

Ticker	Yuanta Rating	Giá hiện tại (VND)	Giá Mục tiêu (VND)	12-m TSR*
ACB VN	BUY	26,800	33,790	30%
BID VN	HOLD-UPF	50,100	47,470	-5%
HDB VN	BUY	22,400	29,450	36%
MBB VN	BUY	22,600	32,480	46%
STB VN	HOLD-OPF	27,650	34,930	26%
VCB VN	BUY	90,600	106,910	18%
VPB VN	BUY	18,300	23,400	33%

Nguồn: Bloomberg (giá đóng cửa: 22/04), Yuanta Việt Nam

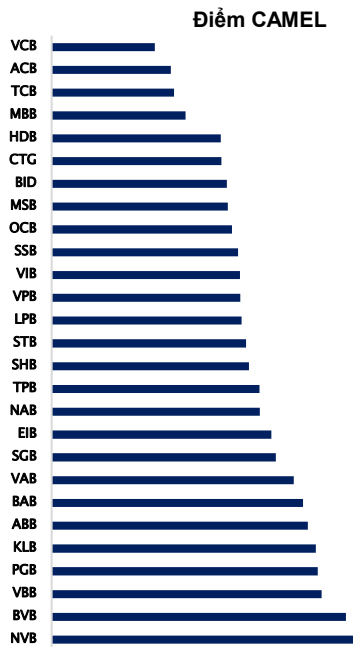
Tiêu điểm

- ACB và VCB vẫn giữ vị trí top 2 ngân hàng có chất lượng cao nhất theo đánh giá của chúng tôi.
- Chúng tôi đã cập nhật mô hình định giá cho 7 ngân hàng trong danh mục khuyến nghị, áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn và chuyển cơ sở định giá sang năm 2025.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **NĂM GIỮ** khả quan đối với STB chủ yếu dựa trên định giá.

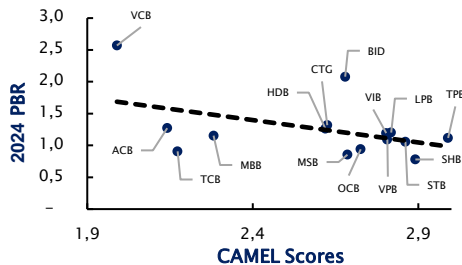
Quan điểm

- Thu nhập lãi thuần sẽ là động lực chính trong năm 2024 nhờ chi phí huy động vốn giảm.
- Tỷ lệ nợ xấu có thể đạt đỉnh trong bối cảnh lãi suất thấp và việc gia hạn Thông tư 02.
- Tuy nhiên, không thể loại trừ rủi ro tỷ giá tăng do tỷ giá tăng
- Định giá vẫn trong mức hợp lý. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với ACB, MBB, VPB, HDB và VCB.

Tổng quan: Trong bảng xếp hạng ngân hàng theo mô hình CAMEL Q4/2023, VCB (MUA), ACB (MUA), MBB (MUA) và TCB (Không đánh giá), vẫn thuộc Top 4. Chúng tôi kỳ vọng việc tăng trưởng tín dụng được cải thiện và chi phí vốn thấp hơn sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2024. Chúng tôi thêm BaoVietBank (OTC, không đánh giá) vào danh sách xếp hạng theo mô hình CAMEL. Tài sản của Bảo ViệtBank chỉ chiếm 0,6% tổng tài sản toàn ngành (28 ngân hàng niêm yết).



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Cập nhật định giá – duy trì quan điểm tích cực

Động lực thúc đẩy lợi nhuận 2023 đến từ lãi chứng khoán đầu tư, đóng góp tới 13,8 nghìn tỷ đồng (+3x YoY).

Tuy nhiên, năm 2024, chúng tôi tin rằng thu nhập lãi ròng (net-II) sẽ trở thành động lực chính dựa trên kỳ vọng về mức tăng trưởng tín dụng cao và chi phí vốn giảm. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 15% trong năm 2024. Vui lòng xem tóm tắt triển vọng 2024 ở trang 6 để biết thêm chi tiết.

Chất lượng tài sản suy giảm vào năm 2023, nhưng chúng tôi vẫn duy trì quan điểm lạc quan về sự cải thiện trong năm 2024 nhờ vào kỳ vọng về phục hồi kinh tế và môi trường lãi suất thấp. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) có thể đạt đỉnh trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và khả năng gia hạn của Thông tư 02.

Dù các ngân hàng đã áp dụng cùng lúc nhiều chính sách dự phòng, nhưng tổng trích lập dự phòng của toàn ngành năm 2023 đã tăng +3% YoY. Chúng tôi tin rằng áp lực trích lập dự phòng sẽ giảm bớt trong năm 2024 nhờ vào kỳ vọng chất lượng tài sản được cải thiện; tuy nhiên, các ngân hàng có tỷ lệ LLR thấp và tỷ lệ nợ xấu (NPL) cao có thể sẽ cần phải tăng thêm chi phí dự phòng.

Chúng tôi đã cập nhật mô hình định giá cho 7 ngân hàng nằm trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi, áp dụng mức chiết khấu thấp hơn và chuyển cơ sở định giá sang năm 2025. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với ACB, MBB, VCB, VPB và HDB. Tỷ suất sinh lời của cổ phiếu VPB kém xa so với các ngân hàng còn lại, tuy nhiên với mức định giá hiện tại thì cổ phiếu VPB có mức sinh lời tiềm năng khoảng 24% (bao gồm cổ tức). Chúng tôi tin rằng cổ phiếu VPB sẽ có những đợt tăng giá trên cơ sở những dự báo về sự phục hồi của FE Credit.

Duy trì đánh giá tích cực cổ phiếu ngành ngân hàng dựa trên kỳ vọng 1) thu nhập lãi ròng (net-II) năm 2024 được cải thiện nhờ mức tăng trưởng tín dụng cao hơn và chi phí vốn thấp hơn; và 2) định giá của ngành ngân hàng vẫn khá rẻ, với PB 2024E trung vị là 1,1x và ROE ở mức 18%. Chúng tôi dự báo ROE bình quân 2024E của 7 ngân hàng nằm trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi là 20%.

Rủi ro: Rủi ro chất lượng tài sản bị suy giảm do tình trạng suy thoái kéo dài của thị trường bất động sản. Ngoài ra, cũng không thể loại trừ rủi ro tăng tỷ giá khi VNĐ mất giá.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Mục lục
Ngành ngân hàng Việt Nam_2023_Tóm tắt
Ngành ngân hàng Việt Nam_Tổng quan 2024
Báo cáo cập nhật
ACB: Ngân hàng vững mạnh với định giá hấp dẫn
MBB: Lợi thế về CASA, và định giá rẻ
VCB: Kỳ vọng về sự thành công thương vụ bán vốn
VPB: FE Credit phục hồi giảm gánh nặng cho VPB
HDB: Định giá rẻ
STB: Quá trình tái cơ cấu đã gần hoàn thành
BID: Chất xúc tác từ việc bán vốn, nhưng định giá không còn hấp dẫn

Danh sách khuyến nghị cổ phiếu ngân hàng của Yuanta

Bảng 1- Danh sách khuyến nghị các mã cổ phiếu ngành ngân hàng của Yuanta Việt Nam

Stock code	Market cap (USD mn)	Yuanta Rating	Current price (VND)	Target price (VND)	2024E Dividend yield	12-m TSR*	2024E ROE	2024E ROA	2024E BVPS	2024E PB
ACB VN	4,500	BUY	28,450	33,790	3.6%	22%	24%	2.5%	22,184	1.3x
BID VN	12,073	HOLD-UP	52,100	47,470	0.0%	-9%	17%	1.1%	24,952	2.1x
HDB VN	2,853	BUY	24,000	29,450	4.2%	27%	25%	2.0%	18,879	1.3x
MBB VN	5,459	BUY	24,900	32,480	2.0%	32%	23%	2.5%	21,619	1.2x
STB VN	2,422	HOLD-OP	31,400	34,930	0.0%	11%	19%	1.5%	29,469	1.1x
VCB VN	21,561	BUY	95,200	106,910	0.0%	12%	20%	2.0%	36,934	2.6x
VPB VN	6,370	BUY	19,650	23,400	5.1%	24%	10%	1.7%	17,884	1.1x

*Lưu ý: TSR 12T = Tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng tới bao gồm kỳ vọng thay đổi đối với giá cổ phiếu và cổ tức. Dữ liệu giá đóng cửa được ghi nhận tại ngày 01/04/2024.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Bảng 2- Danh sách khuyến nghị các mã cổ phiếu ngành ngân hàng của Yuanta Việt Nam_Kết quả dự báo 2024

Stock code	PATMI	PATMI growth	Loan	Loan growth	Deposit	Deposit growth	NII	NII growth	Fee income	Fee growth	Opex	Opex growth	Provisio ning	Provisio ning growth	EPS	EPS growth
ACB VN	19,377	21%	562,714	15.4%	552,000	14%	30,288	21%	3,616	24%	12,032	11%	1,888	5%	4,915	21%
BID VN	26,148	21%	2,048,617	15.2%	1,945,604	14%	67,182	20%	8,004	22%	29,026	16%	24,362	20%	4,120	25%
HDB VN	13,032	29%	420,580	22.5%	449,092	21%	28,793	30%	2,714	24%	11,609	27%	5,179	21%	4,506	29%
MBB VN	25,667	24%	721,307	18.0%	662,063	17%	48,517	25%	4,946	21%	17,441	17%	7,693	26%	4,580	22%
STB VN	10,889	41%	563,341	16.7%	582,915	14%	27,527	25%	3,385	29%	14,601	13%	4,321	17%	5,776	41%
VCB VN	40,148	22%	1,469,694	15.7%	1,601,273	15%	62,386	16%	7,927	37%	25,199	15%	4,907	7%	6,619	22%
VPB VN	15,111	50%	713,277	26.0%	554,288	25%	49,526	30%	8,884	25%	16,961	22%	28,408	14%	1,905	32%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Tóm tắt_KQHDKD năm 2023 (28 NH niêm yết_Tổng hợp)		Back to top
Ngành ngân hàng	2023	% YoY
Thu nhập lãi ròng NII (Tỷ đồng)	448.848	5%
Thu nhập phí ròng (Tỷ đồng)	64.022	0%
Thu nhập ngoài lãi khác điều chỉnh (Tỷ đồng)	39.127	58%
TOI điều chỉnh (Tỷ đồng)	551.998	7%
Chi phí vận hành (Opex) (Tỷ đồng)	197.705	6%
Chi phí dự phòng (Tỷ đồng)	123.996	3%
Thu nhập ròng khác (Tỷ đồng)	25.076	-31%
LNST của CBCT mẹ (PATMI) (Tỷ đồng)	203.763	4%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1,94%	35 điểm cơ bản
Tỷ lệ LLR (%)	94%	-29 điểm phần trăm
Tỷ lệ CASA (%)	22%	90 điểm cơ bản

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

VCB và ACB giữ vững thứ hạng số 1 & số 2 trong bảng xếp hạng ngân hàng theo mô hình CAMEL tại Q4/2023 của chúng tôi. Tỷ lệ nợ xấu của VCB và ACB thuộc hàng thấp nhất ngành, theo thứ tự là 0,98% và 1,21%. Ngoài ra, VCB còn nổi bật với tỷ lệ LLR cao nhất ngành, đạt mức 230% tính đến cuối Q4/2023.

Tổng LNST của CDCT mẹ (PATMI) năm 2023 của 28 ngân hàng niêm yết đạt 204 nghìn tỷ đồng (+4% YoY). Trong số 7 ngân hàng trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi, có 6 ngân hàng có mức tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 dương, bao gồm STB (+53% YoY), HDB (+30% YoY), BID (+18% YoY), MBB (+18% YoY), ACB (+17% YoY) và VCB (+11% YoY). Ngoại trừ VPB với lợi nhuận giảm -45% YoY, nguyên nhân chủ yếu đến từ FE Credit và trước đó trong năm 2022, VPP có ghi nhận khoản phí trả trước một lần từ việc gia hạn thỏa thuận độc quyền bancassurance với AIA. Ngay cả khi không tính đến khoản phí bất thường này, PATMI của VPB vẫn giảm khoảng -21% YoY trong năm 2023.

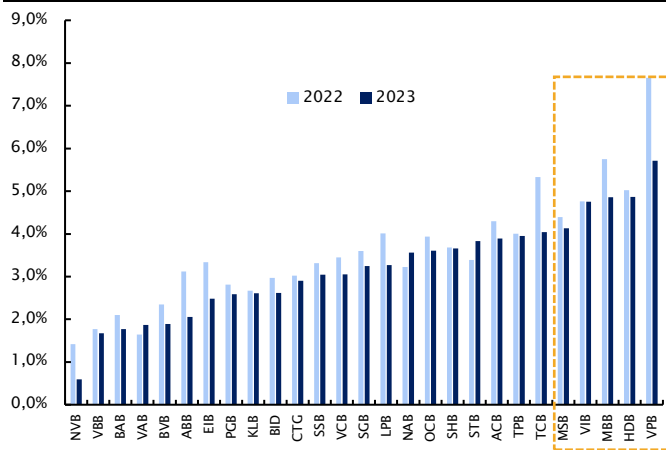
Lãi ròng từ chứng khoán đầu tư là nguồn đóng góp lợi nhuận chính trong năm 2023 khi tổng lãi ròng của mảng này đạt 13,8 nghìn tỷ đồng (+3x YoY) năm 2023.

Biên lãi ròng (NIM) giảm khoảng -40 điểm cơ bản xuống 3,45% vào năm 2023 (dựa trên dữ liệu tổng hợp của 28 ngân hàng niêm yết) do các ngân hàng phải cắt giảm lãi suất để hỗ trợ người đi vay trong khi phải đối mặt với chi phí vốn tăng cao. Năm 2022, NHNN đã thực hiện 2 đợt tăng lãi suất cơ bản liên tiếp vào tháng 9 và tháng 10 sau giai đoạn lãi suất thấp trong thời kỳ COVID, làm chi phí huy động vốn tăng cao trong năm 2023. Tuy nhiên, sau đó, NHNN đã quyết định cắt giảm lãi suất điều hành 4 lần liên tiếp vào tháng 3, tháng 4, tháng 5 và tháng 6 năm 2023. **Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn của các ngân hàng sẽ giảm khoảng 1,5 - 2,0 điểm phần trăm trong năm 2024.**

Tổng chi phí tín dụng (chi phí dự phòng rủi ro) (của 28 ngân hàng niêm yết) tăng nhẹ +3% YoY. Tuy nhiên, chi phí tín dụng đã tăng mạnh đối với một số ngân hàng như MSB và VIB trong năm 2023 (vui lòng xem hình 8 bên dưới) trong bối cảnh chất lượng tài sản suy giảm. Tỷ lệ nợ xấu trên báo cáo tài chính (của toàn bộ 28 ngân hàng niêm yết) tăng +35 điểm cơ bản lên mức 1,94%. Tuy nhiên, tỷ lệ này trên thực tế có thể cao hơn nếu gộp cả các khoản nợ đã được tái cơ cấu theo Thông tư 02/2023/TT-NHNN, chúng tôi ước tính giá trị của các khoản nợ này vào khoảng 1% tổng tín dụng.

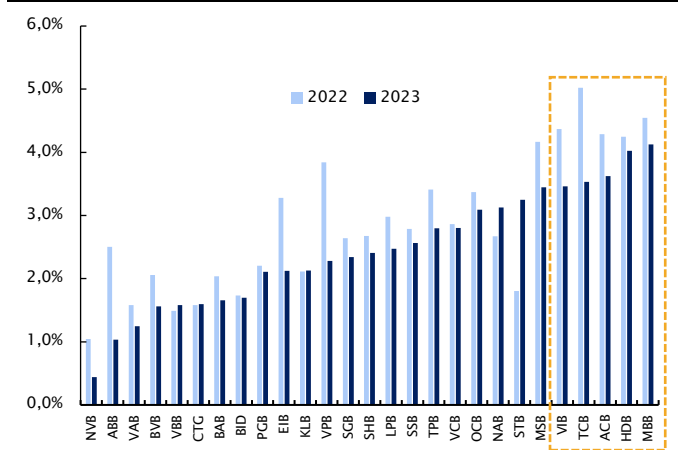
NIM sau khi điều chỉnh chi phí tín dụng (được tính toán bằng cách lấy NIM trừ đi tỷ lệ chi phí tín dụng/tổng tài sản) của 28 ngân hàng niêm yết giảm -27 điểm cơ bản YoY xuống 2,55% vào năm 2023. Trong số đó, **MSB, HDB, ACB, TCB, VIB là top 5 ngân hàng có tỷ lệ NIM sau khi điều chỉnh chi phí tín dụng cao nhất.** Đáng chú ý, mặc dù ACB không lọt vào top 5 về NIM, nhưng NIM sau điều chỉnh chi phí tín dụng lại nằm trong top 3. Điều này cho thấy khả năng sinh lời cao và chất lượng tài sản vững chắc của ACB.

Biểu đồ 1: NIM của các ngân hàng



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

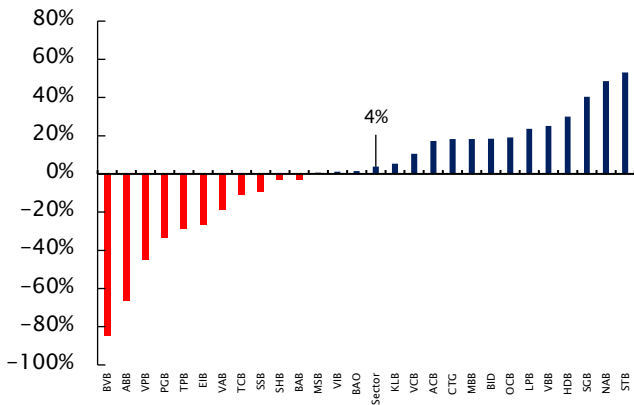
Biểu đồ 2: NIM sau khi điều chỉnh chi phí tín dụng



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

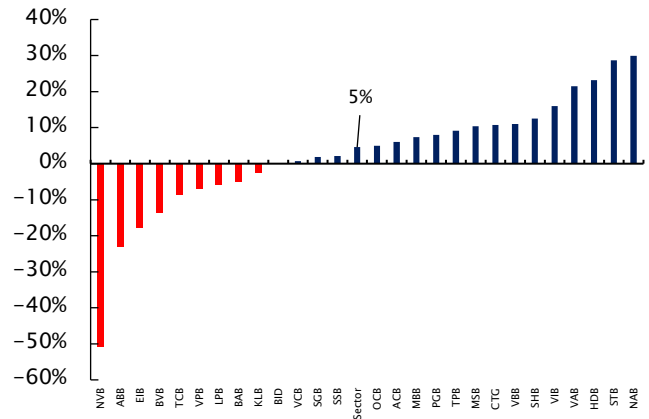
Tóm tắt kết quả HDKD_2023

Biểu đồ 3: Tăng trưởng PATMI 2023 (% YoY)



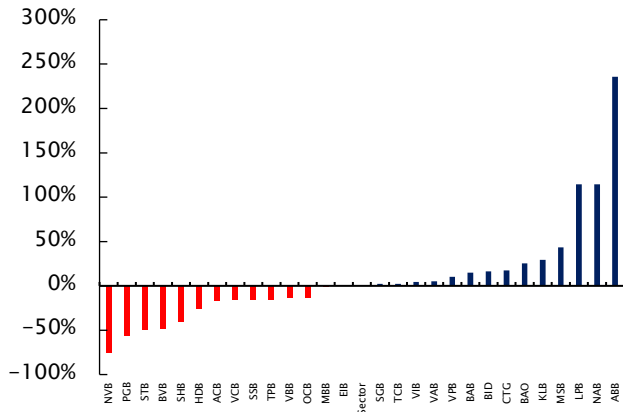
Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: Tăng trưởng thu nhập lãi ròng 2023 (% YoY)



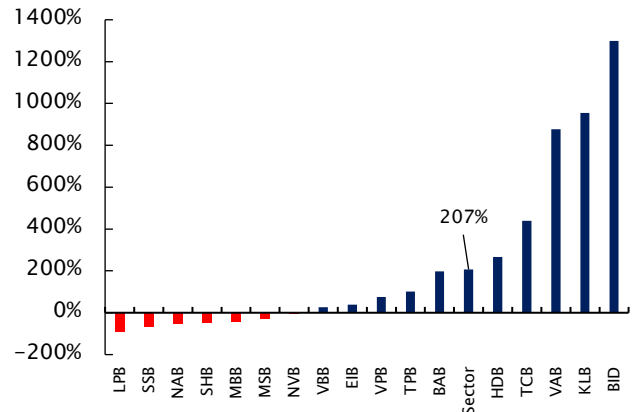
Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Tăng trưởng thu nhập phí ròng 2023 (% YoY)



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

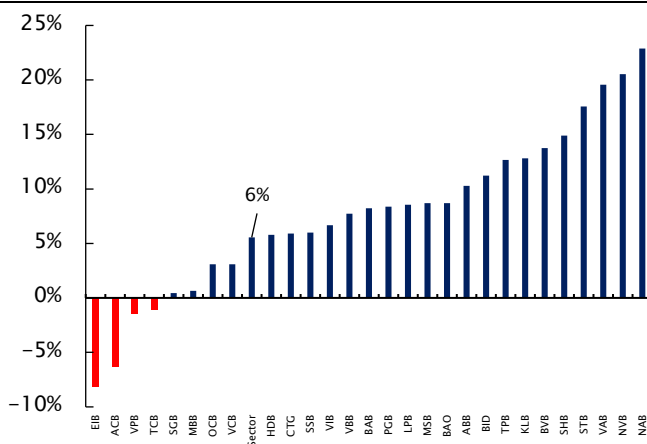
Biểu đồ 6: Lợi nhuận chứng khoán đầu tư 2023 (% YoY)



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

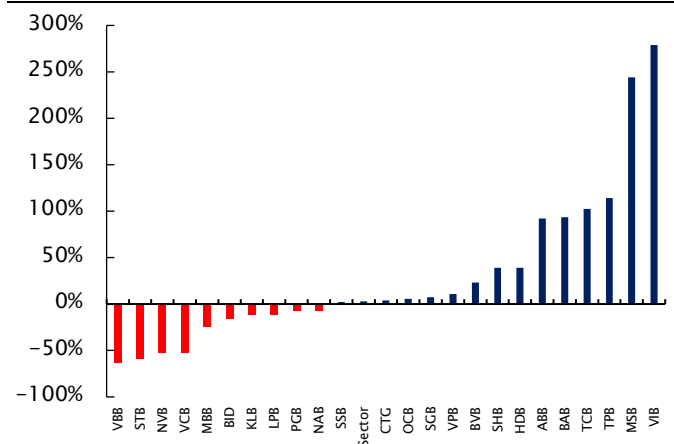
Lưu ý: một số ngân hàng công bố lợi nhuận ròng từ chứng khoán đầu tư tăng trưởng mạnh, nhưng KQKD 2022 lại âm; do đó, chúng tôi không đưa những ngân hàng đó vào đây vì không thể tính toán được mức tăng trưởng.

Biểu đồ 7: Tăng chi phí HDKD (opex) 2023 (% YoY)



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 8: Tăng chi phí dự phòng 2023 (% YoY)



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

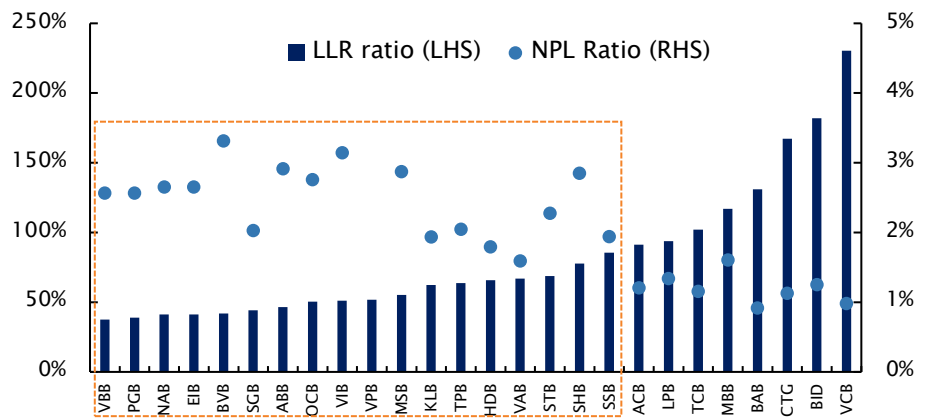
Thu nhập lãi ròng dự đoán sẽ là động lực chính cho lợi nhuận 2024 trong bối cảnh kỳ vọng tăng trưởng tín dụng được cải thiện và chi phí vốn thấp hơn. Đặc biệt đối với các ngân hàng tham gia vào việc tái cơ cấu những ngân hàng yếu kém, sẽ đạt được mức tăng trưởng tín dụng cao hơn bình quân ngành năm 2024 (HDB, MBB, VCB, VPB).

Xu hướng chính trong Q4/2023 là sự phục hồi của tỷ lệ CASA và chi phí huy động vốn giảm. Tỷ lệ CASA Q4/2023 tăng lên 22% (số liệu tổng hợp 28 ngân hàng) (+2,5 điểm phần trăm QoQ/+80 điểm cơ bản YoY). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục tăng trong năm 2024 trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có kỳ hạn kém hấp dẫn.

Chất lượng tài sản cũng được cải thiện nhẹ QoQ với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống mức 1,94% (-30 điểm cơ bản QoQ/ nhưng +35 điểm cơ bản YoY). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu có thể đạt đỉnh và sẽ giảm trong năm 2024 nhờ kỳ vọng 1) lãi suất thấp giúp giảm gánh nặng trả nợ cho người đi vay và 2) triển vọng kinh tế tốt hơn.

Mặc dù áp lực trích lập dự phòng có thể giảm bớt trong năm 2024, chúng tôi cho rằng các ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) thấp và tỷ lệ nợ xấu (NPL) cao có thể cần tăng mức chi phí dự phòng (xem biểu đồ bên dưới).

Biểu đồ 9: Tỷ lệ NPL & LLR của các ngân hàng



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng tóm tắt triển vọng của các ngân hàng Việt Nam năm 2024

Chỉ tiêu chính	Triển vọng 2024	Biểu đồ của các NH trong danh sách khuyến nghị																								
Tăng trưởng tín dụng	Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của ngành sẽ đạt 15% trong năm 2024 nhờ vào: 1) môi trường lãi suất thấp, 2) kỳ vọng phục hồi kinh tế, đặc biệt là lĩnh vực xuất nhập khẩu, đầu tư công và FDI.	<p>Dự báo tăng trưởng cho vay 2024</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>Tăng trưởng (%)</th></tr> <tr><td>BID</td><td>15%</td></tr> <tr><td>ACB</td><td>15%</td></tr> <tr><td>VCB</td><td>16%</td></tr> <tr><td>STB</td><td>17%</td></tr> <tr><td>MBB</td><td>18%</td></tr> <tr><td>HDB</td><td>22%</td></tr> <tr><td>VPB</td><td>26%</td></tr> </table>	Ngân hàng	Tăng trưởng (%)	BID	15%	ACB	15%	VCB	16%	STB	17%	MBB	18%	HDB	22%	VPB	26%								
Ngân hàng	Tăng trưởng (%)																									
BID	15%																									
ACB	15%																									
VCB	16%																									
STB	17%																									
MBB	18%																									
HDB	22%																									
VPB	26%																									
Tỷ lệ CASA	Tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2024 trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có kỳ hạn kém hấp dẫn, từ đó giúp giảm chi phí huy động vốn cho các ngân hàng.	<p>Dự báo chi phí vốn 2024</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>Chi phí (%)</th></tr> <tr><td>VCB</td><td>~3.5%</td></tr> <tr><td>MBB</td><td>~3.5%</td></tr> <tr><td>BID</td><td>~4.0%</td></tr> <tr><td>ACB</td><td>~4.5%</td></tr> <tr><td>STB</td><td>~5.5%</td></tr> <tr><td>VPB</td><td>~6.5%</td></tr> <tr><td>HDB</td><td>~7.0%</td></tr> </table>	Ngân hàng	Chi phí (%)	VCB	~3.5%	MBB	~3.5%	BID	~4.0%	ACB	~4.5%	STB	~5.5%	VPB	~6.5%	HDB	~7.0%								
Ngân hàng	Chi phí (%)																									
VCB	~3.5%																									
MBB	~3.5%																									
BID	~4.0%																									
ACB	~4.5%																									
STB	~5.5%																									
VPB	~6.5%																									
HDB	~7.0%																									
Quy mô vốn	Chúng tôi kỳ vọng quy mô vốn sẽ tăng trong giai đoạn 2024-2025 khi nhiều ngân hàng có kế hoạch tăng vốn. Đáng chú ý nhất là dự định thoái 9% vốn cổ phần của BID (tính theo tổng vốn điều lệ tại thời điểm 2021) và đề xuất bán 6,5% cổ phần của VCB. Chúng tôi ước tính tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của BID sẽ cải thiện lên 11% và của VCB sẽ đạt 14% nếu việc bán cổ phần thành công.	<p>Dự báo tỷ lệ an toàn vốn (CAR) sau khi tăng vốn</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>Before (%)</th><th>After (%)</th></tr> <tr><td>BID</td><td>~8%</td><td>11%</td></tr> <tr><td>VCB</td><td>~10%</td><td>14%</td></tr> </table>	Ngân hàng	Before (%)	After (%)	BID	~8%	11%	VCB	~10%	14%															
Ngân hàng	Before (%)	After (%)																								
BID	~8%	11%																								
VCB	~10%	14%																								
Tỷ lệ nợ xấu	Tỷ lệ nợ xấu có khả năng đạt đỉnh do 1) gánh nặng trả nợ giảm từ người đi vay nhờ lãi suất thấp, 2) gia hạn Thông tư 02, 3) kì vọng kinh tế phục hồi	<p>Dự báo tỷ lệ nợ xấu 2024</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>2023 (%)</th><th>2024E (%)</th></tr> <tr><td>VCB</td><td>~0.5%</td><td>~0.5%</td></tr> <tr><td>ACB</td><td>~1.0%</td><td>~1.0%</td></tr> <tr><td>BID</td><td>~1.0%</td><td>~1.0%</td></tr> <tr><td>HDB</td><td>~1.5%</td><td>~1.5%</td></tr> <tr><td>MBB</td><td>~1.5%</td><td>~1.5%</td></tr> <tr><td>STB</td><td>~2.0%</td><td>~2.0%</td></tr> <tr><td>VPB</td><td>~4.5%</td><td>~4.0%</td></tr> </table>	Ngân hàng	2023 (%)	2024E (%)	VCB	~0.5%	~0.5%	ACB	~1.0%	~1.0%	BID	~1.0%	~1.0%	HDB	~1.5%	~1.5%	MBB	~1.5%	~1.5%	STB	~2.0%	~2.0%	VPB	~4.5%	~4.0%
Ngân hàng	2023 (%)	2024E (%)																								
VCB	~0.5%	~0.5%																								
ACB	~1.0%	~1.0%																								
BID	~1.0%	~1.0%																								
HDB	~1.5%	~1.5%																								
MBB	~1.5%	~1.5%																								
STB	~2.0%	~2.0%																								
VPB	~4.5%	~4.0%																								
Thu nhập lãi ròng	Thu nhập lãi ròng sẽ là yếu tố chính thúc đẩy lợi nhuận năm 2024 nhờ kỳ vọng tăng trưởng tín dụng được cải thiện và chi phí vốn thấp hơn.	<p>Tăng trưởng thu nhập lãi ròng 2024</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>Tăng trưởng (%)</th></tr> <tr><td>VCB</td><td>~15%</td></tr> <tr><td>BID</td><td>~18%</td></tr> <tr><td>ACB</td><td>~20%</td></tr> <tr><td>STB</td><td>~22%</td></tr> <tr><td>MBB</td><td>~25%</td></tr> <tr><td>VPB</td><td>~30%</td></tr> <tr><td>HDB</td><td>~32%</td></tr> </table>	Ngân hàng	Tăng trưởng (%)	VCB	~15%	BID	~18%	ACB	~20%	STB	~22%	MBB	~25%	VPB	~30%	HDB	~32%								
Ngân hàng	Tăng trưởng (%)																									
VCB	~15%																									
BID	~18%																									
ACB	~20%																									
STB	~22%																									
MBB	~25%																									
VPB	~30%																									
HDB	~32%																									
Chi phí dự phòng	Áp lực trích lập dự phòng có thể giảm bớt trong năm 2024 do chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL đã đạt đỉnh trong bối cảnh áp lực trả nợ của người đi vay giảm do lãi suất thấp và kỳ vọng nền kinh tế được cải thiện trong năm 2024.	<p>Dự báo tăng trưởng trích lập dự phòng 2024</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>Tăng trưởng (%)</th></tr> <tr><td>ACB</td><td>~5%</td></tr> <tr><td>VCB</td><td>~8%</td></tr> <tr><td>VPB</td><td>~12%</td></tr> <tr><td>STB</td><td>~15%</td></tr> <tr><td>BID</td><td>~18%</td></tr> <tr><td>HDB</td><td>~20%</td></tr> <tr><td>MBB</td><td>~25%</td></tr> </table>	Ngân hàng	Tăng trưởng (%)	ACB	~5%	VCB	~8%	VPB	~12%	STB	~15%	BID	~18%	HDB	~20%	MBB	~25%								
Ngân hàng	Tăng trưởng (%)																									
ACB	~5%																									
VCB	~8%																									
VPB	~12%																									
STB	~15%																									
BID	~18%																									
HDB	~20%																									
MBB	~25%																									
PATMI	Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các ngân hàng sẽ tăng trong năm 2024. Đối với 7 ngân hàng trong danh mục khuyến nghị, chúng tôi kỳ vọng PATMI sẽ tăng trung bình +30% YoY , chủ yếu là do: 1) VPB (+50% YoY) phần lớn đến từ kỳ vọng phục hồi từ mức nền thấp năm 2023 và sự phục hồi của FE Credit, và 2) STB (+41% YoY) . Quá trình tái cơ cấu tại STB đã gần hoàn tất.	<p>Dự báo tăng trưởng PATMI 2024</p> <table border="1"> <tr><th>Ngân hàng</th><th>Tăng trưởng (%)</th></tr> <tr><td>ACB</td><td>21%</td></tr> <tr><td>BID</td><td>21%</td></tr> <tr><td>VCB</td><td>22%</td></tr> <tr><td>MBB</td><td>24%</td></tr> <tr><td>HDB</td><td>29%</td></tr> <tr><td>STB</td><td>41%</td></tr> <tr><td>VPB</td><td>50%</td></tr> </table>	Ngân hàng	Tăng trưởng (%)	ACB	21%	BID	21%	VCB	22%	MBB	24%	HDB	29%	STB	41%	VPB	50%								
Ngân hàng	Tăng trưởng (%)																									
ACB	21%																									
BID	21%																									
VCB	22%																									
MBB	24%																									
HDB	29%																									
STB	41%																									
VPB	50%																									

Luật tín dụng mới

Những thay đổi chính:

- **Giảm tỉ lệ sở hữu tối đa của cổ đông cá nhân** tại ngân hàng (không áp dụng cho nhà đầu tư nước ngoài).
- **Giảm hạn mức tín dụng** và nhờ đó hạn chế rủi ro tập trung.
- **Kéo dài thời hạn nắm giữ bất động sản** để hỗ trợ giải quyết nợ xấu.
- **Qui định rõ về quyền và nghĩa vụ của các NH** khi nhận chuyển giao các ngân hàng yếu kém

Vui lòng xem chi tiết [tại đây](#).

Định giá ngành

Định giá PB 2024E ngành ngân hàng ở mức 1,1x với ROE 2024E là 18%. Tham chiếu số liệu lịch sử, cổ phiếu ngành ngân hàng vẫn đang được giao dịch ở dưới mức PB trung bình 10 năm. Với kỳ vọng lợi nhuận được cải thiện trong năm 2024, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị về cổ phiếu ngành ngân hàng. Chúng tôi dự báo ROE bình quân 2024 là 20% cho 7 ngân hàng nằm trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi.

Biểu đồ 10: PE lịch sử ngành ngân hàng



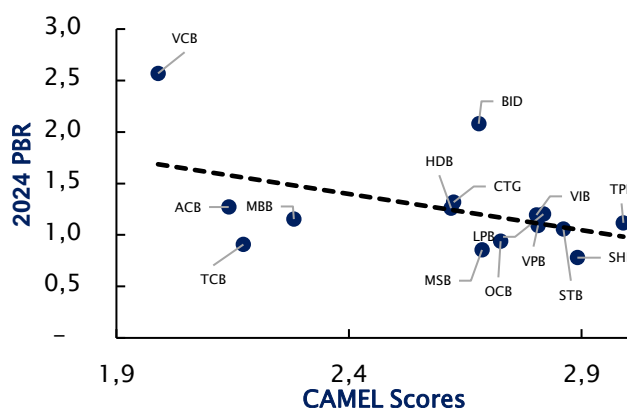
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 11: PB lịch sử ngành ngân hàng



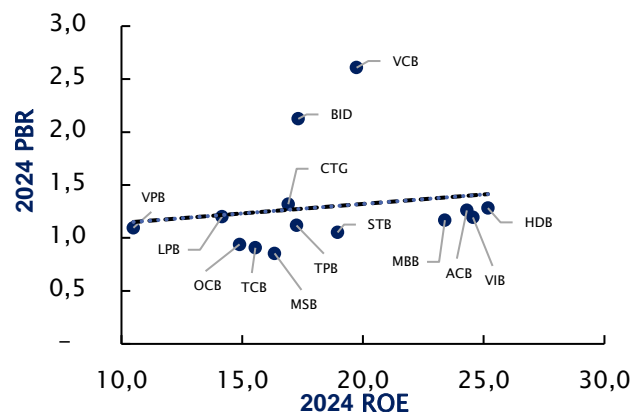
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 12: PB 2024 vs. điểm CAMEL



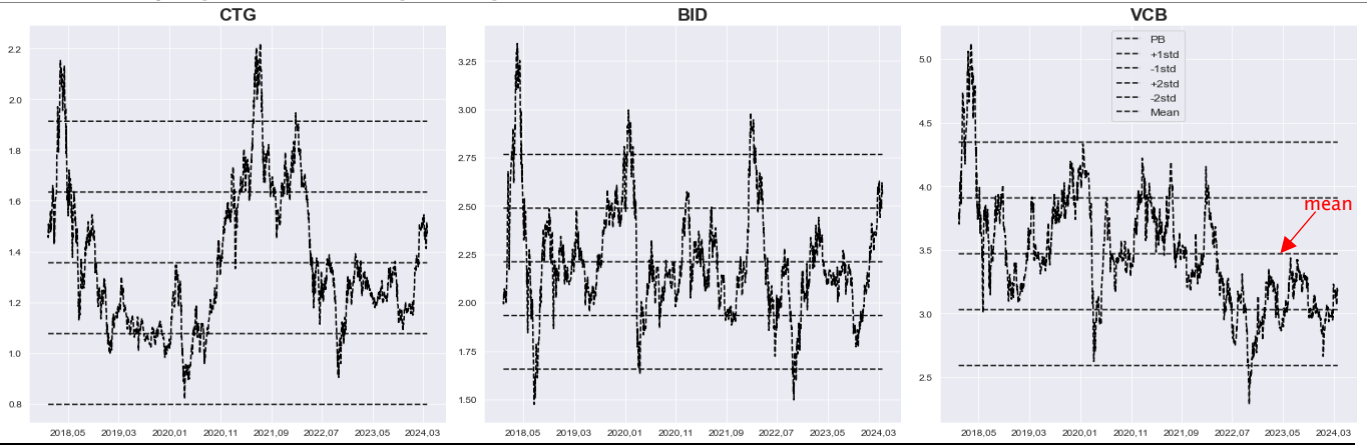
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 13: 2024 PB vs. ROE



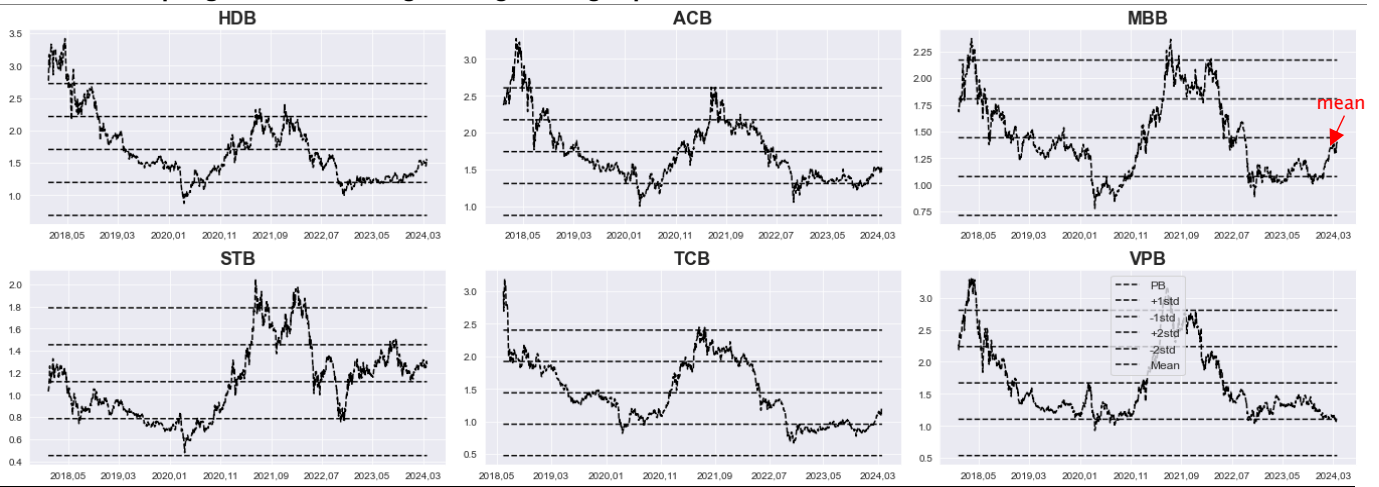
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 14: Định giá P/B của các ngân hàng TMCP có vốn Nhà nước



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

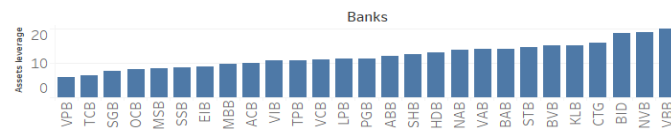
Biểu đồ 15: Định giá P/B của các ngân hàng thương mại tư nhân



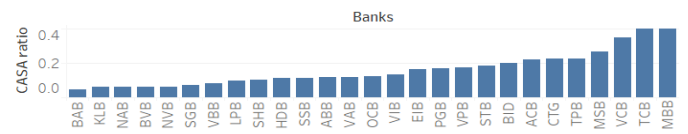
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Các chỉ số chính

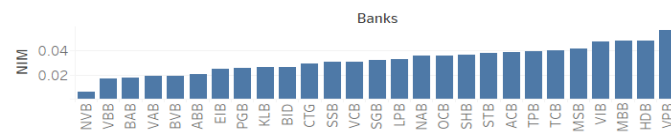
A/E Leverage



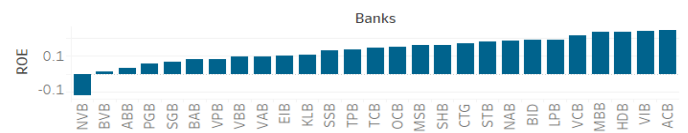
CASA Ratio



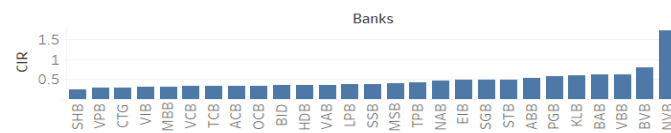
NIM



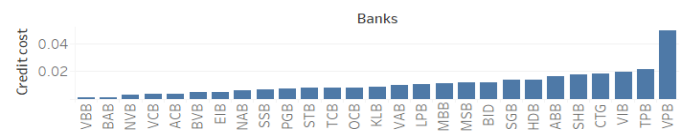
ROE ROA



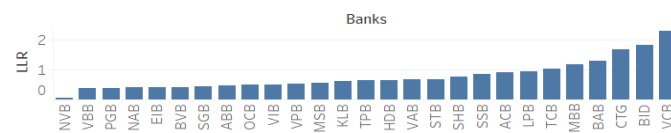
CIR



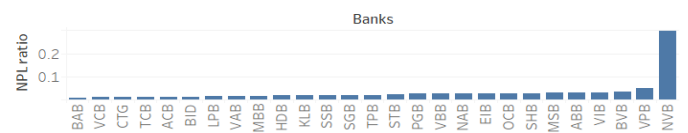
Credit cost



LLR



NPL



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

* Dữ liệu tại thời điểm cuối Q4/2023

Thị phần các ngân hàng tính theo tổng giá trị tài sản:

BID 15.69%	MBB 6.44%	TCB 5.79%	VPB 5.58%	ACB 4.90%		
CTG 13.86%	STB 4.60%	VIB 2.79%	LPB 2.61%	TPB 2.43%	MSB 1.82%	
	SHB 4.30%	SSB 1.81%	EIB 1.37%	VBB 0.94%	VAB 0.77%	
VCB 12.54%	HDB 4.11%	OCB 1.63%	ABB 1.11%	NVB	BVB	KLB
		NAB 1.43%	BAB 1.04%			

Thị phần các ngân hàng tính theo tổng giá trị cho vay:

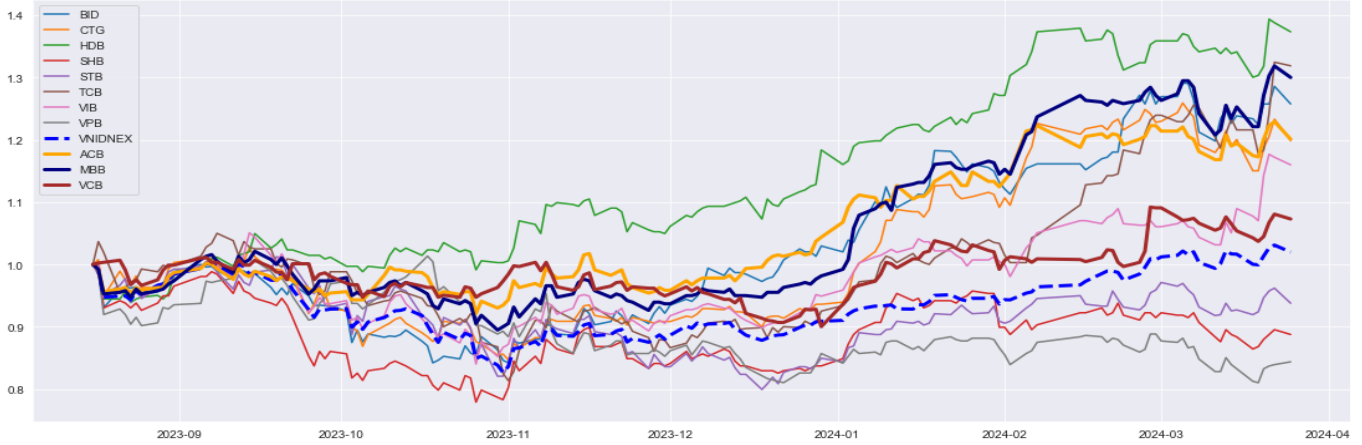
BID 17.71%	MBB 6.09%	VPB 5.64%	TCB 5.17%	ACB 4.86%	
CTG 14.68%	STB 4.81%	LPB 2.74%	VIB 2.65%	TPB 2.04%	
	SHB 4.37%	SSB 1.79%	NAB 1.41%	EIB 1.40%	BAB 0.99%
VCB 12.65%	HDB 3.42%	MSB 1.49%	ABB 0.98%	VAB 0.69%	KLB
		OCB 1.44%	VBB 0.80%	BVB	PGB
				NVB	

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

* **Lưu ý:** Dữ liệu được lấy tại thời điểm cuối Q4/2023 của 28 ngân hàng niêm yết và giao dịch trên sàn OTC (không bao gồm các ngân hàng lớn chưa niêm yết như Agribank hay SCB).

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng

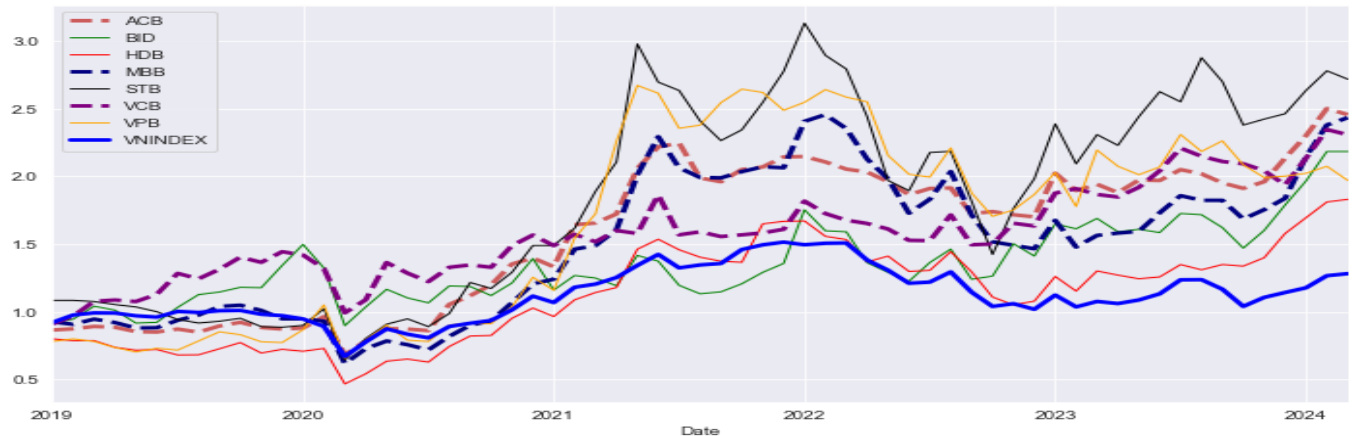
Biểu đồ 16: Diễn biến giá cổ phiếu ngành ngân hàng kể từ lần cập nhật gần nhất vào T8/2023



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Các cổ phiếu ngành ngân hàng nằm trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi có lợi nhuận tích lũy cao hơn VNINDEX trong khoảng thời gian T1/2019 – T7/2023.

Biểu đồ 17: Lợi nhuận tích lũy của cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị so với VNINDEX tính từ T1/2019



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

ACB (tím) và VCB (xanh lá cây) có mức giảm từ đỉnh (drawdown) thấp hơn so với VNINDEX (xanh da trời đứt đoạn) và các cổ phiếu ngành ngân hàng khác trong những giai đoạn đầy biến động như năm 2020 hoặc năm 2022.

Biểu đồ 18: Drawdown của các cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị so với VNINDEX tính từ T1/2019



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

BÁO CÁO CẬP NHẬT

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm +26%

Đóng cửa 22/04/2024

Giá 26.800 đồng

Giá mục tiêu 12T 33.790 đồng

TIÊU ĐIỂM

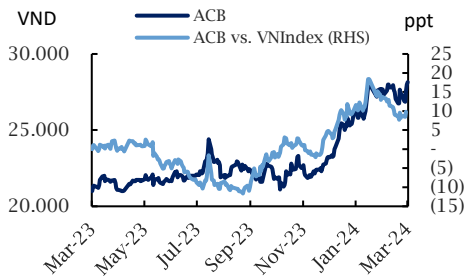
- ▶ **Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu +19%** sau khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 và áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn.
- ▶ **Giảm tỷ lệ chiết khấu - 1,2 điểm phần trăm** so với lần cập nhật gần nhất vào T8/2023.
- ▶ **Duy trì dự báo PATMI 2024** ở mức 19,4 nghìn tỷ đồng (+21% YoY).

QUAN ĐIỂM

- ▶ **Chất lượng tài sản vững chắc**, ACB tiếp tục duy trì vị trí thứ 2 theo mô hình CAMEL.
- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA**. ACB giao dịch ở mức P/B 2024 là 1,3x so với mức bình quân ngành là 1,1x nhờ có ROE vượt trội so với trung bình ngành.
- ▶ **ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn các ngân hàng khác**. Giá mục tiêu mới tương ứng với tỷ suất sinh lời 33%.

Tổng quan Ngân hàng: ACB được xếp hạng là một trong số những ngân hàng có chất lượng tốt nhất Việt Nam với tỷ lệ an toàn vốn cao, chất lượng tài sản ở mức tốt và không liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp. ACB là ngân hàng tập trung vào mảng bán lẻ, với 94% dư nợ cho vay ở phân khúc bán lẻ và 79% tiền gửi từ cá nhân tại thời điểm cuối Q4/2023. Dư nợ của ACB chiếm 3,6% tổng dư nợ toàn hệ thống. Nguồn vốn tương đối dồi dào, với tỷ lệ an toàn vốn (CAR) là 12,5% tại thời điểm cuối Q4/2023.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	4,4 tỷ USD
GTGD BQ 6T	9,2 triệu USD
SLCP đang lưu hành	3.884 triệu CP
Tỷ lệ chuyên nhượng tự	90%
Sở hữu nước ngoài	30,00%
Cổ đông lớn	28,5%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	9,6x
P/E 2024 (x)	5,7x
P/B 2024 (x)	1,3x
Room ngoại còn lại	0,0%
Tỷ suất cổ tức 2024 (%)	3,6%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024	2025E	2026E
NIM (%)	3,89%	4,03%	4,11%	4,14%
Tăng trưởng phí (%)	-17%	24%	22%	21%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	34%	32%	32%	31%
Tăng trưởng PPOP(%)	30%	20%	16%	16%
LN ròng (Tỷ đồng)	16.045	19.377	22.659	26.359
ROAA (%)	2,42%	2,51%	2,56%	2,61%
ROAE điều chỉnh (%)	24,4%	24,3%	23,4%	22,5%
PE (x)	6,9	5,7	4,9	4,2
PB (x)	1,5	1,3	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	3,6%	3,6%	3,6%	4,3%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam,

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấnh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantavietnam.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Ngân hàng TMCP Á Châu [ACB]

[Back to top](#)

Ngân hàng vững mạnh với mức định giá hấp dẫn

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở mức 15%. Chúng tôi cho rằng với chất lượng tài sản vững chắc (tỷ lệ nợ xấu thấp, chỉ 1,2% và không có rủi ro liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp) và tỷ lệ vốn cấp 1 ở mức cao, với 12,9%, ACB đủ khả năng sẽ được NHNN cấp thêm hạn mức tín dụng.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ mảng chứng khoán đầu tư sẽ đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (chiếm 10% PATMI 2024), và sẽ tiếp tục đóng góp vào lợi nhuận 2024 của ACB. Trái phiếu chính phủ ở khoản mục kinh doanh và sẵn sàng để bán (AFS) của ACB chiếm 2,6% tổng tài sản tính tại thời điểm cuối Q4/2023.

Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng năm 2024 ở mức 1,9 nghìn tỷ đồng (+5% YoY). Nhìn chung, rủi ro về chất lượng tài sản của ACB tương đối thấp do không có liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp, tỷ lệ nợ xấu thấp và sự thận trọng trong việc cấp tín dụng (98% khoản vay được đảm bảo, với tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản đảm bảo (LTV) chỉ ở mức 55%).

PATMI 2024 dự báo đạt 19,4 nghìn tỷ đồng (+21% YoY), gần như không thay đổi so với dự báo trước đó của chúng tôi vào T8/2023.

Yuanta vs. các bên. Lợi nhuận dự báo năm 2024 của chúng tôi hiện cao hơn 4% so với kỳ vọng của các bên. Dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng tín dụng của ACB có thể cao hơn các bên.

Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành nhờ kết quả hoạt động tốt và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng ROE 2024E sẽ đạt 24% so với mức bình quân của ngành là 18%.

Duy trì khuyến nghị MUA. Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu thêm +19% lên 33.790 đồng/cp, chủ yếu là do tỷ lệ chiết khấu giảm (cụ thể, lãi suất tiền gửi kì hạn 12 tháng của các ngân hàng TMCP Nhà nước đã giảm -1,5 điểm phần trăm kể từ lần cập nhật mô hình gần nhất của chúng tôi). Mức giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,5x và tỷ suất sinh lời 12 tháng (bao gồm cổ tức) là 23% (tính tại thời điểm ngày 2/4).

Rủi ro định giá: Tỷ lệ nợ xấu tăng và tăng trưởng tín dụng thấp hơn kì vọng là những rủi ro chính. Rủi ro tăng giá bao gồm tăng trưởng tín dụng cao hơn và chi phí dự phòng thấp hơn mức chúng tôi dự báo hiện nay. Một rủi ro khác là khả năng lãi suất có thể tăng do biến động tỷ giá, nhưng đây là rủi ro chung cho toàn bộ các cổ phiếu

ACB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023A	2024	2025E	2026E
PER (x)	8,0	7,0	6,9	5,7	4,9	4,2
PEG	(15,7)	0,2	4,5	0,3	0,3	0,3
ROAA (%)	1,98%	2,41%	2,42%	2,51%	2,56%	2,61%
ROAE điều chỉnh (%)	23,5%	26,2%	24,4%	24,3%	23,4%	22,5%
PBR (x)	1,7	1,6	1,5	1,3	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%	3,6%	4,3%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2024 YoY ở mức 15%. Tuy nhiên, ACB có thể được cấp hạn mức tín dụng cao hơn nhờ vào tài sản vững chắc và tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 cao, đạt 12,9%.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
Lợi nhuận ròng 2024	19.113	19.201	19.289	19.377	19.465	19.553	19.640
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-1,4%	-0,9%	-0,5%		0,5%	0,9%	1,4%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng NIM của ACB sẽ phục hồi trong năm 2024 dựa trên kỳ vọng chi phí vốn (COF) giảm. Chúng tôi dự báo COF năm 2024 giảm -82 điểm cơ bản YoY.

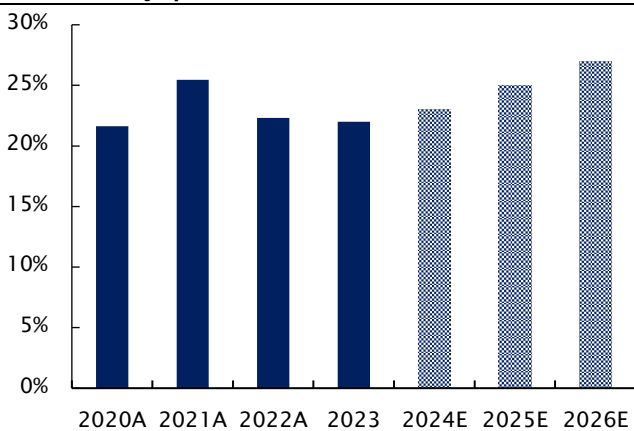
Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ lệ CASA của ACB sẽ phục hồi trong năm 2024 trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có kỳ hạn thấp, từ đó giúp giảm chi phí vốn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của ACB sẽ đạt 23% trong 2024. Dựa trên những giả định này, chúng tôi dự báo NIM 2024 sẽ đạt 4,03% (+13 bp YoY).

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy tác động của tỷ lệ CASA lên chi phí vốn. Kết quả cho thấy nếu tỷ lệ CASA tăng +1 điểm phần trăm sẽ dẫn đến lãi suất tiền gửi giảm -6 điểm cơ bản, tương đương 311 tỷ đồng (khoảng 2% PATMI 2023).

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tỷ lệ CASA 2023	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
Lãi suất tiền gửi (%)	5,22%	5,16%	5,09%	5,03%	4,97%	4,90%	4,84%
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	19 điểm cơ bản	13 điểm cơ bản	6 điểm cơ bản		-6 điểm cơ bản	-13 điểm cơ bản	-19 điểm cơ bản
Chi phí lãi tiền gửi (Tỷ đồng)	932	621	311		(311)	(621)	(932)
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	4%	3%	1%		-1%	-3%	-4%

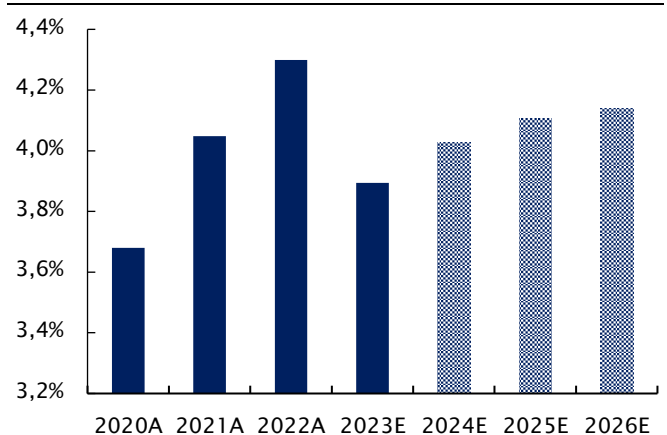
Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 1: Tỷ lệ CASA của ACB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: NIM của ACB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

ACB vẫn còn dư địa để cải thiện NIM, bằng cách tăng tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn dùng để cho vay trung dài hạn. Tỷ lệ này có xu hướng giảm kể từ 2019 và chỉ còn ở mức 17,3% trong năm 2023, thấp hơn nhiều so với mức trần 30,0% theo qui định của NHNN.

Áp lực trích lập dự phòng năm 2024 của ACB giảm nhờ vào tỷ lệ nợ xấu thấp (1,21%) so với các ngân hàng khác, không liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp và các khoản

vay kinh doanh BĐS thấp (4% tổng dư nợ); tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo một mức tăng nhẹ 5% đối với khoản trích lập dự phòng để phòng ngừa cho trường hợp suy giảm chất lượng tài sản do tác động gián tiếp từ khoản vay của khách hàng tại ngân hàng khác và cũng như để tăng tỷ lệ LLR. Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng năm 2024 ở mức 1,9 nghìn tỷ đồng (+5% YoY).

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của việc thay đổi trích lập dự phòng đối với lợi nhuận ròng. Giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu chi phí trích lập giảm 10%, PATMI sẽ tăng 0,8%.

Phân tích độ nhạy	30%	20%	10%	Mức cơ sở	-10%	-20%	-30%
Trích lập dự phòng 2024	(2.455)	(2.266)	(2.077)	(1.888)	(1.699)	(1.511)	(1.322)
Lợi nhuận ròng 2024	18.924	19.075	19.226	19.377	19.528	19.679	19.830
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-2,3%	-1,6%	-0,8%		0,8%	1,6%	2,3%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của ACB

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023	2024	2025E	2026E
NIM	3,56%	3,68%	4,05%	4,30%	3,89%	4,03%	4,11%	4,14%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHĐ	83,0%	81,5%	80,9%	84,7%	78,3%	81,3%	83,1%	83,3%
Chi phí/Thu nhập	56,9%	42,6%	35,1%	41,7%	34,1%	32,3%	31,6%	30,9%
LN trước dự phòng/Tài sản	1,76%	2,48%	3,13%	2,85%	3,17%	3,26%	3,31%	3,37%
Trích lập dự phòng/ tài sản	0,08%	0,23%	0,69%	0,01%	0,27%	0,24%	0,23%	0,22%
LNHD/Tài sản (OROA)	1,77%	2,36%	2,56%	2,95%	3,01%	3,11%	3,15%	3,21%
Đòn bẩy tài chính (x)	13,8	12,5	11,8	10,4	10,1	9,6	9,0	8,5
LNHD/VCSH (OROE)	24,5%	29,6%	30,1%	30,6%	30,5%	29,8%	28,5%	27,4%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Định giá

ACB đang giao dịch ở mức P/B 2024E là 1,3x, cao hơn mức trung vị ngành 1,1x. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ROE sẽ đạt 24% vào năm 2024, cao hơn nhiều so với mức ROE trung vị ngành là 18% (Nguồn: Bloomberg).

Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn ngành nhờ kết quả hoạt động tốt và chất lượng tài sản vững chắc như đã phân tích ở trên.

PB của ACB đang giao dịch ở mức -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình, đây là mức giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn.

Biểu đồ 3: ACB đang giao dịch ở mức -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

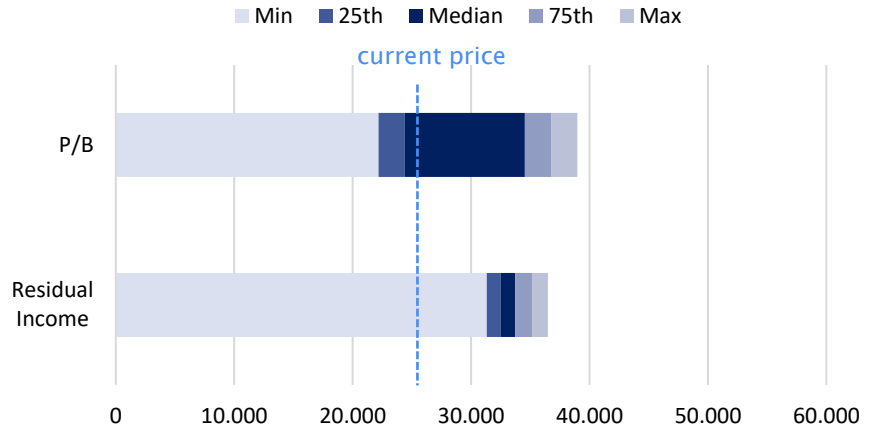
Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu của ACB thêm +19% lên mức 33.794 đồng/cp để phản ánh tỷ lệ chiết khấu thấp hơn (giảm -1,5 điểm phần trăm kể từ lần cập nhật mô hình gần đây nhất của chúng tôi vào T8/2023).

Với mức giá mục tiêu mới này, chúng tôi dự báo P/B 2024 là 1,5x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là 23% (bao gồm cổ tức)

Phương pháp định giá	Giá trị ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá trị
Thu nhập thặng dư	33.656	75,0%	25.242
P/B	34.210	25,0%	8.553
Giá trị ước tính hợp lý			33.794

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: Biểu đồ định giá ACB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE	Chi phí VCSH (COE)						
	12,5%	13,0%	13,5%	14,2%	14,7%	15,2%	15,7%
21%	34.842	33.767	32.728	31.430	30.469	29.540	28.641
22%	35.564	34.473	33.417	32.098	31.122	30.178	29.265
23%	36.293	35.184	34.112	32.771	31.779	30.820	29.893
24%	37.250	36.118	35.024	33.656	32.643	31.664	30.718
25%	37.694	36.552	35.447	34.066	33.045	32.056	31.101
26%	38.440	37.280	36.158	34.755	33.717	32.714	31.743
27%	39.192	38.013	36.874	35.450	34.395	33.376	32.390

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	25.414	29.063	33.331	38.006
Cho vay các ngân hàng	114.874	131.365	150.661	171.790
CK kinh doanh & đầu tư	80.640	92.217	105.762	120.595
Đầu tư công ty liên kết	140	160	184	209
Tổng cho vay gộp	487.602	562.714	644.779	734.530
(-) Dự phòng cụ thể:	(1.775)	(1.579)	(1.228)	(728)
(-) Dự phòng chung:	(3.592)	(4.150)	(4.755)	(5.417)
Tổng dự phòng:	(5.367)	(5.729)	(5.983)	(6.144)
Tổng cho vay ròng:	482.235	556.985	638.797	728.386
TSCĐ hữu hình:	3.318	3.554	3.807	4.079
TSCĐ vô hình:	1.445	1.445	1.445	1.445
Đầu tư BDS	177	177	177	177
Tiền lãi dự thu:	4.283	4.283	4.283	4.283
Thuế hoãn lại:	34	34	34	34
Các tài sản khác:	6.235	6.235	6.235	6.235
Tổng tài sản:	718.795	825.517	944.716	1.075.239
Tiền gửi từ khách hàng:	482.703	552.000	633.079	721.867
Nợ NHNN:	0	0	0	0
Nợ các NH khác	89.507	103.295	118.359	134.834
Giấy tờ có giá:	52.410	52.410	52.410	52.410
Nợ khác:	23.219	31.650	36.264	40.216
Tổng nợ phải trả:	647.839	739.354	840.112	949.327
Vốn và thặng dư:	39.112	39.112	39.112	39.112
Quý dự trữ:	11.557	11.557	11.557	11.557
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại:	20.286	35.493	53.934	75.242
Lợi ích CDTs	-	-	-	-
Đánh giá lại tài sản	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	70.956	86.163	104.603	125.912
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	718.795	825.517	944.716	1.075.239

Báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi thuần	24.960	30.288	35.585	40.995
Thu nhập từ phí	2.922	3.616	4.398	5.300
TN ngoài lãi khác	4.001	3.328	2.864	2.938
Tổng TN ngoài lãi	6.924	6.944	7.262	8.237
Tổng thu nhập	31.883	37.232	42.847	49.233
Tổng chi phí	(10.874)	(12.032)	(13.527)	(15.234)
PPOP	21.009	25.200	29.321	33.998
Dự phòng gộp:	(1.804)	(1.888)	(2.038)	(2.235)
Thu nhập khác:	863	909	1.041	1.184
Dự phòng ròng:	(941)	(979)	(998)	(1.050)
Lợi nhuận trước thuế:	20.068	24.221	28.323	32.948
(-) Thuế thu nhập:	(4.023)	(4.844)	(5.665)	(6.590)
Lợi nhuận sau thuế	16.045	19.377	22.659	26.359
(-) Lợi ích CDTs	-	-	-	-
(-) Khác	(237)	(286)	(334)	(389)
LNST (điều chỉnh)	15.808	19.091	22.324	25.970
EPS pha loãng	4.070	4.915	5.748	6.686

Tỷ số tài chính	FY21A	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	30%	24%	6%	21%	17%	15%
Thu nhập phí	71%	22%	-17%	24%	22%	21%
Thu nhập ngoài lãi khác	-1%	-53%	440%	-17%	-14%	3%
Chi phí hoạt động	8%	41%	-6%	11%	12%	13%
Dự phòng gộp	254%	-98%	2448%	5%	8%	10%
Lợi nhuận trước dự phòng	48%	7%	30%	20%	16%	16%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	25%	43%	17%	21%	17%	16%
Tài sản	19%	15%	18%	15%	14%	14%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	97%	96%	97%	98%	98%	98%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	2,02%	2,47%	2,47%	2,54%	2,58%	2,62%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	16%	14%	18%	15%	15%	14%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	70%	70%	69%	69%	69%	69%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	8%	9%	17%	14%	15%	14%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	82%	79%	77%	78%	79%	79%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	94%	99%	100%	101%	101%	101%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	2.799	3.045	5.887	5.720	5.973	6.134
Tỷ lệ NPL	0,77%	0,74%	1,21%	1,02%	0,93%	0,84%
Dự phòng chung trên cho vay gộp	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Tỷ lệ LLR	209%	159%	91%	100%	100%	100%
BIÊN LÃI RÒNG						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	7,20%	7,44%	8,17%	7,51%	7,71%	7,88%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	3,42%	3,46%	4,76%	3,93%	4,14%	4,33%
Chênh lệch lãi suất	3,79%	3,97%	3,41%	3,58%	3,58%	3,56%
NIM	4,05%	4,30%	3,89%	4,03%	4,11%	4,14%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	12%	13%	9%	10%	10,3%	10,8%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	7%	3%	13%	9%	6,7%	6,0%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	35%	40%	33%	32%	31%	30%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	35%	42%	34%	32%	32%	31%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng/Bình quân dư nợ cho vay	0,99%	0,02%	0,40%	0,36%	0,34%	0,32%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
ROA trước dự phòng	3,13%	2,85%	3,17%	3,26%	3,31%	3,37%
ROE trước dự phòng	37,8%	31,3%	32,5%	32,1%	30,7%	29,5%
ROAA	1,98%	2,41%	2,42%	2,51%	2,56%	2,61%
ROAE điều chỉnh	23,5%	26,2%	24,4%	24,3%	23,4%	22,5%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	25%	25%	20%	21%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%	3,6%	4,3%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	10,1x	7,0x	6,9x	5,7x	4,9x	4,2x
PBR (x)	1,7x	1,6x	1,5x	1,3x	1,0x	0,9x

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm +44%
 Đóng cửa 22/04/2024
 Giá 22.600 đồng

Giá mục tiêu 12T 32.480 đồng

TIÊU ĐIỂM

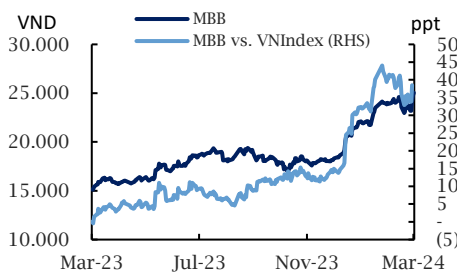
- ▶ Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu thêm +29% sau khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 và áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn.
- ▶ Duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2024 ở mức 18%, cao hơn +2 điểm phần trăm so với mục tiêu của MBB.
- ▶ Dự báo PATMI 2024 đạt 26 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 24% YoY.

QUAN ĐIỂM

- ▶ Định giá vẫn ở mức hấp dẫn. MBB đang giao dịch ở mức P/B 1,1x, ngang với mức trung vị ngành mặc dù có tỷ lệ ROE cao hơn.
- ▶ Tỷ lệ CASA cao của MBB sẽ giúp duy trì mức NIM cao.
- ▶ Rủi ro định giá: Rủi ro cao liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp; tuy nhiên, tỷ lệ TPDN/tài sản đã giảm xuống mức 4,1% từ mức 7,5% trong Q3/2022.

Tổng quan Ngân hàng: MBB là một trong những ngân hàng có lợi thế về tiền gửi không kì hạn với tỷ lệ CASA 40% tại thời điểm cuối Q4/2023, vượt xa mức trung vị ngành là 12%. Tại thời điểm cuối Q4/2023, các khoản cho vay doanh nghiệp chiếm 55% tổng dư nợ cho vay khách hàng của MBB, còn cho vay bán lẻ chiếm 45% tổng dư nợ. Trái phiếu doanh nghiệp chiếm 4,1% tổng tài sản tại thời điểm cuối Q4/2023.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	5,3 tỷ USD
GTGD BQ 6T	14,4 triệu USD
SLCP đang lưu hành	5.287 triệu CP
Tỷ lệ chuyên nhượng tự	55%
Sở hữu nước ngoài	23,2%
Cổ đông lớn	53,0%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	9,3x
P/E 2024 (x)	5,4x
P/B 2024 (x)	1,1x
Room ngoại còn lại	0,0%
Tỷ suất cổ tức 2024 (%)	2,0%

Nguồn: FiinPro-X, (*) Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024	2025E	2026E
NIM (%)	4,78%	4,86%	4,90%	5,07%
Tăng trưởng phí (%)	-1%	21%	18%	17%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	32%	30%	30%	30%
Tăng trưởng PPOP(%)	5%	28%	17%	20%
LN ròng (Tỷ đồng)	20.677	25.667	30.345	37.136
ROAA (%)	2,52%	2,55%	2,60%	2,75%
ROAE điều chỉnh	23,1%	23,4%	22,5%	22,6%
PE (x)	6,6	5,4	4,6	3,7
PB (x)	1,4	1,1	0,9	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	2,0%	2,0%	2,0%	4,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấnห์

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Ngân hàng TMCP Quân Đội [MBB]

[Back to top](#)

Định giá vẫn ở mức khá hấp dẫn

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng 2024 ở mức 18% YoY, cao hơn mục tiêu 16% của MBB, dựa trên kỳ vọng về sự phục hồi kinh tế và việc được cấp hạn mức tín dụng cao hơn do tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém.

Lợi thế từ tiền gửi không kì hạn, với tỷ lệ CASA (tiền gửi không kỳ hạn/tổng tiền gửi của khách hàng) đạt 40,2% - mức cao nhất ngành, điều này sẽ giúp MBB duy trì mức NIM cao. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA 2024 sẽ cải thiện lên mức 41% khi lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trở nên kém hấp dẫn. Chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 4,86% (+7 điểm cơ bản YoY). Nếu tỷ lệ CASA tăng 1 điểm phần trăm sẽ giúp MBB tiết kiệm khoảng 339 tỷ đồng chi phí trả tiền gửi, giả định các yếu tố khác không thay đổi.

MBB cũng có thể tăng NIM bằng cách tăng cường cho vay bán lẻ (xem trang 19 để biết thêm chi tiết).

Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng 2024 ở mức 7,7 nghìn tỷ đồng (+26% YoY). Năm 2023, chi phí dự phòng giảm -24% YoY do đã sử dụng khoản trích lập dự phòng để xử lý nợ xấu. Chúng tôi cho rằng MBB sẽ tăng trích lập dự phòng 2024 trở lại mức của những năm 2021 và 2022. Nếu trích lập dự phòng tăng 10%, sẽ giúp lợi nhuận tăng thêm 2.4%, giả định các yếu tố khác không thay đổi (xem trang 20).

Việc giảm TPDN sẽ giúp cải thiện tâm lý của NĐT đối với cổ phiếu MBB. Tỷ lệ TPDN/tổng tài sản của MBB giảm xuống mức 4,1% từ mức đỉnh 7,5% của Q3/2022. Cụ thể, tỷ lệ TPDN của Novaland (NVL) mà MBB nắm giữ/tổng tài sản tại thời điểm Q4/2023 là 0,9%. (Vui lòng xem trang 21 để thêm chi tiết).

Dự báo lợi nhuận năm 2024 của chúng tôi đối với MBB là 26 nghìn tỷ đồng (+24% YoY), cao hơn nhiều so với mục tiêu tăng trưởng +10% của ngân hàng, nguyên nhân chủ yếu có thể là do dự báo tăng trưởng tín dụng của chúng tôi cao hơn.

Yuanta vs. các bên. PATMI 2024 dự báo của chúng tôi tương đương với dự báo của các bên. Tuy nhiên, mức dự báo trích lập dự phòng của chúng tôi có thể cao hơn so với thị trường.

Định giá vẫn còn ở mức hấp dẫn. MBB đang giao dịch ở mức P/B 1,1x, tương đương với P/B trung vị của ngành, mặc dù mức ROE 2024E theo dự báo của chúng tôi đạt 23% cao hơn so với trung vị ngành 18% (theo dự báo các bên, nguồn: Bloomberg).

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm +29% lên 32.480 đồng/cp, tương ứng với P/B 2024E là 1,5x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là 32% (bao gồm cổ tức) (tính tại thời điểm ngày 2/4). Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA.

MBB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023	2024	2025E	2026E
PER (x)	7,9	6,8	6,6	5,4	4,6	3,7
PEG	0,6	0,4	2,3	0,2	0,3	0,2
ROAA (%)	2,40%	2,72%	2,52%	2,55%	2,60%	2,75%
ROAE (%)	22,0%	24,3%	23,1%	23,4%	22,5%	22,6%
PBR (x)	1,6	1,5	1,4	1,1	0,9	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	4,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng của MBB năm 2024 ở mức 18% YoY, cao hơn mức mục tiêu 16% của ngân hàng, dựa vào kỳ vọng về sự phục hồi kinh tế và khả năng được nhận hạn mức tín dụng cao hơn bình quân của ngành đến từ việc MBB tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém.

Trong ba năm qua, MBB đã đạt mức tăng trưởng tín dụng bình quân ấn tượng ở mức 27%, không có năm nào dưới mức 20%. Rủi ro tăng giá đến từ việc MBB có thể đạt được mức tăng trưởng tín dụng cao hơn dự báo của chúng tôi.

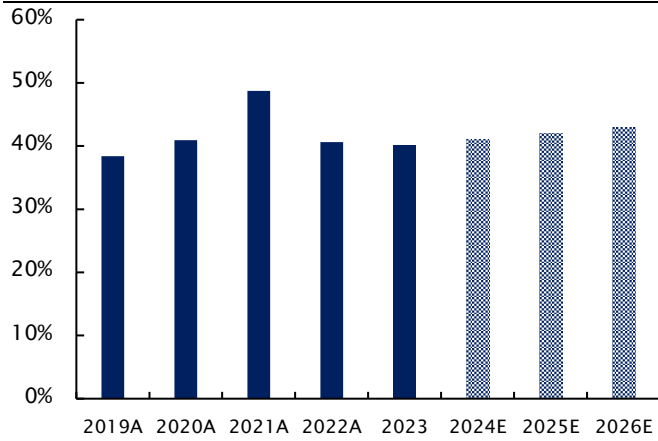
Chúng tôi đã tiến hành phân tích độ nhạy để đánh giá tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận ròng của MBB, giả định các yếu tố khác không thay đổi.

Kết quả cho thấy rằng khi tăng trưởng tín dụng tăng/giảm 1 điểm phần trăm sẽ làm lợi nhuận ròng tăng/giảm 0,4%.

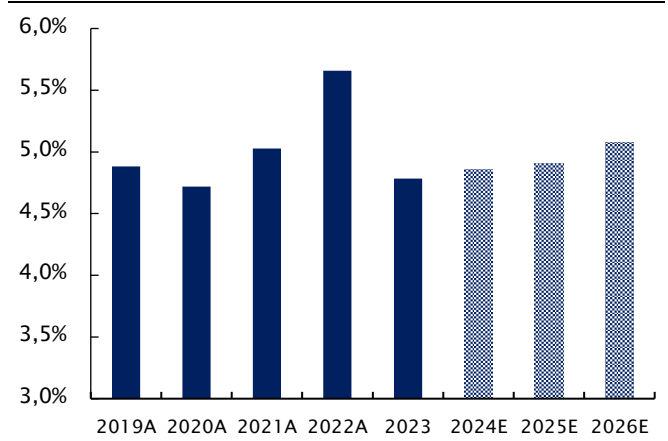
Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
Lợi nhuận ròng 2024	25.354	25.458	25.562	25.667	25.771	25.875	25.979
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-1,2%	-0,8%	-0,4%		0,4%	0,8%	1,2%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

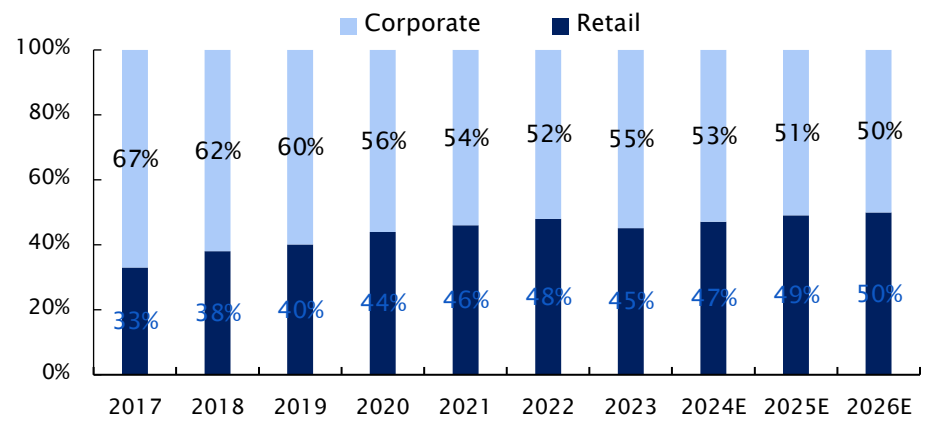
Chúng tôi dự báo NIM của MBB sẽ tăng +8 điểm cơ bản YoY lên mức 4,86% vào năm 2024 nhờ tỷ lệ CASA cao, đạt 40,2%. MBB có dư địa để tăng NIM trong tương lai bằng cách tăng cường cho vay bán lẻ. Hiện tại, các khoản cho vay bán lẻ chiếm 45% tổng dư nợ và MBB có thể gia tăng mức tỷ trọng cho vay bán lẻ lên và từ đó thúc đẩy NIM. Tuy nhiên, việc này sẽ phụ thuộc vào chiến lược của ngân hàng.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ CASA của MBB

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: NIM của MBB

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 3: Tỷ trọng cho vay theo khách hàng của MBB

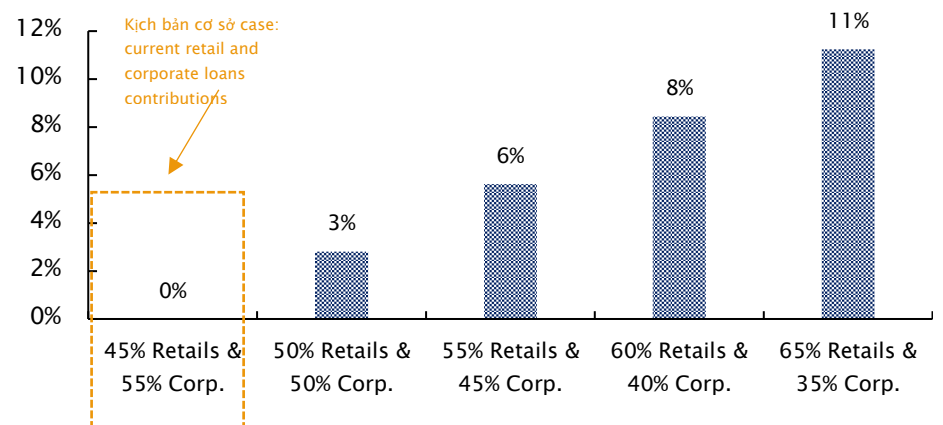
Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là phân tích độ nhạy về tác động của việc thay đổi tỉ trọng giữa cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp lên PATMI của MBB (dựa trên lợi nhuận dự báo năm 2024).

Kịch bản cơ sở của chúng tôi là cho vay bán lẻ chiếm 45% tổng dư nợ và cho vay doanh nghiệp chiếm 55%. Chúng tôi cũng giả định rằng chênh lệch biên lãi ròng giữa các khoản vay bán lẻ và doanh nghiệp là khoảng 200 điểm cơ bản.

Giả định các yếu tố khác không đổi, khi tỷ trọng cho vay bán lẻ tăng thêm 5 điểm phần trăm sẽ dẫn đến PATMI tăng khoảng +3%.

Do đó, nếu chúng ta giả định rằng các khoản cho vay bán lẻ chiếm 50% tổng dư nợ cho vay khách hàng và các khoản cho vay doanh nghiệp chiếm 50% còn lại, thì PATMI sẽ tăng + 3% so với kịch bản cơ sở.

Biểu đồ 4: Phân tích độ nhạy PATMI khi thay đổi tỷ trọng cho vay bán lẻ

Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng 2024 đạt 7,7 nghìn tỷ đồng (+26% YoY). Năm 2023, chi phí trích lập dự phòng giảm -24% YoY do đã sử dụng khoản trích lập để xử lý nợ xấu. Chúng tôi cho rằng MBB sẽ tăng trích lập dự phòng trong năm 2024.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của việc thay đổi mức trích lập dự phòng đối với lợi nhuận ròng.

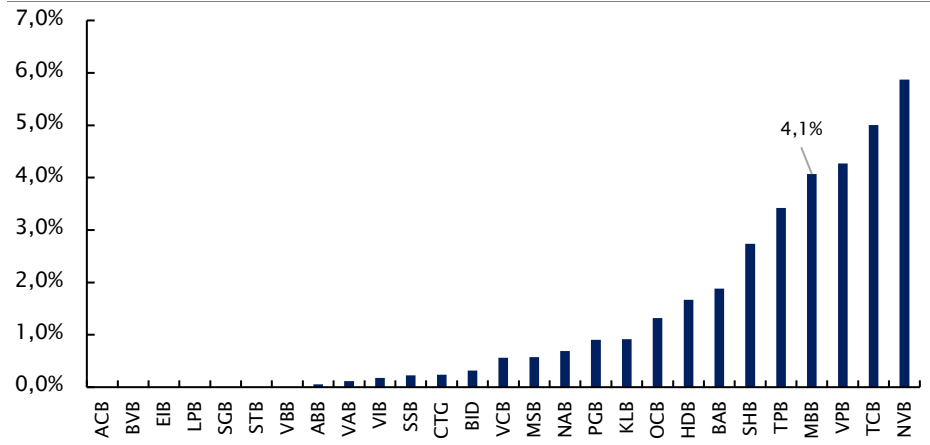
Giả định các yếu tố khác không thay đổi, khi trích lập dự phòng giảm 10% sẽ làm cho lợi nhuận ròng tăng 2,4% và ngược lại.

Phân tích độ nhạy	30%	20%	10%	Mức cơ sở	-10%	-20%	-30%
Trích lập dự phòng 2024	(10.001)	(9.232)	(8.463)	(7.693)	(6.924)	(6.155)	(5.385)
Lợi nhuận ròng 2024	23.853	24.458	25.062	25.667	26.271	26.875	27.480
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-7,1%	-4,7%	-2,4%		2,4%	4,7%	7,1%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Tỷ trọng TPDN đang có xu hướng giảm. Tỷ lệ TPDN/tổng tài sản của MBB giảm xuống còn 4,1% từ mức đỉnh 7,5% của Q3/2022. Tỷ trọng TPDN cao là lý do chính kéo cổ phiếu MBB giảm ở thời điểm trước đó khi mà đã có những sai phạm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tuy nhiên nỗ lực của ngân hàng trong việc giảm tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp đã phần nào giúp thúc đẩy niềm tin của các nhà đầu tư.

Biểu đồ 5: Tỷ trọng TPDN/tổng tài sản của các ngân hàng tại thời điểm Q4/2023



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Cụ thể, tỷ lệ TPDN Novaland (NVL) mà MBB nắm giữ/tổng tài sản là 0,9%.

Dưới đây là phân tích độ nhạy về ảnh hưởng đến tỷ lệ trích lập dự phòng lên lợi nhuận của MBB liên quan đến trái phiếu Novaland

Theo BCTC của NVL, tổng tín dụng mà MBB cấp cho Novaland là 8,2 nghìn tỷ đồng (0,9% tổng tài sản của MBB) tại thời điểm Q4/2023. Trong đó, 6,4 nghìn tỷ đồng là trái phiếu doanh nghiệp (0,6% tài sản của MBB) và còn lại là khoản cho vay.

Trong kịch bản xấu nhất (mà theo chúng tôi là sẽ khó xảy ra), đó là toàn bộ 100% khoản tín dụng đã cấp cho NVL không có khả năng thu hồi sẽ dẫn đến chi phí trích lập dự phòng cả năm tăng thêm +98% và PATMI trong năm 2024E giảm -25% so với dự báo của chúng tôi. Và ROE sẽ giảm từ 23,4% trong kịch bản cơ sở xuống còn 18,1%. Tuy nhiên, một lần nữa đây chỉ là phân tích độ nhạy trong kịch bản xấu nhất, và chúng tôi cho rằng kịch bản này khó xảy ra.

Tổng giá trị tín dụng cấp cho NVL tại Q4/2023 (Tỷ đồng)	8.200				
Giả định % không thể thu hồi trong tổng tín dụng cho NVL	20%	40%	60%	80%	100%
Trích lập dự phòng (Kịch bản cơ sở) (Tỷ đồng)	(7.693)	(7.693)	(7.693)	(7.693)	(7.693)
Trích lập dự phòng bổ sung liên quan đến NVL (Tỷ đồng)	(1.640)	(3.280)	(4.920)	(6.560)	(8.200)
Tổng trích lập dự phòng (theo từng kịch bản) (Tỷ đồng)	(9.333)	(10.973)	(12.613)	(14.253)	(15.893)

Ảnh hưởng lên lợi nhuận của MBB

Lợi nhuận ròng 2024 (Kịch bản cơ sở) (Tỷ đồng)	25.667				
Lợi nhuận ròng 2024 (theo từng kịch bản) (Tỷ đồng)	24.378	23.090	21.801	20.513	19.224
vs. Kịch bản cơ sở	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%

Ảnh hưởng lên ROE của MBB

ROE (Kịch bản cơ sở) (%)	23,4%				
ROE (theo từng kịch bản) (%)	22,4%	21,3%	20,2%	19,1%	18,1%
vs. Kịch bản cơ sở	-1.0 điểm phần trăm	-2.1 điểm phần trăm	-3.2 điểm phần trăm	-4.2 điểm phần trăm	-5.3 điểm phần trăm

Nguồn: BCTC Q4/2023 của Novaland, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của MBB

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023	2024	2025E	2026E
NIM	4,88%	4,72%	5,03%	5,66%	4,78%	4,86%	4,90%	5,07%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHĐ	79,8%	79,0%	77,8%	82,9%	86,2%	87,1%	87,3%	87,6%
Chi phí/Thu nhập	43,1%	41,1%	36,7%	34,1%	33,2%	31,3%	31,2%	31,0%
LN trước dự phòng/Tài sản	3,32%	3,34%	3,87%	4,29%	3,58%	3,73%	3,78%	3,92%
Trích lập dự phòng/ tài sản	1,26%	1,35%	1,46%	1,21%	0,73%	0,75%	0,73%	0,69%
LNHD/Tài sản (OROA)	2,22%	2,17%	2,63%	3,29%	2,98%	3,08%	3,13%	3,30%
Đòn bẩy tài chính (x)	10,3	9,9	9,7	9,2	9,8	9,3	8,7	8,4
Trích lập dự phòng/ tài sản	22,9%	21,4%	25,6%	30,1%	29,1%	28,6%	27,2%	27,6%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá vẫn ở mức hấp dẫn. MBB đang giao dịch ở mức P/B 2024E là 1,1x, tương đương với mức trung vị ngành. Với kết quả hoạt động vượt trội (ROE 2024E ở mức 23% theo dự báo của chúng tôi, với mức trung vị ngành là 18%), chúng tôi tin rằng MBB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành.

Biểu đồ 6: MBB đang giao dịch ở mức nhỉnh hơn một chút so với mức bình quân lịch sử



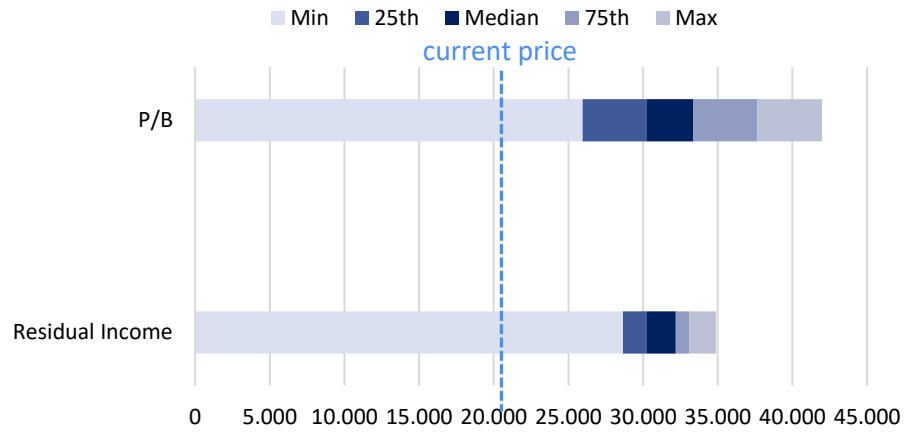
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm +29% so với mức trước đó, do chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 và áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn. Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu do lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng TMCP Nhà nước đã giảm -1,5 điểm phần trăm kể từ lần cập nhật gần nhất vào T8/2023. Mức giá mục tiêu mới này tương đương với mức dự báo P/B 2024E và tỷ suất sinh lời 12 tháng (bao gồm cổ tức) lần lượt là 1,5x và 32%.

Phương pháp định giá	Giá trị ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá trị
Thu nhập thặng dư	32.193	75,0%	24.145
P/B	33.339	25,0%	8.335
Giá trị hợp lý ước tính			32.480

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá MBB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE	Chi phí VCSH (COE)						
	13,5%	14,0%	14,5%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%
20,0%	32.079	31.057	30.069	29.875	28.927	28.010	27.124
21,0%	32.792	31.753	30.748	30.552	29.588	28.656	27.755
22,0%	33.511	32.455	31.434	31.234	30.254	29.306	28.390
23,4%	34.522	33.442	32.398	32.193	31.191	30.221	29.284
24,4%	35.256	34.158	33.096	32.888	31.870	30.885	29.932
25,4%	35.995	34.879	33.801	33.589	32.554	31.553	30.585
26,4%	36.740	35.607	34.511	34.296	33.244	32.227	31.244

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	69.997	81.656	95.859	112.404
Cho vay các ngân hàng	46.344	54.063	63.466	74.421
CK kinh doanh & đầu tư	192.174	224.183	239.860	281.259
Đầu tư công ty liên kết	2.547	2.971	3.488	4.090
Tổng cho vay góp	611.049	721.307	846.012	991.570
(-) Dự phòng cụ thể:	(7.115)	(6.788)	(7.220)	(8.007)
(-) Dự phòng chung:	(4.354)	(5.140)	(6.029)	(7.066)
Tổng dự phòng:	(11.470)	(11.929)	(13.249)	(15.074)
Tổng cho vay ròng:	599.579	709.378	832.763	976.496
TSCĐ hữu hình:	3.194	2.951	2.727	2.519
TSCĐ vô hình:	1.660	1.660	1.660	1.660
Đầu tư BDS	240	240	240	240
Tiền lãi dự thu:	8.669	8.669	8.669	8.669
Thuế hoãn lại:	29	29	29	29
Các tài sản khác:	20.521	20.521	20.521	20.521
Tổng tài sản:	944.954	1.106.321	1.269.281	1.482.306
Tiền gửi từ khách hàng:	567.533	662.063	777.218	911.364
Nợ NHNN:	9	10	12	14
Nợ các NH khác	99.810	117.820	138.190	161.966
Giấy tờ có giá:	126.463	132.786	139.426	146.397
Nợ khác:	54.428	74.408	68.279	85.281
Tổng nợ phải trả:	848.242	987.087	1.123.124	1.305.021
Vốn và thặng dư:	54.938	56.103	56.103	56.103
Quý dự trữ:	12.194	12.194	12.194	12.194
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại:	25.560	46.004	72.028	101.852
Lợi ích CDTS	3.973	4.932	5.831	7.136
Đánh giá lại tài sản	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	46	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	96.711	119.234	146.157	177.285
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	944.954	1.106.321	1.269.281	1.482.306

Báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi thuần	38.684	48.517	56.980	68.511
Thu nhập từ phí	4.085	4.946	5.818	6.821
TN ngoài lãi khác	2.109	2.235	2.437	2.847
Tổng TN ngoài lãi	6.194	7.181	8.256	9.668
Tổng thu nhập	44.878	55.699	65.236	78.179
Tổng chi phí	(14.913)	(17.441)	(20.372)	(24.226)
PPOP:	29.965	38.257	44.864	53.953
Dự phòng góp:	(6.087)	(7.693)	(8.655)	(9.506)
Thu nhập khác:	2.428	2.104	2.414	2.819
Dự phòng ròng:	(3.659)	(5.589)	(6.241)	(6.687)
Lợi nhuận trước thuế:	26.306	32.668	38.623	47.266
(-) Thuế thu nhập:	(5.252)	(6.534)	(7.725)	(9.453)
Lợi nhuận sau thuế	21.054	26.134	30.898	37.813
(-) Lợi ích CDTS	(377)	(468)	(553)	(677)
(-) Khác	(1.168)	(1.450)	(1.714)	(2.098)
PATMI	19.509	24.217	28.631	35.038
EPS pha loãng điều chỉnh	3.742	4.612	5.415	6.627

DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG

Thu nhập lãi thuần	29%	37%	7%	25%	17%	20%
Thu nhập phí	22%	-5%	-1%	21%	18%	17%
Thu nhập ngoài lãi khác	70%	6%	-36%	6%	9%	17%
Chi phí hoạt động	17%	20%	1%	17%	17%	19%
Dự phòng góp	31%	0%	-24%	26%	12%	10%
Lợi nhuận trước dự phòng	41%	34%	5%	28%	17%	20%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	54%	38%	18%	24%	18%	22%
Tài sản	23%	20%	30%	17%	15%	17%

PHÂN TÍCH TÀI SẢN

Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	95%	96%	97%	98%	98%	98%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	2,27%	2,59%	2,41%	2,42%	2,46%	2,59%

PHÂN TÍCH TÍN DỤNG

Tăng trưởng cho vay (% YoY)	22%	27%	33%	18%	17%	17%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	62%	64%	65%	66%	67%	67%

PHÂN TÍCH TIỀN GỬI

Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	24%	15%	28%	17%	17%	17%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	75%	73%	67%	67%	69%	70%

THANH KHOẢN

Tỷ lệ LDR	92%	101%	106%	107%	107%	107%
-----------	-----	------	------	------	------	------

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Nợ xấu	3.268	5.031	9.805	10.197	11.325	12.886
Tỷ lệ NPL	0,90%	1,09%	1,60%	1,41%	1,34%	1,30%
Dự phòng chung trên cho vay góp	0,71%	0,74%	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Tỷ lệ LLR	268%	238%	117%	117%	117%	117%

BIÊN LÃI RÒNG

Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	7,38%	8,24%	8,55%	7,55%	7,67%	7,88%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	2,65%	2,95%	4,19%	2,94%	3,04%	3,13%
Chênh lệch lãi suất	4,73%	5,29%	4,36%	4,62%	4,63%	4,76%
NIM	5,03%	5,66%	4,78%	4,86%	4,90%	5,07%

THU NHẬP KHÁC

Thu nhập phí trên tổng thu nhập	13%	10%	9%	9%	8,9%	8,7%
TN ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	9%	8%	5%	4%	3,7%	3,6%

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	34%	32%	32%	30%	30%	30%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	37%	34%	33%	31%	31%	31%

CHI PHÍ TÍN DỤNG

Dự phòng/Bình quân dự nợ cho vay	2,43%	1,95%	1,14%	1,15%	1,10%	1,03%
----------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

TỶ SUẤT SINH LỜI

ROA trước dự phòng	3,87%	4,29%	3,58%	3,73%	3,78%	3,92%
ROE trước dự phòng	37,8%	40,3%	34,0%	35,4%	33,8%	33,4%
ROAA	2,40%	2,72%	2,52%	2,55%	2,60%	2,75%
ROAE điều chỉnh	22,0%	24,3%	23,1%	23,4%	22,5%	22,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	14%	13%	11%	18%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	4,0%

ĐỊNH GIÁ

PER (x)		7.9x	6.8x	6.6x	5.4x	4.6x	3.7x
PBR (x)		1.6x	1.5x	1.4x	1.1x	0.9x	0.8x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

MUA

Giá mục tiêu tăng/(giảm) +18%
 Đóng cửa 22/04/2024
 Giá 90.600 đồng

Giá mục tiêu 12T 106.910 đồng

TIÊU ĐIỂM

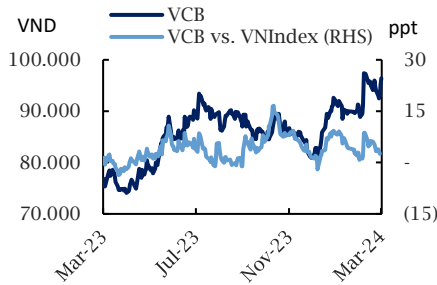
- ▶ Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu thêm +8% sau khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 và áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn.
- ▶ Duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở mức 16%.
- ▶ Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng tăng +7% YoY trong năm 2024.
- ▶ Dự báo lợi nhuận 2024E đạt 40 nghìn tỷ đồng (+22% YoY).

QUAN ĐIỂM

- ▶ **Chất lượng tài sản vững chắc** với tỷ lệ nợ xấu thấp (0,98%) và tỷ lệ LLR cao nhất ngành (230%).
- ▶ **Chất xúc tác:** việc bán 6,5% cổ phần có thể là chất xúc tác tích cực đối với giá cổ phiếu.
- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA.** VCB giữ vững vị thế là ngân hàng có chất lượng tốt nhất theo quan điểm của chúng tôi.
- ▶ **Rủi ro định giá:** tỷ lệ nợ xấu tăng và mức trích lập dự phòng cao hơn mức dự báo.

Tổng quan Ngân hàng: Theo quan điểm của chúng tôi, VCB là ngân hàng có chất lượng tốt nhất Việt Nam. Lợi thế về tiền gửi không kỳ hạn và mạng lưới bao phủ toàn quốc là những ưu thế của VCB trong cuộc cạnh tranh ngày càng khốc liệt giữa các ngân hàng, đặc biệt trong lĩnh vực bán lẻ. Tỷ lệ an toàn vốn của VCB là 11,6% tại thời điểm cuối năm 2023, và ngân hàng đang có kế hoạch tăng vốn bằng việc bán 6,5% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược thông qua phát hành riêng lẻ. Dự kiến thương vụ sẽ hoàn tất vào cuối 2024 hoặc đầu 2025.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	21,7 tỷ USD
GTGD BQ 6T	5,3 triệu USD
SLCP đang lưu hành	5.589 triệu CP
Tỷ lệ chuyên nhượng tự do	11%
Sở hữu nước ngoài	23,50%
Cổ đông lớn	89,80%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	10x
P/E 2024 (x)	14,6x
P/B 2024 (x)	2,6x
Room ngoại còn lại	6,5%
Tỷ suất cổ tức 2024 (%)	0,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024E	2025E	2026E
NIM (%)	3,14%	3,30%	3,32%	3,32%
Tăng trưởng phí (%)	-15%	37%	25%	24%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	33%	33%	32%	31%
Tăng trưởng PPOP(%)	-3%	20%	18%	16%
LN ròng (Tỷ đồng)	33.033	40.148	47.294	54.935
ROA (%)	1,81%	2,04%	2,10%	2,14%
ROE điều chỉnh (%)	20,0%	19,7%	19,1%	18,6%
PE (x)	17,7	14,6	12,4	10,6
PB (x)	3,2	2,6	2,2	1,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantacom.vn

Bloomberg code: YUTA

Vietcombank [VCB]

[Back to top](#)

Tiềm năng từ thương vụ bán vốn

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng ở mức 16% YoY trong năm 2024E do kỳ vọng vào việc nền kinh tế sẽ phục hồi và việc VCB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn trung bình ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém.

Chúng tôi dự báo chi phí huy động vốn năm 2024 sẽ giảm nhờ lãi suất huy động giảm và tỷ lệ CASA cao của VCB (35%). Chúng tôi dự báo chi phí huy động vốn sẽ giảm -50 điểm cơ bản xuống 2,9% trong năm 2024. Tuy nhiên, VCB có thể phải giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ người đi vay và nền kinh tế. Do đó, chúng tôi dự báo NIM 2024E sẽ chỉ tăng nhẹ thêm +16 điểm cơ bản YoY và đạt 3,30%. *Với giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu tỷ lệ CASA tăng +1 điểm phần trăm sẽ giúp VCB tiết kiệm được 785 tỷ đồng (tương đương 2% PATMI năm 2023) chi phí tiền gửi (vui lòng xem trang 25).*

Chúng tôi dự báo tỷ lệ trích lập dự phòng tăng thêm +7% YoY, đạt 4,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. Tuy nhiên, với tỷ lệ LLR cao nhất ngành (230%), VCB có thể linh hoạt trong việc giảm trích lập dự phòng để thúc đẩy lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo PATMI 2024E đạt 40 nghìn tỷ đồng (+22% YoY), tương đương với dự báo các bên. Tuy nhiên, mức dự báo trích lập dự phòng của chúng tôi có thể thấp hơn so với dự báo các bên.

VCB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành. VCB có chi phí huy động vốn thấp nhất trong ngành nhờ vào lợi thế từ tiền gửi không kỳ hạn (CASA). VCB hiện giao dịch ở mức P/B 2024E là 2,5x. Mức giá mục tiêu mới tương ứng với tỷ suất sinh lời 12 tháng là 12% (bao gồm cổ tức) (tính tại thời điểm ngày 2/4). Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VCB, với chất xúc tác đến từ việc bán vốn.

Chất xúc tác: Việc bán 6,5% cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài có thể là chất xúc tác tích cực đối với giá cổ phiếu. Giả sử VCB bán cổ phần với mức định giá P/B 2024E là 2,8x, thì tỷ lệ an toàn vốn của VCB sẽ được cải thiện thêm +2,8 điểm phần trăm lên mức khoảng 14%. *(vui lòng xem trang 27)*

Rủi ro chính: Rủi ro giảm giá chính đến từ tỷ lệ nợ xấu tăng và chi phí trích lập dự phòng tăng cao hơn mức dự báo của chúng tôi.

VCB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
PER (x)	23,2	16,6	17,7	14,6	12,4	10,6
PEG	1,2	0,4	(2,7)	0,7	0,7	0,7
ROAA (%)	1,61%	1,85%	1,81%	2,04%	2,10%	2,14%
ROAE (%)	19,4%	22,5%	20,0%	19,7%	19,1%	18,6%
PBR (x)	4,2	3,4	3,2	2,6	2,2	1,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,4%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng của VCB năm 2024 ở mức 16% YoY do chúng tôi kỳ vọng vào sự phục hồi của nền kinh tế và việc VCB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu tín dụng tăng +1 điểm phần trăm sẽ dẫn đến 0,3% thay đổi trong lợi nhuận ròng.

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%
Lợi nhuận ròng 2024	39.826	39.933	40.040	40.148	40.255	40.362	40.469
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-0,8%	-0,5%	-0,3%		0,3%	0,5%	0,8%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

VCB là ngân hàng có lượng tiền gửi CASA cao nhất, đạt mức 491 nghìn tỷ đồng, chiếm 22% thị phần CASA của tổng 27 ngân hàng niêm yết tại Q4/2023.

Tỷ lệ CASA của VCB đứng thứ ba trong ngành, ở mức 35% tại thời điểm Q4/2023, và dự báo sẽ được cải thiện trong năm 2024, trong bối cảnh tiền gửi có kỳ hạn kém hấp dẫn do lãi suất huy động thấp.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tỷ lệ CASA đến lợi nhuận ròng của VCB.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu tỷ lệ CASA tăng 1 điểm phần trăm sẽ giúp VCB tiết kiệm 785 tỷ đồng chi phí trả lãi tiền gửi (tương đương 2% PATMI 2023).

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tỷ lệ CASA 2023	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
Lãi suất tiền gửi (%)	3,92%	3,86%	3,80%	3,75%	3,69%	3,64%	3,58%
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	17 điểm cơ bản	11 điểm cơ bản	6 điểm cơ bản		-6 điểm cơ bản	-11 điểm cơ bản	-17 điểm cơ bản

Chi phí lãi tiền gửi (Tỷ đồng)	2.356	1.571	785	-	(785)	(1.571)	(2.356)
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	5%	3%	2%		-2%	-3%	-5%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Trích lập dự phòng: Chúng tôi cho rằng VCB sẽ theo đuổi chiến lược thận trọng bằng cách duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng cao để ứng phó với bất kỳ sự suy giảm về chất lượng tài sản nào có thể xảy ra trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí tín dụng sẽ tăng nhẹ +7% trong năm 2024 sau khi giảm -52% YoY trong năm 2023.

Tuy nhiên, với tỷ lệ nợ xấu thấp (0,98%) và tỷ lệ LLR cao nhất ngành (230%) tại thời điểm cuối Q4/2023, VCB có thể linh hoạt trong việc giảm trích lập dự phòng để thúc đẩy lợi nhuận.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của việc thay đổi tỷ lệ trích lập dự phòng đối với lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu VCB giảm -10% trích lập dự phòng thì lợi nhuận ròng sẽ tăng 1%.

Phân tích độ nhạy	30%	20%	10%	Mức cơ sở	-10%	-20%	-30%
Trích lập dự phòng 2024	(6.379)	(5.888)	(5.398)	(4.907)	(4.416)	(3.926)	(3.435)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	38.971	39.363	39.755	40.148	40.540	40.932	41.325
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-2,9%	-2,0%	-1,0%		1,0%	2,0%	2,9%

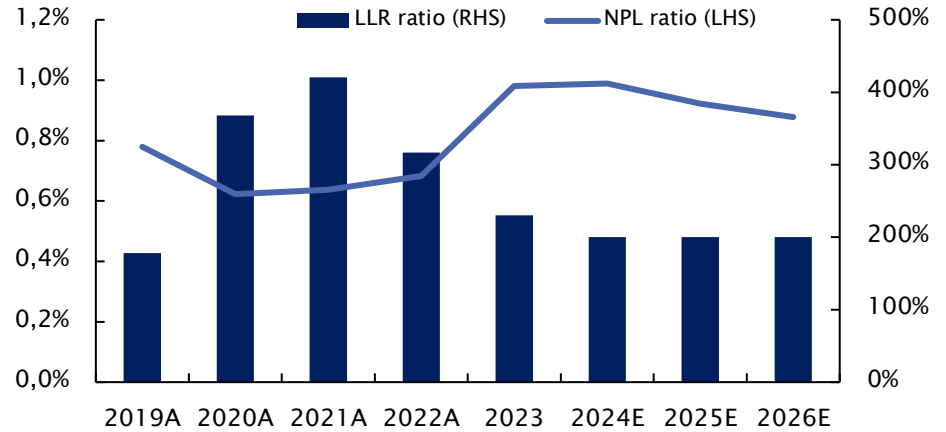
Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chất lượng tài sản thuộc nhóm tốt nhất trong số các ngân hàng Việt Nam

Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB là ngân hàng có chất lượng tốt nhất tại Việt Nam. Tỷ lệ nợ xấu của VCB thấp, ở mức 0,98% và tỷ lệ LLR cao nhất ngành ở mức 230% tại thời điểm cuối Q4/2023. Chúng tôi dự báo VCB sẽ tiếp tục áp dụng chiến lược thận trọng của mình bằng việc duy trì tỷ lệ LLR ở mức cao khoảng 200% trong năm 2024.

VCB có tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp thấp với chỉ 0,6% trên tổng tài sản tại thời điểm cuối Q4/2023.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ NPL & LLR của VCB tại thời điểm cuối Q4/2023



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của VCB

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
NIM	3,15%	2,99%	3,21%	3,52%	3,14%	3,30%	3,32%	3,32%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHĐ	81,0%	76,8%	77,9%	80,6%	81,9%	80,7%	80,1%	79,5%
Chi phí/Thu nhập	37,2%	33,9%	32,6%	32,2%	33,5%	32,6%	31,9%	31,4%
LN trước dự phòng/Tài sản	2,33%	2,45%	2,67%	2,77%	2,38%	2,64%	2,72%	2,77%
Trích lập dự phòng/Tài sản	0,58%	0,78%	0,84%	0,59%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
LNHĐ/Tài sản (OROA)	1,86%	1,79%	1,94%	2,38%	2,30%	2,50%	2,57%	2,62%
Đòn bẩy tài chính (x)	15,1	14,1	13,0	13,4	10,9	10,2	9,6	9,3
LNHĐ/VCSH (OROE)	28,2%	25,3%	25,2%	31,8%	25,1%	25,5%	24,7%	24,3%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Phân tích tác động của việc bán 6,5% cổ phần đối với tỷ lệ an toàn vốn của VCB

Giả sử nếu VCB bán cổ phần ở mức P/B 2,8x thì sẽ thu được khoảng 37,6 nghìn tỷ đồng (tương đương với 1,5 tỷ USD) (bao gồm 3,6 nghìn tỷ đồng vốn điều lệ và 34 nghìn tỷ đồng thặng dư vốn cổ phần).

Dựa trên dữ liệu về vốn cấp 1, tỷ lệ an toàn vốn và tài sản có trọng số rủi ro (RWA) tính đến ngày 30/6/2023, chúng tôi dự báo tỷ lệ an toàn vốn của VCB sẽ được cải thiện thêm +2,8 điểm phần trăm lên 14% nếu việc bán vốn diễn ra thành công.

Dưới đây là bảng phân tích tác động của các mức giá phát hành cổ phiếu khác nhau lên tỷ lệ an toàn vốn.

Các kịch bản về giá phát hành của cổ phiếu	Đơn vị	96.400	100.093	103.787	107.480	111.173
P/B	x	2,6x	2,7x	2,8x	2,9x	3,0x
Vốn điều lệ hiện tại	Tỷ đồng	55.891	55.891	55.891	55.891	55.891
Số lượng cổ phiếu phát hành mới	Triệu CP	363	363	363	363	363
Vốn điều lệ tăng thêm	Tỷ đồng	3.633	3.633	3.633	3.633	3.633
Tổng vốn điều lệ	Tỷ đồng	59.524	59.524	59.524	59.524	59.524
Thặng dư vốn cổ phần	Tỷ đồng	31.388	32.730	34.072	35.414	36.756
Vốn điều lệ + thặng dư vốn cổ phần	Tỷ đồng	90.913	92.254	93.596	94.938	96.280
Vốn cấp 1 hiện tại	Tỷ đồng	137.545	137.545	137.545	137.545	137.545
Vốn cấp 1 sau khi tăng vốn	Tỷ đồng	172.567	173.909	175.250	176.592	177.934
Vốn cấp 2	Tỷ đồng	12.443	12.443	12.443	12.443	12.443
Tài sản có trọng số rủi ro RWA (30/6/2023)	Tỷ đồng	1.337.991	1.337.991	1.337.991	1.337.991	1.337.991
Tỷ lệ vốn cấp 1 trước khi tăng vốn	%	10,28%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Tỷ lệ vốn cấp 1 sau khi tăng vốn	%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,3%
Tỷ lệ an toàn vốn trước khi tăng vốn	%	11,21%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Tỷ lệ an toàn vốn sau khi tăng vốn	%	13,8%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

Định giá

Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu -1,1 điểm phần trăm xuống còn 13,3%, nguyên nhân chính là do lãi suất phi rủi ro giảm so với thời điểm cập nhật gần nhất của chúng tôi vào tháng 8.2023. Chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá sang năm 2025. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi tăng thêm +8% lên 106.910 đồng/ cổ phiếu, tương đương với tỷ suất sinh lời 12 tháng là 12% và P/B 2024E là 2,9x.

VCB đang giao dịch ở mức P/B 2024E là 2,5x, cao hơn nhiều so với mức trung vị ngành. Tuy nhiên, P/B của VCB vẫn thấp hơn một chút so với mức trung bình lịch sử, như trong biểu đồ minh họa dưới đây.

VCB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành khi nắm giữ vị thế là ngân hàng đầu ngành, có chất lượng tài sản mạnh nhất và chi phí vốn thấp nhất.

Biểu đồ 2: Cổ phiếu VCB vẫn đang giao dịch ở dưới mức trung bình lịch sử



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE	Chi phí VCSH (COE)						
	12,0%	12,5%	13,0%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%
15,5%	186.185	155.660	131.928	121.969	104.992	91.107	79.586
15,0%	178.306	149.135	126.450	116.928	100.691	87.406	76.379
14,5%	170.461	142.639	120.995	111.908	96.408	83.720	73.185
14,0%	162.650	136.171	115.564	106.910	92.143	80.051	70.005
13,5%	154.873	129.731	110.157	101.933	87.897	76.398	66.839
13,0%	147.130	123.320	104.773	96.979	83.670	72.760	63.686
12,5%	139.422	116.936	99.413	92.046	79.461	69.138	60.547

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	72.609	67.292	76.533	86.507
Cho vay các ngân hàng	335.616	385.051	437.933	495.003
CK kinh doanh & đầu tư	148.275	170.116	193.479	218.692
Đầu tư công ty liên kết	2.225	2.553	2.903	3.282
Tổng cho vay góp	1.270.359	1.469.694	1.687.819	1.927.000
(-) Dự phòng cụ thể:	(19.314)	(18.244)	(18.698)	(19.638)
(-) Dự phòng chung:	(9.370)	(10.870)	(12.483)	(14.252)
Tổng dự phòng:	(28.684)	(29.113)	(31.181)	(33.889)
Tổng cho vay ròng:	1.241.675	1.440.580	1.656.638	1.893.110
TSCĐ hữu hình:	5.116	5.317	5.527	5.745
TSCĐ vô hình:	2.593	2.593	2.593	2.593
Đầu tư BDS	0	0	0	0
Tiền lãi dự thu:	9.200	9.200	9.200	9.200
Thuế hoãn lại:	848	848	848	848
Các tài sản khác:	21.065	21.065	21.065	21.065
Tổng tài sản:	1.839.223	2.104.615	2.406.720	2.736.046
Tiền gửi từ khách hàng:	1.395.695	1.601.273	1.821.188	2.058.519
Nợ NHNN:	1.671	1.933	2.220	2.534
Nợ các NH khác:	213.842	203.306	182.845	150.946
Giấy tờ có giá:	19.913	19.913	19.913	19.913
Nợ khác:	39.560	71.650	130.416	208.944
Tổng nợ phải trả:	1.670.680	1.898.075	2.156.581	2.440.855
Vốn và thặng dư:	61.696	61.696	61.696	61.696
Quý dự trữ:	22.562	22.562	22.562	22.562
Cổ phiếu quỹ:	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại:	85.174	122.167	165.746	210.775
Lợi ích CDTS:	94	114	135	156
Đánh giá lại tài sản:	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái:	(983)	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	168.543	206.540	250.139	295.190
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	1.839.223	2.104.615	2.406.720	2.736.046

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi thuần	53.621	62.386	72.226	82.473
Thu nhập từ phí	5.780	7.927	9.924	12.264
TN ngoài lãi khác	6.051	6.972	7.973	9.064
Tổng TN ngoài lãi	11.830	14.898	17.896	21.328
Tổng thu nhập	65.451	77.284	90.122	103.801
Tổng chi phí	(21.915)	(25.199)	(28.794)	(32.594)
PPOP:	43.536	52.085	61.328	71.208
Dự phòng góp:	(4.565)	(4.907)	(5.648)	(6.446)
Thu nhập khác:	2.272	3.039	3.475	3.951
Dự phòng ròng:	(2.293)	(1.868)	(2.173)	(2.495)
Lợi nhuận trước thuế:	41.244	50.217	59.156	68.712
(-) Thuế thu nhập:	(8.189)	(10.043)	(11.831)	(13.742)
Lợi nhuận sau thuế	33.054	40.173	47.325	54.970
(-) Lợi ích CDTS	(21)	(26)	(30)	(35)
(-) Khác	(2.595)	(3.154)	(3.716)	(4.316)
LNST (điều chỉnh)	30.438	36.993	43.578	50.619
EPS pha loãng điều chỉnh	5.446	6.619	7.797	9.057

Tỷ số tài chính	FY21A	FY22A	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	16%	26%	1%	16%	16%	14%
Thu nhập phí	12%	-8%	-15%	37%	25%	24%
Thu nhập ngoài lãi khác	4%	30%	2%	15%	14%	14%
Chi phí hoạt động	10%	20%	3%	15%	14%	13%
Dự phòng góp	15%	-18%	-52%	7%	15%	14%
Lợi nhuận trước dự phòng	17%	22%	-3%	20%	18%	16%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	19%	36%	10%	22%	18%	16%
Tài sản	7%	28%	1%	14%	14%	14%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	96%	91%	96%	96%	96%	97%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	1,50%	1,82%	1,78%	1,96%	2,00%	2,04%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay ròng (% YoY)	14%	20%	11%	16%	15%	14%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	69%	68%	71%	71%	71%	72%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	10%	10%	12%	15%	14%	13%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	89%	79%	86%	88%	90%	92%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	82%	90%	89%	90%	91%	92%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	6.121	7.820	12.455	14.535	15.567	16.920
Tỷ lệ NPL	0,64%	0,68%	0,98%	0,99%	0,92%	0,88%
Dự phòng chung trên cho vay góp	0,73%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Tỷ lệ LLR	421%	317%	230%	200%	200%	200%
BIÊN LÃI RÒNG						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	5,37%	5,83%	6,33%	5,91%	6,18%	6,38%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	2,30%	2,45%	3,41%	2,86%	3,23%	3,57%
Chênh lệch lãi suất	3,07%	3,38%	2,93%	3,05%	2,95%	2,81%
NIM	3,21%	3,52%	3,14%	3,30%	3,32%	3,32%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	14%	10%	9%	10%	11,0%	11,8%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	8%	9%	9%	9%	8,8%	8,7%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	31%	31%	32%	31%	31%	30%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	33%	32%	33%	33%	32%	31%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng/Bình quân dự nợ cho vay	0,84%	0,59%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
ROA trước dự phòng	2,67%	2,77%	2,38%	2,64%	2,72%	2,77%
ROE trước dự phòng	36,0%	36,6%	28,6%	27,8%	26,9%	26,1%
ROAA	1,61%	1,85%	1,81%	2,04%	2,10%	2,14%
ROAE điều chỉnh	19,4%	22,5%	20,0%	19,7%	19,1%	18,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	12%	17%	0%	0%	0%	13%
Tỷ suất cổ tức	0,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	22,3x	16,0x	17,1x	14,0x	11,9x	10,3x
PBR (x)	4,0x	3,2x	3,1x	2,5x	2,1x	1,8x

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm +28%
 Đóng cửa 22/04/2024
 Giá 18.300 đồng
Giá mục tiêu 12T 23.400 đồng

TIÊU ĐIỂM

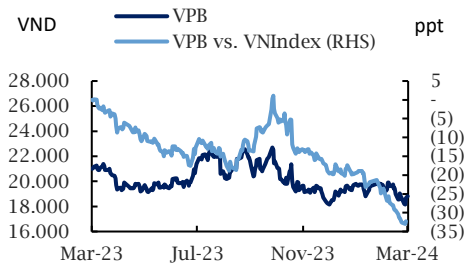
- ▶ **Chúng tôi giảm giá mục tiêu -8%** do giảm lợi nhuận dự báo -30% so với dự báo trước đó. Nguyên nhân cho sự điều chỉnh này là vì giá định trước đó của chúng tôi tương đối lạc quan.
- ▶ **Tuy nhiên, dự báo PATMI 2024E của chúng tôi vẫn tăng 50% YoY** so với mức nền thấp của năm 2023.

QUAN ĐIỂM

- ▶ **Dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 26%**, nhờ tỷ lệ an toàn vốn cao (17%) và được NHNN cấp hạn mức tín dụng cao hơn do tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém.
- ▶ **Kỳ vọng sự FE Credit phục hồi**
- ▶ NIM phục hồi nhờ cải thiện tỷ lệ CASA và tăng trưởng cho vay từ FE Credit.
- ▶ **Rủi ro:** tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự báo và HDKD tại FE Credit tiếp tục gặp khó.

Tổng quan Ngân hàng: VPB có nguồn vốn dồi dào. Vào T4/2021, VPB đã bán 49% cổ phần tại FE Credit, công ty con trong mảng tài chính tiêu dùng, cho Sumitomo Mitsui. Năm 2022, VPB sở hữu 97,4% cổ phần công ty chứng khoán VPBank. VPB đã bán 15% vốn điều lệ cho Sumitomo Mitsui thông qua phát hành riêng lẻ trong năm 2023. Tỷ lệ an toàn vốn CAR của VPB là 17%.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	6,0 tỷ USD
GTGD BQ 6T	13,1 triệu USD
SLCP đang lưu hành	7.934 triệu CP
Tỷ lệ chuyên nhượng tự	60%
Sở hữu nước ngoài	27,60%
Cổ đông lớn	46,60%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	6,5x
P/E 2024 (x)	9,9x
P/B 2024 (x)	1,0x
Room ngoại còn lại	2,4%
Tỷ suất cổ tức 2024 (%)	5,3%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024	2025E	2026E
NIM (%)	5,67%	5,88%	5,96%	6,08%
Tăng trưởng phí (%)	10%	25%	23%	21%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	31%	29%	28%	27%
Tăng trưởng PPOP(%)	-22%	34%	23%	22%
LN ròng (Tỷ đồng)	10.053	15.111	19.639	24.623
ROAA (%)	1,19%	1,75%	1,95%	2,12%
ROAE điều chỉnh (%)	8,3%	10,5%	12,7%	14,5%
PE (x)	13,0	9,9	7,6	6,1
PB (x)	1,1	1,0	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	5,3%	5,3%	5,3%	6,4%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

VPBank [VPB]

[Back to top](#)

FE Credit phục hồi sẽ giảm gánh nặng cho VPB

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở mức 26% YoY, dựa trên cơ sở tỷ lệ CAR cao, ở mức 17% và việc VPB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém.

Chúng tôi dự báo chi phí vốn của VPB sẽ giảm -2,1 điểm phần trăm xuống còn 4,5% trong năm 2024. Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA năm 2024 của VPB sẽ tăng +1 điểm phần trăm lên 18%, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có kỳ hạn kém hấp dẫn. Chúng tôi dự báo NIM 2024 đạt 5,88% (+21 điểm cơ bản YoY) nhờ cải thiện tỷ lệ CASA cải và kỳ vọng về sự phục hồi của FE Credit.

Chúng tôi đã giảm trích lập dự phòng -15% cho năm 2024 so với dự báo trước đó dựa trên kỳ vọng về việc FE Credit sẽ phục hồi từ đó giúp giảm áp lực nợ xấu và trích lập cho VPB. Dù đã cắt giảm, nhưng dự báo trích lập dự phòng năm 2024 của chúng tôi vẫn tăng + 14% YoY. FE Credit đã đạt được mức lợi nhuận dương trong 2H23 và chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2024 (vui lòng xem trang 30 để biết chi tiết), qua đó làm giảm áp lực trích lập dự phòng cho VPB. **Tuy nhiên**, tỷ lệ LLR của VPB tương đối thấp, chỉ ở mức 52%, đây là lí do chúng tôi cho rằng VPB cần tăng thêm trích lập dự phòng trong năm 2024. *Giả định các yếu tố khác không thay đổi, việc giảm 10% chi phí trích lập dự phòng sẽ giúp lợi nhuận ròng tăng 15% (xem trang 32).*

Chúng tôi dự báo PATMI 2024E sẽ đạt 15 nghìn tỷ đồng, tương đương với mức tăng + 50% YoY so với nền thấp của năm 2023.

Tỷ trọng TPDN của VPB giảm xuống còn 4,3% tổng tài sản (-70 điểm cơ bản QoQ) so với mức đỉnh khoảng 7,0% trong Q2/2022. Cụ thể, tỷ trọng TPDN Novaland (NVL) chiếm 1,0% tài sản của VPB (vui lòng xem trang 32 để biết thêm chi tiết)

Định giá đang ở mức rẻ. VPB đang giao dịch ở mức P/B 2024E là 1,0x, gần với mức trung vị ngành là 1,1x. Giá mục tiêu mới tương đương với tỷ suất sinh lời 12 tháng (bao gồm cổ tức) là 24% (tính tại ngày 2/4) và P/B 2024E ở mức 1,3x, thấp hơn mức dự báo P/B 1,5x của ACB và MBB. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với VPB.

Rủi ro: tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến, mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn và sự kéo dài tình trạng khủng hoảng tại FE Credit là những rủi ro mà NĐT nên tập trung theo dõi, vì chúng có thể tác động tiêu cực đến mức định giá của VPB.

VPB Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
PER (x)	10,7	6,9	13,0	9,9	7,6	6,1
PEG	(0,2)	0,1	(0,3)	0,3	0,3	0,2
ROAA (%)	2,38%	2,87%	1,19%	1,75%	1,95%	2,12%
ROAE (%)	16,9%	19,1%	8,3%	10,5%	12,7%	14,5%
PBR (x)	1,6	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	5,3%	5,3%	5,3%	6,4%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

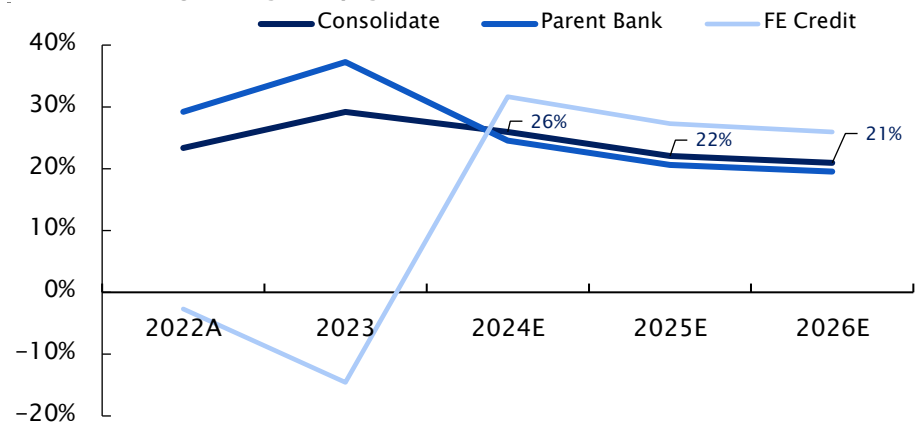
Dự báo tăng trưởng cho vay trong năm 2024 của VPB vẫn ở mức 26% YoY, nhờ vào tỷ lệ CAR cao, ở mức 17%, và việc được cấp hạn mức tín dụng cao hơn nhờ tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho vay của FE Credit sẽ phục hồi trong năm 2024.

Mặc dù cho vay giảm -14,6% YoY trong năm 2023, nhưng theo các con số tính toán của chúng tôi, tăng trưởng cho vay của FE Credit đã có dấu hiệu cải thiện trong Q4/2023 với mức giảm chỉ -0,4% QoQ so với mức giảm đáng kể trong các quý trước (-5,5% QoQ trong Q3/2023 và -11% QoQ trong Q1/2023). Điều này cho thấy dấu hiệu phục hồi của FE Credit.

Năm 2024, VPB sẽ tập trung hơn vào tệp khách hàng FDI sau khi hợp tác chiến lược với cổ đông Nhật Bản SMBC. Chúng tôi kỳ vọng người lao động tại các công ty FDI này sẽ là khách hàng tiềm năng của cả VPBank và FE Credit. Dòng vốn FDI đóng vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế, với tổng vốn FDI đăng ký đạt 36,6 tỷ USD (+32,1% YoY) và tổng vốn FDI giải ngân đạt 23,2 tỷ USD (+3,5% YoY), tương đương 63,3% tổng vốn FDI đăng ký. Trong 2T2024, tổng vốn FDI giải ngân đạt 2,8 tỷ USD (+9,8% YoY).

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng hợp nhất năm 2024 đạt 26% YoY, với đóng góp chủ yếu đến từ ngân hàng mẹ (dự báo tăng trưởng tín dụng 25% YoY). Chúng tôi cũng kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tín dụng của FE Credit sẽ phục hồi đạt 32% từ mức cơ sở thấp của năm 2023. Hiện nay, theo báo cáo tài chính hợp nhất, ngân hàng mẹ đóng góp 88% tổng dư nợ, trong khi FE Credit chỉ chiếm 11% (so với mức 17% của năm 2022). Chúng tôi dự báo tỷ trọng đóng góp của FE Credit vào tổng dư nợ sau hợp nhất sẽ tăng +1 điểm phần trăm lên 12% trong năm 2024.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng của VPB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

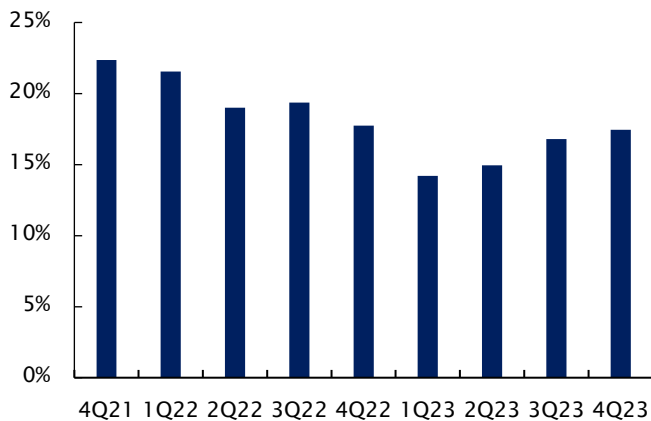
Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận ròng.

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%
Lợi nhuận ròng 2024	14.951	15.004	15.058	15.111	15.165	15.219	15.272
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-1,1%	-0,7%	-0,4%		0,4%	0,7%	1,1%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

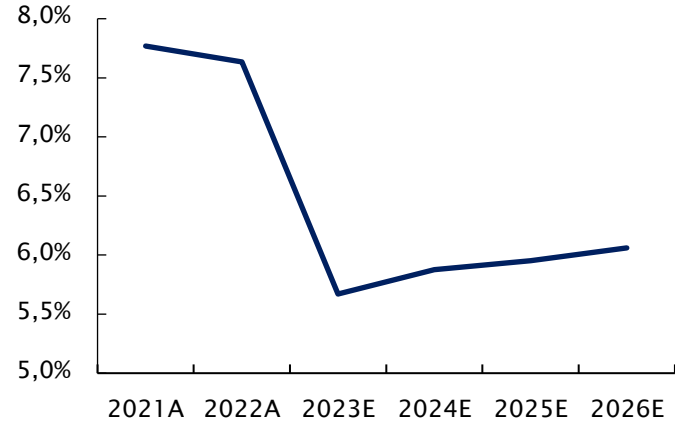
Kỳ vọng NIM cải thiện nhờ chi phí vốn giảm. Tổng tiền gửi CASA năm 2023 đã tăng +43% YoY và tỷ lệ CASA đang có xu hướng tăng kể từ Q2/2023. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của VPB sẽ cải thiện +1 điểm phần trăm lên 18% trong năm 2024 do lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đang ở mức thấp. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của VPB ở mức khoảng 4,3%. Chúng tôi dự báo chi phí vốn của VPB sẽ giảm -2,1 điểm phần trăm YoY xuống còn 4,5% trong năm 2024. Ngoài ra, NIM được dự báo sẽ cải thiện dựa trên kỳ vọng về sự phục hồi của FE Credit trong năm 2024. Chúng tôi dự báo NIM 2024E sẽ đạt 5,88% (+21 điểm cơ bản YoY).

Biểu đồ 2: Tỷ lệ CASA của VPB phục hồi



Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 3: NIM của VPB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tỷ lệ CASA lên lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu tỷ lệ CASA tăng 1 điểm phần trăm sẽ giúp VPB tiết kiệm 285 tỷ đồng chi phí trả lãi tiền gửi (tương đương với 3% PATMI 2023).

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tỷ lệ CASA 2023	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Lãi suất tiền gửi (%)	6,09%	6,02%	5,96%	5,89%	5,83%	5,76%	5,70%
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	0,19%	0,13%	0,06%		-0,06%	-0,13%	-0,19%
Chi phí lãi tiền gửi (Tỷ đồng)	856	571	285	-	(285)	(571)	(856)
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	3%	2%	1%		-1%	-2%	-3%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng sẽ đạt 28 nghìn tỷ đồng (+14% YoY) trong năm 2024. Áp lực trích lập dự phòng năm 2024 sẽ giảm bớt nhờ vào kỳ vọng phục hồi của FE Credit. FE Credit đã ghi nhận lợi nhuận dương trong Q3/2023 và quý Q4/2023 sau ghi nhận lỗ từ năm 2022.

Tuy nhiên, chất lượng tài sản vẫn là yếu tố cần được chú trọng. Tỷ lệ LLR của VPB ở mức thấp, chỉ 52% (-2,7 điểm phần trăm YoY), trong khi tỷ lệ nợ xấu ở mức cao với 5,01% (-73 điểm cơ bản YoY) trong Q4/2023, chủ yếu do ảnh hưởng từ FE Credit.

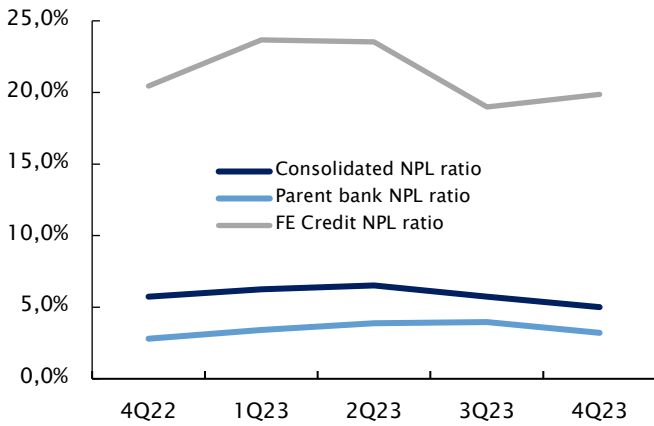
Tỷ lệ nợ xấu của VPB cao là điều bình thường khi ngân hàng sở hữu FE Credit, công ty hoạt động trong lĩnh vực cho vay tiêu dùng không tài sản đảm bảo. Tuy nhiên, đổi lại thì NIM cũng sẽ cao.

Tỷ lệ nợ xấu tại FE Credit là 20% tại thời điểm Q4/2023, theo tính toán của chúng tôi dựa trên BCTC hợp nhất và BCTC công ty mẹ. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu của FE Credit đã có xu hướng giảm kể từ Q1/2023 (xem biểu đồ 4 bên dưới).

Tỷ lệ nợ xấu tại ngân hàng mẹ, không tính đến FE Credit, cũng ở mức cao 3,20% (+15 điểm cơ bản QoQ/+84 điểm cơ bản YoY), xếp vào hàng cao nhất trong ngành.

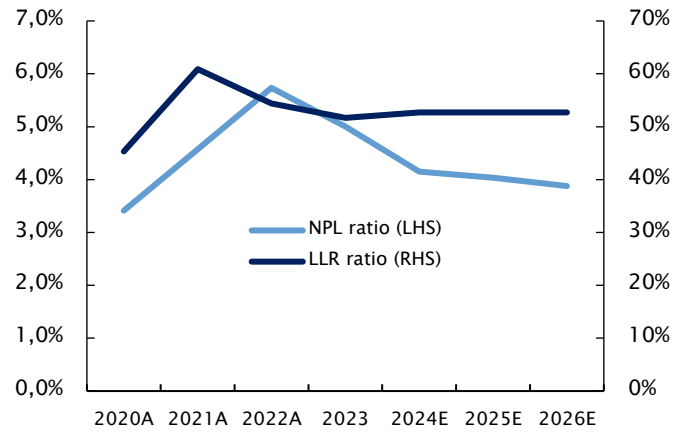
Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của FE Credit sẽ giúp giảm áp lực trích lập dự phòng cho VPB. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo mức tăng +14% YoY trong trích lập dự phòng năm 2024E dựa trên cơ sở tỷ lệ nợ xấu cao và tỷ lệ LLR thấp của VPB.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ nợ xấu của FE Credit có xu hướng giảm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ LLR hợp nhất của VPB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, trích lập dự phòng thay đổi 10% sẽ khiến lợi nhuận ròng thay đổi 15% theo hướng ngược lại.

Phân tích độ nhạy	30%	20%	10%	Mức cơ sở	-10%	-20%	-30%
Trích lập dự phòng 2024	(36.930)	(34.089)	(31.248)	(28.408)	(25.567)	(22.726)	(19.885)
Lợi nhuận ròng 2024	8.498	10.703	12.907	15.111	17.316	19.520	21.725
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-44%	-29%	-15%		15%	29%	44%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Ngoài ra, tỷ trọng TPDN của VPB (chiếm 4,3% tổng tài sản, -70 điểm cơ bản QoQ) cao thứ 3 toàn ngành tại thời điểm Q4/2023. Dù trên thực tế, con số này đã giảm từ mức đỉnh 7,0% trong Q2/2022.

Theo BCTC Q4/2023 của NVL, tổng dư nợ mà VPB cấp cho NVL là 8,2 nghìn tỷ đồng, chiếm 1,0% tổng tài sản của VPB tại thời điểm Q4/2023. Trong đó, 7,0 tỷ đồng là trái phiếu doanh nghiệp và 1,2 nghìn tỷ đồng là các khoản cho vay.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về thay đổi dự phòng và tác động lên lợi nhuận của VPB liên quan đến trái phiếu Novaland

Trong kịch bản xấu nhất (mà chúng tôi cho là sẽ khó xảy ra), đó là toàn bộ 100% khoản tín dụng đã cấp cho NVL không có khả năng thu hồi, sẽ dẫn đến chi phí trích lập dự phòng cả năm tăng thêm +30% và PATMI 2024E giảm -40% so với dự báo của chúng tôi. Và ROE sẽ giảm từ 11% trong kịch bản cơ sở xuống còn 6%.

Tổng tín dụng cấp cho NVL tại Q4/2023 (Tỷ đồng)	8.212				
Giả định % không thể thu hồi	20%	40%	60%	80%	100%
Trích lập dự phòng (Kịch bản cơ sở) (Tỷ đồng)	(28.408)	(28.408)	(28.408)	(28.408)	(28.408)
Trích lập dự phòng bổ sung liên quan đến NVL (Tỷ đồng)	(1.642)	(3.285)	(4.927)	(6.570)	(8.212)
Tổng dự phòng (theo từng kịch bản) (Tỷ đồng)	(30.050)	(31.692)	(33.335)	(34.977)	(36.620)

Ảnh hưởng lên lợi nhuận của VPB

2024 Lợi nhuận ròng (Kịch bản cơ sở) (Tỷ đồng)	15.111				
2024 Lợi nhuận ròng (theo từng kịch bản) (Tỷ đồng)	13.837	12.562	11.288	10.013	8.739
vs. Kịch bản cơ sở	-8%	-17%	-25%	-34%	-42%

Ảnh hưởng lên ROE của VPB

ROE (Kịch bản cơ sở) (%)	10,5%				
ROE (theo từng kịch bản) (%)	9,7%	8,8%	8,0%	7,1%	6,3%
vs. Kịch bản cơ sở	-80 điểm cơ bản	-1,7 điểm phần trăm	-2,5 điểm phần trăm	-3,4 điểm phần trăm	-4,2 điểm phần trăm

Nguồn: BCTC Q4/2023 Novaland, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của VPB

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023	2024	2025E	2026E
NIM	9,55%	8,79%	7,77%	7,63%	5,67%	5,88%	5,96%	6,08%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHD	88,9%	87,6%	83,8%	75,9%	84,6%	84,4%	84,1%	84,1%
Chi phí/Thu nhập	35,8%	30,9%	26,1%	26,1%	30,8%	28,9%	28,0%	27,4%
LN trước dự phòng/Tài sản	6,32%	6,41%	6,27%	6,78%	4,31%	4,68%	4,88%	5,08%
Trích lập dự phòng/ tài sản	3,91%	3,67%	3,98%	3,81%	3,43%	3,19%	3,13%	3,12%
LNHD/Tài sản (OROA)	2,98%	3,26%	2,87%	3,62%	1,20%	1,76%	1,97%	2,13%
Đòn bẩy tài chính (x)	8,9	7,9	6,3	6,1	5,8	6,5	6,9	7,3
LNHD/VCSH (OROE)	26,7%	25,9%	18,2%	22,1%	7,0%	11,5%	13,8%	15,7%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu -60 điểm cơ bản xuống còn 14,6% nguyên nhân đến từ việc lãi suất phi rủi ro giảm, và chuyển cơ sở định giá sang năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cũng giảm dự báo -30% cho lợi nhuận năm 2024 so với dự báo trước đó. Chúng tôi đã quá lạc quan trong dự báo lợi nhuận năm 2023, cụ thể, kết quả thực tế của năm 2023 thấp hơn -39% so với dự báo của chúng tôi.

Do đó, chúng tôi giảm mức giá mục tiêu -8% xuống còn 23.400 đồng/cp, tương đương tỷ suất sinh lời 12 tháng là 24% (bao gồm cổ tức) (tại thời điểm ngày 2/4) và P/B 2024E ở mức 1,3x.

Biểu đồ 6: VPB giao dịch ở mức -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình lịch sử

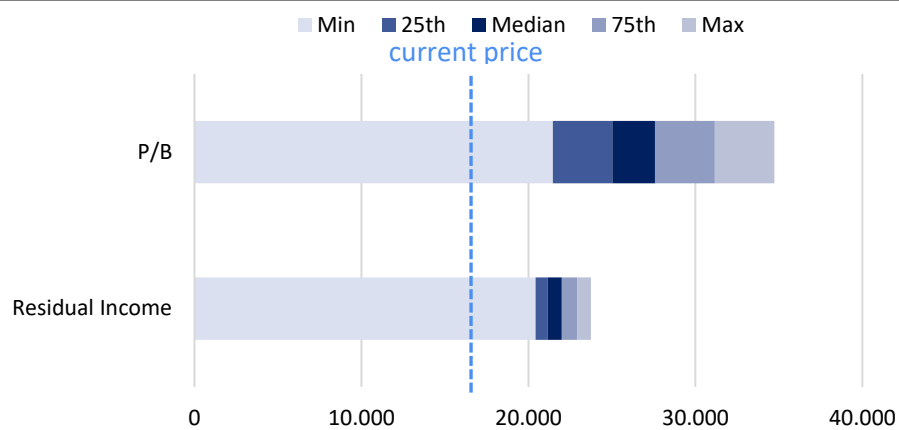


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá trị ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá trị
Thu nhập thặng dư	22.008	75,0%	16.506
P/B	27.580	25,0%	6.895
Giá trị ước tính hợp lý			23.401

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá VPB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

		Chi phí VCSH (COF)						
		13,0%	13,5%	14,0%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%
ROE	7%	23.586	22.902	22.241	21.477	20.862	20.268	19.693
	8%	23.740	23.056	22.394	21.629	21.014	20.419	19.843
	9%	23.895	23.210	22.547	21.781	21.165	20.570	19.993
	10%	24.125	23.439	22.776	22.008	21.392	20.795	20.218
	11%	24.279	23.593	22.929	22.160	21.543	20.946	20.368
	12%	24.434	23.746	23.082	22.313	21.695	21.097	20.518
	13%	24.588	23.900	23.234	22.465	21.846	21.247	20.668

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	2.285	2.863	3.546	4.353
Cho vay các ngân hàng	94.094	90.185	91.101	86.546
CK kinh doanh & đầu tư:	106.913	111.791	124.725	136.246
Khác:	1.011	1.267	1.569	1.926
Tổng cho vay góp	566.271	713.277	870.453	1.052.788
(-) Dự phòng cụ thể:	(10.495)	(11.217)	(14.768)	(19.409)
(-) Dự phòng chung:	(4.154)	(5.334)	(6.509)	(7.872)
Tổng dự phòng:	(14.649)	(16.551)	(21.277)	(27.281)
Tổng cho vay ròng:	551.622	696.726	849.175	1.025.507
TSCĐ hữu hình:	1.298	1.298	1.298	1.298
TSCĐ vô hình:	626	626	626	626
Đầu tư BDS	0	0	0	0
Tiền lãi dự thu:	8.976	8.079	7.271	6.544
Thuế hoãn lại:	1.264	1.264	1.264	1.264
Các tài sản khác:	41.188	38.968	36.867	34.880
Tổng tài sản:	817.700	963.620	1.130.512	1.315.232
Tiền gửi từ khách hàng:	442.368	554.288	686.494	842.669
Nợ NHNN và các NH khác	160.475	160.475	160.475	160.475
Giấy tờ có giá:	47.787	47.787	47.787	47.787
Nợ khác:	27.100	28.944	49.980	61.245
Tổng nợ phải trả:	677.753	791.596	944.860	1.112.326
Vốn và thặng dư:	103.332	103.332	103.332	103.332
Quỹ dự trữ:	12.233	12.233	12.233	12.233
Cổ phiếu quỹ	23.993	23.993	23.993	23.993
Lợi nhuận giữ lại:	19.149	26.326	38.032	53.133
Đánh giá lại tài sản	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Lợi ích CĐTS	5.232	6.140	8.063	10.215
Tổng vốn chủ sở hữu	163.939	172.024	185.652	202.906
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	841.692	963.620	1.130.512	1.315.232

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi thuần:	38.175	49.526	59.747	71.882
Thu nhập từ phí	7.096	8.884	10.965	13.293
TN ngoài lãi khác	(173)	252	296	344
Tổng TN ngoài lãi	6.923	9.136	11.261	13.637
Tổng thu nhập điều chỉnh	45.098	58.662	71.008	85.519
Tổng chi phí	(13.912)	(16.961)	(19.904)	(23.405)
PPOP điều chỉnh	31.186	41.701	51.104	62.114
Dự phòng góp:	(24.844)	(28.408)	(32.782)	(38.151)
Thu nhập khác:	4.646	6.180	7.250	8.435
Dự phòng ròng:	(20.199)	(22.228)	(25.532)	(29.716)
Lợi nhuận trước thuế:	10.987	19.473	25.572	32.398
(-) Thuế thu nhập:	(2.346)	(3.895)	(5.114)	(6.480)
Lợi nhuận sau thuế	8.641	15.579	20.457	25.918
(-) Lợi ích CĐTS	1.412	(467)	(818)	(1.296)
(-) Khác:	-	-	-	-
PATMI	10.053	15.111	19.639	24.623
EPS điều chỉnh	1.445	1.905	2.475	3.103

Tỷ số tài chính	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	6%	19%	-7%	30%	21%	20%
Thu nhập phí	21%	59%	10%	25%	23%	21%
Thu nhập ngoài lãi khác điều chỉnh	117%	153%	-103%	-246%	17%	16%
Chi phí hoạt động	-6%	32%	-1%	22%	17%	18%
Dự phòng góp	31%	17%	11%	14%	15%	16%
Lợi nhuận trước dự phòng	19%	32%	-22%	34%	23%	22%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	13%	55%	-45%	50%	30%	25%
Tài sản	31%	15%	30%	18%	17%	16%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	91%	92%	94%	95%	96%	97%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	2,65%	3,38%	1,49%	1,79%	1,96%	2,08%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	22%	23%	29%	26%	22%	21%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	70%	73%	72%	76%	78%	80%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	4%	25%	46%	25%	24%	23%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	54%	60%	68%	73%	77%	80%
THANH KHOẢN						
LDR	143%	140%	125%	126%	124%	122%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	16.244	25.137	28.344	31.416	40.387	51.783
Tỷ lệ NPL	4,57%	5,73%	5,01%	4,40%	4,64%	4,92%
Dự phòng chung trên cho vay góp	0,75%	0,74%	0,73%	0,75%	0,75%	0,75%
Tỷ lệ LLR	61%	54%	52%	53%	53%	53%
BIẾN LÃI RÒNG						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	11,50%	11,58%	11,37%	9,67%	9,95%	10,20%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	4,12%	4,43%	6,62%	4,52%	4,83%	5,01%
Chênh lệch lãi suất	7,37%	7,14%	4,75%	5,15%	5,13%	5,19%
NIM	7,77%	7,63%	5,67%	5,88%	5,96%	6,08%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	10%	12%	16%	15%	15,4%	15,5%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	6%	12%	0%	0%	0,4%	0,4%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	24%	24%	28%	26%	25%	25%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	26%	26%	31%	29%	28%	27%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng/Bình quân dư nợ cho vay	5,95%	5,66%	4,95%	4,44%	4,14%	3,97%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
ROA trước dự phòng	6,27%	6,78%	4,31%	4,68%	4,88%	5,08%
ROE trước dự phòng	43,6%	42,1%	23,3%	24,8%	28,6%	32,0%
ROAA	2,38%	2,87%	1,19%	1,75%	1,95%	2,12%
ROAE	16,9%	19,1%	7,5%	9,0%	11,0%	12,7%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	44%	79%	53%	48%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	5,1%	5,1%	5,1%	6,1%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	11,1x	7,2x	13,6x	10,3x	7,9x	6,3x
PBR (x)	1,7x	1,4x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm +31%
 Đóng cửa 22/04/2024
 Giá 22.400 đồng

Giá mục tiêu 12T 29.450 đồng

TIÊU ĐIỂM

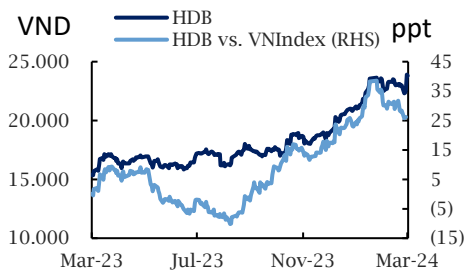
- ▶ Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu +32% sau khi giảm tỷ lệ chiết khấu và chuyển cơ sở định giá sang năm 2025.
- ▶ Dự báo tăng trưởng tín dụng giảm -1 điểm phần trăm so với dự báo trước đó, tăng dự báo trích lập dự phòng cho năm 2024 thêm +16%
- ▶ Chúng tôi tăng dự báo PATMI 2024E thêm +7% cho năm 2024E.

QUAN ĐIỂM

- ▶ Mức định giá hiện tại vẫn còn rẻ -- duy trì khuyến nghị MUA. HDB đang giao dịch P/B 2024E ở mức 1,2x so với mức 1,1x của trung vị ngành, dù có kết quả hoạt động kinh doanh vượt trội hơn.
- ▶ Tỷ lệ an toàn vốn cao, với CAR 12,6%.
- ▶ Chất xúc tác: tiềm năng thỏa thuận độc quyền bancassurance.
- ▶ Rủi ro: tỷ lệ nợ xấu cao hơn mức dự báo.

Tổng quan Ngân hàng: HDB tập trung chủ yếu cho vay bán lẻ và các doanh nghiệp vừa và nhỏ, và đồng thời cũng sở hữu 50% HD Saison, top 3 doanh nghiệp ngành tài chính tiêu dùng. Cho vay bán lẻ chiếm 39,0% tổng dư nợ hợp nhất, trong khi cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm 53,7%, HD Saison chiếm 4,7% và cho vay doanh nghiệp lớn chỉ chiếm 2,6% tính đến thời điểm Q4/2023. Tỷ lệ CAR cao, đạt 12,6% tại Q4/2023.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	2,8 tỷ USD
GTGD BQ 6T	8,1 triệu USD
SLCP đang lưu hành	2.893 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự	75%
Sở hữu nước ngoài	19,8%
Cổ đông lớn	18,7%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	12,6x
P/E 2024 (x)	5,3x
P/B 2024 (x)	1,3x
Room ngoại còn lại	0,2%
Tỷ suất cổ tức 2024 (%)	4,2%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024	2025E	2026E
NIM (%)	5,12%	5,18%	5,16%	5,11%
Tăng trưởng phí (%)	-26%	24%	22%	21%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	35%	34%	34%	34%
Tăng trưởng PPOP (%)	33%	27%	21%	19%
LN ròng (Tỷ đồng)	10.071	13.032	15.964	19.179
ROAA (%)	2,03%	2,04%	2,09%	2,11%
ROAE điều chỉnh (%)	23,6%	25,2%	25,0%	24,3%
PE (x)	6,9	5,3	4,3	3,6
PB (x)	1,6	1,3	1,0	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	4,2%	4,2%	4,2%	5,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấnh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantacom.vn

Bloomberg code: YUTA

HDBANK [HDB]

[Back to top](#)

Định giá hấp dẫn

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2024 ở mức 23% YoY (-1 điểm phần trăm so với dự báo trước đó). Chúng tôi tin rằng HDB có thể được cấp hạn mức tín dụng cao hơn nhờ tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém, giúp HDB có thể được NHNN cấp thêm hạn mức tín dụng, và tỷ lệ an toàn vốn cao với CAR đạt 12,6%.

Dự báo thu nhập lãi ròng của chúng tôi tăng +10% so với dự báo trước đó và đạt 28,8 nghìn tỷ đồng (+30% YoY), lí do đến từ việc chi phí vốn giảm.

Chúng tôi kỳ vọng lợi suất cho vay của HDB sẽ giảm -1,3 điểm phần trăm xuống còn 11,4% và chi phí vốn giảm -1,6 điểm phần trăm xuống 5,2% trong năm 2024 dựa trên cơ sở lãi suất huy động giảm so với 2023. Tuy nhiên, tỷ lệ CASA tương đối thấp, chỉ 11% (+50bp YoY) trong năm 2023. Dựa trên những cơ sở trên, chúng tôi dự báo NIM sẽ tăng nhẹ đạt 5,18% (+6 điểm phần trăm YoY) trong năm 2024.

Dự báo trích lập dự phòng đạt 5,2 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong năm 2024E. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của HDB khá thấp ở mức 66% tại thời điểm Q4.2023, và do đó chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng trong năm 2024. *Giả sử các yếu tố khác không đổi, nếu chi phí dự phòng thay đổi 10% sẽ làm PATMI thay đổi 3.1% theo hướng ngược lại (vui lòng xem trang 37).*

Dự báo PATMI 2024E tăng +7%, tương đương với mức tăng +29% YoY.

Định giá vẫn còn rẻ. HDB giao dịch tương đương với P/B 2024E ở mức 1,2x, nhỉnh hơn một chút so với mức trung vị ngành mặc dù có kết quả hoạt động tốt hơn. Chúng tôi dự báo ROE 2024E của HDB sẽ đạt 25% so với dự báo các bên ở mức 18%, nguồn: Bloomberg.

Duy trì khuyến nghị MUA. Mức giá mục tiêu mới của chúng tôi tương đương với P/B 2024E là 1,6x và tỷ suất sinh lời 12 tháng ở mức 27% (bao gồm cổ tức) (tính tại thời điểm ngày 2/4). Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDB.

Chất xúc tác: có thể đến từ mức phí trả trước nhận được từ hợp đồng độc quyền bancassurance. Tuy nhiên, vấn đề này đã được thảo luận trong nhiều năm và có thể tiếp tục bị trì hoãn, trong bối cảnh ảm đạm của lĩnh vực bancassurance.

Rủi ro: rủi ro tỷ lệ nợ xấu cao hơn và mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến.

HDB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023	2024	2025E	2026E
PER (x)	9,9	7,8	6,9	5,3	4,3	3,6
PEG	(0,2)	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2
ROAA (%)	1,86%	2,08%	2,03%	2,04%	2,09%	2,11%
ROAE (%)	21,8%	22,2%	23,6%	25,2%	25,0%	24,3%
PBR (x)	2,1	1,6	1,6	1,3	1,0	0,8
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	4,2%	4,2%	4,2%	5,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ đạt 23% YoY trong năm 2024. Chúng tôi tin rằng HDB có dư địa mở rộng tăng trưởng tín dụng dựa trên kỳ vọng: 1) được NHNN cấp hạn mức tín dụng cao hơn mức bình quân ngành nhờ tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém và 2) tỷ lệ an toàn vốn CAR cao, ở mức 12,6%.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, tăng trưởng tín dụng tăng/giảm 1 điểm phần trăm sẽ khiến lợi nhuận ròng tăng/giảm 0,4%.

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
Lợi nhuận ròng 2024	12.870	12.924	12.978	13.032	13.087	13.141	13.195
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-1,2%	-0,8%	-0,4%		0,4%	0,8%	1,2%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo lãi suất cho vay của HDB sẽ giảm -1,3 điểm phần trăm xuống 11,4% và **chi phí vốn giảm** -1,6 điểm phần trăm xuống 5,2% trong năm 2024 do lãi suất huy động giảm. Tiền gửi không kỳ hạn không phải là lợi thế cạnh tranh của HDB khi tỷ lệ CASA chỉ ở mức thấp, 11% (+50 điểm cơ bản YoY). Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ chỉ tăng nhẹ thêm +6 điểm cơ bản YoY lên 5,18%.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tỷ lệ CASA đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, tỷ lệ CASA tăng 1 điểm phần trăm sẽ giúp HDB tiết kiệm 245 tỷ đồng chi phí trả lãi tiền gửi (tương đương 2% PATMI 2023).

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tỷ lệ CASA 2023	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
Lãi suất tiền gửi (%)	6,58%	6,51%	6,45%	6,38%	6,31%	6,25%	6,18%
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	20 điểm cơ bản	13 điểm cơ bản	7 điểm cơ bản		-7 điểm cơ bản	-13 điểm cơ bản	-20 điểm cơ bản
Chi phí trả tiền gửi (Tỷ đồng)	736	491	245	-	(245)	(491)	(736)
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	3%	2%	1%		-1%	-2%	-3%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ đạt 5,2 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong năm 2024. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu Q4/2023 của HDB chỉ đạt 66%, khá thấp so với các ngân hàng top đầu như BID (182%), CTG (167%), MBB (117%), hay VCB (230%); và cũng thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ LLR bình quân 5 năm gần nhất của HDB là 76%.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, trích lập dự phòng tăng/giảm 10% sẽ khiến lợi nhuận ròng thay đổi 3% theo hướng ngược lại.

Phân tích độ nhạy	30%	20%	10%	Mức cơ sở	-10%	-20%	-30%
Trích lập dự phòng 2024	(6.732)	(6.214)	(5.696)	(5.179)	(4.661)	(4.143)	(3.625)
Lợi nhuận ròng 2024	11.834	12.233	12.633	13.032	13.432	13.831	14.231
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-9,2%	-6,1%	-3,1%		3,1%	6,1%	9,2%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của HDB

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
NIM	4,72%	4,70%	4,41%	5,15%	5,12%	5,18%	5,16%	5,11%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHĐ	89,0%	89,7%	83,8%	84,0%	84,8%	86,4%	86,4%	86,2%
Chi phí/Thu nhập	46,4%	46,6%	38,5%	40,3%	34,9%	34,8%	34,8%	34,7%
LN trước dự phòng/Tài sản	2,63%	2,58%	2,94%	3,24%	3,34%	3,28%	3,30%	3,30%
Trích lập dự phòng/ tài sản	0,58%	0,65%	0,66%	0,78%	0,84%	0,78%	0,75%	0,73%
LNHĐ/Tài sản (OROA)	2,26%	2,15%	2,57%	2,89%	3,09%	3,12%	3,15%	3,14%
Đòn bẩy tài chính (x)	11,3	12,9	12,2	10,7	13,0	12,6	12,2	11,8
LNHĐ/VCSH (OROE)	25,5%	27,8%	31,3%	30,8%	40,1%	39,5%	38,4%	37,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Định giá

Chúng tôi đã tăng mức giá mục tiêu lên + 32% sau khi giảm tỷ lệ chiết khấu -80 điểm cơ bản xuống 15,1%, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giảm lãi suất phi rủi ro. Ngoài ra chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá sang năm 2025. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 29.450 đồng, tương đương với tỷ suất sinh lời 12 tháng là 27% (bao gồm cổ tức) và P/B 2024E ở mức 1,6x.

Biểu đồ 1: HDB đang giao dịch gần mức trung bình lịch sử

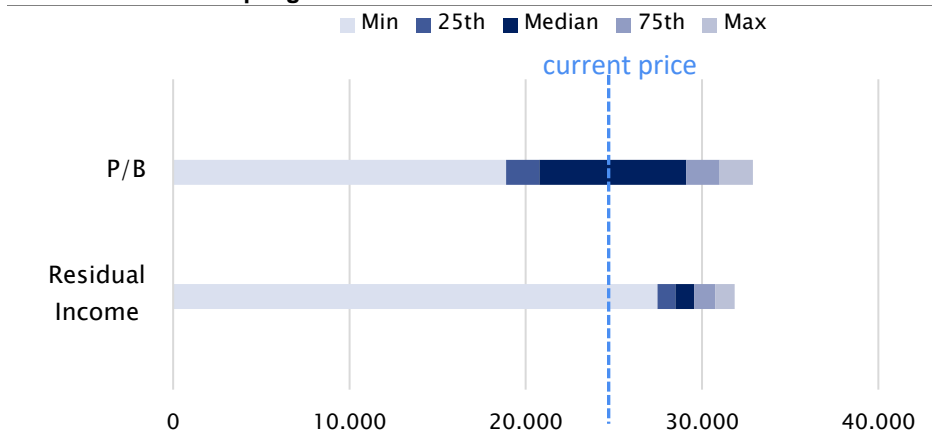


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá trị ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá trị
Thu nhập thặng dư	29.563	75,0%	22.172
P/B	29.114	25,0%	7.278
Giá trị hợp lý ước tính			29.450

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: Biểu đồ định giá HDB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

		Chi phí VCSH (COE)						
		13,5%	14,0%	14,5%	15,1%	15,6%	16,1%	16,6%
ROE	22%	32.078	31.080	30.115	29.090	28.191	27.322	26.481
	23%	32.229	31.230	30.264	29.239	28.339	27.470	26.628
	24%	32.380	31.380	30.414	29.388	28.488	27.617	26.775
	25%	32.557	31.557	30.589	29.563	28.662	27.791	26.948
	26%	32.708	31.707	30.739	29.712	28.810	27.938	27.095
	27%	32.859	31.857	30.889	29.860	28.958	28.086	27.242
	28%	33.010	32.007	31.038	30.009	29.106	28.233	27.389

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	44.292	53.233	64.324	76.904
Cho vay các ngân hàng	96.515	112.409	130.229	149.064
CK kinh doanh & đầu tư	62.673	75.911	91.604	109.405
Đầu tư công ty liên kết	254	307	371	443
Tổng cho vay góp	343.404	420.580	512.976	619.192
(-) Dự phòng cụ thể:	(1.491)	(1.922)	(2.309)	(2.766)
(-) Dự phòng chung:	(2.563)	(3.141)	(3.831)	(4.624)
Tổng dự phòng:	(4.054)	(5.063)	(6.140)	(7.390)
Tổng cho vay ròng:	339.350	415.517	506.836	611.803
TSCĐ hữu hình:	713	805	909	1.026
TSCĐ vô hình:	710	710	710	710
Đầu tư BDS	0	0	0	0
Tiền lãi dự thu:	6.017	6.318	6.634	6.966
Thuế hoãn lại:	77	77	77	77
Các tài sản khác:	51.715	56.886	62.575	68.832
Tổng tài sản:	602.315	722.173	864.268	1.025.230
Tiền gửi từ khách hàng:	370.778	449.092	541.933	647.248
Nợ NHNN	27	33	40	48
Nợ các NH khác	112.087	137.277	167.435	202.104
Giấy tờ có giá:	50.938	53.485	56.159	58.967
Nợ khác:	22.085	25.153	27.928	29.760
Tổng nợ phải trả:	555.915	665.040	793.495	938.127
Vốn và thặng dư:	29.612	29.612	29.612	29.612
Quý dự trữ:	4.708	4.708	4.708	4.708
Cổ phiếu quỹ	(413)	(413)	(413)	(413)
Lợi nhuận giữ lại:	10.562	20.701	33.772	49.479
Lợi ích CDTS	1.931	2.525	3.093	3.716
Đánh giá lại tài sản	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	46.400	57.134	70.773	87.103
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	602.315	722.173	864.268	1.025.230

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi thuần	22.184	28.793	34.689	41.214
Thu nhập từ phí	2.188	2.714	3.317	4.022
TN ngoài lãi khác	1.783	1.806	2.161	2.564
Tổng TN ngoài lãi	3.971	4.520	5.478	6.586
Tổng thu nhập	26.155	33.313	40.167	47.800
Tổng chi phí	(9.129)	(11.609)	(13.975)	(16.598)
PPOP:	17.025	21.704	26.193	31.202
Dự phòng góp:	(4.268)	(5.179)	(5.940)	(6.864)
Thu nhập khác:	259	367	440	522
Dự phòng ròng:	(4.009)	(4.811)	(5.500)	(6.342)
Lợi nhuận trước thuế:	13.017	16.893	20.693	24.860
(-) Thuế thu nhập:	(2.681)	(3.379)	(4.139)	(4.972)
Lợi nhuận sau thuế	10.336	13.514	16.554	19.888
(-) Lợi ích CDTS	(265)	(482)	(590)	(709)
(-) Khác	-	-	-	-
PATMI	10.071	13.032	15.964	19.179
EPS pha loãng điều chỉnh	3.482	4.506	5.519	6.630

Tỷ số tài chính	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	17%	30%	23%	30%	20%	19%
Thu nhập phí	103%	53%	-26%	24%	22%	21%
Thu nhập ngoài lãi khác	83%	-38%	279%	1%	20%	19%
Chi phí hoạt động	3%	35%	6%	27%	20%	19%
Dự phòng góp	29%	33%	39%	21%	15%	16%
Lợi nhuận trước dự phòng	44%	26%	33%	27%	21%	19%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	42%	28%	30%	29%	22%	20%
Tài sản	17%	11%	45%	20%	20%	19%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	90%	87%	83%	84%	85%	86%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	1,92%	2,22%	2,32%	2,34%	2,37%	2,38%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	14%	30%	30%	22%	22%	21%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	60%	72%	67%	68%	69%	70%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	5%	18%	72%	21%	21%	19%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	55%	59%	69%	70%	71%	71%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	110%	121%	92%	93%	94%	95%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	3.360	4.404	6.160	5.956	7.223	8.694
Tỷ lệ NPL	1,65%	1,67%	1,79%	1,42%	1,41%	1,40%
Dự phòng chung trên cho vay góp	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
Tỷ lệ LLR	73%	70%	66%	85%	85%	85%
BIÊN LÃI RÒNG						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	8,31%	9,52%	12,15%	10,69%	10,77%	10,85%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	3,98%	4,39%	6,79%	5,22%	5,37%	5,54%
Chênh lệch lãi suất	4,33%	5,13%	5,36%	5,47%	5,40%	5,32%
NIM	4,41%	5,15%	5,12%	5,18%	5,16%	5,11%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	12%	14%	8%	8%	8,3%	8,4%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	5%	2%	7%	5%	5,4%	5,4%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	38%	39%	35%	34%	34%	34%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	39%	40%	35%	35%	35%	35%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng/Bình quân dư nợ cho vay	1,21%	1,31%	1,41%	1,36%	1,27%	1,21%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
ROA trước dự phòng	2,94%	3,24%	3,34%	3,28%	3,30%	3,30%
ROE trước dự phòng	36,7%	36,7%	39,9%	41,9%	41,0%	39,5%
ROAA	1,86%	2,08%	2,03%	2,04%	2,09%	2,11%
ROAE điều chỉnh	21,8%	22,2%	23,6%	25,2%	25,0%	24,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	32%	29%	22%	22%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	4,2%	4,2%	4,2%	5,0%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	9,9x	7,7x	6,8x	5,3x	4,3x	3,6x
PBR (x)	2,1x	1,6x	1,5x	1,3x	1,0x	0,8x

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

NĂM GIỮ - Khả quan

Giá mục tiêu tăng/giảm +26%
 Đóng cửa 22/04/2024
 Giá 27.650 đồng

Giá mục tiêu 12T 34.930 đồng

TIÊU ĐIỂM

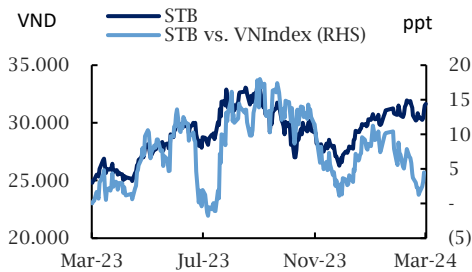
- ▶ Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu thêm +3% sau khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 và áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn.
- ▶ Tăng dự báo tăng trưởng tín dụng 2024 thêm +1 điểm phần trăm lên 17%.
- ▶ Việc tái cơ cấu đã cơ bản gần như hoàn thành.
- ▶ Dự báo PATMI 2024E đạt 9,6 nghìn tỷ đồng (+41% YoY).

QUAN ĐIỂM

- ▶ Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **NĂM GIỮ - Khả quan**.
- ▶ STB đang giao dịch P/B 2024E ở mức 1,1x, tương đương với mức trung vị ngành.
- ▶ Tái cơ cấu đang đến gần giai đoạn hoàn tất.
- ▶ Rủi ro: nếu việc bán 32,5% vốn của STB được đại diện bởi VAMC tiếp tục kéo dài..

Tổng quan Ngân hàng: Tài sản của STB chiếm 4,6% tổng tài sản của 27 ngân hàng niêm yết tại thời điểm cuối Q4/2023. STB chủ yếu tập trung vào cho vay bán lẻ và cho vay công ty vừa và nhỏ (SMEs). Việc sáp nhập với ngân hàng TMCP Phương Nam vào năm 2015 đã dẫn đến những vấn đề về chất lượng tài sản mà những năm qua, BLĐ vẫn đang nỗ lực giải quyết. Theo quan điểm của chúng tôi, giai đoạn tái cơ cấu đã gần đến thời điểm kết thúc.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	2,4 tỷ USD
GTGD BQ 6T	23 triệu USD
SLCP đang lưu hành	1.885 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự	67,5%
Sở hữu nước ngoài	24,2%
Cổ đông lớn	8,9%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	13,8x
P/E 2024 (x)	6,2x
P/B 2024 (x)	1,1x
Room ngoại còn lại	5,8%
Tỷ suất cổ tức 2024 (%)	0,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024	2025E	2026E
NIM (%)	3,79%	4,14%	4,13%	4,32%
Tăng trưởng phí (%)	-50%	29%	22%	21%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	50%	46%	45%	43%
Tăng trưởng PPOP (%)	4%	34%	17%	21%
LN ròng (Tỷ đồng)	6.803	9.597	13.029	16.342
ROAA (%)	1,22%	1,51%	1,81%	2,02%
ROAE điều chỉnh (%)	16,1%	18,9%	21,0%	21,3%
PE (x)	8,8	6,2	4,6	3,7
PB (x)	1,3	1,1	0,9	0,7
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấnh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantacom.vn

Bloomberg code: YUTA

Sacombank [STB]

[Back to top](#)

Nâng khuyến nghị lên **NĂM GIỮ - Khả quan**

Chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng tín dụng 2024E thêm +1 điểm phần trăm, lên mức +17% YoY. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn tất việc tái cơ cấu trong năm 2024, từ đó, đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong các năm sau. Chúng tôi giữ nguyên dự báo thu nhập lãi ròng 2024E so với dự báo trước đó, tương đương với mức tăng +25% YoY. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng phần tài sản tồn đọng trước đó sẽ được giải quyết và chuyển thành tài sản sinh lời trong năm 2024.

Việc xử lý hết tài sản tồn đọng sẽ giúp thúc đẩy NIM trong năm 2024, bên cạnh việc chi phí vốn giảm. Chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 4,14% (+36 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024.

Chúng tôi vẫn tăng trích lập dự phòng năm 2024 thêm +17% YoY để phòng ngừa rủi ro tác động xấu từ việc gia tăng nợ xấu mới hình thành. Mặc dù việc tái cơ cấu tài sản tồn đọng đã gần đến giai đoạn hoàn tất, nợ xấu từ các khoản cho vay trong năm 2023 đã tăng 156% YoY. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 2,28% (+1,3 điểm phần trăm YoY).

Dự báo lợi nhuận ròng của chúng tôi tăng +41% YoY, đạt 9,6 nghìn tỷ đồng, phần lớn nhờ vào tăng trưởng thu nhập lãi ròng.

Nâng khuyến nghị lên **NĂM GIỮ - Khả quan**, chủ yếu do định giá. STB đang giao dịch ở mức P/B 2024E là 1,1x, tương đương với mức trung vị ngành.

Chúng tôi tin rằng STB có thể giao dịch tương đương hoặc chỉ cao hơn một chút so với mức trung vị ngành. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương đương với mức P/B 2024E là 1,2x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là 11% (tính tại thời điểm ngày 2/4).

Rủi ro giảm giá: nếu các khoản nợ xấu mới gia tăng và trì hoãn trong việc bán 32,5% cổ phần đang được đại diện bởi VAMC.

Rủi ro tăng giá bao gồm tăng trưởng tín dụng cao hơn dự báo và việc bán 32,5% cổ phần được giải quyết sớm.

STB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023	2024	2025E	2026E
PER (x)	19,4	11,8	8,8	6,2	4,6	3,7
PEG	0,6	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
ROAA (%)	0,67%	0,91%	1,22%	1,51%	1,81%	2,02%
ROAE (%)	9,5%	13,8%	16,1%	18,9%	21,0%	21,3%
PBR (x)	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9	0,7
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của STB ở mức 17% YoY cho cả năm 2024E và 2025E. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn thành việc tái cơ cấu trong năm 2024, từ đó, đạt được mức tăng trưởng tín dụng cao hơn so với trung bình ngành. Dự báo thu nhập lãi ròng sẽ đạt 27,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 (+25% YoY).

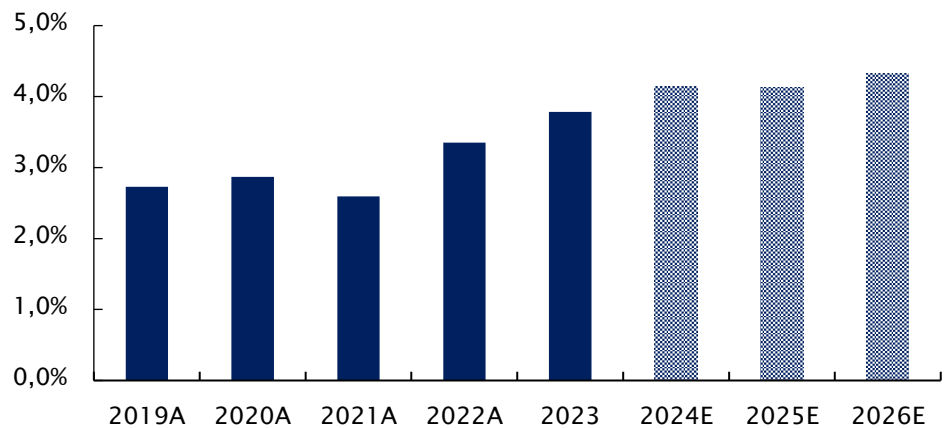
Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận ròng.

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Lợi nhuận ròng 2024	10.792	10.824	10.856	10.889	10.921	10.953	10.986
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-0,9%	-0,6%	-0,3%		0,3%	0,6%	0,9%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng việc giải quyết các tài sản tồn đọng sẽ giúp thúc đẩy NIM khi tài sản tồn đọng được giải phóng và chuyển thành tài sản sinh lời. Ngoài ra, chi phí vốn giảm cũng sẽ hỗ trợ NIM. Do đó, chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 4,14% (+36 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E.

Biểu đồ 1: NIM của STB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng thêm +17% YoY lên 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 để giảm thiểu ảnh hưởng từ việc nợ xấu gia tăng. Tỷ lệ nợ xấu mới tăng 156% YoY trong năm 2023, dẫn đến tổng tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,28% (+1,3 điểm phần trăm YoY).

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, nếu trích lập dự phòng thay đổi 10%, lợi nhuận ròng sẽ thay đổi 3% theo hướng ngược lại.

Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Mức cơ sở	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024	(5.618)	(5.186)	(4.753)	(4.321)	(3.889)	(3.457)	(3.025)
Lợi nhuận ròng điều chỉnh 2024	9.852	10.197	10.543	10.889	11.234	11.580	11.926
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-10%	-6%	-3%		3%	6%	10%

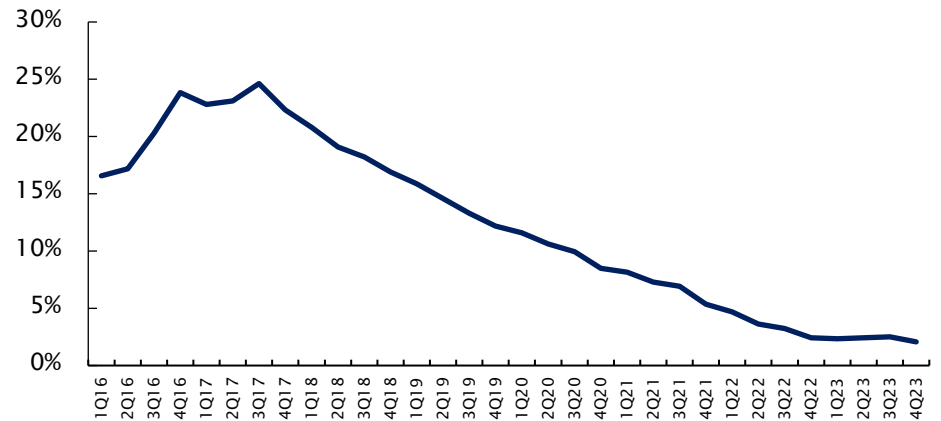
Nguồn: Yuanta Việt Nam

Quá trình tái cơ cấu đã gần đến giai đoạn hoàn thành. Tổng tài sản tồn đọng ròng (NPAs) (bao gồm nợ xấu ròng, trái phiếu VAMC, lãi dự thu và các khoản phải thu liên

quan đến tái cơ cấu) đã giảm từ mức 25% trong Q3/2017 xuống chỉ còn -2,1% trong Q4/2023.

Do đó, tổng NPA đã giảm từ 3,9x tổng vốn chủ sở hữu của cổ đông phổ thông trong Q3/2017 xuống chỉ còn 0,3x VCSH tại thời điểm Q4/2023.

Biểu đồ 2: NPA/Tổng tài sản của STB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của STB

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024	2025E	2026E
NIM	2,73%	2,87%	2,59%	3,35%	3,79%	4,14%	4,13%	4,32%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHĐ	69,5%	71,4%	69,4%	73,3%	85,4%	86,3%	85,6%	85,4%
Chi phí/DTHĐ	70,1%	67,5%	56,5%	46,7%	49,9%	45,8%	44,6%	43,1%
LN trước dự phòng/Tài sản	0,92%	1,11%	1,48%	2,24%	2,05%	2,40%	2,47%	2,67%
Trích lập dự phòng/tài sản	0,50%	0,64%	0,70%	1,60%	0,58%	0,60%	0,30%	0,23%
LNHĐ/Tài sản (OROA)	0,67%	0,67%	0,92%	0,84%	1,64%	2,00%	2,38%	2,64%
Đòn bẩy tài chính (x)	17,0	17,0	15,2	15,3	14,7	13,8	12,6	11,4
LNHĐ/VCSH (OROE)	11,4%	11,3%	14,0%	12,9%	24,2%	27,7%	29,9%	30,1%

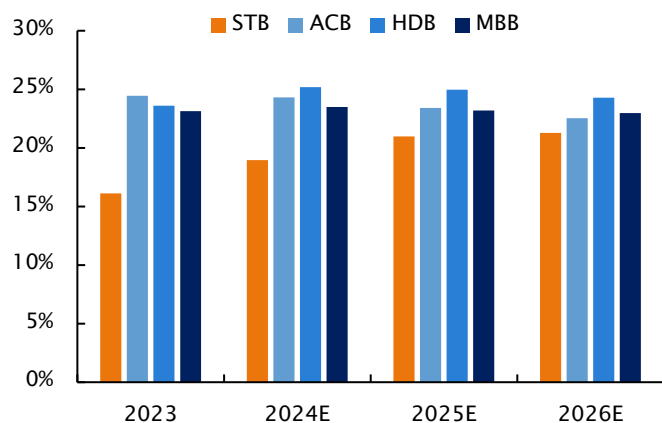
Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Định giá

STB hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024E là 1,1x, tương đương với mức trung vị ngành.

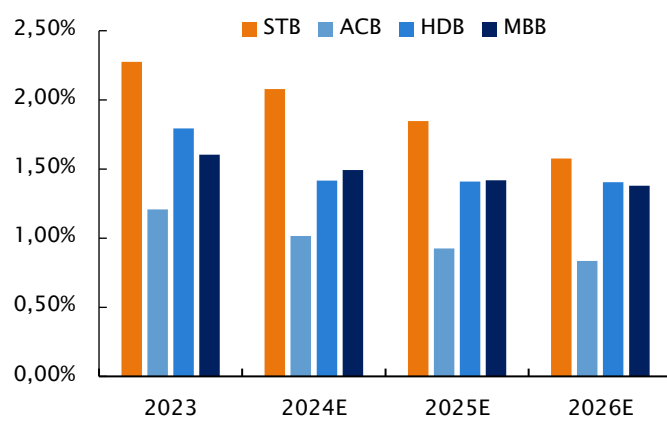
Chúng tôi cho rằng STB có thể giao dịch trên mức trung vị ngành nhưng thấp hơn các ngân hàng có chất lượng tốt hơn như ACB hay MBB. Điều này có thể trái ngược với quan điểm về STB của các bên. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương đương với P/B 2024E là 1,2x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là 11% (bao gồm cổ tức) (tại thời điểm 2/4).

Biểu đồ 3: ROE của STB vẫn thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác



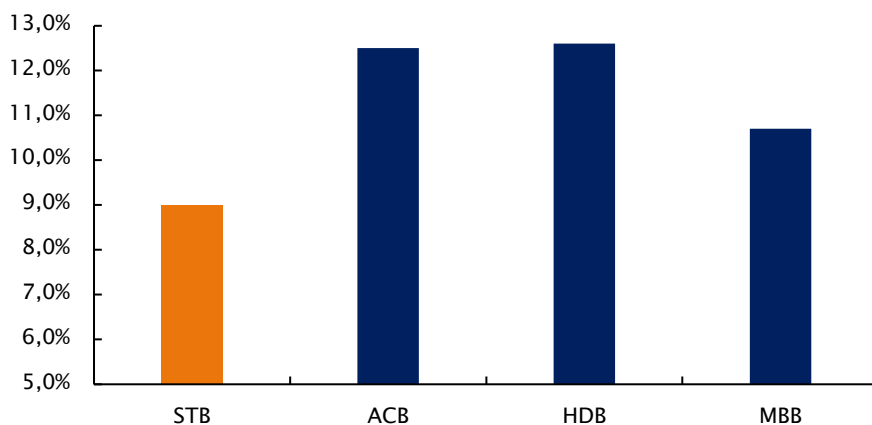
Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: Tỷ lệ nợ xấu của STB cao hơn các ngân hàng khác



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Hệ số an toàn vốn của STB thấp hơn nhiều so với các NH khác



Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 6: STB giao dịch ở mức +1 độ lệch chuẩn cao hơn so với mức TB lịch sử

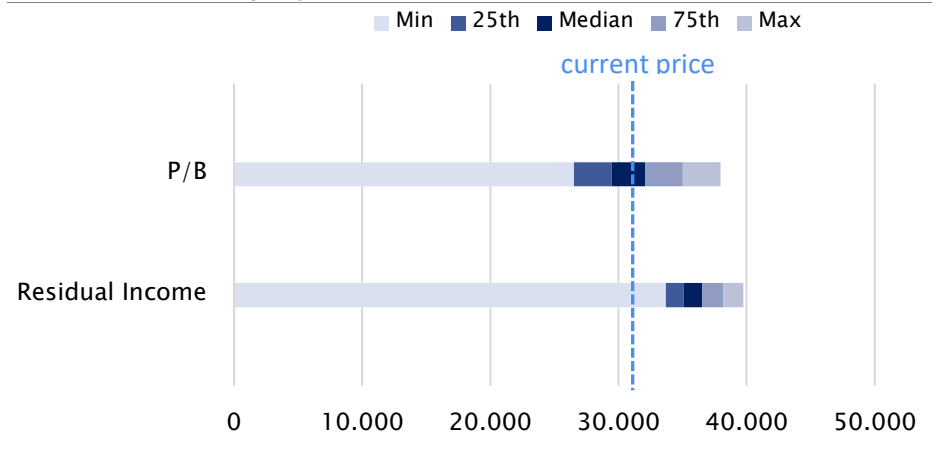


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá trị ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá trị
Thu nhập thẳng dư	35.885	75,0%	26.914
P/B	32.073	25,0%	8.018
Giá trị hợp lý ước tính			34.930

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá STB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE	Chi phí VCSH (COE)						
	13,5%	14,0%	14,5%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%
16%	39.932	38.571	37.257	35.198	33.999	32.840	31.721
17%	40.169	38.807	37.491	35.431	34.231	33.071	31.951
18%	40.406	39.042	37.726	35.664	34.462	33.302	32.181
19%	40.630	39.266	37.949	35.885	34.683	33.521	32.399
20%	40.867	39.502	38.183	36.118	34.915	33.752	32.629
21%	41.104	39.737	38.418	36.351	35.147	33.983	32.859
22%	41.341	39.973	38.653	36.584	35.378	34.214	33.089

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	7.545	8.611	9.645	10.802
Cho vay các ngân hàng	50.333	57.445	57.810	57.435
CK kinh doanh & đầu tư:	74.636	73.524	69.289	62.980
Khác:	83	94	106	118
Tổng cho vay góp	482.731	563.341	657.736	763.006
(-) Dự phòng cụ thể:	(3.584)	(5.145)	(6.005)	(6.293)
(-) Dự phòng chung:	(3.978)	(4.225)	(4.933)	(5.723)
Tổng dự phòng:	(7.562)	(9.370)	(10.938)	(12.016)
Tổng cho vay ròng:	475.169	553.970	646.798	750.990
TSCĐ hữu hình:	4.283	4.283	4.283	4.283
TSCĐ vô hình:	2.987	2.987	2.987	2.987
Đầu tư BDS	0	0	0	0
Tiền lãi dự thu:	5.687	3.697	3.327	2.994
Thuế hoãn lại:	398	398	398	398
Các tài sản khác:	40.422	47.813	54.165	58.653
Tổng tài sản:	674.390	766.903	863.924	967.840
Tiền gửi từ khách hàng:	510.744	582.915	652.864	731.208
Nợ NHNN & NH khác:	15.248	28.450	37.969	37.969
Giấy tờ có giá:	28.992	28.992	28.992	28.992
Nợ khác:	50.535	61.090	75.070	84.229
Tổng nợ phải trả:	628.656	711.346	795.339	882.913
Vốn và thặng dư:	20.602	20.602	20.602	20.602
Quý dự trữ:	4.971	4.971	4.971	4.971
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại:	20.387	29.983	43.012	59.354
Đánh giá lại tài sản	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	(225)	-	-	-
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	45.734	55.556	68.585	84.927
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	674.390	766.903	863.924	967.840

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi ròng	22.072	27.527	31.122	36.712
Thu nhập từ phí	2.618	3.385	4.132	5.017
TN ngoài lãi khác	1.156	989	1.115	1.249
Tổng TN ngoài lãi	3.774	4.374	5.246	6.266
Tổng thu nhập	25.846	31.901	36.369	42.977
Tổng chi phí	(12.890)	(14.601)	(16.203)	(18.510)
PPOP điều chỉnh	12.957	17.300	20.166	24.467
Dự phòng góp	(3.688)	(4.321)	(2.426)	(2.148)
Thu nhập khác:	327	632	738	859
Dự phòng ròng:	(3.362)	(3.689)	(1.688)	(1.289)
Lợi nhuận trước thuế:	9.595	13.611	18.478	23.178
(-) Thuế thu nhập:	(1.876)	(2.722)	(3.696)	(4.636)
Lợi nhuận sau thuế	7.719	10.889	14.783	18.542
(-) Lợi ích CĐTS	0%	0%	0%	0%
(-) Khác	(916)	(1.292)	(1.754)	(2.200)
LNST điều chỉnh	6.803	9.597	13.029	16.342
EPS điều chỉnh	3.609	5.091	6.911	8.669

Tỷ số tài chính	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	4%	43%	29%	25%	13%	18%
Thu nhập phí	16%	20%	-50%	29%	22%	21%
Thu nhập ngoài lãi khác điều chỉnh	7%	12%	10%	-14%	13%	12%
Chi phí hoạt động	-11%	12%	18%	13%	11%	14%
Dự phòng góp	17%	150%	-58%	17%	-44%	-11%
Lợi nhuận trước dự phòng	43%	66%	4%	34%	17%	21%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	34%	68%	35%	41%	36%	25%
Tài sản	6%	14%	14%	14%	13%	12%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	92%	92%	92%	92%	93%	93%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	0,65%	0,98%	1,17%	1,44%	1,73%	1,92%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	14%	13%	10%	17%	17%	16%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	80%	79%	77%	78%	81%	83%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	0%	6%	12%	14%	12%	12%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	88%	82%	81%	82%	82%	83%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	89%	95%	93%	95%	99%	103%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	5.832	4.299	10.984	11.713	12.153	12.016
Tỷ lệ NPL	1,50%	0,98%	2,28%	2,08%	1,85%	1,57%
Dự phòng chung trên cho vay góp	1,04%	0,54%	0,82%	0,75%	0,75%	0,75%
Tỷ lệ LLR	119%	131%	69%	80%	90%	100%
BIÊN LÃI RÒNG						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	6,44%	7,30%	9,59%	8,57%	8,93%	9,32%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	3,73%	3,89%	5,73%	4,39%	4,81%	5,07%
Chênh lệch lãi suất	2,71%	3,41%	3,86%	4,18%	4,12%	4,26%
NIM	2,59%	3,35%	3,79%	4,14%	4,13%	4,32%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	25%	22%	10%	11%	11,4%	11,7%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	5%	5%	4%	3%	3,1%	2,9%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	55%	42%	49%	45%	44%	42%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	57%	47%	50%	46%	45%	43%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng/Bình quân dự nợ cho vay	0,98%	2,15%	0,80%	0,83%	0,40%	0,30%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
ROA trước dự phòng	1,5%	2,2%	2,0%	2,4%	2,5%	2,7%
ROE trước dự phòng	23,72%	34,23%	30,72%	34,16%	32,49%	31,88%
ROAA	0,7%	0,9%	1,2%	1,5%	1,8%	2,0%
ROAE	10%	14%	16%	19%	21%	21%
Tỷ lệ chi trả cổ tức			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	19,6x	12,0x	8,9x	6,3x	4,6x	3,7x
PBR (x)	1,8x	1,6x	1,3x	1,1x	0,9x	0,7x

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu tăng/giảm	-5%
Đóng cửa	22/04/2024
Giá	50.100 đồng
Giá mục tiêu 12T	47.470 đồng

TIÊU ĐIỂM

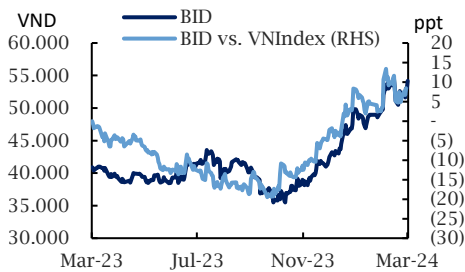
- ▶ Chúng tôi tăng mức giá mục tiêu thêm **+11%** sau khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 và áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn.
- ▶ Dự báo tăng trưởng tín dụng đạt mức **16%** trong năm 2024
- ▶ Tăng mức dự báo lợi nhuận năm 2024 thêm **+4%** lên mức 26 nghìn tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng **+21%** YoY.

QUAN ĐIỂM

- ▶ Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**.
- ▶ Mức định giá không quá hấp dẫn với P/B 2024E là 2,1x so với mức 1,1x bình quân ngành.
- ▶ Chất lượng tài sản tốt, với tỷ lệ nợ xấu thấp 1,25% and tỷ lệ LLR ở mức 182%.
- ▶ Chất xúc tác: đến từ việc bán 9% cp cho NĐT NN.

Tổng quan Ngân hàng: BID là ngân hàng niêm yết lớn nhất Việt Nam tính theo tổng tài sản. Mạng lưới rộng lớn với 190 chi nhánh và 895 phòng giao dịch trên toàn quốc. Tại thời điểm cuối Q4/2023, cho vay bán lẻ chiếm 44% tổng dư nợ, theo sau là cho vay doanh nghiệp lớn (34%) và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) (22%).

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	12,5 tỷ USD
GTGD BQ 6T	2,6 triệu USD
SLCP đang lưu hành	5.700 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	4%
Sở hữu nước ngoài	17,30%
Cổ đông lớn	96,00%
Tài sản/VCSH 2024 (x)	17,5x
P/E 2024 (x)	13,2x
P/B 2024 (x)	2,2x
Room ngoại còn lại	12,7%
Tỷ suất cổ tức 2024 (*)	0,0%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Năm	2023	2024	2025E	2026E
NIM (%)	2,57%	2,77%	2,81%	2,84%
Tăng trưởng phí (%)	16%	22%	20%	19%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	35%	34%	33%	32%
Tăng trưởng PPOP (%)	7%	22%	16%	16%
LN ròng (Tỷ đồng)	21.552	26.148	31.145	36.877
ROAA (%)	1,00%	1,09%	1,15%	1,21%
ROAE điều chỉnh (%)	16,5%	17,3%	17,2%	17,2%
PE (x)	15,6	13,2	11,0	9,3
PB (x)	2,6	2,2	1,8	1,6
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yunta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

BIDV [BID]

[Back to top](#)

Chất xúc tác từ bán vốn, nhưng định giá không quá hấp dẫn

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 15% YoY trong năm 2024. Việc bán vốn nếu thành công sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cho ngân hàng. Chúng tôi dự báo kế hoạch bán ~ 9% cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài của BID sẽ xảy ra vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025. Chúng tôi dự báo CAR (sau giao dịch) sẽ cải thiện thêm khoảng +1,3 điểm phần trăm lên mức đạt 10,6%. (Vui lòng xem trang 48).

Chúng tôi dự báo NIM sẽ tăng +20 điểm cơ bản lên 2,77% trong năm 2024 nhờ vào chi phí vốn giảm và chiến lược tập trung vào phân khúc cho vay bán lẻ của BID. Cho vay bán lẻ hiện đang chiếm 44% tổng dư nợ, so với mức 34% của năm 2019.

Chúng tôi giảm dự báo trích lập dự phòng -16% so với dự báo trước đó cho năm 2024. Tuy nhiên, dự báo dự phòng năm 2024E của chúng tôi vẫn tăng 20% YoY để giảm thiểu những tác động làm suy giảm chất lượng tài sản.

Yuanta vs. các bên. Dự báo lợi nhuận năm 2024 của chúng tôi thấp hơn một chút so với quan điểm của các bên, nguyên nhân có thể là do dự báo trích lập dự phòng của chúng tôi có thể cao hơn so với thị trường.

Chất lượng tài sản của BID khá tốt khi so với ngành, với tỷ lệ nợ xấu 1,25% (+10 điểm cơ bản YoY), và tỷ lệ LLR là 182% (-35 điểm phần trăm YoY). Dù tỷ lệ LLR của BID đã giảm trong năm 2023, nhưng đây vẫn là tỷ lệ cao thứ hai toàn ngành, chỉ sau VCB.

Duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu BID đang có mức định giá tương đối cao. BID đang được giao dịch ở mức P/B 2024E là 2,1x, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 1,1x.

Có thể có quan điểm cho rằng BID xứng đáng với mức định giá cao dựa trên quy mô rộng lớn và lợi thế ngân hàng hàng đầu giống như VCB. Tuy nhiên, chúng tôi không nghĩ rằng BID sẽ có mức định giá giống như VCB vì chất lượng tài sản yếu hơn và không có nhiều lợi thế về lượng tiền gửi không kì hạn CASA như VCB. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương đương với P/B năm 2024 là 1,9x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là -9% (tính tại thời điểm ngày 2/4) và chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ.

Rủi ro: tỷ lệ nợ xấu và trích lập dự phòng cao hơn dự báo; mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn. **Rủi ro tăng giá:** Bán vốn thành công cho nhà đầu tư nước ngoài.

BID_ Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

	2021A	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
PER (x)	31,4	17,3	16,5	13,2	11,0	9,3
PEG	0,6	0,2	1,4	0,7	0,6	0,5
ROAA (%)	0,66%	0,95%	1,00%	1,09%	1,15%	1,21%
ROAE (%)	10,5%	16,6%	16,5%	17,3%	17,2%	17,2%
PBR (x)	2,6	2,8	2,6	2,2	1,8	1,6
Tỷ suất cổ tức (%)	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của BID sẽ đạt 15% YoY trong năm 2024. Việc bán vốn thành công cho các nhà đầu tư nước ngoài thông qua phát hành riêng lẻ sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cho BID.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng tín dụng đến lợi nhuận ròng:

Phân tích độ nhạy	-3 điểm phần trăm	-2 điểm phần trăm	-1 điểm phần trăm	Mức cơ sở	+1 điểm phần trăm	+2 điểm phần trăm	+3 điểm phần trăm
Tăng trưởng tín dụng 2024	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
LN ròng sau điều chỉnh 2024	26.099	26.115	26.132	26.148	26.165	26.181	26.198
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-0,19%	-0,13%	-0,06%		0,06%	0,13%	0,19%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phân tích tác động của việc bán cổ phần đến tỷ lệ an toàn vốn của BID

BID có kế hoạch bán 9% cổ phần (tính theo mức vốn điều lệ năm 2021) cho các nhà đầu tư nước ngoài. Chúng tôi dự đoán thương vụ này sẽ xảy ra vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025. Giá cổ phiếu của BID đã tăng khoảng 25% kể từ đầu năm (tính đến ngày 2/4), một phần có thể liên quan đến thông tin từ việc bán vốn.

Giả sử BID bán cổ phần với mức P/B 2024E là 2,0x, BID sẽ thu được khoảng 23 nghìn tỷ đồng (~1,0 tỷ USD).

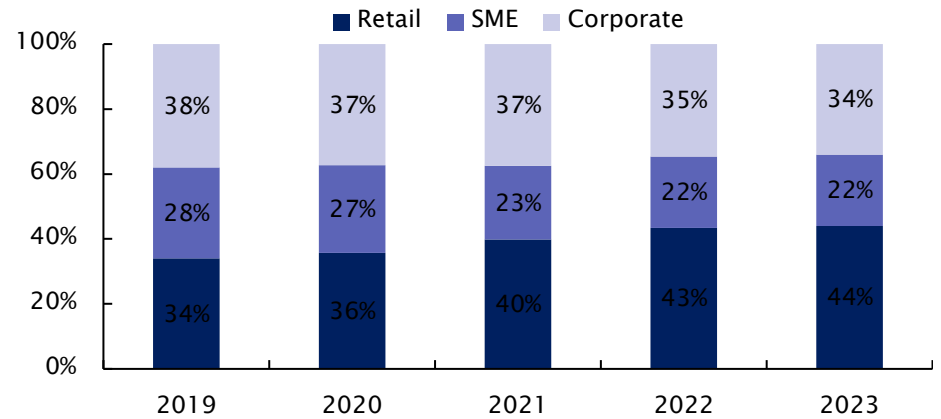
Dựa trên dữ liệu mới nhất về nguồn vốn cấp 1, tỷ lệ an toàn vốn và tài sản có trọng số rủi ro (RWA) tính đến ngày 30/6/2023, chúng tôi dự báo tỷ lệ an toàn vốn của BID sẽ cải thiện +1,6 điểm phần trăm lên 10,7% sau giao dịch.

Bảng dưới đây thể hiện các mức giá phát hành cổ phiếu khác nhau và tác động tương ứng đến tỷ lệ an toàn vốn.

Các kịch bản về giá phát hành của cổ phiếu	Đơn vị	44.914	47.410	49.905	52.400	54.895
P/B	x	1,8x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x
Vốn điều lệ hiện tại	Tỷ đồng	57.004	57.004	57.004	57.004	57.004
Số lượng cổ phiếu phát hành mới	Triệu CP	455	455	455	455	455
Vốn điều lệ tăng thêm	Tỷ đồng	4.553	4.553	4.553	4.553	4.553
Tổng vốn điều lệ	Tỷ đồng	61.557	61.557	61.557	61.557	61.557
Thặng dư vốn cổ phần	Tỷ đồng	15.895	17.031	18.167	19.303	20.439
Vốn điều lệ + thặng dư vốn cổ phần	Tỷ đồng	77.452	78.588	79.724	80.860	81.996
Vốn cấp 1 hiện tại	Tỷ đồng	108.762	108.762	108.762	108.762	108.762
Vốn cấp 1 sau khi tăng vốn	Tỷ đồng	129.210	130.346	131.482	132.618	133.754
Vốn cấp 2	Tỷ đồng	50.003	50.003	50.003	50.003	50.003
Tài sản có trọng số rủi ro RWA (30/6/2023)	Tỷ đồng	1.699.056	1.699.056	1.699.056	1.699.056	1.699.056
Tỷ lệ vốn cấp 1 trước khi tăng vốn	%	6,40%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Tỷ lệ vốn cấp 1 sau khi tăng vốn	%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%
Tỷ lệ an toàn vốn trước khi tăng vốn	%	9,34%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Tỷ lệ an toàn vốn sau khi tăng vốn	%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%

Chúng tôi dự báo NIM sẽ tăng +20 điểm cơ bản lên 2,77% trong năm 2024 nhờ chi phí vốn giảm. Ngoài ra, chiến lược tập trung vào mảng bán lẻ của BID sẽ hỗ trợ thúc đẩy NIM. Tỷ trọng cho vay bán lẻ trên tổng dư nợ của BID hiện đã tăng lên mức 44% so với mức 34% của năm 2019.

Biểu đồ 1: BID chuyển hướng tập trung sang mảng cho vay bán lẻ



Nguồn: Dữ liệu công ty

BID có chất lượng tài sản khá tốt so với ngành. Tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,25% (+10 điểm cơ bản YoY), tỷ lệ LLR là 182% (-35 điểm phần trăm YoY). Dù tỷ lệ LLR của BID đã giảm trong năm 2023 nhưng vẫn xếp thứ hai toàn ngành, chỉ sau VCB.

BID đã giảm trích lập dự phòng -19% YoY trong năm 2022 và -15% YoY trong năm 2023, giúp lợi nhuận tăng trưởng trong những năm này. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo trích lập dự phòng năm 2024 tăng +20% YoY để giảm thiểu tác động từ sự suy giảm chất lượng tài sản và một phần là do nền thấp của năm 2023.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận ròng.

Giả định các yếu tố khác không thay đổi, trích lập dự phòng thay đổi 10% sẽ làm lợi nhuận thay đổi 7% tương ứng theo hướng ngược lại.

Phân tích độ nhạy	30%	20%	10%	Mức cơ sở	-10%	-20%	-30%
Trích lập dự phòng 2024	(31.671)	(29.235)	(26.799)	(24.362)	(21.926)	(19.490)	(17.054)
Lợi nhuận ròng 2024	20.428	22.334	24.241	26.148	28.055	29.962	31.869
(+/-) % vs. Kịch bản cơ sở	-22%	-15%	-7%		7%	15%	22%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của BID

Năm	2019A	2020A	2021A	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
NIM	2,63%	2,43%	2,90%	2,92%	2,57%	2,77%	2,81%	2,84%
TN lãi ròng (điều chỉnh)/DTHĐ	84,1%	79,6%	83,1%	85,8%	79,1%	79,2%	78,9%	78,7%
Chi phí/Thu nhập	40,4%	39,4%	34,6%	34,5%	35,3%	34,2%	33,2%	32,4%
LN trước dự phòng/Tài sản	1,82%	1,81%	2,25%	2,21%	2,07%	2,28%	2,36%	2,43%
Trích lập dự phòng/ tài sản	1,44%	1,55%	1,80%	1,24%	0,92%	0,99%	0,97%	0,95%
LNHĐ/Tài sản (OROA)	0,43%	0,30%	0,48%	0,99%	1,18%	1,31%	1,40%	1,49%
Đòn bẩy tài chính (x)	19,2	19,0	20,4	20,4	18,7	17,5	16,5	16,0
LNHĐ/VCSH (OROE)	8,2%	5,8%	9,8%	20,2%	22,1%	22,9%	23,1%	23,9%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Định giá

BID giao dịch ở mức P/B 2024E là 2,1x, cao hơn mức trung vị ngành 1,1x.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương đương với P/B 2024E là 1,9x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là -9% (tính tại thời điểm ngày 2/4). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với BID.

Biểu đồ 2: BID đang giao dịch ở trên mức bình quan lịch sử

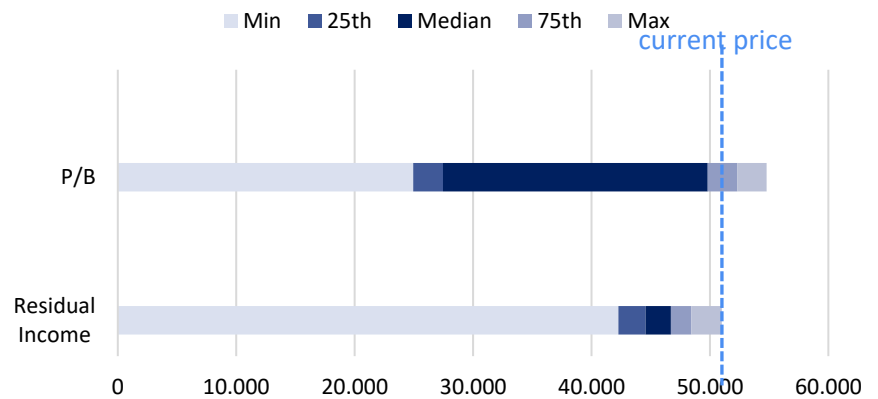


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá trị ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá trị
Thu nhập thẳng dư	46.699	75,0%	35.025
P/B	49.803	25,0%	12.451
Giá trị hợp lý ước tính			47.475

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 3: Biểu đồ định giá BID



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE	Chi phí VCSH (COE)						
	12,0%	12,5%	13,0%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%
17%	47.783	46.269	44.808	44.096	42.708	41.367	40.071
18%	48.799	47.260	45.773	45.049	43.637	42.274	40.956
19%	49.824	48.259	46.747	46.011	44.575	43.188	41.848
20%	50.559	48.975	47.445	46.699	45.247	43.843	42.487
21%	51.601	49.990	48.434	47.677	46.200	44.772	43.393
22%	52.652	51.015	49.433	48.663	47.161	45.710	44.308
23%	53.714	52.049	50.442	49.658	48.132	46.656	45.231

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	62.645	71.516	81.166	91.621
Cho vay các ngân hàng	211.809	222.346	230.267	259.927
CK kinh doanh & đầu tư	229.366	242.389	253.015	285.605
Đầu tư công ty liên kết	3.113	3.554	4.033	4.553
Tổng cho vay góp	1.777.665	2.048.617	2.345.774	2.670.489
(-) Dự phòng cụ thể:	(27.193)	(30.640)	(33.264)	(35.016)
(-) Dự phòng chung:	(13.227)	(15.272)	(17.487)	(19.908)
Tổng dự phòng:	(40.420)	(45.912)	(50.751)	(54.924)
Tổng cho vay ròng:	1.737.245	2.002.705	2.295.023	2.615.566
TSCĐ hữu hình:	6.402	6.720	7.055	7.406
TSCĐ vô hình:	4.695	4.695	4.695	4.695
Đầu tư BDS	0	0	0	0
Tiền lãi dự thu:	15.556	15.556	15.556	15.556
Thuế hoãn lại:	37	37	37	37
Các tài sản khác:	29.949	29.949	29.949	29.949
Tổng tài sản:	2.300.814	2.599.466	2.920.794	3.314.913
Tiền gửi từ khách hàng:	1.704.269	1.945.604	2.208.135	2.492.561
Nợ NHNN:	35.896	41.368	47.368	53.925
Nợ các NH khác:	182.252	210.031	240.497	273.787
Giấy tờ có giá:	189.487	189.487	189.487	189.487
Nợ khác:	65.993	64.711	57.918	98.380
Tổng nợ phải trả:	2.177.897	2.451.201	2.743.405	3.108.140
Vốn và thặng dư:	72.711	72.711	72.711	72.711
Quý dự trữ:	12.454	12.454	12.454	12.454
Cổ phiếu quỹ:	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại:	33.589	57.074	85.047	113.110
Lợi ích CĐTS:	4.966	6.026	7.177	8.498
Đánh giá lại tài sản:	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái:	(803)	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	122.917	148.265	177.390	206.773
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	2.300.814	2.599.466	2.920.794	3.314.913

Báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2023	2024E	2025E	2026E
Thu nhập lãi thuần	56.136	67.182	76.938	88.127
Thu nhập từ phí	6.572	8.004	9.631	11.496
TN ngoài lãi khác	8.240	9.689	10.886	12.355
Tổng TN ngoài lãi	14.812	17.692	20.518	23.851
Tổng thu nhập	70.948	84.874	97.455	111.978
Tổng chi phí	(25.080)	(29.026)	(32.398)	(36.324)
PPOP:	45.868	55.848	65.057	75.654
Dự phòng góp:	(20.295)	(24.362)	(26.842)	(29.665)
Thu nhập khác:	2.076	1.921	1.575	1.124
Dự phòng ròng:	(18.218)	(22.441)	(25.267)	(28.540)
Lợi nhuận trước thuế:	27.650	33.407	39.790	47.114
(-) Thuế thu nhập:	(5.622)	(6.681)	(7.958)	(9.423)
Lợi nhuận sau thuế	22.027	26.725	31.832	37.691
(-) Lợi ích CĐTS:	(476)	(577)	(687)	(814)
LNST (điều chỉnh)	21.552	26.148	31.145	36.877
EPS pha loãng điều chỉnh	3.484	4.120	4.907	5.810

Tỷ số tài chính	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	31%	20%	0%	20%	15%	15%
Thu nhập phí	26%	-15%	16%	22%	20%	19%
Thu nhập ngoài lãi khác	-26%	27%	125%	18%	12%	13%
Chi phí hoạt động	10%	16%	11%	16%	12%	12%
Dự phòng góp	26%	-19%	-15%	20%	10%	11%
Lợi nhuận trước dự phòng	35%	16%	7%	22%	16%	16%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	50%	81%	19%	25%	19%	18%
Tài sản	16%	20%	8%	13%	12%	13%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Lợi nhuận trên tài sản sinh lời bình quân	0,54%	0,82%	0,86%	0,97%	1,02%	1,07%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	12%	12%	17%	15%	15%	14%
Tỷ lệ cho vay trên tài sản sinh lời	76%	71%	76%	78%	79%	79%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	13%	7%	16%	14%	13%	13%
Tỷ lệ tiền gửi trên tổng nợ	82%	73%	78%	79%	80%	80%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	96%	101%	102%	103%	104%	105%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	13.546	17.622	22.229	25.249	29.883	32.339
Tỷ lệ NPL	1,00%	1,16%	1,25%	1,23%	1,27%	1,21%
Dự phòng chung trên cho vay góp	0,75%	0,74%	0,74%	0,75%	0,75%	0,75%
Tỷ lệ LLR	215%	216%	182%	182%	170%	170%
BIÊN LÃI RÒNG						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	6,25%	6,30%	6,99%	6,33%	6,52%	6,70%
Lãi suất trả trên tổng nợ BQ	3,48%	3,52%	4,61%	3,72%	3,91%	4,08%
Chênh lệch lãi suất	2,77%	2,78%	2,38%	2,60%	2,61%	2,62%
NIM	2,90%	2,92%	2,57%	2,77%	2,81%	2,84%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí trên tổng thu nhập	12%	9%	9%	9%	9,9%	10,3%
Thu nhập ngoài lãi khác trên tổng thu nhập	5%	6%	12%	11%	11,2%	11,0%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	31%	32%	34%	33%	33%	32%
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập điều chỉnh	35%	35%	35%	34%	33%	32%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Provision/avg. loans	2,30%	1,67%	1,23%	1,27%	1,22%	1,18%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
ROA trước dự phòng	2,25%	2,21%	2,07%	2,28%	2,36%	2,43%
ROE trước dự phòng	44,4%	44,9%	40,4%	41,2%	40,0%	39,4%
Adj. ROAA	0,66%	0,95%	1,00%	1,09%	1,15%	1,21%
ROAE điều chỉnh	10,5%	16,6%	16,5%	17,3%	17,2%	17,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	23%	3%	1%	0%	0%	18%
Tỷ suất cổ tức	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	30,4x	16,8x	15,1x	12,7x	10,7x	9,0x
PBR (x)	2,5x	2,7x	2,5x	2,1x	1,8x	1,5x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

MUA: We have a positive outlook on the stock *Kịch bản cơ sở* on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is *Kịch bản cơ sở* on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In *QUAN ĐIỂM*, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the *Mức giá hiện tại*. Our thesis is *Kịch bản cơ sở* on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In *QUAN ĐIỂM*, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the *Mức giá hiện tại*. Our thesis is *Kịch bản cơ sở* on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock *Kịch bản cơ sở* on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is *Kịch bản cơ sở* on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is *Kịch bản cơ sở* on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is *Kịch bản cơ sở* on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2023 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to MUA any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to MUA or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disĐóng cƣad, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building

Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Trần Tấn

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Anh Nguyen

Sales Trader Supervisor

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

hien.le@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn