

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

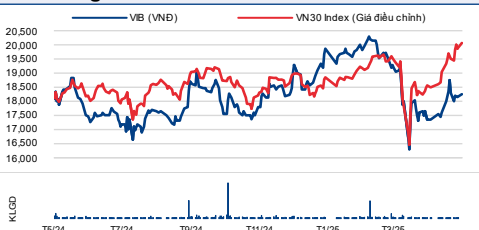
Giá mục tiêu: VNĐ20,300 (từ VNĐ22,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/5/2025)	18,250
Mã Bloomberg	VIB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,304-20,296
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	54,369
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,098
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	à người có liên quan (14.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.19	(7.90)	0.90
So với chỉ số	(2.69)	(12.0)	(9.05)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,695	2,683	0.4
2026F	3,216	3,231	(0.5)
2027F	3,950	4,081	(3.2)

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

Tốc độ hồi phục chậm lại; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống 20.300đ (tiềm năng tăng giá 11%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá và điều chỉnh giả định định giá (nâng giả định phân bổ rủi ro vốn CSH và hạ giả định beta).
- Chúng tôi giảm bình quân 11% dự báo LNTT năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ trong khi hạ dự báo chi phí tín dụng và chi phí hoạt động. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 18,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 18,9%.
- VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, sát bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2025 là 1,26 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,25 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng sau KQKD Q1/2025

LNTT Q1/2025 của VIB đạt 2.421 tỷ đồng (giảm 2% so với cùng kỳ) do thu nhập lãi thuần giảm 7% so với cùng kỳ và thu nhập ngoài lãi giảm 33% so với cùng kỳ nhưng được bù đắp một phần nhờ chi phí dự phòng giảm 55% so với cùng kỳ. LNTT Q1 hoàn thành 22% dự báo cả năm 2025 và thấp hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi.

Các khoản mục cốt lõi của VIB như thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ kém cạnh tranh hơn trước đây trong khi tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao là 3,79% tại thời điểm cuối Q1/2025. HSC vẫn chưa nhận thấy tín hiệu phục hồi của những khoản mục cơ bản này trong ngắn hạn.

Tác động: Giảm 11% dự báo năm 2025-2026

HSC giảm bình quân 11% dự báo LNTT năm 2025-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ trong khi hạ dự báo chi phí tín dụng và chi phí hoạt động.

Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 18,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 18,9%.

Dự báo của chúng tôi sát với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% kể từ đầu năm, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 1,28 lần và sát bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần.

Thặng dư định giá của VIB đã thu hẹp, nhiều khả năng do hệ số ROE sụt giảm - không còn cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân - và nợ xấu tăng cao. Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của VIB nhưng Ngân hàng sẽ cần thêm nhiều thời gian để xử lý vấn đề về chất lượng tài sản và phục hồi lợi nhuận. Dựa trên kỳ vọng hệ số ROE sẽ tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân, định giá của VIB sẽ tiếp tục đối mặt với thách thức.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VIB. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2025 là 1,26 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,25 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	18,484	16,750	17,444 ▼	20,518 ▼	24,482
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	22,160	20,569	21,170 ▼	24,641 ▼	29,038
LN thuần (tỷ đồng)	8,562	7,204	8,098 ▼	9,646 ▼	11,821
EPS (đồng)	2,885	2,427	2,728 ▼	3,250 ▼	3,983
DPS (đồng)	1,500	800	700 ▼	600	600
BVPS (đồng)	12,781	14,052	16,020	18,593	21,882
P/E (lần)	6.33	7.52	6.69	5.62	4.58
Lợi suất cổ tức (%)	8.22	4.38	3.84	3.29	3.29
P/B (lần)	1.43	1.30	1.14	0.98	0.83
Tăng trưởng EPS (%)	0.80	(15.9)	12.4	19.1	22.5
ROAE (%)	24.3	18.1	18.1	18.7	19.6

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

Chi phí tín dụng giảm xuống bù đắp triển vọng doanh thu suy yếu

Do KQKD các mảng ngân hàng cốt lõi của VIB thấp hơn so với dự báo, HSC giảm bình quân 10% dự báo năm 2025-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ nhưng được bù đắp một phần với việc hạ dự báo chi phí tín dụng & chi phí hoạt động. Ngoài ra, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Theo đó, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 18,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 18,9%. Vị thế cơ bản của VIB có vẻ đang gặp áp lực suy giảm và Ngân hàng sẽ cần thêm nhiều thời gian để hồi phục hoàn toàn. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 8% giá mục tiêu, tương đương tiềm năng tăng giá 11%.

KQKD Q1/2025 thấp hơn dự báo

VIB đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 2.421 tỷ đồng, giảm 2% so với cùng kỳ và đi ngang so với quý trước, chủ yếu do thu nhập lãi thuần giảm 7% so với cùng kỳ và thu nhập ngoài lãi giảm mạnh 33% so với cùng kỳ nhưng được bù đắp một phần nhờ chi phí dự phòng giảm mạnh 55% so với cùng kỳ. LNTT Q1/2025 hoàn thành 22% dự báo cả năm nhưng thấp hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi.

Tín dụng tăng trưởng khiêm tốn 3,1% kể từ đầu năm (so với bình quân các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi là tăng 3,3% kể từ đầu năm) đạt 334 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng chủ yếu đến từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp/DNNVV, tăng 10% kể từ đầu năm lên 77 nghìn tỷ đồng, trong khi tín dụng bán lẻ chỉ tăng 1,1% kể từ đầu năm lên 257 nghìn tỷ đồng. Từ đó, tỷ trọng phân khúc bán lẻ đã giảm xuống 77% từ 79% tại thời điểm cuối Q4/2024.

Tỷ lệ NIM Q1/2025 giảm mạnh 45 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 122 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 3,1% chủ yếu do lợi suất tài sản giảm 39 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 100 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 6,95% trong khi chi phí huy động tăng vừa phải 6 điểm cơ bản so với quý trước (tăng 20 điểm cơ bản so với cùng kỳ) lên 4,22%.

Tín dụng phân khúc khách hàng doanh nghiệp và DNNVV tăng trưởng nhanh chóng đã gây sức ép giảm lên lãi suất cho vay và tỷ lệ NIM của VIB. Tuy nhiên, lợi suất cho vay hiện đã gần tương đương mức bình quân ngành, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ ổn định trong những quý sắp tới.

Thu nhập ngoài lãi giảm 33% so với cùng kỳ xuống 864 tỷ đồng trong Q1/2025, do lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 50% so với cùng kỳ xuống 378 tỷ đồng và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối giảm 61% so với cùng kỳ xuống 114 tỷ đồng, lần lượt do hoa hồng bancassurance giảm 27% so với cùng kỳ và đồng USD tăng giá.

Bù đắp một phần cho sự sụt giảm này, thu nhập khác tăng mạnh 52% so với cùng kỳ đạt 343 tỷ đồng nhờ đẩy mạnh thanh lý tài sản đảm bảo, đặc biệt là BĐS.

Chi phí hoạt động giảm 6% so với cùng kỳ xuống 1.759 tỷ đồng trong Q1/2025 với chi phí tiền lương ổn định (giảm 1% so với cùng kỳ xuống 1.245 tỷ đồng) và chi phí liên quan đến tài sản giảm 24% so với cùng kỳ xuống 269 tỷ đồng. Số lượng lao động của VIB giảm 4% so với quý trước xuống 11.214 lao động, từ đó giúp giảm chi phí tiền lương trong cả năm.

Hệ số CIR tăng lên 38% trong Q1/2025 từ 33% trong Q4/2024 và 35% trong Q1/2024 do doanh thu sụt giảm.

Chất lượng tài sản suy yếu với tỷ lệ nợ xấu tăng lên 3,79% từ 3,51% tại thời điểm cuối Q4/2024 trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn ổn định ở mức 3,31%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm mạnh xuống 39% từ 50% trong Q4/2024. Tương tự xu hướng ngành, chất lượng tài sản của VIB phải đối mặt với nhiều áp lực và khó có thể cải thiện trong ngắn hạn trước ảnh hưởng từ chính sách thuế quan.

Chi phí dự phòng giảm mạnh 55% so với cùng kỳ xuống 421 tỷ đồng trong Q1/2025, tương đương chi phí tín dụng giảm xuống 0,55% từ 1,54% trong Q4/2024. Tuy nhiên, chi phí dự phòng chỉ bằng 10% dự báo của chúng tôi trong bối cảnh chất lượng tài sản suy yếu. Theo đó, rủi ro giảm đối với cả chất lượng tài sản và lợi nhuận vẫn ở mức cao.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2025, VIB

LNTT Q1/2025 của VIB bằng 22% dự báo cả năm của HSC, thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi

(Tỷ đồng)	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC	2025F
Thu nhập lãi thuần	4,035	3,737	-7%	20,007	19%
Thu nhập ngoài lãi	1,283	864	33%	3,403	25%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	754	378	-50%	2,424	16%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	290	114	-61%	175	65%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	-	-	-	100	29%
Thu nhập khác	239	372	56%	700	49%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	-	-	-	4	0%
Tổng thu nhập HĐ	5,318	4,601	-14%	23,409	20%
Chi phí HĐ	(1,871)	(1,759)	-6%	(8,349)	21%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,447	2,842	-18%	15,061	19%
Chi phí dự phòng	(945)	(421)	-55%	(4,245)	10%
LNTT	2,502	2,420	-3%	10,815	22%
Lợi nhuận thuần	2,001	1,936	-3%	8,652	22%

Nguồn: VIB, HSC

Bảng 2: Cơ cấu tổng tín dụng, VIB

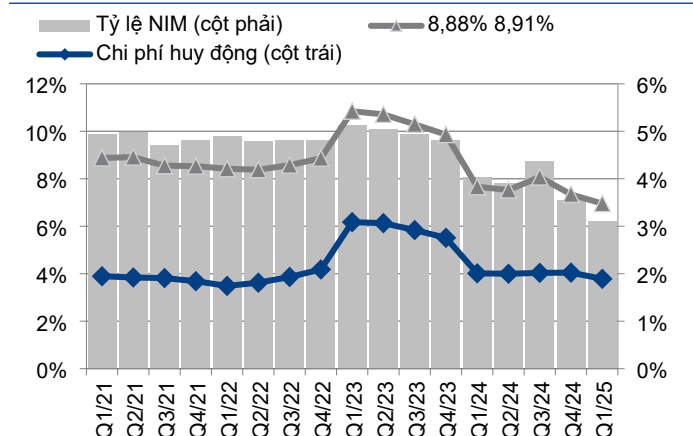
Trong Q1/2025, tín dụng doanh nghiệp tăng mạnh trong khi cho vay KH cá nhân gần như đi ngang so với đầu năm

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	Q1/2025
Hộ kinh doanh & cá nhân	177,519	203,356	221,174	254,572	257,155
- Mua nhà	85,000	109,724	118,409	125,686	125,969
- Mua ô tô	45,000	41,481	33,320	30,206	29,178
- Cho vay kinh doanh	29,000	37,000	47,659	53,778	53,592
- Cho vay khác	18,519	15,151	21,786	44,902	48,416
Doanh nghiệp	21,521	23,994	40,637	58,147	65,639
FDI	756	862	905	3,514	4,283
Doanh nghiệp Nhà nước	4,468	3,732	5,206	7,776	7,081
Tổng	201,517	231,944	266,345	324,009	334,158
Tăng trưởng	18.9%	15.1%	14.8%	21.7%	3.0%

Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM hàng quý, VIB

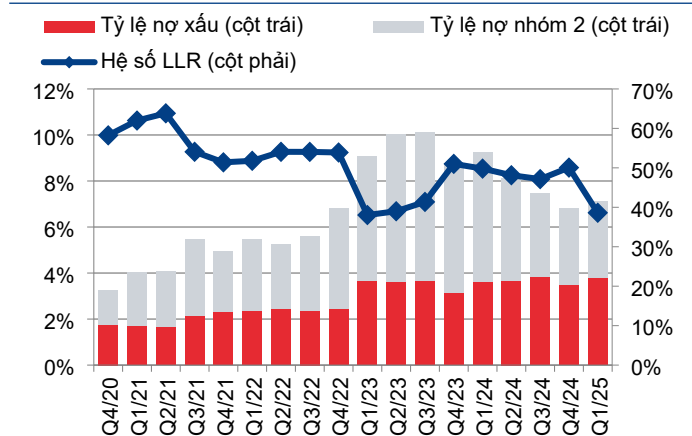
Tỷ lệ NIM giảm còn 3,1% từ mức 3,55% trong Q4/2024...



Nguồn: VIB, HSC

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

...trong khi tỷ lệ nợ xấu & nợ nhóm 2 duy trì ổn định trong Q1/25



Nguồn: VIB, HSC

Giảm bình quân 10% dự báo EPS năm 2025-2026

Do thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ thấp hơn dự báo, HSC giảm lần lượt 8,7% và 13,1% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Cụ thể như sau:

- Nâng dự báo **tăng trưởng tín dụng** lên 18% cho năm 2025 và 2026 (từ 16% trước đó) và 16% cho năm 2027.

- Hạ dự báo **tỷ lệ NIM** xuống lần lượt 3,38% (từ 4,14% trước đó) và 3,43% (từ 4,23% trước đó) trong năm 2025-2026 và 3,53% cho năm 2027. Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ NIM trong bối cảnh áp lực tỷ suất lợi nhuận gia tăng cùng sự chuyển hướng chiến lược của VIB sang phân khúc DNNVV. Từ đó, tỷ lệ NIM của VIB được dự báo sẽ giảm xuống tương đương bình quân ngành (khoảng 3,4% trong giai đoạn 2025–2027).
- Giảm bình quân 45% dự báo **lãi thuần HĐ dịch vụ** cho năm 2025-2026 chủ yếu do hạ dự báo phí giao dịch & hoa hồng bancassurance. Hoạt động bancassurance nhiều khả năng sẽ tiếp tục kém tích cực trong ngắn hạn do hoạt động bán chéo bị thắt chặt và nhu cầu mua bảo hiểm thấp. Lãi thuần HĐ dịch vụ được kỳ vọng sẽ phục hồi kể từ năm 2026 nhờ nền kinh tế phục hồi rõ ràng hơn, với dự báo tăng trưởng trung bình 16% trong giai đoạn 2024-2027.
- Điều chỉnh tăng đáng kể dự báo **thu nhập ngoài lãi** khác bù đắp cho sự sụt giảm của lãi thuần HĐ dịch vụ. Thu nhập này, chủ yếu nhờ đẩy mạnh thanh lý tài sản đảm bảo - đặc biệt là BĐS - sau khi VIB tích cực xử lý nợ xấu trong những năm gần đây. Với những dấu hiệu phục hồi của thị trường BĐS, HSC kỳ vọng nguồn thu nhập này sẽ đóng góp đáng kể hơn trong 2-3 năm tới.
- Nâng dự báo **tỷ lệ nợ xấu** lên lần lượt 3% (từ 2,8% trước đó) và 2,6% (từ 2,4% trước đó) cho năm 2025-2026 và 2,4% cho năm 2027. Chất lượng tài sản dự kiến sẽ mất vài năm cải thiện toàn diện trước những khó khăn kéo dài trên thị trường BĐS. Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành sẽ ở mức khoảng 0,9% trong 3 năm tới, giảm nhẹ từ 1% trước đó.
- Giảm bình quân 16% dự báo **chi phí dự phòng** cho năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Chi phí tín dụng được dự báo sẽ dao động trong khoảng 0,97-1,08% trong giai đoạn 2025-2027 từ mức bình quân 1,27% trước đó.

Sau khi tăng cao vào năm 2023-2024 (bình quân 1,71%), chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng sẽ trở lại bình thường trong những năm tới nhờ kinh tế vĩ mô phục hồi và cơ cấu cho vay cân bằng hơn giữa phân khúc bán buôn và bán lẻ. Tuy nhiên, trong khi việc cắt giảm chi phí dự phòng có thể hỗ trợ lợi nhuận ngắn hạn, tỷ lệ nợ xấu ở mức cao trong thời gian dài có thể gây ra những lo ngại về tính bền vững của những khoản lợi nhuận này.

Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 18,8% trong giai đoạn 2024-2027 sau khi đi ngang trong năm 2023-2024. Hệ số ROE bình quân dự báo đạt 18,9% trong giai đoạn này. Tuy nhiên, số liệu hoạt động hiện tại của VIB - tỷ lệ NIM, thu nhập phí, hệ số ROE và chất lượng tài sản - vẫn khiêm tốn so với ngành. Do đó, những lo ngại về định giá có thể vẫn sẽ tồn tại cho đến khi nền tảng cơ bản cải thiện trên diện rộng.

Bảng 5: Các giả định quan trọng, VIB

Những điều chỉnh chính bao gồm nâng giả định tăng trưởng tín dụng, hạ giả định tỷ lệ NIM, tăng giả định nợ xấu & giảm giả định chi phí tín dụng trong năm 2025-2026

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng cho vay	21.7%	18.0%	16.0%	16.0%	18.0%	18.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	16.8%	14.0%	18.0%	16.0%	19.0%	18.0%	16.0%
Tỷ lệ NIM	3.83%	4.02%	4.14%	4.23%	3.38%	3.43%	3.53%
Tỷ lệ nợ xấu	3.51%	3.40%	2.80%	2.40%	3.00%	2.60%	2.20%
Chi phí tín dụng	1.47%	1.62%	1.35%	1.19%	0.97%	1.04%	1.08%
Nợ xấu mới hình thành	2.28%	2.14%	1.02%	0.99%	0.88%	0.91%	0.86%

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, VIB

HSC giảm bình quân 11% dự báo mỗi năm cho năm 2025-2026 sau khi điều chỉnh giảm giả định thu nhập lãi thuần & giả định lãi thuần HĐ dịch vụ, dù được bù trừ một phần khi chúng tôi tăng giả định thu nhập ngoài lãi khác và giảm giả định chi phí dự phòng & chi phí HĐ

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	16,750	17,016	20,206	23,918	17,444	20,518	24,482
Tăng trưởng	-9.4%	-2.0%	18.7%	18.4%	4.1%	17.6%	19.3%
Điều chỉnh					-13.7%	-14.2%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,765	2,728	3,328	3,898	1,767	2,219	2,753
Tăng trưởng	-19.9%	-18.0%	22.0%	17.1%	0.1%	25.5%	24.1%
Điều chỉnh					-46.9%	-43.1%	
Thu nhập ngoài lãi khác	2,053	1,553	978	803	1,959	1,904	1,804
Tăng trưởng	39.4%	5.0%	-37.0%	-17.9%	-4.6%	-2.8%	-5.3%
Điều chỉnh					100.2%	137.0%	
Tổng thu nhập HĐ	20,569	21,297	24,512	28,619	21,170	24,641	29,038
Tăng trưởng	-7.2%	-3.9%	15.1%	16.8%	2.9%	16.4%	17.8%
Điều chỉnh					-13.6%	-13.9%	
Chi phí HĐ	(7,211)	(7,644)	(8,853)	(10,073)	(7,606)	(8,229)	(9,010)
Tăng trưởng	9.1%	15.6%	15.8%	13.8%	5.5%	8.2%	9.5%
Điều chỉnh					-14.1%	-18.3%	
Chi phí dự phòng	(4,353)	(4,704)	(4,572)	(4,669)	(3,441)	(4,354)	(5,251)
Tăng trưởng	-10.2%	-2.9%	-2.8%	2.1%	-21.0%	26.5%	20.6%
Điều chỉnh					-24.7%	-6.7%	
LNTT	9,004	8,948	11,086	13,877	10,122	12,058	14,777
Tăng trưởng	-15.9%	-16.4%	23.9%	25.2%	12.4%	19.1%	22.5%
Điều chỉnh					-8.7%	-13.1%	
Lợi nhuận thuần	7,204	7,159	8,869	11,102	8,098	9,646	11,821
Tăng trưởng	-15.9%	-16.4%	23.9%	25.2%	12.4%	19.1%	22.5%
Điều chỉnh					-8.7%	-13.1%	

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giảm 9% giá mục tiêu xuống 20.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận, chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 và điều chỉnh giả định định giá (nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH và hạ giả định beta). VIB hiện đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, sát bình quân nhóm NHTM tư nhân. Thặng dư định giá của VIB đã thu hẹp do hệ số ROE giảm xuống mức bình quân ngành, trong khi nợ xấu tăng lên trên mức bình quân ngành. Dựa trên giả định những thách thức này sẽ tiếp diễn, định giá của Ngân hàng có thể sẽ tiếp tục phải đối mặt với những thách thức.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 9% giá mục tiêu xuống 20.300đ sau khi:

- Giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026;
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ năm 2025);
- Hạ giả định beta xuống 1,2 (từ 1,35) và
- Nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 10% (từ 8,5).

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VIB.

Bảng 7: Giả định chi phí vốn CSH

	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	4.00%	Không đổi	Giả định chung của HSC
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.50%	8.75%	Tăng 1,25 điểm %	Giả định chung của HSC, nhằm phản ánh những rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế quan của Mỹ
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	8.50%	10.00%	Tăng 1,5 điểm %	Giả định của chuyên viên phân tích, nhằm phản ánh những khó khăn kéo dài đối với danh mục của Ngân hàng & mức độ chịu ảnh hưởng tiêu cực trên mức bình quân trước những rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế quan của Mỹ
Beta	1.35	1.20	Giảm 0,15	Bloomberg
Chi phí vốn CSH	15.48%	16.00%	Tăng 0,52 điểm %	

Nguồn: HSC

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

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	8,098	9,646	11,821	10,723	11,044
- Chi phí vốn CSH	6,698	7,636	8,863	10,092	10,395
Lợi nhuận thặng dư	1,400	2,010	2,959	631	650
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư					4,997
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.16	1.35	1.56	1.56
Giá trị hiện tại	1,400	1,733	2,199	404	3,202
Giá mục tiêu cuối kỳ	19,020	21,528			
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	20,274				

Nguồn: HSC

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

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
		22,981	21,731	20,589	19,542	18,576
		22,813	21,568	20,431	19,388	18,426
		22,645	21,406	20,274	19,235	18,277
		22,478	21,244	20,117	19,083	18,129
		22,312	21,084	19,961	18,931	17,982

Nguồn: VIB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% kể từ đầu năm, VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 1,28 lần và sát bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần.

Thặng dư định giá của VIB đã thu hẹp, nhiều khả năng do hệ số ROE sụt giảm – không còn cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – và nợ xấu tăng cao. Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của VIB nhưng Ngân hàng sẽ cần thêm nhiều thời gian để xử lý vấn đề về chất lượng tài sản và phục hồi lợi nhuận. Dựa trên kỳ vọng hệ số ROE sẽ tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân, định giá của VIB sẽ tiếp tục đối mặt với thách thức.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng mục tiêu năm 2025 là 1,26 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,25 lần.

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

VIB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,07 lần...



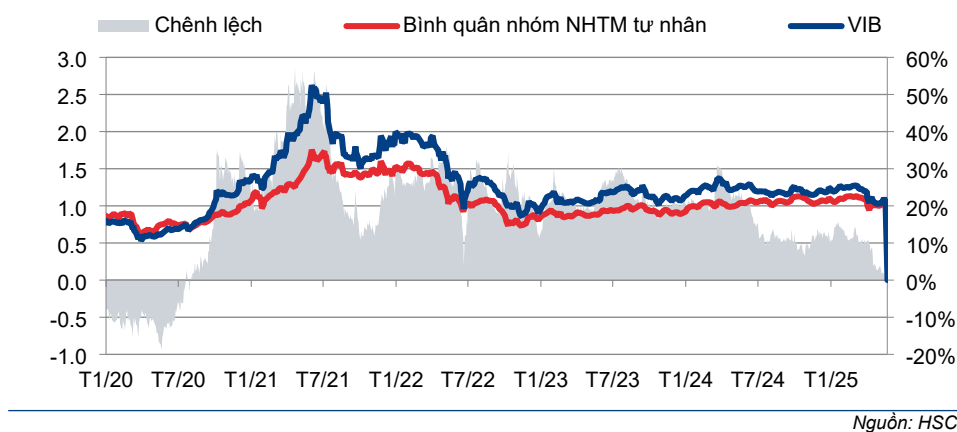
Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VIB

...thấp hơn 0,52 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



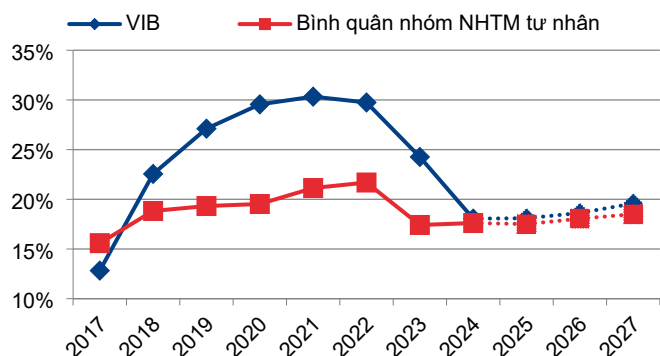
Biểu đồ 12: Chênh lệch định giá với bình quân nhóm NHTM tư nhân

VIB đang giao dịch với P/B sát với P/B bình quân của nhóm NHTM tư nhân là 1,06 lần



Biểu đồ 13: ROE, VIB & nhóm NHTM tư nhân

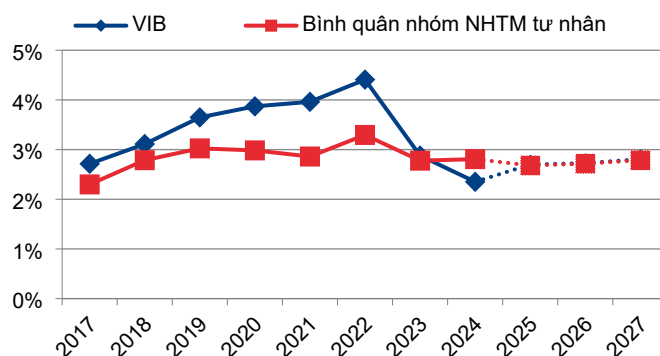
Hệ số ROE được kỳ vọng sẽ cải thiện, đạt bình quân 18,8% trong giai đoạn 2025-27, sát với mức bình quân của nhóm NHTM là 18%



Nguồn: VIB, HSC

Biểu đồ 14: Tỷ lệ NIM đã điều chỉnh rủi ro, VIB & nhóm NHTM tư nhân

Tỷ lệ NIM đã điều chỉnh rủi ro cũng được kỳ vọng sẽ tương đương với bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: VIB, HSC

Bảng 15: Phân tích DuPont, VIB

Dù điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ NIM, HSC vẫn kỳ vọng việc quản lý chi phí HĐ & chi phí dự phòng sẽ hỗ trợ lợi nhuận phục hồi

% tài sản bình quân	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Thu nhập lãi thuần	3.0%	3.7%	3.8%	4.0%	4.3%	4.6%	4.6%	3.7%	3.3%	3.4%	3.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.4%	0.6%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
Thu nhập ngoài lãi khác	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
Chi phí HĐ	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.3%
Chi phí dự phòng	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.4%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
Thuế & lợi ích của cổ đông thiểu số	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
ROA	1.0%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%	2.6%	2.3%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
Tài sản / vốn CSH	13.0	13.5	13.4	13.7	13.1	11.5	10.7	11.3	11.8	11.8	11.7
ROE	12.8%	22.6%	27.1%	29.6%	30.3%	29.7%	24.3%	18.1%	18.1%	18.7%	19.6%

Nguồn: VIB, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	36,691	32,443	36,344	43,265	52,034
Chi phí lãi	(18,207)	(15,693)	(18,901)	(22,747)	(27,553)
Thu nhập lãi thuần	18,484	16,750	17,444	20,518	24,482
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,203	1,765	1,767	2,219	2,753
Lãi thuần HĐ KDNH	548	501	450	500	500
Lãi/lỗ từ mua bán CK	130	248	105	100	100
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	3.35	3.75	3.75	3.75	3.75
Thu nhập khác	792	1,300	1,400	1,300	1,200
Tổng thu nhập HĐ	22,160	20,569	21,170	24,641	29,038
Chi phí HĐ	(6,611)	(7,211)	(7,606)	(8,229)	(9,010)
LN trước dự phòng	15,550	13,358	13,564	16,411	20,028
Chi phí dự phòng	(4,847)	(4,353)	(3,441)	(4,354)	(5,251)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	10,703	9,004	10,122	12,058	14,777
Chi phí thuế TNDN	(2,141)	(1,800)	(2,024)	(2,412)	(2,955)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	8,562	7,204	8,098	9,646	11,821
EPS (đồng)	2,885	2,427	2,728	3,250	3,983
DPS (đồng)	1,500	800	700	600	600
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,968	2,968	2,968	2,968	2,968
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,968	2,979	2,979	2,979	2,979
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,968	2,968	2,968	2,968	2,968

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,681	1,639	2,128	2,744	2,035
Tiền gửi tại NHNN	8,218	9,909	6,576	6,984	6,301
Tiền gửi tại các TCTD khác	68,198	105,589	116,147	134,731	156,288
Chứng khoán kinh doanh	16.4	8.78	8.78	8.78	8.78
Các công cụ tài chính phái sinh	157	822	822	822	822
Số dư cho vay thuần	262,074	318,316	378,252	446,553	518,196
Tổng dư nợ cho vay	266,346	324,010	382,331	451,151	523,335
Dự phòng rủi ro	(4,271)	(5,694)	(4,079)	(4,598)	(5,139)
Chứng khoán đầu tư	60,988	50,344	52,811	58,097	65,075
CK đầu tư sẵn sàng để bán	60,956	50,346	52,863	58,149	65,127
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4
Dự phòng rủi ro	(10.3)	(43.9)	(94.3)	(94.3)	(94.3)
Đầu tư dài hạn	69.5	69.5	69.5	69.5	69.5
Tài sản cố định	756	798	838	879	923
Tài sản khác	7,720	5,663	5,946	6,838	7,180
Tổng tài sản	409,878	493,158	563,599	657,728	756,899
Nợ phải trả	371,942	451,297	515,874	602,337	691,711
Tiền gửi của NHNN	0	18,587	5,000	5,500	7,000
Tiền gửi của các TCTD khác	98,640	123,201	145,377	168,637	188,873
Tổng tiền gửi KH	236,577	276,308	328,807	387,992	450,071
Trái phiếu và CCTG	23,897	23,263	26,752	30,765	35,379
Nợ khác	12,821	9,933	9,933	9,436	10,380
Vốn chủ sở hữu	37,936	41,862	47,725	55,391	65,189
Vốn điều lệ	25,368	29,791	29,791	29,791	29,791
Thặng dư vốn cổ phần	1.63	1.77	1.77	1.77	1.77
Lợi nhuận giữ lại	9,099	7,735	12,376	18,595	26,620
Quỹ & vốn khác của CSH	3,470	4,333	5,556	7,003	8,776
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	409,878	493,158	563,599	657,728	756,899
BVPS (đồng)	12,781	14,052	16,020	18,593	21,882

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	19.5	20.3	14.3	16.7	15.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	14.8	21.7	18.0	18.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	18.2	16.8	19.0	18.0	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	12.3	15.0	18.7	17.8	15.9
Tăng trưởng VCSH (%)	16.2	10.3	14.0	16.1	17.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	23.5	(9.38)	4.14	17.6	19.3
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	6.67	9.08	5.48	8.19	9.49
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	31.1	(14.1)	1.54	21.0	22.0
Tăng trưởng LNTT (%)	1.15	(15.9)	12.4	19.1	22.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	1.11	(15.9)	12.4	19.1	22.5
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.89	4.56	4.01	4.04	4.11
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.76)	(1.60)	(1.44)	(1.35)	(1.27)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.6	97.0	97.6	97.9	98.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.03	1.80	1.76	1.95	2.19
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	48.5	40.0	44.1	51.5	61.9
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.33	7.52	6.69	5.62	4.58
P/B (lần)	1.43	1.30	1.14	0.98	0.83
Lợi suất cổ tức (%)	8.22	4.38	3.84	3.29	3.29
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.6	35.0	38.3	39.1	40.7
ROAA (%)	2.27	1.60	1.53	1.58	1.67
ROAE (%)	24.3	18.1	18.1	18.7	19.6
Chi phí huy động BQ (%)	5.50	3.92	3.99	4.14	4.32
Lợi suất góp BQ (%)	10.2	7.41	7.05	7.24	7.49
Lợi suất thuần (%)	4.70	3.49	3.06	3.10	3.17
Tỷ lệ NIM (%)	5.14	3.83	3.38	3.43	3.53
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.94	8.58	8.35	9.00	9.48
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	83.4	81.4	82.4	83.3	84.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	6.65	9.98	9.25	7.73	6.21
Tỷ lệ CIR (%)	29.8	35.1	35.9	33.4	31.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	52.0	33.0	25.7	18.5	15.1
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.2	11.0	10.7	10.5	10.6
VCSH/Tổng TS (%)	9.26	8.49	8.47	8.42	8.61
Đòn bẩy vốn (lần)	10.8	11.8	11.8	11.9	11.6
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	3.14	3.51	3.00	2.60	2.20
Hệ số LLR (%)	51.0	50.1	35.6	39.2	44.6
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	113	117	116	116	116
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	27.5	29.1	29.0	28.7	28.0
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	65.0	65.7	67.8	68.6	69.1
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	176	180	184	187	191
Số lượng nhân viên	10,909	11,455	12,027	12,629	13,260

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