

NH TMCP QUỐC TẾ VIỆT NAM (HSX: VIB)

- LNST Q2/2024 và 6T2024 suy giảm lần lượt 28.6% và 18.4% svck do thu nhập lãi thuần suy giảm và chi phí trích lập tăng mạnh lần lượt 31.4% và 35.8%.
- Chất lượng tài sản (CLTS) cuối Q2/2024 cải thiện nhẹ so với Q1/2024 nhưng vẫn suy giảm so với cuối năm 2023 dù trích lập rất tích cực trong 2 quý đầu năm.
- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với **VIB** và hạ giá mục tiêu xuống còn **20,800 đ/cp** do KQKD kém khả quan trong 6T2024.

LNST 6T2024 suy giảm do chi phí trích lập và CIR tăng mạnh.

Thu nhập hoạt động (TOI) trong Q2/2024 đạt 5,039 tỷ đồng (-6.1% svck, -5.3% so với quý trước) do thu nhập lãi thuần giảm 10.4% trong khi thu nhập ngoài lãi tăng 13.7% svck. Lũy kế 6T2024, TOI đạt 10,358 tỷ đồng (+0.6% svck); trong đó thu nhập lãi thuần giảm 8.3% trong khi thu nhập ngoài lãi tăng 30.6% svck. NIM 6T2024 giảm mạnh 110 điểm cơ bản svck là nguyên nhân chính khiến thu nhập lãi thuần suy giảm mạnh. Tăng trưởng tín dụng (TTTD) tại cuối Q2/2024 đạt 4.6%, thấp hơn so với các NHNY đạt 7.6% so với đầu năm. Thu nhập ngoài lãi 6T2024 được gia tăng chủ yếu từ hoạt động xử lý nợ (+145.4% svck) và hoạt động kinh doanh ngoại hối khi nhận lãi 315 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lỗ 18 tỷ đồng. Chi phí trích lập trong 6T2024 đạt 2,075 tỷ đồng (+35.8% svck), trong khi CIR tăng 520 điểm cơ bản lên mức 35.5% khiến LNST 6T2024 giảm 18.4% svck. Mức LNST trên chỉ đạt 42.4% LNST cả năm 2024 dự báo gần nhất của chúng tôi và 38.4% kế hoạch cả năm của ngân hàng.

Tỷ lệ nợ xấu quay trở lại mức đỉnh trong Q3/2023.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm khi tỷ lệ NPL tại cuối Q2/2024 đạt 3.7%, tương đương với mức đỉnh của Q3/2023. Thay vào đó, nợ nhóm 2 có sự cải thiện khi giảm xuống mức 4.5%, thấp nhất kể từ Q1/2023. Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) đạt 8.1% tại cuối Q2/2024, giảm đáng kể so với cùng kỳ (Q2/2023: 10.1%) và so với quý trước (9.2%). NPL được dự báo sẽ giảm nhẹ xuống mức 3.6% trong khi nợ nhóm 2 giảm mạnh xuống mức 4.0% tại cuối 2024.

Khuyến nghị **TRUNG LẬP** và giảm giá mục tiêu xuống **20,800 đ/cp**.

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 12 tháng đối với VIB xuống còn 20,800 đ/cp (giảm 3.3% so với mức giá dự báo gần nhất) do (i) KQKD 6T2024 kém khả quan so với dự báo khiến chúng tôi giảm dự báo LNST đi 9.7%, (ii) giảm P/B mục tiêu xuống còn 1.1x áp dụng cho giá trị sổ sách trung bình 2024-2025 do tỷ lệ NPL vẫn chưa có dấu hiệu tạo đỉnh. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VIB nhờ tiềm năng tăng trưởng 20%/năm cùng mức ROE vượt trội so với ngành.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	22,160	22,693	28,173	35,288
Thu nhập lãi thuần	17,361	16,496	20,681	26,209
NIM	4.7%	3.8%	4.2%	4.5%
Chi phí dự phòng	4,847	5,819	6,628	6,703
LNST	8,562	7,693	10,254	14,406
Tăng trưởng LNST	1.1%	-10.2%	33.3%	40.5%
Tăng trưởng tín dụng	14.2%	16.0%	19.3%	20.7%
Tăng trưởng huy động	20.6%	12.5%	15.3%	20.4%
Giá trị sổ sách	14,955	16,608	20,473	25,899
P/B	1.4x	1.1x	0.9x	0.7x

Nguồn: VIB, MBS Research

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

20,800 VND/cp

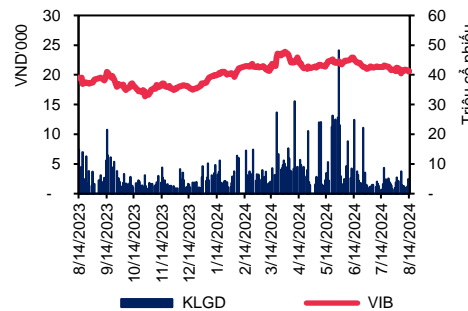
Tiềm năng tăng giá

+1.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

LNST 2024 và giá mục tiêu 12 tháng được điều chỉnh giảm lần lượt 9.7% và 3.3% so với dự báo gần nhất

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	20,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,891
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,378
Vốn hóa (tỷ VND)	52,258
P/E (TTM)	6.8x
P/B (TTM)	1.4x
Tỷ suất cổ tức (%)	6.1%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	20.48%

Nguồn: FiinproX, VSD

Cơ cấu sở hữu (30/06/2024)

Commonwealth Bank of Australia (CBA)	19.84%
Đỗ Xuân Hoàng	4.95%
Đặng Khắc Vỹ	4.95%
CTCP Funderra	4.68%
CTCP Uniben	2.62%

Chuyên viên phân tích



Đình Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

LNST Q2/2024 và 6T2024 suy giảm do tác động của tín dụng bán lẻ kém

Cập nhật KQKD Q2/2024 và 6T2024

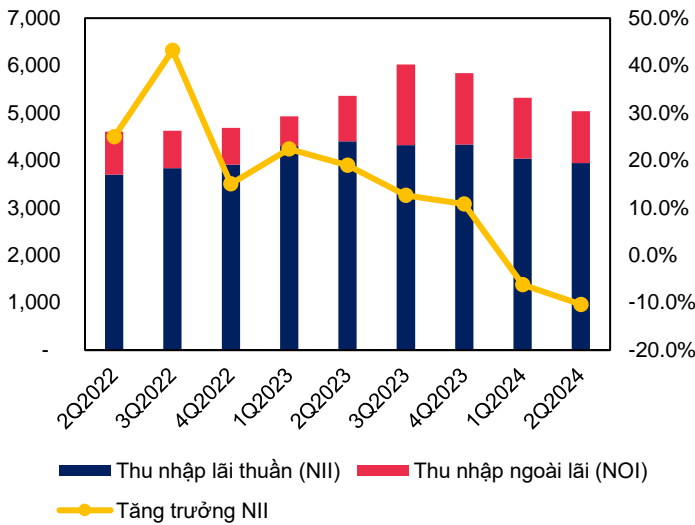
LNST Q2/2024 và 6T2024 suy giảm lần lượt 28.6% và 18.4% svck.

Hình 2: Cập nhật KQKD Q2/2024 và 6T2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q2/2024	Tăng trưởng (yoy)	6T2024	Tăng trưởng (yoy)	So với dự báo gần nhất của MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	5,039	-6.1%	10,358	0.6%	43.8%	
Thu nhập lãi thuần	3,946	-10.4%	7,981	-8.3%	44.4%	NIM trong Q2/2024 tiếp đà giảm mạnh của Q1/2024 và ghi nhận mức giảm 110 điểm cơ bản xuống 3.8%. Bên cạnh đó, TTTD 6T2024 chỉ đạt 4.6% so với cuối 2023, thấp hơn so với mức 6% của toàn hệ thống (các NHNY: 7.6% so với cuối 2023) khiến thu nhập lãi thuần suy giảm.
Thu nhập thuần ngoài lãi	1,094	13.7%	2,376	49.7%	41.9%	Thu nhập ngoài lãi 6T2024 được gia tăng chủ yếu từ hoạt động xử lý nợ (+145.4% svck) và hoạt động kinh doanh ngoại hối khi nhận lãi 315 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lỗ 18 tỷ đồng. Thu nhập từ phí 6T2024 chỉ tăng nhẹ 6.5% svck.
Chi phí trích lập dự phòng	1,130	31.4%	2,075	35.8%	39.6%	Tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ tăng lên mức 0.41% (Q1/2024: 0.35%, Q2/2023: 0.34%) khi NPL có dấu hiệu tăng trở lại sau khi hạ nhiệt trong quý đầu năm.
Chi phí hoạt động	1,806	16.1%	3,677	17.7%	48.6%	
LNST	1,683	-28.6%	3,684	-18.4%	42.4%	Mức LNST kém khả quan của VIB trong 6T2024 đến từ việc tăng trưởng thu nhập hoạt động thấp và chi phí trích lập tăng. Mức LNST này chỉ đạt 38.4% kế hoạch cả năm.
NIM	3.8%	-110 đcb	3.8%	-110 đcb		
CIR	35.8%	684 đcb	35.5%	516 đcb		Tỷ lệ CIR 6T2024 tăng trở lại so với cả năm 2023 (29.8%) do thu nhập hoạt động không tăng trưởng trong khi các hoạt động xử lý nợ vẫn được đẩy mạnh nhằm tạo đà cho những năm tiếp theo.
ROE	21.4%	-744 đcb				
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	4.6%	382 đcb				TTTD cuối Q2/2024 thấp hơn so với toàn hệ thống (6.0% so với cuối 2023) và các ngân hàng niêm yết (7.6% so với cuối 2023) do nhu cầu tín dụng bán lẻ toàn hệ thống vẫn yếu dưới tác động tiêu cực của thị trường BĐS và các biến động vĩ mô.
Tăng trưởng huy động (YTD)	6.3%	-495 đcb				
CASA	14.7%	270 đcb				
NPL	3.7%	2 đcb				Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng quay trở lại mức đỉnh trong Q3/2023, tuy nhiên nợ nhóm 2 có xu hướng giảm cho thấy chất lượng tài sản có sự cải thiện nhẹ.
LLR	48.1%	907 đcb				

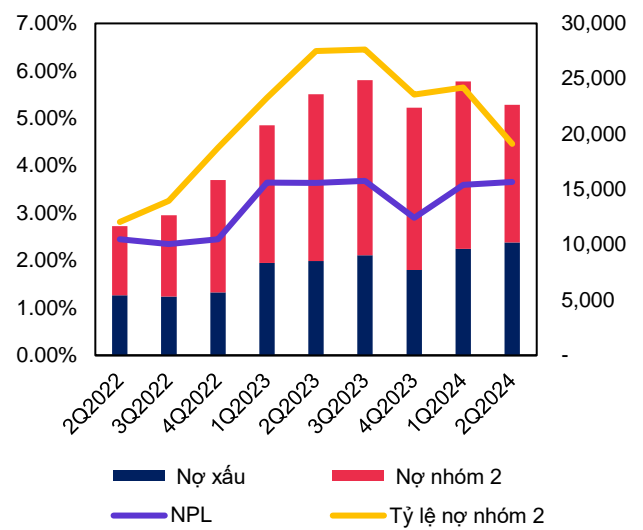
Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng quý của VIB (Đơn vị: tỷ VND, %)



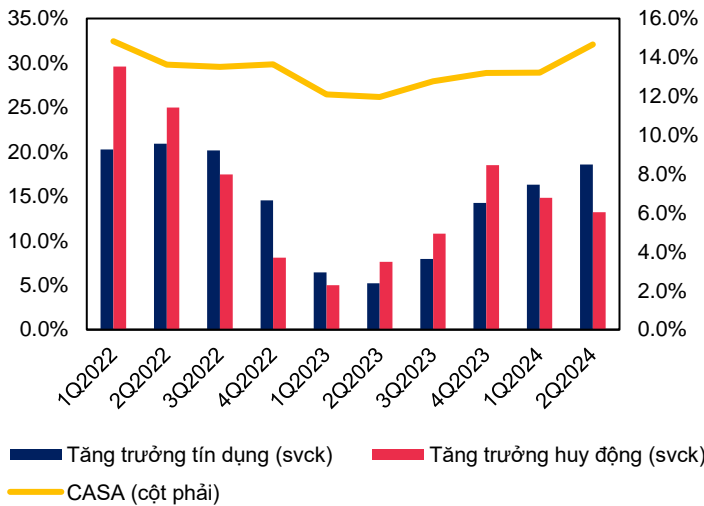
Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của VIB (% , tỷ VND)



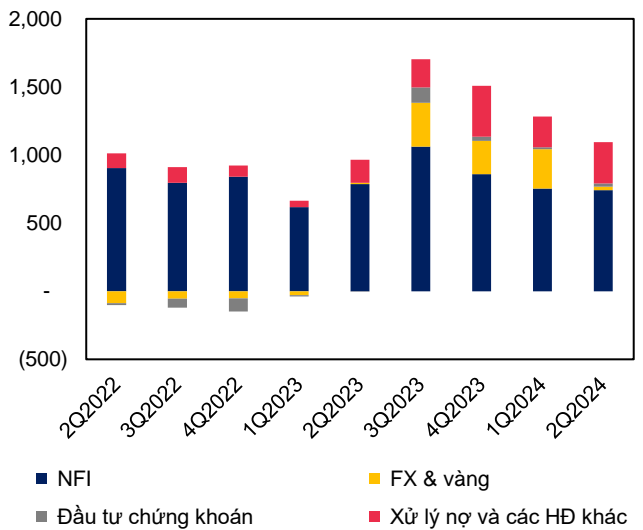
Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 5: Tăng trưởng tín dụng và huy động theo quý (Đơn vị: %)



Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi theo quý của VIB (tỷ đồng)



Nguồn: VIB, MBS Research

Chúng tôi hạ dự báo LNST 2024 giảm đi 10.9% so với dự báo gần nhất do KQKD 6T2024 thấp hơn so với kỳ vọng.

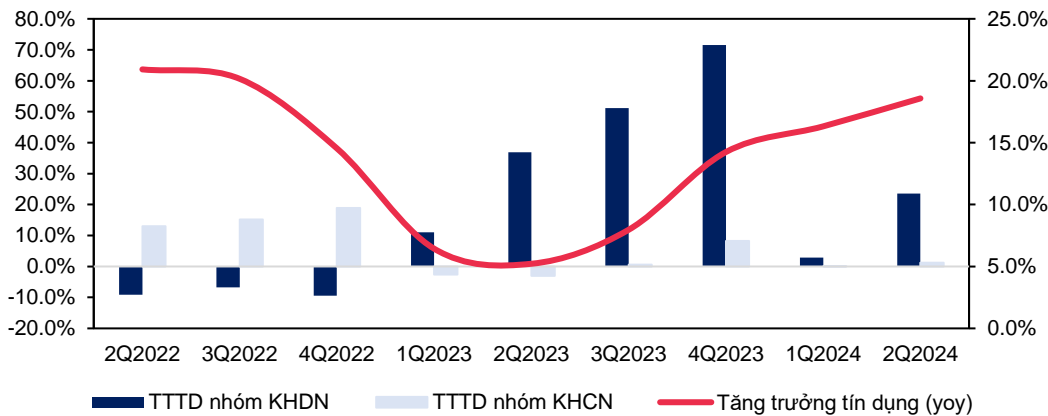
TTTD dự báo được giảm xuống mức 16.0% so với mức 19.3% của dự báo gần nhất.

Cuối Q2/2024, TTTD của VIB đạt 4.6% so với cuối năm 2023, tăng 4.2% so với quý trước và cao hơn đáng kể so với cùng kỳ (Q2/2023 tăng 0.8% so với cuối năm 2022). Tuy nhiên, mức tăng trưởng này thấp hơn nhiều so với toàn hệ thống (6.0%) và so với các NHNY (7.6% so với đầu năm). Dự nợ nhóm KHDN tăng mạnh 23.5% so với đầu năm trong khi nhóm bán lẻ chỉ tăng 1.2%. Tỷ lệ cho vay bán lẻ trong cơ cấu tín dụng của VIB cũng giảm xuống mức 82%, thấp nhất kể từ năm 2020.

Sự suy giảm nhu cầu tín dụng từ nhóm KHCN diễn ra ở toàn ngành khiến hoạt động cho vay bán lẻ của hầu hết các ngân hàng thấp hơn so với nhóm KHDN. Động lực tăng trưởng tín dụng của VIB đến từ hoạt động cho vay mua xe và cho vay thẻ trong khi hoạt động cho vay mua nhà vẫn chậm. Tính đến cuối Q2/2024, VIB là ngân hàng có thị phần cho vay mua ô tô cao thứ 3 toàn thị trường chiếm 12%. Về mảng cho vay mua nhà, VIB chủ yếu cho vay các loại hình BĐS thứ cấp và có sở nên gặp áp lực cạnh tranh rất lớn từ những đối thủ cùng phân khúc cũng như những ngân hàng lớn có ưu thế về chi phí vốn và mạng lưới hơn như TCB, VPB,... khi mà thị trường BĐS sơ cấp vẫn chưa phục hồi do vấn đề nguồn cung để có thể thu hút tín dụng.

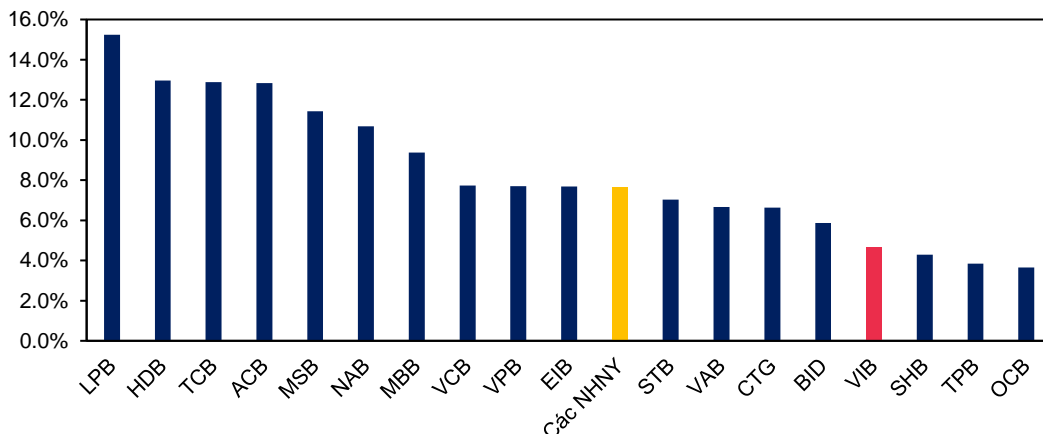
Chúng tôi đánh giá TTTD trong nửa đầu năm 2024 của VIB là tương đối kém khả quan khi không chỉ bị ảnh hưởng bởi nhu cầu cho vay bán lẻ thấp toàn ngành mà còn bởi áp lực suy giảm chất lượng tài sản khiến ngân hàng giảm động lực cho vay nhằm tập trung xử lý nợ xấu cho mục tiêu tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Chúng tôi dự báo TTTD của VIB trong năm 2024 sẽ đạt 16.0%, đạt 100% hạn mức tăng trưởng hiện tại được cấp bởi NHNN, với giả định rằng hoạt động cho vay bán lẻ toàn ngành sẽ có sự cải thiện hơn trong nửa cuối năm 2024 khi (i) hoạt động cho vay thẻ được đẩy mạnh trong mùa tiêu dùng tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm; (ii) cho vay mua nhà thứ cấp được kỳ vọng sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm khi những quy định của Luật Đất Đai mới có hiệu lực giúp giao dịch thứ cấp sôi nổi hơn trong khi giao dịch sơ cấp được dự báo vẫn sẽ không quá khả quan.

Hình 7: TTTD theo quý của VIB theo từng nhóm KH (%)



Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 8: TTTD của các NHNY cuối Q2/2024 so với đầu năm (%)



Nguồn: BCTC các NHNY, MBS Research

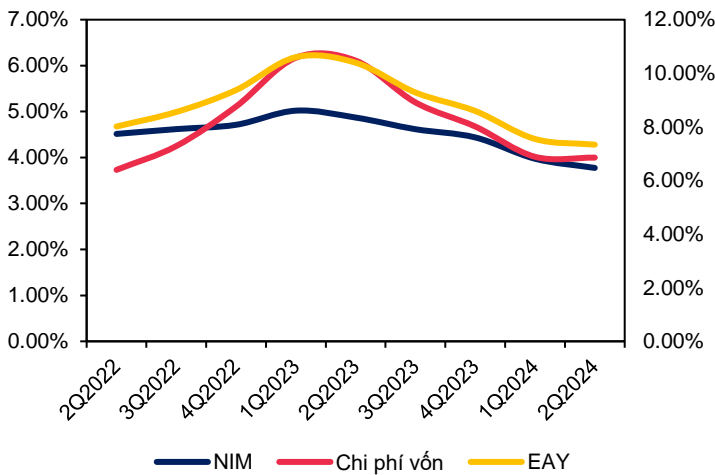
NIM trong nửa cuối năm 2024 được duy trì tương đương so với 6T2024

NIM trong Q2/2024 đạt 3.8%, giảm 110 điểm cơ bản svck và giảm 20 điểm cơ bản so với quý trước. Mặc dù chi phí vốn giảm mạnh từ mức 6.1% trong Q2/2023 xuống 4% trong Q2/2024 nhưng lãi vay có xu hướng giảm mạnh nhằm thu hút tín dụng khiến tỷ suất sinh lợi tài sản (TSSL TS) giảm mạnh hơn.

Theo quan sát của chúng tôi, tốc độ suy giảm của chi phí vốn đang thấp hơn so với TSSL TS trong nửa đầu năm 2024. Chi phí vốn trong Q1/2024 đạt 4.0% và duy trì ở mức này trong Q2/2024, trong khi đó TSSL TS đạt 7.6% trong Q1/2024 và giảm xuống mức 7.3% trong quý này. Điều này cho thấy rằng, nhu cầu tín dụng thấp có tác động mạnh hơn tới NIM của VIB trong khi lãi suất huy động đang có xu hướng nhích dần lên khi thanh khoản căng thẳng.

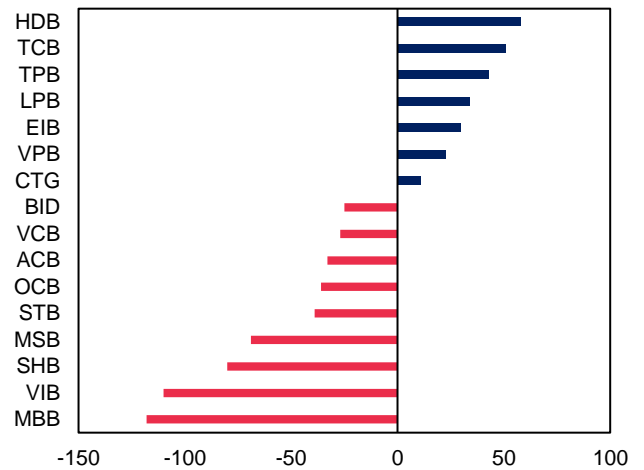
Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ có xu hướng nhích nhẹ trong nửa cuối năm 2024 khi thanh khoản hệ thống đang có dấu hiệu căng thẳng hơn khiến các NHTM gia tăng huy động. Trong khi đó, lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được duy trì ở mức thấp và sẽ không có nhiều động lực tăng khi nhu cầu tín dụng vẫn chưa thực sự trở lại mạnh mẽ, đặc biệt là ở mảng cho vay mua nhà của nhóm KHCN. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM của hầu hết các ngân hàng sẽ không tăng so với nửa đầu năm 2024. Bên cạnh đó, CASA của VIB không phải là một lợi thế quá lớn. Cuối Q2/2024, CASA của VIB đạt 14.7% tăng nhẹ so với mức 13.2% so với cuối năm 2023 nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với toàn ngành (20.9%). Từ đó, chúng tôi hạ dự báo NIM 2024 của VIB xuống mức 3.8%, đồng nghĩa với việc NIM trong nửa cuối năm sẽ tương đương so với đầu năm.

Hình 9: NIM, COF và Asset yield theo quý của VIB (%)



Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM của các NHNY trong 6T2024 (điểm cơ bản)



Nguồn: VIB, MBS Research

Áp lực trích lập vẫn lớn do chất lượng tài sản được dự báo chưa thể cải thiện đáng kể tại cuối năm 2024.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm khi tỷ lệ NPL tại cuối Q2/2024 đạt 3.7%, tương đương với mức đỉnh của Q3/2023. Thay vào đó, nợ nhóm 2 có sự cải thiện khi giảm xuống mức 4.5%, thấp nhất kể từ Q1/2023. Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) đạt 8.1% tại cuối Q2/2024, giảm đáng kể so với cùng kỳ (Q2/2023: 10.1%) và so với quý trước (9.2%).

Tín dụng trong 6T2024 được dẫn dắt bởi nhóm KHDN với chất lượng nợ đang được kiểm soát tốt. NPL nhóm KHDN đạt 0.5% tại cuối Q2/2024, giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước và 40 điểm cơ bản svck. Do đó, chúng tôi cho rằng nợ xấu gia tăng chủ yếu từ sự chuyển dịch nhóm nợ trong nhóm KHCN cùng với tốc độ TTTD thấp.

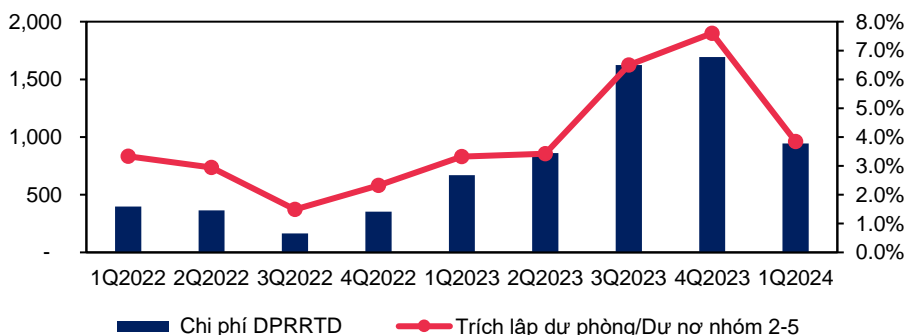
Hoạt động trích lập và xử lý nợ xấu là điểm tích cực trong năm 2023 cũng như 6T2024 trong bối cảnh TTTD chưa phải là ưu tiên khi mà nhu cầu tín dụng bán lẻ chưa thực sự phục hồi. Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ trong 6T2024 đạt 0.75%, cao hơn mức 0.64% trong 6T2023. Tuy tỷ lệ sử dụng trích lập/tổng trích lập đạt 69.4%, thấp hơn mức 82.2% của cùng kỳ nhưng chi phí trích lập sử dụng trong 6T2024 tăng 17.4% svck. Nhờ đó, thu nhập từ hoạt động xử lý nợ xấu trong 6T2024 đạt 499 tỷ đồng, tăng hơn 2.7 lần svck.

Dư nợ tái cơ cấu theo TT02 tại cuối Q2/2024 đạt 582 tỷ đồng, chiếm 0.2% tổng dư nợ và giảm đáng kể so với mức 819 tỷ đồng tại cuối năm 2023.

Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của VIB trong việc xử lý nợ xấu trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận được xếp sau nhằm đảm bảo cho triển vọng trong dài hạn. Tuy nhiên, chất lượng tài sản của VIB được dự báo sẽ chưa thể cải thiện ngay trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi cho rằng áp lực nợ xấu trong nửa cuối năm 2024 sẽ duy trì như nửa đầu năm khi tín dụng bán lẻ thấp dẫn tới hoạt động đảo nợ không diễn ra mạnh, đặc biệt ở nhóm KH vay mua nhà có thể khiến chất lượng tài sản của nhóm KH này xấu đi khi lượng giao dịch trên thị trường đang rất thấp và chưa có dấu hiệu phục hồi. Bên cạnh đó, ảnh hưởng từ việc nhảy nhóm nợ của KH trên CIC cũng không nhỏ đối với những ngân hàng cho vay bán lẻ khi các khoản vay tại những ngân hàng khác có quy mô lớn hơn và do đó rủi ro cũng cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng NPL của VIB sẽ được duy trì ở mức 3.6% tại cuối năm 2024 dù tăng trưởng tín dụng sẽ vượt trội so với đầu năm. Nợ nhóm 2 được dự báo sẽ giảm xuống mức 4.0% với kỳ vọng ngân hàng sẽ duy trì mức trích lập dự phòng cao như đã làm trong 6 quý gần nhất.

Tỷ lệ LLR tại cuối Q2/2024 đạt 48.1%, giảm đáng kể so với mức 55.3% cuối năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập trong cả năm 2024 đạt 5,819 tỷ đồng (+20.1% svck). Tốc độ trích lập giảm chủ yếu do nền cao của cùng kỳ năm 2023 khi chi phí trích lập nửa cuối 2023 tăng 2.2 lần so với nửa đầu năm. Tổng quan, chúng tôi kỳ vọng chi phí trích lập nửa cuối năm 2024 sẽ tăng 82.9% so với nửa đầu năm. LLR tại cuối năm 2024 đạt 44.1% với kỳ vọng tỷ lệ sử dụng trích lập trong năm 2024 đạt 98.0%.

Hình 11: Chi phí trích lập dự phòng và tỷ lệ trích lập/nợ dưới chuẩn của của VIB theo quý (tỷ đồng, %)



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Dự báo KQKD: LNST được dự báo giảm 9.7% trong năm 2024 và tăng mạnh 32.4% trong năm 2025.

Hình 12: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

Các tiêu chí KQKD	2023F	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	17,361	16,496	-5.0%	20,681	25.4%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	4,800	6,197	29.1%	7,491	20.9%	
Tổng thu nhập hoạt động	22,160	22,693	2.4%	28,173	24.1%	
Chi phí hoạt động	6,611	7,262	9.8%	8,734	20.3%	
LN trước dự phòng	15,550	15,431	-0.8%	19,439	26.0%	
Chi phí trích lập dự phòng	4,847	5,819	20.1%	6,628	13.9%	
LNST	8,562	7,693	-10.2%	10,254	33.3%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	14.2%	16.0%	177 đcb	19.3%	329 đcb	
Tăng trưởng huy động (YTD)	20.6%	12.5%	-810 đcb	15.3%	272 đcb	
NIM	4.7%	3.8%	-86 đcb	4.2%	36 đcb	
CIR	29.8%	32.0%	217 đcb	31.0%	-100 đcb	Tín dụng được thúc đẩy không chỉ giúp thu nhập lãi thuần gia tăng mà còn giúp các hoạt động thu ngoài lãi gia tăng như thu phí và xử lý nợ, từ đó giúp CIR cải thiện.
LDR	74.2%	75.2%	104 đcb	77.5%	228 đcb	
CASA	13.4%	12.7%	-70 đcb	11.9%	-82 đcb	CASA được dự báo sẽ không tăng trưởng cao như trong nửa đầu năm khi thanh khoản đang không quá dồi dào và lãi suất huy động có xu hướng nhích lên.
NPL	3.1%	3.6%	42 đcb	3.2%	-32 đcb	
LLR	51.0%	44.1%	-686 đcb	39.9%	-427 đcb	
ROE	24.3%	19.2%	-504 đcb	21.8%	258 đcb	KQKD được dự báo kém khả quan trong năm 2024 cũng khiến ROE của VIB sụt giảm mạnh và có lần đầu tiên dưới mức 20% kể từ năm 2018.
ROA	2.3%	1.8%	-51 đcb	2.0%	28 đcb	

Nguồn: VIB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 12 tháng đối với VIB xuống còn **20,800 đ/cp** (giảm 3.3% so với mức giá dự báo gần nhất) do (i) KQKD 6T2024 kém khả quan so với dự báo khiến chúng tôi giảm dự báo LNST đi 9.7% so với dự báo gần nhất; (ii) giảm P/B mục tiêu xuống 1.1x do nợ xấu chưa có dấu hiệu tạo đỉnh. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VIB dù triển vọng trong năm 2024 là tương đối kém khả quan vì:

- TTTD sau năm 2024 được dự báo đạt trung bình 20%/năm (mức tăng trưởng còn phụ thuộc vào phê duyệt của NHNN). Chúng tôi cho rằng năng lực nội tại của VIB hoàn toàn có thể vượt qua con số này khi nhu cầu tín dụng hồi phục được chứng minh qua con số CAGR 21.5%/năm trong 5 năm gần nhất.
- Tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng sẽ đạt mức kép trên 25%/năm trong 5 năm tiếp theo khi NIM được kỳ vọng sẽ duy trì trên mức 4.5%. Cơ cấu cho vay với tỷ lệ cho vay bán lẻ trên 80% giúp tỷ suất sinh lợi được thúc đẩy nhanh chóng khi tín dụng hồi phục và môi trường lãi suất huy động thuận lợi.
- ROE luôn nằm trong nhóm cao so với toàn ngành nhờ khả năng tối ưu hiệu quả hoạt động và sử dụng vốn giúp P/B của VIB luôn cao hơn so với các ngân hàng tương đương.

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VIB kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B:

- Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.1x lần cho áp dụng cho giá trị sổ sách trung bình cuối kỳ năm 2024 và 2025. Mức P/B này thấp hơn đáng kể so với toàn ngành (1.4x) do chất lượng tài sản vẫn đang có dấu hiệu suy giảm cùng với triển vọng tăng trưởng 2024 kém khả quan.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong cấu phần định giá đã được giảm xuống mức 72.3% trong lần định giá này cho thấy triển vọng lợi nhuận trong những năm tới của VIB sẽ khả quan hơn khi nhu cầu tín dụng bán lẻ hồi phục.

Rủi ro đầu tư

- Những áp lực về tỷ giá trong những quý tiếp theo có thể khiến lãi suất huy động tăng cao hơn dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng NHNN sẽ nâng nhẹ lãi suất điều hành nhằm ổn định tỷ giá. Điều này có thể khiến áp lực giảm NIM của VIB lớn hơn dự báo.
- Cho vay mua nhà vẫn có tỷ lệ lớn nhất trong cơ cấu cho vay của VIB, do đó việc thị trường BĐS, đặc biệt là thị trường sơ cấp, chưa hồi phục cũng là một thách thức cho việc TTTD của VIB trong nửa cuối năm.

Định giá

Hình 13: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05
Chi phí vốn cổ phần	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	(1,006)	33	1,624	3,099	3,968
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	(827)	28	1,334	2,546	3,260
VCSH đầu kỳ	37,939				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	6,341				
GTHT terminal value	8,163				
Giá trị VCSH cuối kỳ	52,443				
SLCP lưu hành (tr cp)	2,537				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	20,700				

Nguồn: MBS Research

Hình 14: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 14/08/2024)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
BID	47,050	268,206	2,521,053	11.7x	10.7x	2.1x	1.8x	18.8%	16.9%	1.0%	0.9%
VCB	88,000	491,840	1,905,639	14.8x	14.2x	2.7x	2.4x	19.5%	17.1%	1.8%	1.7%
CTG	31,800	170,766	2,161,429	8.4x	7.6x	1.3x	1.2x	15.9%	17.3%	1.0%	1.8%
MBB	23,400	124,168	988,605	5.8x	6.0x	1.2x	1.1x	22.6%	22.2%	2.3%	2.4%
VPB	18,000	142,811	864,392	11.8x	9.8x	1.1x	1.0x	9.1%	11.7%	1.4%	1.8%
TCB	21,200	149,354	908,307	7.0x	6.2x	1.1x	1.0x	16.2%	16.6%	2.5%	2.5%
ACB	23,550	105,190	769,679	6.4x	5.7x	1.4x	1.3x	22.9%	21.6%	2.3%	2.3%
STB	29,200	55,048	717,313	6.7x	6.5x	1.1x	1.0x	17.6%	16.2%	1.2%	1.2%
HDB	25,900	75,435	624,443	6.2x	5.7x	1.5x	1.3x	26.2%	23.3%	2.1%	1.9%
LPB	28,800	73,659	442,583	8.3x	8.9x	1.9x	1.7x	24.7%	21.6%	2.1%	2.0%
VIB	20,600	52,258	430,962	6.8x	6.8x	1.4x	1.2x	20.5%	23.4%	1.9%	2.2%
OCB	14,550	29,898	238,884	7.9x	6.1x	1.0x	0.9x	13.0%	15.9%	1.6%	1.9%
TPB	17,200	37,868	361,555	8.0x	7.0x	1.1x	1.0x	14.1%	14.5%	1.3%	1.5%
Trung bình loại trừ SOEs		84,569	634,672	7.5x	6.9x	1.3x	1.2x	18.7%	18.7%	1.9%	2.0%
<i>Trung bình</i>		<i>136,654</i>	<i>994,988</i>	<i>8.4x</i>	<i>7.8x</i>	<i>1.4x</i>	<i>1.3x</i>	<i>18.5%</i>	<i>18.3%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.8%</i>

Nguồn: Finpro, MBS Research

Hình 15: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	20,700	50%	10,350
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.1x)	20,900	50%	10,450
Giá mục tiêu			20,800

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	17,361	16,496	20,681	26,209	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	3,327	4,860	6,009	7,375	Tổng tài sản	19.6%	12.8%	16.6%	19.9%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	548	323	409	539	Cho vay	14.8%	15.8%	19.3%	20.7%
Lãi thuần từ CKKD	-	-	-	-	Chứng khoán	51.4%	-9.0%	19.3%	20.6%
Lãi thuần từ CKĐT	130	143	116	111	Tiền gửi KH	18.2%	15.1%	21.9%	20.9%
Lãi thuần từ HĐ khác	795	871	958	1,054	Giấy tờ có giá	-24.8%	54.8%	-0.6%	26.7%
Tổng thu nhập hoạt động	22,160	22,693	28,173	35,288	LNST	1.1%	-10.2%	33.3%	40.5%
Chi phí hoạt động	6,611	7,262	8,734	10,586					
Chi phí DPRRTD	4,847	5,819	6,628	6,703	An toàn vốn				
LNST	10,703	9,612	12,811	17,999	CAR	12.1%	12.0%	N/A	N/A
Chi phí thuế TNDN	2,141	1,919	2,558	3,593	VCSH/Tổng tài sản	9.3%	9.1%	9.6%	10.2%
LNST	8,562	7,693	10,254	14,406	Đòn bẩy tài chính	10.8	11.0	10.4	9.8
LN cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
LNST cho Ngân hàng	8,562	7,693	10,254	14,406	Chất lượng tài sản				
					Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	3.1%	3.6%	3.2%	2.9%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.6%	4.0%	3.5%	2.5%
Tiền và tương đương tiền	1,681	1,548	1,694	1,838	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	51.0%	44.1%	39.9%	43.8%
Tiền gửi tại NHNN	8,218	8,508	9,953	11,930					
Tiền gửi và cho vay các TCTD	68,198	81,994	85,204	99,753	Thanh khoản				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	-	-	-	-	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	74.2%	75.2%	77.5%	78.4%
Phái sinh và các CCTC khác	157	-	-	-	TS thanh khoản/TTS	97.9%	97.6%	97.6%	97.7%
Hoạt động mua nợ	16	-	-	-	TS thanh khoản/tiền gửi KH	169.6%	165.7%	158.6%	157.5%
Cho vay khách hàng	266,346	308,307	367,826	443,820					
Dự phòng cho vay	(4,271)	(4,852)	(4,754)	(5,640)	Khả năng sinh lợi				
Chứng khoán đầu tư	60,988	55,527	66,241	79,919	ROA	2.3%	1.8%	2.0%	2.4%
Đầu tư dài hạn khác	69	53	54	56	ROE	24.3%	19.2%	21.8%	24.5%
Tài sản cố định	756	814	891	985	NIM	4.7%	3.8%	4.2%	4.5%
BĐS đầu tư	3	12	12	14	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	78.3%	72.7%	73.4%	74.3%
Tài sản Có khác	7,720	10,433	11,943	13,929	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	29.8%	32.0%	31.0%	30.0%
TỔNG TÀI SẢN	409,881	462,343	539,063	646,604					
					Định giá				
Nợ NHNN, Chính phủ	-	-	-	-	EPS cơ bản (VND)	3,375	3,033	4,042	5,679
Tiền gửi, vay các TCTD khác	98,640	100,730	106,164	118,300	Giá trị sổ sách (VND)	14,955	16,608	20,473	25,899
Tiền gửi của khách hàng	236,577	272,242	331,762	401,017	P/E	6.2x	6.9x	5.1x	3.7x
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-	P/B	1.4x	1.1x	0.9x	0.7x
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	7	101	106	118					
Phát hành giấy tờ có giá	23,897	36,997	36,783	46,601					
Các khoản nợ khác	12,821	10,143	12,313	14,867					
NỢ PHẢI TRẢ	371,942	420,213	487,127	580,902					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	37,939	42,130	51,936	65,702					
Vốn điều lệ	25,368	29,681	34,133	39,253					
Thặng dư vốn cổ phần	2	2	2	2					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quỹ của TCTD	3,470	3,778	4,188	4,765					
LN chưa phân phối	9,099	8,670	13,613	21,683					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	-	-	-					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	409,881	462,343	539,063	646,604					

Nguồn: BCTC VIB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Ngô Quốc Hưng
Nguyễn Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Nguyễn Đức Hải

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Nguyễn Minh Trí
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền