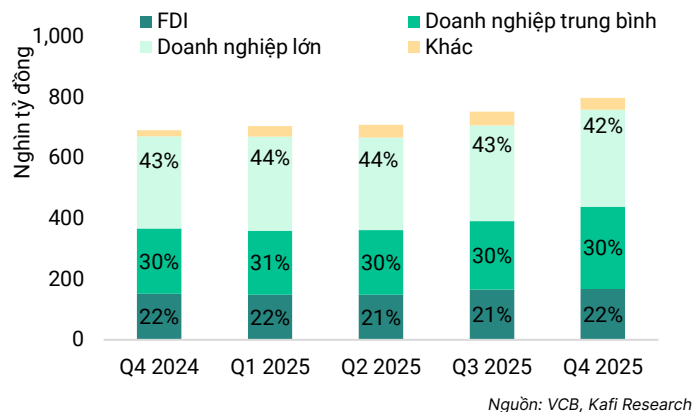
Hình 10. Cơ cấu huy động vốn



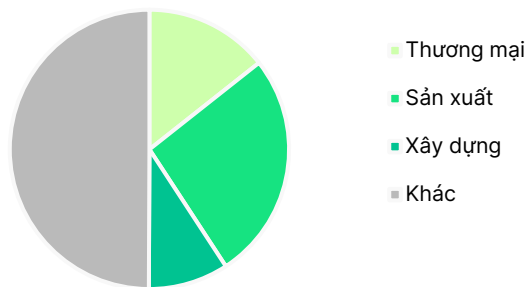
Hình 11. Cơ cấu cho vay cá nhân



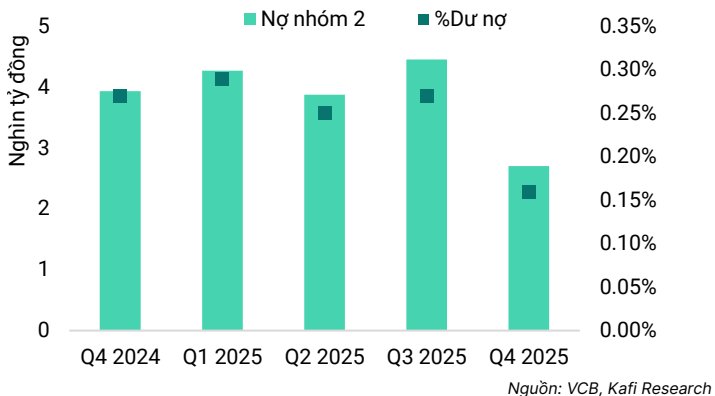
Hình 12. Cơ cấu cho vay doanh nghiệp



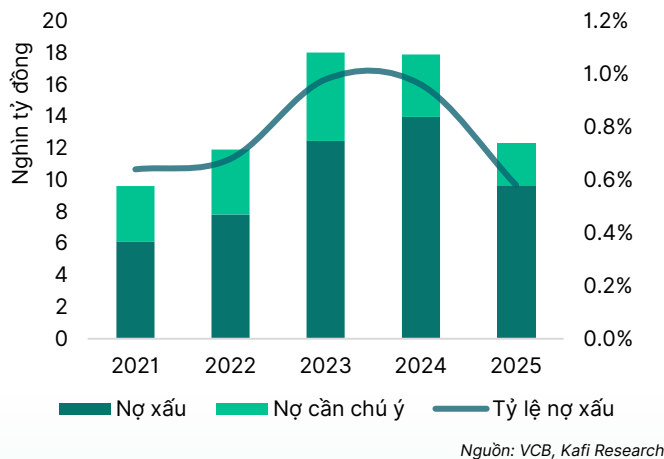
Hình 13. Cơ cấu cho vay theo ngành



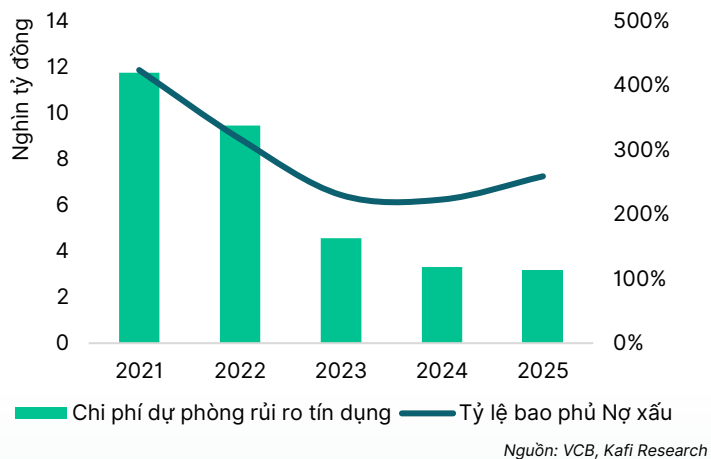
Hình 14. Nợ nhóm 2 của VCB



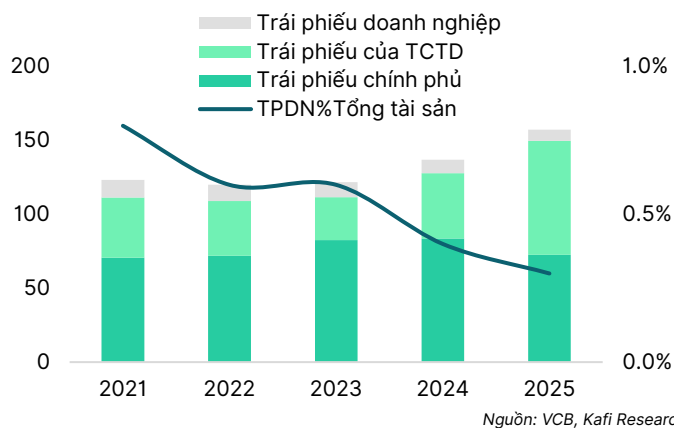
Hình 15. Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của VCB



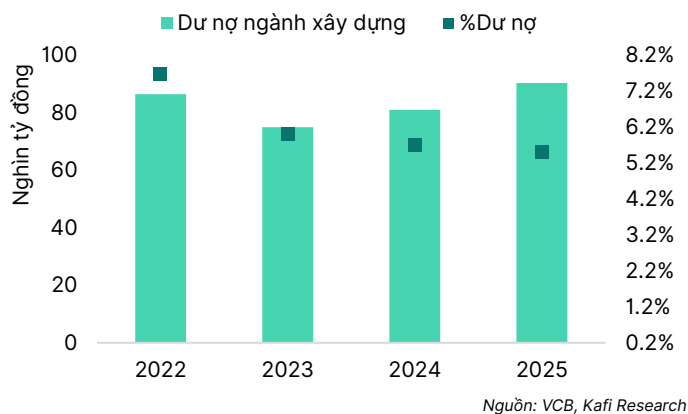
Hình 16. Chi phí dự phòng rủi ro và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



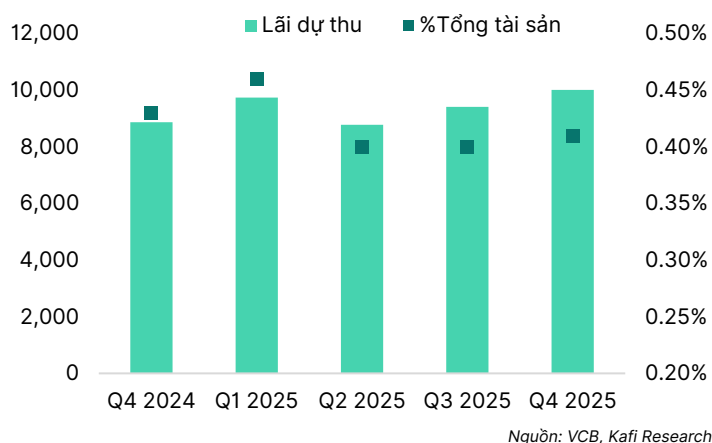
Hình 17. Danh mục chứng khoán đầu tư



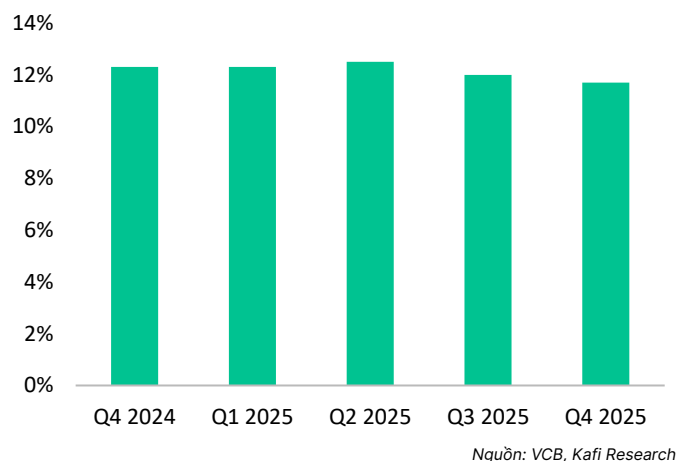
Hình 18. Cho vay ngành xây dựng



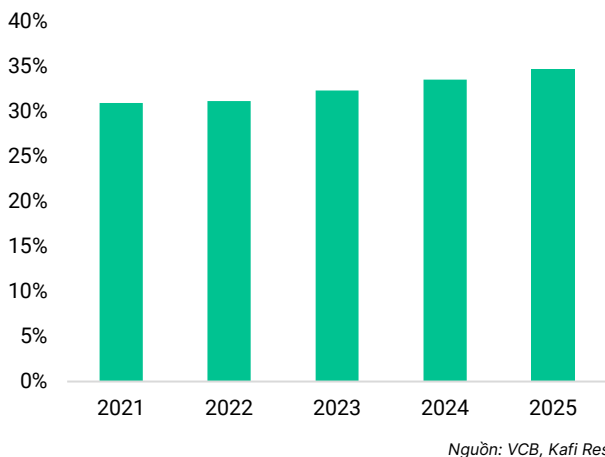
Hình 19. Lãi dự thu của VCB



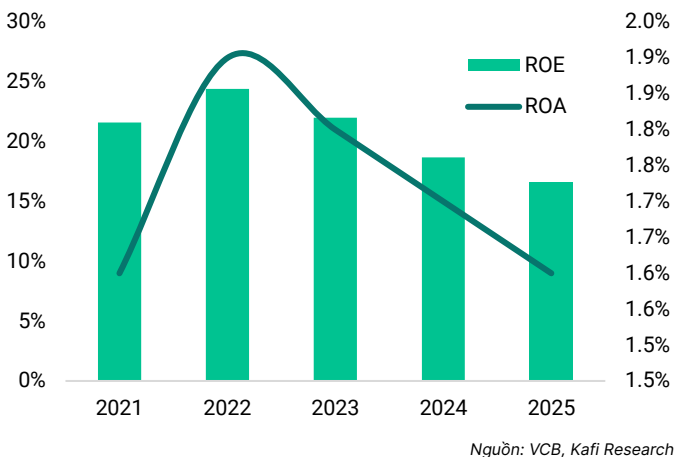
Hình 20. Tỷ lệ an toàn vốn của VCB



Hình 21. Tỷ lệ CIR (Cost-to-Income) của VCB



Hình 22. ROE và ROA của VCB năm 2025



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.

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%.

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.