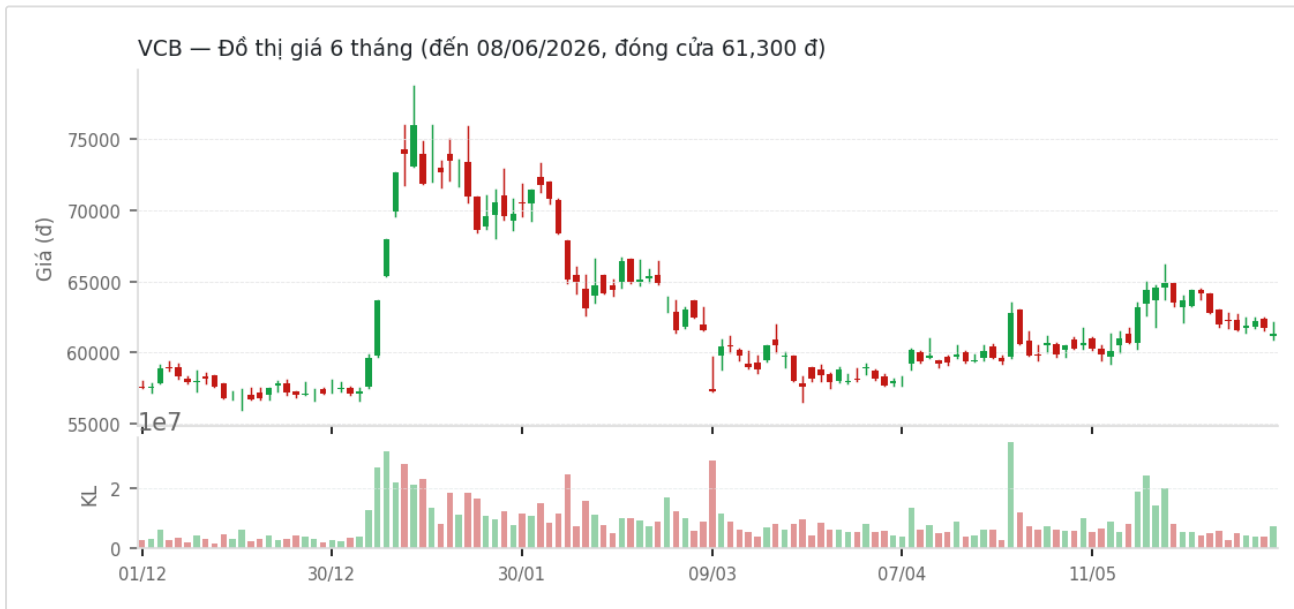


# VCB – GIỮ tier-1 phòng thủ: NIM tạo đáy + hoàn nhập dự phòng TPDN Q2 và bán vốn riêng lẻ 6,5% là catalyst, nhưng free-float thấp + giá phải xác nhận sau khi VN-Index thủng 1.800 CẬP NHẬT

Mã: VCB · Phát hành 2026-06-08

KHUYẾN NGHỊ	GIỮ (từ MUA)
GIÁ HIỆN TẠI	61,300 đ
GIÁ MỤC TIÊU 1 THÁNG	64,000 đ · 60,000 – 66,000 (+4.4%)
GIÁ MỤC TIÊU 3 THÁNG	67,000 đ · 62,000 – 71,000 (+9.3%)
GIÁ MỤC TIÊU 6 THÁNG	72,000 đ · 65,000 – 76,000 (+17.5%)
GIÁ MỤC TIÊU 1 NĂM	75,000 đ · 65,000 – 80,000 (+22.3%)
PHIÊN BẢN TRƯỚC	Báo cáo 2026-05-15

## I. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



Giá đóng cửa **61,300 đồng** ngày 2026-06-08; biên độ 52 tuần 55,199 – 78,800 đồng (cao hơn đáy +11.1%, thấp hơn đỉnh -22.2%); khối lượng bình quân 30 phiên ~9 triệu cổ phiếu.

Phiên 08/06/2026 (T2 đầu tuần) VCB mở cửa 61.200 đồng, có thời điểm chạm 62.100 đồng và đóng cửa 61.300 đồng — giảm 400 đồng tương đương **-0,65%** so phiên 05/06 (61.700 đồng). Khối lượng 7,35 triệu cổ phiếu — cao gấp 1,8 lần phiên cuối tuần trước (4,01 triệu phiên 05/06) và là phiên đầu tiên trong sáu phiên gần nhất bứt lên trên mức trung bình tuần. Diễn biến giá VCB chậm hơn rõ rệt so VN-Index — chỉ số

chính đóng cửa 08/06 thủng mốc tâm lý 1.800 điểm, trong khi VCB chỉ điều chỉnh nhẹ và được tin tức trong ngày ghi nhận là **cổ phiếu được khối ngoại + khối tự doanh CTCK cùng gom mạnh nhất phiên** (Vietstock 08/06 11:59). Điều này tái khẳng định vai trò trú ẩn tier-1 phòng thủ của VCB khi thanh khoản thị trường yếu đi.

- **Vùng hỗ trợ chính:** 60.000 – 60.900 đồng – vùng đáy phiên 08/06 + vùng tích lũy hai tuần đầu tháng 6.
- **Vùng hỗ trợ sâu:** 55.300 – 56.000 đồng – đáy 52 tuần ghi nhận trong các báo cáo nền tảng (NHSV/UPS/AGR đều tham chiếu vùng 52.000 – 55.300).
- **Vùng kháng cự gần:** 62.500 – 63.000 đồng – đỉnh phiên 28–29/05 và mức tham chiếu trước đó hai tuần.
- **Vùng kháng cự trung hạn:** 64.200 – 65.000 đồng – đỉnh phiên 27/05 + đáy lịch sử cuối tháng 4 đầu tháng 5.

Bản dự phóng VN-Index 08/06 (§2.A) định danh VCB ở mức **GIỮ** với lý do "Vietcap chấm Vietcombank kỳ vọng tăng gần 30% – củng cố Giữ tier-1, không thay đổi tỷ trọng". Báo cáo này điều chỉnh từ khuyến nghị MUA trong bản 15/05 về GIỮ, giữ giá mục tiêu **72.000 đồng** (xấp xỉ NHSV và VPBS), phản ánh tỷ trọng các báo cáo nền tảng đang định giá VCB trong dải 68.200 – 78.500 đồng (trung vị 72.800) nhưng đặt ưu tiên thấp hơn ngân hàng tư nhân FF cao trong rổ đỡ chỉ số.

## II. KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

- **Khuyến nghị: GIỮ** (hạ từ MUA bản 15/05/2026) – phản ánh năm yếu tố cộng hưởng: (i) **VN-Index phiên 08/06 thủng 1.800 điểm**, sentiment thị trường yếu đi, dù VCB hấp thụ dòng tiền khối ngoại + tự doanh; (ii) **broker consensus +25,4% upside** vẫn tích cực (target trung bình 73.200 đồng giữa 8 báo cáo nền tảng) nhưng phân hoá rõ – Vietcap (VCI) lạc quan nhất 78.500 đồng và Mirae Asset (MAS) thận trọng 68.200 đồng; (iii) **NIM Q1/26 = 2,77–2,86% (tùy phương pháp tính)** xác nhận điểm tạo đáy sau 13 quý giảm liên tục – nhưng cũng phụ thuộc vào việc lãi suất huy động H2/2026 có giảm thực sự hay không; (iv) **free-float NHQD chỉ ~10%** (theo §IV.D.3 Bản dự phóng VN-Index – VCB Nhà nước 74,8% + Mizuho 15%) → vai trò "đỡ chỉ số" thấp dù vốn hoá lớn, nên không phải lựa chọn tối ưu trong rổ FTSE-passive theo trọng số free-float; (v) **rủi ro vĩ mô bên ngoài** (xung đột Trung Đông, giá dầu Brent ~110 USD theo VPBS) làm tăng ẩn số NIM 2H/2026. Đồng thời, **giữ view tích cực dài hạn** dựa trên: (a) chất lượng tài sản đầu ngành (NPL Q1/26 = 0,58–0,99% tùy phương pháp tính, LLR 178–259% – cao nhất hệ thống); (b) hoàn nhập dự phòng TPDN dự kiến Q2/2026 (Vietcap nêu ~3.100 tỷ, UPS nêu ~2.200 tỷ sau thuế) tạo upside lợi nhuận quý 2; (c) catalyst phát hành riêng lẻ 6,5% kỳ vọng hoàn tất trong 2026 (P/B 2,8–3,0x ~76.000–82.000 đồng).
- **Giá đóng cửa 08/06/2026 = 61.300 đồng:** giá mục tiêu 6–12 tháng nằm trong khung 65.000 – 80.000 đồng, trung tâm **72.000 đồng** tương ứng tiềm năng tăng giá ~17,5%.
- **Phương pháp định giá:** P/B target 2,15x × BVPS bình quân 2026/2027 33.500 đồng (cơ sở HSC = 33.574 và VCI = ~34.500) = 72.000 đồng. P/B target 2,15x nằm giữa MAS (2,21x – thận trọng) và VCI (2,7x – bảo lưu premium lịch sử), thấp hơn P/B trung bình lịch sử 5 năm 2,8–3,0x – phản ánh discount window do tăng trưởng tín dụng VCB chậm hơn tư nhân (KH 2026 = 10–13% vs ngành ~16%) và áp lực vĩ mô H2/2026.

### 1. Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024–2027F (đối chiếu broker)

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	2024A	2025A	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần (VCI)	55.406	58.674	71.357	84.987

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	2024A	2025A	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần (HSC)	55.406	58.674	71.900	85.600
Thu nhập lãi thuần (NHSV)	55.406	58.674	70.926	74.291
Thu nhập lãi thuần (VPBS)	55.406	58.674	68.799	75.557
Thu nhập lãi thuần (UPS)	55.406	58.674	67.723	n/a
Tổng thu nhập HĐ (VCI)	68.578	72.358	84.982	101.214
Tổng thu nhập HĐ (HSC)	68.578	72.358	86.800	103.000
Tổng thu nhập HĐ (NHSV)	68.578	72.358	85.233	88.051
LN trước dự phòng (VCI)	45.551	47.205	56.057	68.818
LN trước dự phòng (HSC)	45.551	47.205	58.300	69.900
Chi phí dự phòng (VCI)	3.315	3.185	3.669	6.490
Chi phí dự phòng (NHSV)	3.315	3.185	12.448	12.754
LNTT (VCI)	42.236	44.020	52.389	62.328
LNTT (HSC)	42.236	44.020	51.300	61.300
LNTT (UPS)	42.236	44.020	51.513	n/a
LNTT (VPBS)	42.236	44.020	47.846	55.839
LNTT (NHSV)	42.236	44.020	47.455	50.804
LNST CĐ CTM (VCI)	33.831	35.178	41.866	49.808
LNST CĐ CTM (HSC)	33.831	35.178	41.000	49.000
LNST CĐ CTM (VPBS)	33.831	35.178	38.239	44.627
LNST CĐ CTM (MAS)	33.831	35.178	38.247	44.627
LNST CĐ CTM (NHSV)	33.831	35.178	37.964	40.643
<b>LNST CĐ CTM (báo cáo này)</b>	<b>33.831</b>	<b>35.178</b>	<b>40.000</b>	<b>47.000</b>
EPS dự phóng (đồng)	4.049	4.210	4.788	5.625
BVPS dự phóng (đồng)	23.799	27.223	33.500	37.800
ROE dự phóng	18,4%	16,5%	16,0%	16,4%
NIM dự phóng	2,89%	2,65%	2,75%	2,82%
P/E forward (giá 61.300)	15,1x	14,6x	<b>12,8x</b>	<b>10,9x</b>
P/B forward (giá 61.300)	2,58x	2,25x	<b>1,83x</b>	<b>1,62x</b>

Báo cáo này lấy trung vị giữa VCI/HSC bullish (~41.500) và NHSV/MAS/VPBS thận trọng (~38.150) cho 2026F LNST = 40.000 tỷ, tương đương +13,7% YoY – vượt mục tiêu Ban lãnh đạo ĐHCĐ 2026 đặt LNTT +5% (ghi nhận trong HSC 04/05/2026) nhưng phù hợp với KQKD Q1/26 thực tế đã hoàn thành 26% kế hoạch (UPS 01/06 + YSVN 15/05).

## 2. Dữ liệu kết quả kinh doanh theo quý (single-quarter values)

Bảng dưới gộp **5 quý lịch sử** (Q1/25 – Q1/26) và **3 quý dự phóng** (Q2F/26 – Q4F/26). Q4/25 chịu áp lực trích lập TPDN tăng đột biến (VPBS ghi nhận VCB nâng tỷ lệ xoá nợ lên 1,64% — cao nhất 5 năm — để làm sạch danh mục); Q1/26 phục hồi nhờ thu nhập lãi thuần +29% YoY (NHSV) và chi phí dự phòng tăng tiếp 2.493 tỷ để củng cố bộ đệm.

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2F/26	Q3F/26	Q4F/26
TN HD (TOI)	17.265	17.868	18.052	19.270	<b>21.180</b>	<b>22.300</b>	<b>20.700</b>	<b>21.150</b>
LNTT	10.860	11.034	11.239	10.887	<b>11.803</b>	<b>14.000</b>	<b>12.500</b>	<b>12.697</b>
LNST	8.702	8.837	9.026	8.633	<b>9.462</b>	<b>11.225</b>	<b>10.000</b>	<b>10.150</b>
<b>LNST CĐ CTM</b>	<b>8.696</b>	<b>8.832</b>	<b>9.020</b>	<b>8.629</b>	<b>9.457</b>	<b>11.220</b>	<b>9.995</b>	<b>10.143</b>
YoY LNST CĐ CTM	+1,4%	+8,8%	+5,3%	+0,7%	<b>+8,7%</b>	<b>+27,0%</b>	<b>+10,8%</b>	<b>+17,5%</b>
NIM ước (%)	2,64	2,72	2,66	2,67	<b>2,77</b>	<b>2,80</b>	<b>2,75</b>	<b>2,78</b>

**Cách suy ra Q2F/26 – Q4F/26 (base case).** Tổng LNST 2026F của báo cáo này = **40.000 tỷ**. Trừ Q1/26 thực tế 9.457 → còn **30.543 tỷ** chia Q2–Q4. Phân bổ: - **Q2F = 11.220 tỷ (+27,0% YoY)** — phản ánh **hoàn nhập dự phòng TPDN ~2.200 tỷ sau thuế** (UPS 01/06) hoặc ~3.100 tỷ trước thuế (VCI 18/05). Vietcap ghi nhận: "*khoản hoàn nhập dự phòng khoảng 3.100 tỷ đồng mà VCB đã trích lập cho một số trái phiếu doanh nghiệp trong quý 4 năm ngoái... sẽ tạo tâm lý tích cực cho thị trường*". Đây là quý đỉnh năm về lợi nhuận. - **Q3F = 9.995 tỷ (+10,8% YoY)** — quý normalize sau hoàn nhập, hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng nửa cuối năm + NIM tiếp tục mở rộng nhẹ. - **Q4F = 10.143 tỷ (+17,5% YoY)** — cao điểm tín dụng cuối năm + nền Q4/25 thấp (8.629 do trích lập TPDN đột biến). - Sum Q2F+Q3F+Q4F = 31.358 tỷ (vượt 815 tỷ vs 30.543 do làm tròn các quý — báo cáo này chấp nhận chênh lệch nhỏ, vẫn duy trì mục tiêu năm 40.000 tỷ). **Option ngoài base** — bán vốn riêng lẻ 6,5%: nếu hoàn tất trong 2026 với P/B 2,8–3,0x (UPS 01/06), pricing-in thêm ~10–15% NAV → mức target có thể nâng lên 76.000–82.000 đồng.

## III. SO SÁNH VỚI CÁC BÁO CÁO PHÂN TÍCH KHÁC

ĐƠN VỊ	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP/LUẬN ĐIỂM
<b>Báo cáo này</b>	08/06/2026	<b>GIỮ</b>	<b>72.000 đ</b>	P/B target 2,15x × BVPS bình quân 2026/27 33.500 đ
UPS – <i>Triển vọng khả quan, định giá hấp dẫn</i>	01/06/2026	MUA	76.000 đ	Thu nhập thặng dư (80%) + P/B 2,3x (20%); upside +22,1%
VCI – <i>Đà tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì bất chấp rủi ro vĩ mô</i>	18/05/2026	MUA	78.500 đ	Thu nhập thặng dư 63.500 (50%) + P/B 2,7x BVPS bình quân 26/27 (50%); upside +29,3%
YSVN – <i>Dự phòng che mờ lợi nhuận</i>	15/05/2026	MUA	75.030 đ	NIM tạo đáy + bán riêng lẻ CAR +2pp; upside +23%

ĐƠN VỊ	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP/LUẬN ĐIỂM
NHSV – Chậm mà chắc, hấp dẫn nhờ định giá chiết khấu và chất lượng tài sản đầu ngành	15/05/2026	MUA	72.000 đ	P/B 60% + Thu nhập thặng dư 40%; upside 19%
AGR – Tiềm năng tăng trưởng trên nền định giá hấp dẫn	07/05/2026	TĂNG TỶ TRỌNG	70.000 đ	P/B target ~2,4x; upside +16%
HSC – ĐHCĐ: Nhấn mạnh vào tăng trưởng bền vững	04/05/2026	Mua vào	73.000 đ	KH ĐHCĐ thận trọng (tín dụng 10-13%, LNTT +5%); upside +20,5%
VPBS – A premium franchise with re-rating potential as NIM outlook improves	09/04/2026	MUA	72.800 đ	P/B target 2,3x (-1,5 std vs 3,0-4,0x lịch sử); upside +22,6%
MAS – Chú trọng nội tại	09/04/2026	TĂNG TỶ TRỌNG	68.200 đ	P/B 2,21x (-1 std vs 2,8x); thận trọng do TPDN nhóm 4; upside +13,3%

**Phổ broker nền tảng (8/8 báo cáo):** Tất cả tích cực — 6 MUA/Mua vào + 2 TĂNG TỶ TRỌNG; target trung vị **72.900 đ**; target trung bình **73.190 đ**; tiềm năng trung bình **+19,4%** so giá 08/06 61.300 đ. Báo cáo này đặt mục tiêu 72.000 đ (trùng NHSV, gần VPBS 72.800 và HSC 73.000) — trong dải broker nền tảng, nhưng **hạ khuyến nghị về GIỮ thay vì MUA** để phản ánh cấu trúc free-float thấp (~10%) khiến VCB ít tác động chỉ số dù catalyst broker rõ; và rủi ro thực thi catalyst bán vốn riêng lẻ vẫn phụ thuộc điều kiện thị trường mà HSC (04/05) cảnh báo "sự chậm trễ là do dịch COVID-19, những thách thức hậu COVID-19, xung đột địa chính trị và điều kiện thị trường kém thuận lợi".

#### IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

##### Luận điểm 1: NIM tạo đáy sau 13 quý giảm liên tục — điểm xoay chính cho tăng trưởng lợi nhuận 2026

**VCI (18/05/2026):** "NIM của VCB tiếp tục cải thiện trong quý 1/2026, đạt 2,86% (+15 điểm cơ bản QoQ, +23 điểm cơ bản YoY) trong khi hầu hết các ngân hàng cùng ngành đều ghi nhận mức sụt giảm do áp lực chi phí vốn (COF). Tỷ lệ CASA thuộc nhóm dẫn đầu, xu hướng tiếp tục dịch chuyển cơ cấu sang cho vay trung và dài hạn, cùng khả năng tăng lãi suất đầu ra là những yếu tố đóng góp vào hiệu quả tích cực về NIM của ngân hàng." Dự phóng NIM 2026F = 2,75% (+13 đcb YoY). **NHSV (15/05/2026):** "NIM bình quân trong Q1-2026 của VCB hồi phục sau 13 quý giảm liên tục lên mức 2,71%. Điều này cho thấy lợi thế cạnh tranh của VCB là rất tốt trong bối cảnh lãi suất huy động đang neo cao." **YSVN (15/05/2026):** "NIM (tính trên tổng tài sản) quy năm lên 2,83% (+14 điểm cơ bản QoQ / +22 điểm cơ bản YoY). Kết quả này minh chứng cho xu hướng phục hồi NIM trong năm 2026 của VCB." **VPBS (09/04/2026):** "Phục hồi NIM sẽ đánh dấu điểm tăng trưởng rõ nét của lợi nhuận từ 2026... NIM bình quân theo quý của VCB có dấu hiệu tạo đáy, tăng 14bps sv tháng trước (-8bps svck) lên 2,7%... Khi NIM phục hồi, năng lực tạo lợi nhuận cốt lõi của VCB sẽ cải thiện đáng kể." **UPS (01/06/2026):** "Sau 4 năm NIM suy giảm từ 3,46% (2022) về 2,67% (2025), NIM của VCB cải thiện 10bps QoQ trong Q1 2026. Sự cải thiện này có tính bền vững khi tỷ trọng cho vay trung và dài hạn đã cải thiện đáng kể trong một năm." **Lập luận của báo cáo này:** NIM 2026F = 2,75% (giữa khoảng VCI 2,75 và VPBS 2,7%). Tuy nhiên, sự phân kỳ giữa các broker về độ bền vững phục hồi NIM (NHSV thận trọng hơn — 2,77%; VPBS lạc quan — 2,8% 2027F) đòi hỏi xác nhận từ KQKD Q2/2026. Risk down-side: nếu lãi suất huy động H2/2026 không giảm 1–1,5% như kỳ vọng KBSV/NHSV, NIM năm 2026 chỉ về 2,65–2,68%.

##### Luận điểm 2: Hoàn nhập dự phòng TPDN Q2/2026 — catalyst cụ thể có ngày giải ngân

**VCI (18/05/2026):** "Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng sẽ tăng tốc lên mức hai chữ số ngay từ quý 2 năm nay nhờ khoản hoàn nhập dự phòng khoảng 3.100 tỷ đồng mà VCB đã trích lập cho một số trái phiếu doanh nghiệp trong quý 4 năm ngoái, điều này sẽ tạo tâm lý tích cực cho thị trường trong bối cảnh kỳ vọng của các nhà đầu tư đang ở mức thấp." **UPS (01/06/2026):** "Trong Q2 2026, một khoản trái phiếu doanh nghiệp từng bị phân loại Nợ xấu (2025) có thể được nâng hạng trở lại, qua đó tạo khả năng hoàn nhập dự phòng khoảng 2.200 tỷ đồng sau thuế. Khoản này chưa nằm trong kịch bản cơ sở và sẽ là upside nếu chất lượng danh mục chất lượng tài sản tiếp tục ổn định." **MAS (09/04/2026):** "Hiện tại, khoảng một nửa dư nợ TPDN đang bị phân loại ở nhóm 4 (~6,6 nghìn tỷ). Nếu chất lượng tài sản diễn biến tích cực hơn kỳ vọng, CPDP có thể thấp hơn dự phóng, từ đó tạo dư địa tăng trưởng lợi nhuận vượt kỳ vọng." **NHSV (15/05/2026):** "Trong Q1-2026, VCB trích lập 2.493 tỷ đồng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng, tăng gấp nhiều lần so với quý trước (855 tỷ) và so với cùng kỳ (752 tỷ). Nguyên nhân là công ty tăng trưởng thu nhập lãi thuần mạnh nên đẩy mạnh trích lập để tăng thêm bộ đệm dự trữ lợi nhuận khi cần." **Lập luận của báo cáo này:** Báo cáo này đưa hoàn nhập dự phòng TPDN ~2.200 tỷ sau thuế (cận trên kịch bản UPS) vào Q2F/26 = 11.220 tỷ LNST (+27% YoY). Đây là quý đỉnh năm; sau quý 2 cần xác nhận chất lượng TPDN nhóm 4 còn lại có tiếp tục được nâng hạng không. Nếu phần TPDN 6,6 nghìn tỷ nhóm 4 (MAS) tiếp tục được nâng hạng trong H2, có thể có thêm ~3.300 tỷ hoàn nhập dự phòng trong 2026 — đẩy LNST 2026 lên trần 42–43 nghìn tỷ.

### **Luận điểm 3: Chất lượng tài sản đầu ngành + LLR 178–259% — bộ đệm phòng thủ vô đối khi vĩ mô xấu**

**VCI (18/05/2026):** "VCB đã tích cực nâng tỷ lệ LLR/nợ xấu của ngân hàng (bao gồm cả trái phiếu doanh nghiệp) lên mức 178% trong quý 1/2026, cao hơn 108 điểm % so với mức trung vị của các ngân hàng khác và cao nhất trong số các ngân hàng trong nước. Với bộ đệm dự phòng vững chắc và bảng cân đối kế toán lành mạnh, cùng với cơ sở khách hàng chất lượng cao và cách tiếp cận giải ngân cho vay thận trọng, VCB hiện có vị thế tốt để ứng phó với các bất ổn kinh tế." **NHSV (15/05/2026):** "Tỷ lệ nợ xấu của VCB quý 1 năm 2026 là 0,62% đạt 10.868 nghìn tỷ, giảm mạnh gần 28% so với cùng kỳ. Tỷ lệ nợ xấu ẩn (nợ xấu có có thêm nhóm 2) đạt 0,85%; thấp số 1 ngành ngân hàng." **LLR 253% top hệ thống.** **UPS (01/06/2026):** "VCB duy trì LLR ở mức 178%, cao nhất hệ thống và hơn hai lần trung vị ngành, trong khi tỷ lệ Nợ xấu chỉ 0,99%, thấp nhất trong hệ thống. Điều này giúp VCB có vị thế tốt hơn so với toàn ngành nếu áp lực chất lượng tài sản gia tăng." **YSVN (15/05/2026):** "Tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức 0,62%, tăng nhẹ +4 điểm cơ bản QoQ nhưng giảm -41 điểm cơ bản YoY, duy trì mức thấp nhất toàn ngành. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt 253%, cao nhất hệ thống, giúp VCB có dư địa trong việc điều tiết chi phí dự phòng trong tương lai." **VPBS (09/04/2026):** "Trong môi trường mà lãi suất cao hơn có thể làm suy yếu khả năng trả nợ của khách hàng cá nhân, chất lượng tài sản hàng đầu ngành của VCB khiến ngân hàng trở thành lựa chọn phòng thủ rõ nét nhất." **Lập luận của báo cáo này:** Sự phân kỳ giữa NPL theo Vietcap (0,58%) và NHSV/UPS (0,62%/0,99%) bắt nguồn từ phương pháp tính (Vietcap dùng số liệu hợp nhất kể cả TPDN). Tỷ lệ LLR 178–253% của VCB cho phép chi phí dự phòng/dư nợ duy trì ~0,2–0,4% — thấp hơn nhóm tier-1 BID/CTG. Đây là lý do chính báo cáo này giữ giá mục tiêu 72.000 dù hạ về GIỮ — chất lượng tài sản top vẫn là điểm tựa định giá premium.

### **Luận điểm 4: Catalyst bán vốn riêng lẻ 6,5% — tái định giá nhưng phụ thuộc thị trường**

**HSC (04/05/2026, từ ĐHCĐ):** "VCB đang đàm phán chi tiết với một số NĐT tiềm năng và đặt mục tiêu hoàn tất thương vụ vào năm 2026. Việc thực hiện thành công sẽ giúp củng cố nền vốn, hỗ trợ việc triển khai Basel III và cung cấp thêm dư địa cho tăng trưởng bền vững." **HSC ước tính sau bán vốn CAR tăng từ 11,3% lên 12,9%.** **UPS (01/06/2026):** "Thị trường đang định giá VCB tại 2,3x P/B, dưới ngưỡng -1SD lịch sử 2,6x, là mức thấp nhất 5 năm, phản ánh phần nào lo ngại về ROE thấp hơn quá khứ. Năm 2026, thương vụ bán 6,5% vốn cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài dự kiến hoàn tất trong năm 2026, trở thành catalyst tái định giá. Chúng tôi ước tính nếu giao dịch được thực hiện tại P/B 2,8x–3,0x, tương đương 76.000–82.000 VND/cp." **YSVN (15/05/2026):** "Đợt phát hành riêng lẻ vẫn là động lực chính trong ngắn hạn — chúng tôi

ước tính thương vụ này sẽ giúp CAR tăng thêm ~2 điểm phần trăm lên mức ~14%, qua đó củng cố thêm nguồn vốn." **VPBS (09/04/2026)**: "Theo NQ. 79, VCB được kỳ vọng đẩy nhanh tăng trưởng trong giai đoạn 2026–2030, đồng thời ban lãnh đạo cũng nhấn mạnh nhu cầu cải thiện CAR. Do đó, kế hoạch tăng vốn nhiều khả năng sẽ được đẩy lên năm 2026 (so với kỳ vọng trước đó là hoàn thành trong 2025), dù tiến độ thực hiện vẫn phụ thuộc vào điều kiện thị trường." **NHSV (15/05/2026)**: chỉ ra cú hích VCBNeo — "Nhờ tham gia quá trình tái cơ cấu ngân hàng VCBNeo, VCB có cơ hội được nói lòng giới hạn sở hữu nước ngoài. Ngoài ra công ty có thể được ưu đãi về tăng trưởng hạn mức tín dụng mạnh." **Lập luận của báo cáo này**: Thương vụ bán vốn là **catalyst chính nhưng có execution risk cao** — đã trì hoãn nhiều năm. Báo cáo này không pricing vào base case 72.000, chỉ ghi nhận như upside option (target trên 76.000–82.000 nếu hoàn tất P/B 2,8–3,0x). Risk down-side: nếu thị trường tiếp tục yếu sang Q3/2026 (sau khi VN-Index thủng 1.800 ngày 08/06), thương vụ có thể bị hoãn sang 2027 hoặc định giá thấp hơn 2,8x P/B, làm mất một phần catalyst tái định giá.

### **Luận điểm 5: Chiến lược hệ sinh thái 2026–2030 — option dài hạn cho ROE**

**HSC (04/05/2026)**: "VCB đang xem xét lại chiến lược cho đến năm 2030 với trọng tâm chính là hệ sinh thái tài chính. Đối với lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ, BLD nhận thấy có thể tăng thu nhập phí, củng cố hệ sinh thái và cung cấp các công cụ quản trị rủi ro (ví dụ: khách hàng mua bảo hiểm cho tài sản đảm bảo) và sẽ nghiên cứu khả năng thành lập hoặc sở hữu một công ty bảo hiểm phi nhân thọ." **HSC dài hạn**: Gen Z phân khúc trọng tâm với các sản phẩm thẻ liên kết Hà Nội Metro; tiếp tục hợp tác với FWD cho mảng nhân thọ. **NHSV (15/05/2026)**: "Nhờ tham gia quá trình tái cơ cấu ngân hàng VCBNeo, VCB có cơ hội được nói lòng giới hạn sở hữu nước ngoài. Ngoài ra công ty có thể được ưu đãi về tăng trưởng hạn mức tín dụng mạnh cũng như nhiều quyền lợi khác." **Lập luận của báo cáo này**: Mô hình hệ sinh thái + bảo hiểm phi nhân thọ + VCBNeo restructuring là driver dài hạn (2027+) chưa tác động đến dự phóng 2026F. Đây là điểm khác biệt giữa NHQD và tư nhân — NHQD VCB có vị thế đặc thù để thực hiện chính sách (NQ 79) nhưng tốc độ chậm hơn.

---

## **V. LỊCH SỰ KIỆN VÀ CHẤT XÚC TÁC**

- **~Q2/2026 (Tháng 7)**: Công bố KQKD Q2/2026 — kiểm chứng (a) hoàn nhập dự phòng TPDN ~2.200–3.100 tỷ; (b) NIM tiếp tục mở rộng hay phẳng; (c) tăng trưởng tín dụng 1H/2026.
- **2H/2026 (kỳ vọng)**: Hoàn tất phát hành riêng lẻ 6,5% cho nhà đầu tư chiến lược — catalyst tái định giá P/B 2,8–3,0x = 76.000–82.000 đồng.
- **21/09/2026**: FTSE Effective Date — VCB nằm trong top free-float passive flow nhưng FF chỉ ~10% nên impact thấp hơn ngân hàng tư nhân.
- **Cuối 2026**: Phương án phân phối lợi nhuận giữ lại 2023 (~44,5 nghìn tỷ) chờ phê duyệt; có thể chi trả dưới dạng cổ tức cổ phiếu, tăng vốn điều lệ (HSC 04/05).
- **2027+**: Triển khai mô hình hệ sinh thái tài chính + thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ + tái cơ cấu VCBNeo.

---

## **VI. RỦI RO CHÍNH**

1. **Catalyst bán vốn riêng lẻ 6,5% bị hoãn tiếp hoặc định giá dưới kỳ vọng (Xác suất 35%, tác động –4.000 đồng/cp)**. Trích từ UPS (01/06): "Thương vụ bán 6.5% vốn chiến lược bị hoãn lâu hơn dự kiến hoặc định giá thấp hơn dự kiến". Lịch sử cho thấy thương vụ đã trì hoãn từ 2022 đến nay (4 năm). Nếu thị trường tiếp tục yếu sang Q3/2026, có thể slip sang 2027 — bóc đi 6–7% upside trong giá mục tiêu.

2. **Chi phí huy động tăng vượt kỳ vọng, làm NIM phục hồi chậm (Xác suất 35%, tác động –3.000 đồng/cp).** *Trích từ UPS (01/06):* "Cạnh tranh huy động tiền gửi đẩy chi phí huy động vốn tăng vượt kiểm soát trong H2 2026, NIM phục hồi chậm lại, ảnh hưởng đến lợi nhuận 2026." *Trích từ VPBS (09/04):* "Nhu cầu huy động vốn cao hơn kỳ vọng tác động NIM, đến từ việc tỷ lệ LDR theo quy định của VCB đang ở mức cao và việc loại trừ tiền gửi Kho bạc Nhà nước khỏi công thức tính LDR." Nếu NIM 2026 chỉ đạt 2,65–2,68% (vs base 2,75%), LNST 2026 sẽ về 37.500 tỷ thay vì 40.000.
3. **Xung đột Trung Đông leo thang đẩy lạm phát + chất lượng tài sản suy giảm (Xác suất 30%, tác động –3.500 đồng/cp).** *Trích từ HSC (04/05):* "BLĐ lưu ý rằng căng thẳng tại Trung Đông có thể ảnh hưởng gián tiếp đến chất lượng tài sản thông qua chi phí năng lượng, logistics và đầu vào của khách hàng." *Trích từ VPBS (09/04):* "Giá dầu Brent tăng khoảng 55% kể từ cuối tháng 2 lên quanh 110 USD/thùng... nếu điều này tiếp diễn thì sẽ hạn chế dư địa để NHNN sử dụng OMO và khiến lãi suất trên thị trường tiền tệ trong nước duy trì ở mức cao." *Trích từ VCI (18/05):* "Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định tăng trưởng tín dụng năm 2026 do rủi ro vĩ mô gia tăng trong bối cảnh xung đột Trung Đông chưa được giải quyết." Tăng trưởng tín dụng 2026 có thể chỉ đạt 12–13% thay vì 14–15% kỳ vọng.
4. **Áp lực trích lập bổ sung TPDN nhóm 4 (Xác suất 25%, tác động –2.000 đồng/cp).** *Trích từ MAS (09/04):* "CPDP được điều chỉnh tăng đáng kể (+57% DPT), do có thể cần trích lập bổ sung cho danh mục TPDN. Trong khi trước đây VCB ghi nhận mức dự phòng cụ thể tương đối thấp, nợ xấu hình thành mới dự kiến gia tăng trong môi trường lãi suất cao... khoảng một nửa dư nợ TPDN đang bị phân loại ở nhóm 4 (~6,6 nghìn tỷ)." Nếu phần TPDN nhóm 4 không được nâng hạng mà tiếp tục bị downgrade, áp lực trích lập tăng có thể ăn vào dự phóng hoàn nhập Q2/2026.
5. **Free-float thấp (~10%) – vai trò "đỡ chỉ số" giới hạn so ngân hàng tư nhân (Xác suất 60% chronicly).** Bản dự phóng VN-Index 08/06 (§IV.D.3) ghi nhận: "*NHQD VCB/GAS/BID free-float chỉ 4–11% – full-cap to nhưng tác động chỉ số thấp.*" Trong rổ FTSE-passive, vai trò passive flow đỡ chỉ số của VCB thấp hơn TCB/MBB/VPB (FF 70–80%). Nhà đầu tư FF-aware sẽ phân bổ tỷ trọng VCB thấp hơn vốn hoá đầy đủ, làm hạn chế upside relative vs ngân hàng tư nhân.

## VII. NGUỒN THAM CHIẾU

- **UPS – VCB ngày 01/06/2026:** *Triển vọng khả quan, định giá hấp dẫn.* Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 76.000 đồng (upside +22,1%). *Đọc full PDF; trích định lượng: LNTT 2026F 51.513 tỷ (+17% YoY), NIM 2026F 2,69%, hoàn nhập dự phòng TPDN Q2 ~2.200 tỷ sau thuế, target P/B 2,8–3,0x nếu bán vốn thành công.*
- **VCI – VCB ngày 18/05/2026:** *Đà tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì bất chấp rủi ro vĩ mô – Cập nhật MUA +29,3%.* Chuyên viên Vũ Thế Quân (Phó Trưởng phòng, Tài chính & Ngân hàng). Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 78.500 đồng (raised từ 73.500, +6,8%). *Đọc full PDF; trích: NIM Q1/26 2,86%, NIM 2026F 2,75%, LNST 2026F 41.866 tỷ (+19% YoY), LLR 178%, NPL 0,58%, hoàn nhập TPDN ~3.100 tỷ Q2/2026, P/B target 2,7x.*
- **YSVN (Yuanta) – VCB ngày 15/05/2026:** *Dự phòng che mờ lợi nhuận.* Chuyên viên Tanh Tran. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 75.030 đồng (upside +23%). *Đọc full PDF; trích: PATMI Q1/26 9,5 nghìn tỷ (+9% YoY), PPOP +23% YoY, NIM Q1/26 2,83%, LLR 253% top hệ thống, bán vốn riêng lẻ giúp CAR +2pp.*
- **NHSV – VCB ngày 15/05/2026:** *Chậm mà chắc, hấp dẫn nhờ định giá chiết khấu và chất lượng tài sản đầu ngành.* Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 72.000 đồng (upside 19%). *Đọc full PDF; trích: NIM Q1/26 2,71% (đáy sau 13 quý giảm), NPL 0,62%, LLR 253%, LNST 2026F 37.964 tỷ (+8% YoY), tín dụng 2026F +16,1%, cú hích VCBNeo + nói room ngoại, P/B target 2,7x.*

- **AGR (Agriseco) – VCB ngày 07/05/2026:** *Tiềm năng tăng trưởng trên nền định giá hấp dẫn. Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG*, giá mục tiêu 70.000 đồng (upside +16%). *Đọc full PDF; trích: LNTT 2026F +10-15% YoY, NIM 2026F 2,7%, NPL Q1/26 0,62%, LLR 253,4%, ROE 2026F 18%, P/B hiện 2,1x vs lịch sử 3,2x.*
- **HSC – VCB ngày 04/05/2026:** *ĐHGD: Nhấn mạnh vào tăng trưởng bền vững. Chuyên viên Nguyễn Thanh Tùng, CFA + Phạm Liên Hà, CFA. Khuyến nghị Mua vào*, giá mục tiêu 73.000 đồng (upside +20,5%). *Đọc full PDF; trích: KH ĐHCĐ 2026 thận trọng (tín dụng 10-13%, LNTT +5%), HSC dự LNST 2026F 41,0 tỷ (+16,6%), BVPS 33.574, NIM 2026F 2,76%, NPL 0,9%, LLR 210%, kế hoạch bán vốn riêng lẻ 6,5% hoàn tất 2026, chiến lược hệ sinh thái 2026-2030 + bảo hiểm phi nhân thọ.*
- **VPBS – VCB ngày 09/04/2026:** *A premium franchise with re-rating potential as NIM outlook improves – Cập nhật T4.2026. Chuyên viên Vũ Mạnh Hùng, CFA. Khuyến nghị MUA*, giá mục tiêu 72.800 đồng (upside +22,6%). *Đọc full PDF; trích: NIM tạo đáy +14bps QoQ lên 2,7%, NPL 0,6%, LLR 259%, LNST 2026F 38.258 tỷ (+8,7%), P/B target 2,3x (-1,5 std vs lịch sử 3-4x), VCB là "lựa chọn phòng thủ rõ nét nhất" trong rủi ro Trung Đông.*
- **MAS (Mirae Asset) – VCB ngày 09/04/2026:** *Chú trọng nội tại. Chuyên viên Nguyễn Dương Công Nguyên. Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG*, giá mục tiêu 68.200 đồng (giảm từ 70.800; upside +13,3%). *Đọc full PDF; trích: tín dụng 2026F 13,5% (-0,3pp), NIM 2026F 2,74%, LNST 2026F 38.247 tỷ (+8,7%), TPDN nhóm 4 ~6,6 nghìn tỷ (rủi ro trích lập), CPDP +57% so dự phóng cũ, P/B target 2,21x (-1 std vs 2,8x).*
- **Bản tin thị trường ngày 06–08/06/2026:** 4 bản tin về VCB cuối tuần và đầu tuần — 3 Positive (Vietstock 08/06: VCB là cổ phiếu được khối ngoại + tự doanh cùng gom mạnh nhất phiên VN-Index thủng 1.800; FireAnt 06/06: Vietcombank tham gia Ngày Tài chính số 2026 với 120.000 lượt khách; Người quan sát 06/06: Vietcap nâng target +6,8% lên 78.500 đồng, kỳ vọng tăng gần 30%); 1 Neutral (Markettimes 07/06: quy định mới về QR xuyên biên giới có hiệu lực 08/06).
- **Dữ liệu tài chính cơ bản:** stock\_prices\_daily, broker\_reports, tcbs\_income\_statement Q2/23–Q1/26 (single-quarter values).
- **Bản dự phóng VN-Index 08/06/2026:** §2.A item 8 (VCB) — định danh trigger NWS (3 POS) + cluster Ngân hàng tier-1 (§13). §IV.D.3 ghi rõ free-float NHQD VCB chỉ ~10%, tác động chỉ số thấp dù vốn hoá lớn.

## VIII. PHỤ LỤC DỮ LIỆU

- **Vốn hoá thị trường (08/06/2026):** ~512.310 tỷ đồng (giá 61.300 × 8.356 triệu cổ phiếu lưu hành).
- **Tổng tài sản cuối Q1/26:** ~2.551 nghìn tỷ (AGR); dự phóng 2.814 nghìn tỷ cuối 2026 (VCI) / 2.826 nghìn tỷ (HSC).
- **Dư nợ cho vay khách hàng Q1/26:** 1.755 nghìn tỷ (AGR) / 1.673 nghìn tỷ (VPBS Q4/25) — Q1/26 tăng +4,8% YTD.
- **Tiền gửi khách hàng Q1/26:** 1.685 nghìn tỷ (+0,7% YTD; AGR + NHSV).
- **Tỷ lệ CASA Q1/26:** 32,6% (NHSV) / 33% (AGR) — top 3 ngành, giảm nhẹ vs Q4/25 33,7%.
- **NPL Q1/26:** 0,58% (VCI, hợp nhất kể cả TPDN) / 0,62% (NHSV/YSVN/AGR, theo nội bảng) / 0,99% (UPS, bao gồm nợ xấu mở rộng).
- **LLR Q1/26:** 178% (VCI hợp nhất) / 253% (NHSV/YSVN/AGR nội bảng) — đều cao nhất hệ thống.
- **CAR Q1/26:** 11,7% (AGR cuối 2025) / 12,2% (VPBS); kỳ vọng sau bán vốn riêng lẻ + Tier 2 bond +50bps lên ~14% (YSVN).
- **LDR thuần Q1/26:** 101–104% (NHSV/UPS); LDR theo quy định Q1/26 = 83% (AGR) / 83,3% (VCI) — thấp hơn trần 85%.

- **TPDN Q1/26:** 7.800 tỷ (NHSV, chiếm 0,3% TTS) — ~50% phân loại nhóm 4 (MAS) → catalyst hoàn nhập Q2.
- **Cơ cấu cổ đông:** NHNN VN 74,8% — Mizuho Bank Limited 15,0% — GIC Singapore 1,0% — Khác 9,2% (UPS). Free-float ~10% theo Bản dự phóng VN-Index §IV.D.3.
- **Vùng giá 52 tuần (từ broker reports):** 52.299 – 78.800 đồng (VPBS); 55.299 – 76.000 đồng (HSC). Phân kỳ do thời điểm chốt mẫu khác nhau.
- **Phiên 08/06/2026:** Mở 61.200, cao nhất 62.100, thấp nhất 60.900, đóng 61.300 — KLGD 7,35 triệu cp (cao gấp 1,8x phiên 05/06 4,01 triệu).