

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB: HOSE)

Giá mục tiêu: **26.500 Đồng**

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**

Tăng giá: **13,7%**

Ngày 02/10/2026

Lợi nhuận lập đỉnh, trọng tâm chuyển sang chất lượng tăng trưởng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 1 năm là **26.500 đồng/cổ phiếu**, dựa trên P/B mục tiêu là 1,2x và cơ sở định giá giữa năm 2027. Chúng tôi cũng tính đến tác động từ khả năng phát hành riêng lẻ thành công đến vốn chủ sở hữu của ngân hàng vào kết quả định giá. Hệ số P/B mục tiêu thấp hơn so với báo cáo trước phản ánh bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao trong thời gian lâu hơn dự kiến. Đối với VPB, lợi nhuận hiện ghi nhận tăng trưởng mạnh, trong khi chi phí tín dụng thường chỉ phản ánh rõ hơn trong những năm sau.

Luận điểm đầu tư

- Khả năng sinh lời dẫn đầu ngành và đạt mức cao kỷ lục.** Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế (LNTT) hợp nhất đạt 38,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (+27% svck) và 45,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (+20% svck). Với tăng trưởng bằng cân đối thuộc nhóm dẫn đầu ngành, câu hỏi hiện không còn là liệu VPB có thể tăng trưởng hay không, mà là về chất lượng của sự tăng trưởng.
- Mô hình tập đoàn tài chính đa dạng dẫn dắt tăng trưởng.** VPX tiếp tục mở rộng quy mô cùng với OPES và FE Credit, trong khi các khoản đầu tư mới vào CAEX và VPCapital giúp mở rộng hiện diện của tập đoàn trên chuỗi giá trị thị trường vốn.
- Nền tảng vốn vững chắc nhưng nhu cầu bổ sung vốn vẫn lớn nhằm hỗ trợ tham vọng tăng trưởng.** Dù sở hữu hệ số an toàn vốn thuộc nhóm cao của ngành, tốc độ tăng trưởng mạnh của tài sản có rủi ro (RWA) khiến nhu cầu vốn tiếp tục ở mức đáng kể. Đợt phát hành riêng lẻ đang triển khai phù hợp với nhu cầu này và, nếu hoàn tất, sẽ giúp gia tăng giá trị sổ sách cũng như cung cấp nguồn lực cho giai đoạn mở rộng tiếp theo.

Điểm nhấn KQKD: VPB ghi nhận LNTT hợp nhất Q2/2026 cao kỷ lục, đạt 11,0 nghìn tỷ đồng (+76% svck, +38% so với quý trước). Trong đó, ngân hàng mẹ đóng góp 8,2 nghìn tỷ đồng (+42% svck), còn các công ty con, chủ yếu là VPX đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (+293% svck), đóng góp tỷ trọng lợi nhuận lớn hơn đáng kể so với quý trước. Lũy kế 6T2026, LNTT đạt 18,9 nghìn tỷ đồng (+68% svck), tương đương khoảng 49% dự báo năm 2026 đã điều chỉnh của chúng tôi và 45% kế hoạch của công ty.

Rủi ro: Tiến độ triển khai và khả năng hấp thụ dự án bất động sản thấp hơn kỳ vọng; lãi suất huy động cao hơn dự kiến; FE Credit phục hồi chậm hơn dự kiến; và hợp đồng bancassurance độc quyền với AIA có thể được điều chỉnh khi VPLife được cấp phép hoạt động.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng thu nhập hoạt động	49.739	62.255	74.654	90.433	110.343
Lợi nhuận trước thuế	10.804	20.013	30.625	38.818	46.482
Tăng trưởng LNTT (%)	-49,1%	+85,2%	+53,0%	+26,8%	+19,7%
Tăng trưởng tín dụng (%)	26,4%	20,9%	34,4%	31,0%	30,0%
Tăng trưởng huy động (%)	33,6%	12,8%	33,0%	39,0%	30,0%
ROE (%)	9,0%	11,9%	15,7%	17,6%	17,7%
NIM (%)	5,67%	5,80%	5,39%	5,16%	5,05%
CIR (%)	28,0%	23,0%	25,0%	23,3%	22,1%
NPL (%)	5,01%	4,20%	3,33%	3,10%	3,53%
LLCR (%)	52%	56%	55%	60%	57%
BVPS (VND)	16.969	17.869	21.163	23.222	27.248
P/B (x)	1.61	1.53	1.29	1.18	1.01
P/E (x)	21.9	13.7	9.0	7.0	6.0

Nguồn: VPB, SSI Research

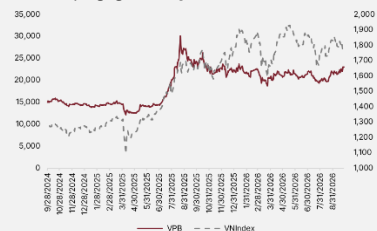
Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

Giá CP - VND (01/10/26)	23.300
Vốn hóa (USDmn):	8.782
SLCP lưu hành (triệu cp):	10.000
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	20,5
Giá cao/thấp 52T (k VND):	26,3/18,7
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	20,7
Tỷ lệ SHNN (%):	22,6
GTNN còn được mua (USDmn):	651,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	0,0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB: HOSE) thành lập từ tháng 8/1993 với vốn điều lệ là 20 tỷ đồng. Ngân hàng có trụ sở tại Hà Nội và nằm trong top các ngân hàng tư nhân tại Việt Nam về quy mô và lợi nhuận. VPB chiếm 2,7% tổng tài sản toàn hệ thống ngân hàng và 2,6% tổng thị trường tín dụng năm 2016 với mạng lưới 51 chi nhánh và 163 phòng giao dịch. VPB là ngân hàng có khả năng sinh lời cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết với tỷ lệ ROAE là 25,7%.

Cập nhật KQKD Q2/2026

VPB ghi nhận LNTT hợp nhất Q2/2026 cao kỷ lục, đạt **11,0 nghìn tỷ đồng (+76% svck, +38% so với quý trước)**. Ngân hàng mẹ đóng góp 8,2 nghìn tỷ đồng LNTT (+42% svck), trong khi các công ty con, chủ yếu là VPX ghi nhận 2,2 nghìn tỷ đồng (+293% svck), đóng góp tỷ trọng lợi nhuận lớn hơn đáng kể so với quý trước. Lũy kế 6T2026, **LNTT đạt 18,9 nghìn tỷ đồng (+68% svck)**, tương đương khoảng 49% dự báo năm 2026 đã điều chỉnh của chúng tôi và 45% kế hoạch của công ty. Kết quả này được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng mạnh (+40,6% svck), thu nhập ngoài lãi tăng vọt (+91% svck) và tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) đạt 19,7%, thuộc nhóm thấp nhất ngành.

Đáng chú ý, KQKD từ các công ty con vượt kỳ vọng. LNTT 6T2026 của ngân hàng mẹ đạt 15,6 nghìn tỷ đồng, tương đương 47% dự báo cả năm 2026, nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Trong khi đó, các công ty khác đóng góp 3,3 nghìn tỷ đồng LNTT 6T2026, gần bằng giả định trước của chúng tôi là công ty con đóng góp 4,2 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2026. Phần lớn mức vượt dự báo đến từ VPX (LNTT 6T2026 đạt 2,67 nghìn tỷ đồng, +197% svck), trở thành động lực chính cho việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.

Bảng 1: Tóm tắt báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2Q26	2Q25	YoY	1Q26	QoQ	1H26	1H25	%YoY
Thu nhập lãi ròng	17.973	13.452	+34%	16.961	+6%	34.934	26.834	+30%
Thu nhập ròng ngoài lãi	5.510	2.885	+91%	2.948	+87%	8.458	5.266	+61%
Tổng thu nhập hoạt động	23.484	16.337	+44%	19.908	+18%	43.392	32.101	+35%
Chi phí hoạt động	(4.614)	(4.206)	+10%	(4.318)	+7%	(8.932)	(8.278)	+8%
Tỷ lệ Chi phí trên thu nhập (CIR)	19,7%	25,8%		21,7%		20,6%	25,3%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(7.910)	(5.916)	+34%	(7.669)	+3%	(15.580)	(12.593)	+24%
Chi phí tín dụng (theo năm)	2,9%	3,0%		3,1%				
Lợi nhuận trước thuế	10.959	6.214	+76%	7.921	+38%	18.880	11.229	+68%
NIM	5,18%	5,28%		5,31%		5,23%	5,38%	

Nguồn: VPB, SSI Research.

Bảng 2: Tóm tắt bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	30/6/26	30/6/25	YoY	31/12/25	YTD
Tổng tài sản	1.502.526	1.104.719	+36,0%	1.260.150	+19,2%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	1.183.027	841.421	+40,6%	960.053	+23,2%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	901.831	683.915	+31,9%	735.165	+22,7%
trong đó: Giấy tờ có giá	168.944	83.141	+103%	107.121	+57,7%
Tỷ lệ nợ xấu (hợp nhất)	3,28%	3,97%		3,33%	
Ngân hàng mẹ	2,41%	2,80%		2,55%	
Tỷ lệ nợ Nhóm 2	3,2%	3,0%		3,3%	
LLC	56,2%	52,2%		55,4%	
LDR (ngân hàng mẹ, NHNN)	84,5%	80,2%		81,7%	
CAR (TT. 41, hợp nhất)	13,29%			14,35%	
Ngân hàng mẹ	11,57%			12,45%	
ROE (theo năm, dựa trên 6T2026)	16,3%	11,9%		15,7%	

Nguồn: VPB, SSI Research

Tăng trưởng tín dụng trong Q2 tiếp tục được dẫn dắt bởi mảng bất động sản và các khoản vay trung, dài hạn. Dư nợ cho vay gộp tăng 120 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 (+12% so với quý trước). Động lực tăng trưởng đến từ cho vay chủ đầu tư bất động sản: dư nợ bất động sản tăng 57 nghìn tỷ đồng (+24% so với quý trước), đóng góp gần một nửa mức tăng trưởng tín dụng của cả quý. Trong khi đó, cho vay mua nhà chỉ tăng 3 nghìn tỷ đồng (+2% so với quý trước), có thể do các chủ đầu tư

chưa mở bán nhiều dự án mới hoặc nhu cầu mua nhà bị ảnh hưởng bởi mặt bằng lãi suất cao. Đáng chú ý, cho vay hộ kinh doanh tăng 25 nghìn tỷ đồng (+11% so với quý trước) mặc dù lãi suất cho vay tăng mạnh. Tuy nhiên, phân khúc này có tính mùa vụ tương đối rõ rệt, thường ghi nhận tăng trưởng mạnh trong quý 2 và quý 4, trong khi chững lại ở quý 1 và quý 3 trong giai đoạn 2024-2025. Một số phân khúc khác cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực như cho vay công ty chứng khoán (+12 nghìn tỷ đồng, +20%) và bán buôn bán lẻ & sửa chữa ô tô xe máy (+13 nghìn tỷ đồng, +10%). Xét theo kỳ hạn, tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ các khoản vay dài hạn. Dư nợ dài hạn tăng 53 nghìn tỷ đồng (+19% so với quý trước, chiếm khoảng 44% mức tăng trưởng tín dụng trong quý), qua đó nâng tỷ trọng cho vay dài hạn lên 28,8% tổng dư nợ. Điều này phù hợp các dự án và chủ đầu tư bất động sản có thời gian đầu tư kéo dài nhiều năm.

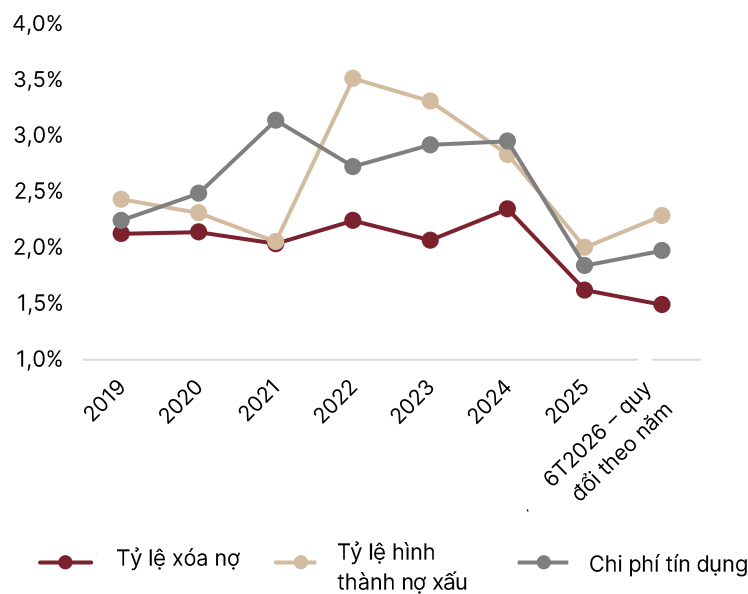
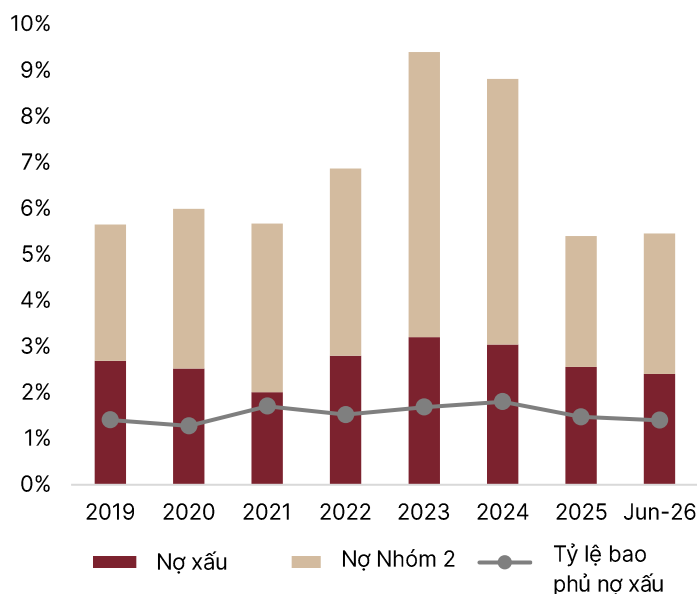
Bảng 3: Đóng góp tăng trưởng tín dụng quý 2 (dư nợ cho vay hợp nhất, so với quý trước)

Dư nợ cho vay hợp nhất (nghìn tỷ đồng)	31/3/26	30/6/26	Δ QoQ	+% QoQ
Theo ngành				
Bất động sản thương mại	238,5	295,8	+57,3	+24%
Bán buôn bán lẻ & sửa chữa ô tô xe máy	121,7	134,3	+12,6	+10%
Cho vay công ty chứng khoán	61,3	73,6	+12,3	+20%
Xây dựng	60,0	60,8	+0,7	+1%
Sản xuất	51,0	57,4	+6,4	+13%
Cho vay hộ kinh doanh	237,4	262,5	+25,2	+11%
Cho vay mua nhà	139,4	142,8	+3,4	+2%
Theo kỳ hạn				
Ngắn hạn	414,2	464,5	+50,3	+12%
Trung hạn	344,8	362,3	+17,4	+5%
Dài hạn	281,9	334,7	+52,8	+19%
Tổng dư nợ cho vay gộp	1.040,9	1.161,4	+120,5	+12%

Nguồn: VPB, SSI Research

Chất lượng tài sản ổn định, nhưng cần được theo dõi chặt chẽ. Chất lượng tài sản nhìn chung cải thiện, với tỷ lệ nợ xấu hợp nhất giảm xuống 3,28% (ngân hàng mẹ là 2,41%) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên 56,2% (66,4% nếu tính cả phần nợ xấu đã xử lý). Theo Thông tư 31 của NHNN, trong đó cơ sở tính tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả dư nợ liên ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp, tỷ lệ nợ xấu hợp nhất và ngân hàng mẹ sẽ thấp hơn lần lượt ở mức 2,79% và 2,03%. Đối với danh mục tín dụng tăng trưởng nhanh hiện nay của VPB, các chỉ số mang tính dự báo là những yếu tố đáng quan tâm hơn: Nợ xấu tăng 2% so với quý trước, nợ Nhóm 2 tăng 14% so với quý trước, và ngân hàng tiếp tục xử lý nợ xấu với tốc độ khoảng 0,5% dư nợ cho vay mỗi quý. Việc dư nợ cho vay tăng mạnh khiến mẫu số tăng cao, làm tỷ lệ nợ xấu nhìn có vẻ cải thiện hơn thực tế, trong khi chi phí tín dụng chưa được phản ánh đầy đủ trong các chỉ số hiện nay. Chi phí tín dụng phụ thuộc đáng kể vào chất lượng tài sản bảo đảm, trong đó cơ cấu tài sản bảo đảm hiện mang lại một số tín hiệu đáng chú ý. Giá trị tài sản bảo đảm tăng 522 nghìn tỷ đồng trong 6T2026, trong đó hơn 75% mức tăng đến từ nhóm "tài sản khác" (hiện chiếm khoảng 71% tổng tài sản bảo đảm), trong khi giá trị tài sản bảo đảm bằng bất động sản tăng ở mức khiêm tốn. Chúng tôi cho rằng sự thay đổi này có một phần liên quan đến mức độ gia tăng cho vay các doanh nghiệp liên quan đến bất động sản, trong đó tài sản bảo đảm thường là tài sản hình thành trong tương lai hoặc quyền phát triển dự án, khoản phải thu - vốn chưa đủ điều kiện được ghi nhận là tài sản bất động sản hữu hình. Khi tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ các chủ đầu tư bất động sản (+57 nghìn tỷ đồng trong quý), trong khi dư nợ cho vay mua nhà tăng hạn chế (+3 nghìn tỷ đồng), xu hướng nợ xấu trong tương lai sẽ phụ thuộc rất nhiều vào tiến độ hoàn thiện dự án và tỷ lệ hấp thụ tại các dự án này.

Ngân hàng mẹ: Chất lượng tài sản hiện vẫn được kiểm soát, nhưng tốc độ hình thành nợ xấu tăng trở lại

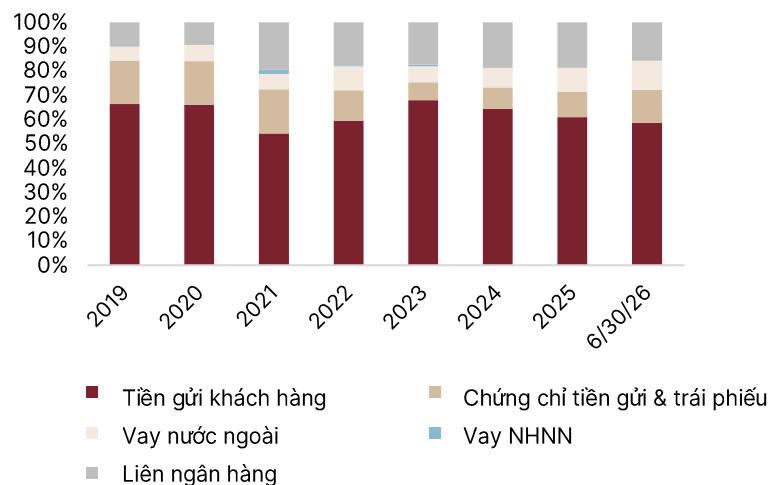
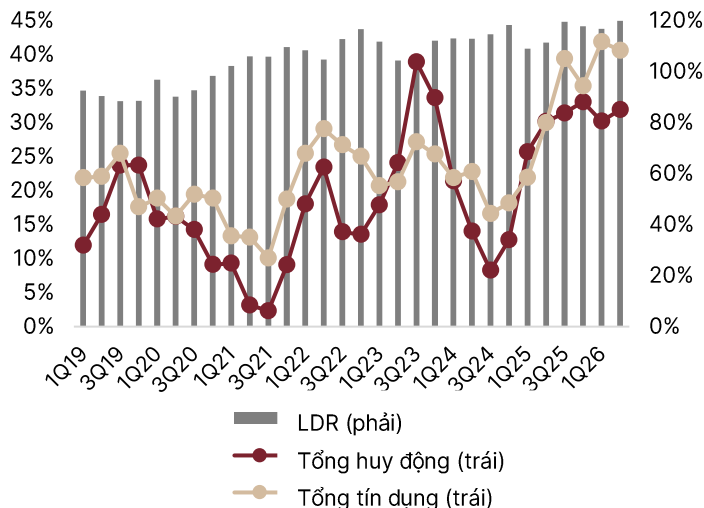


Nguồn: VPB, SSI Research

Tăng trưởng huy động chủ yếu đến từ khách hàng tổ chức. Tổng nguồn vốn của VPB tăng 118 nghìn tỷ đồng trong quý, trong đó chỉ khoảng 40 nghìn tỷ đồng đến từ tiền gửi khách hàng cá nhân, còn phần lớn tăng trưởng đến từ khách hàng tổ chức, chủ yếu là vay nước ngoài (tăng 38 nghìn tỷ đồng lên 151 nghìn tỷ đồng) và phát hành chứng chỉ tiền gửi (tăng 30 nghìn tỷ đồng lên 169 nghìn tỷ đồng). Đáng chú ý, tăng trưởng chứng chỉ tiền gửi chủ yếu đến từ khách hàng tổ chức (+60% so với quý trước), trong khi chứng chỉ tiền gửi nắm giữ bởi khách hàng cá nhân chỉ tăng 2% so với quý trước. Tính cả chứng chỉ tiền gửi, tổng nguồn vốn huy động từ khách hàng tăng 31,9% svck. VPB cũng hoạt động tích cực trên thị trường vốn quốc tế trong năm nay: Ngày 30/06/2026, ngân hàng ký kết khoản vay hợp vốn liên kết mục tiêu phát triển bền vững đầu tiên trị giá 1,44 tỷ USD (tương đương 37,9 nghìn tỷ đồng) với kỳ hạn 3 năm, do SMBC điều phối, cùng với một khoản vay trung hạn trị giá 350 triệu USD do SMBC điều phối và thu xếp. Thương vụ này tiếp nối 2,36 tỷ USD vốn mà VPB đã huy động từ thị trường quốc tế trong năm 2025. Việc đẩy mạnh huy động vốn nước ngoài giúp ngân hàng đa dạng hóa nguồn vốn và kéo dài kỳ hạn huy động. Nhờ đó, dù cho vay trung và dài hạn tăng, việc bổ sung nguồn vốn dài hạn đã giúp tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn giảm từ 28% xuống 22%, thấp đáng kể so với mức trần 40% theo quy định. Cần lưu ý, LDR thuần đã tăng lên 131%, trong khi LDR theo quy định đối với ngân hàng mẹ đạt 84,5%, tiệm cận mức trần 85%. Điều này cho thấy khả năng huy động tiền gửi vẫn là yếu tố then chốt quyết định dư địa tăng trưởng của VPB trong thời gian tới.

Tăng trưởng tín dụng và huy động hợp nhất của VPB

Cơ cấu nguồn vốn: Động lực tăng trưởng đến từ khách hàng tổ chức và nguồn vốn nước ngoài



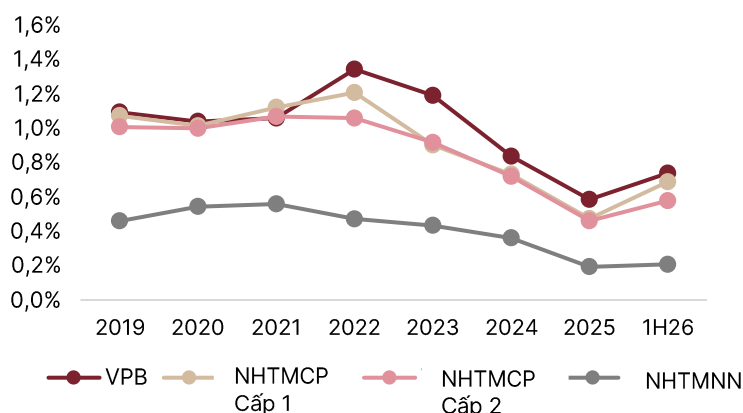
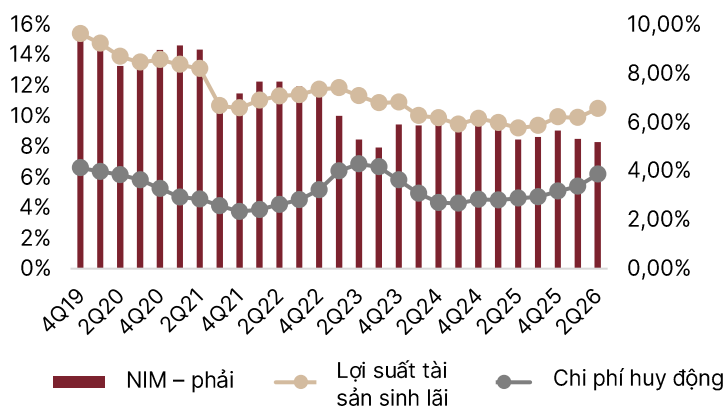
Nguồn: VPB, SSI Research

NIM duy trì ổn định kỳ vọng do tỷ lệ LDR tăng. Chênh lệch lãi suất giảm như dự kiến: chi phí vốn tăng 78 điểm cơ bản so với quý trước, trong khi lợi suất tài sản chỉ tăng 60 điểm cơ bản, phản ánh việc chi phí huy động từ chứng chỉ tiền gửi và nguồn vốn vay nước ngoài được điều chỉnh tăng nhanh hơn so với lợi suất của danh mục cho vay. Tuy nhiên, NIM duy trì ổn định hơn so với chênh lệch lãi suất (giảm từ 5,31% trong Q1/2026 xuống 5,18% trong Q2/2026), chủ yếu nhờ tỷ trọng tài sản sinh lãi tăng (LDR thuần tăng từ 129% lên 131%). Do LDR theo quy định đã tiến gần mức trần, diễn biến NIM trong thời gian tới sẽ phụ thuộc vào xu hướng của chi phí huy động. Với việc lãi suất tiền gửi hiện đi ngang thay vì tăng mạnh như giai đoạn trước, áp lực lên chi phí vốn có thể dần hạ nhiệt, từ đó hỗ trợ chênh lệch lãi suất dần ổn định trở lại.

Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh. Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 91% svck, đạt 5,5 nghìn tỷ đồng. Động lực chính đến từ thu nhập phí thuần (+155% svck) và lãi từ hoạt động kinh doanh chứng khoán tại VPX, thu từ nợ xấu đã xử lý đóng góp 1,3 nghìn tỷ đồng (+49% svck, khoảng 12% LNTT). Các công ty con đóng góp khoảng 2,8 nghìn tỷ đồng LNTT hợp nhất trong Q2/2026, tăng mạnh so với khoảng 0,5 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026, chủ yếu nhờ VPX. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý đóng góp từ hai công ty con chính của VPB có sự phân hóa.

NIM hợp nhất của VPB

Tỷ lệ thu nhập phí/tổng tín dụng: VPB so với ngân hàng khác



Nguồn: VPB, SSI Research

Về công ty con: VPX là động lực tăng trưởng chính, FE Credit vẫn trên đà phục hồi

VPX: Động lực tăng trưởng chính, được thúc đẩy bởi cho vay ký quỹ và tư vấn phát hành trái phiếu. VPX ghi nhận LNTT 6T2026 đạt 2,67 nghìn tỷ đồng (+197% svck), trong đó riêng Q2/2026 ghi nhận khoảng 2,2 nghìn tỷ đồng. Ban lãnh đạo đặt kế hoạch LNTT năm 2026 đạt 6,45 nghìn tỷ đồng (tăng khoảng 40% so với năm trước), hàm ý KQKD nửa cuối năm sẽ tăng mạnh hơn đáng kể. Động lực tăng trưởng của VPX đến từ hai mảng kinh doanh chính. Thứ nhất, cho vay ký quỹ: Dư nợ cho vay ký quỹ đạt 38,2 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 30/06/2026 (+12% tính từ đầu năm) với mục tiêu tăng lên 50,0 nghìn tỷ đồng vào cuối năm. Với vốn chủ sở hữu đạt 35,7 nghìn tỷ đồng, VPX vẫn còn nhiều dư địa để mở rộng hoạt động cho vay ký quỹ. Thu nhập lãi từ cho vay ký quỹ trong 6T2026 đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, gần gấp 3 lần svck. Thứ hai là mảng thị trường vốn nợ: Trong 6T2026, VPX đã thu xếp thành công 18,8 nghìn tỷ đồng giá trị phát hành trái phiếu, tương đương hơn một nửa kế hoạch cả năm là 35,8 nghìn tỷ đồng. Hoạt động này mang về 822 tỷ đồng doanh thu từ bảo lãnh phát hành và dịch vụ đại lý. Kế hoạch tư vấn phát hành trái phiếu trong nửa cuối năm, cùng với việc mở rộng dư nợ ký quỹ dự kiến sẽ là những động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của VPX trong thời gian tới. Tuy nhiên, cần theo dõi chặt chẽ về khả năng phân phối những trái phiếu mà công ty đã tư vấn phát hành qua đó phân tán rủi ro khỏi bảng cân đối.

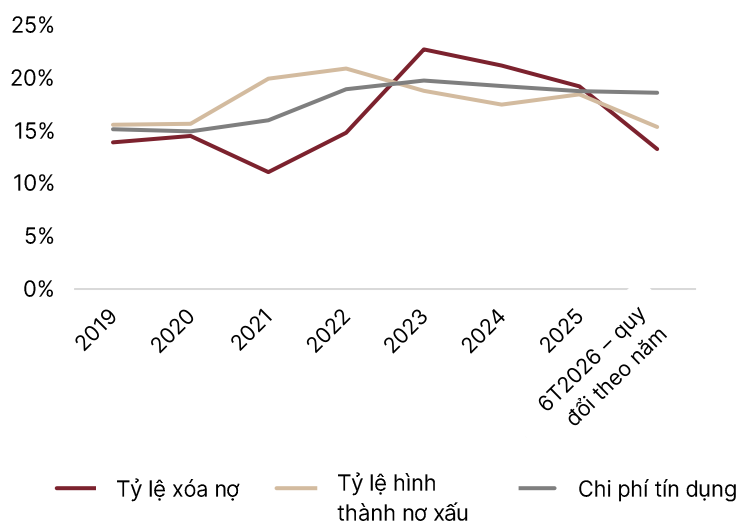
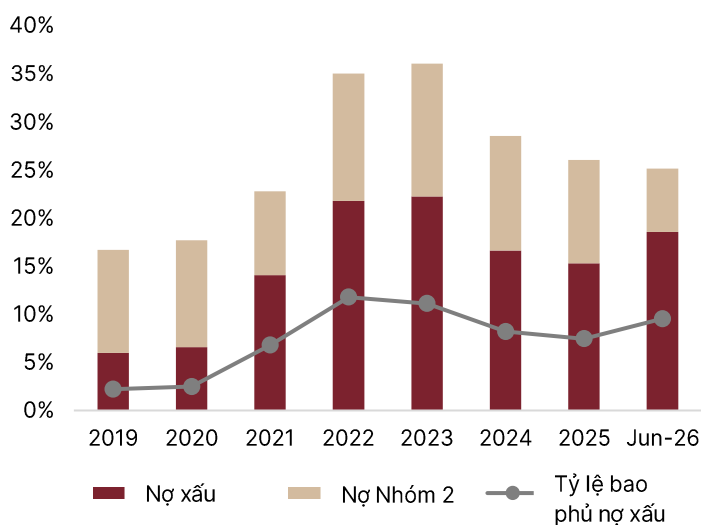
VPX (tỷ đồng, %)	Thực tế (6T/2Q26)	KH 2026
Dư nợ margin & ứng trước (30/06/2026)	38.177	50.008
Giá trị trái phiếu thu xếp phát hành (6T2026)	18.780	35.800
Thị phần môi giới (Q2/2026)	3,57%	4,8%
Tổng doanh thu (1H26)	7.013	11.074
LNTT (6T26)	2.673	6.453

Nguồn: VPX, SSI Research

FE Credit: Quá trình phục hồi vẫn cần thêm thời gian, xu hướng chất lượng tài sản là yếu tố cần theo dõi. FE Credit là mảng có diễn biến kém nổi bật hơn. Công ty ghi nhận LNTT Q2/2026 đạt 75 tỷ đồng (-60% svck) và LNTT 6T2026 đạt 153 tỷ đồng (-43% svck), cho thấy bước ngoặt tăng trưởng lợi nhuận mà thị trường kỳ vọng vẫn chưa xuất hiện. Chúng tôi ước tính dư nợ cho vay gộp của FE Credit tăng 5,3% tính từ đầu năm lên 67,7 nghìn tỷ đồng, trong khi tỷ lệ nợ xấu tăng lên 18,6% vào cuối Q2/2026 (từ 15,3% vào cuối năm 2025). Sau hơn hai năm tái cơ cấu và xử lý nợ xấu, FE Credit hiện vẫn chỉ đóng góp ở mức khiêm tốn vào lợi nhuận hợp nhất của VPB. Do đó, chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian và dữ liệu thực tế để xác nhận đà phục hồi của FE Credit, thay vì kỳ vọng một sự bứt phá mạnh ngay trong năm 2026.

Xu hướng chất lượng tài sản tại FE Credit

Xử lý nợ xấu tại Fe Credit



Nguồn: SSI Research ước tính

Điều chỉnh ước tính lợi nhuận: Nâng dự báo công ty con, giữ nguyên dự báo ngân hàng mẹ

Chúng tôi nâng dự báo LNTT năm 2026 của các công ty con lên 5,8 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ hoạt động bảo lãnh phát hành trái phiếu của VPX, cùng với thu nhập từ cho vay ký quỹ tăng mạnh. Trong khi đó, chúng tôi giảm dự báo đối với FE Credit do quá trình phục hồi vẫn chậm hơn dự kiến. Triển vọng của ngân hàng mẹ gần như không đổi: LNTT 6T2026 đạt 15,6 nghìn tỷ đồng (47% dự báo năm 2026), phù hợp với giả định của chúng tôi về NIM cả năm ở mức 4,38% (so với 4,45% trong Q2/2026) và chi phí tín dụng 1,9%. Theo đó, chúng tôi nâng dự báo LNTT hợp nhất năm 2026 lên 38,8 nghìn tỷ đồng (từ 37,2 nghìn tỷ đồng trước đây, +27% svck), với mức tăng phần lớn đến từ các công ty con. Việc tốc độ tăng trưởng lợi nhuận giảm từ mức +68% svck trong 6T2026 xuống thấp hơn trong nửa cuối năm chủ yếu do hiệu ứng nền so sánh, thay vì sự suy yếu trong hoạt động kinh doanh. Cụ thể, 6T2025 ghi nhận mức nền lợi nhuận thấp (khoảng 5-6 nghìn tỷ đồng mỗi quý), trong khi lợi nhuận nửa cuối năm tăng lên 9-10 nghìn tỷ đồng mỗi quý. Do đó, mức nền so sánh cao hơn sẽ khiến tăng trưởng svck trong nửa cuối năm 2026 thấp hơn.

Sang năm 2027, trong bối cảnh lãi suất huy động duy trì ở mức cao, rào cản chính đối với tăng trưởng không còn nằm ở năng lực mở rộng của ngân hàng, mà chuyển sang nhu cầu tín dụng của khách hàng: Chi phí vốn cao sẽ được chuyển một phần sang lãi suất cho vay, từ đó ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của khách hàng. Vì vậy, dù VPB có đủ năng lực để mở rộng bảng cân đối thêm khoảng 30%, việc tìm kiếm đủ nhu cầu vay vốn để hiện thực hóa mức tăng trưởng này sẽ trở nên thách thức hơn. Đồng thời, việc bảo vệ NIM bằng cách đẩy mạnh cho vay các khoản có lợi suất cao hơn sẽ đi kèm với rủi ro suy giảm chất lượng tài sản, đặc biệt khi chi phí tín dụng hiện đã ở mức khoảng 1,9%. Do đó, chúng tôi dự báo LNTT của ngân hàng mẹ năm 2027 đạt 39,4 nghìn tỷ đồng, tăng 20% svck, thấp hơn tốc độ tăng trưởng năm 2026. Quan trọng hơn, động lực tăng trưởng hiện nay không còn nằm ở câu chuyện tăng trưởng tín dụng đơn thuần như những năm trước, mà là sự đánh đổi giữa duy trì NIM và kiểm soát chất lượng tài sản.

Về mảng chứng khoán, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần vì những lý do tương tự: Hoạt động cho vay ký quỹ phụ thuộc lớn vào thanh khoản thị trường chứng khoán, trong khi môi trường lãi suất cao kéo dài có thể làm suy giảm dòng tiền giao dịch, qua đó khiến thanh khoản thị trường giảm và hoạt động thị trường vốn bớt sôi động hơn.

Theo đó, chúng tôi dự báo LNTT hợp nhất năm 2027 đạt 46,5 nghìn tỷ đồng (+19,7% svck)

Bảng 4: Một số thay đổi chính về dự báo lợi nhuận

(tỷ đồng/ %)	2026F Cũ	2026F Mới	% Thay đổi	YoY	2027F	YoY
Tăng trưởng tín dụng	31%	31%			30%	
Tăng trưởng huy động	39%	39%			30%	
Tỷ lệ nợ xấu	3,10%	3,10%			3,53%	
NIM	5,05%	5,16%			5,05%	
Thu nhập lãi thuần	71.020	72.611	+2,2%	+23,8%	91.692	+26,3%
Thu nhập ngoài lãi	17.822	17.822	0,0%	+11,4%	18.651	+4,7%
Chi phí hoạt động	(20.659)	(20.659)	0,0%	+10,9%	(24.426)	+18,2%
Chi phí dự phòng	(30.956)	(30.956)	0,0%	+21,9%	(39.436)	+27,4%
Lợi nhuận trước thuế	37.227	38.818	+4,3%	+26,8%	46.482	+19,7%

Nguồn: SSI Research

Bảng 5: Thay đổi ước tính chính

Nghìn tỷ đồng	2026F Cũ	2026F Mới	2027F
LNTT ngân hàng mẹ	33,0	33,0	39,4
LNTT công ty con (chủ yếu là VPX)	4,2	5,8	7,1
LNTT hợp nhất	37,2	38,8	46,5
Tăng trưởng LNTT hợp nhất (svck)	+21,6%	+26,7%	+19,7%

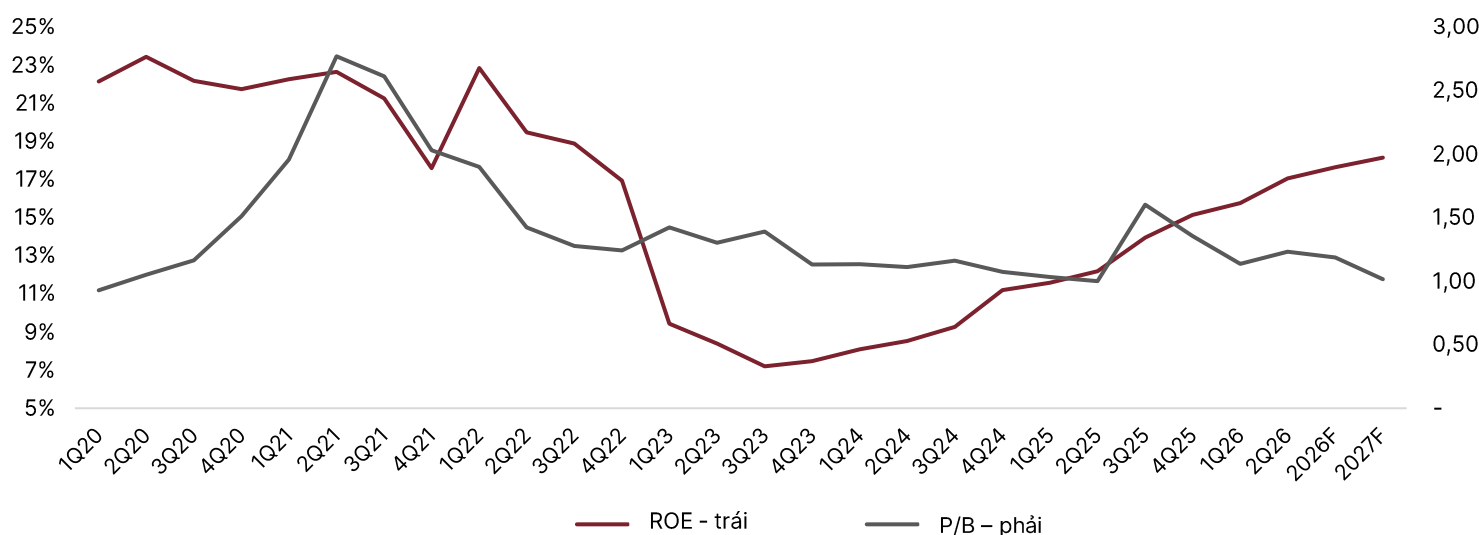
Nguồn: SSI Research

Định giá

Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu 1,2x trên cơ sở định giá giữa năm 2027, cùng với đợt phát hành riêng lẻ đang chờ hoàn tất, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là 26.500 đồng/cổ phiếu. Hệ số P/B mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống 1,2x (từ 1,45x), phản ánh xu hướng giảm định giá toàn ngành. Tuy nhiên, việc chuyển cơ sở định giá cùng tác động tích cực từ đợt phát hành riêng lẻ đã góp phần bù đắp một phần ảnh hưởng của việc giảm hệ số định giá. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu VPB.

Các yếu tố chúng tôi đang theo dõi bao gồm khả năng triển khai của chủ đầu tư bất động sản (tiến độ hoàn thiện và hấp thụ dự án), tốc độ VPX phân phối trái phiếu tới nhà đầu tư, cũng như đợt phát hành riêng lẻ đang chờ hoàn tất nhằm tài trợ cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo.

ROE dần phục hồi, nhưng hệ số P/B chưa theo kịp

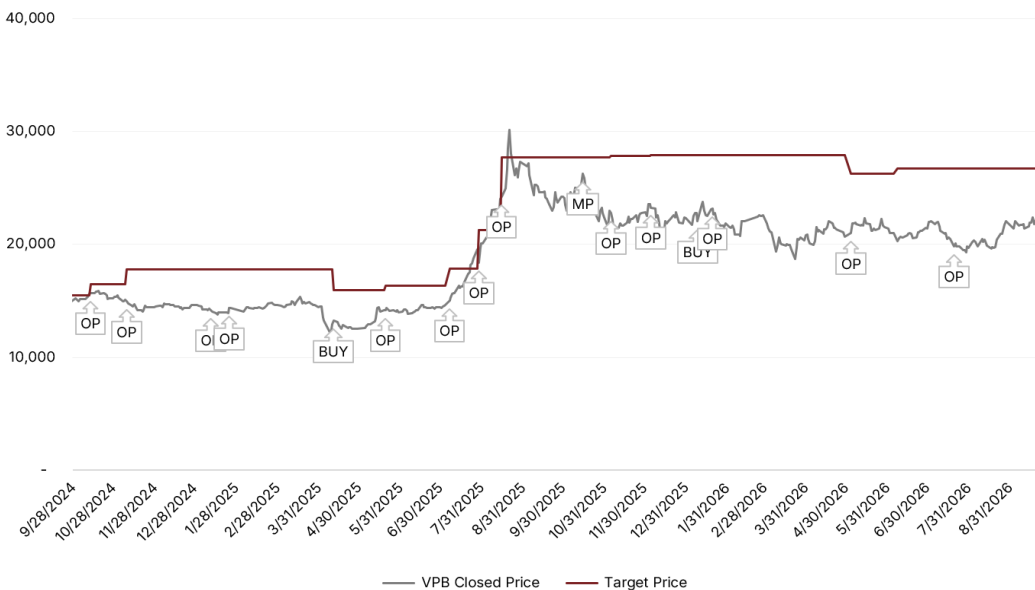


Nguồn: SSI Research

Rủi ro

- **Chất lượng tài sản/tài sản bảo đảm:** Tăng trưởng tín dụng trong quý chủ yếu đến từ chủ đầu tư bất động sản, trong khi nhóm "tài sản khác" hiện chiếm khoảng 71% tổng tài sản bảo đảm. Chi phí tín dụng trong kỳ phụ thuộc vào khả năng triển khai dự án của các chủ đầu tư (bao gồm tiến độ hoàn thành dự án và hấp thụ sản phẩm) và dự kiến sẽ được phản ánh rõ nét hơn trong các năm tới.
- **NIM & huy động vốn:** Với tỷ lệ LDR theo quy định của ngân hàng mẹ (84,5%) đã gần mức trần 85%, dư địa cải thiện NIM trong thời gian tới sẽ phụ thuộc vào khả năng cải thiện chênh lệch lãi suất, và diễn biến chi phí huy động vốn.
- **FE Credit:** Quá trình phục hồi của mảng tài chính tiêu dùng diễn ra chậm hơn kỳ vọng, do đó chưa tạo ra động lực tăng trưởng cho tập đoàn.
- **Bảo hiểm nhân thọ:** Khi VPLife tiến gần tới việc được cấp phép hoạt động, thỏa thuận hợp tác bancassurance độc quyền với AIA có thể được xem xét điều chỉnh, qua đó có thể ảnh hưởng đến mảng bancassurance hiện tại.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2.284.990	2.148.289	2.774.182	2.731.143	2.696.336
+ Tiền gửi tại NHNN	8.422.511	14.327.215	13.570.476	16.441.485	19.385.348
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	94.093.778	134.643.662	186.228.938	217.098.323	307.885.402
+ Chứng khoán kinh doanh	12.325.809	13.110.971	23.960.121	12.012.492	13.213.741
+ Các công cụ tài chính phải sinh và các tài sản tài chính khác	-	-	-	-	-
+ Cho vay khách hàng	551.472.066	676.545.598	926.472.659	1.236.548.488	1.610.980.700
+ Chứng khoán đầu tư	94.587.476	52.783.054	64.434.066	64.206.690	72.198.123
+ Đầu tư dài hạn	189.210	189.210	191.960	189.210	189.210
+ Tài sản cố định	1.923.801	2.023.899	2.028.824	2.736.628	3.891.630
+ Đầu tư bất động sản	-	-	-	-	-
+ Tài sản khác	51.445.520	27.275.914	39.136.947	36.831.738	39.427.201
Tổng tài sản	817.566.922	923.847.637	1.260.149.596	1.588.796.197	2.069.867.690
+ Các khoản nợ NHNN	4.118.311	5.713	15.305	18.366	22.039
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	156.356.651	201.756.421	295.199.519	331.692.270	467.462.207
+ Tiền gửi của khách hàng	442.368.381	485.666.548	628.044.616	833.262.334	1.079.121.501
+ Các công cụ tài chính phải sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	392	28.057	843.382	957.220	957.220
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	22.045	10.894	16.394	16.394	16.394
+ Phát hành giấy tờ có giá	47.787.312	66.975.704	107.120.653	190.092.591	247.120.368
+ Các khoản nợ khác	27.118.303	22.129.038	48.634.098	35.871.138	45.954.223
Tổng nợ phải trả	677.771.395	776.572.375	1.079.873.967	1.391.910.314	1.840.653.952
+ Vốn	103.331.782	103.331.782	103.331.782	123.991.719	123.991.719
+ Dự phòng	12.233.282	14.565.614	18.601.914	21.429.164	26.220.568
+ Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	-	-	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	19.065.969	24.007.579	45.969.647	38.823.584	65.974.874
Tổng vốn chủ sở hữu	134.631.033	141.904.975	167.903.343	184.244.467	216.187.162
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	5.164.494	5.370.287	12.372.286	12.641.416	13.026.576
Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	817.566.922	923.847.637	1.260.149.596	1.588.796.197	2.069.867.690
Tăng trưởng					
Huy động	33,6%	12,7%	33,0%	39,2%	29,6%
Tín dụng	26,4%	20,9%	34,4%	30,8%	30,1%
Tổng tài sản	29,6%	13,0%	36,4%	26,1%	30,3%
Vốn chủ sở hữu	39,0%	5,4%	18,3%	9,7%	17,3%
Thu nhập lãi thuần	-6,9%	28,6%	19,5%	23,8%	26,3%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	-13,9%	25,2%	19,9%	21,1%	22,0%
Chi phí hoạt động	-1,2%	2,9%	29,9%	10,9%	18,2%
Lợi nhuận trước thuế	-49,1%	85,2%	53,0%	26,8%	19,7%
Lợi nhuận sau thuế	-50,0%	89,0%	52,3%	27,6%	19,7%
Định giá					
PE	15,43	9,66	9,31	7,45	6,23
PB	1,13	1,07	1,33	1,25	1,06
Giá trị sổ sách (đồng)	16.969	17.869	21.163	18.425	21.619

Nguồn: VPB, SSI Research

Triệu đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Báo cáo kết quả kinh doanh					
Thu nhập lãi thuần	38.174.676	49.080.407	58.662.713	72.610.702	91.692.304
Thu nhập ngoài lãi	11.564.812	13.174.649	15.991.104	17.821.830	18.650.666
TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	49.739.488	62.255.056	74.653.817	90.432.533	110.342.971
TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(13.941.218)	(14.339.732)	(18.630.319)	(20.659.051)	(24.425.519)
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	35.798.270	47.915.324	56.023.498	69.773.482	85.917.451
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(24.994.374)	(27.902.624)	(25.398.549)	(30.955.859)	(39.435.655)
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	10.803.896	20.012.700	30.624.949	38.817.623	46.481.797
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(2.346.388)	(4.025.874)	(6.270.353)	(7.749.129)	(9.281.964)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	8.457.508	15.986.826	24.354.596	31.068.494	37.199.833
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LỢI NHUẬN RÒNG	9.869.293	15.778.795	23.989.930	30.799.364	36.814.673
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.244	1.987	3.024	3.882	4.640
Nhu cầu vốn					
Hệ số an toàn vốn- CAR	17,1%	15,5%	13,4%	13,0%	13,0%
Vốn CSH/Tổng tài sản	16,5%	15,4%	13,3%	11,6%	10,4%
Vốn CSH/Tổng tín dụng	23,8%	20,5%	17,8%	14,6%	13,2%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	5,01%	4,20%	3,33%	3,10%	3,53%
Tỷ lệ dự phòng nợ xấu	52,2%	56,2%	55,4%	60,4%	56,5%
Hệ số về quản lý					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	28,0%	23,0%	25,0%	22,8%	22,1%
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	1.813	2.269	2.721	3.296	4.022
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	394	730	1.116	1.415	1.694
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	212.562	266.047	319.033	386.464	471.551
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi chi nhánh/PGD	46.170	85.524	130.876	165.887	198.640
Lợi nhuận					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	5,7%	5,8%	5,4%	5,2%	5,1%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	23,3%	21,2%	21,4%	19,7%	16,9%
ROA - trung bình	1,2%	1,8%	2,2%	2,2%	2,0%
ROE - trung bình	9,0%	11,9%	15,7%	17,6%	17,6%
Thanh khoản					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	123,4%	132,4%	133,7%	125,6%	126,1%

Nguồn: VPB, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

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

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Ngân hàng

Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321