

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	59,900
Giá mục tiêu	79,000
% tăng giá	31.9%
Ngày báo cáo	12/05/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	500,506
KLGD TB/ngày (10n)	10,236,690
% sở hữu NĐTNN	20.01%
SLCP lưu hành	8,355,675,094
SLCP niêm yết	8,355,675,094
P/E trailing	13.93
P/B (gần nhất)	2.13
ROA	1.54%
ROE	16.38%
EPS	4,301
Book value	28,047

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB) được thành lập năm 1963 trên cơ sở tách ra từ Cục Quản lý Ngoại hối thuộc Ngân hàng Nhà nước, với vai trò ban đầu là ngân hàng chuyên trách về thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại cho nền kinh tế Việt Nam. Trải qua hơn 60 năm phát triển, Vietcombank đã từng bước chuyển đổi mô hình hoạt động, đặc biệt là cột mốc cổ phần hóa năm 2007 và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM năm 2009, qua đó trở thành một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn và có tầm ảnh hưởng hàng đầu tại Việt Nam.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Định giá rẻ so với lịch sử, chất lượng tài sản vượt trội

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB) với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **79,000 VND/cổ phiếu**, tương ứng mức sinh lời hợp lý là **31.9%**. Về triển vọng đầu tư, Haseco đánh giá có 4 triển vọng chính:

- Bảng cân đối lành mạnh với khả năng kiểm soát nợ xấu vượt trội
- Tái cơ cấu ngân hàng yếu kém mang lại những lợi thế nhất định cho VCB
- Tăng trưởng tín dụng và NIM cho thấy những tín hiệu tích cực
- Phát hành riêng lẻ 6.5% cổ phần sẽ là chất xúc tác cho giá cổ phiếu

Bảng cân đối lành mạnh với khả năng kiểm soát nợ xấu vượt trội

VCB luôn duy trì chất lượng bảng cân đối thuộc nhóm tốt nhất hệ thống. Điều này được phản ánh trực tiếp qua tỷ lệ nợ xấu luôn ở mức thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức rất cao. Năm 2026, VCB kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu tương đương năm 2025 và tỷ lệ bao phủ nợ xấu khoảng 150-200%.

Tái cơ cấu ngân hàng yếu kém mang lại những lợi thế nhất định cho VCB

Việc tiếp nhận chuyển giao bắt buộc CBBank cũng tạo điều kiện để Vietcombank được cấp room tín dụng cao hơn so với mặt bằng chung. Bên cạnh đó, ngân hàng còn được hưởng một số hỗ trợ như: (1) tiếp cận nguồn vốn vay với lãi suất ưu đãi; (2) giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc; (3) mở ra dư địa thu hút vốn ngoại và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.

Tăng trưởng tín dụng và NIM cho thấy những tín hiệu tích cực

Trong quý 1, tổng dư nợ tín dụng tăng 4.8%, vượt mức trung bình ngành khoảng 3.2%. NIM ghi nhận sự cải thiện lên mức 2.86% (+15 bps QoQ, +22 bps YoY) nhờ lợi suất cho vay tăng lên 6.29% (+51 bps QoQ); trong khi chi phí vốn (COF) chỉ tăng 27 điểm cơ bản lên mức 2.59%. Đáng chú ý, cả lợi suất tài sản và chi phí vốn của Vietcombank vẫn thuộc nhóm thấp nhất so với các ngân hàng cùng ngành.

Phát hành riêng lẻ 6.5% cổ phần sẽ là chất xúc tác cho giá cổ phiếu

VCB dự kiến chào bán tối đa khoảng 6.5% lượng cổ phiếu đang lưu hành. Hiện tại, định giá P/B của VCB đang ở mức thấp nhất lịch sử doanh nghiệp ~2.1x. Vì vậy, đợt phát hành này nếu thành công sẽ giúp ngân hàng tái định giá.

Khuyến nghị

Haseco khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VCB - mức giá mục tiêu cho năm 2026 là **79,000 VND/cổ phiếu**, tương đương với mức upside **31.9%** so với giá đóng cửa ngày 12/05/2026.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

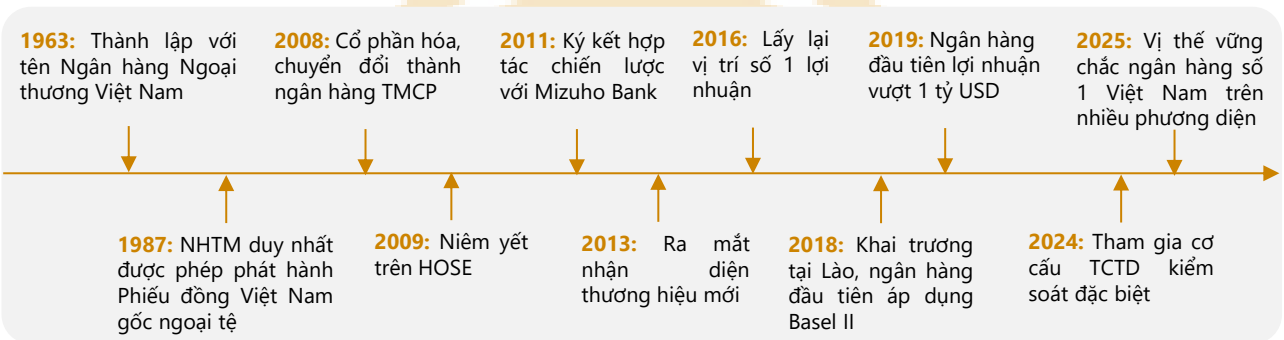
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành



Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB) được thành lập năm 1963 trên cơ sở tách ra từ Cục Quản lý Ngoại hối thuộc Ngân hàng Nhà nước, với vai trò ban đầu là ngân hàng chuyên trách về thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại cho nền kinh tế Việt Nam. Trải qua hơn 60 năm phát triển, Vietcombank đã từng bước chuyển đổi mô hình hoạt động, đặc biệt là cột mốc cổ phần hóa năm 2007 và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM năm 2009, qua đó trở thành một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn và có tầm ảnh hưởng hàng đầu tại Việt Nam. VCB hiện vẫn duy trì vững vàng vị thế ngân hàng niêm yết lớn nhất và đứng thứ 4 về thương hiệu giá trị nhất Việt Nam.

Lịch sử hình thành



Nguồn: VCB

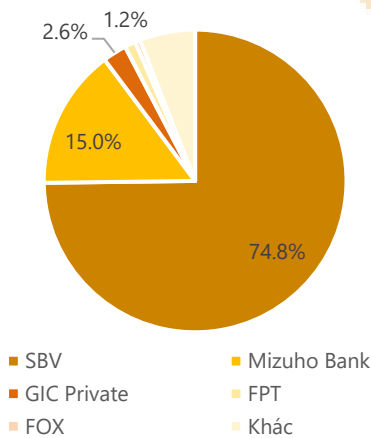
II. Cơ cấu cổ đông

Vietcombank là một trong những ngân hàng có vốn Nhà nước lớn nhất trong hệ thống ngân hàng TMCP, theo đó SBV hiện đang nắm toàn quyền chi phối với tỷ lệ sở hữu 74.8%. Điều này giúp ngân hàng duy trì mức độ ổn định cao, dễ tiếp cận các nguồn lực lớn và có lợi thế trong việc tham gia các chương trình mang tính định hướng của chính phủ. Tuy nhiên, mặt trái là mức độ linh hoạt trong quản trị và ra quyết định chiến lược đôi khi bị hạn chế so với các ngân hàng tư nhân.

Bên cạnh cổ đông nhà nước, Vietcombank còn có sự tham gia của đối tác chiến lược nước ngoài là Mizuho Bank với tỷ lệ nắm giữ 15% vốn điều lệ. Đây là một trong những ngân hàng hàng đầu tại Nhật Bản và thuộc Tập đoàn Tài chính Mizuho - một trong ba tập đoàn tài chính lớn nhất tại Nhật Bản bên cạnh MUFG và SMBC. Sự hiện diện của Mizuho không chỉ mang lại nguồn vốn dài hạn mà còn hỗ trợ về quản trị lẫn công nghệ.

Sắp tới, NHNN có thể sẽ thoái bớt vốn tại Vietcombank để gia tăng tỷ lệ free-float, tuy nhiên vẫn sẽ đảm bảo tỷ lệ sở hữu trên 65%.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VCB

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

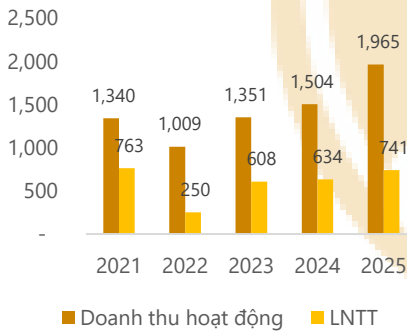
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

III. Cơ cấu tổ chức

Hình thức sở hữu	Tên công ty	Tỷ lệ nắm giữ	Ngành nghề
Công ty con	VCBS	100%	Chứng khoán
	VCBL	100%	Cho thuê tài chính
	VCBR	100%	Chi trả kiều hối
	VCB Lào	100%	Ngân hàng
	VFC	100%	Dịch vụ tài chính
	VCBM	87.5%	Chuyển tiền kiều hối
	VCBT	70%	Cho thuê văn phòng
Công ty liên kết	VBB	52%	Cho thuê văn phòng
	VCBF	51%	Quản lý quỹ
	VCBB	16%	Cho thuê văn phòng

Kết quả kinh doanh VCBS

Nguồn: VCB



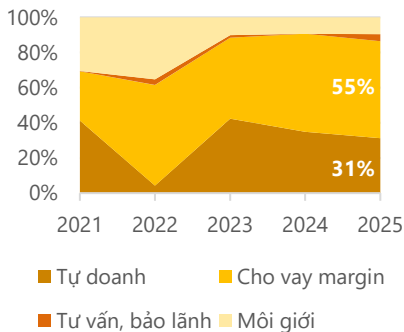
Nguồn: VCBS

Vietcombank sở hữu một hệ sinh thái tài chính khá đa dạng với mạng lưới các công ty con và công ty liên kết trải rộng trên nhiều mảng hoạt động cốt lõi như chứng khoán, quản lý quỹ, cho thuê tài chính, kiều hối, ngân hàng quốc tế và cả cho thuê bất động sản. Hiện tại, Vietcombank có 7 công ty con (trong đó 5 công ty con sở hữu 100% vốn) và 3 công ty liên kết. Đáng chú ý, sự hiện diện của VCB Laos và Vietcombank Finance Company Hong Kong đóng vai trò như “cánh tay nối dài” ra thị trường quốc tế, hỗ trợ Vietcombank tiếp cận dòng vốn ngoại, khách hàng xuyên biên giới và các hoạt động tài trợ thương mại toàn cầu. Cụ thể về hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp trong hệ sinh thái Vietcombank:

(1) Công ty TNHH Chứng khoán Vietcombank (VCBS)

VCBS được thành lập năm 2002, là một trong những công ty chứng khoán sớm gia nhập thị trường và gắn liền với quá trình phát triển của thị trường vốn Việt Nam. VCBS hoạt động theo mô hình công ty chứng khoán truyền thống xoay quanh các mảng môi giới chứng khoán, tự doanh, cho vay ký quỹ, tư vấn tài chính và bảo lãnh phát hành. Trong đó mảng tự doanh và cho vay ký quỹ là 2 mảng đóng góp chính (~86% cơ cấu lợi nhuận gộp trong 2025), mảng IB chưa phải thế mạnh. So với các công ty chứng khoán khác, quy mô vốn chủ VCBS còn tương đối hạn chế với tổng tài sản năm 2025 đạt 19,741 tỷ đồng, đứng thứ 15 toàn ngành.

Cơ cấu lợi nhuận gộp VCBS



Nguồn: VCBS

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

**(2) Công ty TNHH MTV Cho thuê Tài chính Vietcombank (VCBL)**

VCBL được thành lập nhằm cung cấp các giải pháp tài trợ trung và dài hạn cho doanh nghiệp thông qua hình thức thuê tài chính, phù hợp với các doanh nghiệp có nhu cầu đầu tư máy móc, thiết bị nhưng hạn chế về vốn ban đầu hoặc không muốn gia tăng áp lực vay nợ truyền thống. Mô hình hoạt động của VCBL tập trung vào việc mua tài sản theo yêu cầu của khách hàng và cho thuê lại trong một khoảng thời gian nhất định, qua đó giúp doanh nghiệp vừa có thể khai thác tài sản phục vụ sản xuất - kinh doanh, vừa tối ưu dòng tiền và cơ cấu tài chính. Nhờ sự hậu thuẫn từ Vietcombank, VCBL có lợi thế về chi phí vốn, khả năng tiếp cận khách hàng doanh nghiệp chất lượng cao cũng như năng lực thẩm định rủi ro. Tuy nhiên, quy mô của VCBL hiện vẫn còn khá khiêm tốn so với tổng tài sản của Vietcombank và so với tiềm năng của thị trường cho thuê tài chính tại Việt Nam.

**(3) Công ty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Vietcombank (VCBF)**

VCBF là công ty quản lý quỹ được thành lập dựa trên cơ sở liên doanh giữa Vietcombank và Franklin Templeton Investments - một trong những tập đoàn quản lý gia sản hàng đầu thế giới, trong đó VCB sở hữu 51% cổ phần. VCBF hiện đang quản lý tổng tài sản lên tới 8.180 tỷ đồng (tính đến hết 2025), phục vụ cả khách hàng tổ chức và cá nhân. Công ty giữ vị thế dẫn đầu tại Việt Nam về quy mô tài sản quản lý trong nhóm khách hàng bảo hiểm, với danh mục đối tác bao gồm AIA Vietnam, FWD Vietnam, Hanwha Life Vietnam, Vietnam National Reinsurance Corporation và Petrolimex Insurance Corporation. Hiện VCBF đang quản lý 5 quỹ mở cùng 1 quỹ hưu trí, các sản phẩm của VCBF thường hướng tới chiến lược đầu tư dài hạn, cân bằng giữa tăng trưởng và kiểm soát rủi ro, với danh mục phân bổ vào cổ phiếu, trái phiếu và các tài sản tài chính khác.

Tình hình hoạt động quỹ đầu tư VCBF

Quỹ	Tên quỹ	Chiến lược	NAV (tỷ VND)	Hiệu suất 2025
VCBF-BCF	Quỹ Đầu tư CP Hàng Đầu VCBF	Quỹ cổ phiếu	1,260	22.8%
VCBF-MGF	Quỹ Đầu tư CP Tăng trưởng VCBF	Quỹ cổ phiếu	865	6.4%
VCBF-TBF	Quỹ Đầu tư Cân bằng Chiến lược VCBF	Quỹ cân bằng	637	21.1%
VCBF-FIF	Quỹ Đầu tư TP VCBF	Quỹ trái phiếu	619	5.6%
VCBF-AIF	Quỹ Đầu tư Thu nhập Chủ Động VCBF	Quỹ cổ phiếu	389	21.6%

Nguồn: VCBF

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

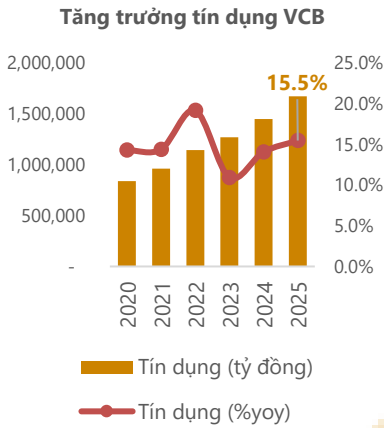
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

B. TÌNH HÌNH KINH DOANH

I. Tăng trưởng tín dụng cải thiện trong 2025



Nguồn: VCB

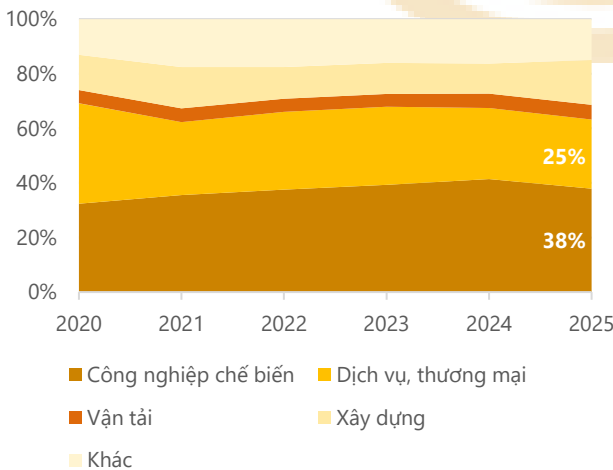
Vietcombank ghi nhận sự cải thiện về đà tăng trưởng tín dụng trong năm 2025, sau giai đoạn 2023–2024 tăng trưởng thấp hơn mặt bằng chung của ngành. Tính đến cuối năm 2025, dư nợ tín dụng của ngân hàng đạt khoảng 1,673 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng 15.5% so với đầu năm. Trong khi đó, danh mục trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ, khoảng 0.5% tổng dư nợ và tiếp tục xu hướng thu hẹp so với mức đỉnh ghi nhận vào năm 2021.

Xét theo đối tượng, Vietcombank duy trì cơ cấu tín dụng khá cân bằng - tín dụng doanh nghiệp và cá nhân lần lượt chiếm khoảng 55% và 45% tổng dư nợ. Năm 2025, dư nợ cho vay cá nhân tăng trưởng mạnh mẽ hơn ~18.5%, trong khi đó tín dụng doanh nghiệp ghi nhận mức tăng 13.1% so với đầu năm.

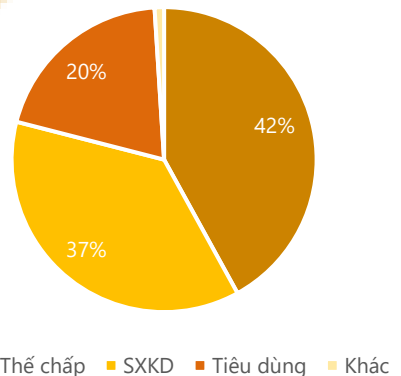
Về cơ cấu tín dụng bán lẻ, cho vay thế chấp tiếp tục chiếm vị trí chủ đạo trong danh mục, đóng góp khoảng 42% dư nợ. Trong khi đó, dư nợ cho vay sản xuất kinh doanh có xu hướng giảm tỷ trọng xuống còn 37% (so với mức 40% năm 2024), phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm hơn so với bình quân chung của danh mục.

Với tín dụng doanh nghiệp, nhóm khách hàng doanh nghiệp quy mô vừa ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất với gần 24%. Dư nợ tín dụng tập trung tại các ngành công nghiệp chế biến và dịch vụ, thương mại (chiếm khoảng 63% dư nợ trong 2025). Trong lĩnh vực xây dựng, VCB chủ yếu tài trợ cho các dự án đầu tư công như sân bay Long Thành, cao tốc TP.HCM - Long Thành. Nhờ đó, VCB có những lợi thế vượt trội hơn các NHTM tư nhân như quan hệ mật thiết với chính phủ, được phân bổ hạn mức cao hơn. Ngoài ra, danh mục tín dụng của VCB có rủi ro thấp khi ngân hàng không cho vay nhiều lĩnh vực kinh doanh bất động sản.

Dư nợ tín dụng theo ngành



Cơ cấu tín dụng bán lẻ



Nguồn: VCB

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

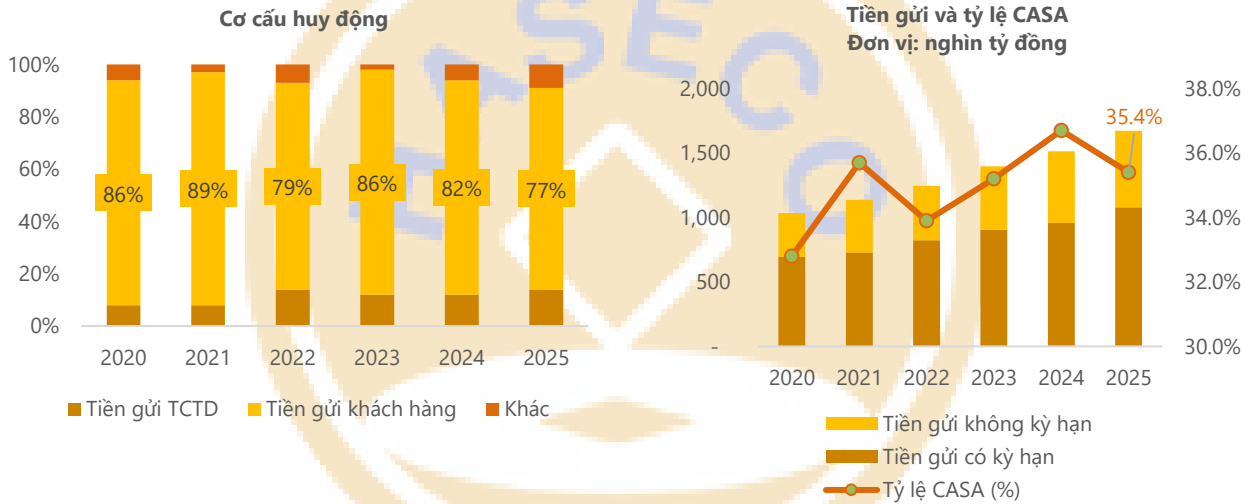
Trụ sở chính:
 Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
 Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
 Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
 Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
 Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
 Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

II. Lợi thế trong huy động vốn

Nhờ vị thế là ngân hàng quốc doanh hàng đầu Việt Nam, VCB có lợi thế huy động vốn từ khách hàng với chi phí rẻ, cùng khả năng tiếp cận được nguồn tiền gửi kho bạc nhà nước, VCB không bị phụ thuộc vào việc huy động vốn liên ngân hàng và phát hành giấy tờ có giá. Năm 2025, VCB huy động được hơn 2.18 triệu tỷ đồng (+17.8%), trong đó tiền gửi khách hàng đạt 1.67 triệu tỷ đồng (+10.4%) - chiếm 77% cơ cấu, còn lại là tiền gửi kho bạc nhà nước đạt 160 nghìn tỷ đồng (+105%), tiền gửi TCTD khác (+34%) và giấy tờ có giá (+12%). Tiền gửi khách hàng của VCB chủ yếu đến từ tệp khách hàng quy mô lớn, kỳ hạn dài và ít nhạy cảm với sự thay đổi của lãi suất. Tỷ lệ CASA của VCB tại cuối năm 2025 đạt 35.4%, dù giảm so với mức 36.7% năm trước nhưng vẫn ở mức cao thứ 3 toàn ngành. Vì vậy, nhờ lợi thế huy động và tỷ trọng tiền gửi khách hàng cao đã tạo ra lợi thế cạnh tranh trong việc kiểm soát chi phí huy động vốn, giúp lãi suất huy động ở mức thấp hệ thống.



Nguồn: VCB

C. DIỄN BIẾN VÀ TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

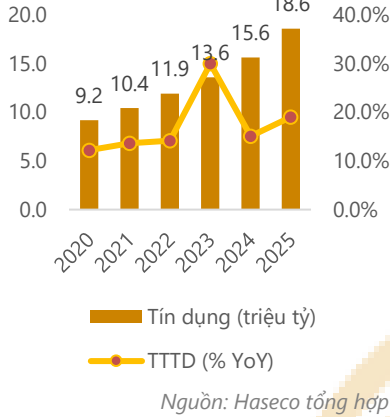
I. Diễn biến ngành ngân hàng

(1) Tăng trưởng tín dụng tích cực trong 2025

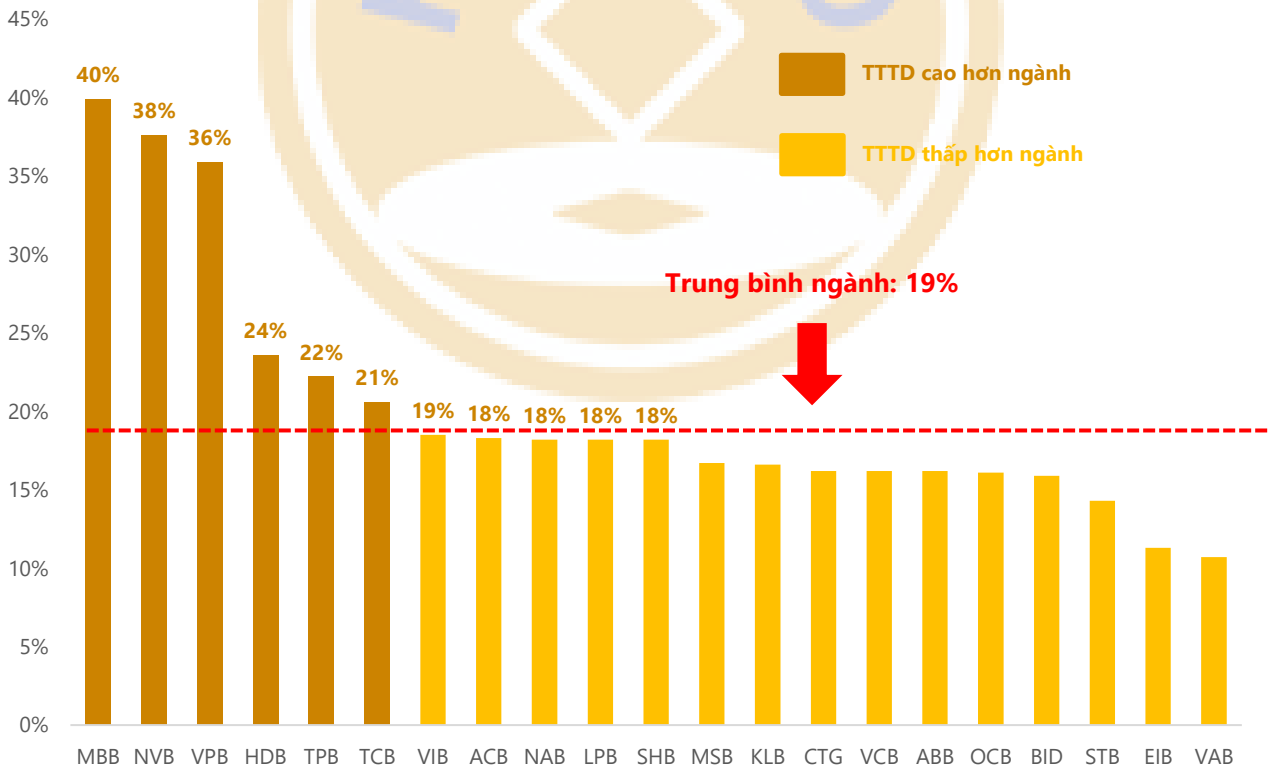
Năm 2025, tín dụng toàn hệ thống ngân hàng đạt 18.6 triệu tỷ đồng, tăng trưởng 19% YoY, cao hơn đáng kể so với mức tăng 15% trong năm 2024 và đây cũng là mức tăng trưởng cao trong 5 năm trở lại đây. Mặt bằng lãi suất thấp cuối 2024 - đầu 2025, cùng với các chính sách nới lỏng của chính phủ để thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế đã kích thích cầu tín dụng tăng trưởng mạnh. Trong đó, các ngân hàng đều có xu hướng dịch chuyển cơ cấu sang cho vay trung và dài hạn, đẩy mạnh tín dụng bán lẻ.

Bức tranh ngân hàng cũng có sự phân hoá mạnh khi dòng chảy tín dụng chủ yếu tập trung vào (1) nhóm ngân hàng quốc doanh với chi phí vốn rẻ; (2) nhóm ngân hàng tư nhân lớn có hệ sinh thái mạnh và tập trung cho vay bán lẻ (MBB, VPB, TCB), đặc biệt là những ngân hàng nhận chuyển giao ngân hàng 0 đồng, có lợi thế về room đều ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng vượt trội từ 24%-40%. Các ngân hàng thương mại nhỏ, không có lợi thế cạnh tranh mạnh đều ghi nhận mức tăng trưởng thấp hơn ngành (MSB, ABB, EIB, VAB).

Tín dụng toàn nền kinh tế



Tăng trưởng tín dụng 2025 (%)



Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

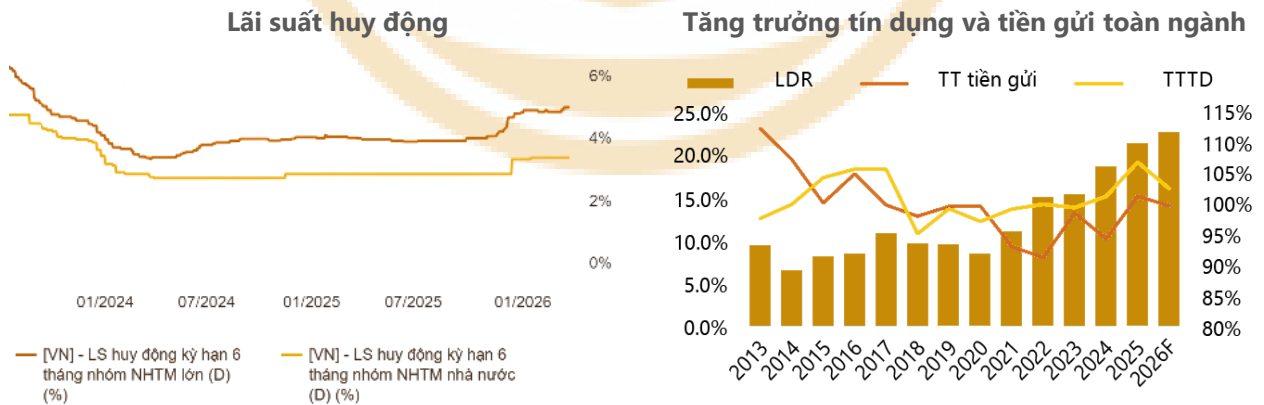
(2) Thanh khoản hệ thống chịu sức ép

Áp lực thanh khoản trong hệ thống ngân hàng đã bắt đầu gia tăng khiến lãi suất tiền gửi có kỳ hạn ghi nhận mức tăng từ tháng 10/2025. Kể từ đầu 2025, các NHTM có vốn nhà nước phụ thuộc đáng kể vào tiền gửi của kho bạc nhà nước, trong khi các NHTM tư nhân ngày càng huy động nhiều qua giấy tờ có giá, thị trường liên ngân hàng và OMO để đáp ứng nhu cầu thanh khoản. Trong khi đó, nhu cầu tín dụng mạnh mẽ đã khiến hệ số LDR toàn hệ thống đẩy lên mức cao kỷ lục khoảng 110%. Để giải quyết bài toán thanh khoản, chính phủ đã đưa ra loạt hỗ trợ nhằm thu hẹp khoảng thiếu hụt giữa huy động và tín dụng thông qua các kênh:

- Hơn 400 nghìn tỷ đồng bơm vào thị trường OMO, tương đương khoảng hơn 50% lượng trái phiếu chính phủ do các ngân hàng nắm giữ;
- 400-600 nghìn tỷ đồng tiền gửi của kho bạc nhà nước, tương đương khoảng 40% số dư tự do của KBNN so với mức trần khoảng 50%;
- Khoảng 150 nghìn tỷ đồng tái cấp vốn cho 4 ngân hàng “0 đồng”.
- Gần đây, NHNN đã thực hiện biện pháp hoán đổi USD-VND, tuy nhiên hợp đồng hoán đổi không thể giải quyết tình trạng thiếu hụt thanh khoản vì chỉ chuyển đổi từ đồng tiền này sang đồng tiền khác. Dư địa cho các giao dịch hoán đổi cũng bị hạn chế do ngân hàng phải duy trì tỷ lệ thanh khoản đối với nghĩa vụ bằng USD.

Tuy nhiên, các biện pháp trên chưa làm thanh khoản hệ thống hạ nhiệt hoàn toàn. Lãi suất liên ngân hàng gần đây đã tăng mạnh nhất kể từ 2013, có thời điểm chạm tới 20%. Điều này không chỉ phản ánh yếu tố mùa vụ dịp tết, mà còn thể hiện khoảng cách ngày càng lớn giữa huy động và tín dụng, trong khi các công cụ hỗ trợ của NHNN dường như tiến tới giới hạn.

Khi áp lực thanh khoản trong hệ thống gia tăng, NHNN và NHTM vốn nhà nước đang có những động thái giải quyết trực diện hơn như (1) Không gia hạn thông tư 26/2022, bỏ tiền gửi kho bạc nhà nước ra khỏi cấu phần tính LDR; (2) Giảm hạn mức tăng trưởng tín dụng ban đầu và thắt chặt hơn tín dụng lĩnh vực bất động sản. Như vậy, NHNN đang lựa chọn việc xử lý mất cân đối thanh khoản để đưa hệ thống về trạng thái ổn định hơn. Điều này sẽ gây áp lực lên kinh tế trong ngắn hạn nhưng hỗ trợ tốt hơn cho sự bền vững của hệ thống trong dài hạn.



Nguồn: NHTM, Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

(3) Tiền gửi KBNN bị loại khỏi LDR từ 2026

Theo Thông tư 26/2022, tiền gửi KBNN được tính toán vào hệ số LDR theo lộ trình như sau: 50% - 40% - 20% tiền gửi KBNN được tính vào thành phần tiền gửi trong năm 2023 - 2024 - 2025. Như vậy, kể từ 2026, thông tư hết hiệu lực khiến tiền gửi KBNN bị loại hoàn toàn khỏi cấu phần LDR, làm giảm cơ sở tiền gửi của NHTM quốc doanh khoảng 80-120 nghìn tỷ đồng. Mặc dù tác động không quá lớn, điều này vẫn có thể gây áp lực cho hệ thống ngân hàng trong bối cảnh thanh khoản vốn đã căng.

(4) Tác động của các nghị định/thông tư mới

Nghị định /Thông tư	Hiệu lực	Nội dung	Tác động
Nghị định 69	5/2025	Điều chỉnh tỷ lệ sở hữu nước ngoài, nới room ngoại lên 49% tại NHTM nhận chuyển giao bắt buộc	Tạo điều kiện thuận lợi cho việc huy động vốn ngoại chiến lược (MBB, VPB, HDB)
Thông tư 14	9/2025	Lộ trình áp dụng Basel 3: ✓ Cơ cấu vốn: CAR từ 8%, tỷ lệ vốn cấp 1 từ 6%, vốn lõi cấp 1 từ 4.5% ✓ Nâng bộ đệm an toàn vốn lên 2.5% vào 2033 ✓ Rủi ro tín dụng tính dựa trên phương pháp IRB ✓ Khuyến khích cho vay khoản vay có chất lượng cao	Hiệp ước Basel 3 nhìn chung mang lại tác động tích cực cho các NHTM, đặc biệt những ngân hàng áp dụng IRB. Tuy nhiên, các ngân hàng có đệm vốn mỏng hơn (BID, CTG, STB) sẽ đối mặt áp lực lớn hơn trong việc tăng cường vốn
Nghị định 245	9/2025	Các tổ chức hiện có mức trần nội bộ thấp hơn mức ngành (30%) có thể duy trì hoặc nâng dần lên mức trần quy định nhà nước, và không được phép hạ tỷ lệ này	Giúp thu hút dòng vốn nước ngoài và khả năng định giá lại (EIB), đặc biệt với những ngân hàng có mức trần 49% (HDB, MBB, VPB)
Thông tư 23	10/2025	Giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc	Các ngân hàng nhận chuyển giao (VCB, MBB, VPB, HDB) có dư địa hỗ trợ TCTD yếu kém, thúc đẩy quá trình tái cơ cấu
Nghị định 232	10/2025	Chấm dứt độc quyền nhà nước trong sản xuất, nhập khẩu vàng miếng, cho phép doanh nghiệp, NHTM đủ điều kiện được sản xuất, kinh doanh vàng miếng và nguyên liệu vàng	Các ngân hàng có vốn điều lệ trên 50,000 tỷ đồng đủ điều kiện tham gia (BID, CTG, VCB, MBB, TCB, VPB, ACB)
Thông tư 21	11/2025	Quy định về việc xếp hạng các TCTD từ giám sát tuân thủ sang dựa trên rủi ro, sử dụng tiêu chí mới CAMELS	Nâng cao an toàn hệ thống, tính cạnh tranh

Nguồn: SBV, Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

II. Triển vọng ngành ngân hàng 2026

(1) Tăng trưởng tín dụng tiếp tục ở mức cao

Hệ số CRW TT14/2025

Lĩnh vực	CRW (TT 14/2025)
Nông nghiệp	50%
Vay tiêu dùng	75%
Vay nhà ở xã hội	20-50%
SME	85%
Vay bán lẻ không bảo đảm	75%
Phải thu quá hạn	150%-200%

Nguồn: SBV

Để hiện thực hoá mục tiêu tăng trưởng GDP 10% trong năm 2026 và tăng trưởng đều 2 chữ số đến 2030, động lực tăng trưởng sẽ tiếp tục đến từ nhu cầu tín dụng mạnh mẽ. Trước những biến số khó lường về chính trị toàn cầu tiềm ẩn nỗi lo về suy thoái, tỷ giá và lạm phát, chính sách tiền tệ trong nước không thể nới lỏng như giai đoạn 2024 - đầu 2025. Tuy nhiên, với định hướng của chính phủ trong việc đẩy mạnh kinh tế tư nhân, giải ngân đầu tư công, cầu tín dụng sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong 2026. Haseco cho rằng, khi nhu cầu cải thiện ở các phân khúc doanh nghiệp, đặc biệt là bán lẻ và cho vay mua nhà, các NHTM có bộ đệm vốn vững chắc sẽ có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng trong 2026 có thể đạt khoảng 17%-19%, cao hơn mục tiêu 15% của ngân hàng nhà nước. Trong đó:

- Nhóm ngân hàng thương mại tư nhân có lợi thế cạnh tranh lớn (TCB, MBB, VPB) và nhóm ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc sẽ tiếp tục có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành
- Nhóm ngân hàng có danh mục cho vay hướng đến lĩnh vực ưu tiên: nông nghiệp, bán lẻ, SME, nhà ở xã hội (ACB, TCB, VIB, HDB) sẽ được điều chỉnh giảm hệ số rủi ro (CRW) của các khoản vay này theo Thông tư 14, qua đó có dư địa mở rộng tín dụng.

(2) Lãi suất duy trì mặt bằng cao

Sau phiên họp ngày 9/4/2026 do tân Thống đốc Phạm Đức Ấn chủ trì, NHNN đã yêu cầu các tổ chức tín dụng điều chỉnh giảm lãi suất huy động và tạo điều kiện hạ lãi suất cho vay. Đồng thời, tiếp tục nhấn mạnh các định hướng trọng tâm gồm thúc đẩy tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô, lãi suất và tỷ giá. Bên cạnh đó, NHNN cho biết sẽ siết chặt hoạt động giám sát lãi suất trên thị trường và sẵn sàng hỗ trợ thanh khoản khi cần. Sau chỉ đạo giảm lãi suất huy động, có khoảng hơn 10 ngân hàng đã điều chỉnh hạ 10-50 điểm cơ bản mức lãi suất niêm yết, chủ yếu cắt giảm ở kỳ hạn 12 tháng. Nhóm ngân hàng thương mại có vốn nhà nước chủ yếu tập trung giảm lãi suất ở các khoản tiền gửi từ 24 tháng trở lên, trong khi vẫn giữ nguyên các kỳ hạn ngắn hơn, có thể do vẫn duy trì được mức chênh lệch lãi suất khoảng 30 điểm cơ bản so với khối ngân hàng tư nhân.

Tuy nhiên, Haseco cho rằng, lãi suất sẽ khó giảm sâu mà duy trì mặt bằng cao, ổn định trong 2026 và có sự phân hoá giữa các nhóm ngân hàng:

- Nhóm ngân hàng quốc doanh: Các ngân hàng quốc doanh đã bắt đầu tăng lãi suất huy động 30-60 bps từ tháng 12/2025 để chuẩn bị cho nhu cầu vốn 2026. Haseco cho rằng, với lợi thế nguồn tiền gửi lớn, áp lực thanh khoản và gia tăng chi phí huy động là không quá lớn. Lãi suất cho vay dự kiến đi ngang để hỗ

hỗ trợ khách hàng theo định hướng chính phủ.

- **Nhóm ngân hàng tư nhân:** chúng tôi cho rằng áp lực tăng lãi suất huy động đã phản ánh trong quý 1, đặc biệt với những ngân hàng phụ thuộc lớn vào tiền gửi khách hàng, cơ cấu huy động ít đa dạng và có tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn cao. Trong khi đó, các ngân hàng có lợi thế CASA cao sẽ chịu ít áp lực tăng lãi suất hơn. Về lãi suất cho vay, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất mới sẽ tăng thêm 50-100 bps trong 2026 khi (1) Xu hướng cho vay bán lẻ và khách hàng cá nhân gia tăng (nhóm có lãi suất cho vay cao hơn khách hàng doanh nghiệp); (2) Các gói cho vay mua nhà giai đoạn 2023-2024 được điều chỉnh về lãi suất thả nổi; (3) NIM nhiều ngân hàng đã chạm đáy trong 2025.

Mức cắt giảm lãi suất của các ngân hàng

Ngân hàng	Mức giảm lãi suất (%)	Kỳ hạn áp dụng (tháng)
VCB	0.5	24 tháng
CTG	0.5	24, 36 tháng
BID	0.5	24, 36 tháng
AGRB	0.5	24, 36 tháng
EIB	0.5	18, 24, 36 tháng
VPB	0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
TCB	0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
ACB	0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
VAB	0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
STB	0.2 → 0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
LPB	0.2 → 0.4	6, 9, 12, 36 tháng
OCB	0.2 → 0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
NAB	0.2 → 0.5	6, 9, 12 tháng
MBB	0.1 → 0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
TPB	0.1 → 0.2	1, 3, 6, 12, 18, 24 tháng
ABB	0.1 → 0.5	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng
NCB	0.1	6, 9, 12, 18, 24, 36 tháng

Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

(3) Phát triển hệ sinh thái toàn diện để tăng thu nhập ngoài lãi

Hiện nay, các ngân hàng đang có xu hướng phát triển thành một hệ sinh thái toàn diện, tích hợp tất cả các dịch vụ tài chính. Điều này giúp ngân hàng tăng khả năng bán chéo các dịch vụ thanh toán, quản lý tài sản, tài chính tiêu dùng, bảo hiểm, chứng khoán và tài sản số. Từ đó giúp gia tăng thị phần, đa dạng hoá cơ cấu lợi nhuận khi giảm bớt sự phụ thuộc vào hoạt động tín dụng truyền thống trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt khiến NIM thu hẹp.

Hệ sinh thái các ngân hàng

Ngân hàng	Quản lý tài sản	Tài chính tiêu dùng	Môi giới	Quản lý quỹ	AMC	Bảo hiểm nhân thọ	Bảo hiểm phi nhân thọ	Tài sản số	Vàng miếng
ACB	X		X	X	X	Banca	Kế hoạch		Kế hoạch
BID	X		X	Kế hoạch	X	X	X		Kế hoạch
CTG	X		X	X	X	Banca	X		Kế hoạch
HDB		X	X			Banca	X	Kế hoạch	
LPB	X		X		Kế hoạch	Banca	X		
MBB	X	X	X	X	X	X	X	Kế hoạch	Kế hoạch
MSB		X	Kế hoạch	Kế hoạch		Banca			
OCB	X		X		X	Banca			
STB	X		Kế hoạch		X	Banca			
TCB	X		X	X	X	X	X	Kế hoạch	Kế hoạch
TPB		Kế hoạch	X	X		Banca			
VCB	X		X	X		Banca			Kế hoạch
VIB	X		X		X	Banca			
VPB	X		X	Kế hoạch	X	Kế hoạch	X	Kế hoạch	

Nguồn: Các ngân hàng, Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

D. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

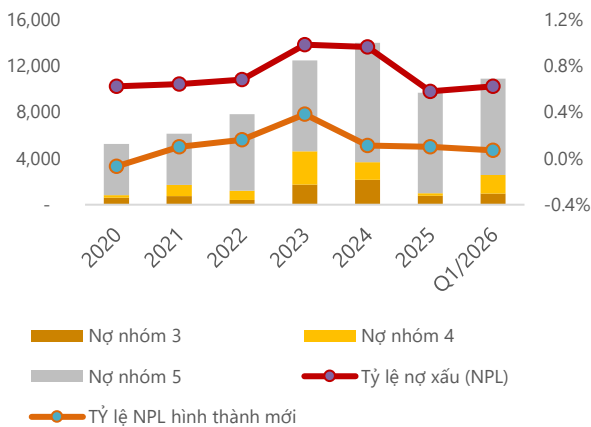
(1) Bảng cân đối lành mạnh với khả năng kiểm soát nợ xấu vượt trội

Vietcombank theo đuổi chiến lược tín dụng mang tính thận trọng, thể hiện ở hệ thống thẩm định và phê duyệt khoản vay nhiều tầng kiểm soát, tiêu chuẩn phê duyệt hồ sơ khách hàng cao hơn mặt bằng chung. Qua đó, khách hàng của VCB thường là nhóm khách hàng có nền tảng tài chính vững, dòng tiền ổn định và lịch sử tín dụng tốt, như các tập đoàn nhà nước, doanh nghiệp đầu ngành, khối FDI và nhóm khách hàng cá nhân có thu nhập cao. Song song với đó, VCB nằm trong nhóm đi đầu tại Việt Nam trong việc tiệm cận các chuẩn mực quản trị rủi ro quốc tế. Ngân hàng đang triển khai Basel III theo định hướng của SBV, đồng thời áp dụng IFRS 9 nhằm nâng cao chất lượng ghi nhận và dự báo rủi ro tín dụng. Nhờ vậy, VCB luôn duy trì chất lượng bảng cân đối thuộc nhóm tốt nhất hệ thống. Điều này được phản ánh trực tiếp qua tỷ lệ nợ xấu luôn ở mức thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức rất cao.

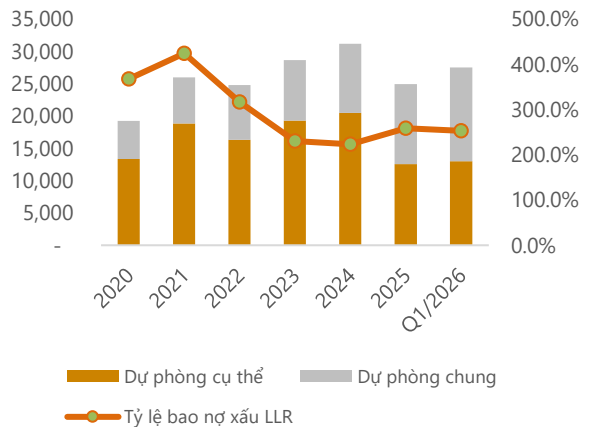
Năm 2025, tỷ lệ nợ xấu trên dư nợ cho vay khách hàng khoảng 0.58%, nợ nhóm 2 giảm mạnh xuống 0.16% - mức thấp nhất hệ thống. Xét theo phân khúc khách hàng, nhóm khách hàng cá nhân được kiểm soát tốt khi tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp ~0.7%, trong khi đó tỷ lệ nợ xấu khách hàng doanh nghiệp cao hơn (1.3%). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục tăng lên 259% từ mức 223% trong 2024, cho thấy bộ đệm dự phòng mạnh mẽ. Trong Q1/2026, chất lượng tài sản tiếp tục duy trì ở mức tốt. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 0.62% nhưng vẫn ở mức rất thấp. Nếu bao gồm cả trái phiếu doanh nghiệp, tỷ lệ nợ xấu nhìn chung đi ngang theo quý ~1%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn duy trì ở mức rất cao đạt 253%.

Định hướng năm 2026, VCB kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu tương đương năm 2025 và tỷ lệ bao phủ nợ xấu khoảng 150-200%. Ngân hàng cũng tỏ ra lạc quan về nguồn thu từ xử lý nợ xấu, nhờ thị trường bất động sản tích cực hơn và việc thể chế hóa Nghị quyết 42, qua đó tạo hành lang pháp lý thuận lợi hơn cho công tác thu hồi tài sản đảm bảo.

Tình hình nợ xấu VCB



Dự phòng nợ xấu VCB



Nguồn: VCB

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

D. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

(2) Tái cơ cấu ngân hàng yếu kém mang lại những lợi thế nhất định cho VCB

VNCB có tiền thân là Ngân hàng Đại Tín (TrustBank). Đến cuối năm 2012, khi bị đưa vào diện kiểm soát đặc biệt trong nhóm các ngân hàng yếu kém, tổ chức này đã ghi nhận lỗ lũy kế lên tới 8,765 tỷ đồng và âm vốn chủ sở hữu 5,711 tỷ đồng. Tình hình tiếp tục xấu đi nghiêm trọng khi đến cuối năm 2014, mức âm vốn chủ sở hữu tăng lên khoảng 24,000 tỷ đồng. Trước thực trạng đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã quyết định mua lại ngân hàng này với giá 0 đồng vào ngày 5/3/2015 và giao cho Vietcombank tham gia hỗ trợ tái cơ cấu. Đến ngày 18/10/2024, Ngân hàng Xây dựng (CB) chính thức được chuyển giao bắt buộc cho Vietcombank và được đổi tên thành VCBNeo, hoạt động dưới mô hình ngân hàng TNHH một thành viên với 100% vốn thuộc sở hữu của Vietcombank. Việc tiếp nhận này nằm trong định hướng chung của cơ quan quản lý nhằm bảo vệ quyền lợi người gửi tiền, xử lý các tồn đọng tài chính và hạn chế rủi ro lan truyền trong hệ thống ngân hàng. Sau khi tiếp quản, Vietcombank định hướng VCBNeo phát triển theo mô hình ngân hàng số, qua đó tối ưu chi phí vận hành và tạo nền tảng tăng trưởng linh hoạt hơn. Thực tế triển khai cho thấy ngân hàng này đã tiến hành tái cấu trúc mạnh mẽ, bao gồm việc cắt giảm khoảng 25% số lượng phòng giao dịch, xây dựng lại nhận diện thương hiệu và nâng cấp hệ thống công nghệ nhằm phục vụ chiến lược chuyển đổi số. Về cơ chế tạo lợi nhuận, VCB đã bán một phần dư nợ cho VCBNeo nhằm giúp ngân hàng tăng hiệu quả hoạt động. Vietcombank cho biết việc chuyển nhượng các khoản nợ sang VCBNeo chỉ được thực hiện mang tính một lần, và ngân hàng không có kế hoạch tiếp tục gia tăng quy mô dư nợ chuyển giao trong năm 2026 cũng như các năm sau đó. Kết quả kinh doanh năm 2025, VCBNeo ghi nhận mức lợi nhuận đạt khoảng 1,900 tỷ đồng - chính thức chấm dứt giai đoạn thua lỗ kéo dài, đồng thời vươn lên đứng thứ 20 về quy mô lợi nhuận trên toàn hệ thống. Điều này cho thấy những nỗ lực tái cấu trúc của VCB bước đầu mang lại kết quả tích cực.

Việc tiếp nhận chuyển giao bắt buộc CBBank cũng tạo điều kiện để Vietcombank được cấp room tín dụng cao hơn so với mặt bằng chung. Bên cạnh đó, ngân hàng còn được hưởng một số cơ chế hỗ trợ đáng kể từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, bao gồm: (1) tiếp cận nguồn vốn vay với lãi suất ưu đãi, qua đó giảm bớt áp lực chi phí vốn và cải thiện thanh khoản; (2) được giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc, giúp giải phóng một phần nhỏ nguồn lực để mở rộng cho vay và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn; (3) mở ra dư địa thu hút vốn ngoại và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.

(3) Tăng trưởng tín dụng và NIM cho thấy những tín hiệu tích cực

Tổng dư nợ tín dụng tăng 4.8% trong quý 1, vượt mức tăng trưởng toàn ngành khoảng 3.2%. Đà tăng trưởng diễn ra khá đồng đều giữa các kỳ hạn: cho vay ngắn hạn tăng thêm khoảng 30 nghìn tỷ đồng, cho vay trung hạn tăng 15 nghìn tỷ đồng và cho vay dài hạn tăng 34

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

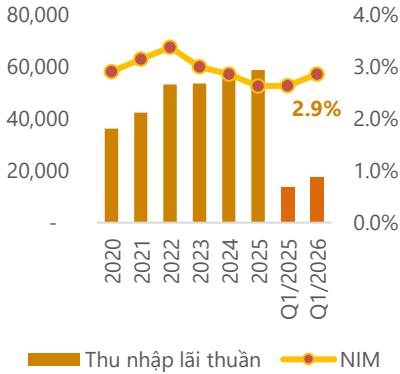
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

NIM và thu nhập lãi thuần



Nguồn: VCB

nghìn tỷ đồng. Với cơ cấu kỳ hạn như vậy, Haseco cho rằng tăng trưởng tín dụng được phân bổ tương đối cân bằng giữa phân khúc khách hàng doanh nghiệp và bán lẻ. Có thể thấy, mức tăng trưởng này khá tốt so với mặt bằng chung ngành ngân hàng, thậm chí cao hơn mức tăng trưởng của ngân hàng top đầu 2025 như MBB (3.3%).

Về biên lãi ròng, VCB ghi nhận biên NIM năm 2025 đạt 2.63%, giảm so với mức 2.86% năm 2024. Xu hướng thu hẹp NIM là do Vietcombank đi đầu trong việc hạ lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế. Tuy nhiên, đến quý 4/2025, NIM bắt đầu cho thấy dấu hiệu cải thiện. Lãi suất cho vay bình quân tăng lên khoảng 5.9%, cao hơn mức 5.6% trong nửa đầu năm 2025. Sự cải thiện này đến từ việc cơ cấu tín dụng dịch chuyển theo hướng gia tăng tỷ trọng các khoản vay trung và dài hạn có mức sinh lời cao hơn. Đồng thời, chi phí vốn vẫn được kiểm soát ổn định trong quý cuối năm, trái ngược với xu hướng tăng mạnh của toàn ngành. Trong quý 1/2026, NIM ghi nhận sự cải thiện lên mức 2.86% (+15 bps QoQ, +22 bps YoY) nhờ lợi suất cho vay tăng lên 6.29% (+51 bps QoQ); trong khi chi phí vốn (COF) chỉ tăng 27 điểm cơ bản lên mức 2.59%. Đáng chú ý, cả lợi suất tài sản và chi phí vốn của Vietcombank vẫn thuộc nhóm thấp nhất so với các ngân hàng cùng ngành, qua đó cho thấy khả năng chuyển phần chi phí vốn tăng thêm sang khách hàng một cách hiệu quả, đồng thời vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh trên thị trường.

(4) Phát hành 6.5% cổ phần sẽ là chất xúc tác cho giá cổ phiếu

Tại Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2025, VCB đã được cổ đông phê duyệt kế hoạch phát hành riêng lẻ nhằm tăng vốn điều lệ. Theo đó, ngân hàng dự kiến chào bán tối đa khoảng 6.5% lượng cổ phiếu đang lưu hành, tương đương gần 543.1 triệu cổ phiếu, cho không quá 55 nhà đầu tư, bao gồm cả nhà đầu tư chiến lược và nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Cổ phiếu phát hành riêng lẻ sẽ bị hạn chế chuyển nhượng, cụ thể tối thiểu 3 năm đối với nhà đầu tư chiến lược và tối thiểu 1 năm đối với nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, tính từ thời điểm hoàn tất đợt phát hành. Sau khi hoàn tất, Vietcombank dự kiến nâng vốn điều lệ lên xấp xỉ 88,988 tỷ đồng.

VCB đã mời các tổ chức tư vấn tham gia thẩm định giá độc lập phục vụ cho kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ của ngân hàng. Theo đó, giá bán phải đồng thời đảm bảo các nguyên tắc: (1) Không thấp hơn giá trị sổ sách; (2) Không thấp hơn giá xác định của tổ chức có chức năng định giá độc lập; (3) Không thấp hơn bình quân giá đóng cửa trong 10 phiên giao dịch liền kề trước ngày nhà đầu tư thông báo mua, và giá đóng cửa phiên giao dịch tại thời điểm liền kề trước đó.

Đợt phát hành riêng lẻ được kỳ vọng là chất xúc tác cho giá cổ phiếu VCB. Nhìn lại lịch sử, năm 2019, VCB đã phát hành riêng lẻ hơn 111 triệu cổ phiếu cho GIC và Mizuho Bank với giá bán 55,510 VND/cổ phiếu - tương đương với mức định giá P/B 3.2x tại thời điểm đó. Sau thời điểm phát hành, giá cổ phiếu VCB cũng liên tục tăng tới nay. Hiện tại, định giá P/B của VCB đang ở mức thấp nhất lịch sử doanh nghiệp ~2.1x. Vì vậy, đợt phát hành này nếu thành công sẽ giúp ngân hàng tái định giá - đặc biệt khi VCB vẫn được nhà đầu tư đánh giá cao bởi chất lượng tài sản tốt và bộ đệm dự phòng dày.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



E. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Định giá VCB - Phương pháp P/B	
- Vốn chủ sở hữu 2026 (tỷ)	264,000
- P/B (x)	2.5
Giá mục tiêu (VND)	79,000
Giá hiện tại (12/05/2026)	59,900
Upside	31.9%

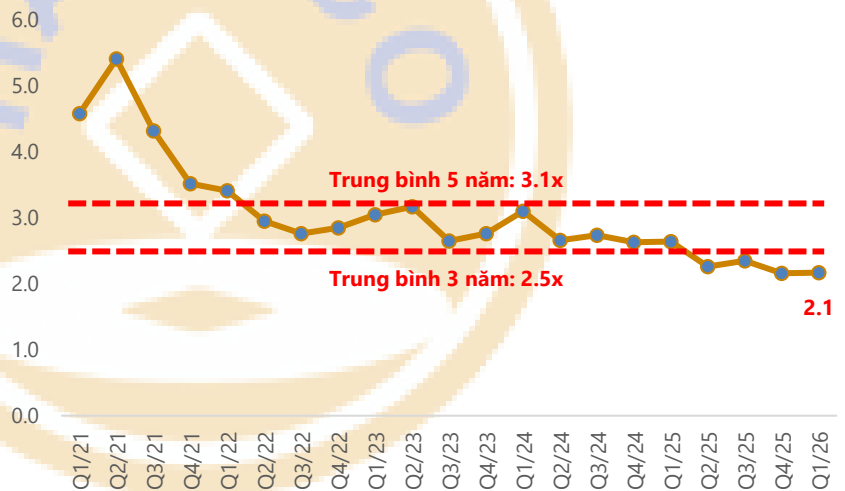
Nguồn: VCB

Với giả định tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM năm 2026 lần lượt đạt 15% và 2.9%, Haseco dự báo lợi nhuận sau thuế của ngân hàng mẹ đạt 39,292 tỷ đồng (+11.7% yoy).

Về phương pháp định giá, Haseco sử dụng phương pháp định giá P/B. Chúng tôi tin rằng, VCB hiện tại đang bị định giá tương đối thấp so với mức trung bình lịch sử của ngân hàng, với P/B trung bình 5 năm gần nhất (3.1x) và 3 năm gần nhất (2.5x). Với những triển vọng phân tích ở trên, đặc biệt với một ngân hàng có chất lượng tài sản hàng đầu và đang có câu chuyện về việc bán vốn chiến lược, VCB xứng đáng được mức định giá cao hơn. Tuy nhiên, để thận trọng, Haseco sử dụng mức định giá trung bình 3 năm làm mức tham chiếu (2.5x) thay vì 5 năm, phản ánh những bất định liên quan tới thanh khoản hệ thống ngân hàng và môi trường lãi suất cao.

Từ đó, Haseco khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VCB - mức giá mục tiêu cho năm 2026 là **79,000 VND/cổ phiếu**, tương đương với mức **upside 31.9%** so với giá đóng cửa ngày 12/05/2026.

Lịch sử định giá P/B



Nguồn: VCB

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh VCB

Báo cáo kết quả kinh doanh	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	36,285	42,273	53,246	53,614	55,406	58,771	69,350
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	6,607	7,407	6,839	5,825	5,137	3,470	4,094
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	3,906	4,375	5,768	5,660	5,292	6,165	7,275
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	2	138	(115)	125	62	171	202
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	(0)	(85)	82	-	3	4	4
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,800	2,393	2,054	2,273	2,372	3,592	2,774
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	461	130	208	266	307	282	333
Tổng thu nhập hoạt động	49,063	56,630	68,083	67,764	68,578	72,455	84,032
Chi phí hoạt động	(16,038)	(17,666)	(21,251)	(21,906)	(23,027)	(25,243)	(29,787)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	33,024	38,964	46,832	45,858	45,551	47,212	54,246
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(9,975)	(11,478)	(9,464)	(4,530)	(3,315)	(3,192)	(5,107)
Tổng lợi nhuận trước thuế	23,050	27,486	37,368	41,328	42,236	44,020	49,139
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,577)	(5,469)	(7,449)	(8,206)	(8,383)	(8,822)	(9,827)
Lợi nhuận sau thuế	18,473	22,017	29,919	33,122	33,853	35,198	39,312
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(21)	(20)	(20)	(21)	(22)	(20)	(20)
Cổ đông của Công ty mẹ	18,451	21,997	29,899	33,101	33,831	35,178	39,292

Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

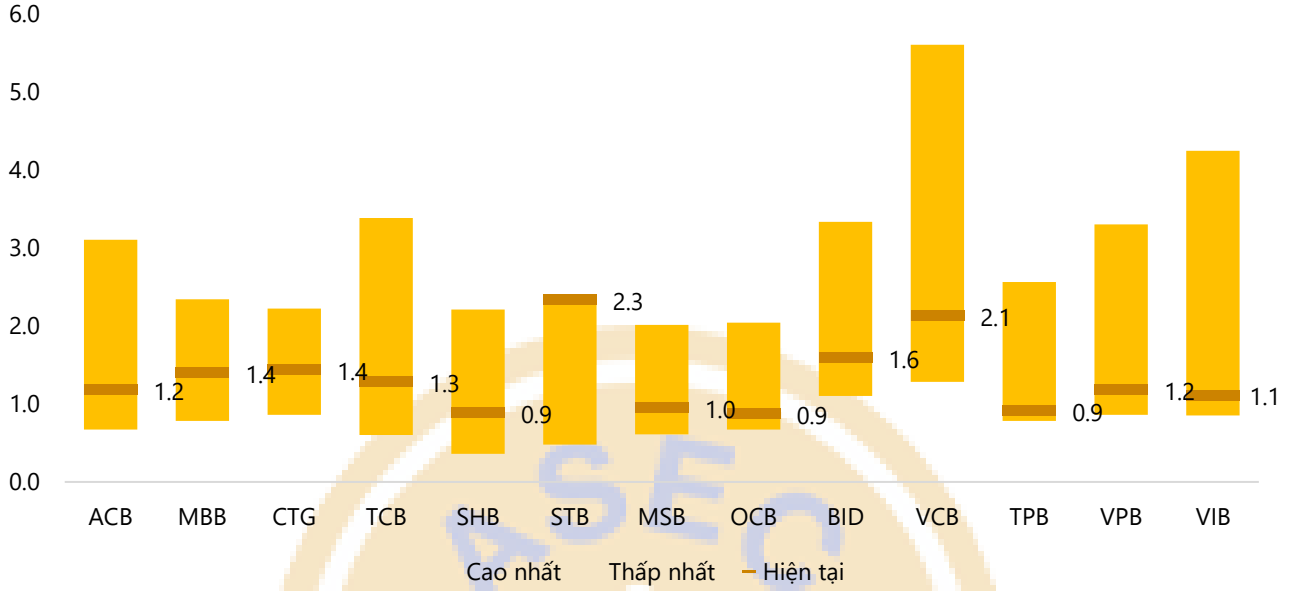
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

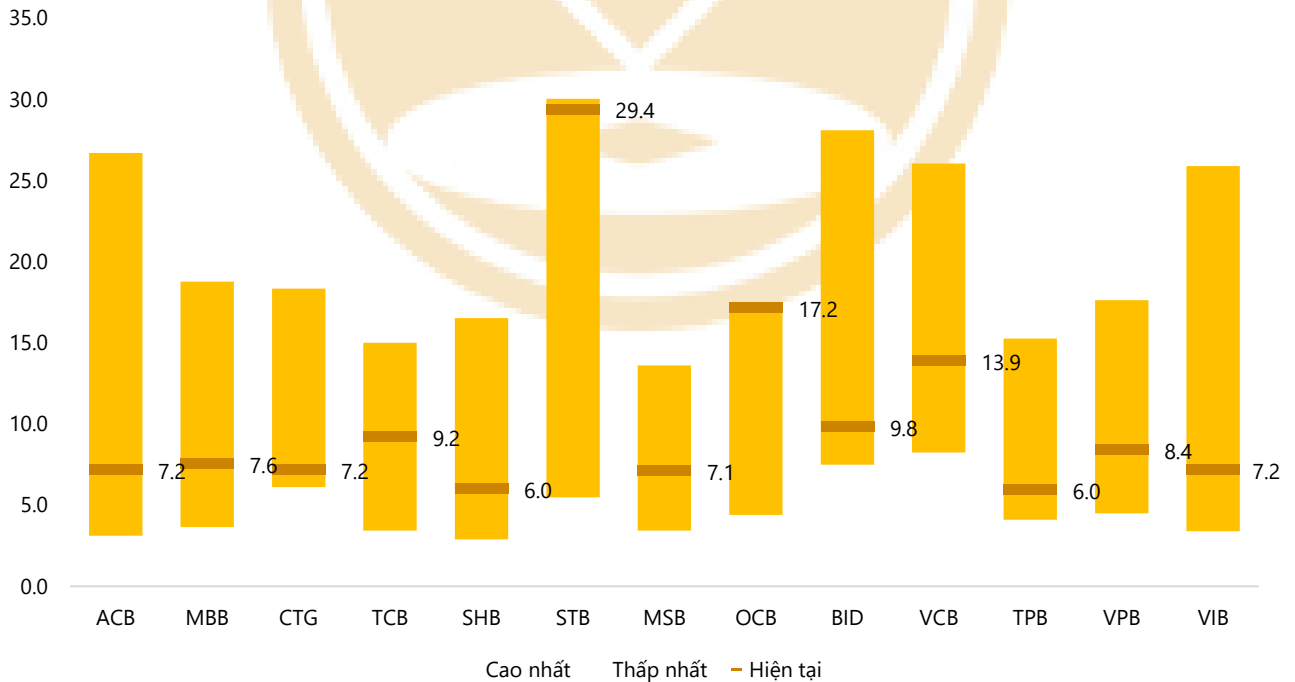
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Lịch sử định giá các ngân hàng (P/B)



*Số liệu Haseco ước tính tại ngày 12/05/2026

Lịch sử định giá các ngân hàng (P/E)



*Số liệu Haseco ước tính tại ngày 12/05/2026

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



Tuyên bố miễn trách nhiệm

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 Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco 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. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco 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 Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco 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 Haseco.

Haseco 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.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825