

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ22,100 (từ VNĐ20,171)

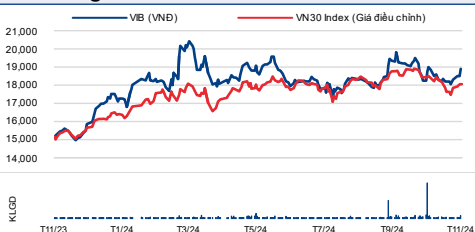
Tiềm năng tăng/giảm: 16.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024) 19,000

Mã Bloomberg	VIB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,967-20,420
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,690
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	56,603
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,231
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,979
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	610
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	1.33	3.83	25.3
So với chỉ số	4.00	5.83	5.21
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,378	2,539	(6.3)
2025F	2,954	3,129	(5.6)
2026F	3,707	4,269	(13.2)

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

Trưởng phòng, 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

Đang ở vùng giá trị; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VIB nhưng tăng 10% giá mục tiêu lên 22.100đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và nâng giả định phân bù rủi ro vốn CSH.
- Chúng tôi giảm bình quân 12%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng giả định chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 8,8% trong năm tới và hệ số ROE sẽ đạt 20% vào năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 1 tháng qua, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 16% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,34 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và triển vọng

VIB công bố KQKD Q3 kém tích cực với LNTT đạt 1.998 tỷ đồng, giảm 26% so với cùng kỳ và giảm 5% so với quý trước, do thu nhập lãi thuần (giảm 6% so với cùng kỳ) & thu nhập ngoài lãi (giảm 49% so với cùng kỳ) sụt giảm trong khi chi phí dự phòng cũng giảm 29% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 6.603 tỷ đồng (giảm 21% so với cùng kỳ), bằng 67% dự báo cả năm và thấp hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của VIB thấp hơn dự báo của chúng tôi do lãi thuần HĐ dịch vụ; chất lượng tài sản của Ngân hàng vẫn chịu ảnh hưởng từ những khó khăn trước đó trên thị trường BĐS. Về mặt tích cực, tỷ lệ NIM có vẻ đã đạt điểm cân bằng (4,2-4,3%) sau khi Ngân hàng chuyển hướng đáng kể sang cho vay phân khúc khách hàng doanh nghiệp.

Tác động: Giảm bình quân 12%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 12%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng giả định chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 8,8% trong 3 năm tới và hệ số ROE sẽ đạt 20% vào năm 2026.

Dự báo của chúng tôi thấp hơn so với thị trường dự báo chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng chi phí tín dụng của VIB (cao hơn so với dự báo của thị trường).

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VIB đã tăng 1% trong 1 tháng qua trong khi giá cổ phiếu các NHTM tư nhân khác giảm bình quân 3%. Từ đó, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần (thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. Định giá của VIB dao động trong biên độ hẹp (khoảng 1,2 lần) kể từ cuối năm 2022 do tăng trưởng LNTT của VIB tăng trưởng khiêm tốn (đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023 và giảm 16% so với cùng kỳ trong năm 2024) và tỷ lệ nợ xấu cao trong thời gian dài. Thời gian tới, chúng tôi cho rằng VIB sẽ cần có mức tăng trưởng cao bền vững và giảm tỷ lệ nợ xấu để được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Kể từ khi cổ đông chiến lược CBA thoái vốn, cổ phiếu VIB có thêm room để tìm nhà đầu tư dài hạn mới (thông qua phát hành riêng lẻ) và có thể cả nhà đầu tư tài chính do CBA có thể tiếp tục bán cổ phần ra thị trường. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,34 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,22 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,963	17,361	17,016	20,206	23,918
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	11,861	15,550	13,653 ▼	15,659 ▼	18,546 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	8,469	8,562	7,159 ▼	8,869 ▼	11,102 ▼
EPS (đồng)	2,862	2,885	2,412 ▼	2,988 ▼	3,740 ▼
DPS (đồng)	-	1,500	800 ▲	800 ▼	600 ▼
BVPS (đồng)	11,034	12,781	14,291	16,408	19,460 ▼
P/E (lần)	6.64	6.59	7.88	6.36	5.08
Lợi suất cổ tức (%)	-	7.89	4.21	4.21	3.16
P/B (lần)	1.72	1.49	1.33	1.16	0.98
Tăng trưởng EPS (%)	31.4	0.80	(16.4)	23.9	25.2
ROAE (%)	29.7	24.3	17.8	19.4	20.8

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

Chiến lược tiếp tục đa dạng hóa từ mô hình ngân hàng bán lẻ

VIB công bố KQKD Q3 không đạt dự báo của chúng tôi về lãi thuần HĐ dịch vụ trong khi thu nhập lãi thuần khá vững chắc. Bên cạnh đó, chất lượng tài sản của VIB vẫn chịu ảnh hưởng từ những khó khăn trên thị trường BĐS trước đó. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 12%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí tín dụng. Theo dự báo mới, tốc độ tăng trưởng trung bình 3 năm đạt 8,8% và hệ số ROE năm 2026 đạt 20%. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá cao chiến lược chuyển dịch từ tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân sang cân bằng hơn giữa khách hàng cá nhân và DNNVV, từ đó giúp nâng cao lợi nhuận và chất lượng tài sản một cách bền vững. HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VIB với tiềm năng tăng giá 16% so với giá mục tiêu mới (điều chỉnh tăng 10%).

Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024: Tổng thu nhập hoạt động thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi

VIB công bố KQKD Q3 kém tích cực với LNTT đạt 1.998 tỷ đồng, giảm 26% so với cùng kỳ và giảm 5% so với quý trước, do thu nhập lãi thuần (giảm 6% so với cùng kỳ) & thu nhập ngoài lãi (giảm 49% so với cùng kỳ) sụt giảm trong khi chi phí dự phòng cũng giảm 29% so với cùng kỳ.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 6.603 tỷ đồng (giảm 21% so với cùng kỳ), bằng 67% dự báo cả năm và thấp hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q3/2024, VIB

KQKD Q3 bằng 67% dự báo ban đầu cho cả năm của chúng tôi

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Thu nhập lãi thuần	4,321	4,060	-6%	13,027	12,041	-8%	68%
Thu nhập ngoài lãi	1,703	876	-49%	3,291	3,253	-1%	73%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,062	409	-61%	2,467	1,905	-23%	55%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	322	137	-58%	304	452		301%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	113	66	-42%	99	103	4%	171%
Thu nhập khác	202	261	29%	418	789	89%	99%
Cổ tức	3	3	0%	3	4	12%	112%
Tổng thu nhập HĐ	6,024	4,936	-18%	16,318	15,294	-6%	69%
Chi phí HĐ	(1,717)	(1,782)	4%	(4,840)	(5,460)	13%	71%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	4,308	3,154	-27%	11,478	9,834	-14%	68%
Chi phí dự phòng	(1,625)	(1,156)	-29%	(3,153)	(3,231)	2%	72%
LNTT	2,683	1,998	-26%	8,325	6,603	-21%	67%
Lợi nhuận thuần	2,147	1,599	-26%	6,660	5,283	-21%	67%

Nguồn: VIB, HSC

Tín dụng tăng trưởng tốt trong Q3

Tín dụng Q3/2024 tăng trưởng 11,7% kể từ đầu năm (tăng 9% so với quý trước) đạt 297 nghìn tỷ đồng, nhờ cho vay khách hàng doanh nghiệp (tăng 42% kể từ đầu năm lên 60 nghìn tỷ đồng) trong khi cho vay khách hàng cá nhân tăng 6% kể từ đầu năm lên 241 nghìn tỷ đồng. VIB đang mở rộng sang phân khúc DNNVV với tỷ lệ NIM thấp hơn trong khi rủi ro ổn định hơn so với phân khúc khách hàng cá nhân. Tuy nhiên, tác động lên tỷ lệ NIM có thể được bù đắp nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ trong quý.

Tỷ lệ NIM hồi phục từ mức nền thấp

Tỷ lệ NIM Q3 tăng 15 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 86 điểm cơ bản so với cùng kỳ) lên 4,07%, nhờ lãi suất cho vay tăng 18 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 258 điểm cơ bản so với cùng kỳ) trong khi chi phí huy động tăng gần 4 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 180 điểm cơ bản so với cùng kỳ) lên 4,04%. Tỷ lệ NIM của VIB có vẻ ổn định ở mức khoảng 4% so với mức nền cao 4,8-5% trong giai đoạn 2021-2023, từ đó phản ánh chiến lược đa dạng hóa từ tập trung vào khách hàng cá nhân sang DNNVV.

Chất lượng tài sản vẫn là rủi ro chính

Tỷ lệ nợ xấu của VIB tiếp tục tăng lên 3,85% từ 3,65% tại thời điểm cuối Q2/2024. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống 3,65% từ 4,45% tại thời điểm cuối Q2/2024. Hệ số LLR gần như đi ngang so với quý trước ở mức 47%.

Chi phí dự phòng giảm 29% so với cùng kỳ xuống 1.156 tỷ đồng trong Q3/2024, tương đương chi phí tín dụng giảm xuống 1,66% từ 1,71% trong Q2/2024.

Bảng 2: Cơ cấu tổng tín dụng, VIB

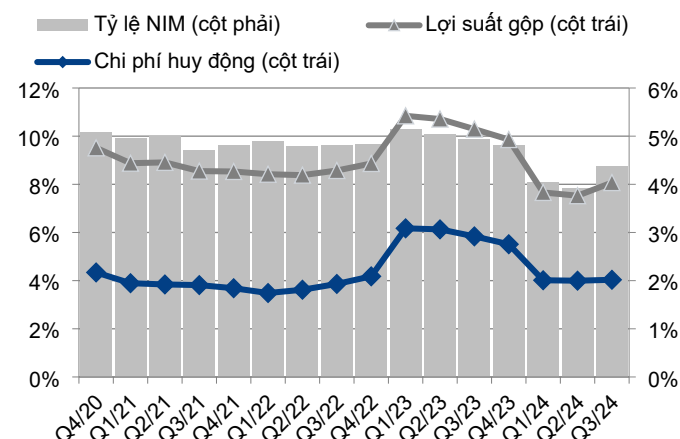
'Cho vay kinh doanh & cho vay khác' tăng lên. Trong khi đó, so với đầu năm, cho vay mua nhà chỉ tăng 1% trong 9 tháng đầu năm 2024 & cho vay mua ô tô giảm 13%

Tỷ đồng	2021	2022	2023	9T2024
Hộ kinh doanh & cá nhân	177,519	203,356	221,174	241,380
- Mua nhà	85,000	109,724	118,409	120,690
- Mua ô tô	45,000	41,481	33,320	28,965
- Cho vay kinh doanh & cho vay khác	47,519	52,151	69,445	91,725
Doanh nghiệp	21,521	23,994	40,637	51,182
FDI	756	862	905	2,918
Doanh nghiệp Nhà nước	4,468	3,732	5,206	6,369
Tổng	201,517	231,944	266,345	297,548
Tăng trưởng	18.9%	15.1%	14.8%	11.7%

Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM theo quý, VIB

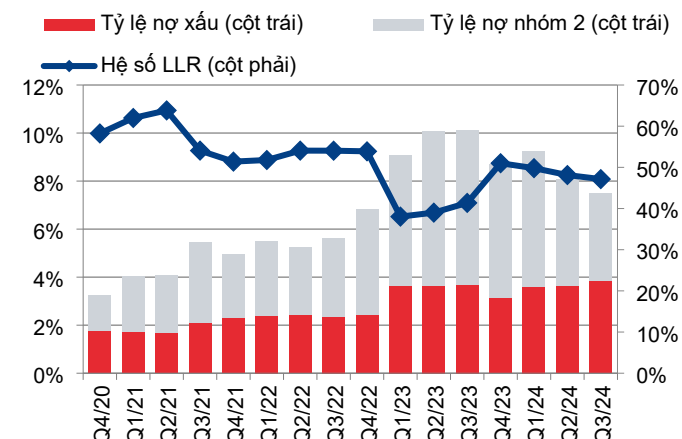
Tỷ lệ NIM tăng trở lại mức 4,4% từ 3,9% trong Q2/2024...



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 4: Chỉ số chất lượng tài sản, VIB

...trong khi tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ nợ nhóm 2 ổn định trong Q3



Nguồn: VIB, HSC

Dự báo mới: Giảm bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần

HSC giảm bình quân 12%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 8,8% trong 3 năm tới. Những điều chỉnh chính như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** HSC nâng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024 lên 18% trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2025-2026 (tăng trưởng 16%/năm). Chúng tôi nhận thấy VIB, cùng các NHTM khác, sẽ tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong Q4/2024 theo mục tiêu của NHNN cũng như tận dụng thời điểm mặt bằng lãi suất thấp hiện tại. Tín dụng tăng trưởng nhanh có thể làm tỷ lệ NIM giảm nhẹ.
- **Tỷ lệ NIM:** Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ NIM xuống lần lượt 4,02%, 4,14% và 4,23% cho giai đoạn 2024-2026 từ lần lượt 4,14%, 4,2% và 4,29%.

Tỷ lệ NIM của VIB có thể thu hẹp do tín dụng tăng trưởng nhanh cùng với việc đẩy mạnh mở rộng phân khúc DNNVV. Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng tỷ lệ NIM, sau khi cân bằng giữa phân khúc khách hàng cá nhân và DNNVV, có thể đạt mức cân bằng khoảng 4,2-4,3%, vẫn là mức tỷ suất lợi nhuận tốt cho một ngân hàng, khi nhu cầu hồi phục hoàn toàn.

- **Lãi thuần HĐ dịch vụ:** HSC giảm bình quân 23% dự báo cho giai đoạn 2024-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập phí giao dịch và hoa hồng bancassurance. HSC nhận thấy hoa hồng bancassurance sẽ chưa thể hồi phục trong ngắn hạn do hoạt động bán chéo thông qua tín dụng đã bị hạn chế một phần và nhu cầu mua bảo hiểm vẫn thấp.

Lãi thuần HĐ dịch vụ giai đoạn 2023-2026 dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 5,4% (giảm từ 17,2% trước đó) nhờ phí dịch vụ (tăng 11%/năm) trong khi hoa hồng bancassurance sẽ đóng góp khiêm tốn (giảm 50% so với cùng kỳ trong năm 2024, tăng trưởng lần lượt 15% và 20% trong năm 2025 và 2026).

- **Dự báo tỷ lệ nợ xấu:** Nâng dự báo lên lần lượt 3,4%, 2,8% và 2,4% trong giai đoạn 2024-2026 từ lần lượt 2,6%, 2,2% và 1,8%. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm VIB sẽ cần một vài năm để nâng cao chất lượng tài sản, trong đó cho vay mua nhà vẫn là lĩnh vực chính và đang chịu ảnh hưởng từ những thách thức trên thị trường BĐS trước đó.
- **Chi phí dự phòng:** Chúng tôi tăng bình quân 8%/năm dự báo chi phí dự phòng trong giai đoạn 2024-2026. Chi phí tín dụng lần lượt là 1,62% (từ 1,57%, 1,35% (từ 1,31%) và 1,19% (từ 1,07%) trong giai đoạn 2024-2026. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì giả định chi phí tín dụng, sau khi đạt đỉnh vào năm 2023 (1,95%) sẽ trở lại bình thường do nhu cầu tín dụng và mức độ rủi ro khách hàng hồi phục.

Từ đó, mặc dù tỷ lệ NIM, lãi thuần HĐ dịch vụ và chất lượng tài sản của VIB cần thêm thời gian để hồi phục nhưng lợi nhuận chung của Ngân hàng, nhờ mô hình truyền thống tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và điều kiện kinh tế/tín dụng khởi sắc, vẫn sẽ tích cực. Theo dự báo mới, chúng tôi giảm giả định hệ số ROE bình quân giai đoạn 2024-2026 của VIB xuống 19,3%, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 17,3%.

HSC vẫn đánh giá cao hệ số ROE của VIB trước những nỗ lực chuyển dịch dần từ tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân sang phân khúc DNNVV/khách hàng doanh nghiệp để cân bằng giữa lợi nhuận và chất lượng tài sản, như một NHTM tư nhân tốt đã đạt được (ACB). Chúng tôi vẫn kỳ vọng chiến lược mở rộng phân khúc DNNVV/khách hàng doanh nghiệp sẽ giúp giảm hiệu quả lãi suất cho vay và tỷ lệ nợ xấu trong thời gian tới, từ đó giúp tăng trưởng bền vững hơn.

Bảng 5: Các giả định chủ chốt, VIB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM, tăng giả định tỷ lệ nợ xấu & tăng giả định chi phí tín dụng trong giai đoạn 2024-2026

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng cho vay	14.8%	15.0%	16.0%	16.0%	18.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	18.2%	18.0%	18.0%	16.0%	14.0%	18.0%	16.0%
Tỷ lệ NIM	4.82%	4.14%	4.20%	4.29%	4.02%	4.14%	4.23%
Tỷ lệ nợ xấu	3.14%	2.60%	2.20%	1.80%	3.40%	2.80%	2.40%
Chi phí tín dụng	1.95%	1.57%	1.31%	1.07%	1.62%	1.35%	1.19%
Nợ xấu mới hình thành	2.36%	1.37%	1.06%	0.80%	2.14%	1.02%	0.99%

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VIB

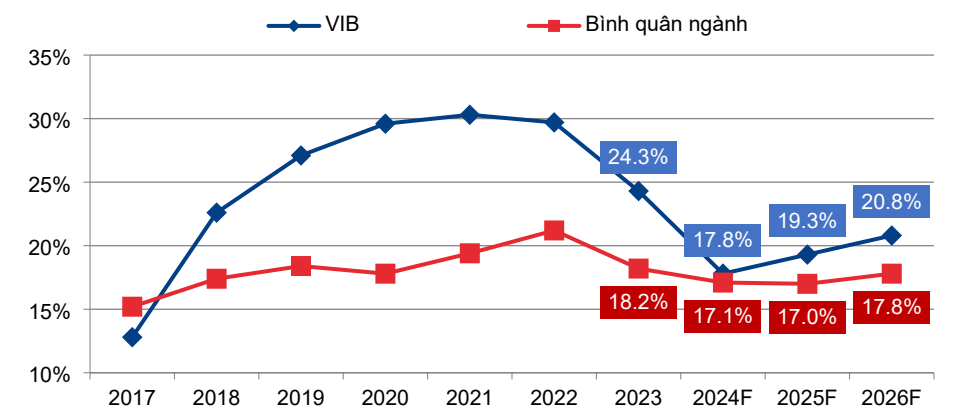
Chúng tôi giảm bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho giai đoạn 2024-2026 do hạ giả định thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ trong khi nâng giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	17,361	17,599	20,637	24,429	17,016	20,206	23,918
Tăng trưởng	16.0%	1.4%	17.3%	18.4%	-2.0%	18.7%	18.4%
Điều chỉnh					-3.3%	-2.1%	-2.1%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,327	3,448	4,268	5,356	2,728	3,328	3,898
Tăng trưởng	4.3%	3.6%	23.8%	25.5%	-18.0%	22.0%	17.1%
Điều chỉnh					-20.9%	-22.0%	-27.2%
Thu nhập ngoài lãi	4,800	4,461	5,207	6,119	4,281	4,307	4,701
Tăng trưởng	55.1%	-7.1%	16.7%	17.5%	-10.8%	0.6%	9.2%
Điều chỉnh					-4.0%	-17.3%	-23.2%
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	22,160	22,060	25,843	30,547	21,297	24,512	28,619
Tăng trưởng	22.7%	-0.5%	17.1%	18.2%	-3.9%	15.1%	16.8%
Điều chỉnh					-3.5%	-5.2%	-6.3%
Chi phí HĐ	(6,611)	(7,644)	(8,853)	(10,073)	(7,644)	(8,853)	(10,073)
Tăng trưởng	6.7%	15.6%	15.8%	13.8%	15.6%	15.8%	13.8%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Chi phí dự phòng	(4,847)	(4,510)	(4,321)	(4,097)	(4,704)	(4,572)	(4,669)
Tăng trưởng	278.8%	-7.0%	-4.2%	-5.2%	-2.9%	-2.8%	2.1%
Điều chỉnh					4.3%	5.8%	13.9%
LNTT	10,703	9,907	12,670	16,377	8,948	11,086	13,877
Tăng trưởng	1.2%	-7.4%	27.9%	29.3%	-16.4%	23.9%	25.2%
Điều chỉnh					-9.7%	-12.5%	-15.3%
Lợi nhuận thuần	8,562	7,925	10,136	13,102	7,159	8,869	11,102
Tăng trưởng	1.1%	-7.4%	27.9%	29.3%	-16.4%	23.9%	25.2%
Điều chỉnh					-9.7%	-12.5%	-15.3%

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Biểu đồ 7: So sánh hệ số ROE, VIB & nhóm các NHTM tư nhân

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



Nguồn: VIB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 10% giá mục tiêu lên 22.100đ do tác động tích cực từ việc hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH & chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần – vẫn tương đương thời điểm giữa năm 2024. Thời gian tới, Ngân hàng cần có mức tăng trưởng cao bền vững và giảm tỷ lệ nợ xấu để được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Trong khi đó, việc tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược khác trong thời gian tới và có thêm room cho nhà đầu tư tài chính (do CBA tiếp tục bán ra) sẽ giúp nâng cao tâm lý nhà đầu tư. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,34 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,22 lần.

Phương pháp định giá

HSC tăng 10% giá mục tiêu lên 22.100đ (tiềm năng tăng giá 16%) với những điều chỉnh như sau:

- Chúng tôi hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh xuống 8,5% từ 9,5%. Chúng tôi tiếp tục cộng thêm 1 điểm phần trăm phần bù rủi ro về chất lượng tài sản do tỷ lệ nợ xấu cao.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.
- Chúng tôi hạ giá định hệ số ROE dài hạn xuống 17% từ 18% trước đó do hệ số ROE có xu hướng giảm theo thời gian với chiến lược chuyển sang phân khúc DNNVV của Ngân hàng.
- Chúng tôi giảm bình quân 12%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.

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

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	7,176	8,852	11,102	11,265	10,744	11,066
- Chi phí vốn CSH	5,548	6,229	7,149	8,156	9,243	9,520
Lợi nhuận thặng dư	1,628	2,623	3,953	3,109	1,501	1,546
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						13,299
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.15	1.31	1.51	1.73	1.73
Giá trị hiện tại	1,628	2,288	3,009	2,064	869	7,704
Giá mục tiêu cuối kỳ		22,175				

Nguồn: VIB, HSC dự báo

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

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	25,616	23,994	22,539	21,224	20,030
	3.5%	25,417	23,804	22,357	21,049	19,861
	4.0%	25,220	23,615	22,175	20,875	19,693
	4.5%	25,023	23,427	21,995	20,701	19,525
	5.0%	24,827	23,240	21,816	20,528	19,358

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Tiềm năng tăng giá vẫn còn nhưng cần động lực để hiện thực hóa

Giá cổ phiếu VIB đã tăng 1% trong 1 tháng qua trong khi giá cổ phiếu các NHTM tư nhân khác giảm bình quân 3%. Từ đó, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,16 lần (thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần.

Định giá của VIB dao động trong biên độ hẹp (khoảng 1,2 lần) kể từ cuối năm 2022 do tăng trưởng LNTT của VIB kém tích cực (đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023 và giảm 16% so với cùng kỳ trong năm 2024) và tỷ lệ nợ xấu cao trong thời gian dài.

Thời gian tới, chúng tôi cho rằng VIB sẽ cần có mức tăng trưởng cao bền vững và giảm tỷ lệ nợ xấu để được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Ngoài ra, nhà đầu tư chiến lược - Commonwealth Bank of Australia (CBA) – thoái phần lớn vốn đầu tư vào VIB, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 4,7% vào tháng 11/2024 từ mức 19,8% trong tháng 8/2024. Thương vụ thoái vốn này đem lại cơ hội tìm kiếm một nhà đầu tư chiến lược khác trong tương lai và chúng tôi tin rằng Ngân hàng đang đẩy nhanh quá trình này. Chúng tôi kỳ vọng thương vụ sẽ được triển khai trong nửa cuối năm 2025, từ đó giúp cải thiện tâm lý cho các nhà đầu tư tài chính trong dài hạn.

Trong ngắn hạn, CBA tiếp tục thoái vốn cũng sẽ mở room cho các nhà đầu tư tài chính dự định đầu tư vào cổ phiếu ngân hàng tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân như VIB. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài của VIB là 5,13% số lượng cổ phiếu đang lưu hành, cao hơn một chút so với mức trần sở hữu là 4,99%. Nếu CBA tiếp tục thoái vốn (thông qua các giao dịch khớp lệnh), các nhà đầu tư tài chính có thể hấp thụ lực bán ra này.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,34 lần, cao hơn 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,22 lần. Mức chênh lệch có xu hướng giữ nguyên trong thời gian tới.

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

P/B trượt dự phóng 1 năm của VIB duy trì quanh khoảng 1,16 lần trong 2 năm



Nguồn: VIB, HSC dự báo

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

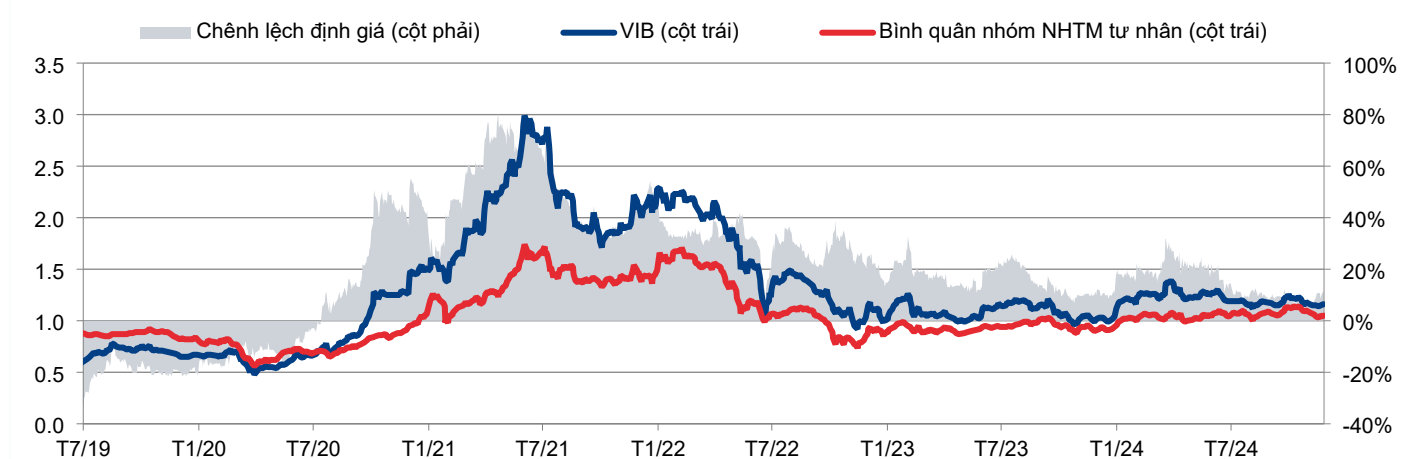
Cổ phiếu này đang giao dịch thấp hơn 0,51 độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân là 1,3 lần



Nguồn: VIB, HSC dự báo

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

Trong 6 tháng qua, VIB duy trì mức định giá cao hơn khoảng 10% so với so với bình quân các NHTM tư nhân khác



Nguồn: VIB, 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	32,124	38,832	46,833
Chi phí lãi	(12,547)	(18,207)	(15,108)	(18,626)	(22,915)
Thu nhập lãi thuần	14,963	17,361	17,016	20,206	23,918
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,188	3,327	2,728	3,328	3,898
Lãi thuần HĐ KDNH	(275)	548	500	175	200
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(176)	130	150	100	100
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	2.90	3.35	3.35	3.35	3.35
Thu nhập khác	355	792	900	700	500
Tổng thu nhập HĐ	18,058	22,160	21,297	24,512	28,619
Chi phí HĐ	(6,197)	(6,611)	(7,644)	(8,853)	(10,073)
LN trước dự phòng	11,861	15,550	13,653	15,659	18,546
Chi phí dự phòng	(1,280)	(4,847)	(4,704)	(4,572)	(4,669)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10,581	10,703	8,948	11,086	13,877
Chi phí thuế TNDN	(2,112)	(2,141)	(1,790)	(2,217)	(2,775)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	8,469	8,562	7,159	8,869	11,102
EPS (đồng)	2,862	2,885	2,412	2,988	3,740
DPS (đồng)	-	1,500	800	800	600
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,959	2,968	2,968	2,968	2,968
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,959	2,968	2,979	2,979	2,979
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,959	2,968	2,968	2,968	2,968

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	1,892	2,499	1,891
Tiền gửi tại NHNN	10,063	8,218	5,394	6,365	7,383
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	310,696	360,597	418,483
Tổng dư nợ cho vay	231,944	266,346	314,257	364,538	422,864
Dự phòng rủi ro	(3,065)	(4,271)	(3,560)	(3,941)	(4,380)
Chứng khoán đầu tư	40,279	60,988	57,857	65,926	75,144
CK đầu tư sẵn sàng để bán	40,250	60,956	57,908	65,978	75,196
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	8,878	9,322	9,322
Tổng tài sản	343,069	409,878	464,181	539,898	621,100
Nợ phải trả	310,418	371,942	421,608	491,016	563,126
Tiền gửi của NHNN	0	0	0	0	0
Tiền gửi của các TCTD khác	71,166	98,640	113,436	130,451	147,410
Tổng tiền gửi KH	200,124	236,577	269,698	318,244	369,163
Trái phiếu và CCTG	31,775	23,897	26,287	28,915	31,807
Nợ khác	7,345	12,821	12,180	13,398	14,737
Vốn chủ sở hữu	32,651	37,936	42,574	48,882	57,974
Vốn điều lệ	21,077	25,368	29,791	29,791	29,791
Thặng dư vốn cổ phần	1.54	1.63	1.63	1.63	1.63
Lợi nhuận giữ lại	9,055	9,099	8,229	13,207	20,634
Quỹ & vốn khác của CSH	2,518	3,470	4,552	5,882	7,548
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	343,069	409,878	464,181	539,898	621,100
BVPS (đồng)	11,034	12,781	14,291	16,408	19,460

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	13.2	16.3	15.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	15.1	14.8	18.0	16.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	15.3	18.2	14.0	18.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	7.43	12.3	13.6	17.3	15.5
Tăng trưởng VCSH (%)	34.4	16.2	12.2	14.8	18.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	26.6	16.0	(1.99)	18.7	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	(12.2)	14.7	18.4
Tăng trưởng LNTT (%)	32.1	1.15	(16.4)	23.9	25.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	32.1	1.11	(16.4)	23.9	25.2
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.53	5.89	4.87	4.88	4.93
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.90)	(1.76)	(1.75)	(1.76)	(1.74)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	91.7	95.6	96.8	97.1	97.4
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.74	2.03	1.86	2.04	2.27
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	49.0	48.5	39.8	48.3	59.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.64	6.59	7.88	6.36	5.08
P/B (lần)	1.72	1.49	1.33	1.16	0.98
Lợi suất cổ tức (%)	-	7.89	4.21	4.21	3.16

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	33.6	36.2	38.8
ROAA (%)	2.60	2.27	1.64	1.77	1.91
ROAE (%)	29.7	24.3	17.8	19.4	20.8
Chi phí huy động BQ (%)	4.30	5.50	3.93	4.20	4.47
Lợi suất góp BQ (%)	9.19	9.88	7.59	7.96	8.29
Lợi suất thuần (%)	4.89	4.39	3.66	3.76	3.82
Tỷ lệ NIM (%)	5.00	4.82	4.02	4.14	4.23
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	17.7	15.0	12.8	13.6	13.6
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	82.9	78.3	79.9	82.4	83.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	17.1	21.7	20.1	17.6	16.4
Tỷ lệ CIR (%)	34.3	29.8	35.9	36.1	35.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	52.0	33.2	26.8	16.0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.6	12.2	11.9	11.8	12.2
VCSH/Tổng TS (%)	9.52	9.26	9.17	9.05	9.33
Đòn bẩy vốn (lần)	10.5	10.8	10.9	11.0	10.7
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.45	3.14	3.40	2.80	2.40
Hệ số LLR (%)	53.9	51.0	33.3	38.6	43.2
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	116	113	117	115	115
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	23.5	27.5	27.7	27.3	26.9
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.6	65.0	67.7	67.5	68.1
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