NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HSX: VPB)

Tăng trưởng vượt trội, định giá hấp dẫn

- Nhờ (i) mức TTTD vượt trội bù đắp mức giảm của NIM, (ii) tăng trưởng tích cực của thu nhập ngoài lãi và (iii) chi phí tín dụng được kiểm soát, LNTT năm 2026-2027 của VPB kỳ vọng tăng lần lượt 39.8%/22.0% svck.
- Chất lượng tài sản cuối năm 2026 và bộ đệm dự phòng rủi ro dự báo cải thiện so với đầu năm.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VPB với giá mục tiêu 39,400 VNĐ/cp.

KHẢ QUAN

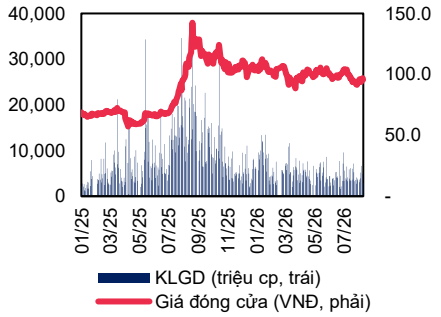
Giá mục tiêu **39,400 VNĐ**

Tiềm năng tăng giá *54.5%*

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh mức P/B mục tiêu từ mức 1.5x xuống 1.4x

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	25,500
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	38,000
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	23,200
Vốn hóa (Tỷ đồng)	202,315
P/E (TTM)	6.79
P/B	1.13
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23.47

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

Cơ cấu sở hữu

SMBC	15.0%
Diera Corp JSC	4.4%
Ngô Chí Dũng	4.1%
Khác	76.5%

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

KQKD 6T26: Lợi nhuận tăng trưởng vượt trội nhờ tín dụng và thu nhập ngoài lãi

LNTT 6T26 của VPB đạt 18,880 tỷ đồng, tăng 68.1% svck và hoàn thành 45.7% kế hoạch năm. Kết quả tích cực chủ yếu đến từ tăng trưởng tín dụng vượt trội, đạt 23.2% so với đầu năm, giúp thu nhập lãi thuần tăng 30.2% svck, bù đắp áp lực NIM giảm do chi phí vốn tăng. Bên cạnh đó, thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 60.6% svck, được hỗ trợ bởi lãi thuần dịch vụ, hoạt động khác và đóng góp tích cực từ VPX. Hiệu quả vận hành tiếp tục cải thiện khi CIR 6T26 duy trì ở mức 20%, giúp lợi nhuận trước dự phòng tăng 44.7% svck. Chất lượng tài sản cuối Q2/26 cải thiện so với cuối năm, với tỷ lệ nợ xấu giảm về 3.28% và LLR đạt 56.2%.

Triển vọng 2026 - 2027: Tín dụng cao là động lực chính, chất lượng tài sản cải thiện nhẹ

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của VPB trong giai đoạn 2026-2027 tiếp tục được dẫn dắt bởi hạn mức tín dụng cao, nhu cầu tín dụng doanh nghiệp phục hồi và sự mở rộng của hệ sinh thái tài chính. NIM có thể chưa phục hồi rõ nét trong ngắn hạn do chi phí huy động còn neo cao, tuy nhiên mức suy giảm dự kiến thu hẹp dần từ nửa cuối năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của VPB tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2026-2027, với tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2026/2027 dự báo giảm về 3.25%/3.18%, nhờ tỷ lệ hình thành nợ xấu được kiểm soát và việc ngân hàng tiếp tục chủ động xử lý nợ xấu. Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng năm 2026 tăng 21.7% svck, qua đó giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu cải thiện lên 61.4% cuối năm 2026 và 61.6% cuối năm 2027, dù vẫn chưa trở lại nhóm có bộ đệm cao trong ngành.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 39,400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 39,400 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 54.5%. Luận điểm đầu tư chính gồm: (i) tăng trưởng tín dụng duy trì trong nhóm dẫn đầu ngành nhờ lợi thế từ chuyển giao bắt buộc, (ii) thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt với đóng góp nổi bật từ VPX, (iii) chất lượng tài sản cải thiện, và (iv) định giá vẫn hấp dẫn khi VPB đang giao dịch tại P/B khoảng 1.1x, thấp hơn trung vị lịch sử trong khi ROE và chất lượng tài sản được kỳ vọng cải thiện. Rủi ro đầu tư gồm: (i) NIM giảm sâu hơn kỳ vọng nếu chi phí huy động tiếp tục tăng, và (ii) chất lượng tài sản có thể chịu áp lực nếu mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức cao trong thời gian dài.

Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi thuần	49,080	58,663	75,132	97,182
Tổng thu nhập hoạt động	62,255	74,654	95,067	121,131
Chi phí trích lập dự phòng	(27,903)	(25,399)	(30,914)	(40,320)
LNST	15,779	23,990	33,875	41,406
Biên lãi ròng (NIM)	5.8%	5.5%	5.2%	5.1%
Tăng trưởng huy động	12.7%	33.0%	38.3%	34.9%
Tăng trưởng tín dụng	18.0%	35.4%	35.0%	35.0%
Tăng trưởng LNST	58.2%	52.0%	41.2%	22.2%
BVPS	17,886	21,163	24,932	30,151
P/B	1.43	1.20	1.02	0.85

Nguồn: VPB, MBS Research

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng
Dung1.NguyenTien@mbs.com.vn

Luận điểm đầu tư & Định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu VPB với các luận điểm sau:

1) Tính đến cuối Q2/26, quy mô tổng tài sản của VPB và mức tăng trưởng kép hàng năm bình quân trong giai đoạn 2020-2025 đạt 25% đều đứng thứ 2 trong nhóm ngân hàng tư nhân chỉ sau MBB.

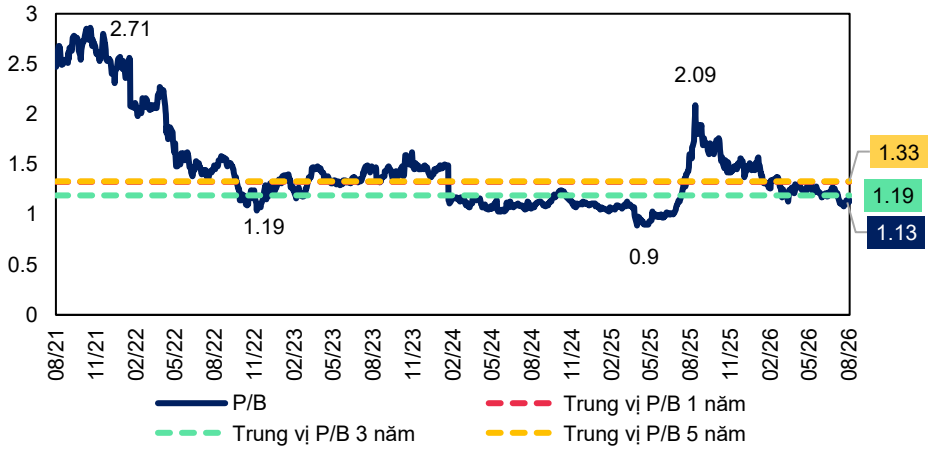
2) Tăng trưởng tín dụng của VPB năm 2026-2027 kỳ vọng tiếp tục nằm trong nhóm dẫn đầu ngành nhờ nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém, giúp thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh NIM chưa thể phục hồi rõ nét. Bên cạnh đó là khả năng huy động vốn bám sát tăng trưởng tín dụng, cùng năng lực huy động nguồn vốn quốc tế nhờ sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược SMBC.

3) Đa dạng hóa nguồn thu và hưởng lợi từ hệ sinh thái tài chính, đặc biệt là đóng góp ngày càng rõ nét từ VPBankS/VPX.

4) Chất lượng tài sản được dự báo tiếp tục cải thiện nhờ VPB chủ động trích lập và xử lý nợ xấu, trong khi tỷ lệ hình thành nợ xấu trên dư nợ bình quân kỳ vọng được kiểm soát trong bối cảnh lãi suất còn neo cao.

5) P/B hiện tại của VPB thấp hơn trung vị 3 năm, trong khi ROE và chất lượng tài sản được kỳ vọng cải thiện trong giai đoạn 2026–2027.

Hình 1: VPB hiện giao dịch ở mức 1.1x, thấp hơn 5% và 15% so với trung vị 3 và 5 năm



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 39,400 đồng, với tiềm năng tăng giá 54.5%

- **Phương pháp thu nhập thặng dư:** Chúng tôi chiết khấu giá trị thu nhập thặng dư với mức chi phí vốn là 14.5%, với điều chỉnh nâng lãi suất phi rủi ro từ mức 4% lên 4.5% do sự gia tăng của lãi suất chính phủ 10 năm, giảm phần bù rủi ro từ mức 8.5% xuống 8%, và cập nhật lại beta.
- **Phương pháp so sánh P/B:** Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu 1.4x cho bình quân BVPS năm 2026-2027 với giả định kỳ vọng của nhà đầu tư về câu chuyện tăng trưởng cao của VPB đã phần nào phản ánh vào giá. Mức P/B mục tiêu này cao hơn 14% trung vị P/B 3 năm và tương đương P/B trung vị 1 năm vừa qua, phù hợp với dự phóng ROE và chất lượng tài sản cải thiện.

Hình 2: Định giá thu nhập thặng dư

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LS phi rủi ro	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Phần bù rủi ro	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Chi phí vốn cổ phần	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					3.0%
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	9,529	12,723	18,581	25,040	22,680
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	8,322	9,705	12,378	14,569	11,524
VCSH đầu kỳ	167,903				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	56,498				
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	103,217				
Giá trị VCSH cuối kỳ	327,618				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,934				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	**41,300**				

Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 3: Giá mục tiêu kết hợp 2 phương pháp

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	41,300	50%	20,650
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.4x)	37,457	50%	18,728
Giá mục tiêu			**39,400**

Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 4: So sánh với các ngân hàng khác

Ngân hàng	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Tăng giá	Khuyến nghị	P/B định giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LNST		ROE		ROA	
	Tỷ đồng	(VND/cp)				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ACB	131,470	28,350	25.2%	KHẢ QUAN	1.5x	7.3x	5.9x	1.2x	1.0x	15.8%	24.2%	17.8%	18.7%	1.7%	1.8%
BID	284,651	52,800	35.0%	KHẢ QUAN	1.8x	7.9x	7.1x	1.4x	1.2x	18.3%	13.3%	19.1%	18.4%	1.0%	1.0%
CTG	250,872	50,200	55.4%	KHẢ QUAN	1.8x	6.3x	5.6x	1.2x	1.0x	14.9%	12.4%	20.4%	20.6%	1.4%	1.5%
EIB	33,715	14,900	-17.7%	KÉM KHẢ QUAN	1.0x	28.4x	22.5x	1.2x	1.2x	4.6%	25.9%	4.5%	5.3%	0.4%	0.5%
HDB	134,642	38,350	42.6%	KHẢ QUAN	1.6x	5.8x	4.3x	1.3x	1.0x	27.3%	38.5%	27.3%	27.9%	2.3%	2.4%
LPB	160,417	N/A	N/A	N/A	N/A	13.8x	11.9x	2.8x	2.3x	1.5%	16.3%	22.0%	20.9%	1.8%	1.8%
MBB	204,899	N/A	N/A	N/A	N/A	5.3x	3.8x	1.0x	0.8x	15.9%	37.7%	20.2%	22.5%	1.7%	1.9%
OCB	33,228	N/A	N/A	N/A	N/A	7.0x	5.7x	0.8x	0.7x	3.3%	21.4%	11.5%	12.4%	1.2%	1.3%
STB	140,072	58,800	-20.9%	KÉM KHẢ QUAN	1.6x	21.9x	13.6x	2.1x	1.9x	7.8%	60.7%	10.2%	14.5%	0.7%	1.0%
TCB	219,673	44,300	42.9%	KHẢ QUAN	1.6x	7.5x	6.3x	1.1x	1.0x	16.4%	17.6%	16.7%	17.0%	2.3%	2.2%
TPB	40,778	20,500	39.5%	KHẢ QUAN	1.1x	4.8x	4.2x	0.8x	0.7x	13.7%	14.6%	16.9%	16.3%	1.6%	1.6%
VCB	499,669	74,500	24.6%	KHẢ QUAN	2.2x	11.9x	10.5x	1.9x	1.6x	19.0%	13.4%	16.9%	16.2%	1.6%	1.6%
VIB	50,379	22,000	48.6%	KHẢ QUAN	1.3x	5.6x	4.8x	1.0x	0.8x	23.5%	17.4%	18.1%	18.4%	1.6%	1.7%
VPB	202,315	39,400	54.5%	KHẢ QUAN	1.4x	6.0x	4.9x	1.0x	0.8x	40.6%	22.0%	17.6%	18.1%	2.3%	2.2%
TB các NHTMCP Nhà nước					**1.9x**	**8.7x**	**7.7x**	**1.5x**	**1.3x**	**17.3%**	**13.1%**	**18.8%**	**18.4%**	**1.3%**	**1.4%**
TB các NHTMCP tư nhân					**1.4x**	**10.3x**	**8.0x**	**1.3x**	**1.1x**	**19.8%**	**26.8%**	**16.6%**	**17.5%**	**1.6%**	**1.7%**
Trung bình					**1.5x**	**10.0x**	**7.9x**	**1.3x**	**1.1x**	**18.8%**	**21.3%**	**17.1%**	**17.7%**	**1.5%**	**1.6%**

Giá đóng cửa tại ngày 11/08/2026

Nguồn: Các NHTM, MBS Research

Rủi ro đầu tư

1) Với bộ đệm dự phòng thấp hơn bình quân ngành, chất lượng tài sản của VPB có thể chịu áp lực nếu rủi ro tín dụng bán lẻ gia tăng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức cao.

2) NIM có thể giảm mạnh hơn kỳ vọng nếu cạnh tranh huy động gia tăng vào nửa cuối năm và mặt bằng thanh khoản hệ thống kém thuận lợi hơn dự kiến.

NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

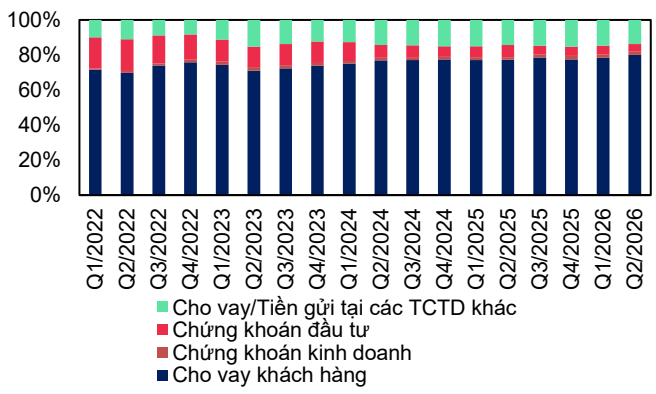
KQKD Q2/26 & 6T26: Giữ vững đà tăng trưởng vượt trội, hoàn thành 46% kế hoạch cả năm

Hình 5: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q2/26 & 6T26

(Đơn vị: tỷ đồng)	Q2/2026	Q2/2025	% svck	6T2026	6T2025	%svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	17,974	13,479	33.3%	34,934	26,834	30.2%	Thu nhập lãi thuần Q2/26 và 6T26 tăng trưởng mạnh, lần lượt 33.3% và 30.2% svck, chủ yếu nhờ mức tăng trưởng tín dụng đạt 23% so với đầu năm, bù đắp tác động từ mức giảm NIM so với cùng kỳ
Thu nhập ngoài lãi	5,510	3,056	80.3%	8,458	5,266	60.6%	Thu nhập ngoài lãi 6T26 tăng trưởng 60.6% svck chủ yếu nhờ lãi thuần từ hoạt động dịch vụ và hoạt động khác tăng trưởng 121% và 75%, bù đắp mức sụt giảm của mảng kinh doanh ngoại hối.
Tổng thu nhập hoạt động	23,484	16,535	42.0%	43,392	32,101	35.2%	
Chi phí hoạt động	(4,614)	(4,404)	4.8%	(8,932)	(8,278)	7.9%	
LN trước dự phòng	18,870	12,130	55.6%	34,459	23,822	44.7%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(7,910)	(5,916)	33.7%	(15,579)	(12,593)	23.7%	Chi phí dự phòng tăng mạnh do quy mô dư nợ tăng mạnh 23% và quy mô nợ xấu tăng 21% sv đầu năm, tuy nhiên tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 giảm lần lượt 5 điểm cơ bản và 11 điểm cơ bản sv đầu năm và chi phí tín dụng Q2/26 giảm 16 điểm cơ bản svck.
LN trước thuế	10,959	6,215	76.3%	18,880	11,229	68.1%	Lợi nhuận trước thuế hợp nhất 6T26 hoàn thành 45.7% kế hoạch cả năm.
LN ròng	8,385	4,862	72.4%	14,583	8,757	66.5%	
Tăng trưởng tín dụng	23.2%	18.6%	4.6%				Tăng trưởng tín dụng 6T26 chủ yếu được hỗ trợ bởi tín dụng doanh nghiệp và SME, lần lượt tăng 32% và 19% so với đầu năm, tập trung cho vay sản xuất kinh doanh và các ngành nghề trọng tâm. Trong khi đó, tín dụng bán lẻ tăng trưởng chậm hơn so với tăng trưởng doanh nghiệp, chỉ tăng 13% so với đầu năm, chủ yếu nhờ mảng cho vay tiêu dùng cải thiện.
Tăng trưởng huy động	22.7%	23.8%	-1.1%				TTHĐ bám sát tăng trưởng tín dụng, giúp hạn chế áp lực thanh khoản; tuy nhiên, điều này cũng khiến chi phí vốn tăng trong bối cảnh lãi suất huy động neo cao svck.
NIM	5.1%	5.3%	-0.2%				NIM Q2/26 của VPB đạt 5.1%, giảm 15 điểm cơ bản so với cùng kỳ do (i) áp lực từ chi phí vốn tăng cao, (ii) nhu cầu huy động vốn lớn, trong khi đó lợi suất tài sản chưa theo kịp mức tăng của chi phí vốn và (iii) một phần do mảng tài chính tiêu dùng chưa phục hồi
CIR	19.6%	26.6%	-7.0%				
CASA	12.8%	13.9%	-1.2%				
NPL	3.3%	4.0%	-0.7%				Tỷ lệ NPL và tỷ lệ nợ nhóm 2 lần lượt giảm 5 điểm cơ bản và 11 điểm cơ bản so với đầu năm.
LLR	56.2%	52.2%	4.0%				Do VPB gia tăng trích lập trong nửa đầu năm giúp tỷ lệ LLR cải thiện 4 điểm % svck
ROE	18.3%	12.4%	5.9%				
ROA	2.3%	1.8%	0.5%				

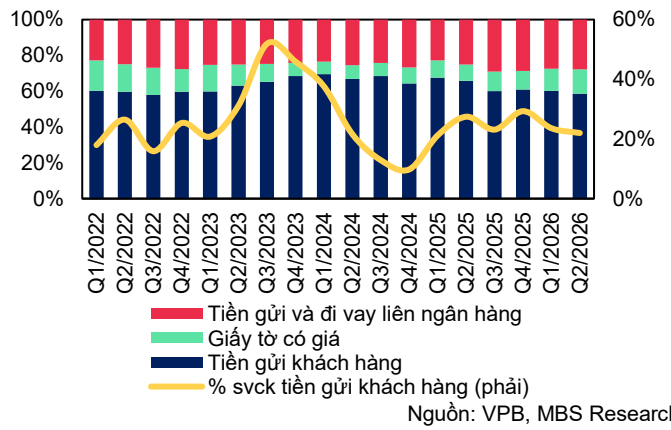
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu tài sản sinh lời theo quý



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 7: Cơ cấu nợ phải trả lãi theo quý



Nguồn: VPB, MBS Research

Triển vọng kinh doanh năm 2026 - 2027

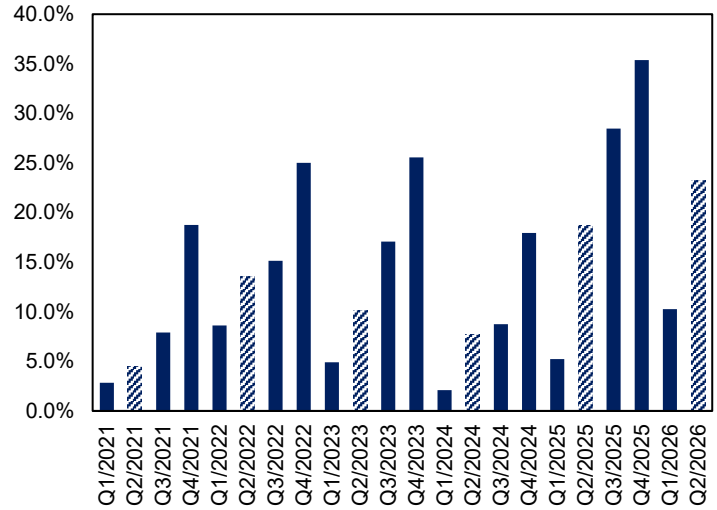
Hạn mức tín dụng vượt trội là đòn bẩy tăng trưởng lợi nhuận trong bối cảnh NIM chưa thể phục hồi

Tính đến cuối Q2/26, dư nợ tín dụng hợp nhất của VPB đạt 1.18 triệu tỷ đồng, tăng 23% so với đầu năm và tăng 12% so với cuối Q1/26. Tăng trưởng tín dụng (TTTD) cuối Q2/26 cao hơn mức 18.6% của cùng kỳ năm trước và gấp gần 3 lần so với TTTD toàn hệ thống. TTTD Q2/26 vẫn chủ yếu được dẫn dắt bởi nhóm khách hàng doanh nghiệp với mức tăng 32% so với đầu năm, trong đó có các mảng cho vay chủ lực như sản xuất, cơ sở hạ tầng, khoa học công nghệ. Tỷ trọng cho vay bán lẻ trên tổng dư nợ trong xu hướng giảm từ mức 57% cuối Q2/2022 xuống còn 35% cuối Q2/2026.

Mảng tín dụng bán lẻ, dù chưa theo kịp với tín dụng doanh nghiệp, đã ghi nhận tăng trưởng khá tốt trong 6T26, khoảng 13% so với đầu năm với động lực tăng trưởng đến từ cho vay hộ gia đình và cho vay tiêu dùng. Tỷ trọng cho vay mua nhà trên tổng dư nợ cho vay bán lẻ giảm 2 điểm phần trăm so với cuối năm trước xuống mức 40%, khi mặt bằng lãi suất cho vay tăng nhanh, thanh khoản thị trường bất động sản chưa phục hồi đồng đều trong nửa đầu năm 2026, và các thay đổi liên quan đến quy hoạch có thể khiến người mua nhà thận trọng hơn, làm giảm nhu cầu tín dụng cho lĩnh vực này. Bên cạnh đó, cho vay hộ kinh doanh và cho vay tiêu dùng khác tăng trưởng khá tốt, lần lượt tăng 14% và 18% so với đầu năm.

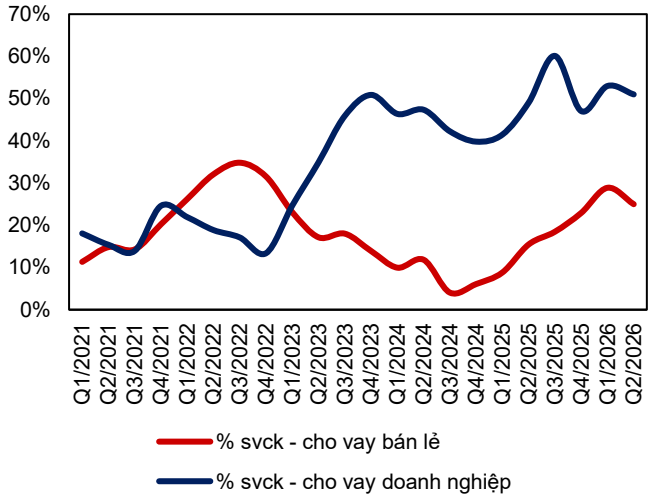
Liên quan đến lĩnh vực bất động sản, tổng dư nợ cuối Q2/26 của VPB tăng mạnh 30% so với đầu năm, chiếm 38% tổng dư nợ cho vay, trong đó, dư nợ cho vay mua nhà tăng chậm hơn (+10% so với đầu năm) so với dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản (+43% so với đầu năm) do người mua có tâm lý thận trọng hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cho vay gia tăng và các quy định quy hoạch mới được ban hành.

Hình 8: TTTD tính đến cuối Q2/26 của VPB gấp gần 3 lần so với TTTD chung toàn hệ thống, đạt mức TTTD cuối Q2 cao nhất từ trước tới nay



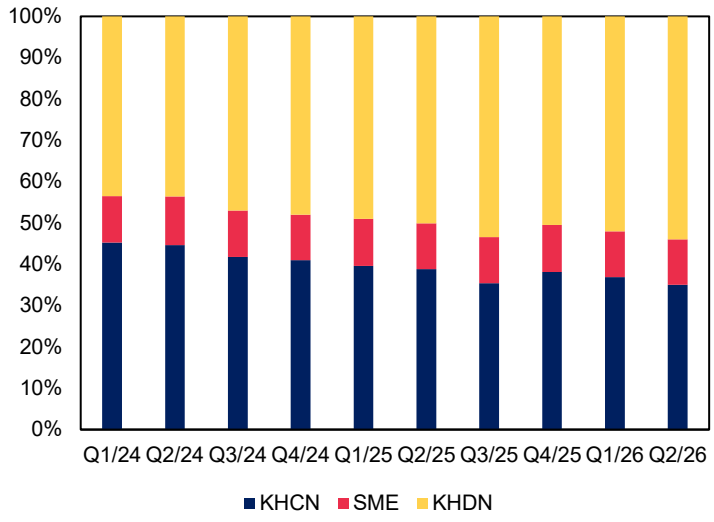
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 9: Tăng trưởng tín dụng doanh nghiệp svck vượt trội hơn đáng kể so với tăng trưởng bán lẻ nhờ nhu cầu phục hồi rõ nét



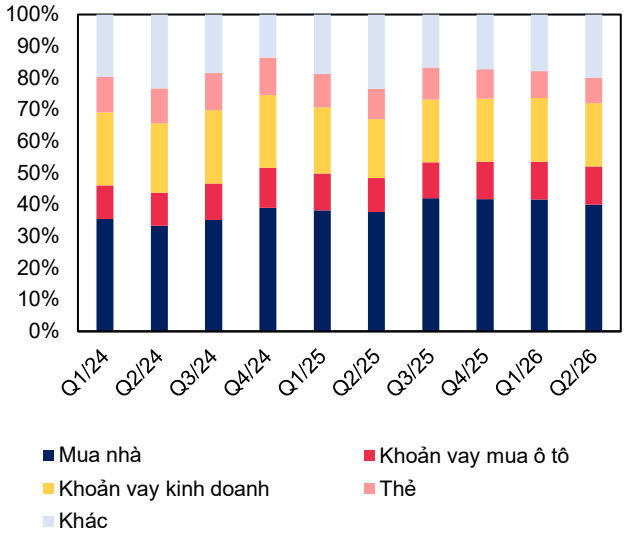
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 10: Cơ cấu tín dụng theo từng nhóm khách hàng (Đơn vị: %)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 11: Cơ cấu tín dụng nhóm khách hàng bán lẻ



Nguồn: VPB, MBS Research

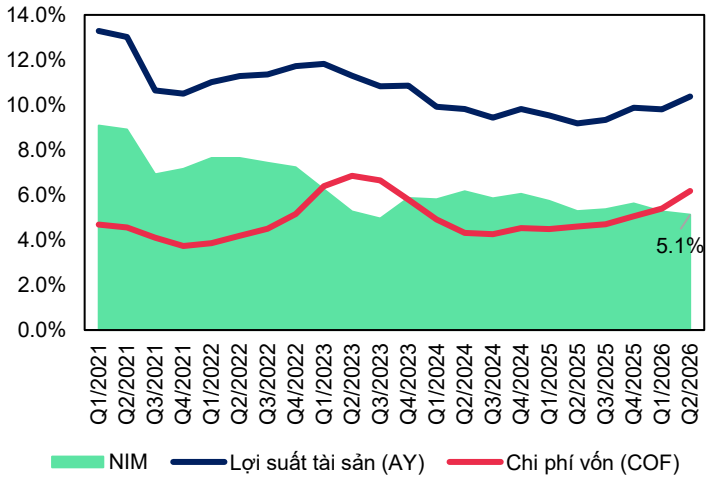
Trong bối cảnh cầu tín dụng phục hồi, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng trong năm 2026-2027 của VPB đạt quanh mức 35%, trong đó tăng trưởng tín dụng doanh nghiệp được kỳ vọng tiếp tục là động lực dẫn dắt tăng trưởng chung trong bối cảnh (i) mặt bằng lãi suất vẫn neo ở mức cao và (ii) nhu cầu sản xuất kinh doanh, xây dựng hạ tầng,… tiếp tục tăng trưởng tốt. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tín dụng BĐS tiếp tục tăng do VPB có room tín dụng cao và không chịu áp lực kiểm soát tăng trưởng tín dụng BĐS như một số ngân hàng khác. Tín dụng bán lẻ cuối năm kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng so với cuối Q2/26, có thể tăng khoảng 20-22% so với đầu năm, chủ yếu được hỗ trợ bởi (i) sự phục hồi đáng kể của cho vay hộ kinh doanh khi nhóm khách hàng này dần thích nghi với các quy định liên quan đến thuế kê khai, (ii) mở rộng danh mục cho vay tiêu dùng.

Khả năng huy động tốt là điểm sáng giúp cải thiện áp lực thanh khoản cho VPB, tuy nhiên trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động cao lại tạo áp lực lên chi phí vốn

Bám sát mức tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng huy động[1] cuối Q2/26 của VPB đạt mức 22.7% so với đầu năm, trong đó tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá tăng lần lượt 16.7% và 57.7% so với đầu năm. Trong đó, giấy tờ có giá tăng mạnh ở các kỳ hạn 12 tháng đến dưới 5 năm và từ 5 năm trở lên, lần lượt tăng 4.67 lần và 8.33 lần so với đầu năm. Ngoài ra, VPB là ngân hàng có quy mô huy động vốn quốc tế lớn hàng đầu trong ngành, giúp huy động nguồn vốn dài hạn và ổn định hơn. Với việc gia tăng mạnh huy động kỳ hạn dài – thường có chi phí cao hơn, khiến chi phí vốn trong 6T26 của VPB tăng mạnh hơn 2 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, lợi suất tài sản chưa tăng theo kịp mức tăng của chi phí vốn. Theo đó, NIM Q2/26 của VPB đạt 5.1%, giảm 15 điểm cơ bản so với cùng kỳ và 15 điểm cơ bản so với quý trước do (i) mặt bằng lãi suất huy động tăng cao, (ii) tăng trưởng huy động tích cực khiến chi phí lãi gia tăng.

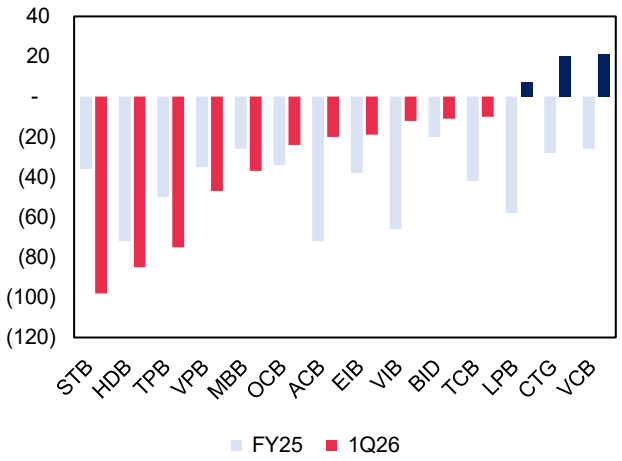
[1] Tổng huy động = Tiền gửi khách hàng + Giấy tờ có giá

Hình 12: NIM theo quý liên tục suy giảm svck và chạm mức thấp nhất từ trước tới nay (Đơn vị: %)



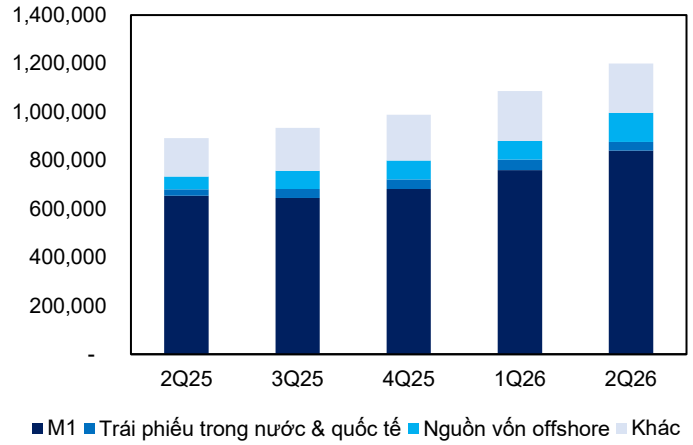
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 13: Mức suy giảm NIM svck của VPB trong Q1/26 cao hơn so với mức giảm trong năm 2025 do mức nền cao của Q1/25, tuy nhiên mức giảm trong Q2/26 đã cải thiện so với mức năm 2025



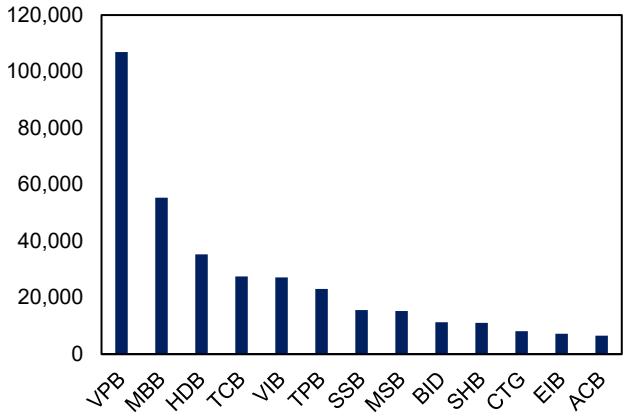
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 14: Cơ cấu huy động của VPB giảm bớt phụ thuộc vào thị trường 1, thay vào đó mở rộng quy mô huy động nguồn vốn offshore



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 15: Quy mô huy động vốn quốc tế cuối Q1/26 của VPB dẫn đầu toàn ngành nhờ sự hỗ trợ từ cổ đông chiến lược SMBC



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS Research

Với mức LDR thuần cuối Q2/26 đạt 110%, VPB được kỳ vọng tiếp tục gia tăng huy động trong nửa cuối năm, đặc biệt với các sản phẩm huy động có tính chất ổn định, bền vững hơn, hướng tới mục tiêu tăng trưởng huy động cuối năm đạt 39% so với đầu năm. Kết hợp với việc mặt bằng lãi suất huy động các kênh đều neo ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng NIM của VPB trong năm 2026-2027 giảm lần lượt 25 và 12 điểm cơ bản svck, tuy nhiên mức suy giảm svck sẽ giảm dần do mức tăng của chi phí huy động chậm dần lại, trong khi lợi suất tài sản có thể cải thiện đáng kể hơn trong nửa cuối năm 2026 trở đi nhờ (i) lãi suất thả nổi cao hơn của các khoản cho vay mua nhà, (ii) cho vay bán lẻ phục hồi rõ nét hơn trong nửa cuối năm.

Đa dạng hóa nguồn thu, phát huy năng lực hệ sinh thái tài chính và tối ưu chi phí vận hành

Trong 6 tháng đầu năm, thu nhập ngoài lãi hợp nhất của VPB đạt 8,458 tỷ đồng, tăng 61% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ mức tăng trưởng đáng kể trong Q2/26. Trong đó, tính theo bình quân 12 tháng gần nhất, tỷ lệ đóng góp thu nhập ngoài lãi của công ty con tăng từ mức 21% trong Q1/23 lên 47% trong Q2/26, cho thấy sự mở rộng quy mô nhanh chóng của hệ sinh thái, đặc biệt là công ty con VPX.

Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ hợp nhất trong Q2/26 đạt 3,490 tỷ đồng – mức cao nhất từ trước tới nay - tăng 160% so với cùng kỳ do các hoạt động đều ghi

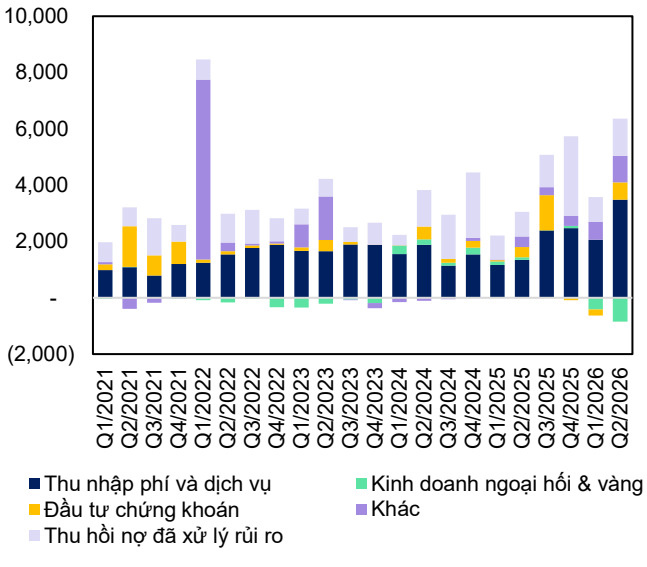
nhận tăng trưởng mạnh mẽ. Trong đó, lãi thuần từ dịch vụ bảo hiểm, tư vấn và thanh toán lần lượt tăng 40%, 140% và 93% so với cùng kỳ; ngoài ra, nghiệp vụ bảo lãnh và đại lý phát hành của VPX cũng phát sinh thu nhập mới trị giá 822 tỷ đồng. Lãi thuần từ hoạt động đầu tư chứng khoán hợp nhất trong Q2/26 đạt 605 tỷ đồng, cải thiện từ mức -210 tỷ đồng trong quý trước và tăng mạnh 65.6% so với cùng kỳ nhờ sự đóng góp của mảng tự doanh của VPX cải thiện mạnh 86% svck. Tuy nhiên, lãi thuần từ hoạt động ngoại hối trong 6T26 lại suy giảm mạnh, đạt -1267 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ đạt 213 tỷ đồng do thu từ kinh doanh ngoại tệ giao ngay giảm mạnh 60% svck.

LNTT lũy kế 6T26 của VPX đạt 2,673 tỷ đồng, tăng 197% so với cùng kỳ và hoàn thành hơn 41% kế hoạch cả năm. Trong đó, LNTT Q2/26 đạt 2,159 tỷ đồng, dẫn đầu lợi nhuận toàn ngành chứng khoán chủ yếu được dẫn dắt bởi lợi nhuận từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (+950% svck), cho vay ký quỹ (+168% svck) và đầu tư tài sản tài chính (+86% svck). Quy mô cho vay margin của VPX cuối Q2/26 đạt hơn 38 nghìn tỷ đồng, tăng 12% so với đầu năm và đứng thứ 3 toàn ngành, nhờ quy mô vốn chủ sở hữu tăng mạnh sau IPO, qua đó mở rộng năng lực cho vay ký quỹ. Thị phần môi giới của VPX đạt 3.6%, tăng 0.6 điểm phần trăm so với cuối quý trước và 0.4 điểm phần trăm so với đầu năm, tăng 1 bậc xếp hạng so với cuối quý trước.

Dư nợ tín dụng của FECredit (FEC) cuối Q2/26 đạt 67,739 tỷ đồng, tăng nhẹ 5.3% so với đầu năm và đi ngang so với cuối quý trước. LNTT lũy kế 6T26 của FEC chỉ đạt 152.6 tỷ đồng, giảm 43% so với cùng kỳ do thu nhập hoạt động giảm mạnh 14% và chi phí trích lập tăng 8.5% svck. Bảo hiểm OPES ghi nhận lợi nhuận 6T26 tăng trưởng tích cực 167% so với cùng kỳ, đạt hơn 613 tỷ đồng, hoàn thành 65.5% kế hoạch đề ra cả năm.

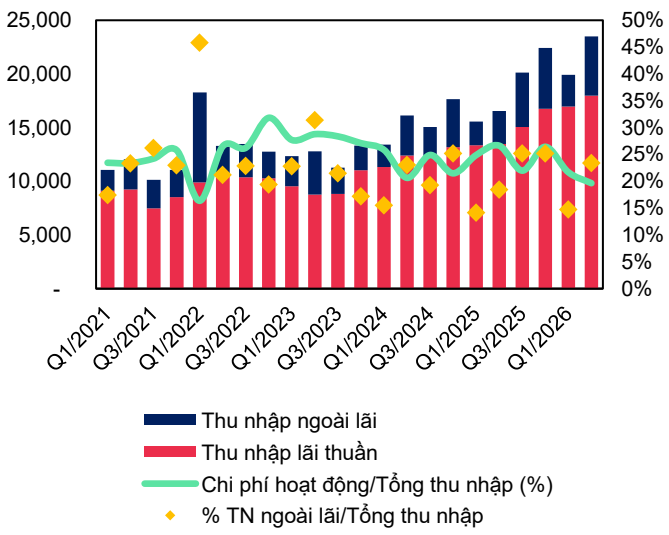
Bên cạnh việc đa dạng hóa nguồn thu, VPB luôn duy trì vị trí hàng đầu trong việc tối ưu chi phí hoạt động. Chi phí hoạt động trong nửa đầu năm của VPB chỉ tăng nhẹ 8% so với cùng kỳ trong khi quy mô tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh 35% nhờ việc liên tục ứng dụng công nghệ tối ưu hiệu suất và tiết giảm chi phí. Do vậy, VPB ghi nhận tỷ lệ CIR Q2/26 giảm mạnh 7 điểm phần trăm svck, đạt mức 19.7% - thấp hàng đầu trong ngành ngân hàng.

Hình 16: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi (đơn vị: tỷ đồng)



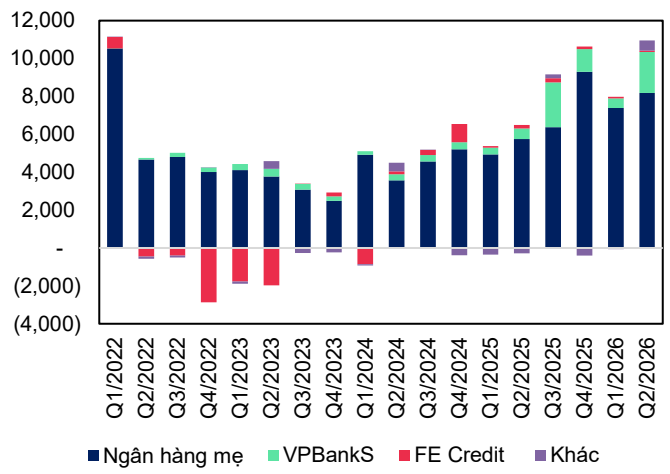
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 17: % thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập hoạt động 6T26 đạt 20% và tỷ lệ CIR chỉ đạt 20.6% - thấp hàng đầu trong ngành



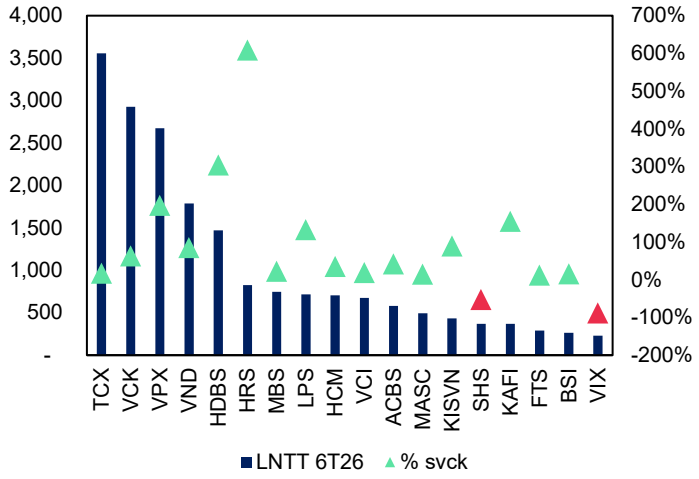
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 18: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế theo công ty thành viên (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VPX, VPB, MBS Research

Hình 19: Quy mô lợi nhuận của VPX so với toàn ngành



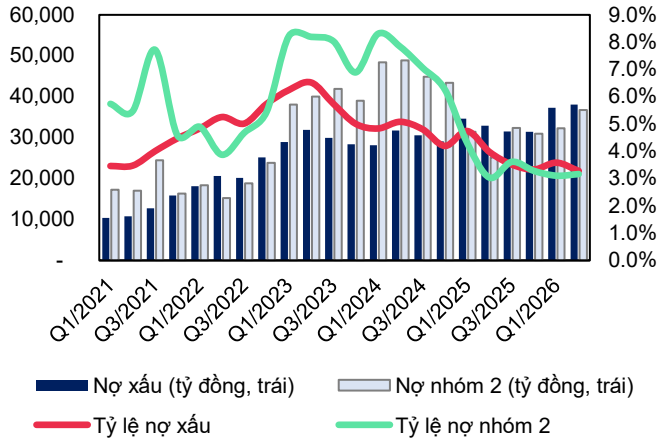
Nguồn: Các CTCK, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi năm 2026 tăng trên 25% svck dù nền so sánh nửa cuối năm 2025 cao, nhờ (i) tăng trưởng thu nhập phí thanh toán, dịch vụ của ngân hàng mẹ trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng tích cực, và (ii) đóng góp từ hoạt động tư vấn, bảo lãnh, đại lý phát hành của VPX. Trong bối cảnh huy động vốn qua kênh trái phiếu tiếp tục cải thiện, đặc biệt ở lĩnh vực bất động sản, VPX có thể tiếp tục ghi nhận đóng góp tích cực từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư trong nửa cuối năm.

Chất lượng tài sản năm 2026 kỳ vọng tiếp tục xu hướng cải thiện

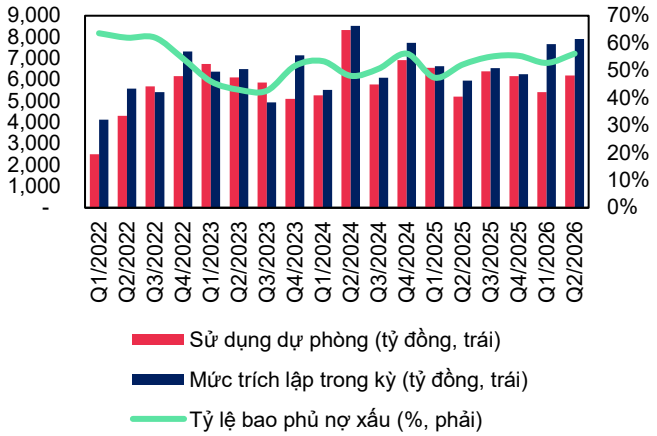
Các chỉ tiêu chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng của VPB cuối Q2/26 cải thiện so với quý trước và cuối năm 2025. Dư nợ xấu của VPB cuối Q2/26 đạt hơn 38 nghìn tỷ đồng – mức cao nhất từ trước đến nay – tăng 21% so với đầu năm và 2% so với cuối quý trước. Tuy nhiên, mức tăng trưởng nợ xấu thấp hơn so với tăng trưởng dư nợ, giúp tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 lần lượt đạt 3.28% và 3.17%, giảm 30 điểm cơ bản và 6 điểm cơ bản so với cuối quý trước, giảm 5 điểm cơ bản và 11 điểm cơ bản so với cuối năm trước. Trong Q2/26, VPB trích lập hơn 7,900 tỷ đồng, tăng 33% so với cùng kỳ, và cao hơn so với mức sử dụng dự phòng để xử lý nợ xấu, từ đó giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB đạt 56%, cải thiện 3.38 điểm phần trăm so với cuối quý trước và tăng nhẹ so với cuối năm. Tính riêng trong Q2/26, giá trị nợ xấu hình thành của VPB đạt hơn 7 nghìn tỷ đồng, cao gấp gần hai lần so với cùng kỳ, và tỷ lệ nợ xấu hình thành/bình quân dư nợ cho vay tăng 19 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên mức 0.64%. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026, tỷ lệ nợ xấu hình thành/bình quân dư nợ cho vay giảm 10 điểm cơ bản svck, đạt mức 2%. Tỷ lệ nợ xấu của FE Credit (FEC) cuối Q2/26 tiếp tục tăng so với quý trước và cuối năm trước, nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ. Mặc dù chất lượng tài sản của FEC chưa cho thấy sự cải thiện rõ nét, chúng tôi cho rằng việc tỷ lệ nợ xấu duy trì dưới mức cùng kỳ là tín hiệu tương đối tích cực trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cho vay neo cao và nhóm khách hàng tài chính tiêu dùng còn chịu nhiều áp lực.

Hình 20: Tỷ lệ nợ xấu của VPB cuối Q2/26 giảm so với đầu năm và so với quý trước, đạt mức thấp nhất từ năm 2021 đến nay



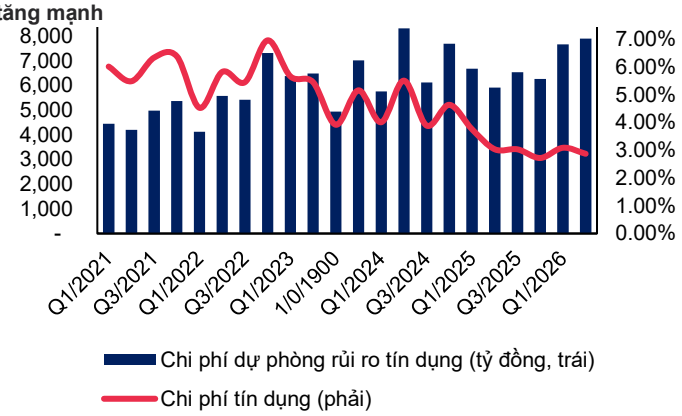
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 21: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB cuối Q2/26 cải thiện nhẹ so với quý trước.



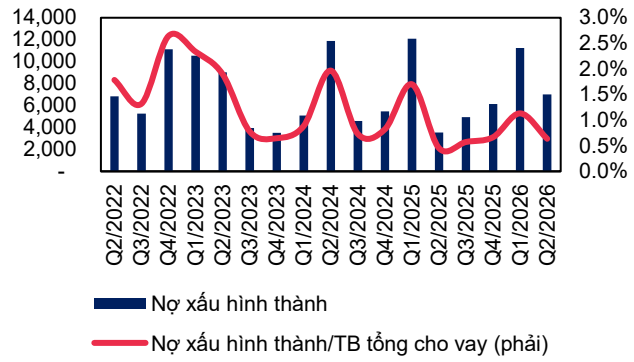
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 22: Chi phí tín dụng của VPB giảm so với cùng kỳ nhờ dư nợ tăng mạnh



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 23: Tỷ lệ nợ xấu hình thành/bình quân dư nợ của VPB trong 6T26 đi ngang svck



Nguồn: VPB, MBS Research

Mặc dù mặt bằng lãi suất trong nửa đầu năm 2026 tăng cao hơn so với cùng kỳ, VPB vẫn duy trì được tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 thấp hơn cùng kỳ, bên cạnh chủ động gia tăng trích lập dự phòng trong nửa đầu năm giúp cải thiện tỷ lệ LLR. Chúng tôi cho rằng VPB sẽ tiếp tục gia tăng trích lập dự phòng, với chi phí dự phòng rủi ro cả năm 2026 kỳ vọng tăng 21.7% svck, qua đó duy trì bộ đệm dự phòng trên 60%. Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2026 của VPB kỳ vọng đạt 3.25%, giảm 9 điểm cơ bản so với cuối năm trước.

Dự báo lợi nhuận 2026-2027: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của VPB sẽ đạt 39.8%/22.0% svck

Hình 24: Dự báo lợi nhuận 2026-2027

	2025	2026F	%svck	% thay đổi	2027F	%svck	% thay đổi	Nhận định
Thu nhập lãi thuần	58,663	75,132	28.1%	-2.4%	97,182	29.3%	-3.9%	Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng vượt trội tiếp tục là động lực của thu nhập lãi thuần năm 2026-2027 của VPB
Thu nhập ngoài lãi	15,991	19,935	24.7%	12.7%	23,949	20.1%	21.4%	Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng duy trì tăng trưởng nhờ hoạt động thu phí dịch vụ, tư vấn và bảo hiểm tiếp tục tăng trưởng khả quan, đặc biệt nhờ sự đóng góp từ mảng nghiệp vụ ngân hàng đầu tư của VPX
Tổng thu nhập hoạt động	74,654	95,067	27.3%	0.5%	121,131	27.4%	0.2%	
Chi phí hoạt động	(18,630)	(21,347)	14.6%	-12.4%	(28,584)	33.9%	-6.5%	
LN trước dự phòng	56,024	73,720	31.6%	4.9%	92,547	25.5%	2.5%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(25,399)	(30,914)	21.7%	7.2%	(40,320)	30.4%	7.4%	Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng tiếp tục cải thiện do chất lượng tài sản của VPB vẫn trong xu hướng phục hồi
LN trước thuế	30,625	42,806	39.8%	3.3%	52,227	22.0%	-1.0%	
LN ròng	23,990	33,875	41.2%	3.4%	41,406	22.2%	-1.0%	
Tăng trưởng tín dụng	35.4%	35.0%	-41 đcb		35.0%	4 đcb		Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2026 tiếp tục được dẫn dắt bởi tín dụng doanh nghiệp và SME trong bối cảnh mặt bằng lãi suất chưa thể hạ nhiệt nhanh chóng. Bên cạnh đó VPB tiếp tục đẩy mạnh các sản phẩm cho vay hộ gia đình, tiêu dùng có và không có tài sản đảm bảo nhằm cải thiện lợi suất cho vay
Tăng trưởng huy động	33.0%	38.3%	527 đcb		34.9%	-343 đcb		Chúng tôi kỳ vọng VPB tiếp tục đa dạng hóa nguồn huy động, gia tăng tỷ trọng huy động dài hạn, có tính bền vững cao hơn, tuy nhiên cũng có mức chi phí vốn cao hơn huy động tiền gửi ngắn hạn.
NIM	5.5%	5.24%	-25 đcb		5.12%	-12 đcb		Chúng tôi kỳ vọng NIM chưa thể phục hồi trong thời gian ngắn do áp lực từ mặt bằng lãi suất huy động vẫn neo ở mức cao, tuy nhiên mức suy giảm NIM so với cùng kỳ sẽ thu hẹp dần do mặt bằng lãi suất cho vay dần cải thiện.
CIR	25.0%	22.5%	-250 đcb		23.6%	114 đcb		
CASA	14.4%	14.6%	19 đcb		14.4%	-23 đcb		
NPL	3.33%	3.25%	-9 đcb		3.18%	-7 đcb		Với danh mục tín dụng có mức độ nhạy cảm cao hơn với chu kỳ lãi suất như cho vay BĐS và cho vay tiêu dùng không có tài sản bảo đảm, chất lượng tài sản của VPB vẫn cần được theo dõi. Tuy nhiên, với chính sách kiểm soát rủi ro thận trọng hơn và diễn biến tích cực trong nửa đầu năm, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện nhẹ so với cuối năm trước.
LLR	55.1%	61.4%	625 đcb		66.3%	492 đcb		
ROE	14.9%	17.6%	269 đcb		18.1%	58 đcb		
ROA	2.2%	2.3%	11 đcb		2.2%	-18 đcb		

Nguồn: VPB, MBS Research dự báo

Báo cáo tài chính

KQKD	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027
Thu nhập lãi	101,259	150,618	210,135
Chi phí lãi	(42,596)	(75,486)	(112,953)
Thu nhập lãi thuần	**58,663**	**75,132**	**97,182**
Thu nhập ngoài lãi	**15,991**	**19,935**	**23,949**
Tổng lợi nhuận hoạt động	**74,654**	**95,067**	**121,131**
Tổng chi phí hoạt động	(18,630)	(21,347)	(28,584)
LN trước dự phòng	**56,024**	**73,720**	**92,547**
Tổng trích lập dự phòng	(25,399)	(30,914)	(40,320)
LN hoạt động sau trích lập	**30,625**	**42,806**	**52,227**
Lợi nhuận sau thuế	**24,355**	**34,245**	**41,781**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(365)	(370)	(376)
LN chia cho cổ đông hiện hữu	**23,990**	**33,875**	**41,406**

Cân đối kế toán	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027
Tổng cho vay khách hàng	**1,130,131**	**1,521,334**	**2,008,124**
Tổng các khoản mục chứng khoán	88,595	99,537	129,980
Tổng dự phòng	(17,630)	(25,698)	(36,659)
Tổng tài sản sinh lãi ròng	**1,214,666**	**1,611,270**	**2,122,206**
Tổng tài sản không sinh lãi	44,132	58,624	77,315
Tổng tài sản	**1,260,150**	**1,671,523**	**2,198,368**
Tiền gửi của khách hàng	628,045	825,879	1,116,175
Tiền gửi và vay các TCTD khác	295,200	384,785	495,277
Tổng nợ phải trả	**1,079,874**	**1,461,710**	**1,947,524**
Vốn điều lệ	79,339	79,339	79,339
Lợi nhuận chưa phân phối	45,970	69,780	103,732
Vốn chủ sở hữu	**180,276**	**209,813**	**250,843**
Lợi ích cổ đông thiểu số	12,372	12,002	11,626
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**1,260,150**	**1,671,523**	**2,198,368**

Chỉ số tài chính	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027
Tăng trưởng huy động	33.0%	38.3%	34.9%
Tăng trưởng tín dụng	35.4%	35.0%	35.0%
Tăng trưởng tổng tài sản	36.4%	32.6%	31.5%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	19.5%	28.1%	29.3%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	21.4%	24.7%	20.1%
Tăng trưởng LN ròng	52.0%	41.2%	22.2%
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR)	92.1%	91.4%	92.8%
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	5.5%	5.2%	5.1%
Chi phí hoạt động/thu nhập (CIR)	25.0%	22.5%	23.6%
Chi phí tín dụng cho vay KH	3.1%	2.8%	2.7%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	3.3%	3.2%	3.2%
Tổng dự phòng/nợ xấu (LLR)	55.1%	61.4%	66.3%
ROAE	14.9%	17.6%	18.1%
ROAA	2.2%	2.3%	2.2%
EPS	3,024	4,270	5,219
Giá trị sổ sách/cp	21,163	24,932	30,151
P/B	1.20	1.02	0.85

Nguồn: VPB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) 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%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	**Trưởng phòng**
Trần Thị Khánh Hiền	*Nguyễn Tiến Dũng*