

NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

Tăng trưởng quy mô và thu nhập phí dẫn dắt lợi nhuận, chất lượng tài sản là điểm cần theo dõi

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY26	Q1-FY26	+/- (qoq)	Q2-FY25	+/- (yoy)
Tổng thu nhập hoạt động	23.484	19.908	18,0%	16.535	42,0%
LN trước chi phí DPRR	18.870	15.590	21,0%	12.130	55,6%
LNTT	10.959	7.921	38,4%	6.215	76,3%
LNST-CĐCTM	8.385	6.199	35,3%	4.862	72,4%

Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

KQKD Q2-FY26: Lợi nhuận đạt đỉnh lịch sử nhờ tín dụng và thu nhập phí cùng bứt phá

- Tổng TNHD hợp nhất 2Q26 đạt 23.484 tỷ đồng (+18% QoQ; +42% YoY), trong đó, thu nhập ngoài lãi tăng 85% YoY lên 5.510 tỷ đồng, dẫn dắt bởi thu nhập HĐ-DV (+160% YoY) từ VPBankS và OPES. Chi phí hoạt động chỉ tăng 5% YoY, kéo CIR (TTM) xuống mức thấp kỷ lục 22,4%.
- LNTT hợp nhất đạt 10.959 tỷ đồng (+38% QoQ; +76% YoY), đưa 1H26 lên 18.880 tỷ đồng (+68% YoY), hoàn thành 46% kế hoạch năm. VPBankS đóng góp 18% LNTT quý, trong khi FE Credit chỉ đạt 75 tỷ đồng (-62% YoY).
- Tăng trưởng đến từ quy mô, không đến từ biên lãi ròng. Tín dụng hợp nhất tăng 23,1% YTD (+40,5% YoY), gấp khoảng 3 lần mặt bằng ngành. Tuy nhiên, NIM hợp nhất giảm 15 bps QoQ về 5,1%, mức thấp nhất 3 năm, do chi phí vốn tăng 78 bps QoQ lên 6,2%. Hoạt động ngoại hối lỗ 847 tỷ đồng do chi phí swap vốn vay quốc tế, và LDR riêng lẻ áp sát trần ở mức 84,5%.
- Chất lượng tài sản ngân hàng mẹ cải thiện, nhưng tín hiệu cảnh báo sớm gia tăng. Tỷ lệ nợ xấu riêng lẻ giảm 29 bps QoQ xuống 2,41% nhờ nợ xấu hình thành ròng giảm 40% QoQ. Ngược lại, nợ nhóm 2 riêng lẻ tăng 21% QoQ (tỷ lệ 3,05%).

Triển vọng Q3-FY26 và cập nhật dự phóng 2026F

- Chúng tôi dự phóng LNTT 3Q26 của VPB đạt 10.700 tỷ đồng (-3% QoQ; +16% YoY), đưa lũy kế 9T26 lên 29.500 tỷ đồng (+45% YoY), hoàn thành 72% dự phóng 2026F điều chỉnh. Tín dụng hợp nhất dự phóng đạt 28% YTD (+35% YoY) nhưng NIM giảm thêm 10 bps QoQ xuống 5,1% (-35bps YoY) khiến nhập lãi thuần tăng 23% YoY. TNHD chỉ tăng 1% QoQ và 18% YoY. NPL hình thành ròng dự kiến vẫn cao, khoảng 6.000 tỷ đồng, dù đã hạ nhiệt so với các quý trước. Do đó, chi phí dự phòng tiếp tục được duy trì ở mức cao, đạt 8.174 tỷ đồng (+25% YoY).
- Chúng tôi nâng dự phóng LNTT 2026F của VPB thêm 8% lên 41.253 tỷ đồng (+35% YoY), sát kế hoạch ĐHCĐ. Động lực chính đến từ tăng trưởng tín dụng được nâng lên 33,5% (+440 bps) và thu nhập ngoài lãi cao hơn 11%, với diễn biến tích cực từ VPBS. Chi phí hoạt động được hạ 8%, kéo CIR về 22%. Ngược lại, chi phí dự phòng được nâng 5% và tỷ lệ nợ xấu lên 3,1%, qua đó LLR cải thiện lên 63%.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu VPB với giá mục tiêu 25.300 đồng/cp, tương ứng P/B 2026F/2027F lần lượt là 1,37x/1,13x. Khuyến nghị dựa trên ba luận điểm chính: (1) tốc độ tăng trưởng quy mô vượt trội so với ngành, với tín dụng dự phóng tăng bình quân 30%/năm trong giai đoạn 2026–2028; (2) cơ cấu nguồn thu ngày càng đa dạng nhờ đóng góp gia tăng từ các công ty thành viên trong hệ sinh thái tài chính; và (3) hiệu quả vận hành dẫn đầu ngành, với CIR dự phóng bình quân chỉ 22,5% trong ba năm tới. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng LNTT 2026F tăng 35% YoY và đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 18% trong ba năm tới.

Tuy nhiên, chất lượng tăng trưởng lợi nhuận vẫn là điểm cần tiếp tục theo dõi trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao. Tỷ lệ CASA, biên lãi ròng, nợ cần chú ý và nợ xấu đều đang có diễn biến kém khả quan. Đây là lý do chúng tôi chưa nâng khuyến nghị, dù triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực. Ngoài ra, đợt phát hành riêng lẻ 5% cho NĐT chiến lược nước ngoài, dự kiến triển khai trong giai đoạn cuối năm 2026 – đầu năm 2027, có thể trở thành chất xúc tác cho việc định giá lại cổ phiếu.

TÍCH LŨY

+14%

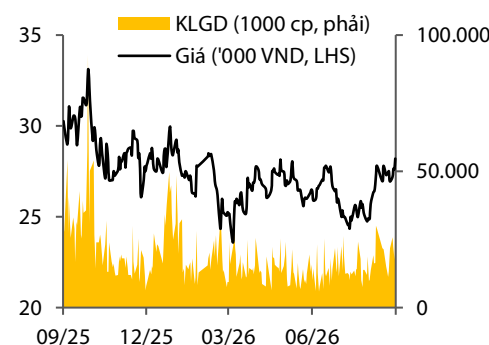
Giá thị trường (VND)	22.100
Giá mục tiêu (VND)	25.300

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	217.786,2
SLCPDLH (triệu CP)	7.933,9
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn CP)	20.464,7
Free Float (%)	55,0
Giá cao nhất 52 tuần	33.112
Giá thấp nhất 52 tuần	23.581
Beta	1,18

	FY2025	FY2026F
EPS (VNĐ)	3.024	4.146
Tăng trưởng EPS (%)	52,0	37,1
GTSS/cp (VNĐ)	21.163	23.319
P/E (lần)	9,31	6,75
P/B (lần)	1,33	1,20
Tỷ suất cổ tức (%)	1,8	1,8
ROE (%)	14,6	17,4

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Sumitomo Mitsui Financial Group	15,01
Ngô Chí Dũng	4,14
Bùi Hải Quân	1,97
Nguyễn Đức Vinh	1,32
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	7,2

Phòng Phân tích Ngành Ngân hàng

phantich@vdsc.com.vn

Cập nhật KQKD Q2-2026: Tín dụng và TN phí tăng kỷ lục, thúc đẩy lợi nhuận tăng vượt kỳ vọng
Bảng 1: Diễn biến KQKD 2Q26 và 1H26 của VPB

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2Q26	QoQ	YoY	1H26	YoY	Hoàn thành 2026F (%)	Chú thích/Nhận định
Thu nhập lãi thuần	17.974	6%	33%	34.934	30%	49%	Tăng trưởng dựa trên quy mô (dư nợ hợp nhất +23,1% YTD) bù đắp NIM thu hẹp về 5,1% (-20bps YoY).
Thu nhập phí dịch vụ	3.490	69%	160%	5.555	121%	65%	Nhờ phí tư vấn phát hành TPDN của VPX (1.200 tỷ đồng, x11 lần YoY), phí bảo hiểm OPES (+25% YoY phí gộp) và việc giảm chi phí ủy thác liên quan giao dịch GPBank.
Thu nhập từ KDFX	-847	102%	1008%	-1.267	-696%	-384%	Khoản lỗ đến từ chi phí swap cao cho nguồn vốn vay quốc tế
Thu nhập từ mua/bán CK	605	-388%	66%	395	-5%	30%	Chuyển từ lỗ sang lãi nhờ hoạt động tự doanh của VPX (gần 580 tỷ đồng).
Thu nhập khác	2.262	50%	80%	3.775	77%	57%	Thu hồi nợ đã xử lý toàn tập đoàn 1H26 đạt 1.300 tỷ đồng, tăng 26% YoY, trong đó FE Credit đóng góp gần 40%. Riêng ngân hàng mẹ chỉ tăng 10% YoY – thấp hơn kỳ vọng do thanh khoản thị trường BĐS yếu.
Tổng TNHĐ	23.484	18%	42%	43.392	35%	49%	
CP hoạt động	-4.614	7%	5%	-8.932	8%	41%	
LN trước dự phòng	18.870	21%	56%	34.459	45%	52%	Đòn bẩy hoạt động là động lực tăng trưởng.
CP DPPRRTD	-7.910	3%	34%	-15.579	24%	56%	
· Ngân hàng mẹ	-4.888	8%	46%	-9.421	37%		
· FE Credit	-3.022	-4%	18%	-6.158	9%		
LNTT	10.959	38%	76%	18.880	68%	49%	
· Ngân hàng mẹ	8.183	11%	42%	15.567	46%		
· VPX (gồm TN toàn diện khác)	1.928	330%	219%	2.376	145%		
· FE Credit (trước loại trừ nội bộ)	75	-3%	-62%	153	-45%		
CIR hợp nhất (TTM-%)	22,4	-171 bps	-197 bps				Mức thấp kỷ lục, phản ánh hiệu quả số hóa và đòn bẩy quy mô.
ROAE (TTM-%)	18,3	191 bps	592 bps				
ROAA (TTM-%)	2,2	4 bps	53 bps				
BVPS (VNĐ)	22.476	2%	22%				
EPS (VNĐ)	3.758	13%	71%				
P/B (lần)	1,27						
P/E (lần)	7,57						

Nguồn: VPB, VPX, CTCK Rong Viet *Dữ liệu tại ngày 21/9/2026

Tăng trưởng tín dụng và huy động tiếp tục vượt xa mặt bằng ngành.

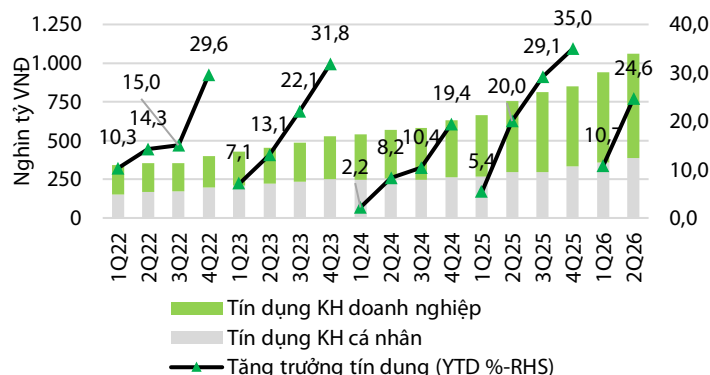
- *Tín dụng hợp nhất đạt 1,18 triệu tỷ đồng (+23,1% YTD và +40,5% YoY); riêng lẻ đạt 1,06 triệu tỷ đồng (+24,6% YTD)* – mức tăng 6 tháng cao kỷ lục của VPB và cao nhất toàn hệ thống. Theo BLĐ, mảng KHCN ghi nhận cho vay ô tô, nhà ở và hộ kinh doanh cùng tăng 17-19% YTD, trong khi thẻ tín dụng đi ngang do tác động phụ của việc làm sạch danh mục; khối KHDN và SME là trợ lực lớn nhất với dư nợ các ngành mục tiêu tăng 24% YTD.
- *Huy động ngân hàng mẹ tăng 22% YTD lên 884 nghìn tỷ đồng* – so với mức trung bình ngành chỉ khoảng 5% và 5-7% của nhóm ngân hàng cùng quy mô – trong đó GTCG tăng 68% YTD (chứng chỉ tiền gửi Lộc Thịnh Vượng đạt 111 nghìn tỷ đồng, gấp 2,3 lần đầu năm). Nguồn vay hợp vốn nước ngoài (kỳ hạn 3-7 năm) đã chiếm tới 10% cơ cấu huy động (riêng lẻ) tính đến cuối tháng 6. Cấu trúc này giúp tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm mạnh xuống 22,4% (1Q26: 28,3%), song đánh đổi bằng chi phí vốn cao hơn; tỷ lệ LDR vẫn tăng lên 84,5%, áp sát mức trần 85%.

Bảng 2: Các chỉ số tăng trưởng/huy động

Chỉ tiêu	Số dư 2Q26 (nghìn tỷ VNĐ)	2Q26 YTD %	2Q26 YoY %	Chú thích/Nhận định
Tín dụng hợp nhất	1.184	23,1%	40,5%	• Cao gấp ~2 lần tăng trưởng tín dụng toàn ngành (8% YTD).
Ngân hàng mẹ	1.059	24,6%	40,2%	• Mức tăng 6 tháng cao nhất lịch sử. BLĐ tái khẳng định mục tiêu cả năm trên 30% cho ngân hàng mẹ. • Phục hồi rõ nét so với quý trước (1Q26: +7,3% YTD). Cho vay ô tô, nhà ở và hộ kinh doanh cùng tăng 17-19%. • Riêng thẻ tín dụng đi ngang do tác động phụ của việc làm sạch danh mục. Danh mục mới giải ngân chưa bước vào chu kỳ thử thách chất lượng. • Động lực chính (chiếm 63% dư nợ riêng lẻ); dư nợ các ngành mục tiêu tăng 24%, SME tăng cân bằng giữa nhóm upper và micro SME. • Dư nợ BĐS tăng 16,6% QoQ (1Q26: ~12%), gồm BĐS doanh nghiệp +25% QoQ, BĐS khu công nghiệp +87% QoQ và nhà ở xã hội tăng ~15 lần QoQ từ nền thấp.
· KH cá nhân	386	15,9%	29,4%	• Danh mục TPDN tại ngân hàng mẹ tiếp tục thu hẹp, dịch chuyển sang VPX.
· Doanh nghiệp	671	30,4%	48,1%	• Tăng trưởng chậm và thấp hơn ngân sách 6 tháng của chính VPB. • Tỷ lệ nợ xấu ước tăng lên 18,7%.
· TPDN	3	-6,3%	-40,9%	• Tiếp tục mở rộng mạnh nhờ nguồn vốn huy động tăng thêm ~ 10.000 tỷ đồng trong 2Q26 và ~16.000 tỷ đồng trong 1H26.
FE Credit	68	5,3%	10,4%	
VPX	57	20,5%	123,3%	
· Cho vay ký quỹ	38	12,0%	115,0%	
· TPDN	19	42,3%	142,1%	
Huy động NH mẹ	884	22%	30%	• Vượt xa mặt bằng ngành (~5% YTD) và nhóm ngân hàng cùng quy mô (5-7%), nhờ VPB chủ động nâng lãi suất huy động cạnh tranh hơn thị trường. • Huy động vẫn thấp hơn tăng trưởng tín dụng riêng lẻ (24,6% YTD) 2,2 điểm %, đẩy LDR áp sát trần lên 84,5%.
· Tiền gửi	732	16%	19%	• Tiền gửi KH tăng chậm hơn đáng kể so với GTCG và Tỷ lệ CASA riêng lẻ giảm 172 bps QoQ xuống 13,1%, làm suy giảm chất lượng cấu trúc vốn.
· Giấy tờ có giá	152	68%	142%	• Động lực huy động chính, dẫn dắt bởi chứng chỉ tiền gửi Lộc Thịnh Vượng (111 nghìn tỷ đồng, gấp 2,3 lần đầu năm), nay mở rộng sang phân khúc KH doanh nghiệp với CD có kỳ hạn 6 tháng.

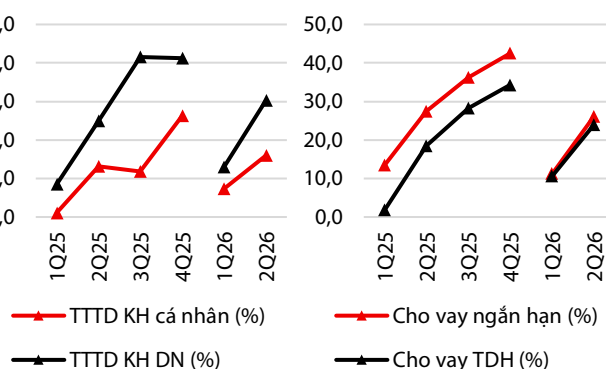
Nguồn: VPB, VPX, CTCK Rông Việt

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng riêng lẻ 1H26 năm đạt mức cao kỷ lục



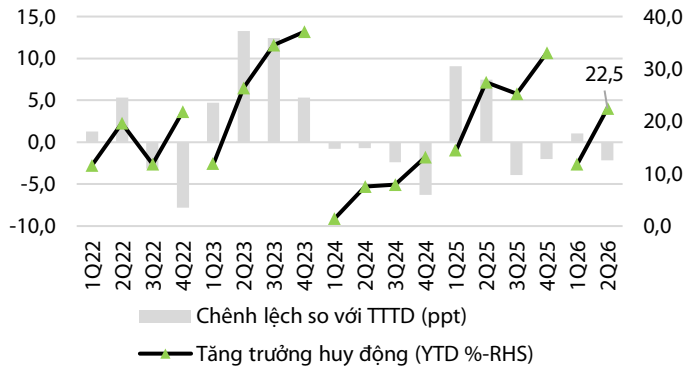
Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

Hình 2: Tăng trưởng tín dụng (YTD %) riêng lẻ theo nhóm KH và kỳ hạn khoản vay



Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

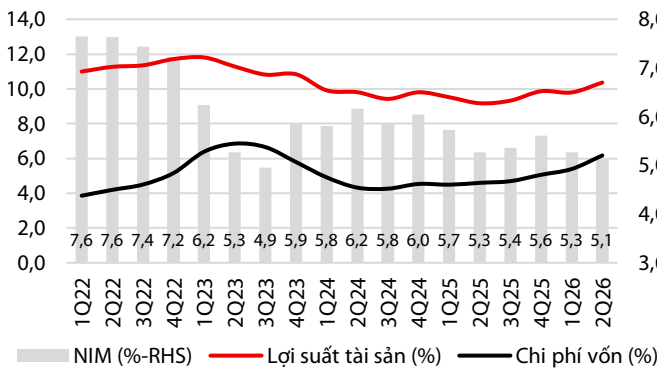
Hình 3: Tăng trưởng huy động tích cực trong 2Q26 nhờ tiếp tục đẩy mạnh phát hành chứng chỉ tiền gửi Lộc Thịnh Vượng



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

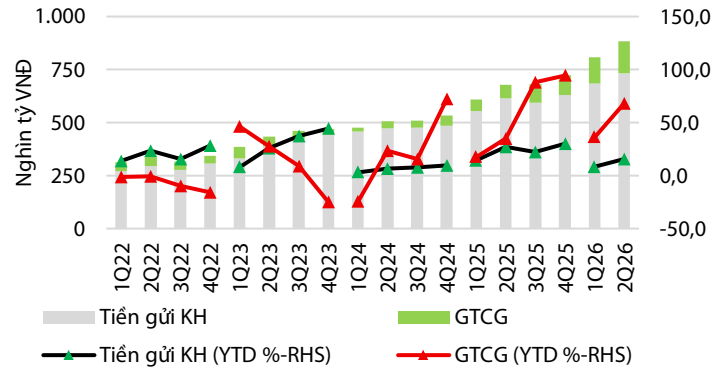
Biên lợi nhuận tiếp tục bị bào mòn: NIM hợp nhất giảm còn 5,1% (-15 bps QoQ và -15 bps YoY) – mức thấp nhất 3 năm – khi lợi suất tài sản bình quân tăng 56 bps QoQ lên 10,4% vẫn không bù đắp được mức tăng 78 bps QoQ của chi phí vốn lên 6,2% do cấu trúc nguồn vốn thay đổi như đã đề cập bên trên. Chi phí huy động tiền gửi tăng 74 bps QoQ lên 5,55% và chi phí GTCG tăng 124 bps QoQ lên 7,75%, trong khi tỷ lệ CASA riêng lẻ giảm 172 bps QoQ xuống 13,1% - thấp nhất từ 2018.

Hình 5: NIM hợp nhất 2Q26 tiếp tục thu hẹp 20bps QoQ xuống 5,1% - mức thấp nhất 3 năm khi lợi suất tài sản tăng chậm hơn chi phí vốn



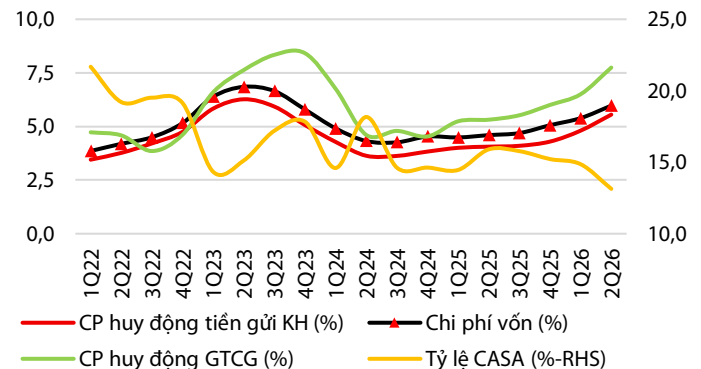
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tới cuối 2Q26, tăng trưởng giấy tờ có giá đạt 68% YTD so với 16% YTD của tiền gửi KH



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Chi phí vốn riêng lẻ tiếp tục tăng 80bps QoQ trong 2Q26, dẫn dắt bởi chi phí huy động GTCG (+125bps) và tiền gửi (+75bps QoQ), tỷ lệ CASA giảm 170bps

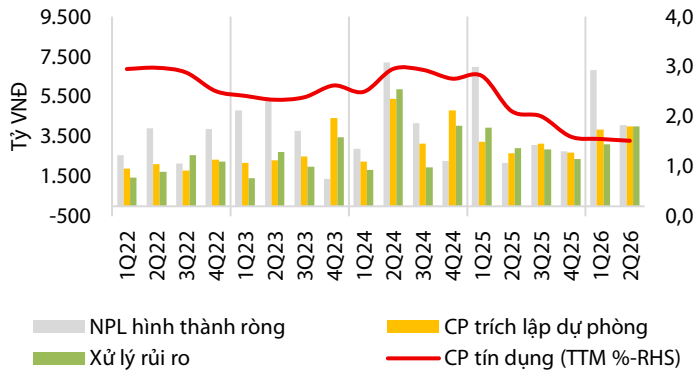


Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Chất lượng tài sản tại ngân hàng mẹ cải thiện nhẹ khi kiểm soát quy mô nợ xấu đi ngang, nhưng áp lực dịch chuyển sang nợ nhóm 2 và FE Credit.

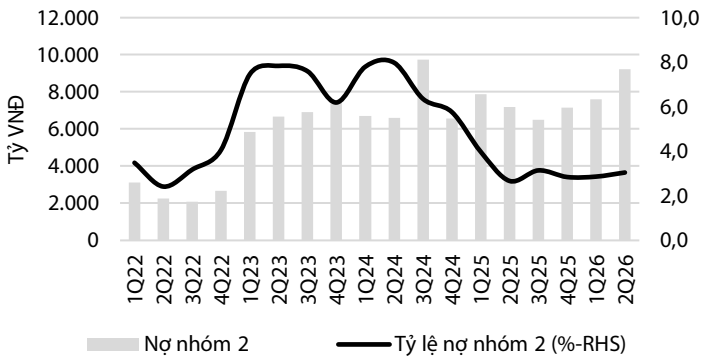
- Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH riêng lẻ giảm 29 bps QoQ xuống 2,41%, nhờ duy trì quy mô nợ xấu nội bảng trong nỗ lực xử lý rủi ro mạnh (nợ xấu hình thành ròng giảm 40% QoQ về 4.072 tỷ đồng kết hợp xử lý rủi ro 4.001 tỷ đồng) khi dư nợ tăng mạnh; Theo quy định của Thông tư 31, tỷ lệ nợ xấu riêng lẻ ở mức 2,03% và hợp nhất 2,79%, cùng giảm khoảng 15-16 bps QoQ – ngược chiều với toàn hệ thống (+15 bps QoQ).
- LLR riêng lẻ tăng 330 bps QoQ lên 58,2%.
- Nợ nhóm 2 (riêng lẻ) tăng 21% QoQ lên 9.224 tỷ đồng (tỷ lệ 3,05%, +19 bps QoQ), tập trung ở phân khúc bán lẻ và nằm trong kịch bản đã dự phòng từ khi lập ngân sách của BLĐ. Tại FE Credit, tỷ lệ nợ xấu ước tăng 91 bps QoQ lên 18,7% dù nợ nhóm 2 giảm về 6,8% (-136 bps QoQ).
- Một chỉ báo tích cực: RWA tín dụng chỉ tăng 6,5% QoQ so với tăng trưởng tín dụng 12,6% QoQ, hàm ý danh mục mới có trọng số rủi ro thấp hơn.

Hình 7: Nợ xấu hình thành ròng (riêng lẻ) giảm trở lại sau cao điểm Q1



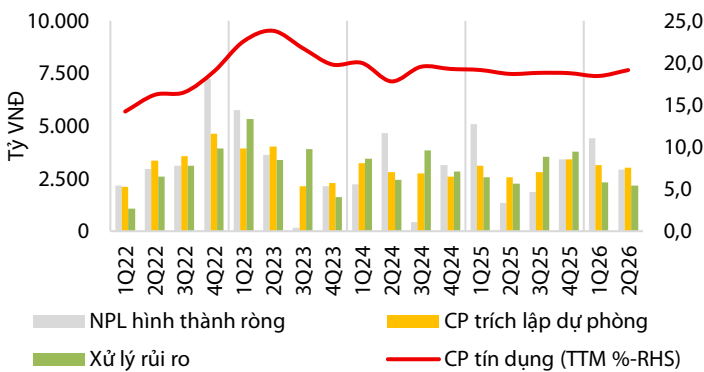
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Quy mô nợ nhóm 2 (riêng lẻ) tăng quý thứ 3 liên tiếp, tiến gần về đỉnh tại 3Q24



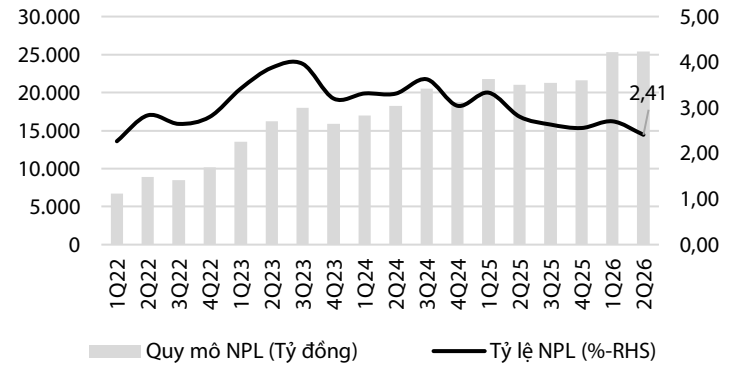
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 11: FE Credit vẫn chưa cho thấy sự cải thiện về chất lượng nợ và chi phí tín dụng



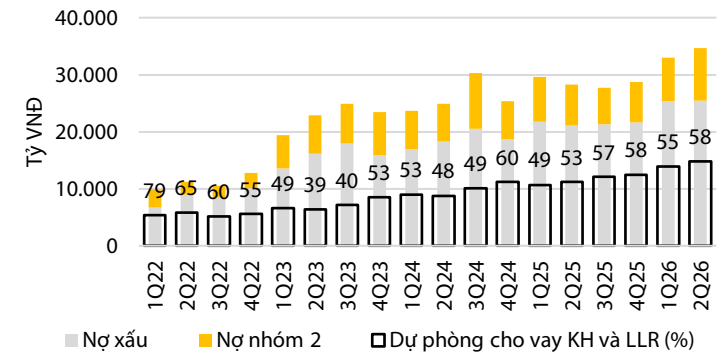
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 8: Quy mô nợ xấu (riêng lẻ) đi ngang trong nỗ lực xử lý rủi ro, giúp tỷ lệ NPL có xu hướng giảm



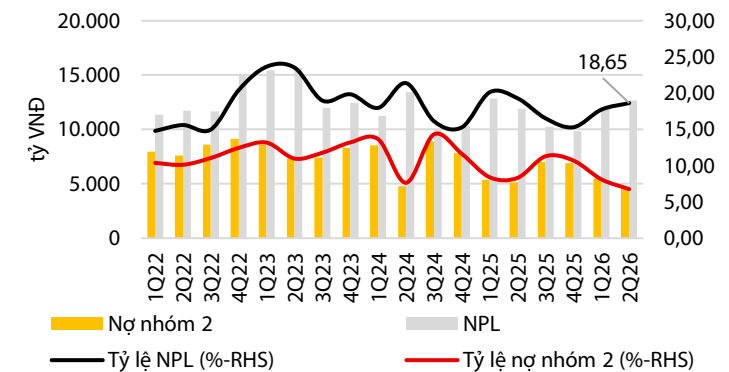
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Quy mô dự phòng so với quy mô nợ xấu và nợ nhóm 2 (riêng lẻ)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu, nợ nhóm 2 ước tính của FE Credit



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt ước tính

Dự phóng KQKD Q3-2026

Chúng tôi dự phóng VPB sẽ ghi nhận LNTT hợp nhất 3Q26 đạt 10.678 tỷ đồng (-3% QoQ; +16% YoY). LNTT lũy kế 9T26 đạt 29.558 tỷ đồng (+45% YoY), tương ứng hoàn thành 72% dự phóng 2026F điều chỉnh của chúng tôi.

Về doanh thu, thu nhập lãi thuần dự kiến đạt 18.583 tỷ đồng (+3% QoQ; +23% YoY), được hỗ trợ bởi tín dụng hợp nhất tăng trưởng mạnh 28% YTD (tương đương +35% YoY). Tuy nhiên, tốc độ tăng thu nhập lãi thuần thấp hơn đáng kể so với tốc độ mở rộng dư nợ do chúng tôi giả định NIM hợp nhất tiếp tục thu hẹp thêm 10 bps QoQ xuống 5,1%. Thu nhập ngoài lãi được dự phóng ở mức 5.100 tỷ đồng (-7% QoQ; đi ngang YoY). Theo đó, tổng TNHĐ đạt 23.683 tỷ đồng, chỉ nhích nhẹ 1% QoQ (+18% YoY). Chi phí hoạt động dự kiến ở mức 4.831 tỷ đồng (+5% QoQ; +9% YoY), khiến CIR tăng lên khoảng 20,4% (2Q26: khoảng 19,6%), và LN trước dự phòng đi ngang QoQ ở mức 18.851 tỷ đồng (+20% YoY).

Về chất lượng tài sản, chúng tôi giả định NPL hình thành ròng trong 3Q26 vẫn ở mức cao, khoảng 6.000 tỷ đồng. Con số này đã giảm dần qua các quý (2Q26: gần 7.000 tỷ đồng; 1Q26: 11.200 tỷ đồng), nhưng chưa trở về mức lành mạnh. Chi phí DPRR tín dụng dự kiến đạt 8.174 tỷ đồng (+3% QoQ; +25% YoY), cao hơn khoảng 1,4 lần NPL hình thành ròng. Điều này hàm ý VPB tiếp tục trích lập vượt mức nợ xấu mới phát sinh để củng cố bộ đệm dự phòng. Đây là yếu tố chính khiến lợi nhuận giảm nhẹ QoQ dù LN trước dự phòng được duy trì.

Bảng 3: Dự phóng KQKD 3Q26 và 9T26 của VPB

Đơn vị: Tỷ VNĐ	3Q26 E	QoQ	YoY	9T26 E	YoY	% Hoàn thành 2026F điều chỉnh
Thu nhập lãi thuần	18.583	3%	23%	53.517	28%	74%
Thu nhập ngoài lãi	5.100	-7%	0%	13.558	31%	73%
Tổng TNHĐ	23.683	1%	18%	67.074	28%	74%
CP hoạt động	-4.831	5%	9%	-13.764	8%	68%
LN trước dự phòng	18.851	0%	20%	53.311	35%	75%
CP DPRR tín dụng	-8.174	3%	25%	-23.753	24%	80%
LNTT	10.678	-3%	16%	29.558	45%	72%
ROAE (TTM-%)	16,3	-209 bps	207 bps			
GTSS/cp (VNĐ)*	25.150	12%	30%			
EPS (VNĐ)	3.891	4%	49%			
P/B 3Q26E**	1,13					
P/E 3Q26E**	7,31					

Nguồn: CTCK Rong Việt | * Chưa phản ánh chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 26% | ** Dữ liệu tại ngày 21/9/2026

Dự phóng KQKD 2026

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNTT hợp nhất 2026F thêm 8% lên 41.253 tỷ đồng (+35% YoY), gần như tương đương kế hoạch ĐHCĐ (41.323 tỷ đồng). LNST-CĐM được nâng 11% lên 32.897 tỷ đồng (+37% YoY), và EPS 2026F tương ứng tăng 11% lên 4.146 đồng (+37% YoY). Việc nâng dự phóng chủ yếu đến từ ba thay đổi: tăng trưởng tín dụng cao hơn, thu nhập ngoài lãi tích cực hơn và chi phí hoạt động thấp hơn giả định trước đó. Các yếu tố này bù đắp cho chi phí dự phòng tăng thêm.

- Về doanh thu, chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng tín dụng hợp nhất thêm 440 bps lên 33,5%, phản ánh tốc độ giải ngân cao trong nửa đầu năm và mục tiêu trên 30% của ban lãnh đạo. NIM hợp nhất được giữ ở mức 5,2% (-32 bps YoY). Theo giả định của chúng tôi, lợi suất tài sản bình quân tăng 107 bps YoY lên 10,5%, nhưng không bù đắp được mức tăng 136 bps YoY của chi phí vốn bình quân lên 6,1%. Theo đó, thu nhập lãi thuần chỉ được nâng nhẹ 1% lên 72.215 tỷ đồng (+23% YoY). Thu nhập ngoài lãi được nâng 11% lên 18.686 tỷ đồng, phản ánh đóng góp vượt kỳ vọng của phí dịch vụ từ VPBankS và OPES trong 1H26. Tổng TNHĐ đạt 90.900 tỷ đồng (+3% so với dự phóng cũ; +22% YoY).
- Về chi phí, chúng tôi hạ dự phóng chi phí hoạt động 8% xuống 20.119 tỷ đồng (+8% YoY), đưa CIR về 22,1% (-268 bps so với dự phóng cũ; -282 bps YoY). Điều chỉnh này phản ánh việc VPB mới sử dụng khoảng 41% ngân sách chi phí dự phóng trong 1H26, cho thấy giả định trước đây có phần thận trọng. LN trước dự phòng theo đó được nâng 7% lên 70.781 tỷ đồng (+26% YoY).
- Về chất lượng tài sản, chúng tôi nâng chi phí DPRR tín dụng thêm 5% lên 29.528 tỷ đồng (+16% YoY), tương ứng chi phí tín dụng 2,7% (+9 bps so với dự phóng cũ; -36 bps YoY). Tỷ lệ NPL hình thành ròng được giữ gần như không đổi ở 2,7% (-53 bps YoY), nhưng tỷ lệ nợ xấu cuối năm được nâng lên 3,1% (+20 bps so với dự phóng cũ). Nguyên nhân là tín hiệu gia tăng của nợ nhóm 2 tại ngân hàng mẹ và áp lực chưa dứt tại FE Credit. Đồng thời, chúng tôi giả định VPB tiếp tục trích lập vượt mức hình thành nợ xấu mới, đưa LLR lên 63,4%.

Bảng 4: Cập nhật dự phóng KQKD 2026

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2026F Cũ	2026F Mới	Thay đổi	YoY
TN lãi thuần	71.343	72.215	1%	23%
TN ngoài lãi	16.823	18.686	11%	17%
Tổng TNHĐ	88.165	90.900	3%	22%
CP hoạt động	-21.873	-20.119	-8%	8%
LN trước dự phòng	66.292	70.781	7%	26%
CP DPRR tín dụng	-28.038	-29.528	5%	16%
LNTT	38.254	41.253	8%	35%
LNST-CĐM	29.553	32.897	11%	37%
Tăng trưởng tín dụng	29,1	33,5	440 bps	
NIM (%)	5,2	5,2	1 bps	-32 bps
Lợi suất tài sản bq (%)	10,4	10,5	8 bps	107 bps
Chi phí vốn bq (%)	6,1	6,1	7 bps	136 bps
CIR (%)	24,8	22,1	-268 bps	-282 bps
NPL (%)	2,9	3,1	20 bps	-20 bps
NPL hình thành ròng (%)	2,8	2,7	-4 bps	-53 bps
Chi phí tín dụng (%)	2,6	2,7	9 bps	-36 bps
LLR (%)	55,7	63,4	772 bps	801 bps
ROAE (%)	15,6	17,4	182 bps	193 bps
ROAA (%)	2,1	2,3	22 bps	13 bps
BVPS* (VNĐ)	23.415	23.319	0%	10%
EPS (VNĐ)	3.725	4.146	11%	37%
P/B 2026F**	1,22	1,22		
P/E 2026F**	7,64	6,86		

Nguồn: CTCK Rong Viet | * Chưa phản ánh chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 26%, GTSS giảm so với dự phóng trước do chi trả cổ tức tiền mặt 5% | ** Dữ liệu tại ngày 21/9/2026

Phụ lục

Bảng 5: Kết quả kinh doanh Q2/2026

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY26	Q1-FY26	+/- (qoq)	Q2-FY25	+/- (yoy)
Thu nhập lãi	36.367	31.550	15,3%	23.457	55,0%
Chi phí lãi	-18.393	-14.589	26,1%	-9.978	84,3%
Thu nhập lãi thuần	17.974	16.961	6,0%	13.479	33,3%
Thu nhập ngoài lãi	5.510	2.948	86,9%	3.056	80,3%
TN từ HĐ Dịch vụ	3.490	2.065	69,1%	1.343	159,8%
TN từ HĐKD ngoại hối, vàng	-847	-420	101,8%	93	n.a
TN từ mua-bán CK kinh doanh	502	-224	n.a	327	53,8%
TN từ mua-bán CK đầu tư	102	14	611,7%	39	165,9%
TN từ HĐ khác	2.232	1.482	50,6%	1.246	79,2%
TN từ góp vốn, mua cổ phần	31	31	0,7%	9	248,1%
Tổng thu nhập hoạt động	23.484	19.908	18,0%	16.535	42,0%
Chi phí hoạt động	-4.614	-4.318	6,8%	-4.404	4,8%
LN trước chi phí DPRR	18.870	15.590	21,0%	12.130	55,6%
Chi phí DPRR	-7.910	-7.669	3,1%	-5.916	33,7%
Lợi nhuận trước thuế	10.959	7.921	38,4%	6.215	76,3%
Thuế TNDN	-2.183	-1.591	37,2%	-1.277	71,0%
Lợi nhuận sau thuế cho CĐ công ty mẹ	8.385	6.199	35,3%	4.862	72,4%

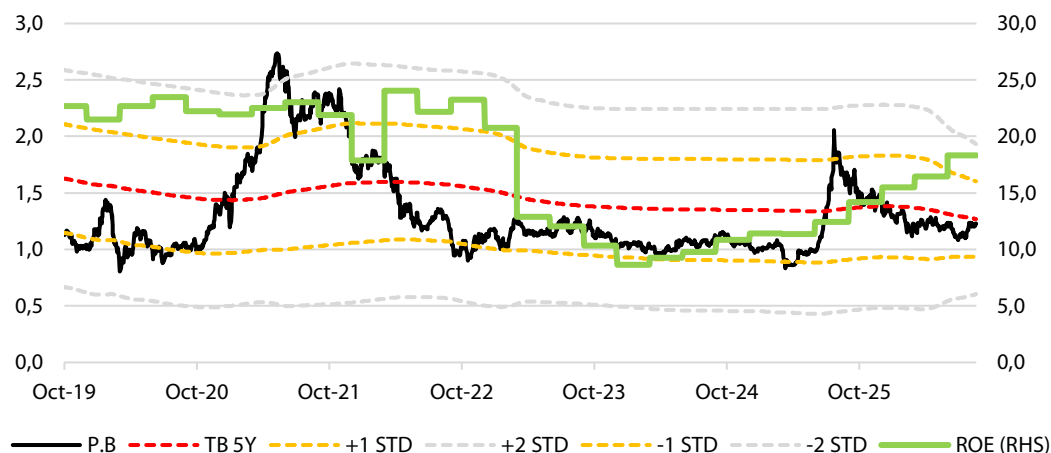
Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Phân tích HĐKD Q2/2026

Chỉ tiêu (%)	Q2-FY26	Q1-FY26	+/- (qoq)	Q2-FY25	+/- (yoy)
Khả năng sinh lời (TTM)					
NIM	5,31	5,39	-8 bps	5,65	-34 bps
CIR	22,44	24,15	-171 bps	24,41	-197 bps
ROAE	18,35	16,44	191 bps	12,43	592 bps
ROAA	2,23	2,18	4 bps	1,70	53 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH	3,3	3,6	-30 bps	4,0	-69 bps
Dự phòng/Nợ xấu	56,2	52,8	337 bps	52,2	397 bps
Tỷ lệ an toàn hoạt động					
VCSH/Tổng tài sản	12,7	13,6	-87 bps	13,8	-105 bps
Tổng cho vay*/TTS	89,2	88,7	47 bps	87,6	164 bps
LDR	84,5	82,7	180 bps	80,2	428 bps

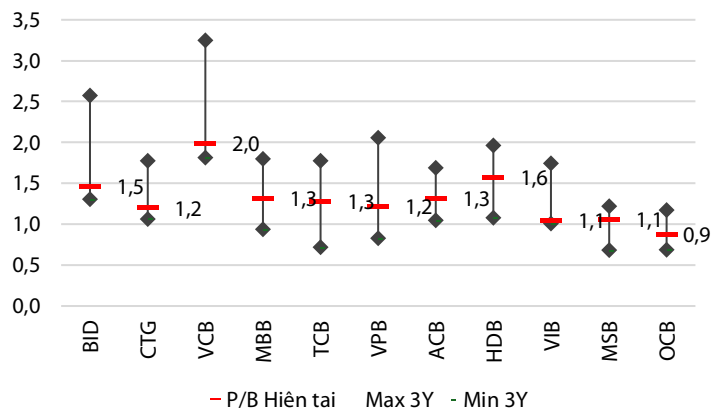
Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt | *Cho vay KH và TCTD

Hình 13: Lịch sử định giá VPB



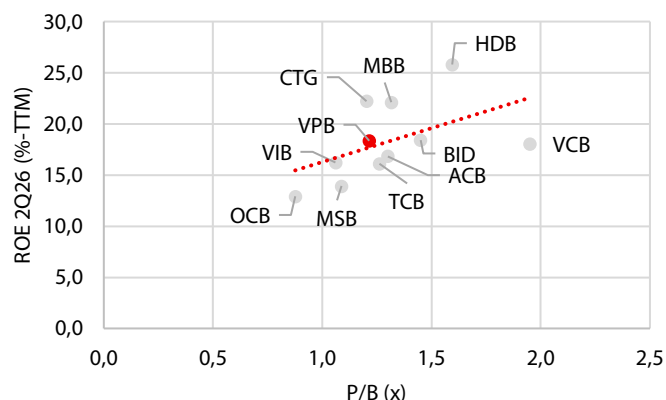
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt | Dữ liệu đến ngày 17/9/2026

Hình 14: Định giá hiện tại của các ngân hàng trong danh mục theo dõi so với mức cao/thấp nhất trong 3 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt | Dữ liệu tại ngày 17/9/2026

Hình 15: Tương quan định giá hiện tại của các ngân hàng trong danh mục và ROE 2Q26



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt | Dữ liệu tại ngày 17/9/2026

KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Thu nhập lãi	80.112	101.259	145.952	186.011
Chi phí lãi	-31.031	-42.596	-73.737	-97.469
Thu nhập lãi thuần	49.080	58.663	72.215	88.542
Thu nhập ngoài lãi	13.175	15.991	18.686	20.341
Từ HĐ dịch vụ	6.126	7.382	11.552	12.515
Từ HĐ KD ngoại hối	827	297	-662	-20
Từ mua bán CK KD	361	1.567	684	1.654
Từ mua bán CK đầu tư	470	4	121	61
Từ HĐ khác	5.378	6.706	6.929	6.070
Tổng TN hoạt động	62.255	74.654	90.900	108.883
Chi phí hoạt động	-14.340	-18.630	-20.119	-24.816
LN trước trích lập DP	47.915	56.023	70.781	84.067
Chi phí trích lập DP	-27.903	-25.399	-29.528	-33.091
LNTT	20.013	30.625	41.253	50.976
Thuế TNDN	-4.026	-6.270	-7.412	-9.447
LNST CĐCT mẹ	15.779	23.990	32.897	40.099

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	22,6	37,0	33,3	28,5
Huy động khách hàng	9,8	29,3	26,5	35,8
Thu nhập lãi thuần	28,6	19,5	23,1	22,6
Thu nhập hoạt động	25,2	19,9	21,8	19,8
LNST	58,2	52,0	37,1	21,9
Tổng tài sản	13,0	36,4	27,5	23,8
Vốn chủ sở hữu	5,4	22,4	9,6	20,4
Khả năng sinh lợi				
NIM	5,8	5,5	5,2	5,0
CIR	23,0	25,0	22,1	22,8
ROAA	11,0	14,6	17,4	18,4
ROAE	1,8	2,2	2,3	2,2
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu cho vay KH	4,2	3,3	3,1	3,0
Dự phòng/Nợ xấu	56,2	55,4	63,4	65,9
VCSH/Tổng tài sản	15,9	14,3	12,3	12,0
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay KH + TCTD /Tổng TS	87,9	88,4	89,0	90,4
LDR	81,6	81,7	91,8	94,4
CAR	15,5	12,5	N.A	N.A

BẢNG CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền mặt	2.148	2.774	2.048	2.092
Tiền gửi tại NHNN Việt Nam	14.327	13.570	15.980	22.484
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	134.644	186.229	193.671	209.358
Chứng khoán kinh doanh	13.111	23.960	34.901	36.030
Các công cụ TCPS và TSTC khác	0	0	0	0
Cho vay khách hàng	677.345	927.824	1.236.471	1.588.948
Chứng khoán đầu tư	52.783	64.434	76.475	82.753
Góp vốn, đầu tư dài hạn	189	192	189	189
Tài sản cố định	2.024	2.029	2.167	2.610
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	27.276	39.137	44.490	45.045
Tổng tài sản	923.848	1.260.150	1.606.392	1.989.509
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	6	15	26	26
Tiền gửi và vay các TCTD khác	201.756	295.200	389.554	410.426
Tiền gửi của khách hàng	485.667	628.045	794.202	1.078.566
Phát hành giấy tờ có giá	66.976	107.121	191.130	228.225
Các khoản nợ khác	22.129	48.634	20.426	20.426
Tổng nợ phải trả	776.572	1.079.874	1.396.312	1.738.645
Vốn chủ sở hữu	147.275	180.276	197.546	237.910
Vốn của tổ chức tín dụng	103.332	103.332	103.332	103.332
Quỹ của tổ chức tín dụng	14.566	18.602	17.388	21.693
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	24.008	45.970	64.291	99.932
Lợi ích của cổ đông thiểu số	5.370	12.372	12.535	12.953
Tổng cộng nguồn vốn	923.848	1.260.150	1.606.392	1.989.509

Chỉ số định giá	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	1.989	3.024	4.146	5.054
P/E (x)	9,2	9,3	6,8	5,5
BV (đồng/cp)	17.886	21.163	23.319	28.354
P/B (x)	1,0	1,3	1,2	1,0
DPS (đồng/cp)	1.000	500	500	0
Tỷ suất cổ tức (%)	5,4	1,8	1,8	0,0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
Tổng các thành phần	25.300	100%	25.300
Giá mục tiêu (đồng/cp)		100%	25.300

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 3/2026	25.100	TÍCH LŨY	Dài hạn
Tháng 6/2026	25.150	TÍCH LŨY	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn

W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006

F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thắng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**