

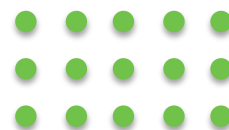
NGÀNH NGÂN HÀNG

VƯỢT QUA SÓNG GIÓ



Tùng Đỗ – tung.dt@vdsc.com.vn

Trang Tô – trang.th@vdsc.com.vn





Tổng quan

Triển vọng ngành ngân hàng năm 2025 hứa hẹn có nhiều yếu tố tích cực hơn sau một năm 2024 tương đối thách thức trên góc độ kiểm soát nợ xấu. Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của các ngân hàng chúng tôi theo dõi dự kiến tăng 11,5% vào năm 2024 và tích cực hơn ở mức 16,6% trong năm 2025. Động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận đến từ tín dụng tăng trưởng tốt nhờ tận dụng đà phục hồi của nền kinh tế và chi phí tín dụng toàn ngành dần giảm. Tuy nhiên, NIM của đa số các ngân hàng vẫn chịu áp lực do chi phí vốn tăng nhẹ (30-50bps), trong khi cạnh tranh lãi suất vẫn sẽ hiện hữu. Mặt khác, rủi ro nợ xấu tiếp tục tăng sau khi Thông tư 02 hết hiệu lực từ 1/1/2025 cần được lưu ý do khả năng tạo ra nợ xấu “không mong muốn” (do có sự khác biệt giữa các nhóm nợ của cùng một khách hàng tại các ngân hàng khác nhau) đi kèm đó là chi phí dự phòng bổ sung ngoài kế hoạch cần phải trích lập.

Chúng tôi tin rằng rủi ro giảm giá đối với định giá của ngành trong 2025 là rất hạn chế khi thu nhập và giá trị sổ sách tiếp tục tăng trong khi ROE cùng chất lượng tài sản có nhiều cơ hội để cải thiện hơn. Chưa kể, câu chuyện “nâng hạng thị trường chứng khoán” cũng là một chất xúc tác hiệu quả đối với những cổ phiếu vốn hóa lớn như ngân hàng. Chúng tôi ưa thích các ngân hàng có lợi thế về CASA và/hoặc sở hữu chất lượng tài sản vững vàng, như **CTG, VCB, ACB**, bởi khả năng chống chịu tốt hơn với biến động lãi suất trên thị trường và dễ dàng chuyển hóa diễn biến thuận lợi của thị trường để mở rộng NIM hơn so với các ngân hàng khác, trong khi áp lực về chi phí tín dụng cũng hạn chế hơn do đã trích lập đầy đủ các khoản nợ tái cơ cấu.

Điểm nhấn

Tăng trưởng tín dụng thuận lợi và thực chất hơn trong môi trường chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ

- Môi trường chính sách hỗ trợ tăng trưởng từ Chính phủ với chính sách tài khóa mở rộng (đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, gia hạn giảm thuế VAT, tăng lương tối thiểu) trong khi NHNN duy trì chính sách tiền tệ “nới lỏng một cách linh hoạt” với lãi suất để điều tiết tỷ giá và thanh khoản.
- Tín dụng doanh nghiệp tiếp tục dẫn dắt khi lãi suất thấp có thể kích thích đầu tư mở rộng sản xuất. Trong khi đó, chúng tôi trông chờ vào những tín hiệu khả quan từ nhu cầu chi tiêu không thiết yếu, qua đó thúc đẩy tín dụng bán lẻ phục hồi trong nửa cuối 2025.

Mặt bằng NIM dự kiến tiếp tục chịu sức ép khi chi phí vốn tăng nhanh hơn lợi suất tài sản sinh lãi

- Chi phí vốn dự kiến tăng 50bps do thanh khoản thắt chặt hơn khi cầu tín dụng tăng tốc cùng với việc kéo dài kỳ hạn huy động để bảo đảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn. Cạnh tranh về lãi suất cho vay vẫn còn tiếp diễn, dù không quá gay gắt như 2023-2024 khi nhu cầu tín dụng tiếp tục phục hồi.

Thông tư 02 hết hạn có thể khiến nợ xấu nội bảng gia tăng nhưng mức độ tăng dự báo là sẽ hạn chế và trong tầm kiểm soát

- Mặc dù có sự khác biệt giữa tỷ lệ trích lập dự phòng bổ sung giữa các ngân hàng, đa số các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đã trích lập đầy đủ phần dự phòng bổ sung. Do đó, các ngân hàng vẫn đủ khả năng kiểm soát tỷ lệ nợ xấu và áp lực chi phí tín dụng tiềm tàng từ các khoản nợ xấu tiềm ẩn này.

Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng dự báo giảm nhẹ trong 2024 và 2025.

- Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng trong 9T-2024 đã bắt đầu giảm so với cùng kỳ năm 2023, với mức giảm là khoảng 20 bps xuống 1,26%. Nhiều khả năng tỷ lệ này cho cả năm 2024 sẽ thấp hơn 2023 (1,80%) và sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhẹ trong 2025 nhờ khả năng trả nợ của khách hàng cải thiện hơn trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế vĩ mô dự báo tích cực hơn và mặt bằng lãi suất cho vay vẫn ở mức thấp dù có thể tăng trở lại.
- Trên thực tế, chúng tôi cũng nhận thấy nhiều ngân hàng đã có quan điểm tích cực hơn về xu hướng của nợ xấu trong các quý cuối năm, và tự tin hơn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu mà không cần tăng trích lập dự phòng để chuẩn bị cho xử lý rủi ro (write-off).
- Tỷ lệ hình thành nợ xấu thuần dự phóng sẽ giảm -27 bps/-29 trong năm 2024F/2025F, xuống 1,5%/1,2%. Đồng thời, tỷ lệ chi phí tín dụng dự phóng thấp hơn mức hình thành NPL ròng trong 2024 khi các khoản dự phòng bổ sung cho các khoản vay được tái cấu trúc sẽ giảm đáng kể.

Điểm nhấn

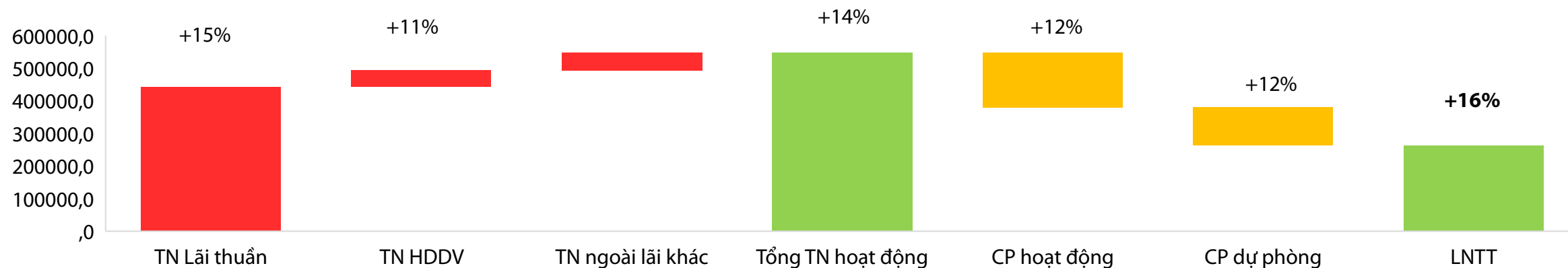
- **Chi phí tín dụng có thể cao hơn kỳ vọng để tái củng cố bộ đệm dự phòng, vốn đã bị bào mòn đáng kể khi nợ xấu tăng nhanh trong 2023-2024.**
- **Lãi suất và tỷ giá biến động mạnh:** Nền lãi suất tăng nhanh hơn dự kiến do biến động tỷ giá và gia tăng áp lực thanh khoản từ tăng trưởng tín dụng khiến NIM chịu diễn biến tiêu cực hơn dự báo.
- **Nợ xấu tiềm ẩn của nền kinh tế có thể chưa bộc lộ hết.** Nợ xấu tiềm ẩn khi bao gồm các ngân hàng bị kiểm soát đặc biệt chiếm gần 5% quy mô GDP, có thể khiến kinh tế khó tăng trưởng nhanh như kỳ vọng, ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng, khả năng trả nợ của khách hàng và triển vọng thu nhập của ngành.

Rủi ro đối với khuyến nghị

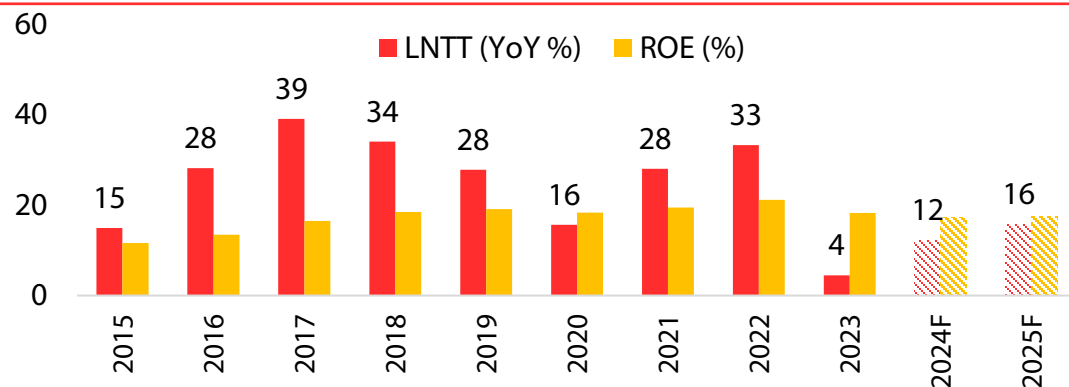
LNTT của các ngân hàng thuộc phạm vi theo dõi* dự kiến sẽ tăng 12% vào năm 2024 và 16% vào năm 2025F

- Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế tiếp tục cải thiện về tốc độ tăng trưởng, tạo điều kiện tăng trưởng thuận lợi hơn cho các ngân hàng. Hai động lực chính cho tăng trưởng của ngành trong năm 2024 và 2025F là tăng trưởng tín dụng tốt và giảm chi phí tín dụng. Trong khi đó, việc NIM vẫn sẽ còn đối mặt nhiều áp lực, do cạnh tranh vẫn còn và chi phí vốn tăng trở lại, sẽ hạn chế một phần mức tăng trưởng này.

Dự phóng các cấu phần thu nhập và chi phí năm 2025 của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi* (%)

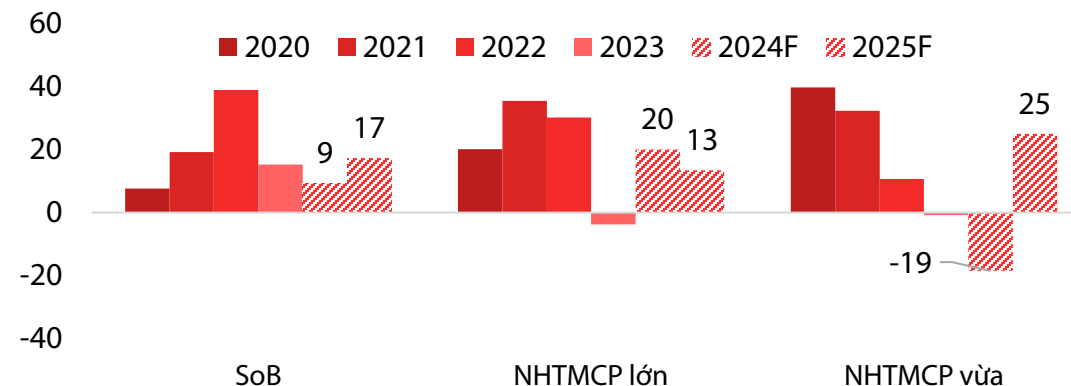


Dự phóng tăng trưởng LNTT và ROE của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi* (%)

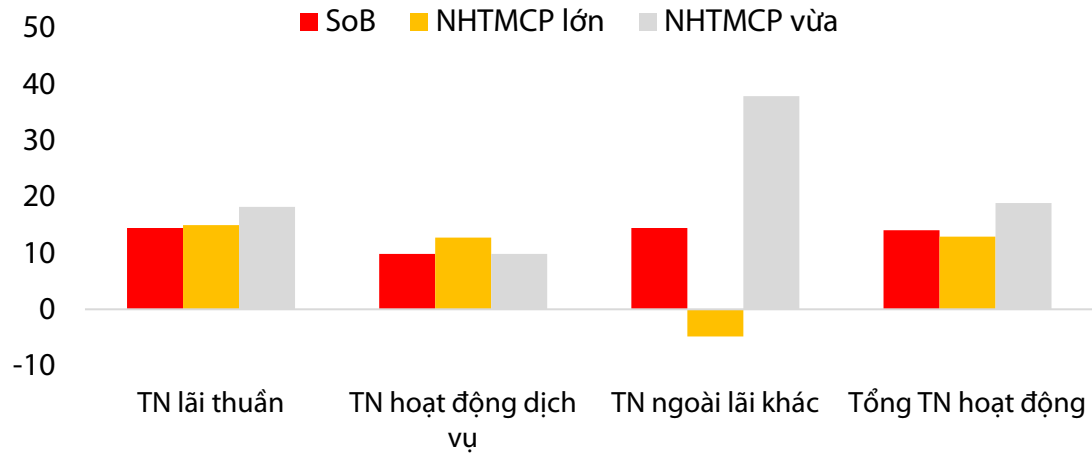


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt * VCB, BID, CTG, MBB, TCB, ACB, VPB, HDB, VIB, OCB

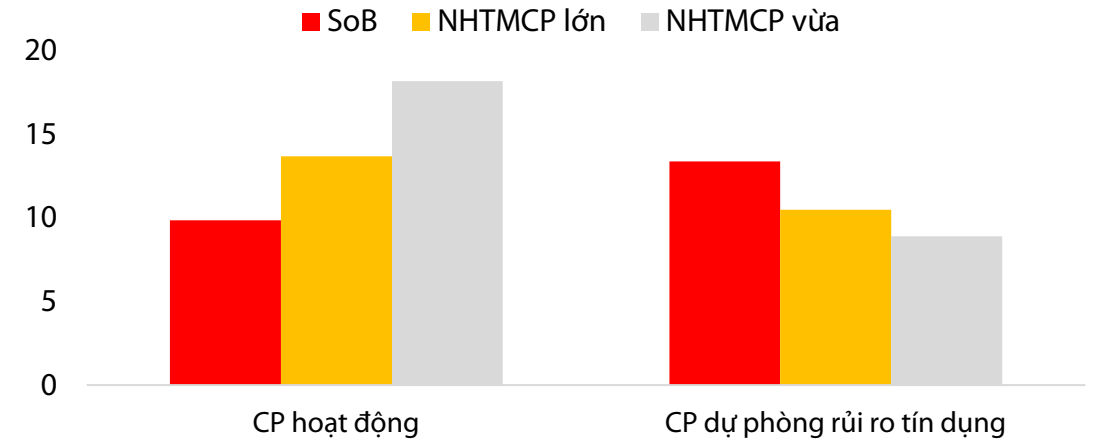
Tăng trưởng LNTT theo nhóm ngân hàng



Tăng trưởng thu nhập năm 2025 của các nhóm ngân hàng (%)

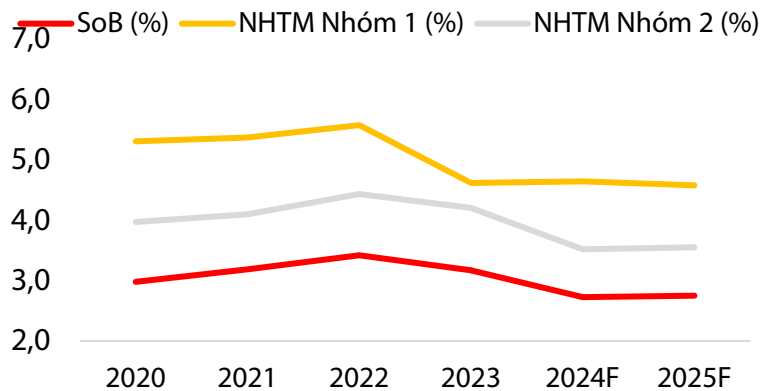


Tăng trưởng chi phí năm 2025 của các nhóm ngân hàng (%)

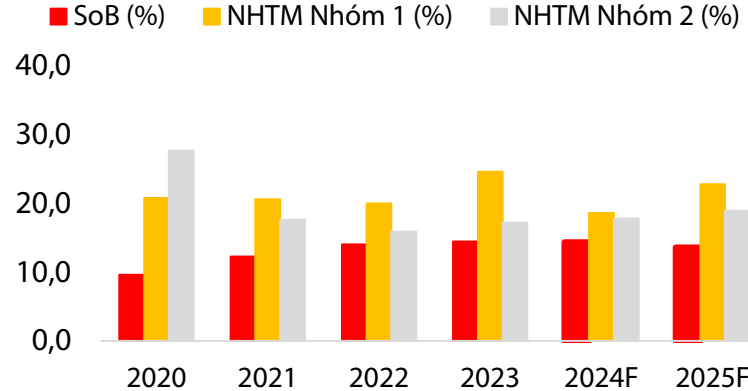


Dự phóng NIM, TTTD và chi phí tín dụng (%)

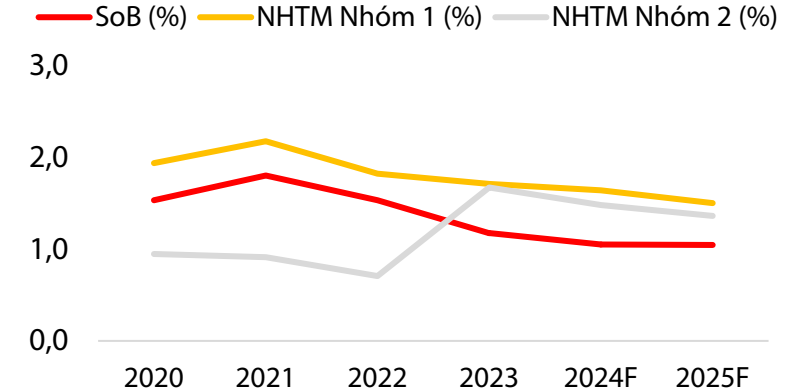
Biên lãi thuần NIM



Tăng trưởng tín dụng



Chi phí tín dụng

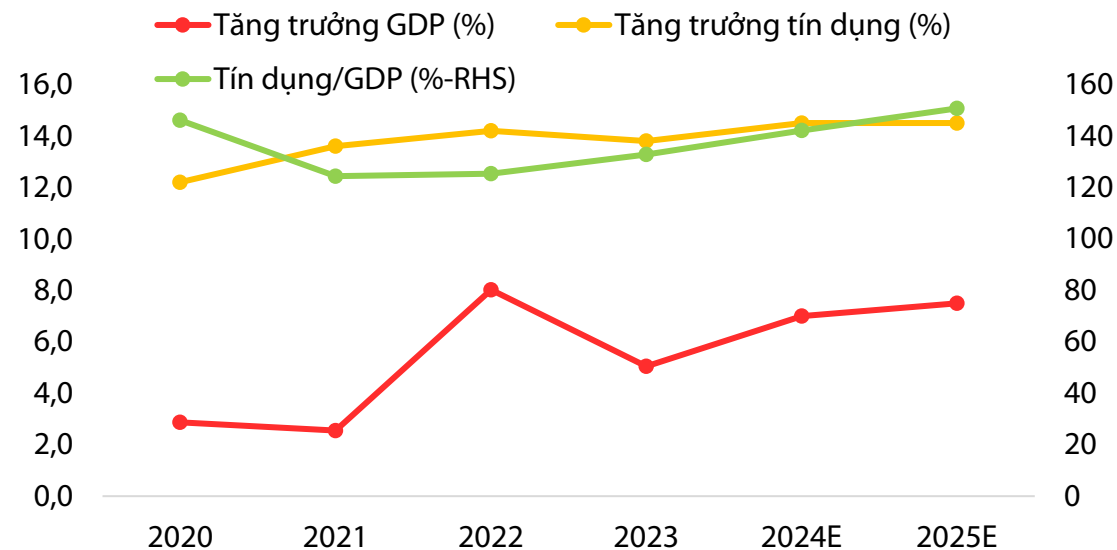


Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt * SoB: VCB, BID, CTG, NHTMCP quy mô lớn: MBB, TCB, ACB, VPB, HDB, NHTMCP quy mô vừa: VIB, OCB

Mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2025 mạnh mẽ là chỉ báo tích cực cho nhu cầu vốn tín dụng

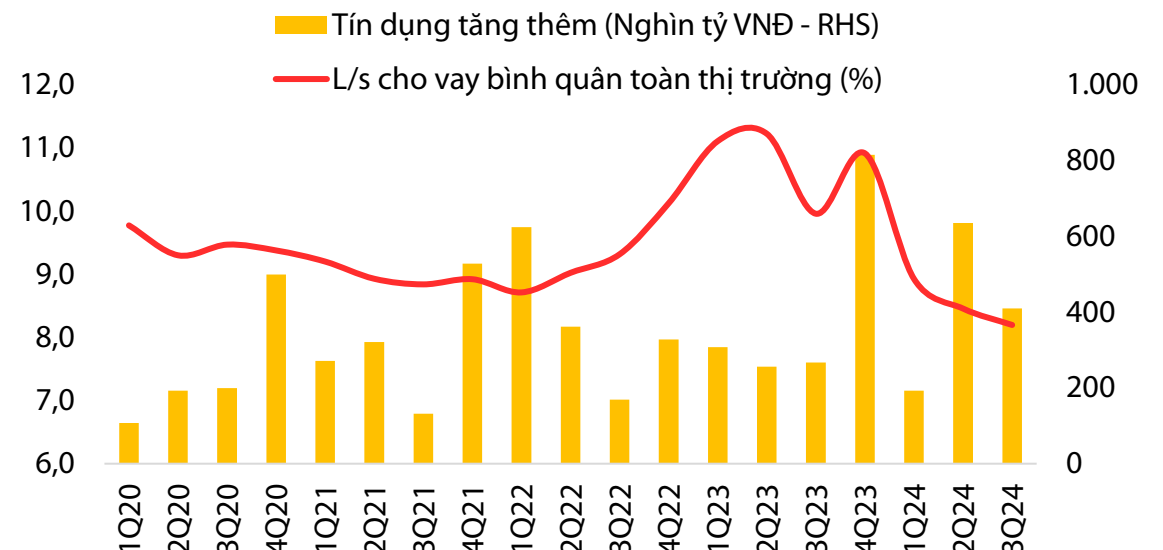
- Chính phủ phấn đấu tăng trưởng GDP 8,0% và có thể chấp nhận một phần rủi ro về lạm phát - CPI tăng khoảng 4,5%.
- Đối với **chính sách tài khóa**, Chính phủ chấp nhận bội chi ngân sách 3,6%, hàm ý tăng cường mạnh mẽ giải ngân đầu tư công, và giảm thu (gia hạn giảm thuế VAT, tăng lương tối thiểu,...). Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động đầu tư mở rộng sản xuất và tiêu dùng sẽ có những tín hiệu tích cực hơn.
- Chúng tôi cho rằng SBV duy trì **chính sách tiền tệ** “nới lỏng một cách linh hoạt” để kích thích tăng trưởng. Theo đó, SBV sẽ không thay đổi lãi suất mang tính định hướng quan điểm chính sách như lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu) mà linh hoạt điều chỉnh lãi suất trên thị trường mở để điều tiết tỷ giá và thanh khoản hệ thống.
- Mặt bằng lãi suất cho vay** có thể tăng nhẹ trở lại (2025F: +50 bps) khi các hoạt động kinh tế quay trở lại, nhưng ít ảnh hưởng tới nhu cầu tín dụng.

Đầu tư công, đầu tư tư nhân và thương mại là các động lực chính cho tăng trưởng kinh tế 2025

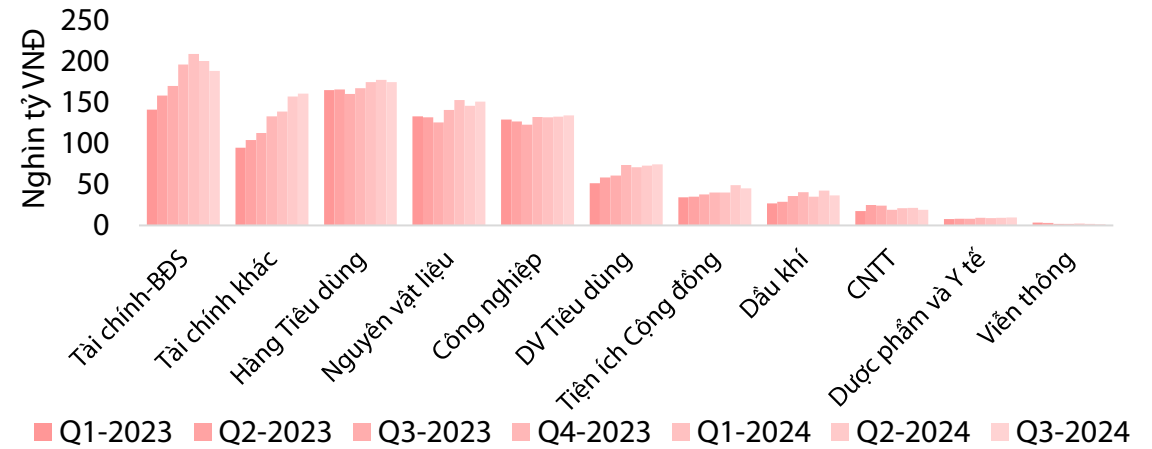
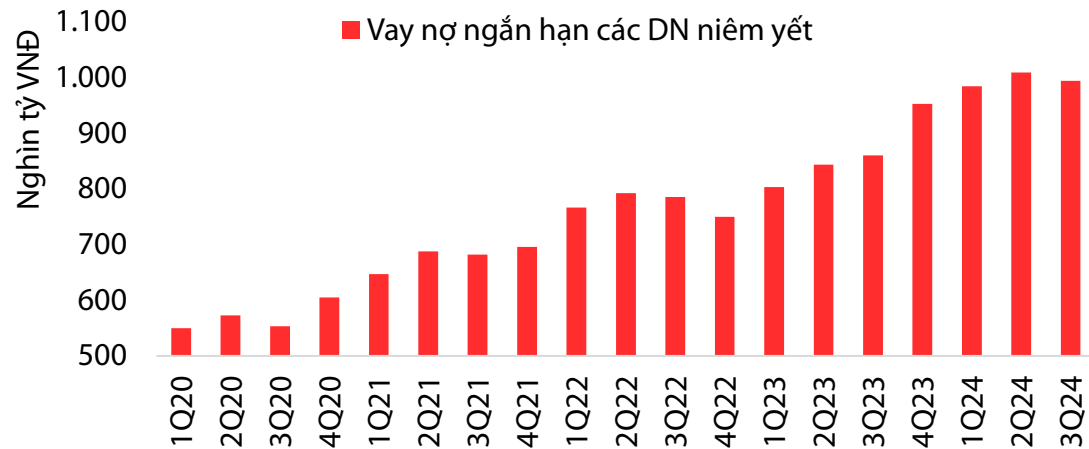


Nguồn: GSO, SBV, Bloomberg, BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

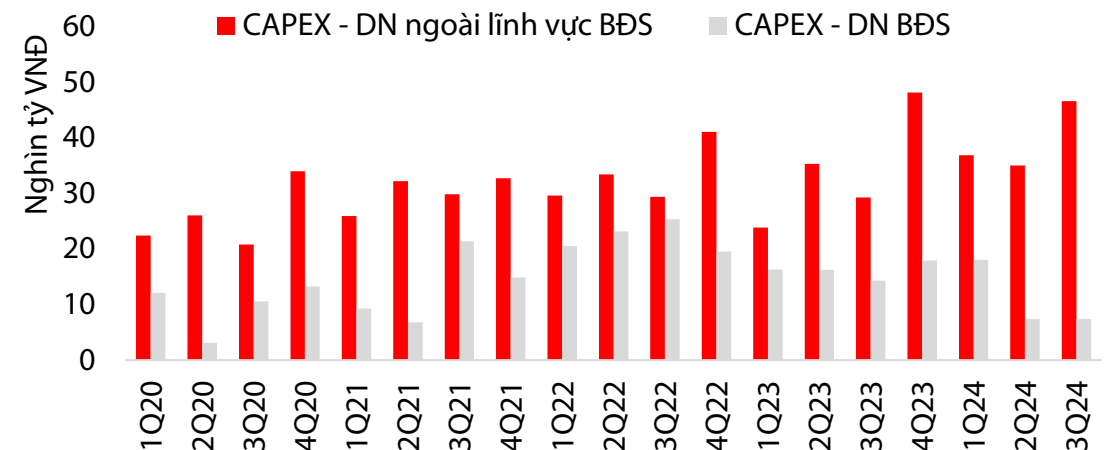
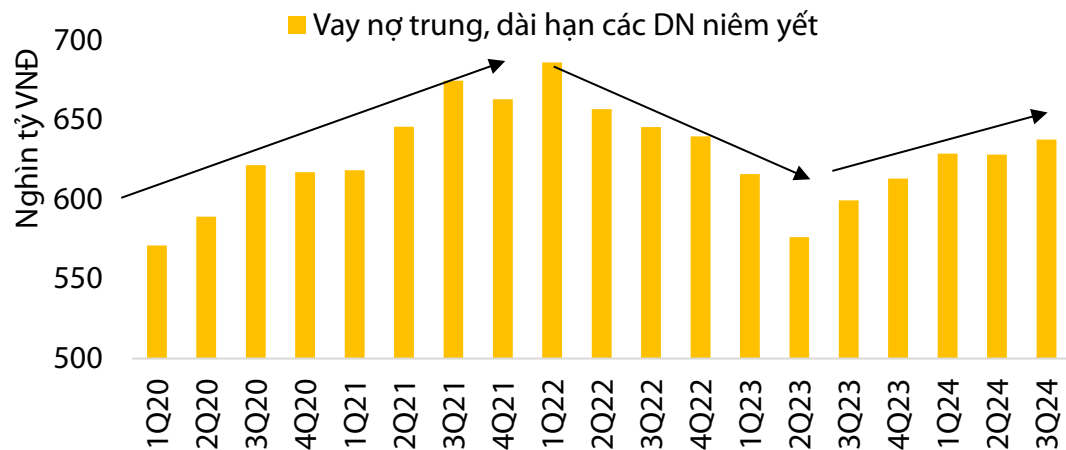
Mặt bằng lãi suất cho vay có thể tăng nhẹ, nhưng vẫn ở vùng thấp và tiếp tục kích thích nhu cầu tín dụng



Nhu cầu vốn tín dụng ngắn hạn của các doanh nghiệp niêm yết vẫn tương đối khả quan, được hỗ trợ bởi nhu cầu tái cơ cấu nợ của DN BĐS và nhu cầu vốn lưu động của các DN sản xuất khác

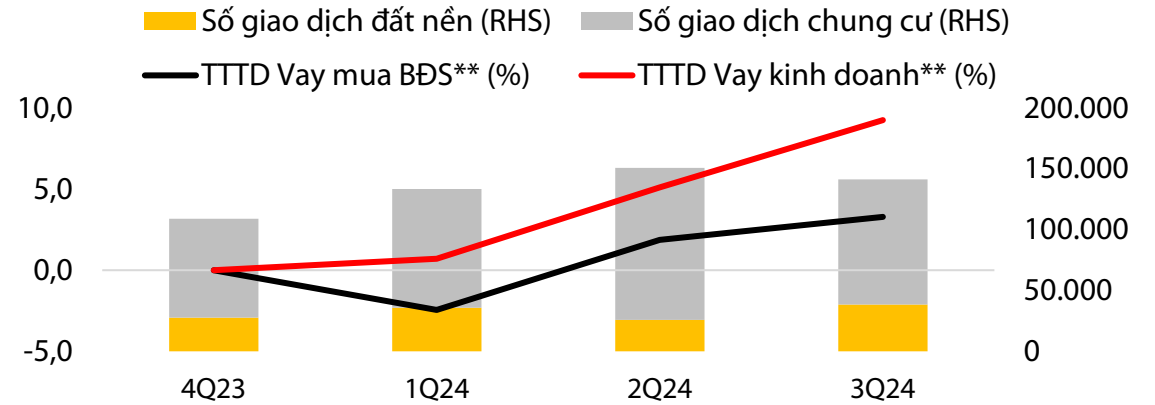
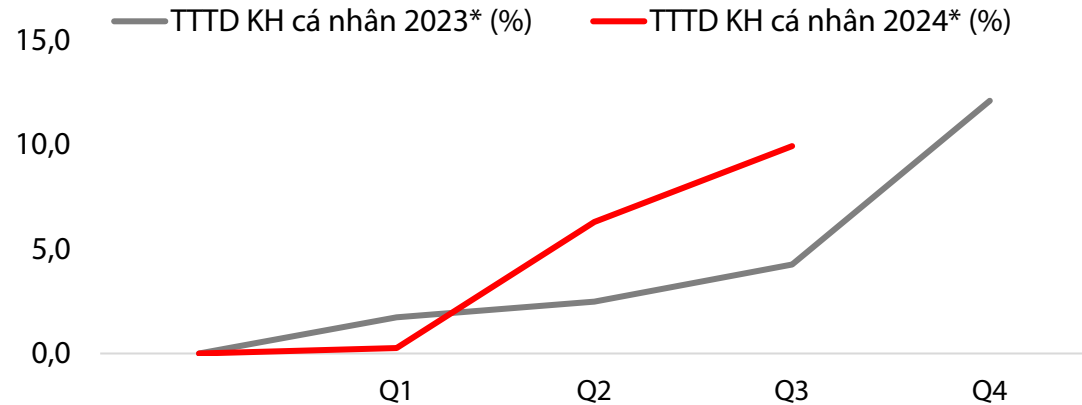


Nhu cầu vốn tín dụng trung, dài hạn dự báo tiếp tục xu hướng tăng nhờ lãi suất cho vay giảm, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tiếp cận vốn đầu tư mở rộng sản xuất

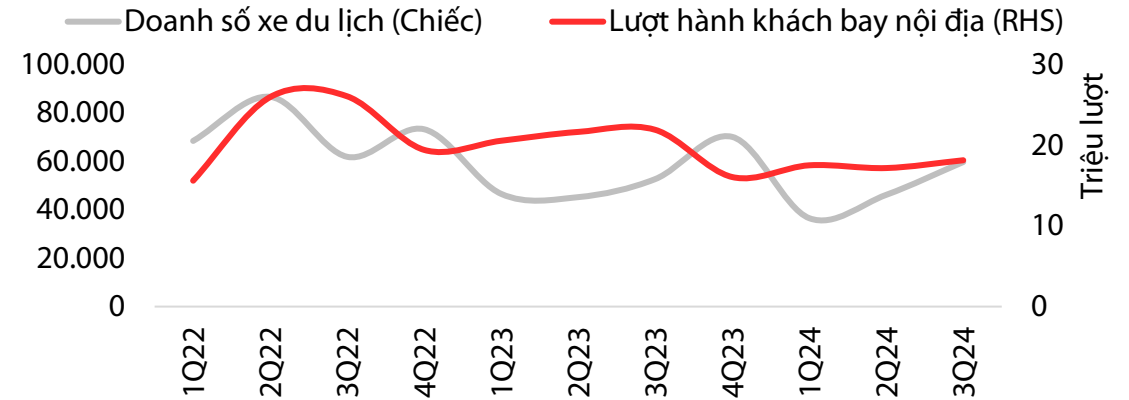
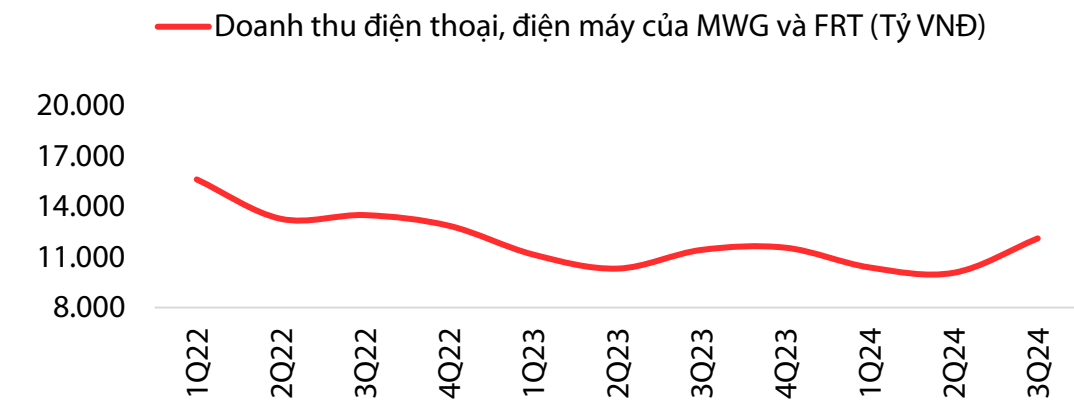


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM, CTCK Rồng Việt

Tín dụng KH cá nhân đã có sự cải thiện về tăng trưởng so với năm 2023 nhưng động lực vẫn đến từ cho vay kinh doanh, trong khi cho vay tiêu dùng và mua BĐS (có NIM cao hơn) lại chưa phục hồi quá rõ rệt

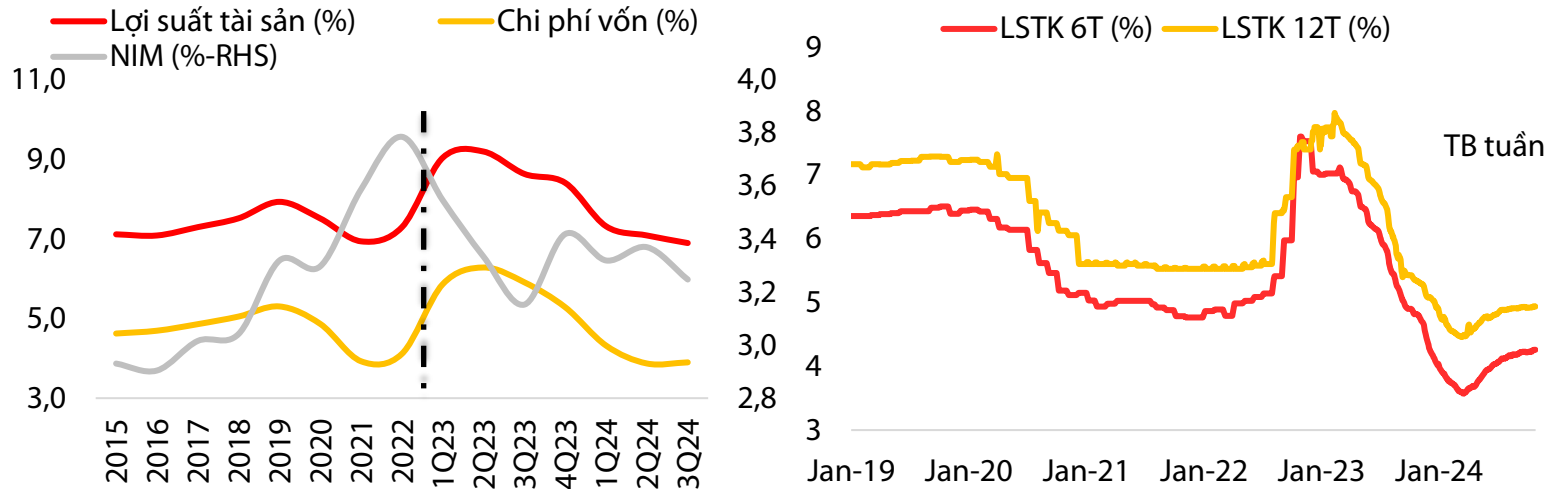


Chi tiêu không thiết yếu đã tạo đáy và đang cải thiện với tốc độ chậm, một phần nhờ các chính sách tài khóa (giảm VAT, giảm phí trước bạ ô tô,...), phản ánh tăng trưởng thu nhập khả dụng của người dân vẫn chưa thực sự khởi sắc

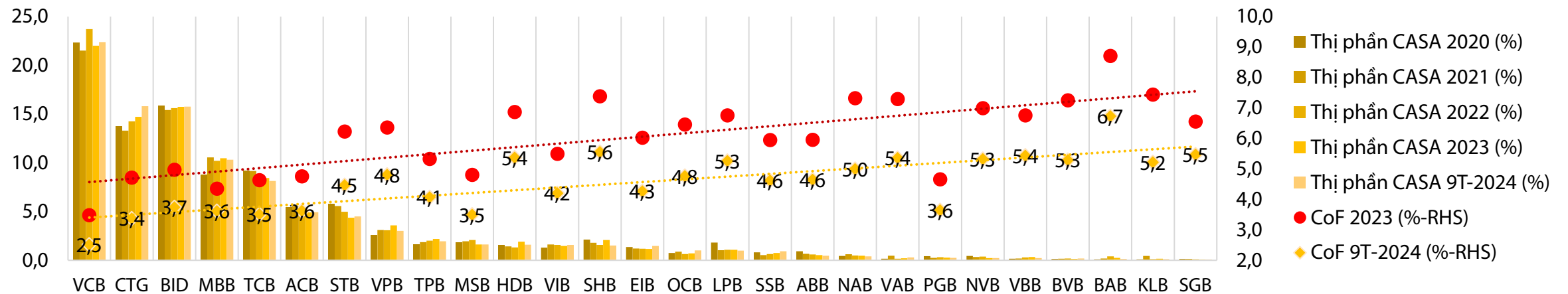


Nguồn: BCTC các ngân hàng, Bộ xây dựng, VAMA, ACV, MWG, FRT, CTCK Rồng Việt * BCTC 19 ngân hàng công bố cho vay KH cá nhân ** Gồm BID, CTG, VCB, TCB, HDB, VIB

Chi phí vốn nhiều khả năng tăng nhanh hơn lợi suất tài sản trong 2025



Các ngân hàng quốc doanh gia tăng thêm thị phần CASA trong 9T-2024, dẫn đầu về chi phí vốn rẻ



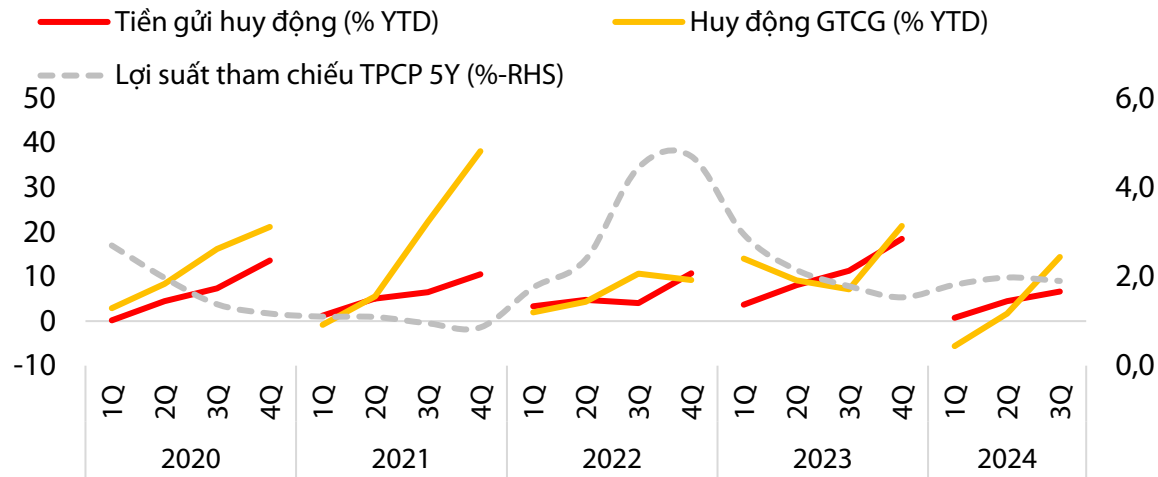
Nguồn: BC các Ngân hàng, CTCK Rồng Việt,

Chi phí vốn tăng nhanh hơn lợi suất tài sản, tạo áp lực lên NIM

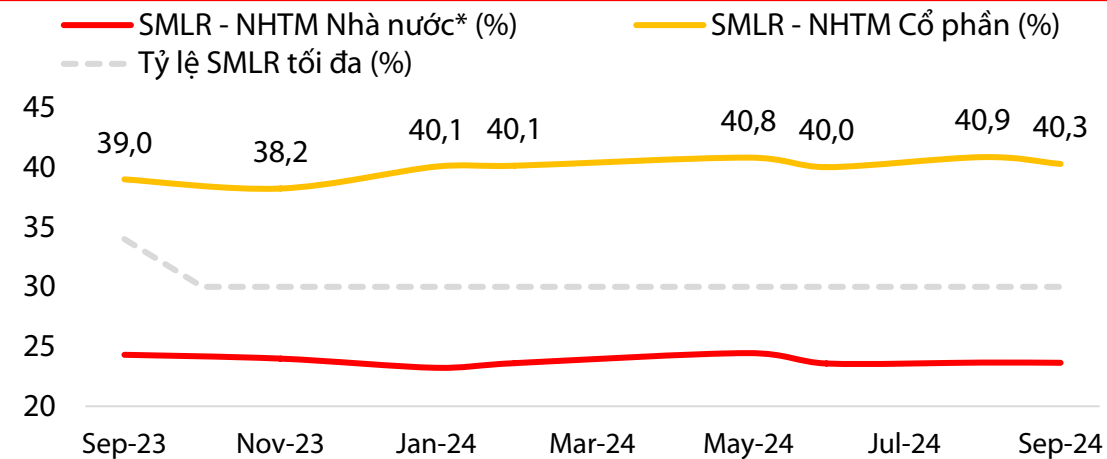
- Chi phí vốn dự báo tăng 30-50bps do nhu cầu tín dụng đang quay lại (thanh khoản liên ngân hàng đang thắt chặt hơn so với năm 2023), và nhu cầu huy động trung-dài hạn để đáp ứng các tỷ lệ bảo đảm an toàn, chưa kể SBV có thể tăng lãi suất trên thị trường mở để điều tiết áp lực tỷ giá trong 2025.
- Lãi suất đầu ra vẫn sẽ chịu áp lực từ cạnh tranh khiến biên độ so với lãi suất đầu vào có thể thu hẹp. Tuy nhiên, xu hướng cải thiện chất lượng tài sản có thể là điểm cộng bất ngờ cho NIM ở một số ngân hàng.

Nhóm NH quốc doanh với lợi thế về chi phí vốn và các ngân hàng có triển vọng chất lượng tài sản khả quan sẽ có NIM chống chịu tốt hơn với biến động lãi suất trên thị trường.

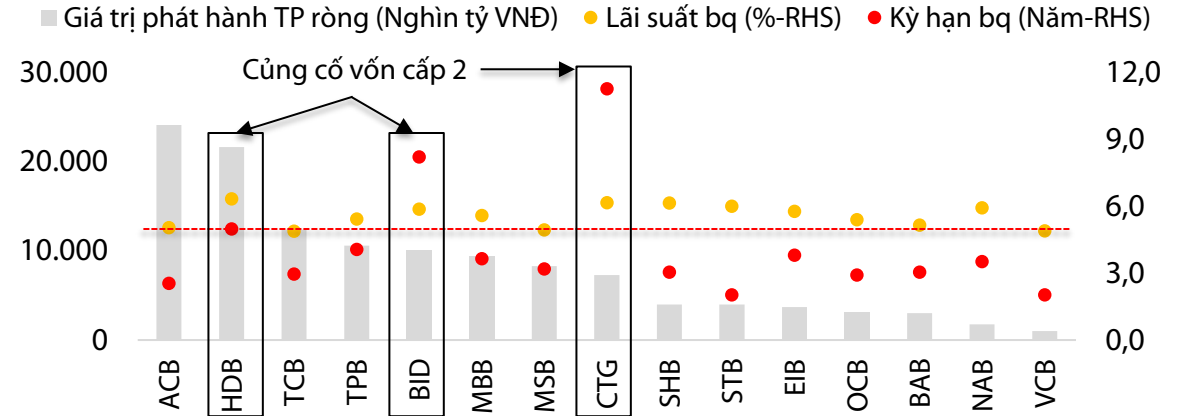
Các ngân hàng tận dụng bối cảnh lãi suất trái phiếu đang ở mức thấp để đẩy mạnh huy động từ Giấy tờ có giá, nhằm đáp ứng quy định về vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn và gia tăng bộ đệm vốn cấp 2 (ở HDB, BID và CTG)



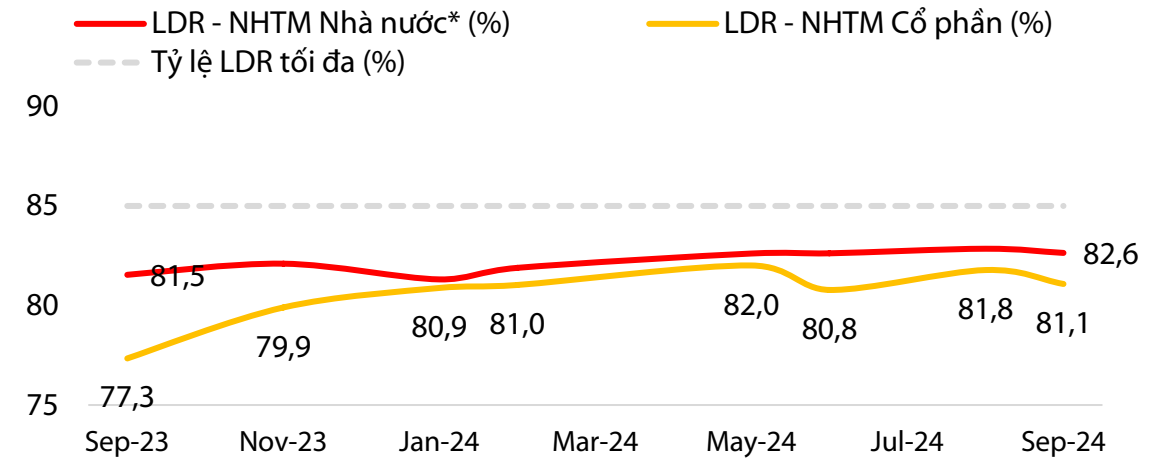
Các ngân hàng TMCP tiếp tục phải huy động vốn với kỳ hạn dài hơn trong năm 2025 để đảm bảo tỷ lệ SMLR



Nguồn: BC các Ngân hàng, SBV, CTCK Rông Việt *Big 4 và 3 ngân hàng 0 đồng



Áp lực thanh khoản của nhóm NHTM cổ phần tăng tương đối từ T9/23 dù vẫn đảm bảo tuân thủ quy định về tỷ lệ LDR



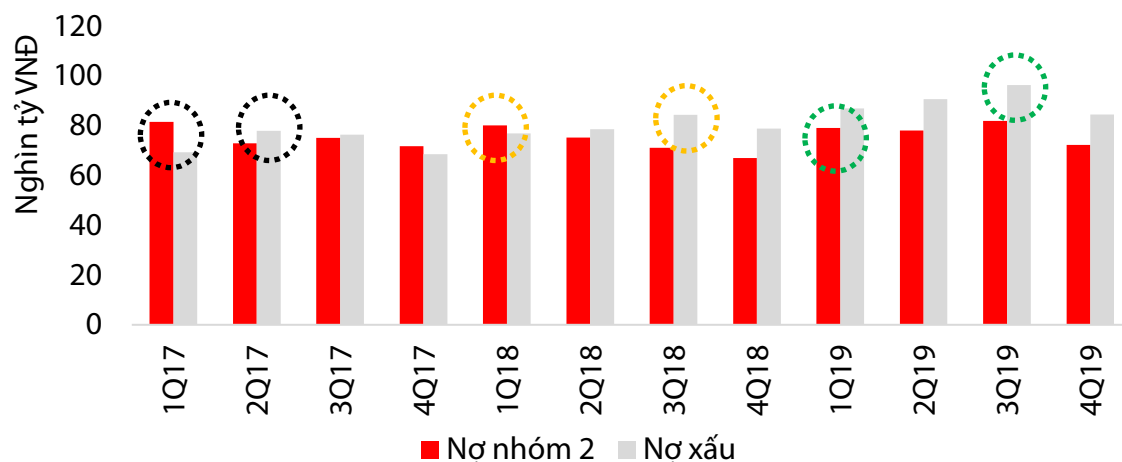
Nợ xấu nội bảng chưa tạo “đỉnh” dù xu hướng tăng của nợ nhóm 2 đã kết thúc từ Q2-2023 do nợ xấu còn tiềm ẩn từ các khoản nợ được tái cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ

- Theo dõi lại diễn biến các nhóm nợ trong giai đoạn trước Covid, xu hướng tăng của nợ xấu (nhóm 3-5) thường kết thúc sau xu hướng tăng của nợ nhóm 2 từ 1 đến 2 quý, do tính chất phản ánh trước các khó khăn/cải thiện về dòng tiền của khách hàng của nhóm nợ này.
- Tuy nhiên, kể từ 2020 tới nay, ***các thông tư về tái cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ đang khiến xu hướng của nợ nhóm 2 có ít tính dự báo đối với xu hướng nợ xấu do nhiều khoản nợ xấu tiềm ẩn nằm trong nợ nhóm 1 do được giữ nguyên nhóm nợ***. Do đó, đỉnh nợ xấu chỉ thực sự có thể đánh giá khi các khoản nợ xấu tiềm ẩn được bộc lộ hết do không còn được giữ nguyên nhóm nợ, như trong giai đoạn Q3-2022 tới Q1-2023.

Nợ xấu có thể tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2025 sau khi thông tư 02 (TT 02) hết hiệu lực vào ngày 31/12/2024

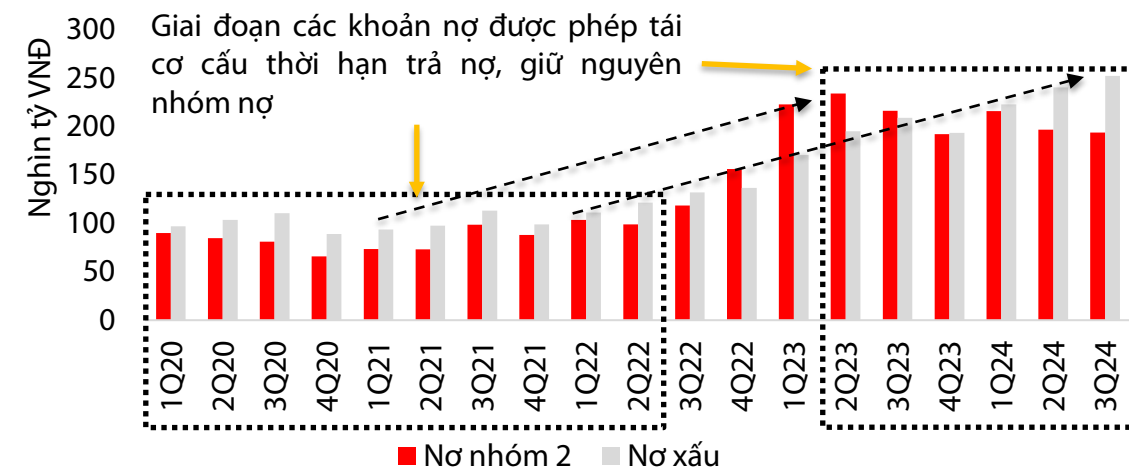
- Dư nợ tái cơ cấu theo TT 02 tính đến cuối T8/2024 còn khoảng 126 nghìn tỷ đồng. Theo số liệu của SBV, chúng tôi ước tính nợ xấu tiềm ẩn (gồm nợ tái cơ cấu, nợ VAMC chưa xử lý, trái phiếu doanh nghiệp đã gia hạn thời gian trả nợ) cuối Q3-2024 (không bao gồm 3 ngân hàng 0 đồng và 2 ngân hàng bị kiểm soát đặc biệt) xấp xỉ khoảng 70% nợ xấu nội bảng toàn hệ thống, và lo ngại rằng một phần dư nợ này có thể bị chuyển thành nợ xấu trong năm 2025.

Nợ xấu thường tạo đỉnh sau nợ nhóm 2 từ 1 tới 2 quý trong giai đoạn 2017-2019



Nguồn: BCTC 27 ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Nợ xấu tiềm ẩn (tái cơ cấu và giữ nguyên nhóm nợ) khiến nợ xấu nội bảng gia tăng trong khi nợ nhóm 2 không tăng

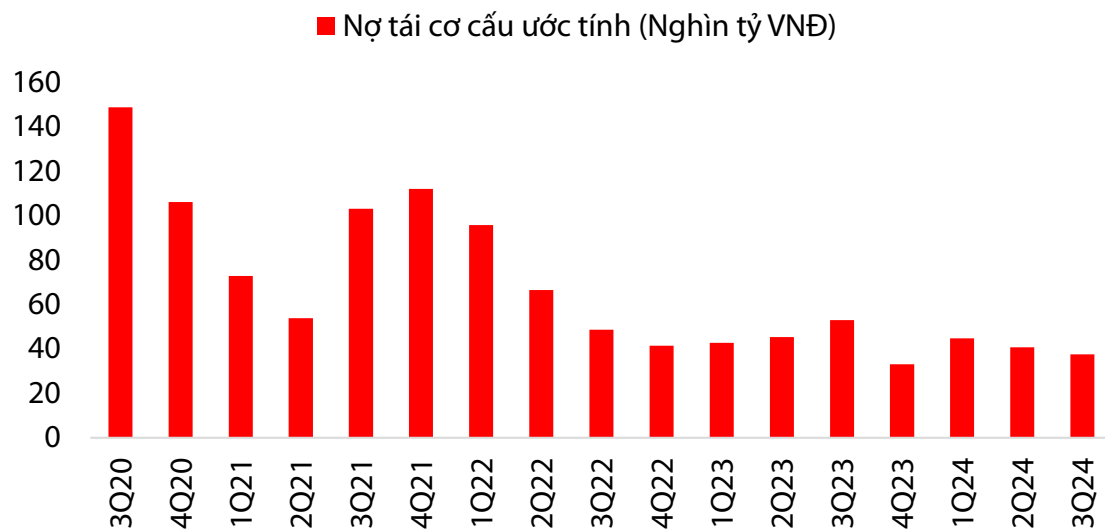


Nợ xấu tăng sau khi TT02 hết hiệu lực không ảnh hưởng nhiều tới khả năng kiểm soát nợ xấu nội bảng do đã được trích lập dự phòng cụ thể bổ sung tương đối đầy đủ.

- Trong danh mục 10 ngân hàng mà chúng tôi theo dõi*, dư nợ tái cơ cấu đã giảm dần và ổn định quanh 40 nghìn tỷ đồng trong 4 quý trở lại đây. Ngoại trừ VPB, hầu hết các ngân hàng trong danh sách này đã trích lập dự phòng bổ sung thận trọng, đặc biệt ở nhóm ngân hàng quốc doanh. Chúng tôi ước tính tỷ lệ trích lập dự phòng/ dư nợ tái cơ cấu ở mức trên 50%. Do đó, việc TT 02 hết hiệu lực sẽ ảnh hưởng tới nợ xấu nội bảng của số ít ngân hàng tư trong 2025.

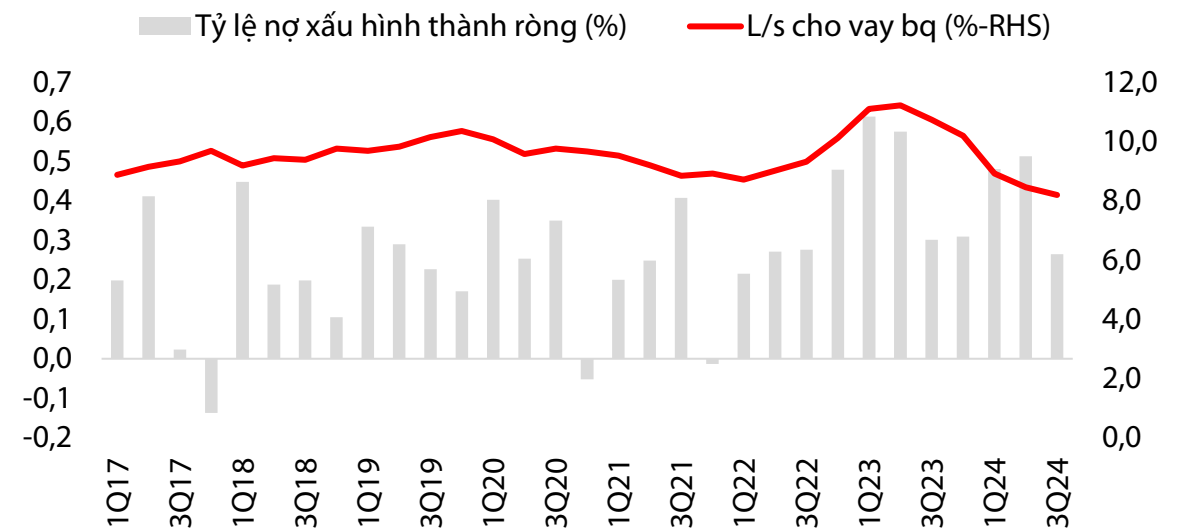
SBV đã ban hành thông tư 53/2024/TT-NHNN cho phép các khoản nợ bị ảnh hưởng bởi bảo số 3 được tái cơ cấu, giữ nguyên nhóm nợ cho đến hết năm 2026. Theo SBV, dư nợ chịu ảnh hưởng của bảo số 3 tới tháng 11/2024 là khoảng 192 nghìn tỷ đồng. Do đó, áp lực tăng nợ xấu sẽ được giảm thiểu khi TT 02 hết hiệu lực.

Nợ tái cơ cấu của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi*



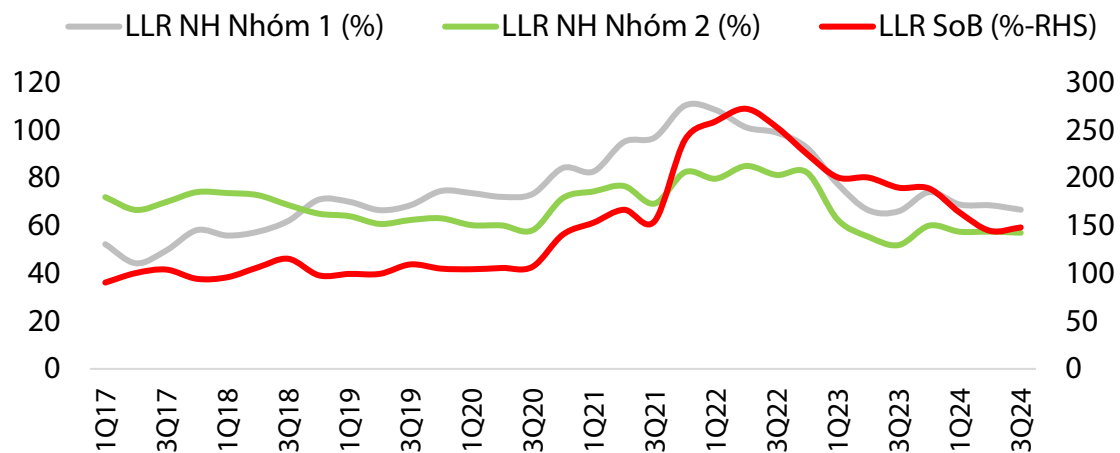
Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rông Việt * 10 ngân hàng: VCB, BID, CTG, MBB, TCB, ACB, VPB, HDB, OCB, VIB,

Quy mô nợ xấu hình thành mới đã có tín hiệu thu hẹp dần sau khi lãi suất cho vay giảm



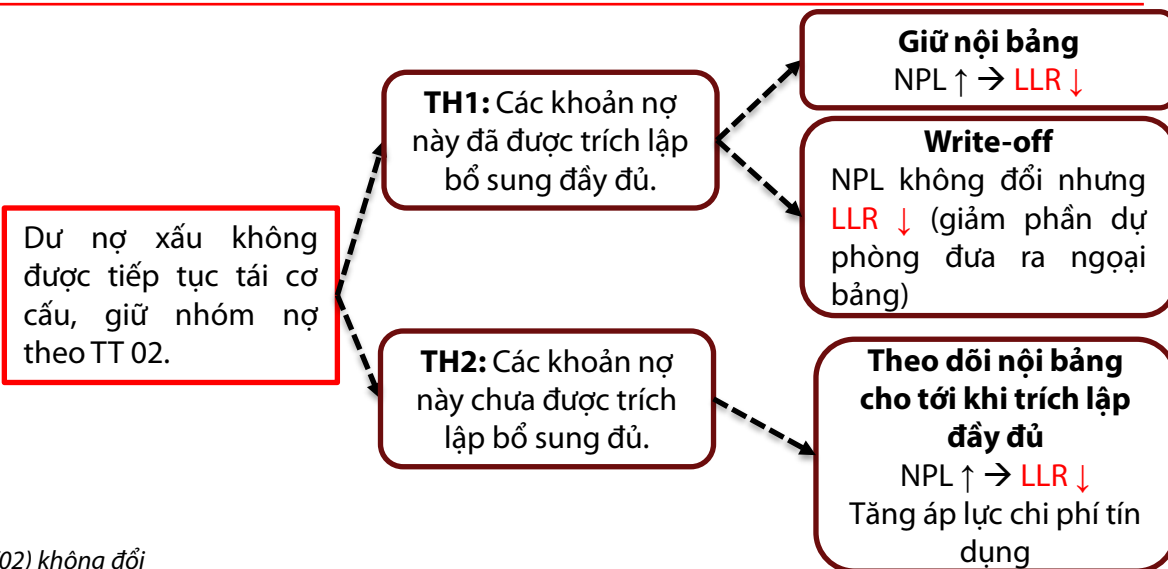
- Việc cho phép giữ nguyên nhóm nợ kể từ Q1-2020 (TT01 và TT02) kết hợp với trích lập dự phòng bổ sung cho các khoản nợ tái cơ cấu này (một dạng “nợ xấu tiềm ẩn” nằm trong nợ nhóm 1 và nhóm 2 nhờ được giữ nguyên nhóm nợ) đã làm cho mức dự phòng bao phủ nợ xấu toàn ngành liên tục tăng từ 2020, đạt đỉnh trong nửa đầu năm 2022 và bắt đầu giảm từ nửa sau năm 2022 khi TT 01 hết hạn (do nợ xấu được bộc lộ và một phần trong đó được đưa ra ngoại bảng sau khi đã trích lập toàn bộ), bên cạnh các khoản nợ xấu khác tăng nhanh do nền tảng vĩ mô suy yếu.
- Nợ xấu tiềm ẩn khi không được tiếp tục tái cơ cấu, giữ nhóm nợ theo TT 02 (T8/2024: 126 nghìn tỷ đồng), sẽ tiếp tục bào mòn tỷ lệ bao phủ nợ xấu của hầu hết các ngân hàng bất kể đã trích lập đầy đủ dự phòng bổ sung hay không.
- Ngoài ra, **do phạm vi các khoản nợ được tái cơ cấu, giữ nguyên nhóm nợ sẽ thu hẹp (chỉ còn khoảng 190 nghìn tỷ dư nợ bị ảnh hưởng bởi bão số 3), các ngân hàng quốc doanh sẽ không cần phải duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu quá cao như trong giai đoạn 2020-2022.**

Các ngân hàng có xu hướng dự phòng mạnh tay cho các khoản nợ xấu “tiềm ẩn” từ 2020-2022 khiến bao phủ nợ xấu tăng đỉnh điểm



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt *Giả định nhóm nợ của khoản nợ khác (không được tái cơ cấu theo TT02) không đổi

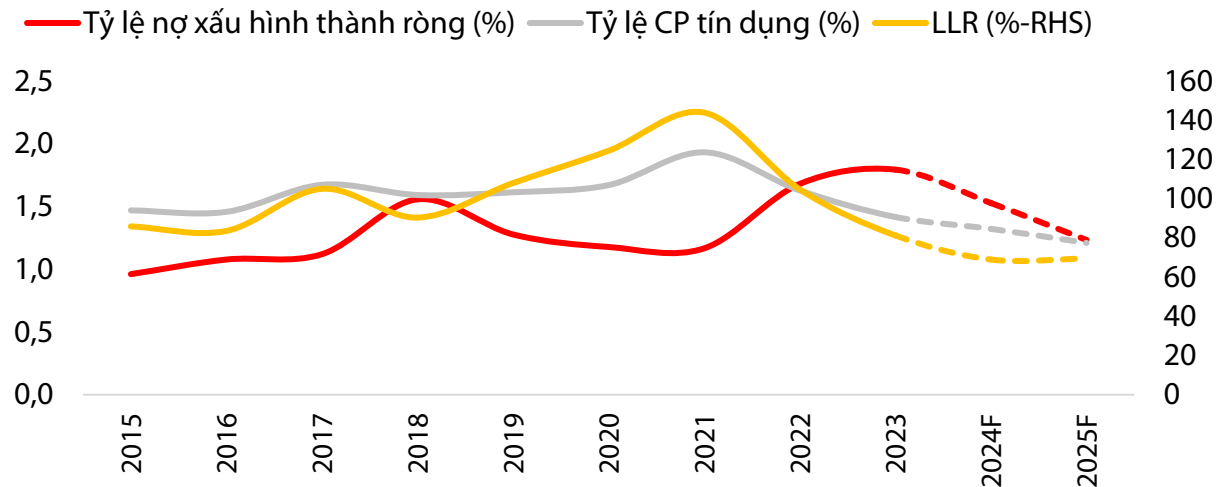
Nợ xấu tiềm ẩn sau khi không được giữ nguyên nhóm nợ sẽ bào mòn bộ đệm dự phòng của các ngân hàng*



Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng dự báo giảm nhẹ trong 2024 và 2025.

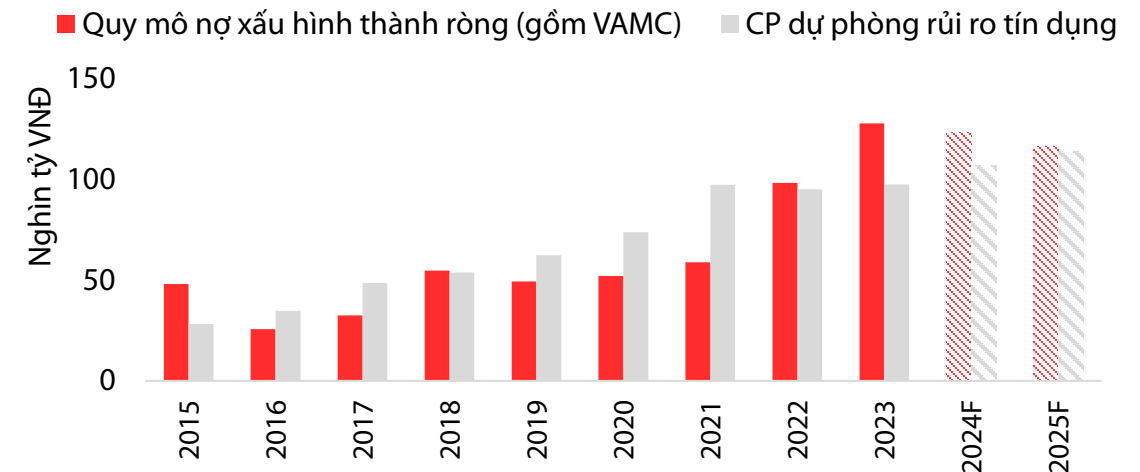
- Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng trong 9T-2024 đã bắt đầu giảm so với cùng kỳ năm 2023, với mức giảm là khoảng 20 bps xuống 1,26%. Nhiều khả năng tỷ lệ này cho cả năm 2024 sẽ thấp hơn 2023 (1,80%) và sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhẹ trong 2025 nhờ khả năng trả nợ của khách hàng cải thiện trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế vĩ mô dự báo tích cực hơn và mặt bằng lãi suất cho vay vẫn ở mức thấp dù có thể tăng nhẹ trở lại. Một số yếu tố khác bao gồm: Chính phủ tiếp tục hỗ trợ tháo gỡ pháp lý cho các dự án BĐS và phần lớn các ngân hàng tư nhân đã hạ thấp khẩu vị rủi ro tín dụng so với giai đoạn trước năm 2022. **Tỷ lệ hình thành nợ xấu thuần dự phóng sẽ giảm -27 bps/-29 trong năm 2024F/2025F, xuống 1,5%/1,2%.**
- Tỷ lệ chi phí tín dụng dự phóng thấp hơn mức hình thành NPL ròng trong 2024 khi các khoản dự phòng bổ sung cho các khoản vay được tái cấu trúc sẽ giảm đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng khi phản ánh tỷ lệ này trong 2025 tương đương với tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng khi các ngân hàng không muốn tỷ lệ bao phủ nợ xấu xuống quá thấp.

Xu hướng chi phí tín dụng và nợ xấu hình thành ròng* dự báo sẽ tương đồng hơn so với giai đoạn trước 2023 khi không bị ảnh hưởng nhiều bởi các khoản nợ tái cơ cấu



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rong Việt * VCB, BID, CTG, MBB, TCB, ACB, VPB, HDB, VIB, OCB

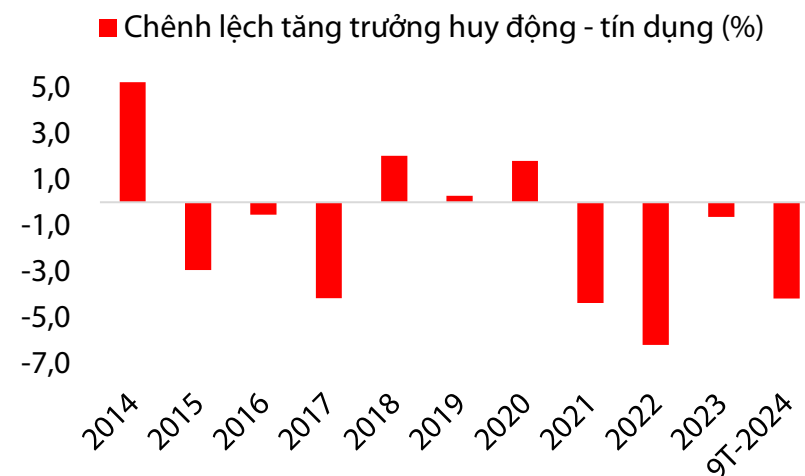
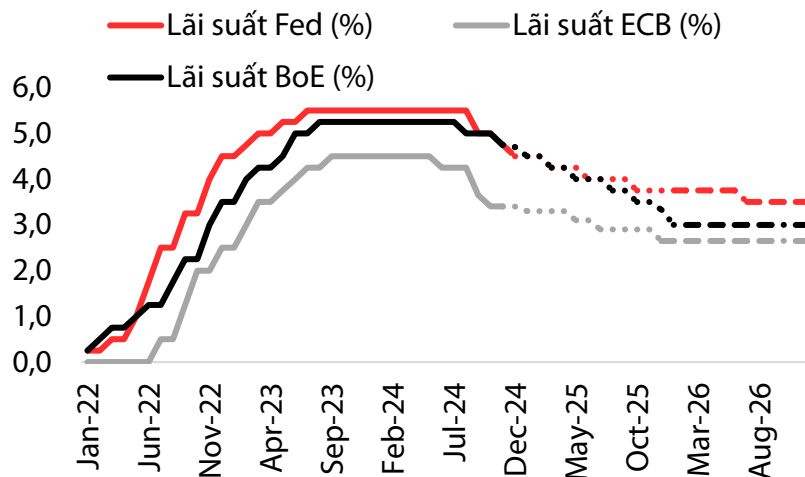
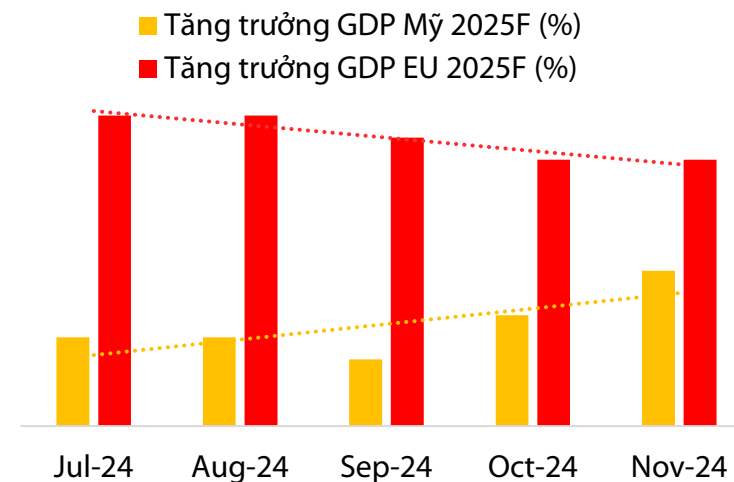
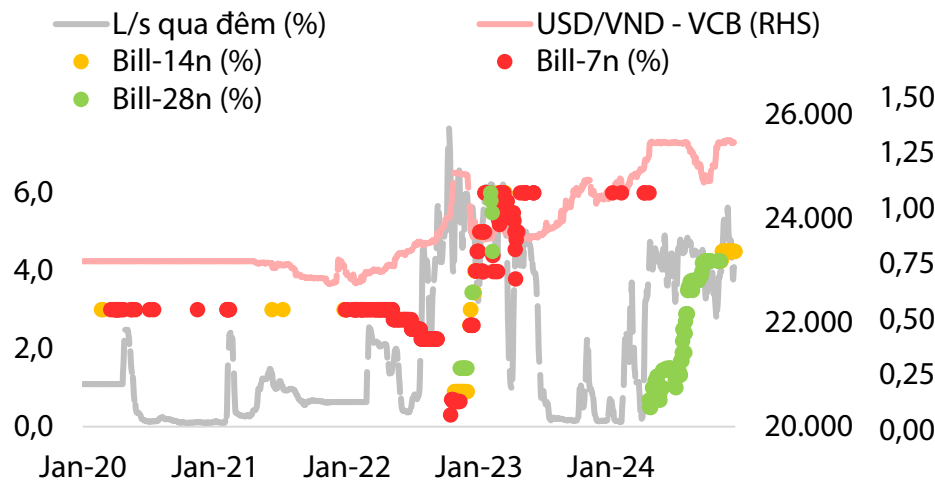
Chúng tôi kỳ vọng nợ xấu hình thành ròng* (trước xử lý rủi ro) có thể đã đạt đỉnh vào năm 2023





Nền lãi suất tăng nhanh hơn dự kiến ảnh hưởng đến NIM, do (1) tỷ giá biến động mạnh bất ngờ và (2) cạnh tranh huy động gia tăng nhằm đáp ứng thanh khoản khi tín dụng tăng nhanh hơn kỳ vọng.

Chính sách kích thích kinh tế của Trump (giảm thuế và tăng việc làm TCJA) và tính bất định tăng lên do thương chiến đều củng cố cho triển vọng dòng vốn đầu tư chảy về Mỹ, kéo theo sự mạnh lên của DXY bất chấp việc Fed tiếp tục giảm lãi suất. Rủi ro biến động cao của tỷ giá trong 2025 sẽ đòi hỏi sự can thiệp của SBV vào lãi suất, chưa kể đến khả năng tiếp tục bán dự trữ ngoại hối

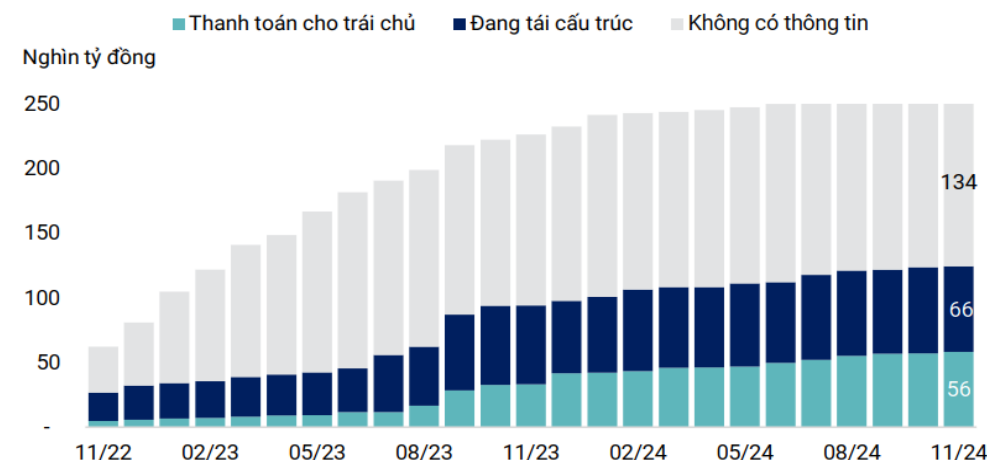
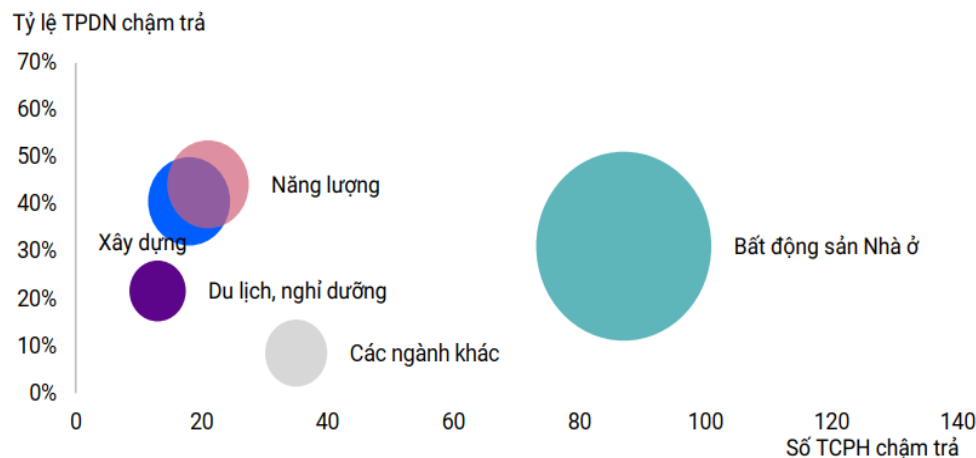
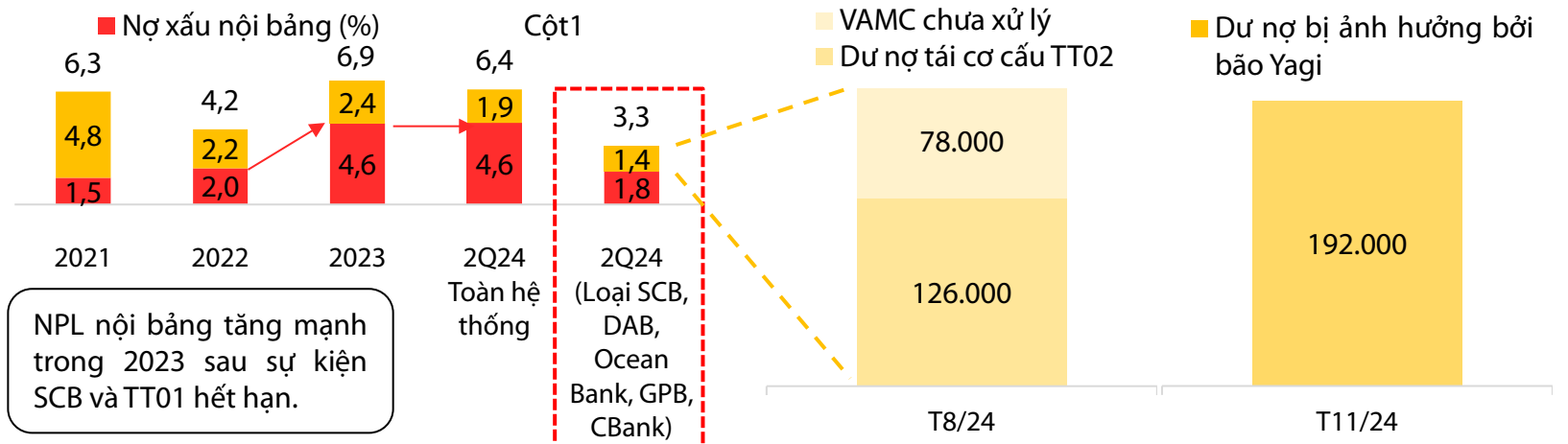


Nguồn: Bloomberg, SBV, S&P Global, CTCK Rồng Việt



Nền kinh tế có thể khó tăng trưởng nhanh như kỳ vọng do sự không chắc chắn về quy mô nợ xấu tiềm ẩn cùng tác động của nó tới việc làm chậm vòng quay tiền thông qua cho vay tái cơ cấu.

Gần 550 nghìn tỷ đồng kẹt lại ở các khoản nợ xấu của ngân hàng SCB (350 nghìn tỷ đồng ~ 2,5% nợ xấu nội bảng toàn hệ thống Q2-2024) và trái phiếu doanh nghiệp (hơn 200 nghìn tỷ đồng), chưa kể nợ xấu tiềm ẩn đã được SBV thống kê (400 nghìn tỷ đồng nợ VAMC chưa xử lý, nợ tái cơ cấu TT02/2023 và TT53/2024) cũng như các khoản nợ được tái cơ cấu chưa được công bố



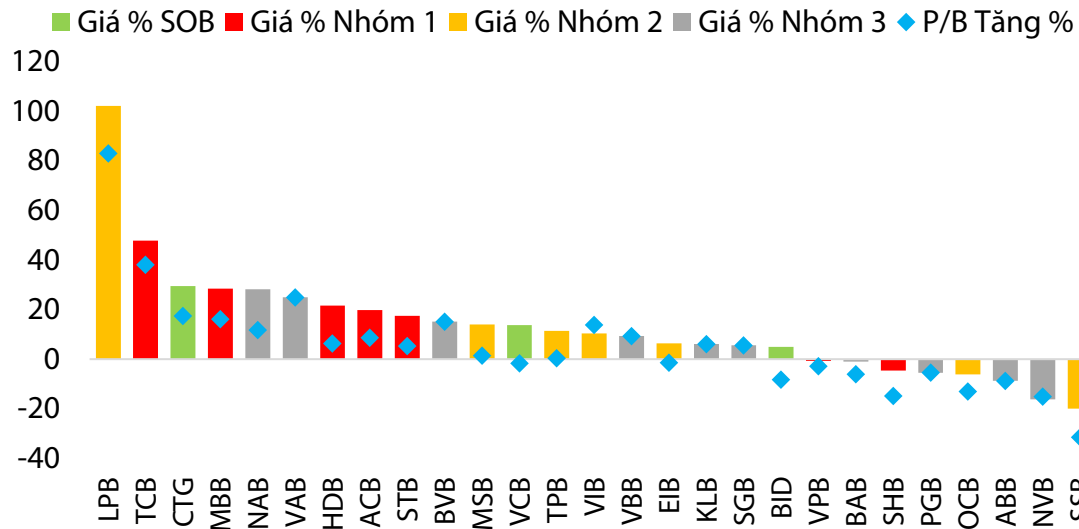
Nguồn: SBV, VIS Rating, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng thu nhập phân hóa rõ nét theo chất lượng tài sản, chính sách tín dụng và quản trị rủi ro

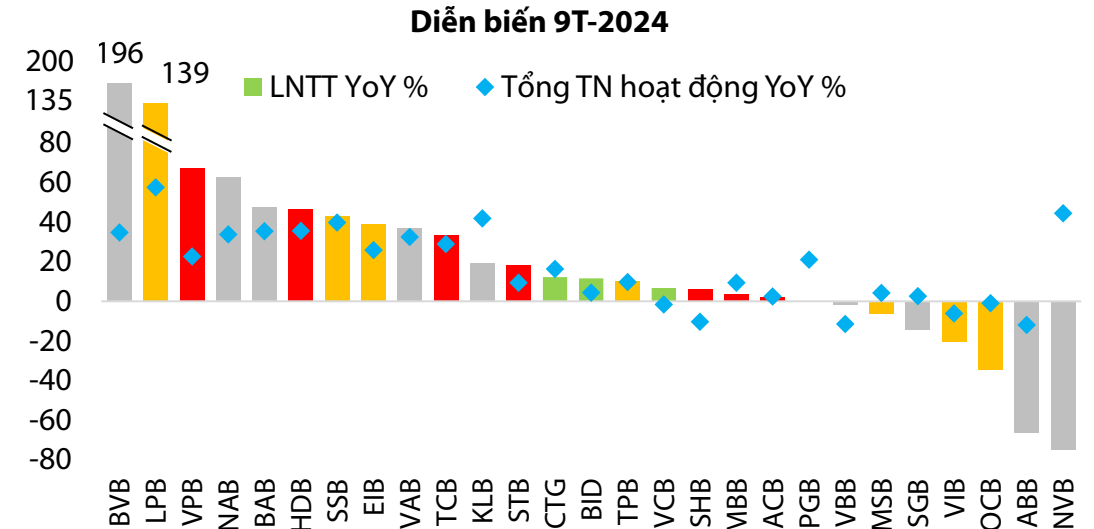
- Các ngân hàng tư nhân có sự phân cực khá rõ trong diễn biến tăng trưởng lợi nhuận. Nhóm tăng trưởng LNTT cao trên 20% có Tổng TN hoạt động (TTNHĐ) tăng trưởng mạnh mẽ từ cơ sở thấp cùng kỳ (NIM và tăng trưởng tín dụng đều cải thiện tốt), kiểm soát CIR hiệu quả và giảm chi phí tín dụng. Ngược lại, nhóm có LNTT giảm hơn 10% gặp khó khăn trong tăng trưởng TTNHĐ (chủ yếu do NIM bị co hẹp đáng kể) và chịu thêm áp lực từ chi phí tín dụng tăng, thể hiện qua khoảng cách giữa tăng trưởng TTNHĐ-LNTT. Các ngân hàng quốc doanh có tăng trưởng ở mức trung bình 7%-12% và khác nhau về động lực (BID và VCB ghi nhận NIM và CP tín dụng đều giảm còn CTG thì ngược lại).

Mặc dù chúng tôi nhận thấy tổng thể bức tranh tăng trưởng thu nhập và hiệu suất cổ phiếu các ngân hàng trong năm 2024 có mối tương quan thấp, một số ngân hàng có đóng góp của thay đổi hệ số định giá P/B vào hiệu suất cổ phiếu ở mức cao lại có tương quan thuận chiều với tăng trưởng thu nhập.

Diễn biến giá và đóng góp của thay đổi định giá vào hiệu suất cổ phiếu của các Ngân hàng niêm yết (% , YTD)

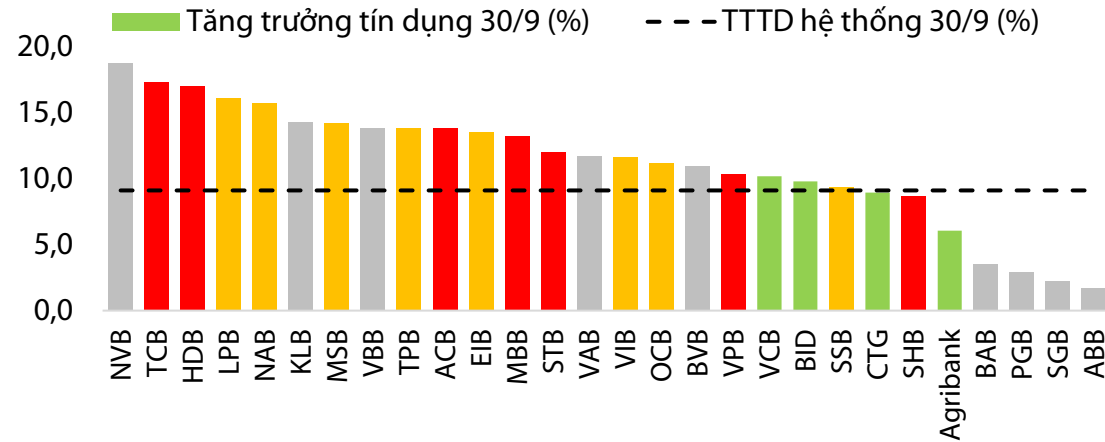


Tổng TN hoạt động của các ngân hàng niêm yết tăng 12% nhưng LNTT tăng trưởng 16,2% nhờ giảm CP tín dụng

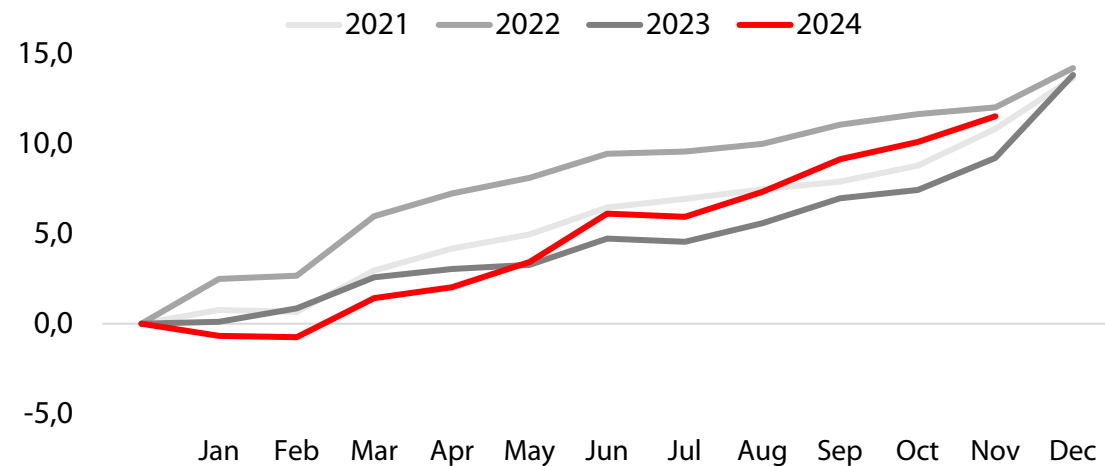


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu tại ngày 25/11/2024. Các nhóm ngân hàng phân loại theo quy mô Tổng tài sản

Đa phần các ngân hàng tư nhân tăng trưởng tín dụng vượt trội

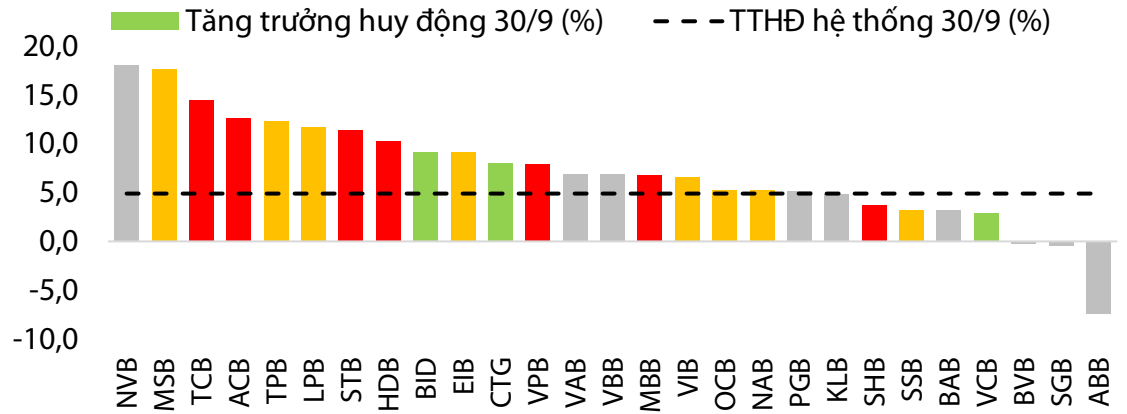


Tín dụng toàn hệ thống tăng tốc từ nửa sau 2024

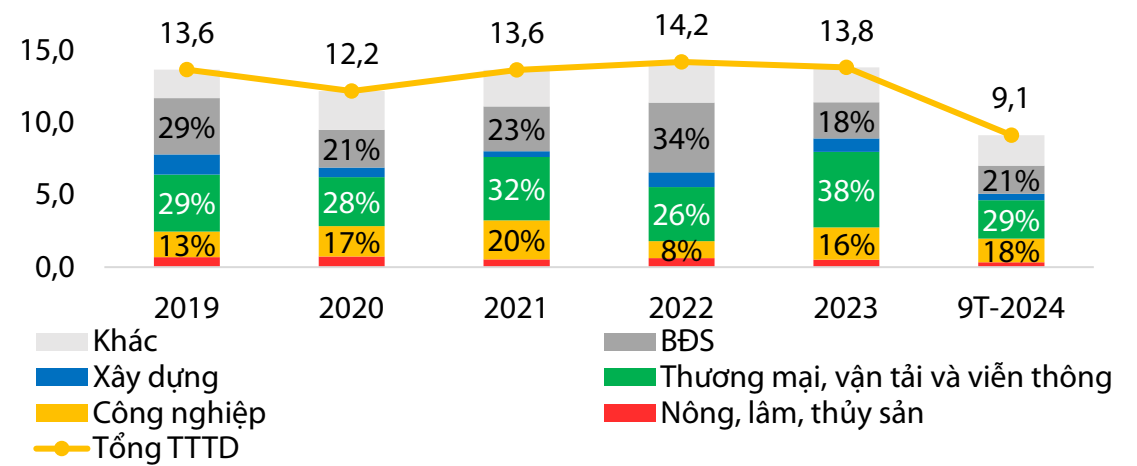


Nguồn: SBV, BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

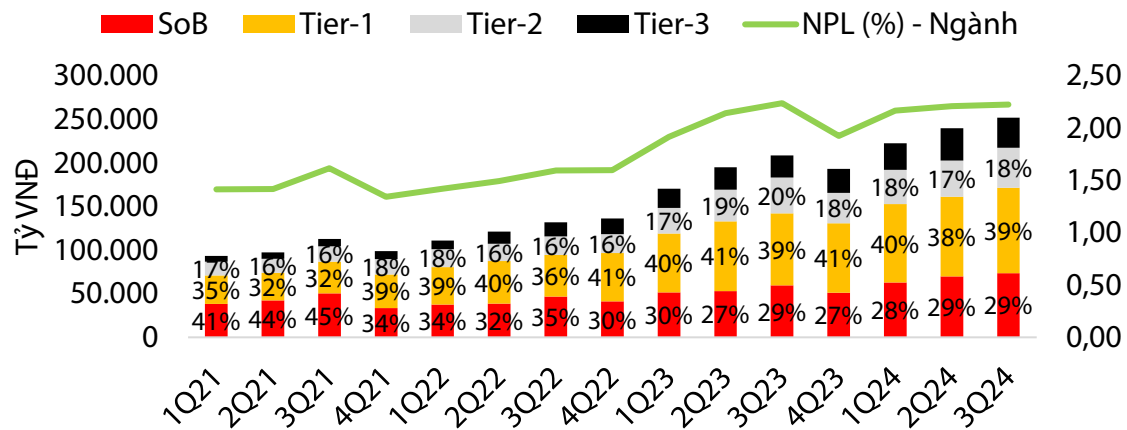
Tăng trưởng huy động toàn ngành chậm hơn đáng kể so với tín dụng



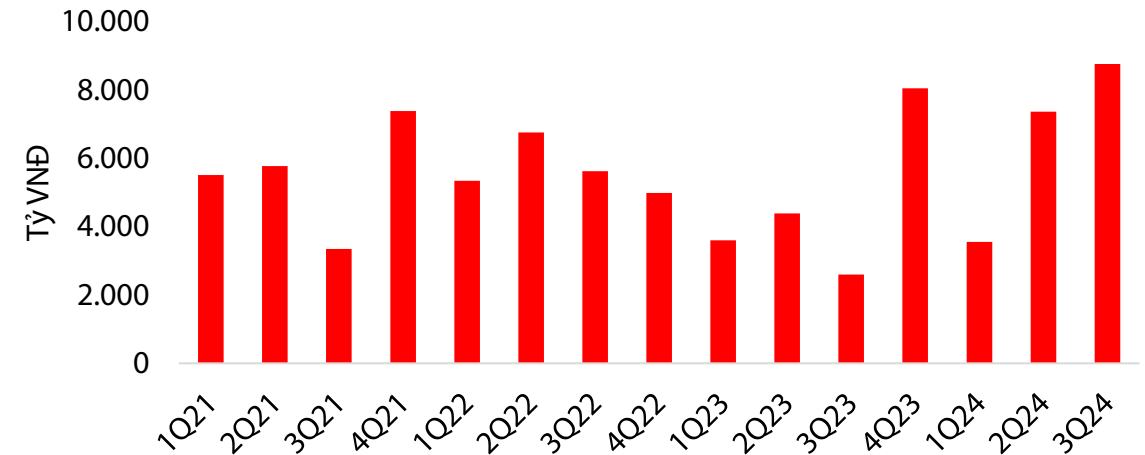
Thương mại, BĐS và Công nghiệp là 3 lĩnh vực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng



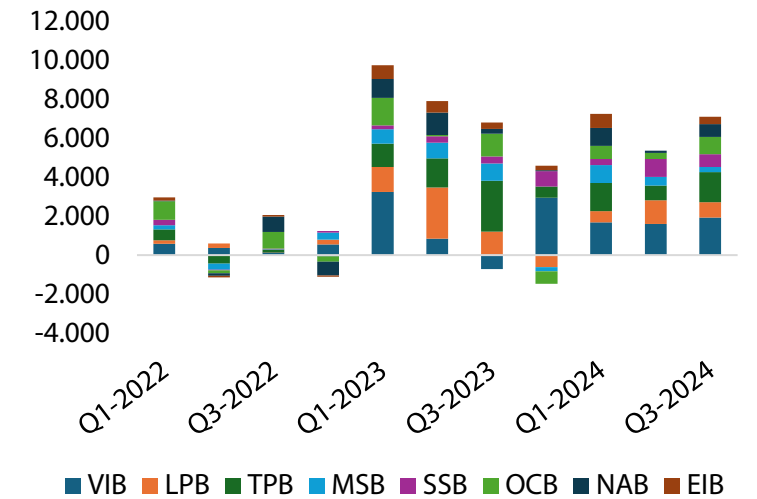
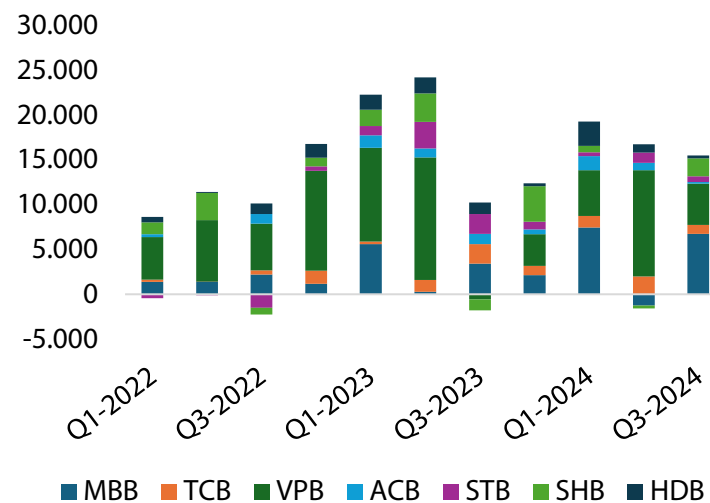
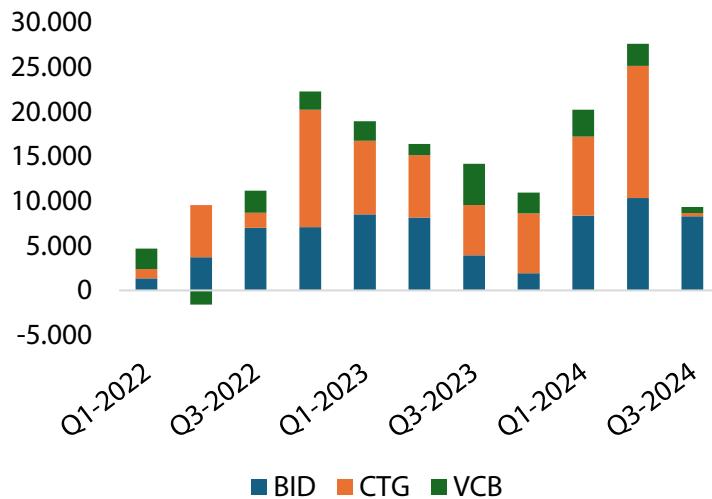
Quy mô nợ xấu theo nhóm NH và tỷ lệ nợ xấu Q3-2024 đi ngang so quý trước ở mức 2,2%; NPL tăng cục bộ ở MBB, BID, SHB



Thu hồi nợ xấu đã xử lý rủi ro có chuyển biến tích cực



Nợ xấu hình thành ròng của các nhóm NHTM



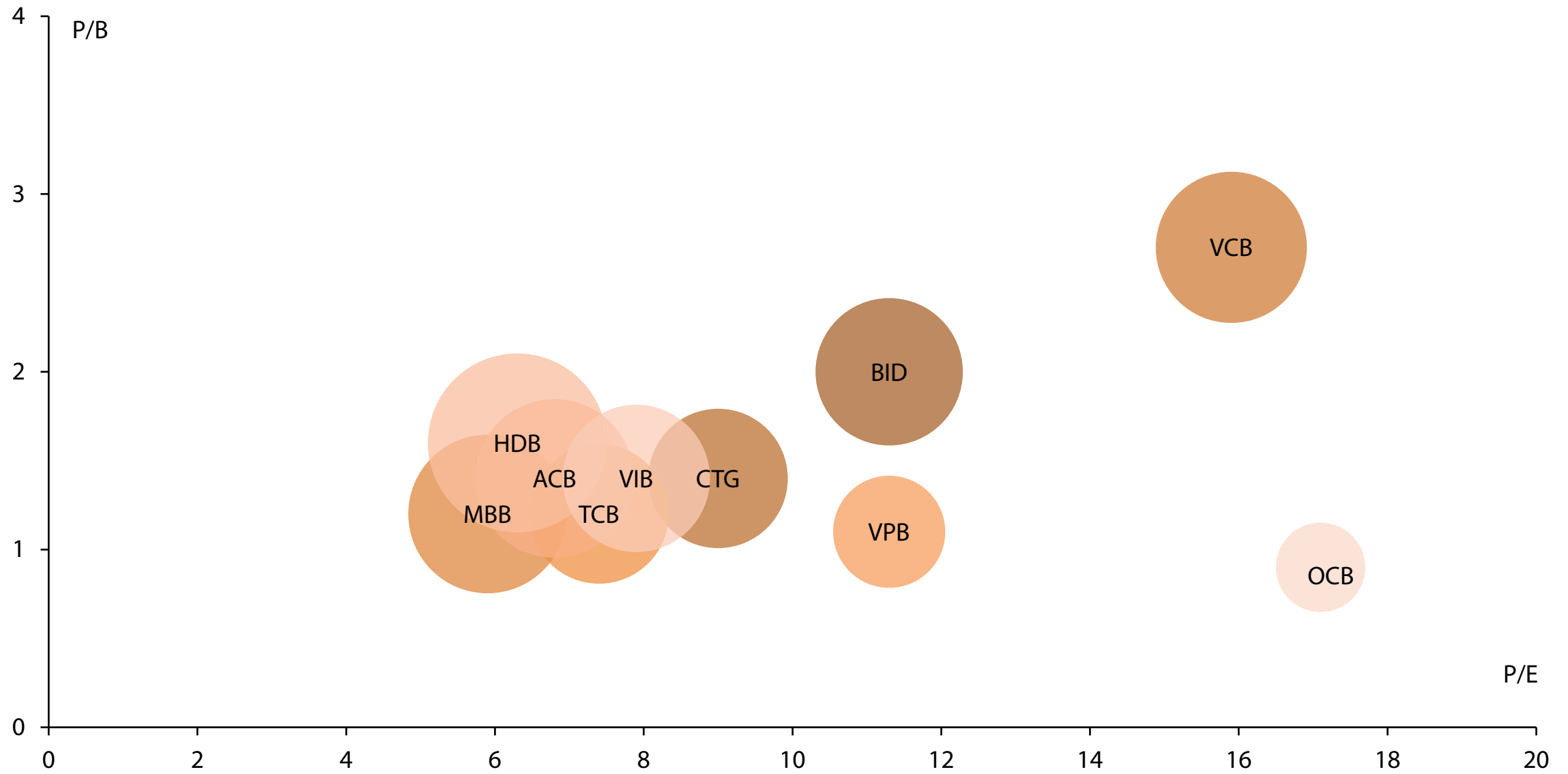
Nguồn: BC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

Chỉ báo	BID		CTG		VCB		MBB		TCB		VPB		ACB		HDB		VIB		OCB	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Tăng trưởng (%)																				
NII (YoY)	4	15	19	16	7	13	9	19	25	15	26	14	12	16	36	10	-7	20	16	14
TOI (YoY)	2	16	15	14	3	13	14	17	20	11	4	14	4	14	24	10	-7	19	1	18
LNTT (YoY)	10	15	18	18	3	17	8	12	17	14	71	18	4	17	33	11	-17	22	-23	34
Tăng trưởng tín dụng	14,1	12,8	16,7	14,8	13,7	13,2	25,0	24,1	17,9	18,4	16,6	22,7	19,5	19,8	22,0	22,6	19,6	20,2	14,7	16,6
Các chỉ số chính																				
NIM (%)	2,37	2,39	2,92	2,94	3,00	3,06	4,29	4,21	4,15	4,05	5,70	5,58	3,76	3,78	5,27	5,08	3,71	3,80	3,17	3,11
CIR (%)	34,0	33,3	29,3	28,3	33,4	31,9	29,7	30,2	29,8	30,2	24,3	23,2	32,4	31,8	33,2	34,6	34,6	34,9	34,6	34,9
NPL (%)	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0	2,0	1,8	1,6	1,6	5,1	4,7	1,5	1,4	1,8	1,6	3,7	3,4	3,0	2,6
CP tín dụng (%)	1,0	1,1	1,7	1,7	0,3	0,2	1,4	1,6	1,3	1,3	3,9	3,6	0,4	0,3	1,1	0,9	1,5	1,4	1,4	1,2
LLR (%)	117	107	162	193	208	191	76	101	73	88	57	69	83	90	72	74	48	54	63	64
ROE (%)	18,1	18,1	16,4	16,8	19,6	19,2	21,2	19,5	21,2	19,5	9,9	10,7	21,7	21,3	27,0	24,6	17,9	19,3	8,5	10,4
Định giá																				
Giá hiện tại (VNĐ)*	38.200		37.200		92.000		21.500		23.600		18.800		25.100		24.400		19.100		10.800	
GTSS (VNĐ)	24.336	28.535	27.225	31.854	35.294	41.908	18.437	21.763	20.513	22.390	19.731	20.817	18.729	22.073	15.746	19.013	14.090	15.735	12.589	13.781
P/B (lần)	1,9	1,6	1,3	1,1	2,6	2,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9	1,3	1,1	1,5	1,2	1,4	1,2	0,9	0,8

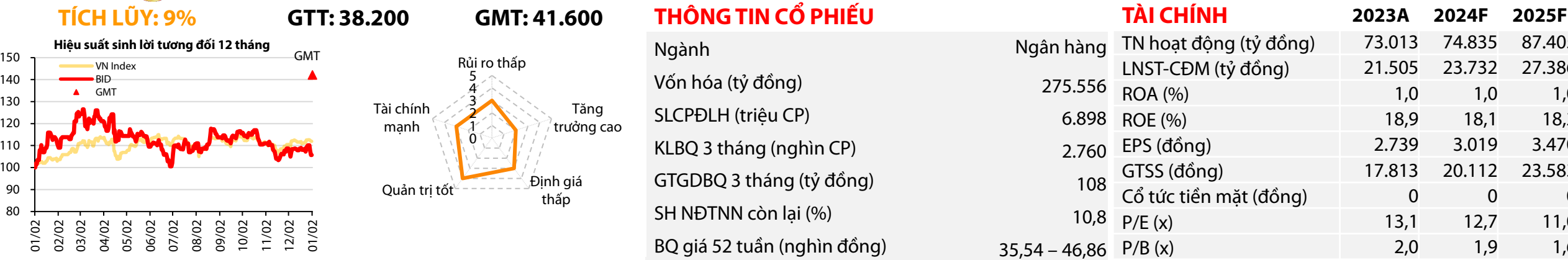
Nguồn: CTCK Rong Việt *Tại ngày 03/01/2025

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Tỷ lệ sinh lời kỳ vọng* (%)	Thu nhập lãi thuần (TTM, %YoY)	Thu nhập dịch vụ (TTM, %YoY)	Thu nhập hoạt động (TTM, %YoY)	Lợi nhuận sau thuế (TTM, %YoY)	NIM (TTM)	Tỷ lệ nợ xấu (%)	ROA (%)	ROE (%)	PB	Lợi suất cổ tức (TTM, %)
BID	275.556	41.600	8,9	2,8	5,2	7,5	19,7	2,5	1,7	1,0	18,2	1,9	0,0
CTG	200.838	45.100	21,2	18,1	-4,9	13,9	19,5	3,0	1,4	1,1	16,7	1,4	0,0
VCB	513.637	108.100	17,5	-2,3	-4,4	-5,1	3,0	3,0	1,2	1,9	20,2	2,7	0,0
MBB	131.199	24.150	14,7	0,1	20,5	7,0	11,6	4,3	2,2	2,3	21,8	1,2	2,1
TCB	169.203	26.500	18,6	28,2	3,7	25,9	32,0	4,4	1,3	2,7	16,9	1,2	6,2
VPB	148.364	22.300	21,7	25,4	-8,9	17,8	28,1	5,9	4,8	1,6	10,6	1,1	5,2
ACB	111.443	32.500	33,5	7,5	-0,8	3,2	9,0	3,8	1,5	2,3	22,9	1,4	4,0
HDB	82.134	24.300	3,7	53,4	-34,4	36,7	53,5	5,9	1,9	2,3	27,6	1,6	4,2
VIB	57.944	22.700	25,4	-5,3	-6,4	0,6	-19,1	4,0	3,9	1,7	19,5	1,4	6,5
OCB	26.384	12.400	14,8	0,3	-13,7	-7,3	-51,6	3,2	3,2	0,9	7,4	0,9	0,0

Nguồn: CTCK Rong Việt *Tại ngày 03/01/2025



Nguồn: BC các ngân hàng, Fiinpro, CTCK Rồng Việt, ROE = kích thước bong bóng



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng cường khả năng sinh lời và chất lượng tài sản là mấu chốt để BID có thể ghi nhận tăng trưởng thu nhập hấp dẫn hơn khi đã có quy mô lớn nhất hệ thống.

- BID là ngân hàng thương mại lớn nhất tại Việt Nam về tổng tài sản (2,6 triệu tỷ đồng), thị phần tín dụng (T9-2024: 13,2%). Do đó, việc duy trì tăng trưởng lợi nhuận cao ở mức bình quân 20-25% trong dài hạn như giai đoạn 2021-2025 là một mục tiêu hết sức thách thức trong bối cảnh tăng trưởng kép dự phóng của tổng tài sản là khoảng 13% trong giai đoạn 2025F-2028F.
- Trong khi chúng tôi tin rằng BID có thể bám sát ưu tiên chiến lược về tín dụng bán lẻ tiêu dùng (dự phóng tăng trưởng tín dụng nhóm KH cá nhân 2024F/25F/26F là 22%/18%/15% cao hơn tăng trưởng tín dụng toàn hàng lần lượt là 14%/14%/12%) và giúp NIM mở rộng thêm 20 bps tới năm 2028F, mục tiêu về cải thiện chất lượng tài sản (phục hồi về tỷ lệ bao phủ nợ xấu vốn bị ảnh hưởng trong năm 2024) có thể ảnh hưởng tới tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn. Dự phóng tăng trưởng kép lợi nhuận giai đoạn 2025F-28F là 14%.

Các đợt phát hành riêng lẻ trong tương lai được kỳ vọng tiếp tục củng cố mặt bằng định giá, tỷ lệ CAR.

- Đợt phát hành riêng lẻ đầu tiên (2,17% lượng cổ phiếu lưu hành cuối 2023) sẽ hoàn thành trong Q1-2025, và nhiều khả năng BID sẽ thực hiện thêm các đợt phát hành riêng lẻ tiếp theo trong các năm tới để phù hợp với kế hoạch trước đó là phát hành tổng cộng 9%.

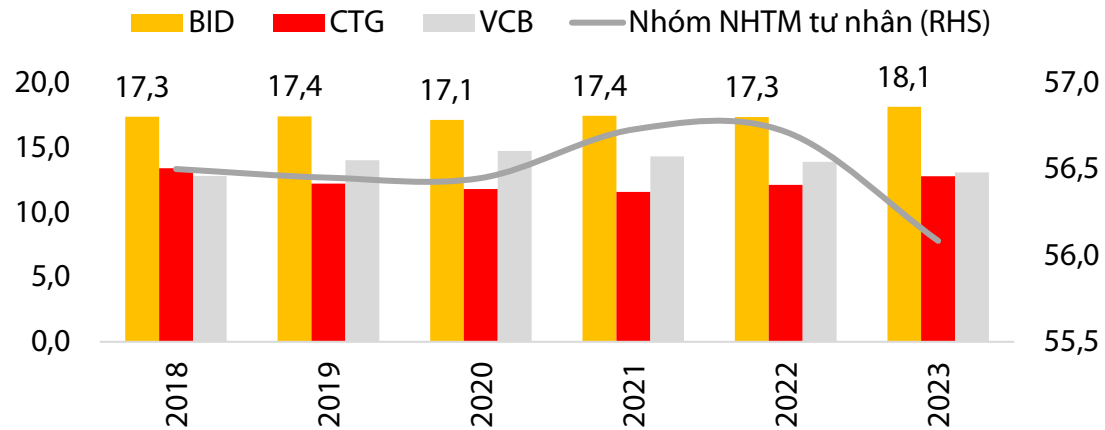
Tăng trưởng LNTT 2024F/25F lần lượt đạt 10%/15% với áp lực chi phí tín dụng có thể tăng trở lại trong 2025.

- Việc không còn ghi nhận khoản lãi lớn từ mua/bán chứng khoán đầu tư (2023: 2,6 nghìn tỷ đồng) sẽ ảnh hưởng tốc độ tăng trưởng tổng TN hoạt động của năm 2024F (+2,5%), và có thể khiến BID kiểm soát CP dự phòng rín dụng ở mức thấp (1,0%) mặc dù tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng trong 9M-2024 là 1,5%, ngang mức bình quân hàng năm trong giai đoạn 20218-2023, để duy trì tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong 2024F. Điều này có thể sẽ khiến CP tín dụng gia tăng trong năm 2025 để phục hồi bộ đệm bao phủ nợ xấu.

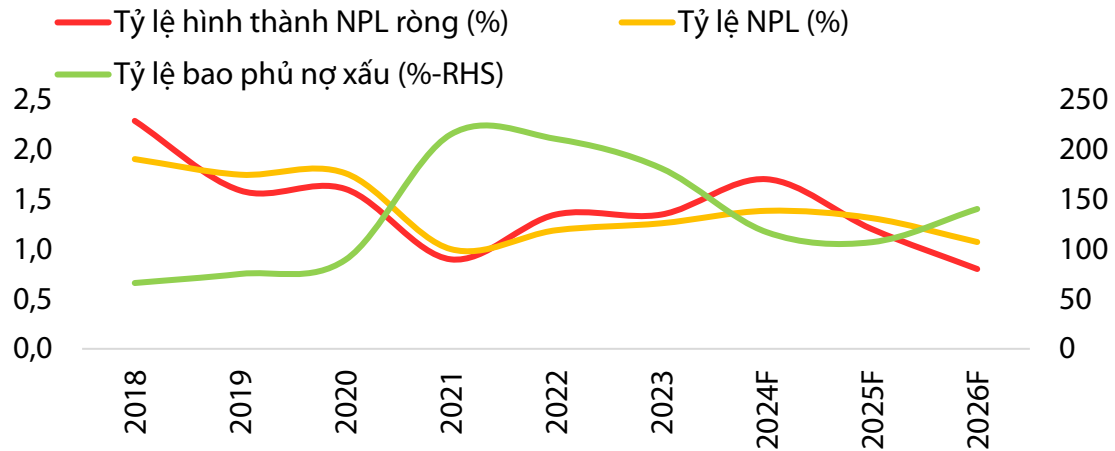
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Kế hoạch phát hành riêng lẻ tiếp theo của ngân hàng có thể bị trì hoãn hoặc không mang lại nhiều ảnh hưởng tích cực tới định giá.

BID gia tăng mạnh thị phần tín dụng KH cá nhân trong 2023

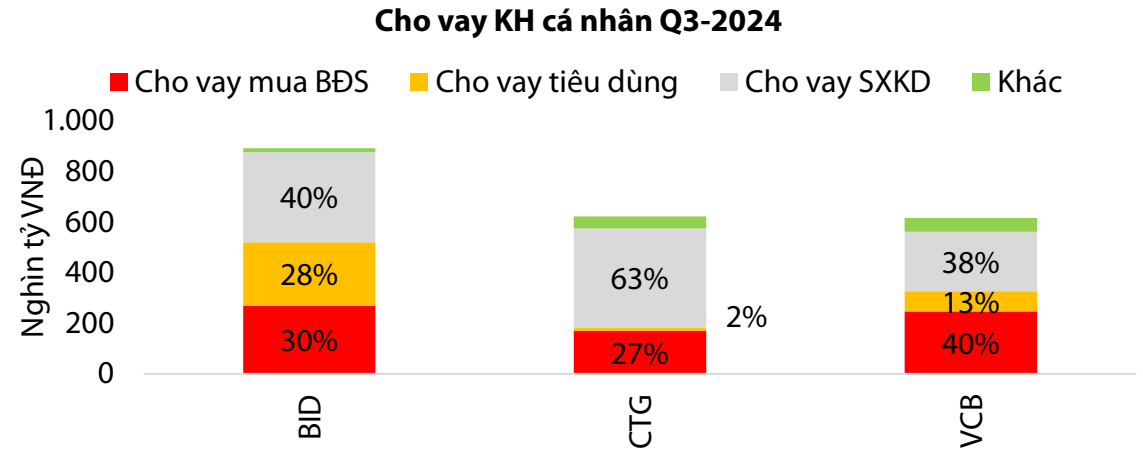


Bộ đệm dự phòng nợ xấu có thể sẽ được củng cố trở lại từ 2025 sau khi liên tục giảm từ 2021-2024

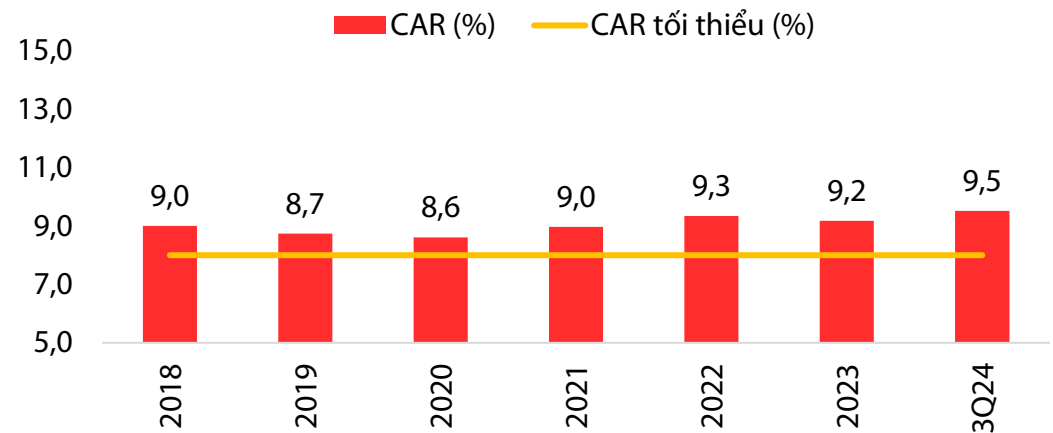


Nguồn: BID, CTCK Rông Việt

Cơ cấu cho vay KH cá nhân của BID tập trung vào các mục đích mua BĐS và tiêu dùng nhiều hơn so với CTG và VCB



Việc phát hành riêng lẻ sẽ giúp gia tăng bộ đệm vốn của BID vốn đang tương đối gần với quy định tối thiểu của SBV (8%)



MUA: 21%

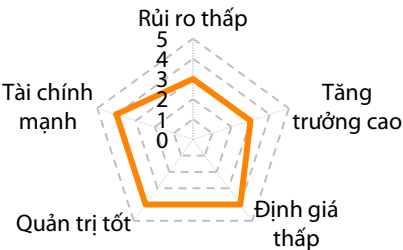
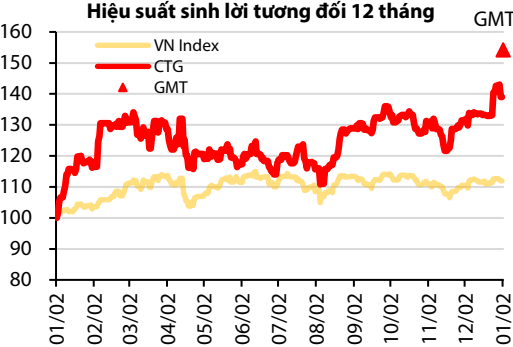
GTT: 37.200

GMT: 45.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	200.838
SLCPĐLH (triệu CP)	5.370
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	5.819
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	209
SH NHĐTNN còn lại (%)	3,1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	29,3 – 38,9

TN hoạt động (tỷ đồng)	70.548	81.142	92.289
LNST-CĐM (tỷ đồng)	19.904	23.586	27.675
ROA (%)	1,0	1,1	1,1
ROE (%)	17,0	17,3	17,4
EPS (đồng)	3.329	3.625	4.293
GTSS (đồng)	23.440	26.904	31.197
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	8,1	9,6	8,2
P/B (x)	1,2	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận cao và ổn định (CAGR của LNTT 2025F-28F: 21%) nhờ việc thực thi chiến lược tài chính thận trọng một cách hiệu quả.

- Sau khi CTG có Tổng giám đốc mới (2020), ngân hàng đã triển khai các biện pháp mạnh mẽ trong việc trích lập dự phòng rủi ro tín dụng với chi phí tín dụng bình quân là 1,9% từ 2021-2024, gấp ba lần chi phí tín dụng của nhiệm kỳ TGD trước, nhằm bảo vệ ngân hàng khỏi các rủi ro tiềm ẩn từ các khoản nợ chưa được quản trị rủi ro chặt chẽ trong quá khứ.
- Các ngân hàng quốc doanh thường có chu kỳ “làm sạch” bảng cân đối kế toán một cách sâu rộng (chi phí tín dụng TB mỗi năm từ 1,7%-2,0%) kéo dài trong khoảng 5 năm. Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng bình quân của CTG từ 2025F-28F có thể giảm về mức 1,4% nhờ mặt bằng tỷ lệ nợ xấu giảm, giúp tạo động lực tích cực cho triển vọng tăng trưởng thu nhập.

Xứng đáng với mặt bằng định giá cao hơn nhờ hiệu quả hoạt động cùng chất lượng tài sản trong xu hướng cải thiện, và ưu thế vốn có về thị phần, thương hiệu.

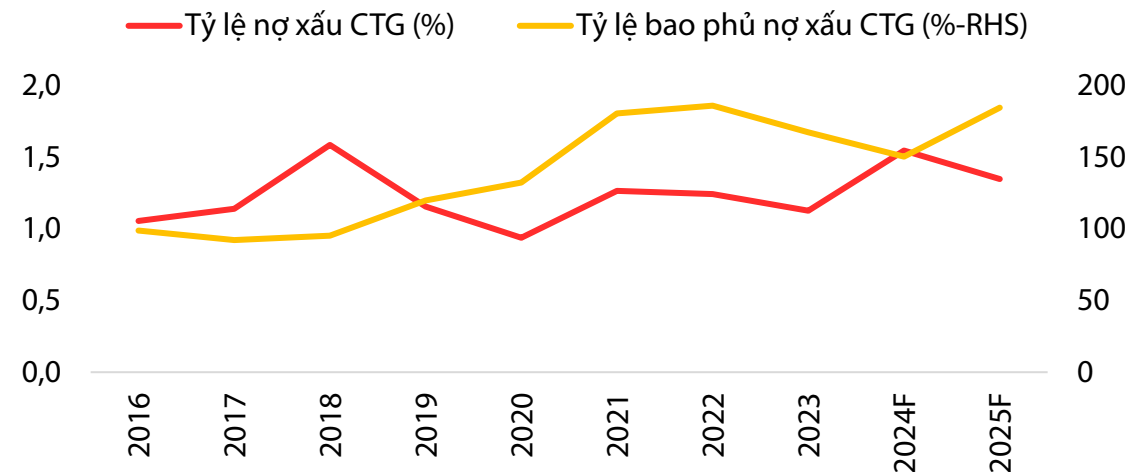
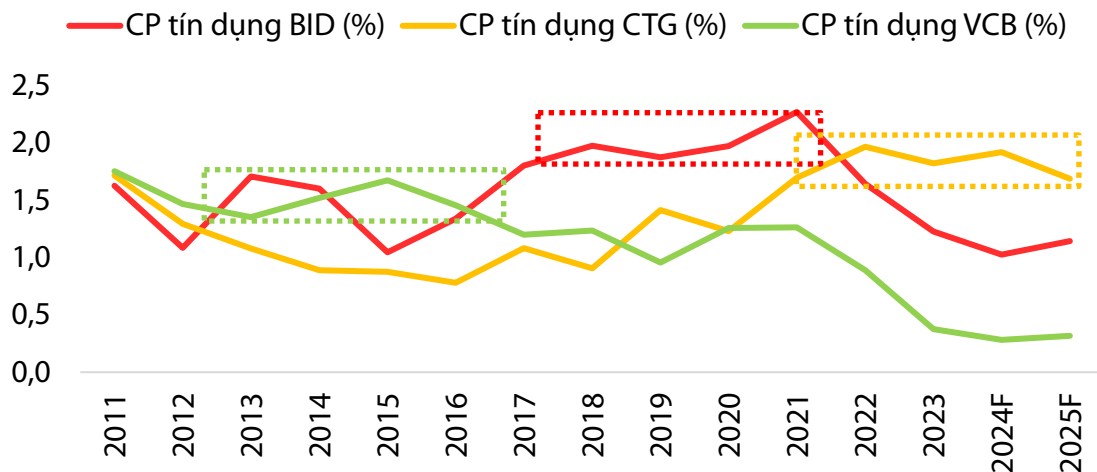
- Chúng tôi dự phóng CTG (1) tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản với tỷ lệ nợ xấu giảm dần về 1,1% và có thể tăng cường bộ đệm dự phòng lên trên 200%, và (2) hiệu quả hoạt động với ROE tăng cường lên mức 18% vào cuối kỳ dự phóng (2028F) nhờ kiểm soát tốt chất lượng tài sản và tận dụng cơ hội từ môi trường vĩ mô thuận lợi hơn với ưu thế về thị phần. Đây sẽ là các yếu tố quyết định tới việc CTG có mặt bằng định giá cao hơn mức bình quân 5 năm là 1,4x vào thời điểm hiện tại.

LNTT 2024 dự phóng đạt 29,5 nghìn tỷ đồng, tăng 18% YoY, dựa trên tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ 16,8%, cao nhất kể từ 2018, kết hợp với NIM được kỳ vọng cải thiện 7 bps YoY lên hơn 2,9% và kiểm soát tốt chi phí tín dụng cả năm ở mức 1,7%. LNTT 2025F dự phóng tăng trưởng 17,5% lên mức 34,7 nghìn tỷ đồng chủ yếu được dẫn dắt bởi tiết giảm chi phí tín dụng khi bảng cân đối lành mạnh hơn.

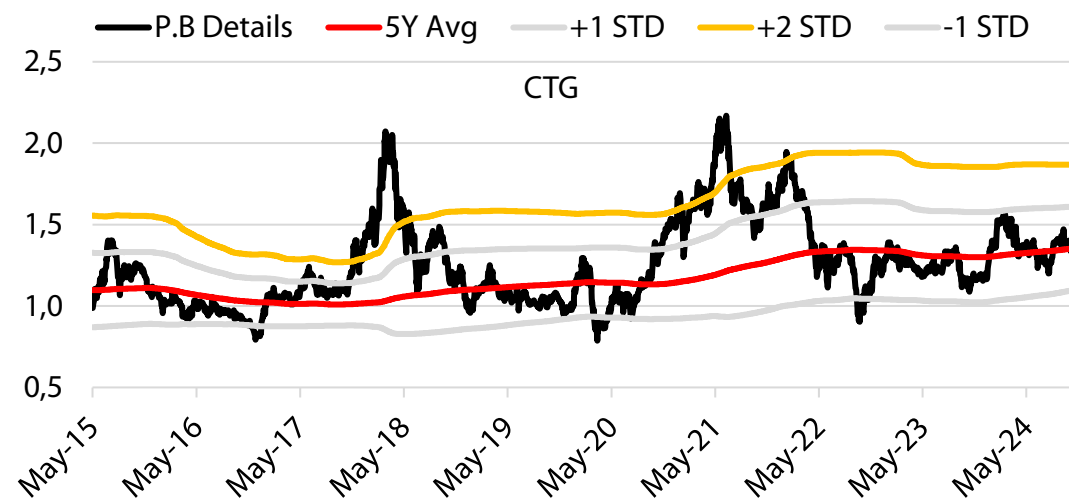
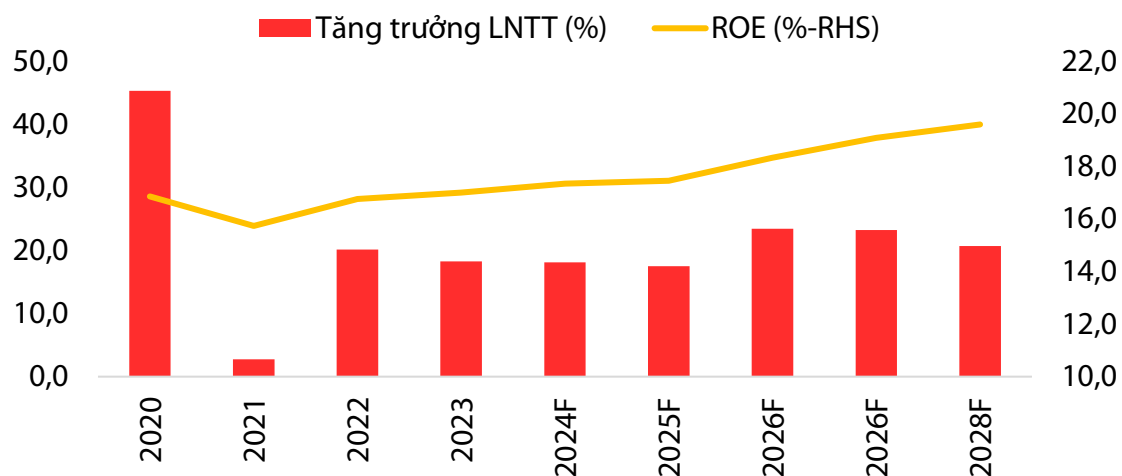
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chu kỳ lành mạnh hóa có thể kéo dài hơn dự kiến, khiến các kỳ vọng về tăng trưởng thu nhập và tái định giá cần nhiều thời gian hơn để hiện thực hóa.

Chu kỳ lành mạnh hóa bảng cân đối của CTG có thể kết thúc sau năm 2025, và cải thiện đáng kể chất lượng tài sản



Mặt bằng định giá nhiều khả năng được cải thiện đi cùng với xu hướng của chất lượng tài sản, hiệu quả hoạt động



Nguồn: CTG, VCB, BID, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 18%

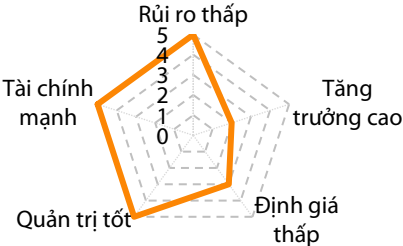
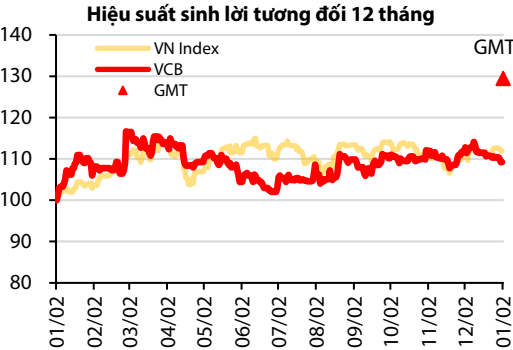
GTT: 92.000

GMT: 108.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành	Ngân hàng	TN hoạt động (tỷ đồng)	67.723	69.587	78.446
Vốn hóa (tỷ đồng)	513.637	LNST-CĐM (tỷ đồng)	33.033	34.128	40.075
SLCPĐLH (triệu CP)	5.589	ROA (%)	1,8	1,8	1,9
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.439	ROE (%)	22,0	18,8	18,6
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	133	EPS (đồng)	5.452	5.632	6.614
SH NĐTNN còn lại (%)	6,9	GTSS (đồng)	29.524	35.294	41.908
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	85 – 100,5	Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
		P/E (x)	14,7	16,3	13,9
		P/B (x)	2,7	2,6	2,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tăng trưởng thu nhập lãi thuần khả quan nhờ dư địa cao trong việc mở rộng NIM và tăng trưởng tín dụng.

- Với nền tảng vững chắc của chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống và chi phí vốn thấp, nhờ dẫn đầu thị phần về CASA cộng với nguồn vốn giá rẻ từ huy động tiền gửi Kho bạc Nhà nước, NIM của VCB có ít khả năng bị ảnh hưởng mạnh bởi các biến động trên thị trường tiền tệ trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng thuận lợi hơn trong 1-2 năm tới. Chúng tôi kỳ vọng NIM của VCB có thể mở rộng 5 bps/10 bps trong 2025F/26F.
- VCB có thể tận dụng sự hỗ trợ về mặt chính sách sau khi nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng Xây dựng CB để gia tăng thị phần tín dụng với hạn mức tín dụng cao hơn từ SBV, bên cạnh các lợi ích khác như mở rộng mạng lưới chi nhánh, đặc biệt là ở những khu vực mà VCB chưa có sự hiện diện mạnh mẽ.

Cải thiện sức mạnh về vốn nhờ khả năng được duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và tiềm năng từ thương vụ phát hành riêng lẻ.

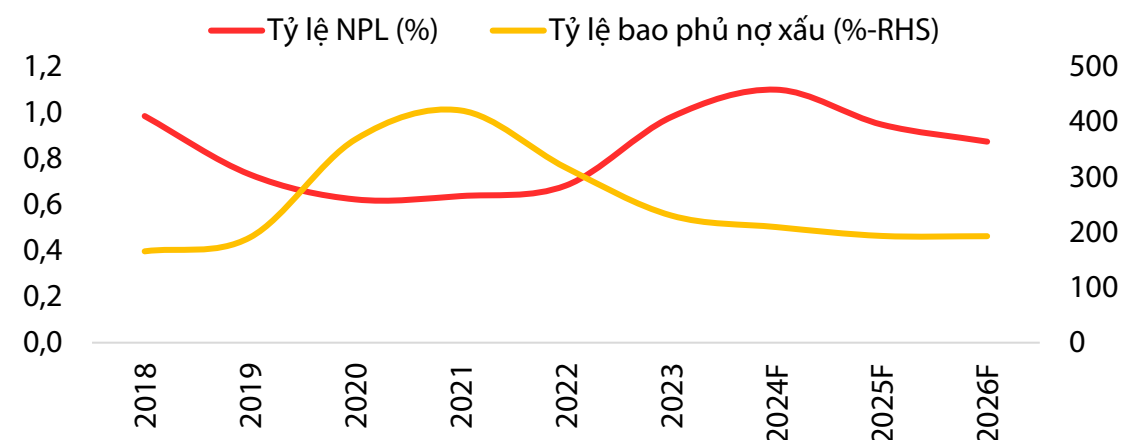
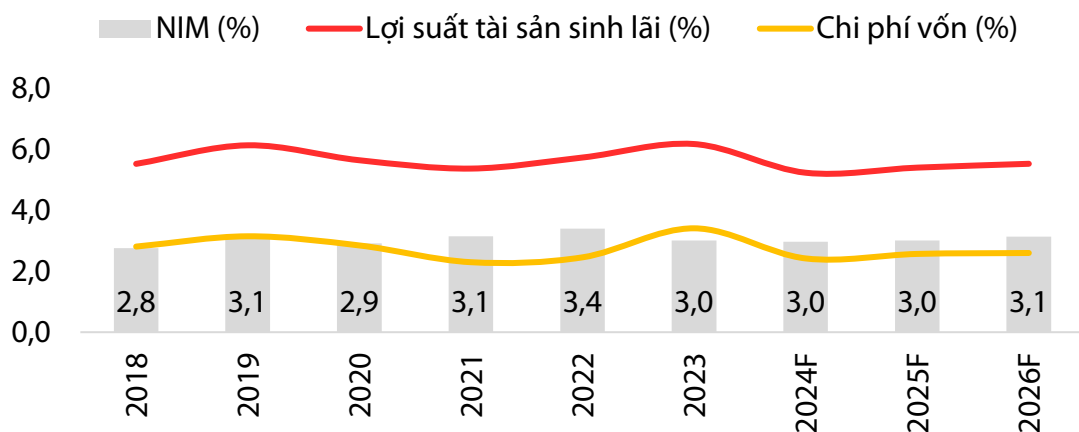
- VCB sẽ cần phải chuẩn bị nguồn lực về vốn để đảm bảo quá trình tái cấu trúc ngân hàng CB hiệu quả. Do đó, VCB có thể được Quốc hội hỗ trợ về mặt chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và tăng cường sức mạnh về vốn của ngân hàng này khi tính đến Q3-24, lợi nhuận chưa phân phối của VCB đạt 109 nghìn tỷ đồng, chiếm 54% vốn chủ sở hữu của ngân hàng.

Tăng trưởng LNTT 2025F cải thiện mạnh mẽ lên 17% khi NIM phục hồi 5 bps từ mức 3,0% của năm 2024, vốn bị ảnh hưởng bởi các gói vay ưu đãi lãi suất hỗ trợ các khách hàng bị thiệt hại bởi cơn bão số 3.

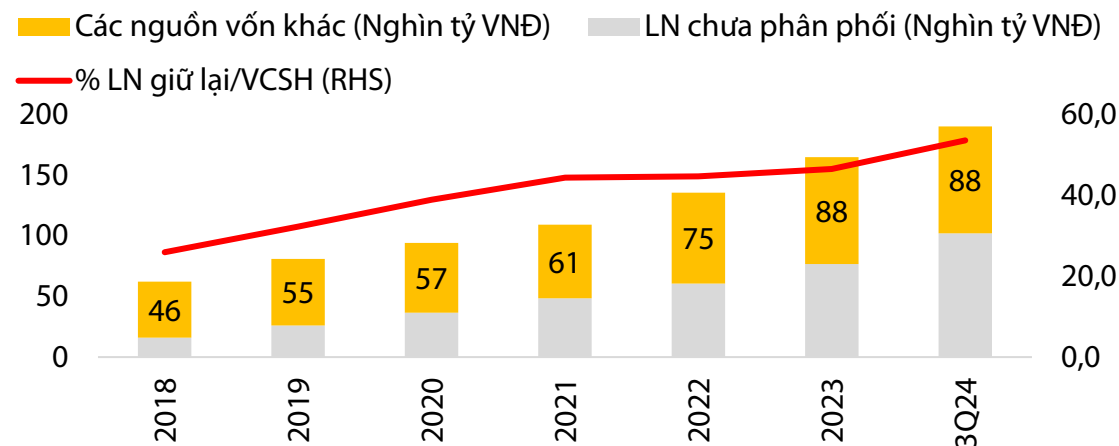
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- VCB có thể phát sinh chi phí hoạt động cao hơn kỳ vọng do hỗ trợ Ngân hàng CB hoặc các gói tín dụng ưu đãi lãi suất tiếp tục có ảnh hưởng lên NIM.

Lợi thế chi phí vốn thấp và chất lượng tài sản vững vàng (hạn chế thoái lãi phải thu) giúp NIM 2025F/26F có nhiều dư địa để phục hồi từ mức thấp của năm 2024, vốn bị ảnh hưởng bởi nợ xấu tăng nhanh và triển khai các gói tín dụng với lãi suất ưu đãi hỗ trợ SXKD sau bão số 3

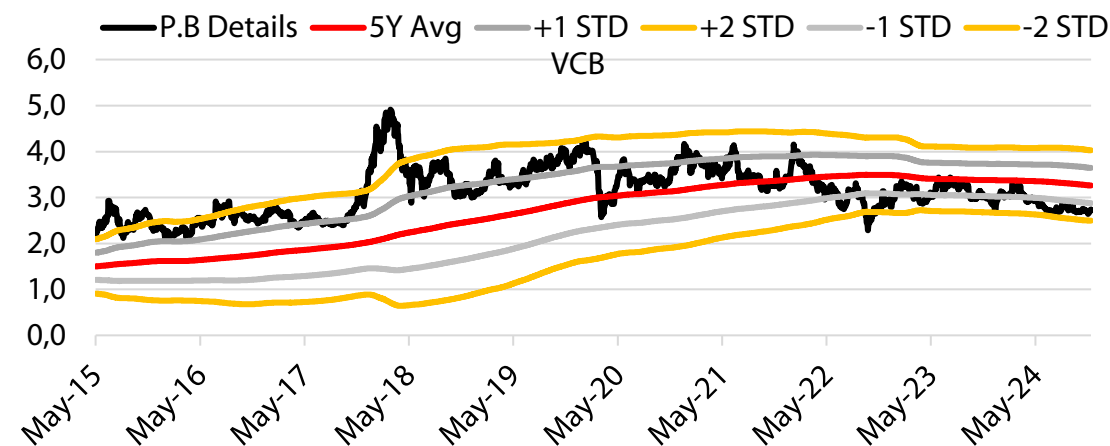


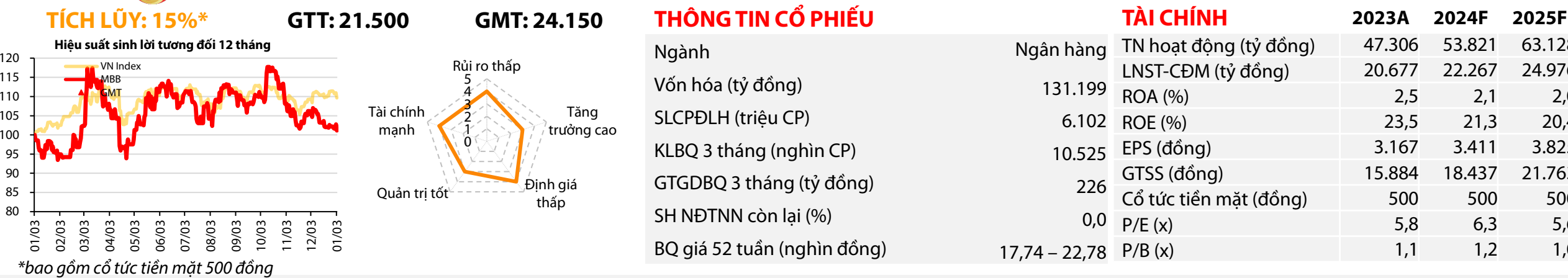
Việc được giữ lại lợi nhuận thay vì phải chi trả cổ tức tiền mặt có ý nghĩa quan trọng đối với sức mạnh về vốn của VCB



Nguồn: VCB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Định giá P/B của VCB đang dao động trong vùng thấp của định giá 10 năm (2,0x-2,5x), hàm ý rủi ro giảm giá rất hạn chế





LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn từ 1-2 năm, ấn số về chất lượng tài sản có thể sẽ khiến CP tín dụng gia tăng và ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.

- Trong khi nợ xấu hình thành ròng còn diễn biến khá phức tạp trong 9T-2024, việc TT02 hết hiệu lực kể từ 2025 có thể dẫn đến tác động dây chuyền về phát sinh nợ xấu đối với MBB, đặc biệt là khi MBB đang cho vay những doanh nghiệp đang gặp khó khăn trong việc thanh toán nợ trái phiếu như Novaland, Tập đoàn Trung Nam. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng CP tín dụng có thể đạt đỉnh vào năm 2025F ở mức 1,6%, và giảm dần sau đó với giả định quá trình tháo gỡ pháp lý cho các dự án của KH trong lĩnh vực BĐS và năng lượng có triển tích cực.

Về dài hạn, MBB có thể ghi nhận tốc độ tăng trưởng và hiệu quả hoạt động vượt trội so với các đối thủ khi nền kinh tế bước vào giai đoạn tăng trưởng thuận lợi hơn, dựa trên khả năng sinh lời cao nhờ lợi thế về chi phí vốn rẻ kết hợp với khẩu vị rủi ro ở mức trung bình cao.

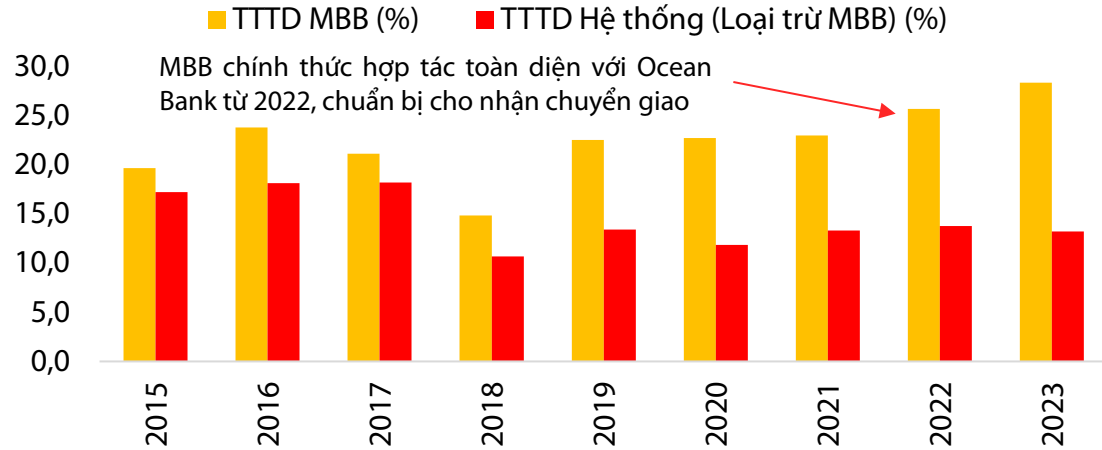
- MBB là một trong số ít ngân hàng sở hữu hệ sinh thái toàn diện trong lĩnh vực tài chính (công ty tài chính tiêu dùng, CTCK, bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ). Điều này giúp MBB tận dụng hạn mức tăng trưởng tín dụng cao sau khi tiếp nhận Ocean Bank nhờ hỗ trợ từ chính sách. Bên cạnh lợi thế về hệ sinh thái công ty tài chính, hệ sinh thái các khách hàng thuộc Bộ Quốc phòng cũng là một lợi thế bền vững của MBB cũng góp phần mang lại các lợi ích về chi phí vốn thấp, giữ vững thị phần CASA của MBB. Dự phóng tăng trưởng kép của TN lãi thuần là 24% trong giai đoạn 2025F-28F, phần lớn nhờ tăng trưởng tín dụng, và của LNTT trong cùng thời kỳ là 23%.
- MBB có thể duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 5% trong kỳ dự phóng, đưa tỷ lệ ROE dự phóng trong dài hạn của ngân hàng duy trì ở mức trên 22%, thuộc top đầu ngành.

Chúng tôi ước tính LNTT tăng trưởng 8%/12% trong 2024F/25F chủ yếu do NIM giảm 50 bps/10bps và CP dự phòng tăng 58%/43% do nợ xấu có thể tiếp tục tăng từ ảnh hưởng CIC và khả năng củng cố lại bộ đệm dự phòng (mục tiêu 100%).

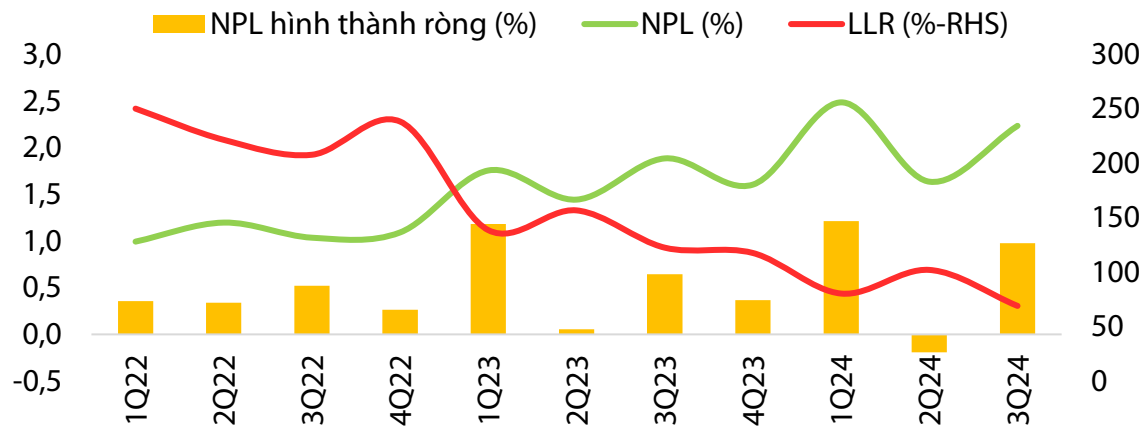
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Quá trình tháo gỡ pháp lý cho các dự án của Novaland và Trung Nam kéo dài hơn dự kiến, hay thị trường BĐS trầm lắng ảnh hưởng tới thanh khoản của các CĐT BĐS lớn khác.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng (TTTD) MBB luôn cao hơn ngành gần 90% trong từ 2019-2023

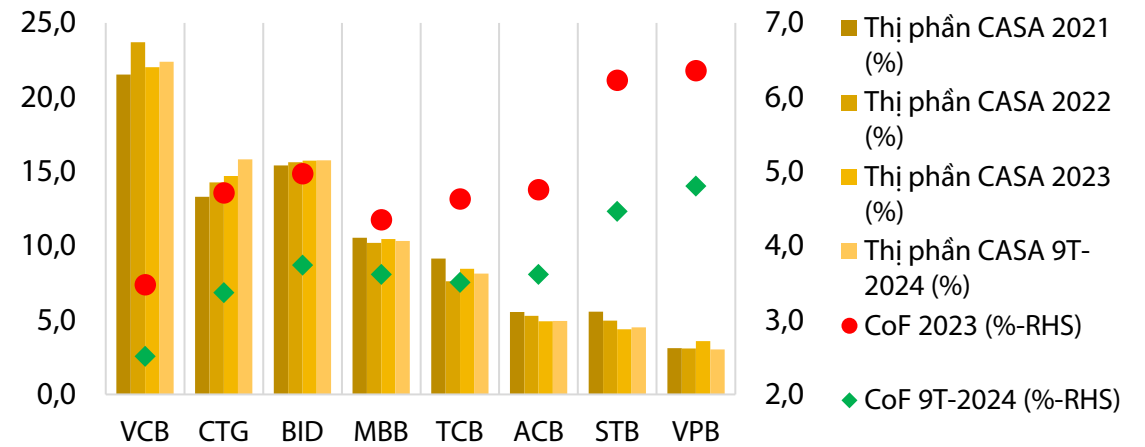


Diễn biến nợ xấu tại MBB còn khá bất ổn trong 9T-2024 do chịu ảnh hưởng bởi CIC

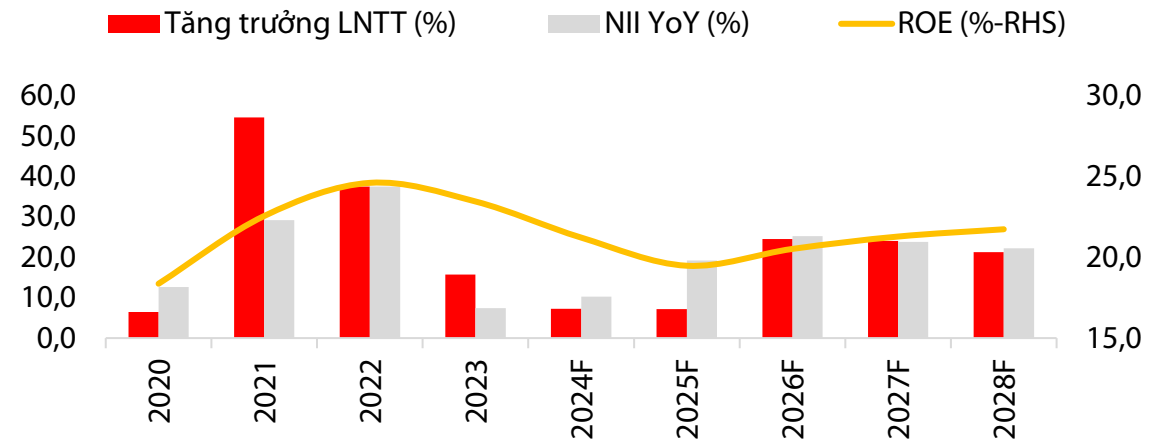


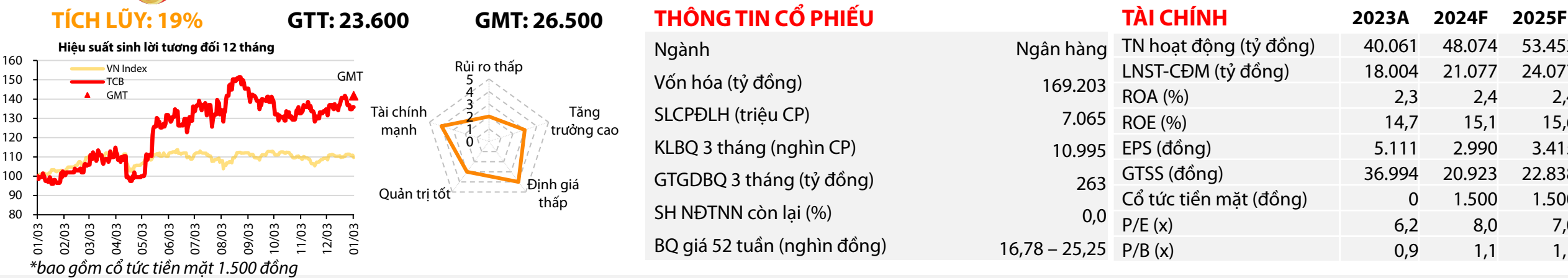
Nguồn: MBB, SBV, CTCK Rông Việt

MBB duy trì được thị phần CASA trên 10% trong các năm qua



ROE có thể bắt đầu phục hồi về mức trên 22% trong dài hạn nhờ khả năng sinh lời cao và chính sách cổ tức tiền mặt ổn định





LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hệ sinh thái khách hàng toàn diện và đặc thù trong lĩnh vực BĐS của TCB có thể giúp duy trì tăng trưởng tín dụng vượt trội, tuy nhiên, khả năng sinh lời trong trung hạn có thể sẽ bị ảnh hưởng để tiếp tục hỗ trợ các khách hàng doanh nghiệp lớn.

- Chúng tôi tin rằng TCB sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc tăng trưởng tín dụng khi nhu cầu vốn để phát triển các dự án BĐS và sản xuất ô tô của các khách hàng chính là rất lớn (CAGR của tín dụng 2025F-28F: 19%). Tuy nhiên, để đảm bảo sức cạnh tranh cũng như hỗ trợ tài chính cho các khách hàng lớn của mình, TCB đã phải chấp nhận giảm lãi suất cho vay, giãn kỳ trả nợ (chính sách giá linh hoạt bắt đầu từ năm 2023) kết hợp các chương trình miễn, giảm phí dịch vụ đi kèm cho các pháp nhân trong hệ sinh thái BĐS của chủ đầu tư, và hi sinh một phần tỷ lệ CASA để tăng tính cạnh tranh trong huy động thông qua tính năng “sinh lời tự động” trong năm 2024.
- NIM của TCB trong 1-2 năm tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng tối ưu hóa chi phí vốn thông qua việc cấu trúc chứng chỉ tiền gửi (liên quan tới tính năng sinh lời tự động) so với khả năng có thể tăng mạnh lãi suất đầu ra do cạnh tranh ở phân khúc bán lẻ trong khi thị trường BĐS vẫn cần thêm nhiều thời gian để hấp thụ các sản phẩm BĐS thuộc phân khúc cao cấp của các chủ đầu tư lớn. Chúng tôi không kỳ vọng NIM mức tăng mạnh trong kỳ dự phóng, do đó, tốc độ tăng trưởng TN lãi thuần sẽ chủ yếu đến từ tăng trưởng tín dụng.

Thu nhập phí có thể tạm thời tăng trưởng chậm trong khi TCB lựa chọn chiến lược phát triển bancassurance mới (tìm kiếm đối tác banca mới hoặc phát triển trung tâm đại lý bảo hiểm). Trước mắt, TCB sẽ tham gia thị trường bảo hiểm phi nhân thọ (thông quan công ty liên kết Techcom Insurance) màu mỡ và ít bị hạn chế bởi các quy định hơn so với BHNT.

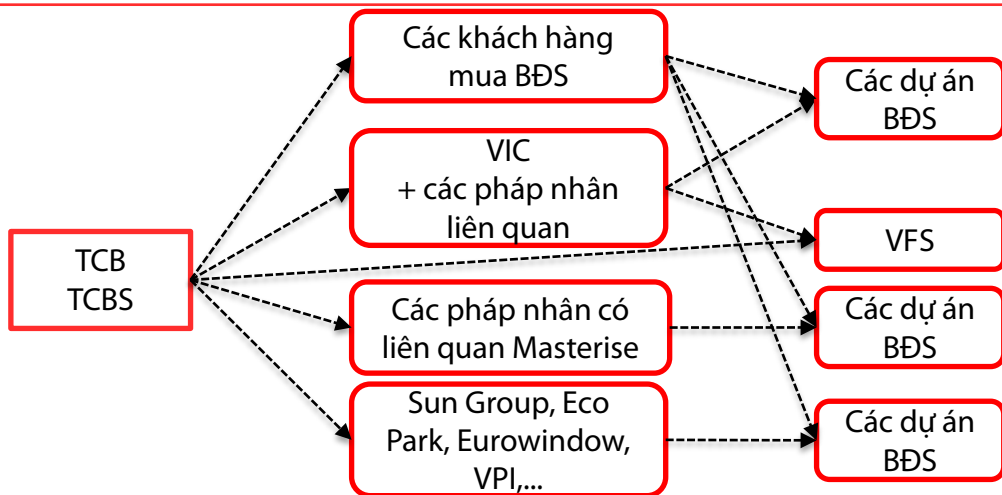
Các chất xúc tác tiềm năng trong trung hạn bao gồm IPO TCBS, phát hành riêng lẻ cho NĐT nước ngoài (giới hạn sở hữu nước ngoài hiện là 22,5%).

Chúng tôi ước tính LNTT tăng trưởng 17% trong 2024F, dẫn dắt bởi NIM phục hồi 40 bps từ nền thấp 2023, và 14% trong 2025F chủ yếu do CP dự phòng tăng 51%/-8%.

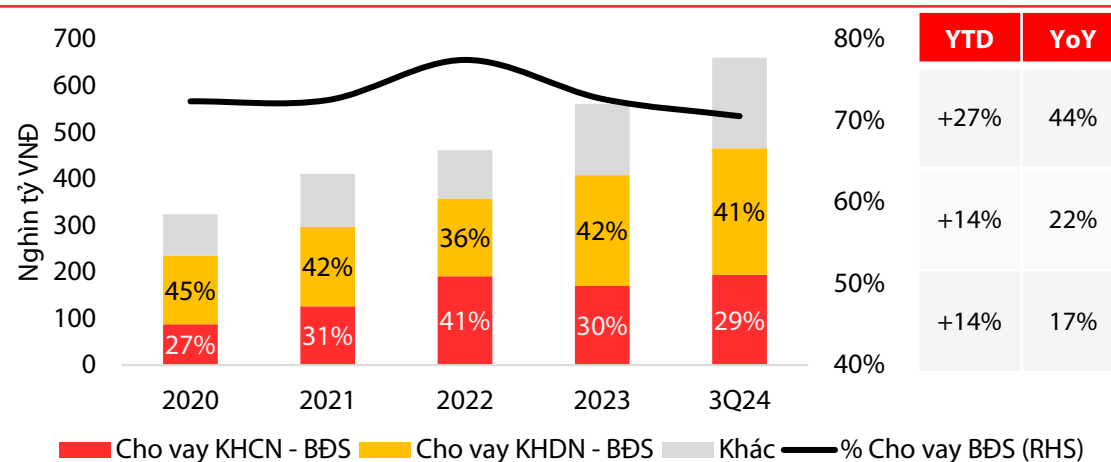
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thị trường BĐS phục hồi không như kỳ vọng, khiến NIM tiếp tục chịu sức ép lâu hơn dự kiến hoặc có thể ảnh hưởng tới rủi ro tín dụng của các khách hàng lớn của TCB.

Tăng trưởng tín dụng được đảm bảo bởi hệ sinh thái lĩnh vực BĐS có nhu cầu lớn về vốn tín dụng ...

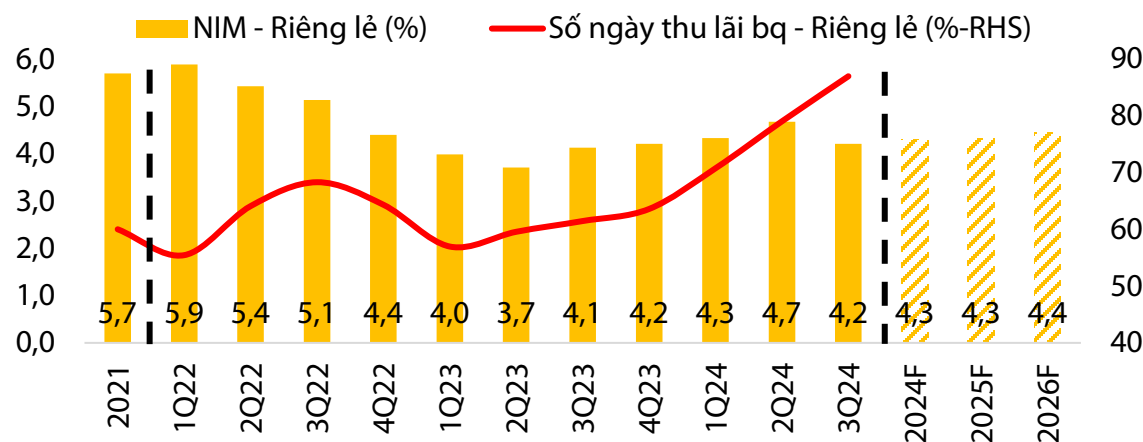


BĐS vẫn là một hạt nhân quan trọng trong chiến lược tăng trưởng dài hạn của TCB, bất chấp nỗ lực đa dạng hóa

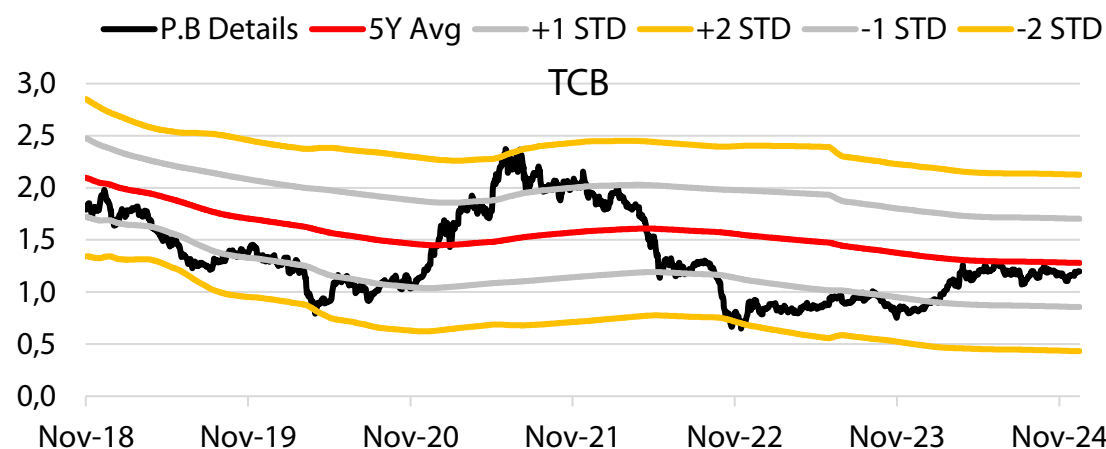


Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

... Tuy nhiên khả năng sinh lời có thể tiếp tục bị “thỏa hiệp” để hỗ trợ nhóm các khách hàng lớn này



Định giá chưa thể cải thiện mạnh do lo ngại về chất lượng tài sản



MUA: 22%*

GTT: 18.900

GMT: 22.000

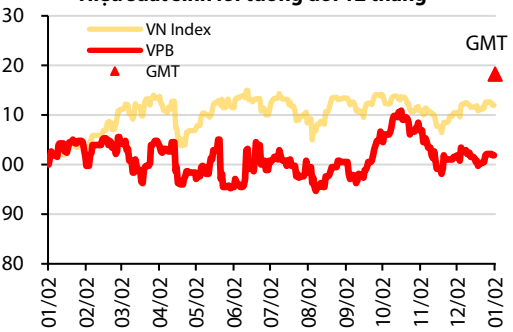
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	148.364
SLCPĐLH (triệu CP)	7.934
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	16.186
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	319
SH NGĐTNN còn lại (%)	4,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17,5 – 21,05

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
TN hoạt động (tỷ đồng)	49.743	58.747	65.911
LNST-CĐM (tỷ đồng)	10.053	14.673	17.146
ROA (%)	1,4	1,7	1,7
ROE (%)	8,3	9,9	10,7
EPS (đồng)	1.267	1.849	2.161
GTSS (đồng)	17.639	19.731	20.817
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	19,1	10,3	8,8
P/B (x)	1,2	1,0	0,9

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



*bao gồm cổ tức tiền mặt 1.000 đồng

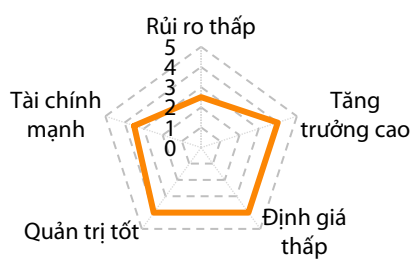
Rủi ro thấp

Tài chính mạnh

Quản trị tốt

Tăng trưởng cao

Định giá thấp



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng việc nâng cao năng lực quản trị rủi ro sau khi có sự tham gia của cổ đông chiến lược SMBC có ý nghĩa then chốt tới triển vọng tăng trưởng lợi nhuận bền vững của VPB thông qua giảm chi phí tín dụng trong dài hạn.

- Sau hai năm 2022-23 tái cấu trúc triệt để danh mục cho vay và xử lý nợ xấu, chúng tôi nhận thấy FEC bắt đầu tái khởi động hoạt động bán hàng trong 2024 với nhóm khách hàng mục tiêu chất lượng cao hơn (tập trung vào các nhóm người lao động cho các công ty FDI với sự hỗ trợ từ cổ đông SMBC). Mặc dù điều này có thể khiến NIM thấp hơn so với giai đoạn trước năm 2022, danh mục cho vay mới cũng sẽ phát sinh CP tín dụng thấp, giúp FE Credit đóng góp LNTT ổn định trong giai đoạn 2025F-28F, tiếp nối sự phục hồi về lợi nhuận trong năm 2024F.
- CP tín dụng hợp nhất dự phóng giảm dần từ mức 4,9% năm 2023 xuống 3% vào năm 2028F.
- Cùng với tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ (CAGR 2025F-2028F: 21%), nhờ nhận chuyển giao bắt buộc GP Bank (dự kiến trong Q1-2025) và tiếp tục tập trung tín dụng bán lẻ, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép của LNTT hợp nhất 2025F-2028F đạt 28%.

Định giá rẻ và có nhiều dư địa cải thiện trong tương lai.

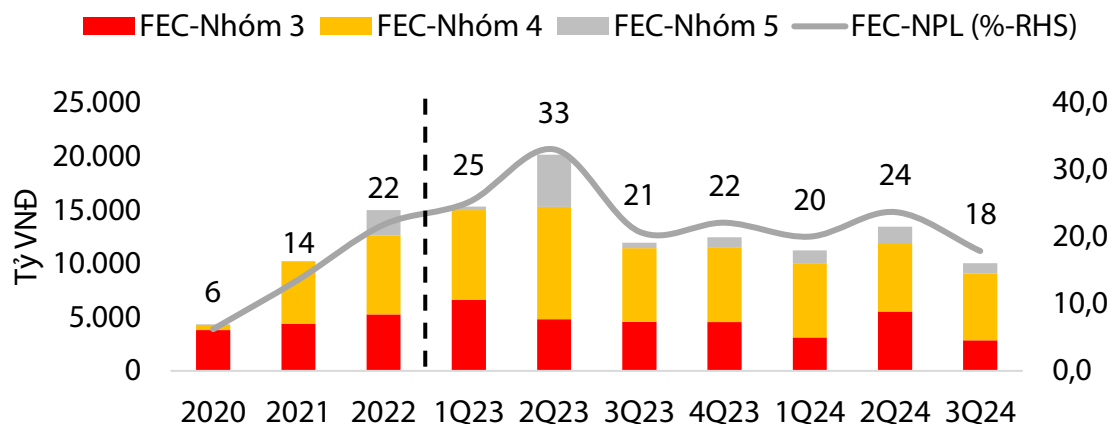
- Tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn nêu trên, kết hợp với giả định chi trả cổ tức 10% trong 2025, sẽ giúp hiệu quả hoạt động ROE dự phóng cải thiện dần lên mức 17% vào cuối kỳ dự báo. Cùng với sự cải thiện của chất lượng tài sản với khẩu vị rủi ro thấp hơn, dư địa cải thiện về định giá của VPB là khá hấp dẫn khi P/B hàm ý cho năm 2025F tại mức giá hiện tại là 0,9x.

Bước ngoặt về tăng trưởng LNTT sẽ diễn ra trong 2024F với mức tăng là 71% nhờ FEC có lãi nhẹ trở lại, trong khi NIM của ngân hàng mẹ cải thiện hơn 30 bps từ mức thấp của năm trước. Tăng trưởng LNTT 2025F dự phóng giảm tốc xuống 18% với khi không còn hiệu ứng thay đổi trạng thái lợi nhuận từ FEC, trong khi LNTT ngân hàng mẹ ước tăng 16%, dẫn dắt chủ yếu bởi tăng trưởng tín dụng.

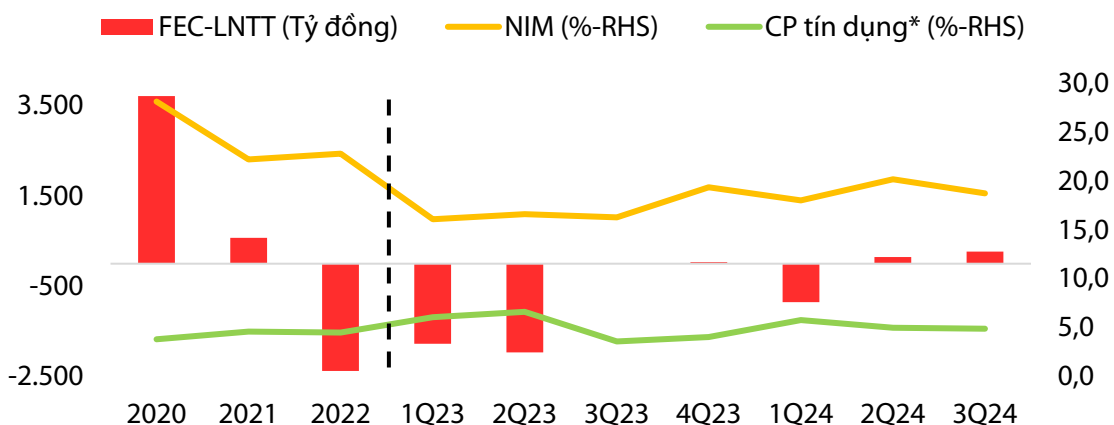
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- CP tín dụng năm 2025 cao hơn dự kiến do chưa trích lập đầy đủ cho các khoản nợ được tái cơ cấu theo thông tư 02 cũng như khả năng bị ảnh hưởng chéo từ nợ xấu ở ngân hàng khác.

Tỷ lệ nợ xấu FE Credit đã được khống chế dưới 20%

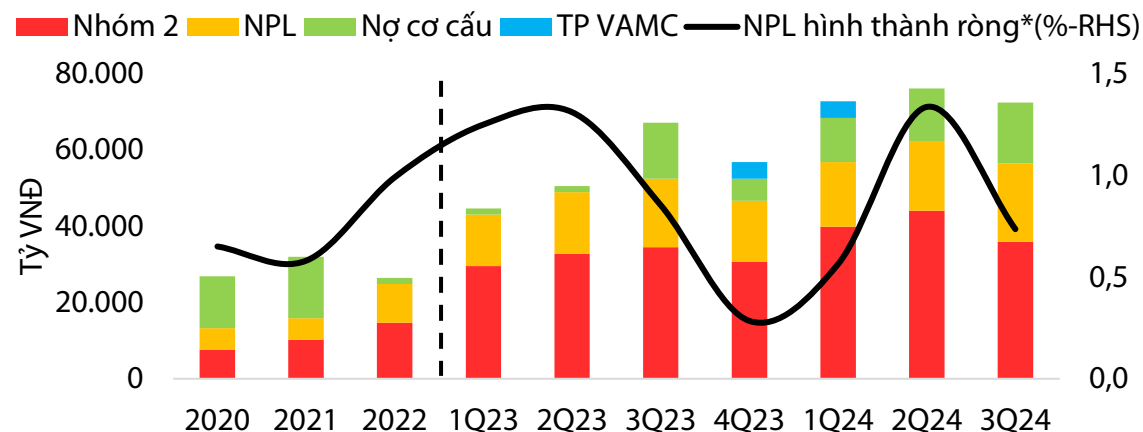


NIM và CP tín dụng của FE Credit đã thấp hơn tương đối so với trước khi tái cấu trúc và điều chỉnh về khẩu vị rủi ro (2022-23)

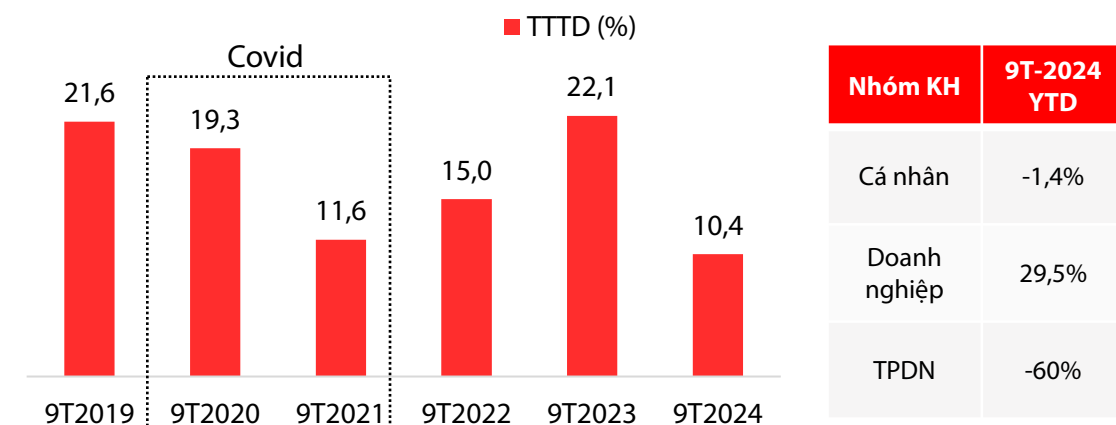


Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt, *bình quân quý cho năm 2020, 2021, 2022

Nợ xấu tiềm ẩn tại ngân hàng mẹ có tín hiệu tạo đỉnh, nhưng áp lực CP tín dụng từ nợ cơ cấu trong 2025 có thể vẫn cao

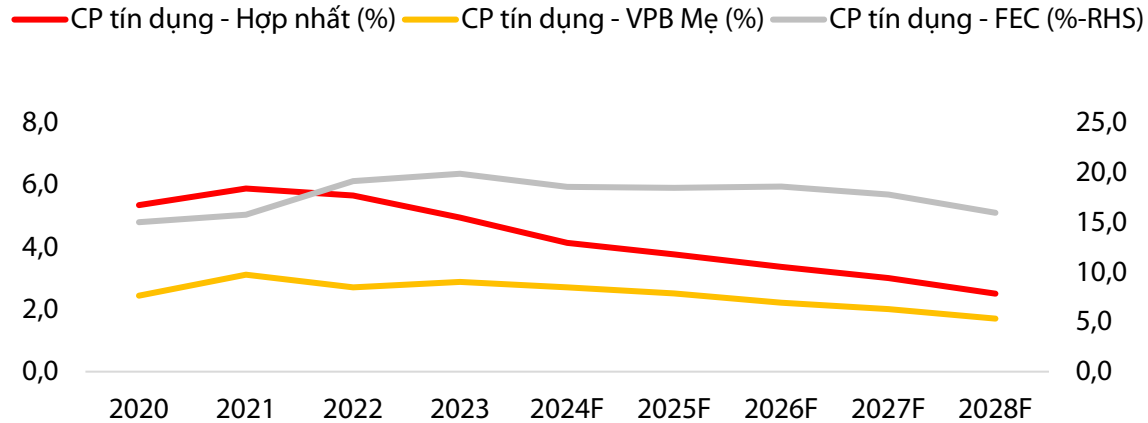


Việc điều chỉnh khẩu vị rủi ro ở ngân hàng mẹ cũng ảnh hưởng một phần tới tăng trưởng tín dụng (TTTD) riêng lẻ

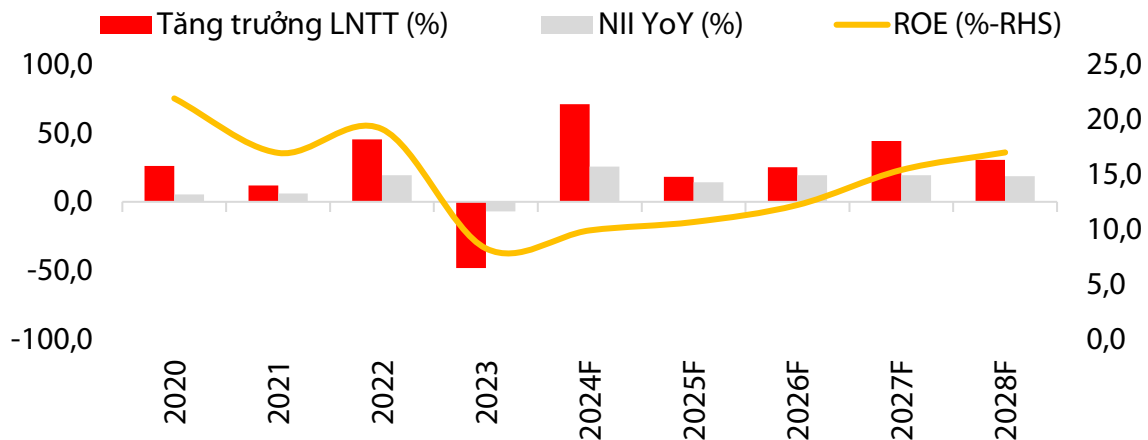


Nhóm KH	9T-2024 YTD
Cá nhân	-1,4%
Doanh nghiệp	29,5%
TPDN	-60%

CP tín dụng dự phóng giảm dần trong kỳ dự báo

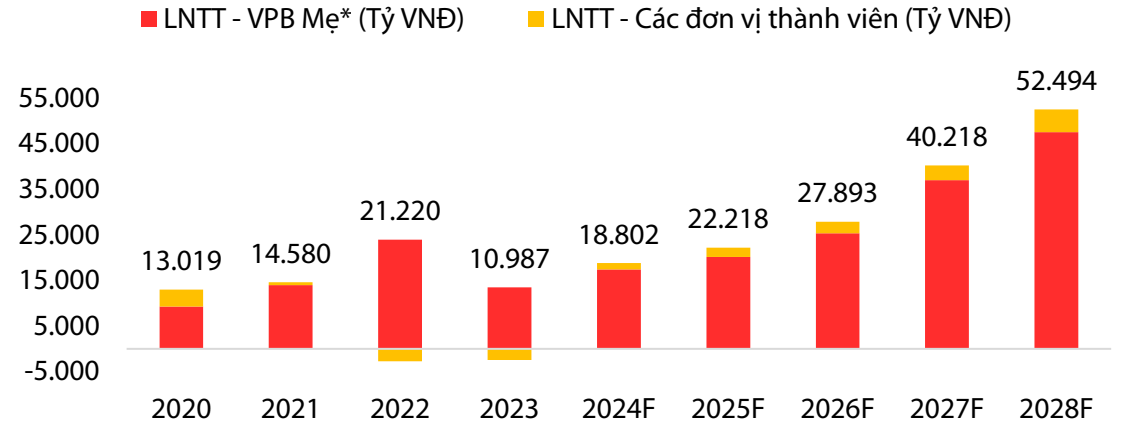


ROE dự phóng cải thiện lên mức 15% trong kỳ dự báo nhờ khả năng sinh lời cao và chính sách cổ tức tiền mặt

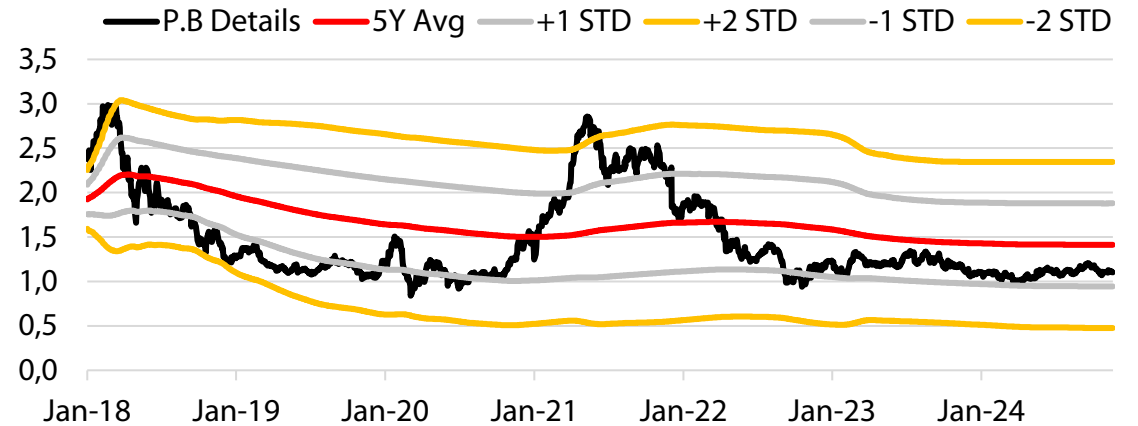


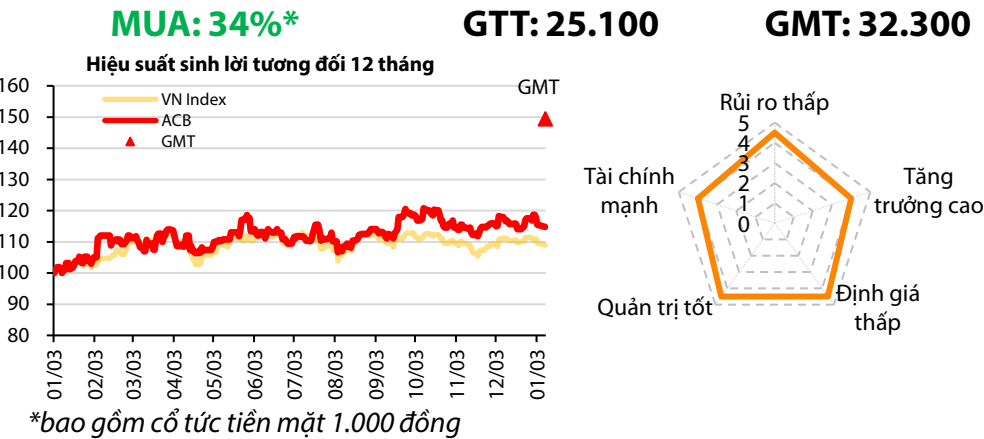
Nguồn: VPB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt *Loại trừ LN từ góp vốn, mua cổ phần

Chúng tôi kỳ vọng FE Credit, sau quá trình tái cơ cấu, có thể đóng góp LN ổn định cho tập đoàn trong các năm tới



VPB chỉ được giao dịch ở gần giá trị sổ sách, phản ánh lo ngại về chất lượng nợ cũng như ROE thấp





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	111.443
SLCPĐLH (triệu CP)	4.467
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	6.476
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	164
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	21,7 – 26,5

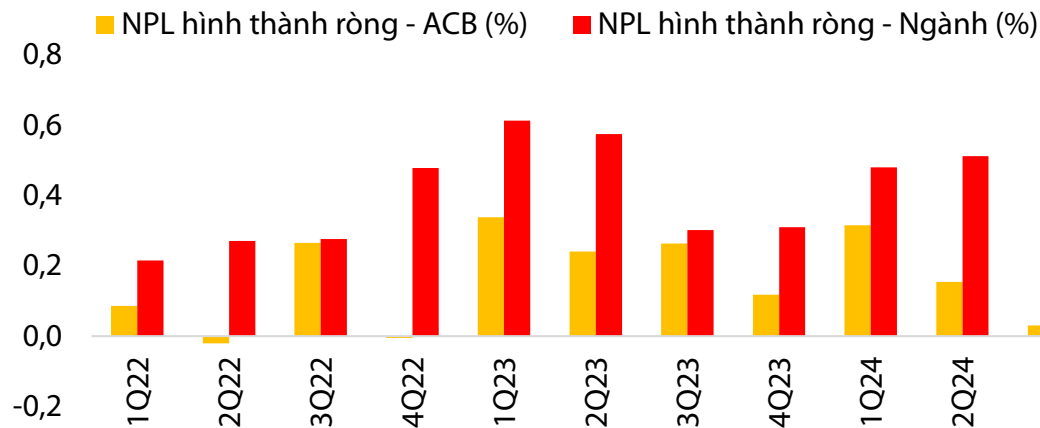
TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
TN hoạt động (tỷ đồng)	32.747	33.955	38.702
LNST-CĐM (tỷ đồng)	16.045	16.804	19.859
ROA (%)	2,4	2,2	2,3
ROE (%)	24,8	21,7	21,7
EPS (đồng)	3.567	3.736	4.415
GTSS (đồng)	15.886	18.752	22.168
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	5,3	6,7	5,7
P/B (x)	1,2	1,3	1,1

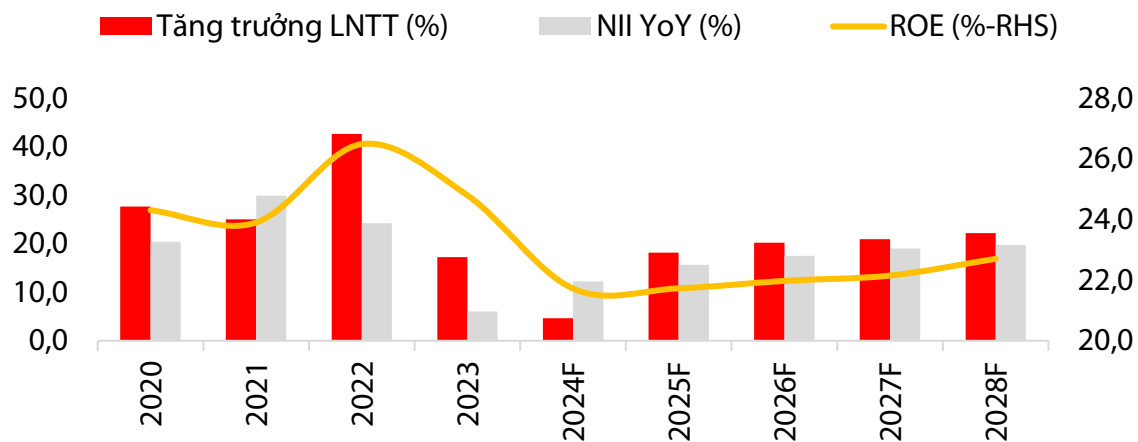
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hiệu quả sử dụng vốn của ACB trong nhóm dẫn đầu của hệ thống ngân hàng nhờ khả năng sinh lời hấp dẫn, quản trị rủi ro tốt và chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ổn định.**
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép của LNTT giai đoạn 2025F-28F là 22%, phần lớn do **(1)** tín dụng duy trì tăng trưởng kép 18% nhờ tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và đa dạng hóa sang cho vay doanh nghiệp (khu công nghiệp và các lĩnh vực phụ trợ xuất khẩu như dệt may, da giày) và **(2)** tăng trưởng kép của CP dự phòng thấp hơn ở mức 10% khi do kỳ vọng nợ xấu giảm dần sau khi tạo đỉnh trong năm 2024.
 - Chiến lược kinh doanh thận trọng đã giúp ACB ghi nhận tỷ lệ nợ xấu hình thành mới cải thiện sớm hơn so với ngành khi đã đạt đỉnh vào 1Q24 và đang trong xu hướng giảm. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ hình thành nợ xấu mới ổn định ở mức 0,1%-0,2% từ 2025, giảm từ mức 0,6% của năm 2024F, qua đó tỷ lệ NPL giảm dần về dưới 1% trong giai đoạn dự phóng 2025F-28F.
 - ACB có thể duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 10% trong kỳ dự phóng, hiệu quả sử dụng vốn ROE của ngân hàng dự phóng duy trì trên 23%, thuộc top đầu ngành ngân hàng.
- Chúng tôi ước tính LNTT tăng trưởng 5%/18% trong 2024F/25F.**
- LNTT 2024F ước đạt 21,1 nghìn tỷ đồng (+5% YoY), do lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư giảm 85% từ nền cao của 2023 và NIM thu hẹp 10 bps xuống 3,75% do tăng huy động từ phát hành giấy tờ có giá (GTCG) và cạnh tranh gay gắt cũng như đa dạng hóa danh mục cho vay sang nhóm KH doanh nghiệp.
 - LNTT 2025F dự báo đạt 24,8 nghìn tỷ đồng, tăng 18% YoY, chủ yếu (1) nhờ tăng trưởng tín dụng (+16%), (2) NIM cải thiện nhẹ 5 bps lên 3,8% (một phần nhờ chi phí vốn ổn định sau khi tăng cường huy động GTCG trong 2024) và (3) CP dự phòng đi ngang.
- RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**
- Lợi suất tài sản vẫn còn chịu sức ép lớn từ cạnh tranh, dẫn đến NIM thấp hơn so với kỳ vọng.

ACB có sự cải thiện ở tiêu chí tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng sớm hơn so với toàn ngành

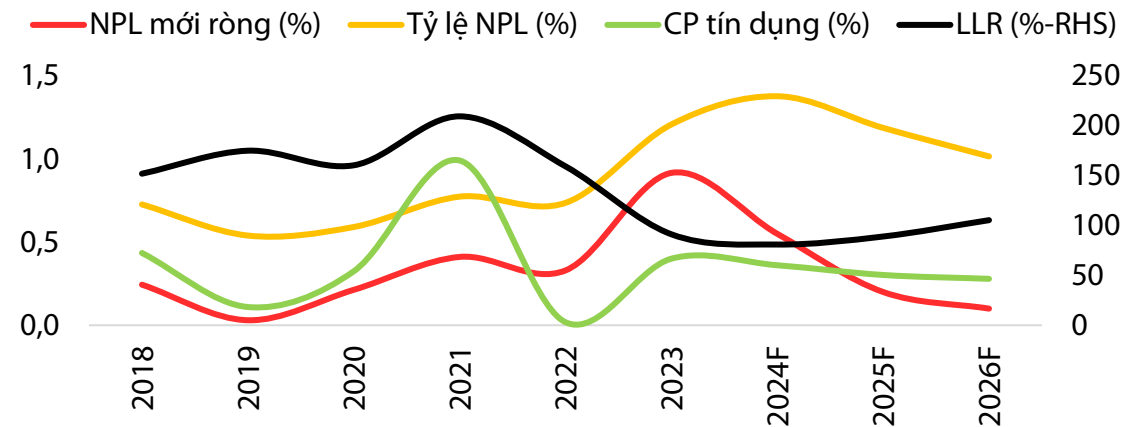


Thu nhập lãi thuần đóng góp phần lớn vào tăng trưởng LNTT; tỷ lệ ROE dự báo phục hồi về mức trên 23%

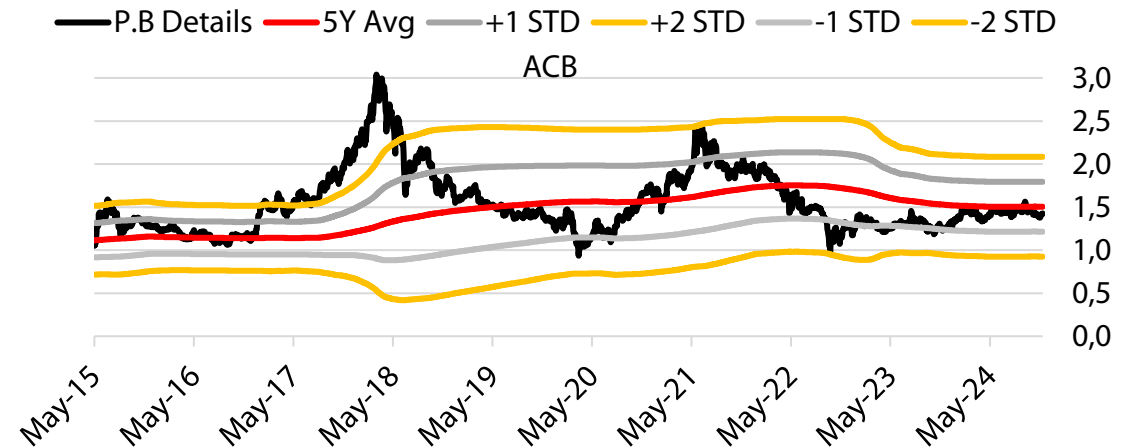


Nguồn: ACB, BC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

CP tín dụng 2025F-26F có thể cao hơn tỷ lệ nợ xấu hình thành mới để củng cố bộ đệm dự phòng nợ xấu trên mức 100%



Chúng tôi kỳ vọng định giá P/B của ACB có thể tăng lên mức 1,6x, cao hơn bình quân 5 năm là 1,5x



TRUNG LẬP: 4%*

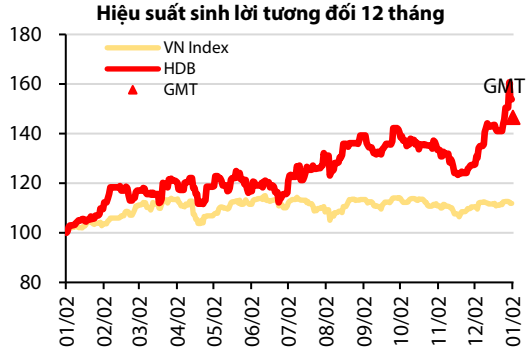
GTT: 23.400

GMT: 24.300

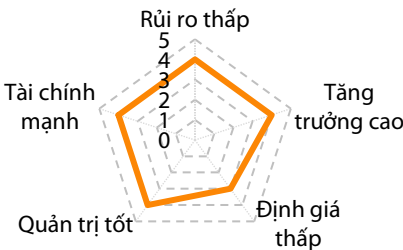
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



*bao gồm cổ tức tiền mặt 1.000 đồng



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	82.134
SLCPĐLH (triệu CP)	3.495
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	9.994
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	222
SH NĐTNN còn lại (%)	3,5
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	15,13 – 24

Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	26.414	32.777	35.913
LNST (tỷ đồng)	10.071	13.418	14.923
ROA (%)	2,0	2,1	2,1
ROE (%)	23,6	26,5	24,6
EPS (đồng)	2.879	3.836	4.267
GTSS (đồng)	13.276	15.746	19.013
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	6,6	6,8	6,1
P/B (x)	1,4	1,7	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan đến từ tiềm năng tăng trưởng tín dụng vượt trội và NIM nằm trong nhóm dẫn đầu ngành, trong khi đó tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Tăng trưởng kép LNTT dự phóng đạt 23% cho giai đoạn 2024F-2028F.

- Chúng tôi tin rằng HDB sẽ tiếp tục tận dụng lợi thế hệ sinh thái khách hàng là các công ty hoạt động trong lĩnh vực BĐS, xây dựng, hàng không để hiện thực hóa hạn mức tăng trưởng tín dụng cao – một sự hỗ trợ về chính sách của SBV liên quan tới việc nhận chuyển giao ngân hàng yếu kém Đông Á Bank. NIM nhiều khả năng tiếp tục vượt trội so với toàn ngành nhờ đóng góp từ các khoản thu khác từ hoạt động tín dụng (VD: phí cam kết rút vốn, phí cam kết cấp tín dụng,...). Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vay tiêu dùng phục hồi sẽ hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng tín dụng của HDSaison. Dự phóng tăng trưởng kép của tín dụng và NIM bình quân giai đoạn 2024F-2028F lần lượt là 23% và 5,1%.

Thương vụ phát hành tăng vốn cho cổ đông nước ngoài được kỳ vọng sẽ mang lại một mức định giá mới cho HDB. Từ đầu năm 2024, HDB đã có kế hoạch tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược nước ngoài cho khoảng 10% room ngoại. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu HDB có thể được tái định giá ở mức P/B cao hơn, dựa vào P/B của các thương vụ bán vốn gần đây (OCB năm 2020 và VPB năm 2023) là khoảng 2,2-2,5 lần, với ROE (năm liền trước năm giao dịch) từ 21%-25%.

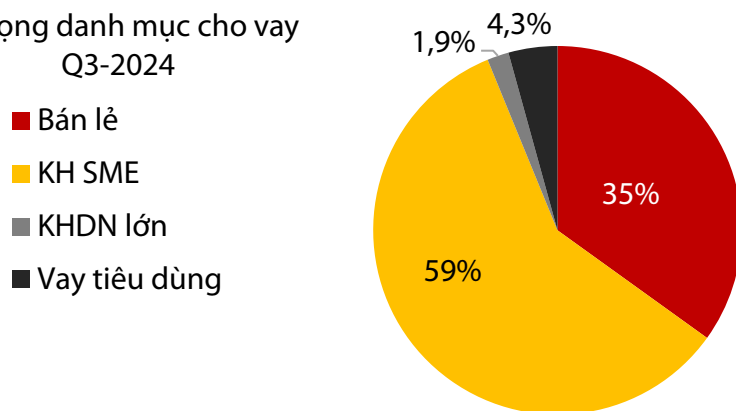
Dự phóng LNTT 2024F +33% YoY với động lực từ TN lãi thuần +36% YoY với tăng trưởng tín dụng 22% và NIM mở rộng 400 bps nhờ khoản thu nhập khác từ HĐ tín dụng (chiếm 17% TN lãi). Cho năm 2025F, LNTT tăng trưởng chậm lại với 11% YoY, dự phóng NIM giảm 20 bps YoY, trong khi đó TN ngoài lãi bắt đầu cải thiện tăng 9% YoY và CP dự phòng giảm 9% YoY.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

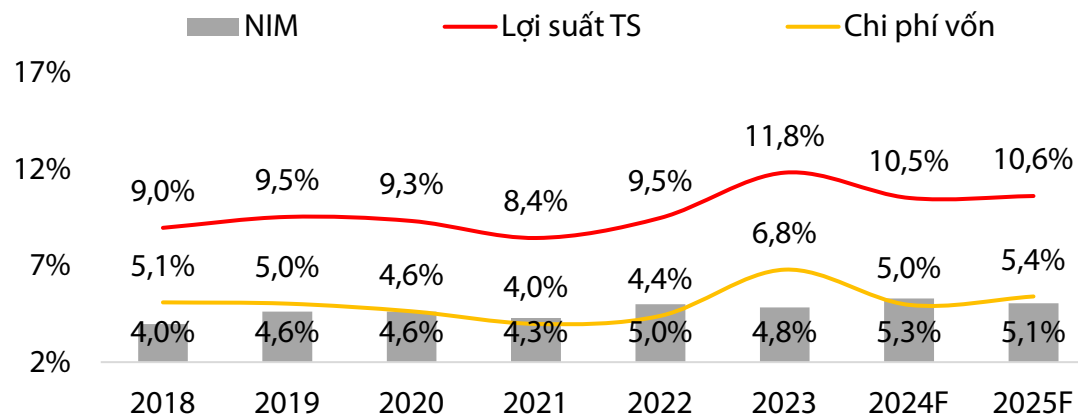
- NIM thu hẹp nhiều hơn so với kỳ vọng và ảnh hưởng đến lợi nhuận nếu khoản thu lãi khác từ hoạt động tín dụng sụt giảm mạnh.

HDB dồn sự tập trung vào phân khúc tín dụng bán lẻ và SME

Tỷ trọng danh mục cho vay
Q3-2024

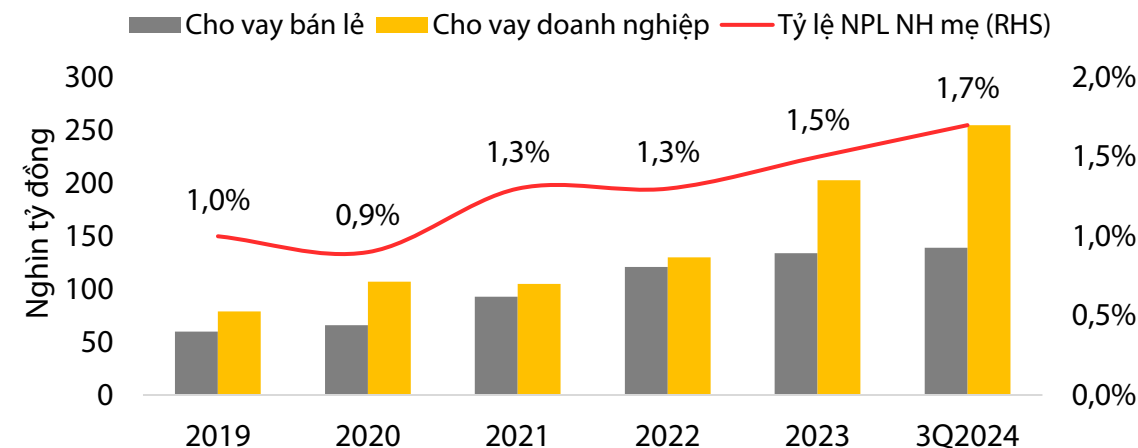


NIM 2025F dự báo thu hẹp 20 bps do giảm tỷ trọng khoản thu lãi khác từ hoạt động tín dụng

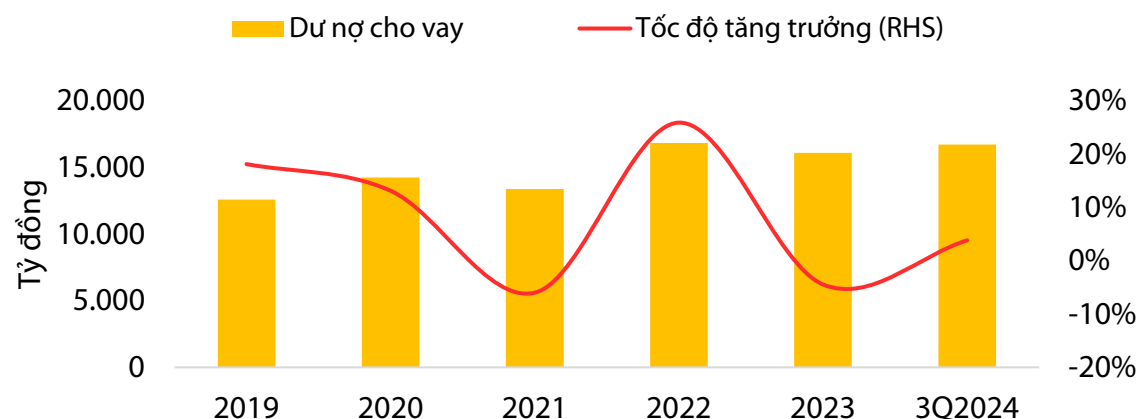


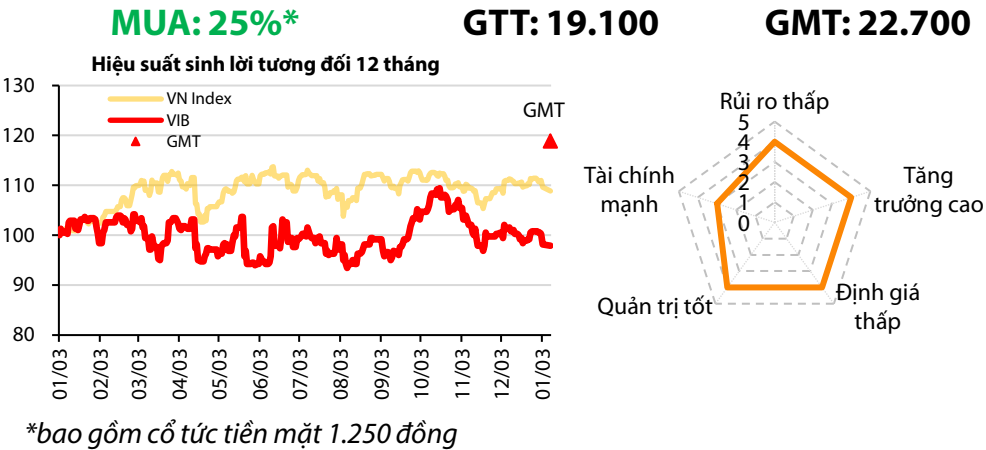
Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát



Kỳ vọng nhu cầu vay tiêu dùng phục hồi sẽ hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng tín dụng của HDSaison





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	57.944
SLCPĐLH (triệu CP)	2.979
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	9.958
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	189
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17,26 – 21,37

TÀI CHÍNH

	2023A	2024E	2025F
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	22.160	20.556	24.534
LNST (tỷ đồng)	8.563	7.146	8.705
ROA (%)	2,3	1,6	1,7
ROE (%)	24,3	17,9	19,7
EPS (đồng)	3.376	2.376	2.895
GTSS (đồng)	12.783	14.090	15.735
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.250	1.250
P/E (x)	6,7	8,1	6,6
P/B (x)	1,5	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng lợi nhuận tạo đáy trong năm 2024 và trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao trong dài hạn nhờ khả năng chuyển hóa tiềm năng của thị trường tín dụng bán lẻ thông qua lợi thế cạnh tranh về sự linh hoạt và thận trọng trong chính sách tín dụng

- LNTT 2024F dự phóng giảm 17% YoY, chủ yếu chịu ảnh hưởng của việc sản phẩm cốt lõi - cho vay mua BĐS – suy yếu (13% YoY) kết hợp với NIM bị co hẹp đáng kể (-100 bps) do tỷ trọng tín dụng KH cá nhân giảm và cạnh tranh về lãi suất cho vay gay gắt, và chi phí tín dụng tăng nhanh. Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh tế có những chuyển biến tích cực hơn và hóa giải những cơn gió ngược của năm 2024 với dư nợ cho vay mua BĐS tăng tốc cùng chất lượng tài sản lành mạnh. LNTT 2025F dự phóng, theo đó, tăng trưởng 22% YoY.
- Chúng tôi tin rằng VIB, với lợi thế cạnh tranh vốn có về khả năng xử lý khoản vay trong thời gian ngắn và sự linh hoạt trong việc xây dựng sản phẩm bán lẻ hấp dẫn, có thể tận dụng tiềm năng này của ngành. Chúng tôi dự phóng LNTT giai đoạn 2025F-28F với mức tăng trưởng kép 24,5%.

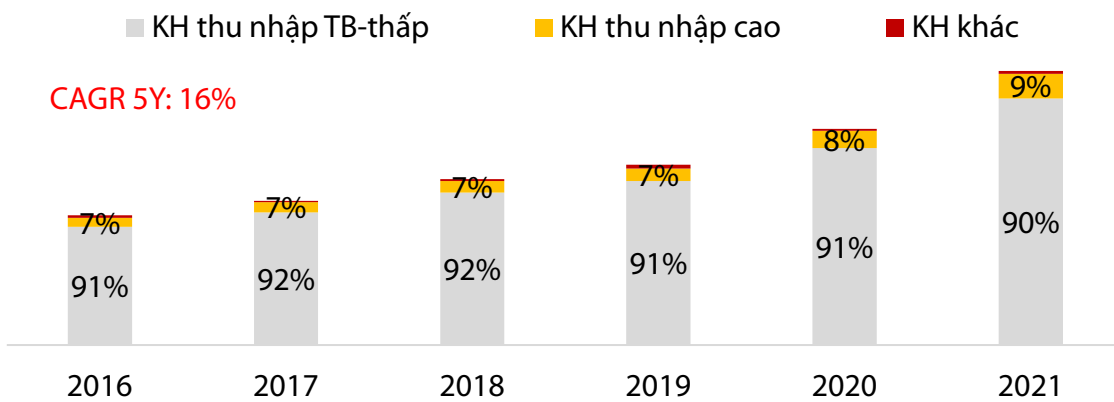
Bên cạnh triển vọng tăng trưởng LNTT hấp dẫn, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định sẽ giúp VIB duy trì tỷ lệ ROE nằm trong nhóm các ngân hàng dẫn đầu hệ thống. Chúng tôi kỳ vọng VIB duy trì chính sách tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt 10% trong kỳ dự báo, qua đó đưa ROE phục hồi từ 18% trong 2024 lên mức 24% vào năm 2028F.

Việc VIB tìm kiếm NĐT chiến lược nước ngoài mới, sau khi cổ đông chiến lược CBA thoái vốn, sẽ là chất xúc tác cho định giá. Trong 2 thương vụ bán 15% vốn cho NĐT chiến lược nước ngoài gần nhất tại OCB (2020) và VPB (2023), định giá P/B của thương vụ dao động 2,3-2,5 lần với ROE (năm liền trước năm giao dịch) từ 21%-25%. Do đó, VIB có thể sẽ được tái định giá ở mặt bằng cao hơn, do phản ánh tiềm năng của thương vụ bán vốn cho NĐT chiến lược mới.

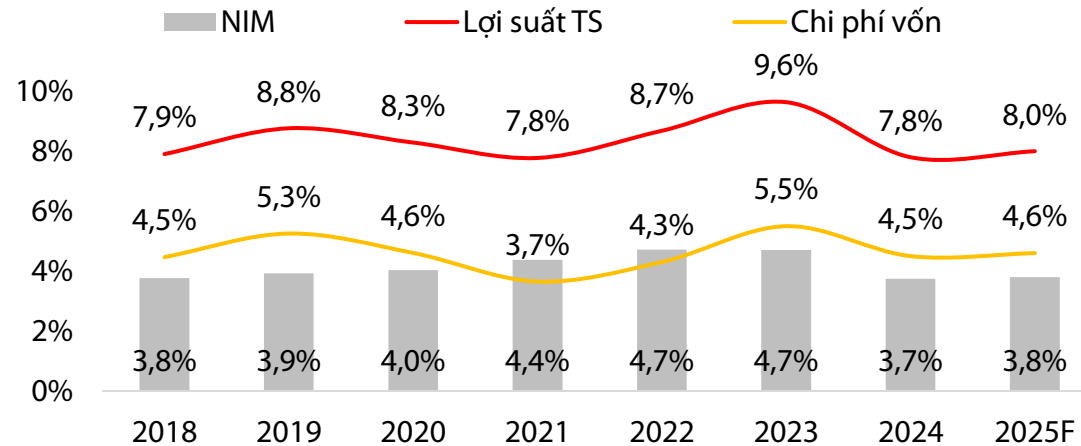
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Diễn biến của thị trường BĐS phục hồi kém hơn so với kỳ vọng ảnh hưởng tới khả năng tăng trưởng tín dụng, cải thiện NIM và thu hồi nợ xấu của VIB.

90% KH của VIB thuộc phân khúc thu nhập trung bình – thấp

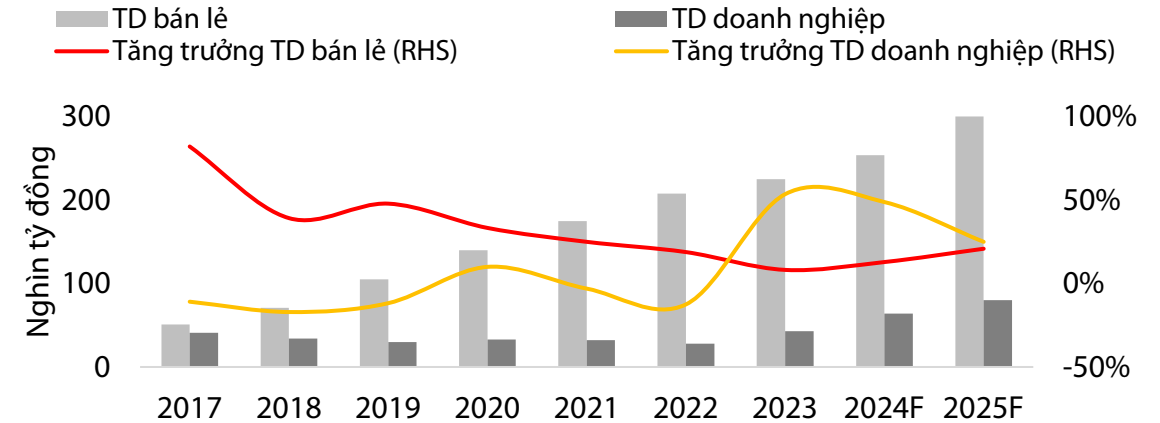


NIM 2025F mở rộng 10 bps, hỗ trợ triển vọng tăng trưởng Thu nhập lãi thuần

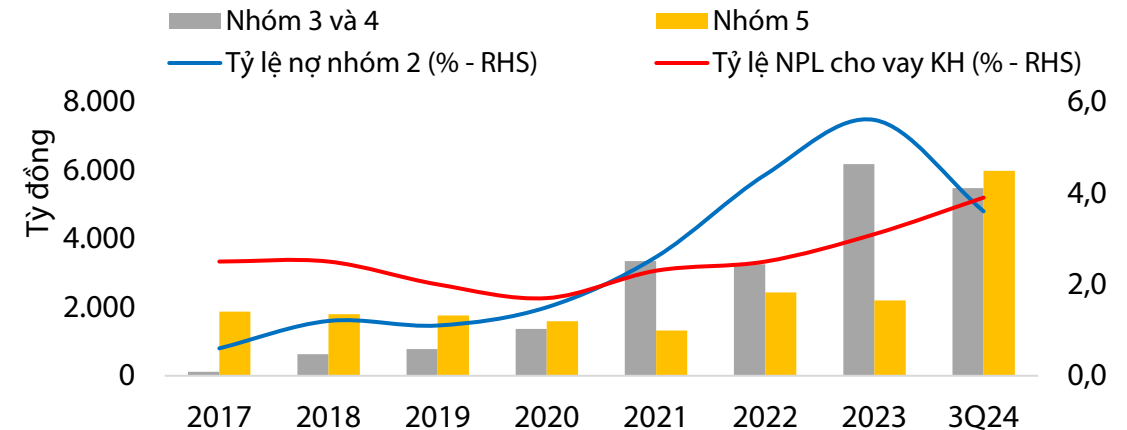


Nguồn: VIB, CTCK Rồng Việt

Tín dụng bán lẻ kỳ vọng quay trở lại tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ



Nợ nhóm 2 đang trong xu hướng giảm, kỳ vọng nợ xấu hình thành rõ ràng và chi phí tín dụng cải thiện hơn



TÍCH LŨY: 15%

GTT: 10.800

GMT: 12.400

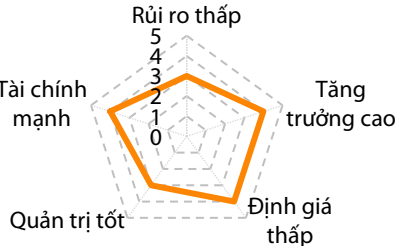
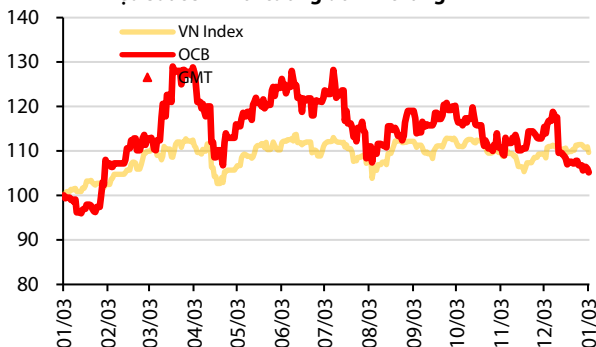
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A

2024E

2025F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.384
SLCPĐLH (triệu CP)	2.466
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	3.532
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	40
SH NĐTNN còn lại (%)	2,8
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	10,2 – 13,5

Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	8.938	9.161	10.527
LNST (tỷ đồng)	3.303	2.538	2.974
ROA (%)	1,5	1,0	1,0
ROE (%)	12,3	8,5	9,1
EPS (đồng)	1.323	1.017	1.192
GTSS (đồng)	11.573	12.589	13.781
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	7,0	10,7	9,1
P/B (x)	1,6	0,9	0,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiềm năng mở rộng quy mô tín dụng nhanh, dựa trên chiến lược phát triển tập khách hàng doanh nghiệp lớn, là một điểm cộng, tuy nhiên chúng tôi cho rằng danh mục này cần thêm thời gian để chứng minh khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động.

- Là ngân hàng chuyên về cho vay doanh nghiệp (corporate banking), OCB chú trọng phát triển quan hệ tín dụng với các các tập đoàn quy mô trung bình – lớn kinh doanh trong lĩnh vực BĐS, năng lượng cùng các doanh nghiệp SME trong chuỗi giá trị của họ. Chúng tôi tin rằng điều này, cùng với khả năng được SBV cấp hạn mức tín dụng cao hơn bình quân ngành nhờ tỷ lệ an toàn vốn CAR tương đối cao (13%), giúp cho OCB có thể nhanh chóng tăng trưởng quy mô tín dụng của mình khi các lĩnh vực mục tiêu phục hồi và quay trở lại chu kỳ tăng trưởng. Tăng trưởng tín dụng kép 2025-2028F đồng thời tăng trưởng kép của NII là 18%.
- Tuy nhiên, chiến lược trên đã bộc lộ một vài điểm yếu khi thị trường BĐS suy thoái, thể hiện qua chất lượng nợ suy giảm mạnh, kéo theo sức ép đáng kể của chi phí tín dụng lên tăng trưởng lợi nhuận (2023-2024). Tới Q3-2024, OCB còn khoảng 3 nghìn tỷ đồng nợ chờ xử lý và các khoản nợ xấu tiềm tàng (tài sản gán nợ chờ xử lý) do chưa hoàn thiện pháp lý chuyển nhượng của các tài sản bảo đảm. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định OCB trích lập bổ sung cho các khoản này trong 2025-2026.

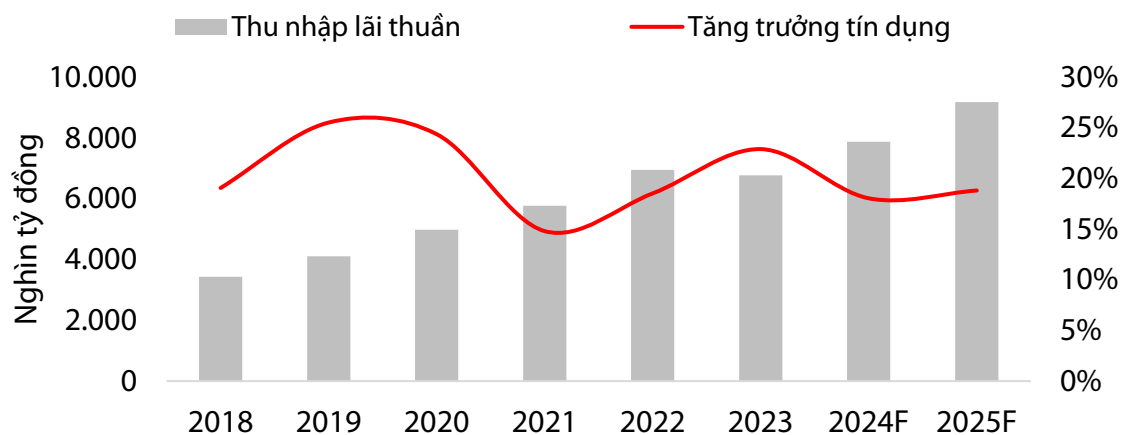
Định giá hiện tại của OCB (P/B: 0,9x) nhiều khả năng đang phản ánh phần chiết khấu do tác động của nợ xấu, nợ chờ xử lý và nợ xấu tiềm ẩn (từ tài sản gán nợ chưa xử lý). Giá trị sổ sách sau khi điều chỉnh rủi ro nợ xấu gần tương đương với vốn hóa hiện tại của OCB, chúng tôi cho rằng kỳ vọng của thị trường đang thấp và cần thời gian theo dõi thêm.

Dự phóng LNTT 2024F giảm 24% YoY chủ yếu do chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh 43% YoY. Cho năm 2025F, LNTT tăng 18% YoY từ nền thấp của năm trước, TN lãi thuần (+17% YoY) phần lớn nhờ tăng trưởng tín dụng, TN từ kinh doanh chứng khoán đầu tư kém khả quan do diễn biến lợi suất trái phiếu chính phủ đang lên cao, trong khi CP trích lập dự phòng tiếp tục tăng nhưng tốc độ chậm hơn so với LN trước dự phòng (14% so với 16%).

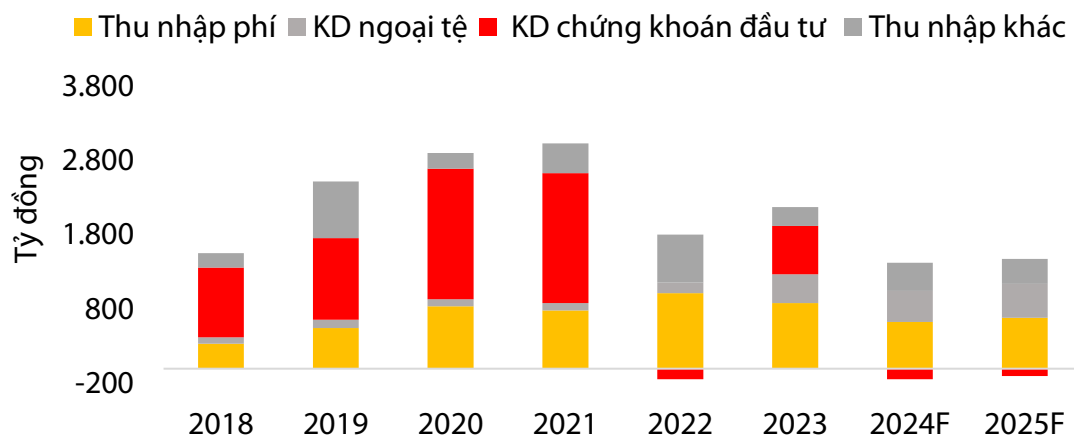
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tài sản gán nợ (thuộc Tài sản có khác) có khả năng được thanh lý nhờ hoàn thiện các thủ tục pháp lý sẽ giảm áp lực nợ xấu hình thành và chi phí tín dụng.

Thu nhập lãi thuần đạt kết quả khả quan nhờ tăng trưởng tín dụng

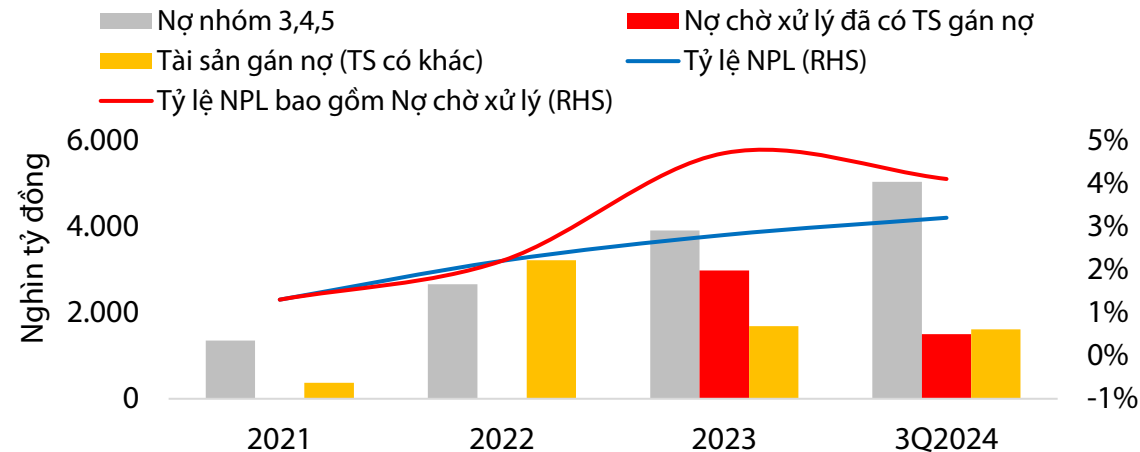


Thu nhập từ kinh doanh chứng khoán đầu tư sẽ kém khả quan hơn so với giai đoạn lợi suất tài sản giảm 2018-2021

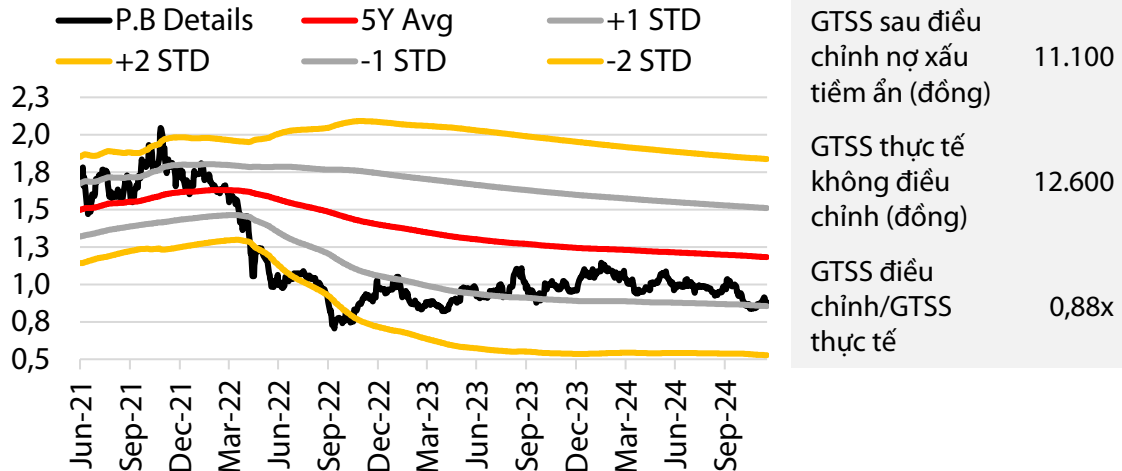


Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

Chất lượng tài sản suy giảm khi nợ xấu hình thành dâng lên kéo theo chi phí tín dụng tăng cao



OCB đang được giao dịch với mức P/B 0,9x, hàm ý chiết khấu GTSS cho các khoản nợ xấu tiềm ẩn





CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

