

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	26,800
Giá mục tiêu	35,500
Lợi nhuận kỳ vọng	33%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	20.2 triệu cp
SLCP lưu hành	7,933.9 triệu cp
Biên độ 52 tuần	17,489 – 37,974
Vốn hoá	212,629 tỷ đồng
Beta	1.13



Cổ đông lớn	
Sumitomo Mitsui Banking Corporation	15.01%
Công ty Cổ phần Diera Corp	4.40%
Ngô Chí Dũng	4.14%
Hoàng Anh Minh	4.12%
Khác	68%

Lợi nhuận tăng tốc, rủi ro tín dụng cần theo dõi

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với VPB với giá mục tiêu 35,500 đồng/cp, tương ứng mức sinh lời kỳ vọng khoảng 33% nhờ ROE cải thiện liên tục, FE Credit dần quay lại đóng góp lợi nhuận, và biên lợi nhuận sau rủi ro tín dụng cải thiện.

Kết quả kinh doanh Q1 2026

KQKD Q1 2026 vượt kỳ vọng với LNTT đạt 7,921 tỷ đồng (+58%YoY), hoàn thành gần 20% KH, nhờ tăng trưởng tín dụng 10.2% YTD, vượt xa toàn ngành nhờ cho vay bán lẻ và SME, hỗ trợ bởi hạn mức tín dụng bổ sung từ GPBank, cùng thu nhập ngoài lãi cải thiện. Nhưng NIM thu hẹp do chi phí vốn tăng nhanh hơn lãi suất đầu ra, và NPL nhích lên 3.58% (+25bpsYTD), trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm còn 52.8%, dư địa hấp thụ rủi ro mỏng hơn so với 2025.

Diễn biến mới & Tác động đầu tư

Dù tín dụng tăng trưởng vượt trội, nhưng chất lượng tín dụng giảm nhẹ. Tỷ lệ LLR giảm, cho thấy bộ đệm dự phòng mỏng đi. Ban lãnh đạo kỳ vọng đưa NPL về thấp hơn 2.5% (2026) nhờ chiến lược tăng cho vay có tài sản đảm bảo, cải thiện thu hồi nợ tại FE Credit và nợ nhóm 2 giảm YTD. Với khẩu vị rủi ro tương đối cao, trong bối cảnh lãi suất hiện tại, chất lượng tài sản của VPB cần theo dõi trong các quý tới, nên chúng tôi duy trì dự phóng và giá mục tiêu.

Luận điểm đầu tư

ROE phục hồi 8 quý liên tiếp, trong khi định giá chưa phản ánh đầy đủ. VPB đã cải thiện ROE liên tục từ đáy 7.1% (Q4 2023) lên 15.8% (Q1 2026), và ước tính đạt 16.1% (2026F). P/B hiện ở mức 1.26x, thấp hơn trung bình 5 năm (1.4x), cho thấy thị trường đang theo dõi tính bền vững của đà phục hồi. KQKD Q1 tích cực giúp củng cố đà phục hồi, nhưng chưa tạo đà tái định giá khi chất lượng tài sản chưa ổn định. Chúng tôi cho rằng nếu VPB có thể kiểm soát tỷ lệ nợ xấu riêng lẻ dưới 2.5% (2026F), thị trường sẽ có thêm cơ sở để nhìn nhận sự phục hồi bền vững hơn, qua đó mở ra dư địa tái định giá cho cổ phiếu.

FE Credit dần đóng góp lợi nhuận vào ngân hàng mẹ sau thời gian tái cấu trúc. Sau giai đoạn kéo giảm ROE hợp nhất của VPB, FE Credit đang dần trở lại đóng góp tích cực cho lợi nhuận của VPB. LNTT của FE Credit đạt 611 tỷ đồng (2025) và đặt mục tiêu 1,200 tỷ đồng (2026F), nhờ nợ xấu giảm và khả năng thu hồi nợ cải thiện với hỗ trợ từ AI và SMBC. Dù kết quả Q1 2026 chưa như kế hoạch, mục tiêu cả năm có thể đạt được nếu thị trường lao động khu công nghiệp ổn định. Bên cạnh đó, việc VPBankS IPO với định giá 2.5 tỷ USD cho thấy thị trường có thể nhìn nhận từng mảng kinh doanh của VPB theo giá trị riêng.

Biên lợi nhuận thuần sau rủi ro tín dụng cải thiện, giúp lợi nhuận bền vững hơn. Đối với ngân hàng tiêu dùng như VPB, chỉ số này cho thấy VPB giữ lại được bao nhiêu lợi nhuận sau khi đã tính đến chi phí xử lý nợ xấu. Dù NIM thu hẹp từ 6.03% (2024) xuống 5.67% (2025), biên lợi nhuận sau rủi ro tín dụng mở rộng từ 2.03% lên 2.97% nhờ chi phí tín dụng giảm nhanh hơn (từ 4.0% xuống 2.7%), giúp tăng ROE từ 11% lên gần 16%. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận sau rủi ro tín dụng 2026F sẽ đạt 3.06%, giúp LNTT (2026F) tăng 31%YoY.

Rủi ro

(1) Nợ xấu tăng nhanh hơn kỳ vọng, đẩy chi phí tín dụng 2026 vượt 3%; (2) NIM tiếp tục giảm nhanh hơn dự kiến do chi phí huy động vốn tăng mạnh, ảnh hưởng đến LNTT năm 2026F.

Bảng 1: Các chỉ tiêu tài chính

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
Thu nhập lãi thuần	41,021	38,175	49,080	58,663	75,987
Thu nhập ngoài lãi	16,777	11,565	13,175	15,991	15,379
Thu nhập trước thuế	21,220	10,804	20,013	30,625	39,982
Tăng trưởng tín dụng (%)	23.0%	25.4%	18.6%	35.1%	30.3%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	25.4%	45.9%	9.8%	29.3%	26.7%
NIM	7.78%	5.81%	6.03%	5.67%	5.66%
Tỷ lệ nợ xấu nội bảng	5.73%	5.02%	4.20%	3.33%	3.19%

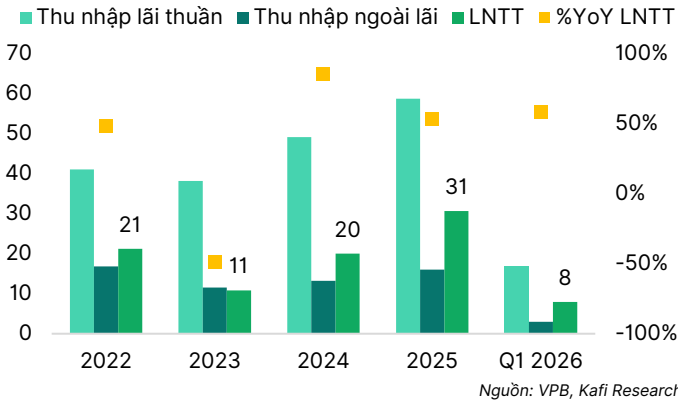
Kết quả kinh doanh Q1 2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1 2025	Q1 2026	%YoY	Diễn giải
Lợi nhuận trước thuế	5,015	7,921	+58%	LNTT Q1 2026 tăng trưởng vượt trội, hoàn thành gần 20% KHKD 2026, nhờ tăng trưởng tín dụng tích cực và thu ngoài lãi tăng trưởng mạnh.
Tăng trưởng tín dụng	5.2%	10.2%	+500 bps	Tăng trưởng tín dụng Q1 2026 của VPB vượt trội so với toàn ngành và đạt khoảng 10.2%. Động lực tăng trưởng tập trung ở bán lẻ (+7%) nhờ cho vay mua nhà là điểm sáng, trong khi vay tín chấp tăng chậm (4%), doanh nghiệp vừa và nhỏ (+8%). VPB cũng hưởng lợi từ room tín dụng sau GPBank và nền tảng huy động tốt, với tiền gửi khách hàng tăng 8.7%YTD, tạo dư địa hỗ trợ giải ngân.
Tăng trưởng tiền gửi	13.7%	8.7%	-500 bps	Tiền gửi khách hàng tăng mạnh, vượt xa mức tăng 1.2% của toàn ngành, giúp VPB tạo bộ đệm thanh khoản để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Trong Q1, VPB chủ động thu hút vốn để tài trợ cho tăng trưởng tín dụng cao. VPB phát hành mạnh chứng chỉ tiền gửi với Chứng chỉ tiền gửi tăng 60%, lên khoảng 43 nghìn tỷ đồng.
NIM	6.09%	5.61%	-48 bps	NIM Q1 chịu áp lực thu hẹp so với cùng kỳ và so với cuối năm 2025 do lãi suất cho vay không thể tăng tương ứng với chi phí vốn, đặc biệt ở mảng thẻ tín dụng và các khoản vay đang trong giai đoạn khuyến mãi/ưu đãi lãi suất. Áp lực này có thể còn lan tỏa sản những quý tới khiến NIM 2026 có rủi ro thấp hơn kế hoạch.
Tỷ lệ CASA	13.9%	13.9%	0	Tỷ lệ CASA duy trì, cho thấy nguồn vốn giá rẻ chưa cải thiện; trong bối cảnh lãi suất tiền gửi kỳ hạn hấp dẫn hơn, CASA có thể tiếp tục chịu áp lực.
Thu nhập ngoài lãi	2,210	2,948	+33%	Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh nhờ lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng mạnh (77%) nhờ bancassurance với AIA và phí từ khách hàng doanh nghiệp lớn tăng tốt và lãi từ hoạt động khác tăng 70%. Nhưng thu ngoài lãi bị ảnh hưởng bởi khoản lỗ FX hơn 400 tỷ đồng do chi phí swap tăng từ các khoản vay quốc tế.
Tỷ lệ CIR	22.9%	24.1%	1.2 điểm %	CIR của VPB tăng nhẹ khi chi phí hoạt động tăng 11% YoY trong Q1, phản ánh chi phí mở rộng quy mô, chuyển đổi số và tích hợp GPBank. Nhưng CIR vẫn ở mức kiểm soát tốt.

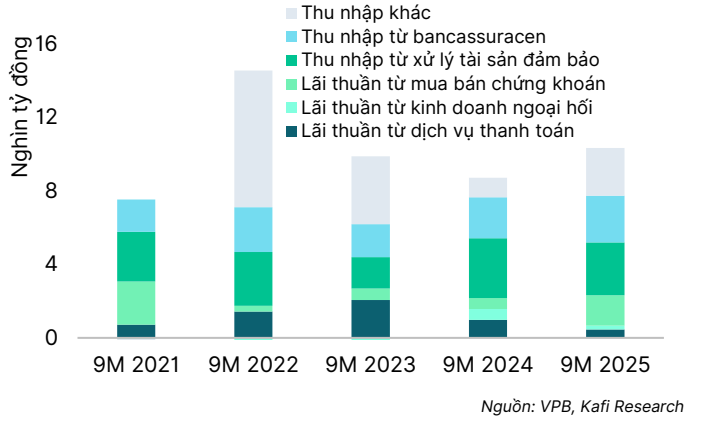
Chất lượng tài sản	2025	Q1 2026	%YTD	Diễn giải
Tỷ lệ Nợ xấu nội bảng	3.3%	3.6%	+25 bps	Chất lượng tài sản giảm nhẹ khi tỷ lệ Nợ xấu tăng và tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm. Số dư Nợ xấu nội bảng tăng 19% lên 37.2 nghìn tỷ đồng, phản ánh sự đánh đổi có kiểm soát để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR)	55.4%	52.8%	-260 bps	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm cho thấy bộ đệm dự phòng giảm nhẹ so với cuối năm 2025, ảnh hưởng đến mức độ hấp thụ rủi ro.
Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)	15.3%	14.35%	-95 bps	Tỷ lệ CAR giảm nhẹ so với cuối năm 2025, cho thấy bộ đệm an toàn vốn đang có phần thu hẹp trong bối cảnh VPB đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng. Nhưng CAR 14.35% ở mức tương đối cao, hỗ trợ ngân hàng tiếp tục mở rộng tài sản có rủi ro trong năm 2026.
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/ Dư nợ	3.1%	3.0%	-12 bps	Chi phí tín dụng giảm nhẹ so với cuối năm 2025 dù Nợ xấu tăng, cho thấy tốc độ trích lập dự phòng đang được kiểm soát trong bối cảnh dư nợ mở rộng. Nhưng tỷ lệ bao phủ Nợ xấu giảm nên mức chi phí tín dụng hiện tại có thể chịu áp lực tăng trở lại nếu nợ xấu tiếp tục hình thành.
Nợ cần chú ý/Dư nợ	3.3%	3.1%	-20 bps	Tỷ trọng dư nợ cần chú ý giảm so với cuối năm 2025. Số dư Nợ cần chú ý tăng 4%YTD lên 32.3 nghìn tỷ đồng, gia tăng khả năng hình thành nợ xấu mới trong những quý tới. Do đó, Nợ xấu và nợ cần chú ý cùng tăng trong khi LLR giảm, khiến dư địa hấp thụ rủi ro mỏng hơn so với cuối 2025.

VPB ghi nhận Q1 2026 tích cực với lợi nhuận tăng mạnh, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng cao và thu nhập ngoài lãi cải thiện, cho thấy ngân hàng đang tận dụng tốt chu kỳ phục hồi nhu cầu vốn. Nhưng chất lượng tăng trưởng cần được theo dõi kỹ hơn khi NIM chịu áp lực từ chi phí vốn tăng, CASA chưa cải thiện rõ và NPL nhích lên trong bối cảnh ngân hàng đẩy mạnh tăng trưởng. Thu nhập ngoài lãi có điểm sáng từ bancassurance và phí doanh nghiệp, nhưng vẫn chịu ảnh hưởng bởi mảng thẻ, thu hồi nợ và lỗ FX, nên chất lượng lợi nhuận chưa hoàn toàn đồng đều. Chúng tôi cho rằng với mức hoàn thành lợi nhuận Q1 gần 20% kế hoạch năm, VPB đang đi trước tiến độ và có cơ sở để hoàn thành kế hoạch 2026 nếu duy trì được đà tăng tín dụng, kiểm soát chi phí vốn và không để áp lực dự phòng tăng mạnh trong các quý tới.

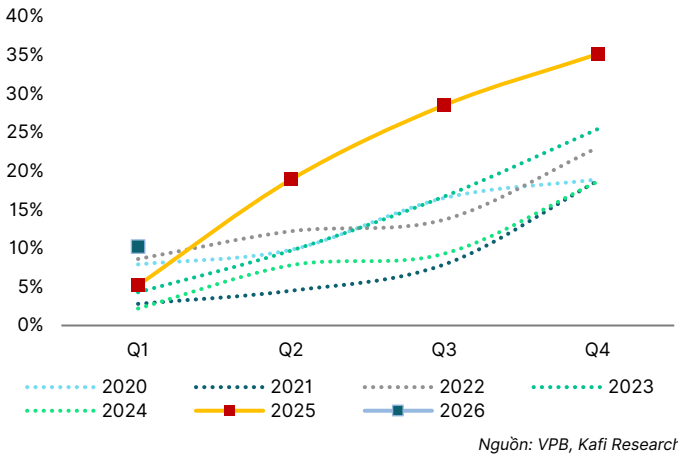
Hình 1. Kết quả kinh doanh Q1 2026 của VPB



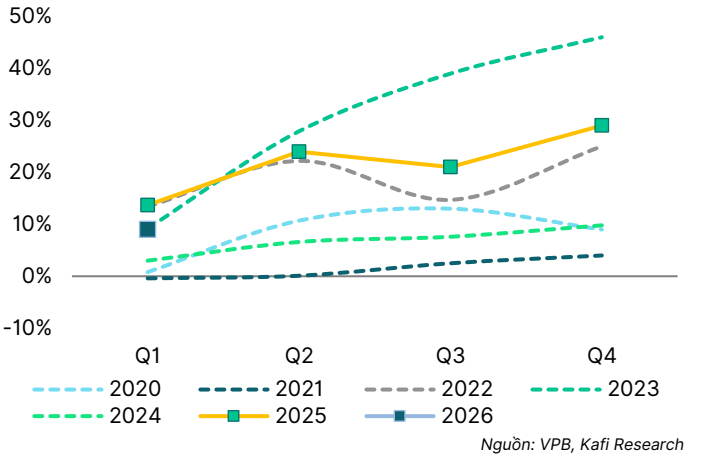
Hình 2. Thu nhập ngoài lãi năm Q1 2026



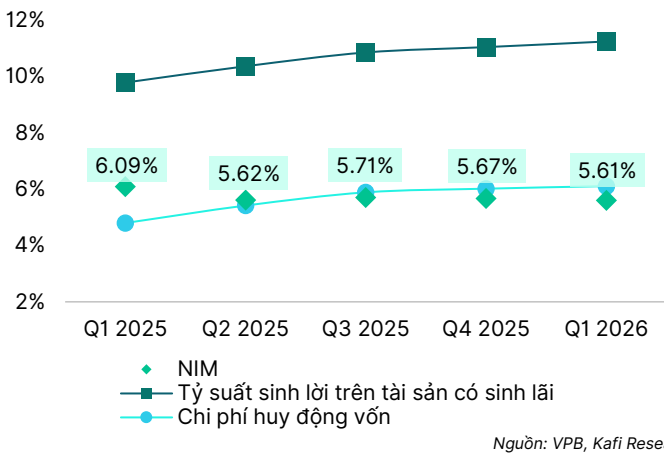
Hình 3. Tăng trưởng tín dụng



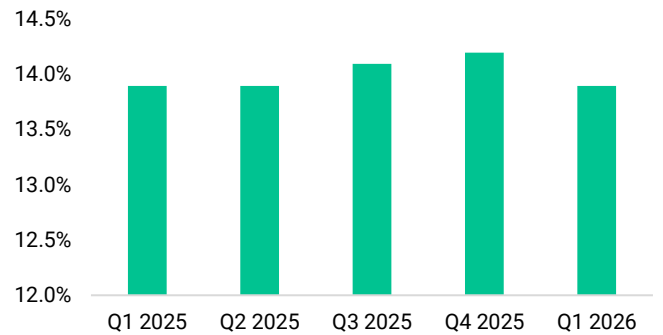
Hình 4. Tăng trưởng tiền gửi



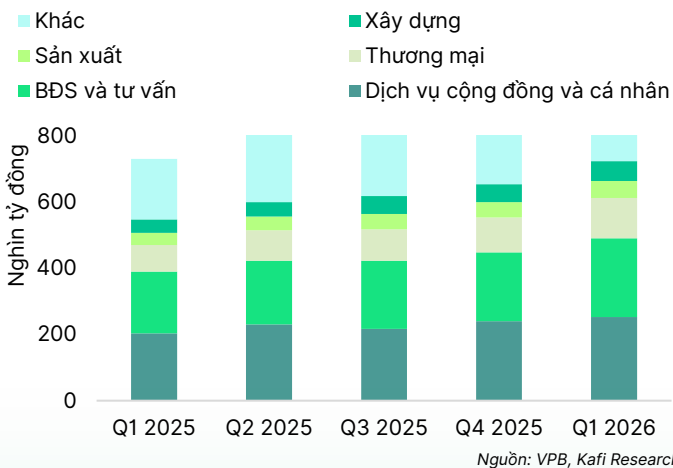
Hình 5. NIM của VPB qua thời gian



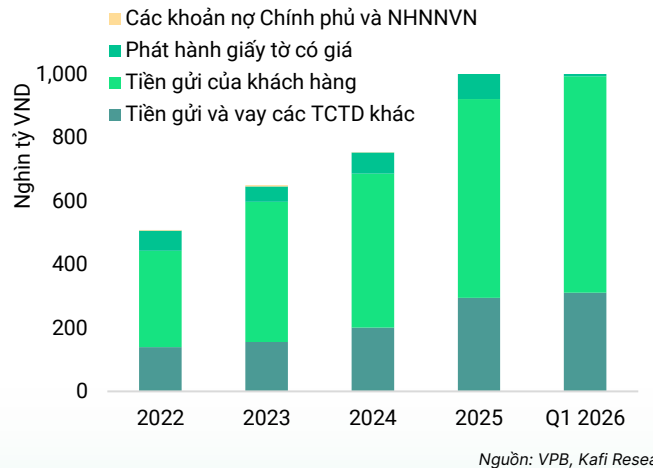
Hình 6. Tỷ lệ CASA của VPB



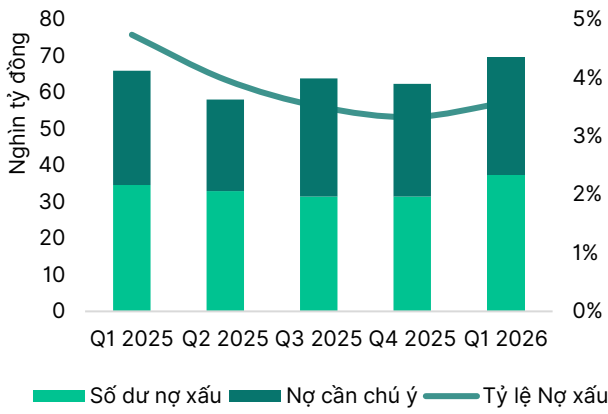
Hình 7. Cơ cấu cho vay theo ngành



Hình 8. Cơ cấu huy động vốn của VPB

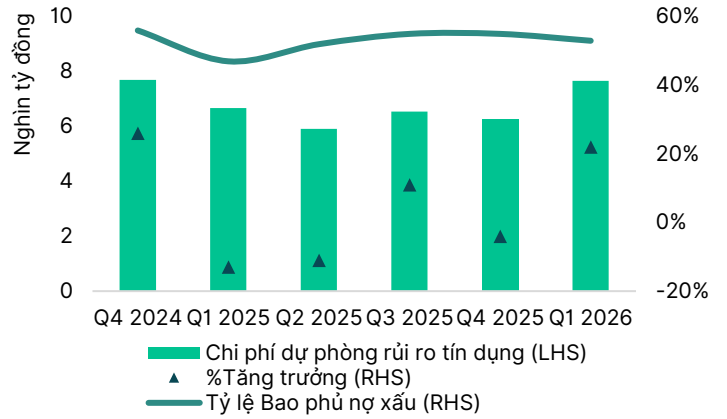


Hình 9. Số dư nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu của VPB



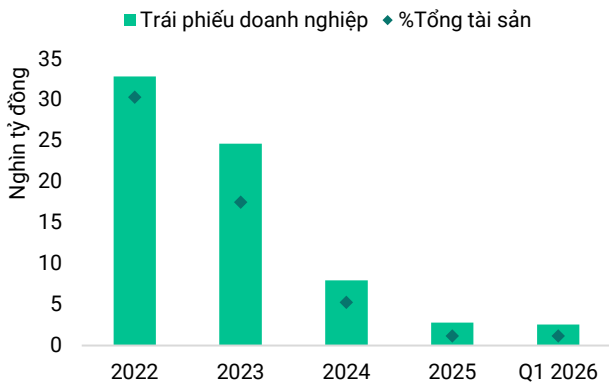
Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 10. Chi phí dự phòng rủi ro và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



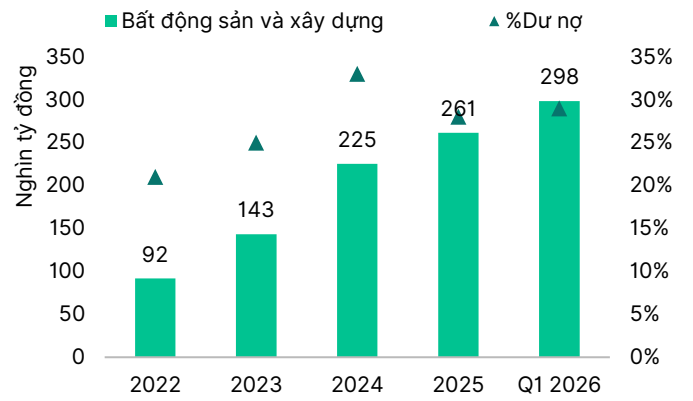
Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 11. Trái phiếu doanh nghiệp



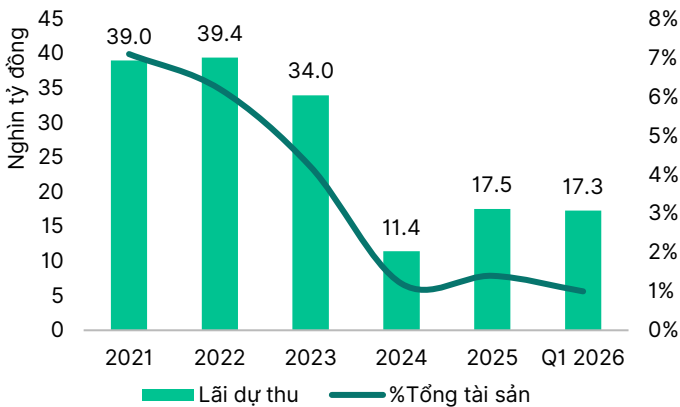
Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 12. Cho vay bất động sản và xây dựng



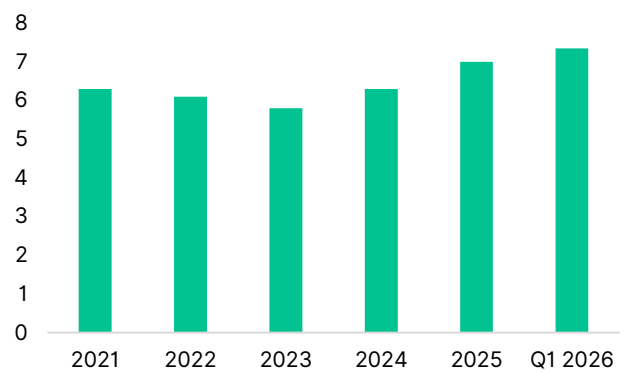
Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 13. Lãi dự thu của VPB



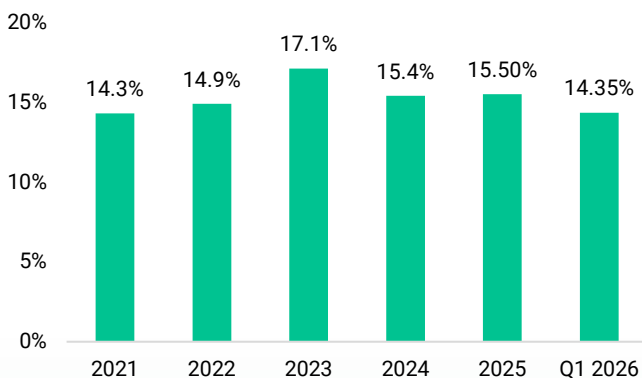
Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 14. Tỷ lệ Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu của VPB



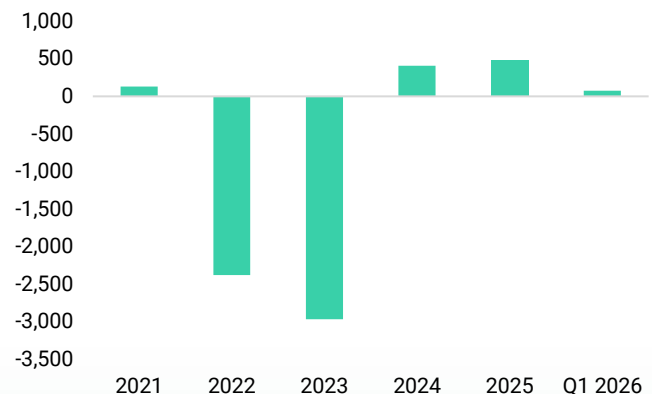
Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 15. Tỷ lệ an toàn vốn



Nguồn: VPB, Kafi Research

Hình 16. LNST của FE Credit (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, Kafi Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn trong báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

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.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.