

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ23,600 (từ VNĐ25,800)

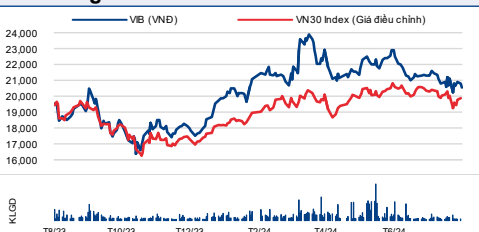
Tiềm năng tăng/giảm: 14.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/8/2024) 20,550

Mã Bloomberg	VIB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,379-23,892
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	20,750
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	51,975
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,069
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	518
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	4.99%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.5%
Tỷ lệ freefloat	50.7%
Cổ đông lớn	Ngân hàng CBA (20.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.52)	(3.75)	5.93
So với chỉ số	(1.00)	(3.46)	3.60
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,085	3,500	(11.9)
2025F	3,956	4,378	(9.6)
2026F	5,125	5,662	(9.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VIB là một ngân hàng bán lẻ tầm trung tại Việt Nam, tập trung vào các lĩnh vực cho vay mua nhà và mua ô tô. Ngoài ra ngân hàng còn là một tên tuổi lớn trong thị trường bancassurance với thị phần lớn khoảng 15%.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Hồi phục chậm; giảm giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VIB nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 23.600đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 19% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng trung bình 3 năm đạt 15,2% và hệ số ROE bình quân là 21,3%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần, cao hơn 6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,16 lần, cao hơn 11% bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2024 và triển vọng của Ngân hàng

LNTT Q2/2024 của VIB đạt 2.103 tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ do thu nhập lãi thuần giảm 10% so với cùng kỳ và chi phí dự phóng tăng 31% so với cùng kỳ. Tính chung 6 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 4.605 tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ), chỉ hoàn thành 36% dự báo cả năm của chúng tôi.

Thời gian tới, tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ chưa thể hồi phục trong ngắn hạn do Ngân hàng sẽ đẩy mạnh phân khúc khách hàng DNNVV và doanh nghiệp lớn cùng những chính sách giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng cá nhân. Trong khi đó, chi phí tín dụng nhiều khả năng vẫn ở mức cao do cơ cấu các khoản vay mua nhà và mua ô tô (vẫn đóng góp chính trong danh mục cho vay của VIB) chưa hồi phục hoàn toàn.

Tác động: HSC giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 19% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ nhưng vẫn giữ nguyên giá định chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, EPS dự phóng giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn 10% so với dự báo của thị trường, điều này có thể do chúng tôi thận trọng hơn về tiềm năng lợi nhuận đến từ tổng thu nhập hoạt động. Theo đó, LNTT tăng trưởng trung bình 3 năm dự báo đạt 15,2% (so với tăng trưởng bình quân của các NHTM trong danh sách khuyến nghị là 19,6%) và hệ số ROE bình quân là 21,3% (so với 18,2%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Trong khi đó, thặng dư định giá của VIB so với nhóm NHTM tư nhân đã thu hẹp xuống 6% (từ 20% trong Q1/2024) do lợi nhuận và tỷ lệ nợ xấu gần đây tương đối kém tích cực. Chúng tôi nhận thấy Ngân hàng có triển vọng cải thiện nhờ chiến lược đa dạng hóa vẫn đang trong giai đoạn đầu và chưa thể hiệu quả. Ngoài ra, khả năng tiếp cận hạn chế của NĐT NN do trần sở hữu nước ngoài là 4,99% cũng cản trở việc gia tăng định giá.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VIB nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 23.600đ chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,16 lần, cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,963	17,361	17,599 ▼	20,637 ▼	24,429 ▼
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	11,861	15,550	14,416 ▼	16,990 ▼	20,475 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	8,469	8,562	7,925 ▼	10,136 ▼	13,102 ▼
EPS (đồng)	3,348	3,375	3,124 ▼	3,995 ▼	5,165 ▼
DPS (đồng)	-	1,500	800 ▼	1,000	1,000
BVPS (đồng)	12,910	14,954	17,218	20,134 ▼	24,195 ▼
P/E (lần)	6.14	6.09	6.58	5.14	3.98
Lợi suất cổ tức (%)	-	7.30	3.89	4.87	4.87
P/B (lần)	1.59	1.37	1.19	1.02	0.85
Tăng trưởng EPS (%)	31.4	0.80	(7.44)	27.9	29.3
ROAE (%)	29.7	24.3	19.4	21.4	23.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá mặc dù lợi nhuận hồi phục chậm lại

Theo phân tích của chúng tôi, tỷ lệ NIM của VIB nhiều khả năng sẽ chưa thể hồi phục trong ngắn hạn do chiến lược chuyển hướng sang phân khúc DNNVV & doanh nghiệp lớn cùng việc áp dụng các chính sách giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng cá nhân. Ngoài ra, chi phí tín dụng vẫn ở mức cao do các khoản vay mua nhà & mua ô tô (vẫn đóng góp chính vào danh mục cho vay của VIB) vẫn chưa hồi phục hoàn toàn. Do đó, HSC giảm bình quân 19% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ. Sau khi điều chỉnh, LNTT được dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình 3 năm đạt 15,2%, thấp hơn bình quân ngành ở mức 19,6%. Trong khi đó, hệ số ROE bình quân 3 năm là 21,3%, cao hơn bình quân ngành ở mức 18,2%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 15% so với giá mục tiêu mới.

KQKD 6 tháng đầu năm 2024: Hồi phục chậm do tỷ lệ NIM sụt giảm

LNTT Q2/2024 của VIB đạt 2.103 tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ, chủ yếu do thu nhập lãi thuần giảm 10% so với cùng kỳ và chi phí dự phòng tăng 31% so với cùng kỳ. Tính chung 6 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 4.605 tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ), chỉ hoàn thành 36% dự báo cả năm và thấp hơn dự báo 6 tháng trước đó của chúng tôi.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q2/2024, VIB

Ngân hàng chỉ hoàn thành 36% dự báo cả năm ban đầu của HSC

Tỷ đồng	Q2/2023	Q2/2024	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% dự báo 2024 của HSC
Thu nhập lãi thuần	4,402	3,946	-10%	8,706	7,981	-8%	40%
Thu nhập ngoài lãi	962	1,094	14%	1,588	2,376	50%	49%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	786	742	-6%	1,405	1,495	6%	35%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	10	26	162%	-18	315		210%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	-4	24	-709%	-14	37	-359%	62%
Thu nhập khác	170	302	77%	215	528	145%	151%
Cổ tức	-	0		-	0		12%
Tổng thu nhập HĐ	5,364	5,039	-6%	10,294	10,358	1%	42%
Chi phí HĐ	-1,556	-1,806	16%	-3,123	-3,677	18%	48%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,808	3,233	-15%	7,170	6,680	-7%	39%
Chi phí dự phòng	-860	-1,130	31%	-1,528	-2,075	36%	46%
LNTT	2,948	2,103	-29%	5,642	4,605	-18%	36%
Lợi nhuận thuần	2,358	1,683	-29%	4,514	3,684	-18%	36%

Nguồn: VIB, HSC

Tín dụng tăng trưởng tốt trong Q2/2024

Tổng dư nợ tín dụng Q2/2024 tăng 4,7% kể từ đầu năm (tăng 4,2% so với quý trước) đạt 279 nghìn tỷ đồng, nhờ cho vay khách hàng doanh nghiệp tăng 20% so với cùng kỳ đạt 54 nghìn tỷ đồng trong khi cho vay khách hàng cá nhân chỉ tăng 1% kể từ đầu năm lên 224 nghìn tỷ đồng. Phân khúc khách hàng cá nhân hiện chỉ đóng góp 80% tổng dư nợ tín dụng tại thời điểm cuối Q2/2024 từ mức đỉnh 90% trong năm 2021. Việc mở rộng sang phân khúc ngoài khách hàng cá nhân sẽ diễn ra trong một vài quý, từ đó có thể giúp danh mục cho vay ổn định hơn nhưng cũng làm giảm tỷ lệ NIM.

Về mặt huy động, tiền gửi khách hàng tăng 4,7% kể từ đầu năm (tăng 5,7% so với quý trước) đạt 247 nghìn tỷ đồng, trong khi giấy tờ có giá giảm 33% kể từ đầu năm xuống 16 nghìn tỷ đồng và vay liên ngân hàng tăng 18,9% kể từ đầu năm (tăng 10,8% so với quý trước) lên 117 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn tăng lên 14,9% từ 13,4% tại thời điểm cuối Q1/2024.

Tỷ lệ NIM vẫn ở mức thấp

Tỷ lệ NIM Q2/2024 giảm 11 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 113 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 3,92% do lãi suất cho vay giảm 13 điểm cơ bản so với quý trước

(giảm 318 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 7,53% nhưng chi phí huy động gần như đi ngang so với quý trước (giảm 211 điểm cơ bản so với cùng kỳ) ở mức 4%.

Tỷ lệ NIM của VIB sụt giảm mạnh hơn dự báo của chúng tôi do (1) chiến lược đa dạng hóa từ tập trung vào khách hàng cá nhân sang phân khúc DNNVV và (2) VIB có vẻ đã giảm một phần lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng cá nhân.

Thu nhập ngoài lãi tăng vững chắc nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu

Thu nhập ngoài lãi Q2/2024 tăng 14% so với cùng kỳ đạt 1.094 tỷ đồng nhờ thu nhập khác tăng mạnh 77% so với cùng kỳ đạt 302 tỷ đồng trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 6% so với cùng kỳ xuống 742 tỷ đồng.

Trong năm 2024, VIB đã đẩy mạnh bán tài sản đảm bảo, chủ yếu là BĐS và ô tô, của các khoản nợ xấu để hoàn nhập một phần các khoản vay. HSC tin rằng khoản thu nhập này sẽ ổn định trong 6 tháng cuối năm 2024.

Chất lượng tài sản vẫn là lo ngại chính

Tỷ lệ nợ xấu của VIB đi ngang so với quý trước ở mức 3,65%, so với 3,6% tại thời điểm cuối Q1/2024. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống 4,45% từ 5,65% tại thời điểm cuối Q1/2024. Hệ số LLR gần như đi ngang so với quý trước ở mức 48%.

Chi phí dự phòng tăng 31% so với cùng kỳ lên 1.130 tỷ đồng trong Q2/2024, tương đương 1,71% dư nợ tín dụng, giảm từ 1,49% trong Q1/2024.

Bảng 2: Cơ cấu tổng tín dụng, VIB

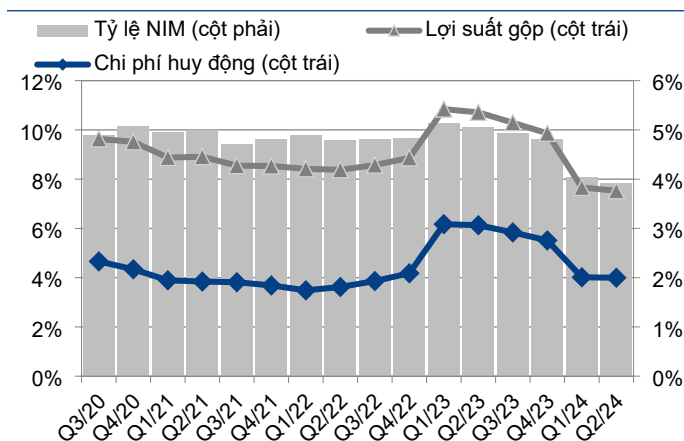
Cho vay kinh doanh và cho vay khác tăng trong khi cho vay mua nhà chỉ tăng 8% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2024 & cho vay mua ô tô giảm

Tỷ đồng	2021	2022	2023	6T2024
Hệ kinh doanh & cá nhân	177,519	203,356	221,174	227,588
- Mua nhà	85,000	109,724	118,409	120,575
- Mua ô tô	45,000	41,481	33,320	29,575
- Cho vay kinh doanh & cho vay khác	47,519	52,151	69,445	77,438
Doanh nghiệp	21,521	23,994	40,637	42,308
FDI	756	862	905	2,959
Doanh nghiệp Nhà nước	4,468	3,732	5,206	6,050
Tổng	201,517	231,944	266,345	278,906
Tăng trưởng	18.9%	15.1%	14.8%	4.9%

Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM hàng quý, VIB

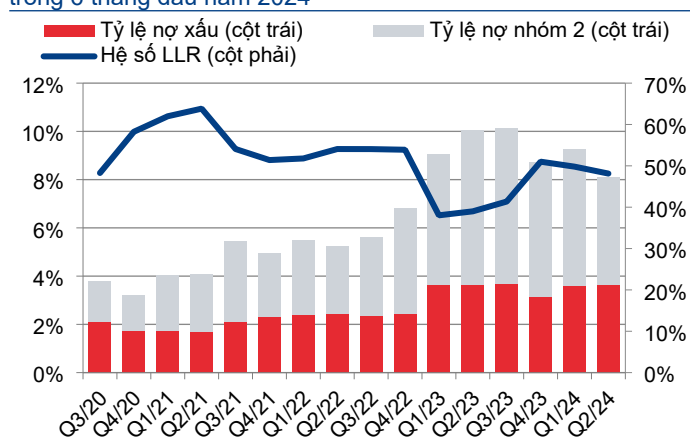
Tỷ lệ NIM giảm từ mức đỉnh 5% xuống còn khoảng 4%...



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 4: Các chỉ số chất lượng tài sản, VIB

...trong khi tỷ lệ nợ xấu & nợ nhóm 2 có xu hướng dừng tăng trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VIB, HSC

Dự báo mới: Giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận

Do KQKD 6 tháng đầu năm 2024 của VIB thấp hơn dự báo, HSC giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Theo đó, lợi nhuận của VIB dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 3 năm 15,2%.

Những điều chỉnh chính như sau:

- **Tăng trưởng cho vay:** HSC duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn 2024-2026 đạt lần lượt 15%, 16% và 16%. Tăng trưởng tín dụng hồi phục trong Q2/2024 và chúng tôi tin rằng đà hồi phục sẽ tiếp diễn trong những quý tiếp theo nhờ sự hồi phục của nhu cầu vay mua nhà và việc mở rộng phân khúc DNNVV.
- **Tỷ lệ NIM:** HSC hạ dự báo tỷ lệ NIM trong giai đoạn 2024-2026 xuống lần lượt 4,14%, 4,2% và 4,29% (từ lần lượt 4,71%, 4,7% và 4,67%).
Tỷ lệ NIM có thể sẽ giảm xuống do chiến lược tập trung vào phân khúc DNNVV cũng như cách tiếp cận mềm mỏng hơn cho phân khúc khách hàng cá nhân. Trong dài hạn, HSC tin rằng tỷ lệ NIM có thể hồi phục lên khoảng 4,5%, mức tốt cho một ngân hàng, khi nhu cầu vay mua nhà & mua ô tô hồi phục hoàn toàn.
- **Lãi thuần HĐ dịch vụ:** HSC giảm bình quân 21% dự báo trong giai đoạn 2024-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập từ phí giao dịch và hoa hồng bancassurance. Chúng tôi nhận thấy hoa hồng bancassurance nhiều khả năng sẽ chưa thể hồi phục trong ngắn hạn do hoạt động bán chéo thông qua việc mở rộng tín dụng đã bị hạn chế một phần.

Bảng 5: Các giả định chủ chốt, VIB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng tín dụng & nâng giả định chi phí tín dụng trong giai đoạn 2024-2026

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Tăng trưởng cho vay	14.8%	15.0%	16.0%	16.0%	15.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	18.2%	18.0%	18.0%	16.0%	18.0%	18.0%	16.0%
Tỷ lệ NIM	4.82%	4.71%	4.70%	4.67%	4.14%	4.20%	4.29%
Tỷ lệ nợ xấu	3.14%	2.60%	2.20%	1.80%	2.60%	2.20%	1.80%
Chi phí tín dụng	1.95%	1.57%	1.31%	1.07%	1.57%	1.31%	1.07%
Nợ xấu mới hình thành	2.36%	1.37%	1.06%	0.80%	1.37%	1.06%	0.80%

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VIB

HSC giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026 do giả định thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ giảm

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	17,361	20,011	23,092	26,578	17,599	20,637	24,429
Tăng trưởng	16.0%	15.3%	15.4%	15.1%	1.4%	17.3%	18.4%
Điều chỉnh					-12.1%	-10.6%	-8.1%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,327	4,330	5,478	6,799	3,448	4,268	5,356
Tăng trưởng	4.3%	30.2%	26.5%	24.1%	3.6%	23.8%	25.5%
Điều chỉnh					-20.4%	-22.1%	-21.2%
Thu nhập ngoài lãi	4,800	4,893	6,066	7,413	4,461	5,207	6,119
Tăng trưởng	55.1%	1.9%	24.0%	22.2%	-7.1%	16.7%	17.5%
Điều chỉnh					-8.8%	-14.2%	-17.5%
Tổng thu nhập HĐ	22,160	24,904	29,158	33,991	22,060	25,843	30,547
Tăng trưởng	22.7%	12.4%	17.1%	16.6%	-0.5%	17.1%	18.2%
Điều chỉnh					-11.4%	-11.4%	-10.1%
Chi phí HĐ	(6,611)	(7,731)	(9,059)	(10,434)	(7,644)	(8,853)	(10,073)
Tăng trưởng	6.7%	16.9%	17.2%	15.2%	15.6%	15.8%	13.8%
Điều chỉnh					-1.1%	-2.3%	-3.5%
Chi phí trích lập	(4,847)	(4,510)	(4,321)	(4,097)	(4,510)	(4,321)	(4,097)
Tăng trưởng	278.8%	-7.0%	-4.2%	-5.2%	-7.0%	-4.2%	-5.2%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
LNTT	10,703	12,664	15,779	19,460	9,907	12,670	16,377
Tăng trưởng	1.2%	18.3%	24.6%	23.3%	-7.4%	27.9%	29.3%
Điều chỉnh					-21.8%	-19.7%	-15.8%
Lợi nhuận thuần	8,562	10,131	12,623	15,568	7,925	10,136	13,102
Tăng trưởng	1.1%	18.3%	24.6%	23.3%	-7.4%	27.9%	29.3%
Điều chỉnh					-21.8%	-19.7%	-15.8%

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Lãi thuần HĐ dịch vụ giai đoạn 2023-2026 được dự báo tăng trưởng trung bình 17,2% (giảm từ 26,9% trước đó) nhờ thu nhập từ phí giao dịch (tăng trưởng bình quân 19%) trong khi hoa hồng bancassurance sẽ chỉ tăng trưởng bình quân 5% (giảm 20% so với cùng kỳ trong năm 2024, tăng trưởng lần lượt 15% và 25% trong năm 2025-2026).

- **Tỷ lệ nợ xấu:** HSC giữ nguyên giả định tỷ lệ nợ xấu trong giai đoạn 2024-2026 lần lượt ở mức 2,6%, 2,2% và 1,8%. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm VIB sẽ cần thêm một vài năm để nâng cao chất lượng tài sản.
- **Chi phí dự phòng:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo chi phí dự phòng giai đoạn 2024-2026. Chi phí tín dụng sẽ lần lượt là 1,57%, 1,31% và 1,07% trong giai đoạn này. Chi phí tín dụng sau khi đạt đỉnh vào năm 2023 (1,95%) dự kiến sẽ trở lại bình thường nhờ nhu cầu tín dụng tăng và mức độ rủi ro khách hàng giảm
- **Cổ tức:** HSC giả định VIB sẽ chi trả cổ tức tiền mặt 800đ/cp cho giai đoạn 2024-2026. Lợi suất cổ tức tại thị giá hiện tại là khoảng 4%, mức tốt cho cổ phiếu VIB.

Từ đó, HSC nhận thấy tỷ lệ NIM, lãi thuần HĐ dịch vụ và chất lượng tài sản của VIB sẽ cần thêm thời gian để hồi phục; điều này sẽ tác động lên lợi nhuận chung của Ngân hàng. Theo dự báo mới, chúng tôi hạ giả định hệ số ROE bình quân giai đoạn 2024-2026 xuống 21,3% từ 24,9% trong dự báo trước đó, không còn vượt trội so với so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (18,1%) như trước đó.

Những thông tin chính về chiến lược chuyển dịch của VIB

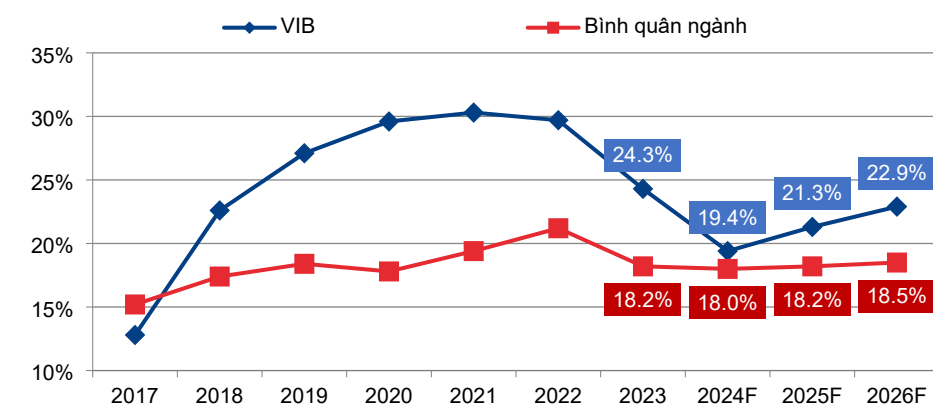
VIB đã chuyển hướng từ tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân sang phân khúc DNNVV/doanh nghiệp lớn để cân bằng giữa lợi nhuận và chất lượng tài sản, điều mà một NHTM tư nhân tốt như ACB đã đạt được. Sự chuyển dịch này sẽ khó khăn và cần thời gian dài để hoàn thành. Tính đến hiện tại, tỷ lệ NIM đã giảm đáng kể trong khi tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao do dư nợ cho vay khách hàng cá nhân (vẫn đóng góp chính vào danh mục cho vay của VIB) gặp sức ép do tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn.

Từ đó, hệ số ROE năm 2024 của VIB sẽ giảm xuống 19,6% và không còn vượt trội so với bình quân ngành (18%), phản ánh thị trường nhà ở vẫn yếu. Thời gian tới, HSC nhận thấy hệ số ROE của VIB sẽ hồi phục lên 22,9% trong năm 2026 (so với bình quân ngành ở mức 18,5%) nhờ nhu cầu tín dụng hồi phục ở phân khúc khách hàng cá nhân và cho vay mua nhà.

HSC vẫn chờ đợi sự hiệu quả từ chiến lược mở rộng danh mục cho vay sang phân khúc DNNVV/doanh nghiệp lớn trong việc giảm lãi suất cho vay và tỷ lệ nợ xấu, từ đó giúp tăng trưởng của Ngân hàng trở nên bền vững hơn.

Biểu đồ 7: So sánh ROE, VIB so sánh với các NHTM tư nhân khác

Hệ số ROE của VIB trong giai đoạn 2024-2026 sẽ không cao như trước, phản ánh chiến lược phát triển thận trọng hơn của Ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VIB nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 23.600đ chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận. VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và chỉ cao hơn 6% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân (so với cao hơn 20% trong Q1/2024). Ngoài ra, chiến lược đa dạng hóa của Ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn đầu và chưa thể hiện đầy đủ sự hiệu quả. Bên cạnh đó, khả năng tiếp cận hạn chế của NĐT NN do trần sở hữu nước ngoài là 4,99% cũng cản trở việc gia tăng định giá. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,16 lần, cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 23.600đ sau khi giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Những giả định chính bao gồm phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh (9,5%) và beta (1,3) được giữ nguyên. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VIB, tiềm năng tăng giá 15% so với giá mục tiêu mới.

Bảng 8: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, VIB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Thu nhập thuần	7,925	10,136	13,102	12,313	12,118	12,482
- Chi phí vốn CSH	6,383	7,349	8,593	9,960	11,327	11,667
Lợi nhuận thặng dư	1,543	2,787	4,509	2,353	791	815
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						5,894
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.17	1.36	1.59	1.86	1.00
Giá trị hiện tại	1,543	2,385	3,303	1,476	3,589	1,543
Giá mục tiêu cuối kỳ	22,065	23,620				
Giá mục tiêu giữa năm 2025	23,575					

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro & phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, VIB

Đồng		Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	27,131	25,518	24,055	22,721	21,500
	3.5%	26,867	25,266	23,814	22,490	21,278
	4.0%	26,606	25,017	23,575	22,261	21,057
	4.5%	26,347	24,769	23,338	22,033	20,838
	5.0%	26,089	24,523	23,103	21,807	20,620

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu VIB đã giảm 4% trong khi giá cổ phiếu nhóm NHTM tư nhân giảm bình quân 5%. Từ đó, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần, thấp hơn 0,3 lần so với bình quân quá khứ.

Trong khi đó, thặng dư định giá của VIB so với nhóm NHTM tư nhân đã thu hẹp do lợi nhuận suy yếu và tỷ lệ nợ xấu cao trong thời gian dài. Ngoài ra, chiến lược đa dạng hóa của Ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn đầu và chưa thể hiện đầy đủ sự hiệu quả. Ngoài ra, khả năng tiếp cận hạn chế của NĐT NN do trần sở hữu nước ngoài là 4,99% cũng cản trở việc gia tăng định giá.

Mặc dù phải đối mặt với nhiều thách thức, chúng tôi tin rằng triển vọng dài hạn của VIB vẫn tích cực. Tại giá mục tiêu điều chỉnh, P/B dự phóng năm 2025 là 1,16 lần, cao hơn 11% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,04 lần. Mức thặng dư định giá này đã giảm mạnh từ 20% trong quá khứ.

Biểu đồ 10: P/B trượt dự phóng 1 năm, VIB

P/B trượt dự phóng 1 năm của VIB đã điều chỉnh về mức 1,06 lần từ mức đỉnh là 3,06 lần...



Nguồn: VIB, HSC dự báo

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VIB

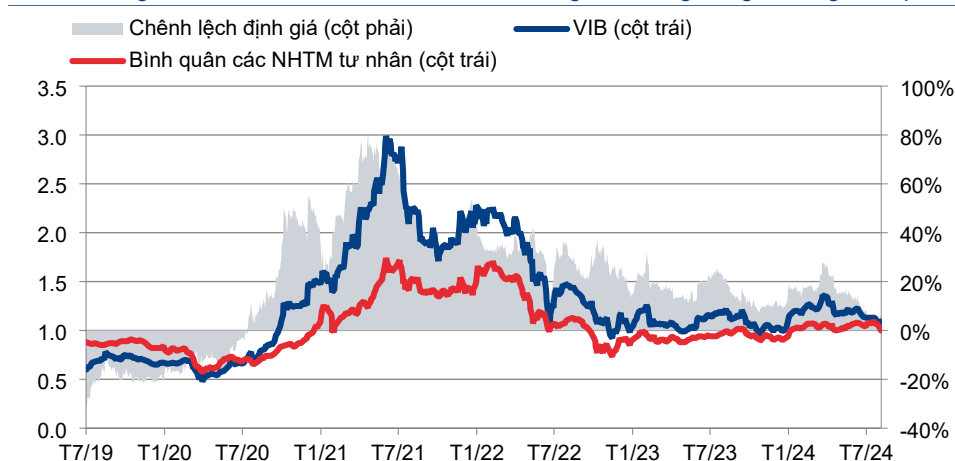
Cổ phiếu đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 0,32 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,3 lần



Nguồn: VIB, HSC dự báo

Biểu đồ 12: P/B trượt dự phóng 1 năm quá khứ của VIB so với bình quân các NHTM tư nhân khác

Chênh lệch giữa VIB và các NHTM tư nhân khác đã giảm xuống trong 6 tháng vừa qua



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC dự báo

Bảng 13: So sánh các ngân hàng Việt Nam

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)
				2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	
ACB	23,450	Mua vào	30,435	1.24	1.06	24.8	22.7	21.3	9.6	11.1	1.61
BID	46,650	Tăng tỷ trọng	52,800	1.86	1.56	18.9	18.8	18.5	18.1	20.4	2.11
CTG	31,100	Mua vào	41,000	1.16	0.97	17.1	16.6	19.6	15.0	41.5	1.52
HDB	25,350	Tăng tỷ trọng	27,700	1.31	1.09	24.2	23.6	22.3	10.7	16.9	1.43
LPB	28,350	Bán ra	16,500	1.84	1.60	19.2	15.4	15.3	0.2	14.7	1.07
MBB	23,300	Mua vào	27,900	1.10	0.93	24.0	20.9	19.8	7.2	11.7	1.31
MSB	14,000	Mua vào	18,200	0.77	0.66	16.0	16.0	14.1	16.8	1.8	1.00
OCB	14,350	Tăng tỷ trọng	17,100	0.89	0.77	12.3	14.4	14.0	34.8	12.8	1.06
STB	28,350	Mua vào	37,200	0.98	0.80	18.3	18.6	21.1	12.2	40.2	1.28
TCB	21,100	Mua vào	28,250	1.01	0.88	14.8	16.3	16.8	27.2	18.2	1.35
TPB	17,050	Tăng tỷ trọng	20,400	1.00	0.87	13.7	17.1	19.0	32.3	25.8	1.20
VCB	87,600	Mua vào	106,500	2.47	1.92	21.8	19.8	18.1	8.6	13.8	3.00
VIB	20,750	Tăng tỷ trọng	23,600	1.21	1.02	24.3	19.4	21.3	(7.3)	27.9	1.37
VPB	17,850	Mua vào	23,000	0.99	0.91	8.4	11.0	12.3	40.3	20.7	1.27
Bình quân ngành				1.27	1.08	18.4	17.9	18.1	16.2	19.8	1.47
Bình quân các NHTM có vốn Nhà nước				1.83	1.48	19.3	18.4	18.7	13.9	25.2	2.21
Bình quân các NHTM tư nhân				1.12	0.96	18.2	17.8	18.0	16.8	18.3	1.27

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 12/8.

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	27,509	35,568	32,318	38,995	46,890
Chi phí lãi	(12,547)	(18,207)	(14,719)	(18,358)	(22,461)
Thu nhập lãi thuần	14,963	17,361	17,599	20,637	24,429
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,188	3,327	3,448	4,268	5,356
Lãi thuần HĐ KDNH	(275)	548	150	175	200
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(176)	130	60.0	60.0	60.0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	2.90	3.35	3.35	3.35	3.35
Thu nhập khác	355	792	800	700	500
Tổng thu nhập HĐ	18,058	22,160	22,060	25,843	30,547
Chi phí HĐ	(6,197)	(6,611)	(7,644)	(8,853)	(10,073)
LN trước dự phòng	11,861	15,550	14,416	16,990	20,475
Chi phí dự phòng	(1,280)	(4,847)	(4,510)	(4,321)	(4,097)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10,581	10,703	9,907	12,670	16,377
Chi phí thuế TNDN	(2,112)	(2,141)	(1,981)	(2,534)	(3,275)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	8,469	8,562	7,925	10,136	13,102
EPS (đồng)	3,348	3,375	3,124	3,995	5,165
DPS (đồng)	-	1,500	800	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,529	2,537	2,537	2,537	2,537
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,529	2,537	2,537	2,537	2,537
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,529	2,537	2,537	2,537	2,537

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,618	1,681	2,658	2,519	2,246
Tiền gửi tại NHNN	10,063	8,218	10,887	9,223	7,642
Tiền gửi tại các TCTD khác	51,900	68,198	78,427	94,113	107,759
Chứng khoán kinh doanh	103	16.4	16.4	16.4	16.4
Các công cụ tài chính phái sinh	21.0	157	157	157	157
Số dư cho vay thuần	228,879	262,074	303,157	351,758	408,225
Tổng dư nợ cho vay	231,944	266,346	306,328	355,340	412,194
Dự phòng rủi ro	(3,065)	(4,271)	(3,170)	(3,582)	(3,970)
Chứng khoán đầu tư	40,279	60,988	69,398	79,102	90,189
CK đầu tư sẵn sàng để bán	40,250	60,956	69,450	79,154	90,241
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4
Dự phòng rủi ro	(14.0)	(10.3)	(94.3)	(94.3)	(94.3)
Đầu tư dài hạn	69.5	69.5	69.5	69.5	69.5
Tài sản cố định	702	756	794	834	875
Tài sản khác	9,435	7,720	6,176	6,485	6,485
Tổng tài sản	343,069	409,878	471,741	544,276	623,664
Nợ phải trả	310,418	371,942	428,062	493,201	562,286
Tiền gửi của NHNN	0	0	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	71,166	98,640	108,504	119,354	131,289
Tổng tiền gửi KH	200,124	236,577	279,161	329,410	382,116
Trái phiếu và CCTG	31,775	23,897	26,287	28,915	31,807
Nợ khác	7,345	12,821	14,103	15,513	17,064
Vốn chủ sở hữu	32,651	37,936	43,679	51,075	61,378
Vốn điều lệ	21,077	25,368	25,368	25,368	25,368
Thặng dư vốn cổ phần	1.54	1.63	1.63	1.63	1.63
Lợi nhuận giữ lại	9,055	9,099	13,642	19,518	27,856
Quỹ & vốn khác của CSH	2,518	3,470	4,667	6,187	8,153
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	343,069	409,878	471,741	544,276	623,664
BVPS (đồng)	12,910	14,954	17,218	20,134	24,195

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	10.8	19.5	15.1	15.4	14.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.1	14.8	15.0	16.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	15.3	18.2	18.0	18.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	7.43	12.3	17.3	17.3	15.5
Tăng trưởng VCSH (%)	34.4	16.2	15.1	16.9	20.2
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	26.6	16.0	1.37	17.3	18.4
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	17.3	6.67	15.6	15.8	13.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	23.4	31.1	(7.29)	17.9	20.5
Tăng trưởng LNTT (%)	32.1	1.15	(7.44)	27.9	29.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	32.1	1.11	(7.44)	27.9	29.3
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.53	5.89	5.00	5.09	5.23
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.90)	(1.76)	(1.73)	(1.74)	(1.72)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	91.7	95.6	96.4	96.7	97.5
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.74	2.03	1.93	2.15	2.42
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	49.0	48.5	44.0	55.2	70.0
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.14	6.09	6.58	5.14	3.98
P/B (lần)	1.59	1.37	1.19	1.02	0.85
Lợi suất cổ tức (%)	-	7.30	3.89	4.87	4.87

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	46.9	38.6	35.9	39.2	42.9
ROAA (%)	2.60	2.27	1.80	2.00	2.24
ROAE (%)	29.7	24.3	19.4	21.4	23.3
Chi phí huy động BQ (%)	4.30	5.50	3.81	4.12	4.39
Lợi suất góp BQ (%)	9.19	9.88	7.61	7.93	8.23
Lợi suất thuần (%)	4.89	4.39	3.80	3.82	3.84
Tỷ lệ NIM (%)	5.00	4.82	4.14	4.20	4.29
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	17.7	15.0	15.6	16.5	17.5
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	82.9	78.3	79.8	79.9	80.0
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	17.1	21.7	20.2	20.1	20.0
Tỷ lệ CIR (%)	34.3	29.8	34.6	34.3	33.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	44.4	25.6	25.0	19.4
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.6	12.2	12.2	12.4	12.9
VCSH/Tổng TS (%)	9.52	9.26	9.26	9.38	9.84
Đòn bẩy vốn (lần)	10.5	10.8	10.8	10.7	10.2
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.45	3.14	2.60	2.20	1.80
Hệ số LLR (%)	53.9	51.0	39.8	45.8	53.5
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	116	113	110	108	108
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	23.5	27.5	26.2	25.0	24.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.6	65.0	64.9	65.3	66.1
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	173	176	180	184	187
Số lượng nhân viên	10,390	10,909	11,455	12,027	12,629

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn