NGÂN HÀNG

TRIỂN VỌNG 2025

CON ĐƯỜNG PHỤC HỒI CÒN KHÓ KHĂN

VUI LÒNG THAM KHẢO NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ, THÔNG TIN CÔNG KHAI VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM Ở CUỐI BÁO CÁO

Nội dung

I. Tóm tắt sơ lược		**2**
II. Con đường phục hồi còn khó khăn		**5**
1.	**Tăng trưởng tín dụng 2025F:** Cao hơn	5
2.	**Biên lãi thuần 2025F :** Áp lực lên NIM	7
3.	**Thu nhập ngoài lãi 2025F:** Dần cải thiện	8
4.	**Nợ xấu 2025F:** Hạ nhiệt và chi phí trích lập dự phòng cao hơn	10
5.	**2025F:** Dự phóng lợi nhuận, định giá và rủi ro	11
Phân tích công ty		
	BIDV (HSX: BID)	14
	Vietcombank (HSX: VCB)	17
	Vietinbank (HSX: CTG)	20
	Techcombank (HSX: TCB)	22
	Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX: MBB)	25
	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HSX: VPB)	27

Báo cáo này nói về điều gì?

- Giải ngân tín dụng 2025 cao hơn và NIM 2025 chịu áp lực do chi phí vốn cao hơn và tốc độ phục hồi lợi suất tài sản chậm hơn.
- Thu nhập ngoài lãi tiếp tục cải thiện trong năm 2025 và nợ xấu được kiểm soát bất chấp áp lực nợ xấu hiện tại.
- Cổ phiếu nhóm NHTMCPNN là khuyến nghị đầu tư của chúng tôi.

I. Tóm tắt sơ lược

Tăng trưởng tín dụng cao hơn vào năm 2025F

Tăng trưởng giải ngân tín dụng đạt +15.08% svđn trong 2024, cao hơn mức +13.7% svđn trong 2023, nhờ sự đóng góp từ cả khoản vay doanh nghiệp và bán lẻ, nhưng có sự phân hoá giữa các ngân hàng. Nhu cầu tín dụng 2025F có thể cao hơn nhờ tăng trưởng kinh tế được cải thiện, động lực đến từ cả cho vay doanh nghiệp và cho vay bán lẻ. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) dự kiến đẩy nhanh tổng tín dụng và đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng (TTTD) ở mức 16% cho hệ thống ngân hàng trong 2025F, mức cao nhất trong 5 năm qua. NHNN có thể chủ động điều chỉnh hạn mức tín dụng cho các ngân hàng thương mại tạo điều kiện thuận lợi để cung cấp vốn đủ và kịp thời. Các ngân hàng có nền tảng vững chắc và hỗ trợ các chương trình của chính phủ có thể được phân bổ hạn mức tín dụng cao hơn so với các ngân hàng khác.

Một số áp lực lên NIM 2025F

Chúng tôi kỳ vọng NIM 2025F sẽ duy trì ổn định trong kịch bản cơ sở và chỉ giảm nhẹ trong kịch bản bất lợi do *(1)* chi phí vốn tăng cao hơn với lãi suất huy động tăng nhẹ và *(2)* tốc độ điều chỉnh của lợi suất tài sản chậm hơn. Nhóm ngân hàng có thể duy trì biên lãi ròng nhờ vào *(1)* kiểm soát tốt chi phí vốn (như nhóm NHTMCPNN), *(2)* sự phục hồi của phân khúc cho vay với lợi suất tài sản cao hơn, và *(3)* ít hỗ trợ giảm lãi suất cho vay.

Thu nhập ngoài lãi sẽ phục hồi với mức tăng trưởng vừa phải vào năm 2025F

Tổng thu nhập ngoài lãi 9T24 (27 ngân hàng niêm yết) giữ ổn định, chỉ tăng +2% n/n nhờ tăng trưởng từ mảng ngoại hối và thu nhập dịch vụ duy trì, bù đắp các hoạt động đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi sẽ phục hồi với mức tăng trưởng vừa phải trong năm 2025F. Các dịch vụ ngân hàng khác cũng có thể sôi động hơn, những hoạt động từ bancassurance và đầu tư có thể vẫn kém sôi động.

Chi phí dự phòng có thể cao hơn

Nợ xấu tiếp tục tăng trong 9T24 với sự phục hồi còn chậm của kinh doanh và tiêu dùng. Nợ xấu 3Q24 giữ nguyên so với 2Q24 nhưng cao hơn so với cuối năm 2023. Chúng tôi ước tính nợ xấu có thể đạt đỉnh trong năm 2024 và giảm nhiệt trong năm 2025F nhờ điều kiện kinh doanh phục hồi. Tuy nhiên, chi phí dự phòng rủi ro có thể chịu áp lực khi Thông tư 02 hết hiệu lực vào cuối năm 2024 và bộ đệm dự phòng mỏng hơn. Các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu cao và tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp có thể chịu áp lực lớn về chi phí dự phòng, ảnh hưởng đến lợi nhuận. Nhóm NHTMCPNN và nhóm ngân hàng tư nhân lớn, nhờ kiểm soát chất lượng tín dụng thận trọng và tỷ lệ nợ xấu thấp, có thể chịu ít áp lực hơn so với các nhóm khác.

Một số áp lực trong 2025F và Tăng trưởng ở mức một chữ số trong 2025F.

Trong 2025F, điều kiện kinh doanh và tiêu dùng cải thiện có thể tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tín dụng. TTTD 2025F có thể cao hơn so với mức của năm 2024. Các dịch vụ ngân hàng khác cũng có thể khởi sắc, nhưng các hoạt động từ bancassurance và đầu tư có thể vẫn kém sôi động. Tuy nhiên, một số áp lực lên NIM 2025F từ giá tăng chi phí vốn và sự

cải thiện tỷ suất sinh lời tài sản chậm. Tỷ lệ nợ xấu dự kiến được kiểm soát trong năm 2025F. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngành ngân hàng có thể tăng trưởng ở mức một chữ số trong năm 2025F, do *(1)* tăng trưởng vừa phải của thu nhập hoạt động và *(2)* chi phí dự phòng cao hơn vì trích lập dự phòng mỏng và Thông tư 02 hết hiệu lực. Các ngân hàng nhỏ với quản lý rủi ro yếu, nợ xấu cao và dự phòng thấp có thể gặp khó khăn trong tăng trưởng lợi nhuận.

Chúng tôi ưu tiên các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng trong năm 2025F, bao gồm những ngân hàng hưởng lợi từ điều kiện kinh doanh cải thiện và chất lượng tài sản duy trì ở mức tốt. NHTMCPNN là nhóm cổ phiếu mà chúng tôi khuyến nghị đầu tư trong ngành.

Rủi ro giảm giá: Sự phục hồi kinh tế chậm hơn dự kiến, nợ xấu tăng không kiểm soát, vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp, và thay đổi trong chính sách tiền tệ là những rủi ro tiềm ẩn, ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng ngành theo những cách không lường trước.

Bảng 1: Tổng hợp định giá

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				**TOI (tỷ đồng)**	**PPE (tỷ đồng)**	**NP (tỷ đồng)**	**EPS (đồng)**	**BPS (đồng)**	**PE (x)**	**PB (x)**	**ROA (%)**	**ROE (x)**	**DY (%)**
BIDV	Khuyến nghị	MUA	2022A	69,582	47,025	18,159	2,290	15,105	17.1	2.6	0.9	19.1	-
(HSX: BID)	GMT (đồng)	48,800	2023A	73,024	47,944	21,552	2,391	15,175	16.4	2.6	1.0	19.4	-
	Thị giá (10/01,đồng)	39,100	2024E	74,445	48,913	24,433	2,314	16,377	16.9	2.4	1.0	19.2	-
	Upside (%)	25	2025F	88,467	58,388	26,971	3,112	22,928	12.6	1.7	1.0	18.3	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	269,692	2026F	102,760	67,822	32,145	3,771	26,699	10.4	1.5	1.0	18.8	-
Vietcombank	Khuyến nghị	MUA	2022A	68,083	46,832	29,899	4,896	24,254	18.6	3.8	1.9	24.4	0.4
(HSX: VCB)	GMT (đồng)	112,000	2023A	67,723	45,809	33,033	4,471	25,520	20.4	3.6	1.8	21.7	0.0
	Thị giá (10/01,đồng)	91,400	2024E	68,145	46,338	34,139	5,479	34,760	16.6	2.6	1.7	18.8	0.0
	Upside (%)	23	2025F	84,455	59,119	38,295	6,310	41,069	14.4	2.2	1.7	18.1	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	510,843	2026F	97,662	68,363	44,322	7,200	48,269	12.6	1.9	1.7	17.8	0.0
Vietinbank	Khuyến nghị	KHÔNG XẾP HẠNG	2020A	45,317	29,232	13,694	3,678	22,617	10.2	1.7	1.1	17.1	1.3
(HSX: CTG)	GMT (đồng)	N.A	2021A	53,157	35,971	14,089	2,932	19,198	12.8	2.0	1.0	16.0	2.1
	Thị giá (10/01,đồng)	37,500	2022A	64,117	44,922	16,924	3,522	22,231	10.6	1.7	1.0	17.0	0
	Upside (%)	N.A	2023A	70,548	50,105	19,904	3,706	23,119	10.1	1.6	1.0	17.2	0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	201,375	9T24A	60,624	44,647	15,550	5,370	26,098	10.0	1.43	1.0	16.31	0
Techcombank	Khuyến nghị	NẮM GIỮ	2021A	40,902	27,504	20,150	2,850	16,124	8.5	1.5	3.2	19.5	-
(TCB)	GMT (đồng)	27,100	2022A	40,061	26,809	18,004	2,541	18,684	9.5	1.3	2.3	14.7	-
	Thị giá (10/01,đồng)	23,400	2023A	49,870	33,711	22,659	3,202	21,149	7.5	1.1	2.5	16.1	3.1
	Upside (%)	15	2024F	58,574	41,002	26,679	3,769	24,673	6.4	1.0	2.6	16.5	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	165,317	2025F	73,681	51,577	33,761	4,771	29,444	5.1	0.8	2.7	17.7	-
Ngân hàng	Khuyến nghị	KHÔNG XẾP HẠNG	2020A	27,362	16,807	8,263	4,409	9,614	13.6	2.2	1.9	19.2	-
Quân đội	GMT (đồng)	N.A	2021A	36,934	24,557	12,697	3,230	6,412	16.1	3.3	2.4	23.6	-
(MBB)	Thị giá (10/01,đồng)	21,150	2022A	45,593	30,777	17,483	3,659	9,259	10.5	2.3	2.7	25.8	-
	Upside (%)	N.A	2023A	47,306	32,393	20,677	3,691	11,797	8.6	1.8	2.5	24.5	2.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	129,063	9T24A	38,850	27,089	16,350	4,031	20,027	5	1	3	22	2
Ngân hàng	Khuyến nghị	KHÔNG XẾP HẠNG	2020A	39,033	27,641	10,414	4,508	22,855	11.1	0.8	2.6	21.9	-
Việt Nam	GMT (đồng)	N.A	2021A	44,301	33,583	11,233	2,594	18,101	19.3	1.0	2.4	17.1	-
Thịnh Vượng	Thị giá (10/01,đồng)	18,500	2022A	57,797	43,681	15,650	2,383	14,745	11.6	1.3	2.9	17.9	-
(VPB)	Upside (%)	NA	2023A	49,739	35,798	7,014	884	16,969	20.9	1.1	1.2	6.1	5.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	146,777	9T24A	44,611	34,062	11,161	1,537	17,304	12.0	1.1	1.6	9.7	5.4

II. Con đường phục hồi còn khó khăn

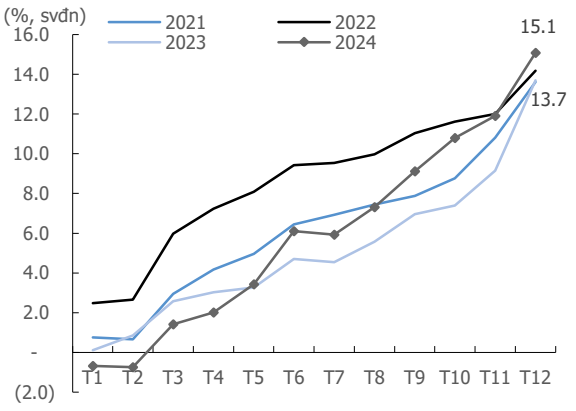
1. Tăng trưởng tín dụng cao hơn trong 2025F

Tăng trưởng tín dụng năm 2024 cao hơn. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi không đồng đều giữa các phân khúc.

Số dư trái phiếu doanh nghiệp giảm ở hầu hết các ngân hàng trong năm 2024.

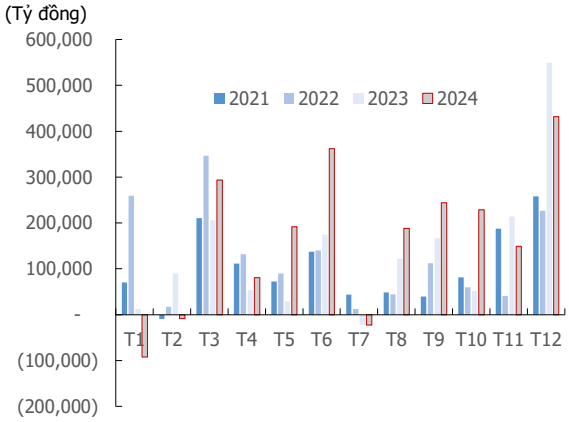
Giải ngân tín dụng tăng trưởng +15.08% svđn trong 2024, cao hơn so với +13.7% svđn trong 2023. Nhu cầu tín dụng từ doanh nghiệp mạnh mẽ hơn trong các lĩnh vực nông nghiệp, công nghiệp và bất động sản, trong khi các lĩnh vực khác vẫn yếu (Tháng 9/2024). Các khoản vay tiêu dùng và vay vốn hộ gia đình trong phân khúc bán lẻ đã phục hồi, trong khi vay mua nhà phục hồi chậm hơn. Số dư trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục giảm ở hầu hết các ngân hàng (Tổng 27 ngân hàng trong 9T24: -14% svđn), ngoại trừ HDB, CTG, OCB và NVB, trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp ảm đạm).

Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng



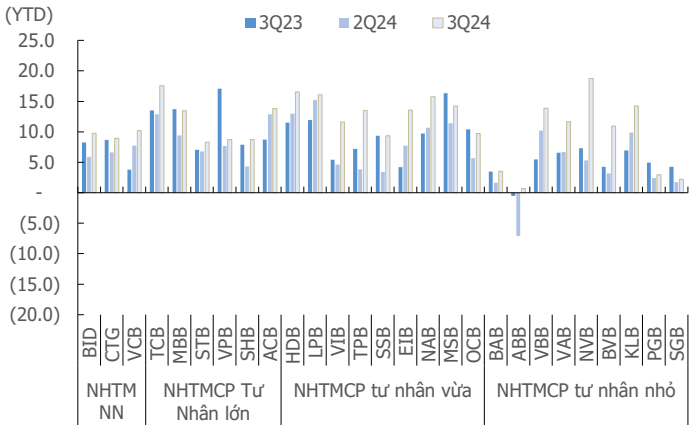
Nguồn: NHNN, KIS Research

Biểu đồ 2. Giải ngân tín dụng hàng tháng



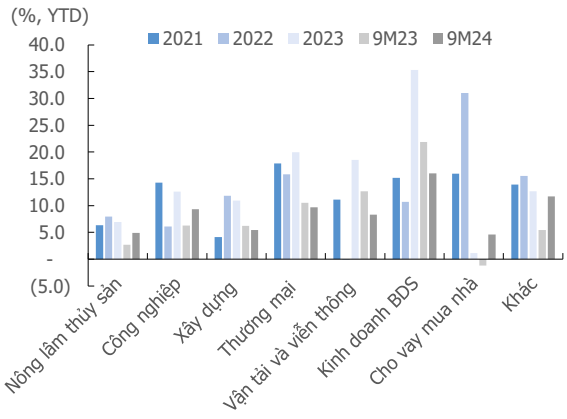
Nguồn: NHNN, KIS Research

Biểu đồ 3. Tăng trưởng tín dụng cao hơn trên 20/27 Ngân hàng



Nguồn: FiinproX, KIS Research

Biểu đồ 4. Tăng trưởng tín dụng theo ngành

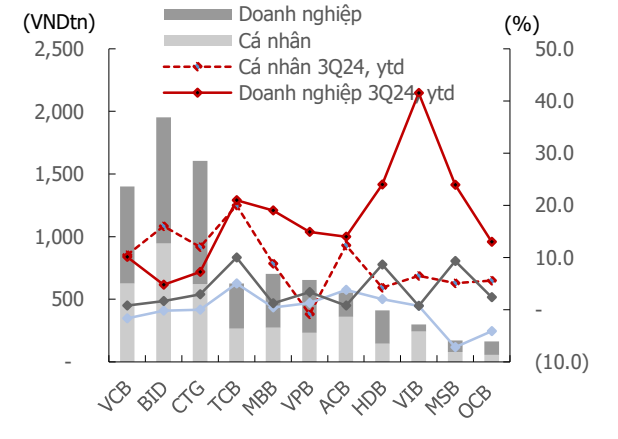


Nguồn: NHNN, KIS Research

Một số ngân hàng dẫn đầu TTTD ngành (svđn) trong 9T24, thuộc nhóm ngân hàng có lợi thế cho vay khách hàng doanh nghiệp, bao gồm NVB (3Q24: +18.8% so với 3Q23: +7.3%), TCB (3Q24: +17.5% so với 3Q23:

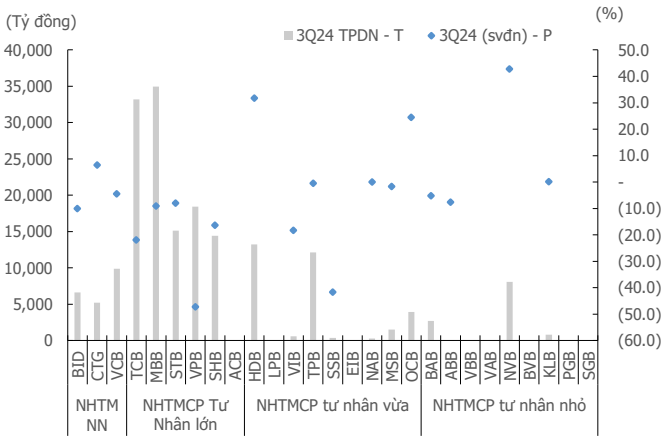
+13.5%), HDB (3Q24: +16.6% so với 3Q23: +11.5%), LPB (3Q24: +16.1% so với 3Q23: +11.9%), NAB (3Q24: +15.8% so với 3Q23: +9.7%). Trong khi đó, TTTD thấp hơn đối với nhóm ngân hàng có lợi thế cho vay cá nhân bao gồm ACB (3Q24: +13.8% so với 3Q23: +8.7%), TPB (3Q24: +13.5% so với 3Q24: +7.2%), VIB (3Q24: +11.6% so với 3Q23: +5.4%), VPB (3Q24: +8.7% so với 3Q23: +17.1%).

Biểu đồ 5. Tăng trưởng tín dụng theo ngân hàng



Nguồn: Ngân hàng, KIS Research

Biểu đồ 6. Số dư trái phiếu doanh nghiệp



Nguồn: Ngân hàng, KIS Research

Tăng trưởng tín dụng cao hơn trong 2025F cho nhu cầu và mục tiêu tín dụng cao hơn

Nhu cầu tín dụng năm 2025F có thể tăng cao nhờ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ hơn, được hỗ trợ bởi các khoản vay doanh nghiệp và cá nhân. Các ngành sản xuất và thương mại, xây dựng cho đầu tư công, và bất động sản có thể thúc đẩy tín dụng doanh nghiệp. Trong khi đó, Chính phủ đang thúc đẩy các dự án đầu tư công nhằm hỗ trợ tín dụng cho các nhóm xây dựng và vật liệu xây dựng. Dòng vốn FDI và sự phục hồi hoạt động kinh doanh đang thúc đẩy nhu cầu tín dụng. Các khoản vay tiêu dùng và vay kinh doanh hộ gia đình tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, trong khi vay thế chấp có thể phục hồi dần trong năm 2025F.

Chủ động phân bổ hạn ngạch tín dụng cho các NHTMCP

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) dự kiến sẽ thúc đẩy tín dụng vào nền kinh tế và đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đầy tham vọng là 16% cho hệ thống ngân hàng trong năm 2025F, mức cao nhất trong 5 năm qua. NHNN có thể chủ động điều chỉnh hạn mức tín dụng của các NHTM, tạo điều kiện thuận lợi để cung cấp vốn đủ và kịp thời. Các ngân hàng có nền tảng vững mạnh và hỗ trợ các chương trình của Chính phủ có thể có hạn mức tín dụng cao hơn các ngân hàng khác.

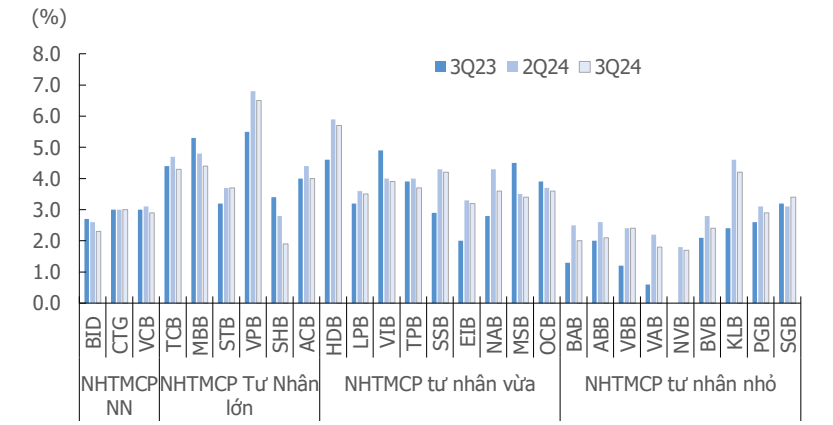
Chúng tôi kỳ vọng TTTD ngành ngân hàng có thể cải thiện từ năm 2024 và đạt mức tăng trưởng từ 15%-16% trong năm 2025F. Các ngân hàng có nền tảng vững mạnh và hỗ trợ các chương trình của Chính phủ có thể có hạn mức tín dụng cao hơn các ngân hàng khác, bao gồm VCB, TCB, MBB, VPB, ACB, HDB, và TPB. Tín dụng sẽ không được phân bổ nhiều hơn cho trái phiếu doanh nghiệp.

2. Áp lực lên NIM 2025F

Áp lực lên biên lợi nhuận ròng dần trở nên rõ ràng trong 4Q24 trên khắp các nhóm ngân hàng.

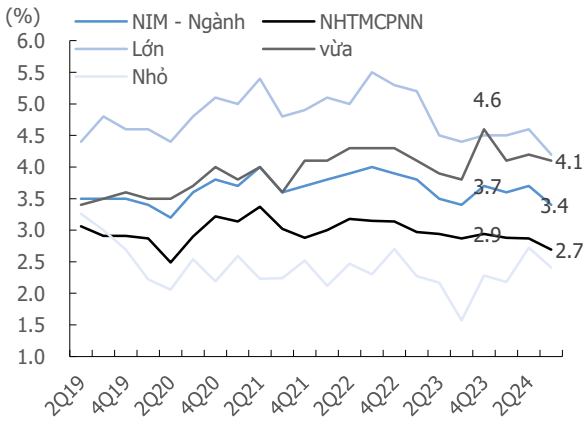
Áp lực lên biên lãi thuần (NIM) dần trở nên rõ nét trong 3Q24. NIM 3Q24 (Tổng 27 ngân hàng) giảm nhẹ -30đpt q/q và duy trì tương đương với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do lợi suất tài sản giảm. Lãi suất cho vay trung bình vẫn tiếp tục giảm, trong khi lãi suất huy động có sự tăng nhẹ. NIM giữa các ngân hàng có sự phân hóa rõ rệt, trong nhóm NHTMCPNN, NIM của CTG duy trì ổn định, trong khi NIM của BID và VCB giảm do lợi suất tài sản thấp hơn. Đối với các ngân hàng tư nhân lớn (ngoại trừ STB và VPB), NIM 3Q24 giảm q/q và n/n do chi phí vốn cao hơn và lợi suất tài sản thấp hơn. NIM của các ngân hàng vừa và nhỏ giảm trong 3Q24, nhưng vẫn cao hơn n/n.

Biểu đồ 7. NIM 3Q24 giảm nhẹ q/q



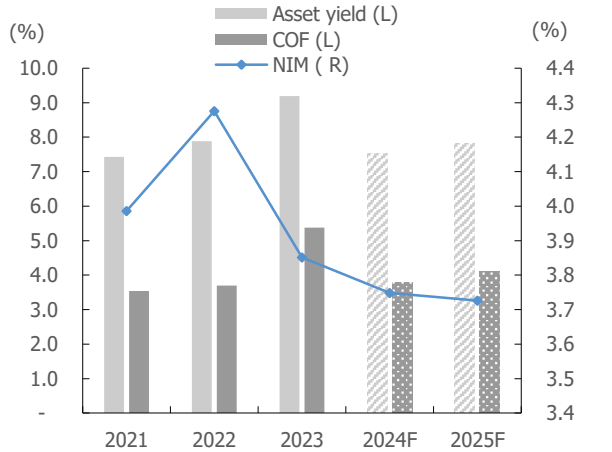
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Biểu đồ 8. NIM theo nhóm ngân hàng



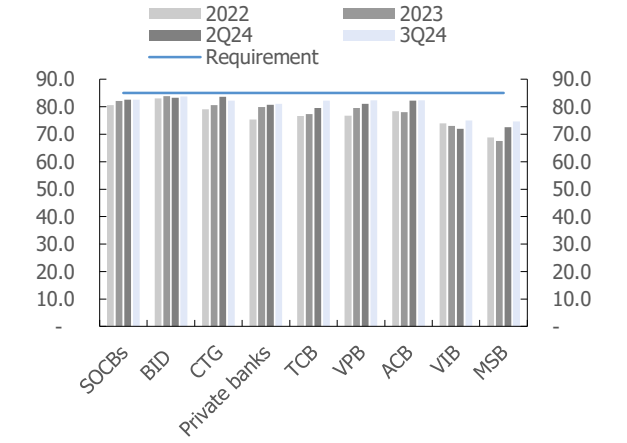
Ghi chú: NHTMCPNN (BID, CTG, VCB); NHTMCP lớn (ACB, MBB, TCB, VPB, STB, SHB); NHTMCP vừa (HDB, LPB, VIB, TPB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB)
Nguồn: FiinproX, ngân hàng, KIS Research

Biểu đồ 9. Biên độ lãi thuần trung bình



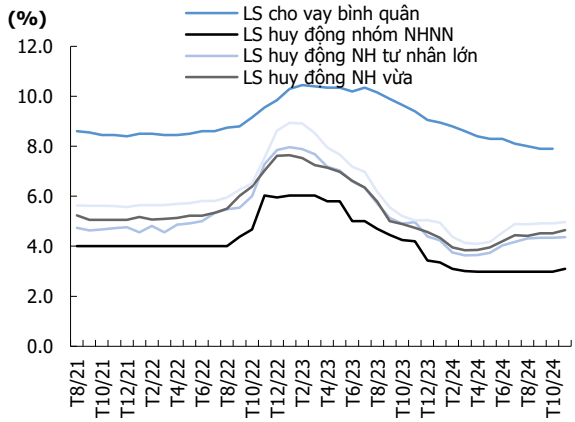
Ghi chú: 13 ngân hàng có quy mô lớn và vừa bao gồm BID, CTG, VCB, TCB, MBB, VPB, ACB, HDB, LPB, VIB, TPB, MSB và OCB
Nguồn: Ngân hàng, KIS Research

Biểu đồ 10. Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi giữa các ngân hàng



Ghi chú: tỷ lệ quy định dưới 85%
Nguồn: Ngân hàng, KIS Research

Biểu đồ 11. Lãi suất huy động theo nhóm ngân hàng



Ghi chú: NHTMCPNN (BID, CTG, VCB); NHTMCP lớn (ACB, MBB, TCB, VPB, STB, SHB); NHTMCP vừa (HDB, LPB, VIB, TPB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB)
Nguồn: FiinproX, ngân hàng, KIS Research

NIM 2025F vẫn ổn định trong kịch bản cơ bản và giảm nhẹ trong kịch bản xấu nhất.

Chúng tôi kỳ vọng NIM 2025F sẽ duy trì ổn định trong kịch bản cơ sở và có thể giảm nhẹ trong kịch bản bất lợi do *(1)* chi phí vốn cao hơn trong bối cảnh lãi suất huy động tăng nhẹ *(2)* lợi suất tài sản điều chỉnh chậm.

- Lãi suất huy động có sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng. NHTMCPNN duy trì lãi suất thấp trong khi lãi suất huy động của các ngân hàng tư nhân có sự tăng nhẹ từ mức đáy. Do đó, nhóm NHTMCPNN có thể kiểm soát chi phí vốn hiệu quả hơn.
- Tỷ suất sinh lời tài sản phục hồi chậm từ *(1)* sự phục hồi chậm của nhu cầu vốn trung và dài hạn và *(2)* việc giảm lãi suất cho các gói tín dụng hỗ trợ và sự cạnh tranh.

Nhóm ngân hàng có thể duy trì biên lãi thuần trong các trường hợp *(1)* kiểm soát chi phí vốn tốt (như nhóm NHTMCPNN), *(2)* phục hồi mảng cho vay với lợi suất tài sản cao hơn, và *(3)* giảm hỗ trợ cho việc giảm lãi suất.

3. Thu nhập ngoài lãi dần cải thiện

Tổng thu nhập ngoài lãi 9T24 (27 ngân hàng niêm yết) đi ngang

Tổng thu nhập ngoài lãi (27 ngân hàng niêm yết) trong 9T24 vẫn duy trì ổn định, chỉ tăng nhẹ 1.7% n/n nhờ vào sự tăng trưởng từ hoạt động ngoại hối và dịch vụ, bù đắp cho sự sụt giảm hoạt động đầu tư. Một số ngân hàng có kết quả vượt trội như TCB (+18% n/n), MBB (+46% n/n), LPB (+173% n/n), NAB (+25% n/n), NVB (+13% n/n), và SGB (+41% n/n).

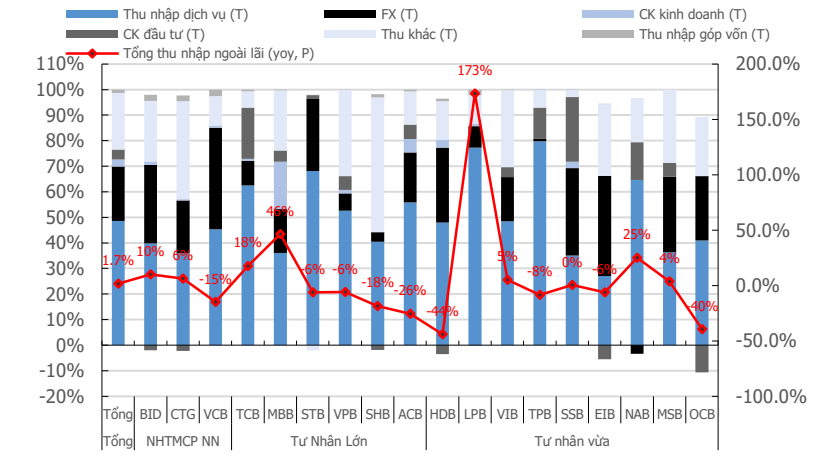
- Thu nhập dịch vụ ròng trong 9T24 chỉ tăng +3.2% n/n, chủ yếu nhờ vào sự cải thiện nhẹ từ thu nhập khác, bù đắp cho sự yếu kém trong dịch vụ bảo hiểm và thanh toán. Một số ngân hàng có kết quả tốt hơn, chẳng hạn như MBB (+21% n/n) nhờ vào dịch vụ thanh toán, môi giới, tư vấn và thanh toán nợ; LPB (+322% n/n) nhờ vào các dịch vụ khác (bao gồm cả hoạt động sắp xếp vốn); ACB (+8% n/n) nhờ vào các dịch vụ thanh toán, thẻ và chứng khoán.

- Hoạt động ngoại hối và các hoạt động đầu tư khác trong 9T24: hoạt động ngoại hối được hưởng lợi từ sự biến động mạnh của tỷ giá trong 9T24 và đã tăng trưởng ở mức độ vừa phải. Các ngân hàng như BID (+24.9% n/n), MBB (+64.7% n/n), HDB (+116.5% n/n), VIB (+48.7% n/n), và SSB (+57% n/n) đóng góp chính vào tăng trưởng. Nhóm NHTMCPNN vẫn nắm giữ thị phần lớn nhất. Ngược lại, các hoạt động giao dịch và đầu tư chứng khoán tại các ngân hàng lớn và vừa có kết quả vượt trội, trong khi các NHTMCPNN chứng kiến sự giảm sút mạnh.

Thu nhập ngoài lãi sẽ phục hồi với mức tăng trưởng vừa phải vào 2025F.

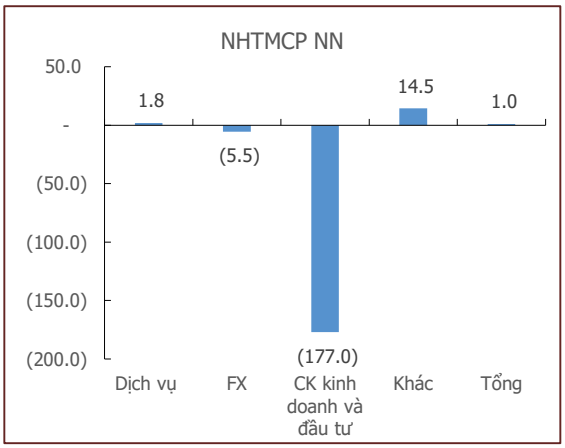
Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi sẽ phục hồi với mức tăng trưởng vừa phải trong năm 2025F. Các dịch vụ ngân hàng khác có thể được cải thiện, nhưng các hoạt động từ bancassurance và đầu tư có thể vẫn ít sôi động. Ngoài ra, các ngân hàng tư nhân đang gia tăng thu nhập ngoài lãi nhờ vào chuyển đổi số và thanh toán không tiền mặt theo định hướng của chính phủ.

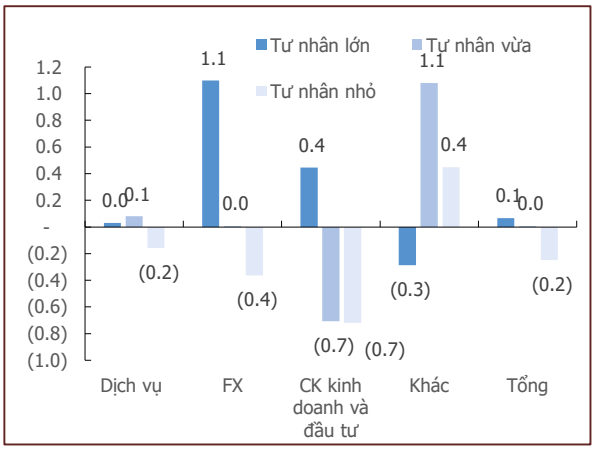
Biểu đồ 12. Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi (NII) 9T24 theo ngân hàng



Ghi chú: Tổng 27 ngân hàng niêm yết
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Biểu đồ 13. Tăng trưởng NII 9T24 theo nhóm ngân hàng

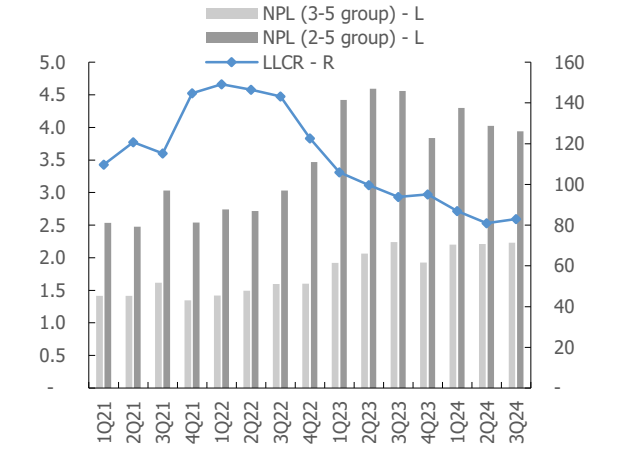




Nghi chú: NHTMCPNN: Ngân hàng TMCP thuộc sở hữu nhà nước
Nguồn: FiinproX, ngân hàng, KIS Research

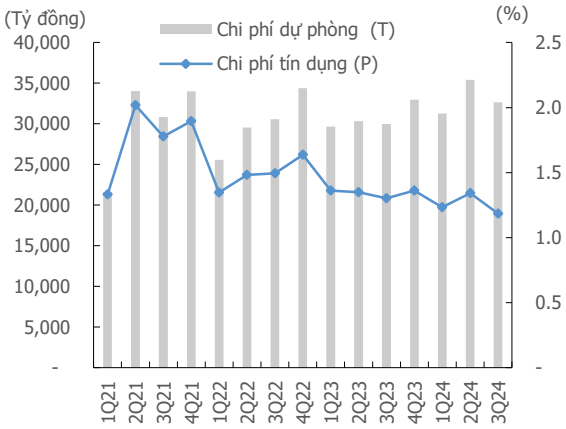
4. Nợ xấu được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt

Biểu đồ 14. Nợ xấu (nhóm 2-5, 3-5)



Ghi chú: Tổng 27 ngân hàng niêm yết
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Biểu đồ 15. Chi phí dự phòng và chi phí tín dụng

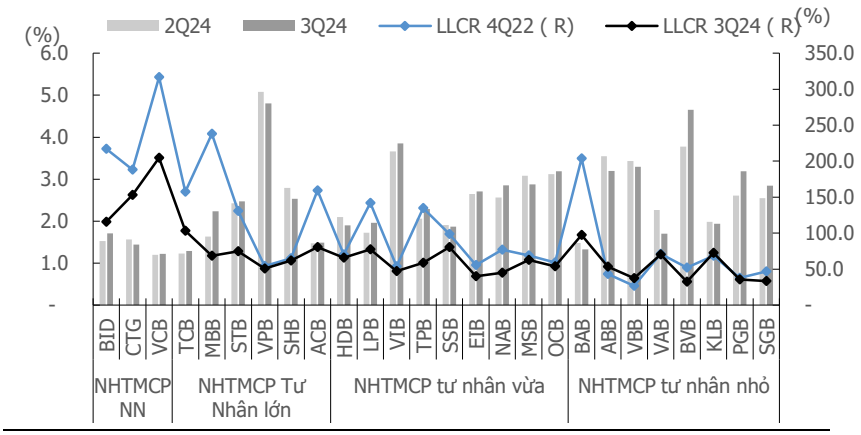


Ghi chú: Tổng 27 ngân hàng niêm yết
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Nợ xấu tăng trở lại trong 9T24 khi hoạt động kinh doanh và tiêu dùng đang phục hồi

Các khoản nợ xấu lại tiếp tục tăng trong 9T2024 do sự phục hồi trong hoạt động kinh doanh và tiêu dùng chưa được cải thiện. Nợ xấu trong 3Q24 vẫn giữ tương đương với mức trong 2Q24, cao hơn so với cuối năm 2023. Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5)/(nhóm 2-5) (tổng 27 ngân hàng) trong 3Q24 duy trì ở mức 2.2%/3.9% (so với 2Q24: 2.2%/4.1% và 2023: 1.9%/3.8%). Nợ xấu gia tăng chủ yếu đến từ các khoản vay doanh nghiệp và cá nhân. Nhóm NHTMCPNN ghi nhận nợ xấu gia tăng, trong đó nợ xấu từ khoản vay doanh nghiệp cao hơn nợ xấu từ khoản vay cá nhân. So với quý trước, các ngân hàng trong nhóm bán lẻ như STB, VIB, TPB có tỷ lệ nợ xấu tăng, trong khi các ngân hàng khác trong nhóm bán lẻ như VPB/ACB giảm/duy trì tỷ lệ nợ xấu. Các ngân hàng nhóm bán buôn như TCB, MBB, LPB và OCB chủ yếu ghi nhận sự gia tăng nợ xấu.

Biểu đồ 16. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu và tổn thất cho vay



Source: FiinproX, KIS Research

NHTMCPNN, TCB, ACB, LPB và BAB thuộc nhóm có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất nhờ vào nền tảng khách hàng vững mạnh và chính sách giải ngân thận trọng. Mặc dù nợ xấu có tăng, nhưng chi phí tín dụng (27 ngân

hàng niêm yết) giảm từ 1.3% trong 9T23 xuống còn 1.2% trong 9T24, dẫn đến tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng giảm (từ 94% trong 3Q23 xuống còn 83% trong 3Q24). Ngược lại, các NHTMCPNN và TCB duy trì tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng trên 100%.

Nợ xấu có thể đạt đỉnh vào năm 2024 và hạ nhiệt vào năm 2025F

Chúng tôi dự báo rằng nợ xấu sẽ đạt mức cao nhất vào năm 2024 và giảm dần trong năm 2025F nhờ vào môi trường kinh doanh cải thiện. Tuy nhiên, chi phí dự phòng rủi ro có thể chịu áp lực sau khi hết hiệu lực Thông tư 02 vào cuối năm 2024 vì *(1)* tổng số dư nợ được cơ cấu lại chiếm tỷ lệ lớn 0.9% tổng dư nợ tín dụng (tháng 5/2024) *(2)* sự suy giảm dự phòng (từ 95% trong 4Q23 xuống 83% trong 3Q24).

Các ngân hàng có nợ xấu cao và tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp có thể chịu áp lực lớn về chi phí dự phòng rủi ro, ảnh hưởng đến lợi nhuận ngân hàng. Nhóm NHTMCPNN và ngân hàng tư nhân lớn, với việc kiểm soát chất lượng tín dụng thận trọng và tỷ lệ nợ xấu thấp, sẽ ít chịu áp lực hơn so với các nhóm khác, bao gồm VCB, CTG, TCB và ACB với tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ nợ cơ cấu trên tổng nợ thấp.

5. Dự phóng lợi nhuận, định giá và rủi ro

Một số áp lực trong năm 2025F và Tăng trưởng một chữ số trong năm 2024F

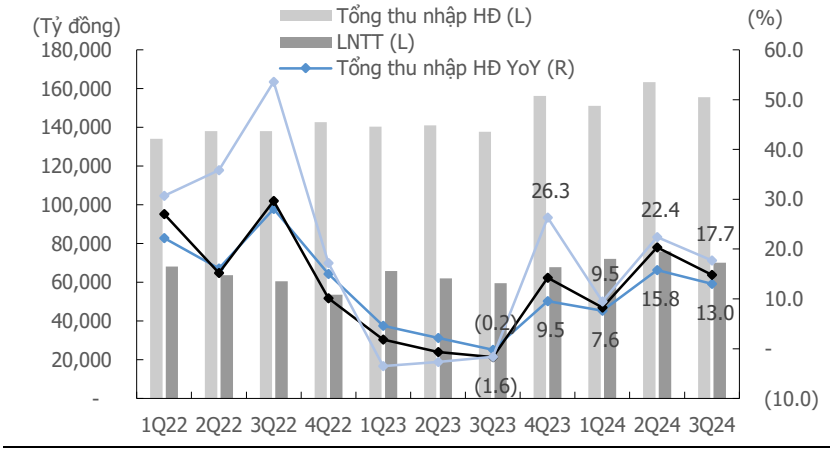
Con đường phục hồi còn nhiều khó khăn: Trong 2025F, điều kiện kinh doanh và tiêu dùng cải thiện có thể tiếp tục và thúc đẩy nhu cầu tín dụng. TTTD năm 2025F có thể cao hơn mức 2024. Các dịch vụ ngân hàng khác cũng có thể khởi sắc, nhưng tăng trưởng từ hoạt động, bảo hiểm nhân thọ và đầu tư có thể kém sôi động. Trong khi đó, một số áp lực lên NIM năm 2025F có thể đến từ *(1)* sự phục hồi chậm của lợi suất tài sản hỗ trợ các gói cho vay và cạnh tranh về giá giữa các ngân hàng trong khi các khoản vay trung và dài hạn phục hồi chậm và *(2)* chi phí vốn tăng trong bối cảnh lãi suất huy động có sự tăng nhẹ. Tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao trong năm 2024 và có thể hạ nhiệt trong năm 2025F. Tuy nhiên, các khoản dự phòng rủi ro tại các ngân hàng trong năm 2024 chưa tương xứng với việc gia tăng nợ xấu.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngành ngân hàng có thể tăng trưởng ở mức một chữ số trong năm 2025F, do *(1)* sự tăng trưởng vừa phải của thu nhập hoạt động và *(2)* chi phí dự phòng cao hơn do dự phòng tổn thất tín dụng thấp và Thông tư 02 hết hiệu lực. Các ngân hàng nhỏ với quản lý rủi ro yếu, nợ xấu cao và quỹ dự phòng thấp có thể gặp khó khăn trong tăng trưởng lợi nhuận.

Chúng tôi ưu tiên các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng trong năm 2025F, bao gồm các cổ phiếu hưởng lợi từ điều kiện kinh doanh cải thiện và vẫn duy trì chất lượng tài sản lành mạnh. Nhóm NHTMCP nhà nước là các cổ phiếu mà chúng tôi khuyến nghị đầu tư trong ngành.

Rủi ro giảm giá: Các điều kiện kinh doanh và tiêu dùng kém hơn dự kiến, nợ xấu gia tăng không kiểm soát và vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp là những rủi ro tiềm ẩn, có thể dẫn đến sự phát triển của ngành ngân hàng theo những cách không mong đợi.

Biểu đồ 17. Tổng hiệu quả hoạt động trong 9T24 (27 ngân hàng)



Nguồn: FiinproX, KIS Research

Biểu đồ 18. Định giá P/B của ngành ngân hàng: định giá thấp cho đầu tư dài hạn

Nguồn: FiinproX , KIS Research

Phân tích công ty

BIDV	BID
Vietcombank	VCB
Vietinbank	CTG
Techcombank	TCB
Ngân hàng Quân đội	MBB
Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng	VPB

Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID)

MUA (Tái định giá), GMT: 48,000 đồng

VNIndex (12/01, điểm)	1,230
Thị giá (12/01, đồng)	39,100
Vốn hoá (triệu USD)	10,630
SLCP lưu hành (triệu)	6,898
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	44,959/35,744
GTGDTB 6T (triệu USD)	4.44
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	19.0/13.9
Cổ đông lớn (%)	
SBV	81.0
KEB Hana Bank	15.0

Đến T12	Tổng thu nhập (TOI) (tỷ đồng)	LN trước dự phòng (PPE) (tỷ đồng)	LNST (NP) (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE	DY (%)
2022A	69,582	47,025	18,159	2,290	15,105	17.1	2.6	0.9	19.1	-
2023A	73,024	47,944	21,552	2,391	15,175	16.4	2.6	1.0	19.4	-
2024E	74,445	48,913	24,433	2,314	16,377	16.9	2.4	1.0	19.2	-
2025F	88,467	58,388	26,971	3,112	22,928	12.6	1.7	1.0	18.3	-
2026F	102,760	67,822	32,145	3,771	26,699	10.4	1.5	1.0	18.8	-

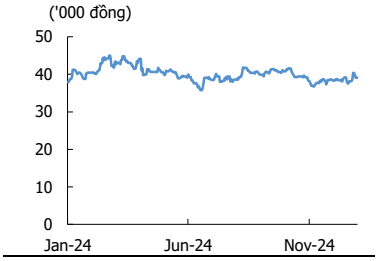
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Tăng trưởng vừa phải

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	1.5	1.5	2.9
Tương quan VNI (đpt)	4.3	4.5	(5.7)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Duy trì tăng trưởng lợi nhuận nhờ chi phí dự phòng thấp. Lũy kế 9T24 LNTT tăng +11.6% n/n lên 22,047 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào thu nhập hoạt động duy trì (+4.3% n/n) và chi phí dự phòng giảm (-7.9% n/n). Thu nhập lãi thuần trong 9T24 tăng +2.7% n/n nhờ nhu cầu tín dụng cao hơn (9T24: +9.8% svđn so với 9T23: +8.27% svđn), bù đắp cho sự giảm nhẹ của NIM từ 2.6% trong 9T23 xuống 2.4% trong 9T24. Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh +10.1% n/n nhờ vào thu nhập từ hoạt động ngoại hối và thu nhập khác khác.

Theo ban lãnh đạo, ước tính LNTT 4Q24F/2024 tăng lần lượt +14% n/n/ +12% n/n và đạt 9,000 tỷ đồng/31,000 tỷ đồng.

Chi phí tín dụng thấp duy trì tăng trưởng lợi nhuận. Nợ xấu 3Q24 (nhóm 3-5)/(nhóm 2-5) tăng nhẹ từ 1.3% của 4Q23 lên 1.7% trong 3Q24 và từ 2.8% của 4Q23 lên 3.4% trong 3Q24, trong bối cảnh điều kiện thị trường đầy thách thức. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) giảm từ 182% trong 4Q23 xuống 116% trong 3Q24, vẫn giữ mức cao so với các ngân hàng khác. Chi phí tín dụng giảm từ 1.3% trong 9T23 xuống 1.0% trong 9T24, giúp giảm chi phí dự phòng trong 9T24 (-7.9% n/n) và đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận.

Dự phóng kết quả kinh doanh của BID *(tỷ đồng, %)*

	4Q24F	q/q	n/n	2024F	2025F	n/n	Consensus	
							2024F	2025F
Tổng thu nhập	19,790	14.7	(3.9)	74,445	88,467	18.8	77,939	88,947
Thu nhập lãi ròng	15,286	9.3	2.8	57,654	69,428	20.4		
NIM	2.4							
Thu nhập ngoài lãi	4,505	37.8	(21.4)	16,791	19,039	13.4		
CPHĐ	7,125	13.0	(9.0)	25,533	30,079	17.8		
CIR	36.0			34.3	34.0			
Lợi nhuận trước dự phòng	12,666	15.7	(0.8)	48,913	58,388	19.4		
Dự phòng	3,666	(17.7)	(24.9)	17,866	23,779	33.1		
LNTT	9,000	38.5	14.1	31,047	34,609	11.5	30,434	35,411
LNST	6,074	5,151	7,100	37.8	16.9	24,433		

Nguồn: Ngân hàng, Bloomberg, KIS Research ước tính

Chúng tôi ước tính rằng LNST 4Q24F sẽ duy trì tăng trưởng dựa trên các giả định chính *(1)* TTTD đạt 15.5% svđn với biên lãi thuần giảm nhẹ *(2)* chi phí hoạt động được kiểm soát tốt và chi phí tín dụng thấp hơn. Theo ban lãnh đạo, tỷ lệ nợ xấu 4Q24F có thể đạt 1.3%, thấp hơn so với tỷ lệ 1.7% của 3Q24 và 1.3% của 4Q23.

2025F: Dự báo phục hồi và tăng trưởng vừa phải. BID dự kiến tăng trưởng 10% n/n trong năm 2025F nhờ vào *(1)* TTTD duy trì và biên lãi thuần cải thiện nhẹ trong bối cảnh phục hồi kinh tế và *(2)* chất lượng tài sản tốt và chi phí tín dụng hợp lý. Theo ban lãnh đạo, BIDV đặt mục tiêu LNTT năm 2025F tăng trưởng từ 6%-10% và tỷ lệ nợ xấu dưới 1.4%.

Tái định giá và khuyến nghị MUA: Chúng tôi nâng khuyến nghị từ **NẮM GIỮ** lên **MUA** với giá mục tiêu 48,800 đồng (tiềm năng tăng giá: 25%) cho năm 2025F, sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư (50%) và P/B (50%), xét đến tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao và định giá hấp dẫn sau khi điều chỉnh giá cổ phiếu. BIDV dự kiến ban đầu thực hiện phát hành riêng lẻ 9% cổ phần lưu hành (theo kế hoạch ban đầu), đã phát hành trước 123 triệu cổ phiếu, tương đương 2.2% vốn điều lệ (trước cổ tức bằng cổ phiếu) cho 5 nhà đầu tư. BID sở hữu quy mô lớn nhất trong ngành và tiềm năng tăng trưởng cao trong phân khúc bán lẻ. Việc huy động vốn ổn định và chi phí thấp là nền tảng vững chắc để gia tăng thị phần tín dụng trong khi khai thác lợi thế từ khách hàng lớn và lâu dài.

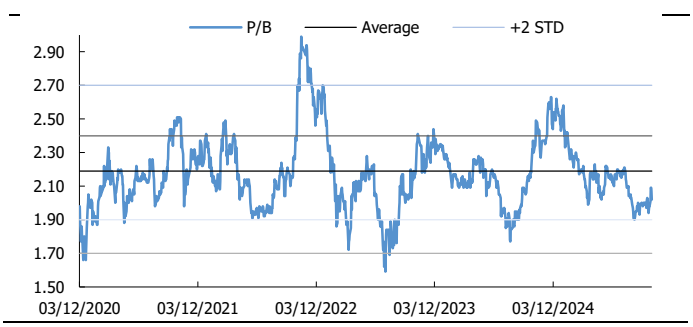
Rủi ro: Tăng trưởng kinh tế chậm hơn dự kiến và gia tăng nợ xấu có thể tác động các dự báo của chúng tôi.

Chi phí sử dụng vốn	
Chỉ tiêu	**%**
Beta (x)	1.0
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.0
Phần bù rủi ro VCSH (%)	9.0
Chi phí vốn cổ phần (%)	11.0

Tổng hợp định giá			
Phương pháp	**Giá mục tiêu**	**Tỷ trọng**	**Tỷ trọng**
PB	48,148	50%	24,074
Thặng dư thu nhập	49,538	50%	24,769
GMT của BID			48,843

Tỷ số PB hiệu chỉnh	
Chỉ tiêu	**%**
ROE	20.0
r (chi phí VCSH)	11
g (tăng trưởng bền vững)	3.0
P/B mục tiêu	**2.1**

Định giá trong giao dịch lịch sử



Tổng hợp định giá					
1. Phương pháp Thặng dư thu nhập	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
LNST công ty mẹ	26,971	32,145	34,982	39,843	39,602
VCSH	158,145	184,154	211,822	243,706	274,243
ROE	18.1	18.7	17.6	17.5	15.3
Chi phí VCSH (%)	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
Thặng dư thu nhập	11,936	14,749	14,725	16,543	12,794
Tỷ suất chiết khấu	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
Hiện giá của FCF	11,936	13,287	11,951	12,096	8,428
Tăng trưởng dài hạn (%)	3.0				
Giá trị cuối	155,736				
Tổng giá trị	341,686				
SLCP đang lưu hành	6,898				
Giá (VND/cổ phiếu) (A)	49,538				
FY 25 GMT	49,538				
2. Phương pháp P/B					
BVPS (đồng)	22,928				
Fair PB (x)	2.1x				
2Q-FY 25GMT	**48,148**				

Cân đối kế toán *(nghìn tỷ đồng)*

	2023A	2024A	2025F	2026F
Tổng TS	2,301	2,641	3,008	3,425
Tổng TS sinh lãi	2,271	2,628	2,962	3,368
Cho vay và TPDN	1,785	2,058	2,372	2,696
Hộ gia đình				
Doanh nghiệp				
Tiền gửi và cho vay TCTD	305	370	368	423
Tiền gửi NHNN và TPCP	181	200	223	248
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	72	55	91	106
Khác	54	46	64	77
Tổng nợ phải trả	2,178	2,499	2,845	3,236
Tiền gửi của khách hàng	1,704	1,928	2,209	2,535
Trái phiếu	189	214	246	282
Tiền gửi và vay của TCTD	194	204	213	223
Tiền vay của CP và NHNN	36	108	113	119
Phải trả khác	54	46	64	77
Tổng VCSH	123	142	163	189
VCSH	118	137	158	184
Vốn điều lệ	57	57	57	57
Thặng dư VCSH	15	15	15	15
Quỹ khác	12	16	19	24
LN giữ lại	34	49	67	89
Thu nhập toàn diện khác	(0)	(1)	(1)	(1)
Cổ đông thiểu số	5	5	5	5

Kết quả hoạt động kinh doanh *(nghìn tỷ đồng)*

	2023A	2024A	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	73	74	88	103
Thu nhập lãi thuần	56	58	69	82
Thu nhập lãi	153	138	168	200
Chi phí lãi	97	80	98	118
Thu nhập ngoài lãi	17	17	19	20
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	11	12	13	14
Lãi từ đầu tư tài chính	4	0	1	1
Khác	2	5	4	5
Dự phòng rủi ro tín dụng	20	18	24	27
Thu nhập hoạt động ròng	53	57	65	76
Chi phí quản lý và bán hàng	25	26	30	35
Chi phí nhân viên	-	-	-	-
Lợi nhuận trước DPTD	48	49	58	68
LNTT	28	31	35	41
Thuế	6	6	7	8
Thuế suất hiệu dụng (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Lãi từ hoạt động chính	17	17	19	24
Hoàn nhập nợ đã trích lập	5	8	8	9
LN ròng	22	25	28	33
LN dành cho NH mẹ	22	24	27	32

Chỉ số tài chính

	2023A	2024A	2025F	2026F
Sinh lợi và hiệu quả(%)				
ROE	19.4	19.2	18.3	18.8
ROA	1.0	1.0	1.0	1.0
NIM	2.63	2.41	2.55	2.66
Lãi TB trên tài sản	7.16	5.76	6.16	6.48
Chi phí vốn	4.72	3.49	3.76	3.98
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	34.3	34.3	34.0	34.0
Chi phí tín dụng	1.22	0.93	1.07	1.05
Tăng trưởng (%)				
LN dành cho NH mẹ	18.7	13.4	10.4	19.2
LNTDPTD	2.0	2.0	19.4	16.2
Tăng trưởng tín dụng	16.3	15.3	15.2	13.7
Tổng TS	8.5	14.8	13.9	13.9
Chất lượng TS (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1.3	1.3	1.2	1.2
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	181.8	153.2	147.1	138.4
Tỷ lệ cho vay / huy động	87.6	89.8	90.7	90.4
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Hệ số an toàn vốn (CAR)	9.2	8.0	6.9	6.9
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	n.a	n.a	n.a	n.a
Tỷ lệ vốn cấp 1	n.a	n.a	n.a	n.a

Định giá

	2022A	2023A	2024F	2025F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
BPS	15,105	15,175	16,377	22,928
EPS	2,290	2,391	2,314	3,112
Cổ tức	-	-	-	-
Định giá (x)				
P/B	2.6	2.6	2.4	1.7
P/E	17.1	16.4	16.9	12.6
P/PPE	5.7	6.3	6.7	4.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-
Phân tích ROE (%)				
ROE	19.1	19.4	19.2	18.3
Đòn bẩy (x)	19.5	18.7	18.6	18.4
TS sinh lãi / Tổng TS	96.7	96.4	97.8	96.4
LN ròng / TS sinh lãi	0.9	0.9	0.9	0.9
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	2.7	2.5	2.2	2.3
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0.6	0.7	0.6	0.6
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.1	0.9	0.7	0.8
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.1	1.1	1.0	1.0

Vietcombank (VCB)

MUA(Duy trì), GMT: 112,000 đồng

VNIndex (12/01, điểm)	1,230
Thị giá (12/01, đồng)	91,400
Vốn hoá (triệu USD)	20,135
SLCP lưu hành (triệu)	5,589
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	97,400/85,200
GTGDTB 6T (triệu USD)	5.22
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	25.2/22.9
Cổ đông lớn (%)	
SBV	74.8
Mizuho	15.0

Đến T12	TOI (tỷ đồng)	PPE (tỷ đồng)	NP (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE	DY (%)
2022A	68,083	46,832	29,899	4,896	24,254	18.6	3.8	1.9	24.4	0.4
2023A	67,723	45,809	33,033	4,471	25,520	20.4	3.6	1.8	21.7	0.0
2024E	68,145	46,338	34,139	5,479	34,760	16.6	2.6	1.7	18.8	0.0
2025F	84,455	59,119	38,295	6,310	41,069	14.4	2.2	1.7	18.1	0.0
2026F	97,662	68,363	44,322	7,200	48,269	12.6	1.9	1.7	17.8	0.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

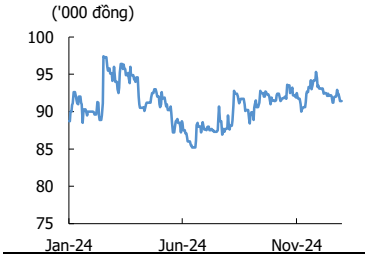
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Triển vọng lợi nhuận vững chắc

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(2.2)	4.3	3.0
Tương quan VNI (đpt)	0.5	7.3	(5.5)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Duy trì lợi nhuận 9T24. LNTT 9T24 tăng nhẹ +6.7% n/n lên 31.5 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 73% mục tiêu 2024) nhờ vào chi phí dự phòng giảm (-45% n/n), bù đắp bởi thu nhập ngoài lãi (-15% n/n). Thu nhập ngoài lãi không tích cực từ các nguồn thu chính như bancassurance, hoạt động ngoại hối, v.v. Thu nhập từ lãi trong 9T24 duy trì ổn định (+1.8% n/n). TTTD tăng mạnh từ +7.7% svđn trong 2Q24 lên +10.2% svđn trong 3Q24, cao hơn so với mức 3.8% svđn trong 3Q23. NIM giảm (3.2% trong 9T23 so với 3.0% trong 9T24) do *(1)* giảm lãi suất để hỗ trợ khách hàng và *(2)* cho vay nhiều khoản vay ngắn hạn.

Nợ xấu tăng nhưng kỳ vọng được kiểm soát tốt: VCB duy trì chất lượng tài sản tốt nhất trong ngành. Nợ xấu (nhóm 3-5)/(nhóm 2-5) tăng nhẹ từ 1.0%/1.4% trong 4Q23 lên 1.2%/1.6% trong 3Q24, duy trì tỷ lệ thấp nhất trong ngành. Nợ tái cấu trúc trong 3Q24 theo Thông tư 02/2023-NHNN rất thấp, chỉ chiếm 0.01% tổng dư nợ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) trong 3Q24 vẫn cao ở mức 205% (so với 230% trong 4Q23 của VCB), duy trì mức an toàn trong hoạt động cao và tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh. VCB vẫn có chất lượng tài sản tốt nhất và quản lý rủi ro thận trọng, kiểm soát nợ xấu tốt ngay cả trong điều kiện thị trường khó khăn.

Dự phóng kết quả kinh doanh của VCB *(tỷ đồng, %)*

	4Q24F	q/q	n/n	2024F	2025F	n/n	Consensus	
							2024F	2025F
Tổng thu nhập	17,277	2.6	8.3	68,145	84,455	23.9	69,971	81,830
Thu nhập lãi ròng	14,072	3.6	9.9	55,635	68,965	24.0		
NIM	2.9			2.9	3.1			
Thu nhập ngoài lãi	3,205	(1.6)	1.5	12,509	15,490	23.8		
CPHĐ	5,819	0.1	1.2	21,806	25,337	16.2		
CIR	34			32	30	(6.2)		
Lợi nhuận trước dự phòng	11,458	3.9	12.3	46,338	59,119	27.6		
Dự phòng	359	10.2	(124.1)	3,706	11,219	202.7		
LNTT	11,099	3.7	(5.1)	42,632	47,900	12.4	43,401	50,925
LNST	8,873	3.6	(5.2)	34,139	38,295	12.2		

Nguồn: Ngân hàng, Bloomberg, KIS Research ước tính

Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng giảm nhẹ trong 4Q24 do không ghi nhận hoàn nhập chi phí dự phòng như trong 4Q23. Theo ban lãnh đạo, VCB có thể hoàn thành mục tiêu 2024.

Lợi nhuận có thể duy trì đà tăng trưởng trong 2025F. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng kinh tế cải thiện trong 2025F và tăng cường đầu tư công có thể thúc đẩy nhu cầu tín dụng cao hơn và phục hồi thu nhập phí từ hoạt động trong nước và xuất khẩu. VCB có thể cải thiện biên lãi thuần nhờ điều kiện kinh doanh tốt hơn với hỗ trợ giảm lãi suất cho vay ít hơn và không gặp phải áp lực trích lập chi phí dự phòng rủi ro như các ngân hàng khác.

Duy trì khuyến nghị MUA. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu 112,000 đồng cho năm 2025F (tiềm năng tăng giá: 23%) sử dụng phương pháp thặng dư thu nhập (50%) và P/B (50%). Chúng tôi tin rằng VCB xứng đáng giao dịch ở mức P/B 3.45x (trung bình định giá lịch sử 5 năm và cao hơn các ngân hàng khác) nhờ vào rủi ro hoạt động và rủi ro thị trường thấp, cùng với lợi nhuận chất lượng cao.

Rủi ro: Tăng trưởng kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến và áp lực cạnh tranh liên quan đến thu nhập ngoài lãi có thể cản trở các dự báo của chúng tôi.

Cân đối kế toán *(nghìn tỷ đồng)*

	2023A	2024E	2025F	2026F
Tổng TS	1,839	2,100	2,382	2,697
Tổng TS sinh lãi	1,818	2,086	2,368	2,683
Cho vay và TPDN	1,281	1,460	1,703	1,971
Hộ gia đình	562	625	727	727
Doanh nghiệp	714	1,460	1,703	1,971
Tiền gửi và cho vay TCTD	396	474	500	532
Tiền gửi NHNN và TPCP	141	152	165	180
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	56	57	63	69
Khác	35	43	49	54
Tổng nợ phải trả	1,671	1,906	2,152	2,428
Tiền gửi của khách hàng	1,396	1,551	1,766	2,015
Trái phiếu	20	23	35	40
Tiền gửi và vay của TCTD	214	225	236	248
Tiền vay của CP và NHNN	2	71	74	78
Phải trả khác	40	37	41	47
Tổng VCSH	168	194	230	270
VCSH	168	194	230	270
Vốn điều lệ	56	56	56	56
Thặng dư VCSH	5	5	5	5
Quỹ khác	23	28	32	38
LN giữ lại	85	105	136	171
Thu nhập toàn diện khác	(0)	1	1	1
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Kết quả hoạt động kinh doanh *(nghìn tỷ đồng)*

	2023A	2024E	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	68	68	84	98
Thu nhập lãi thuần	54	56	69	80
Thu nhập lãi	108	94	119	145
Chi phí lãi	55	39	50	65
Thu nhập ngoài lãi	14	13	15	17
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	11	11	13	14
Lãi từ đầu tư tài chính	0	0	0	0
Khác	2	2	2	3
Dự phòng rủi ro tính dụng	5	4	11	13
Thu nhập hoạt động ròng	63	64	73	85
Chi phí quản lý và bán hàng	22	22	25	29
Chi phí nhân viên	12	-	-	-
Lợi nhuận trước DPTD	46	46	59	68
LNTT	41	43	48	55
Thuế	8	8	10	11
Thuế suất hiệu dụng (%)	0	0	0	0
Lãi từ hoạt động chính	31	33	36	42
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2	1	2	2
LN ròng	33	34	38	44
LN dành cho NH mẹ	33	34	38	44

Chỉ số tài chính

	2023A	2024E	2025F	2026F
Sinh lợi và hiệu quả(%)				
ROE	21.7	18.8	18.1	17.8
ROA	1.8	1.7	1.7	1.75
NIM	3.0	2.9	3.1	3.20
Lãi TB trên tài sản	6.1	4.9	5.4	5.79
Chi phí vốn	3.4	2.2	2.5	2.88
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	32.4	32.0	30.0	30.0
Chi phí tín dụng	0.4	0.3	0.7	0.70
Tăng trưởng (%)				
LN dành cho NH mẹ	10.5	3.3	12.2	15.7
LNTDPTD	-2.2	1.2	27.6	15.6
Tăng trưởng tín dụng	10.7	14.0	16.6	15.7
Tổng TS	1.4	14.2	13.4	13.2
Chất lượng TS (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1.0	1.2	0.8	0.8
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	230.3	200.0	328.0	317.7
Tỷ lệ cho vay / huy động	79.6	82.1	84.5	86.4
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Hệ số an toàn vốn (CAR)	12.2	12.2	12.9	13.3
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ vốn cấp 1	11.1	11.2	11.7	12.2

Định giá

	2023A	2024E	2025F	2026F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
BPS	25,520	34,760	41,069	48,269
EPS	4,471	5,479	6,310	7,200
Cổ tức				
Định giá (x)				
P/B	3.6	2.6	2.2	1.9
P/E	20.4	16.6	14.4	12.6
P/PPE	13.1	11.0	8.6	7.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Phân tích ROE (%)				
ROE	21.7	18.8	18.1	17.8
Đòn bẩy (x)	10.9	10.8	10.4	10.0
TS sinh lãi / Tổng TS	97.0	97.4	97.4	97.5
LN ròng / TS sinh lãi	1.8	1.6	1.6	1.7
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	2.9	2.7	2.9	3.0
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0.8	0.6	0.7	0.6
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.3	0.2	0.5	0.5
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.2	1.0	1.1	1.1

Vietinbank (CTG)

KHÔNG XẾP HẠNG

VNIndex (12/01, điểm)	1,230
Thị giá (12/01, đồng)	37,500
Vốn hoá (triệu USD)	7,937
SLCP lưu hành (triệu)	5,370
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	38,900/30,150
GTGDTB 6T (triệu USD)	9.88
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	35.5/27.0
Cổ đông lớn (%)	
NHNN	64.5
MUFG Bank	19.7

Đến T12	TOI (tỷ đồng)	PPE (tỷ đồng)	NP (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE	DY (%)
2020A	45,317	29,232	13,694	3,678	22,617	10.2	1.7	1.1	17.1	1.3
2021A	53,157	35,971	14,089	2,932	19,198	12.8	2.0	1.0	16.0	2.1
2022A	64,117	44,922	16,924	3,522	22,231	10.6	1.7	1.0	17.0	0
2023A	70,548	50,105	19,904	3,706	23,119	10.1	1.6	1.0	17.2	0
9T24A	60,624	44,647	15,550	5,370	26,098	10.0	1.43	1.0	16.31	0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

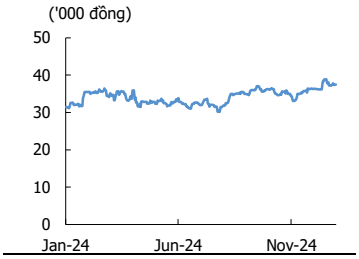
Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Triển vọng lợi nhuận bền vững

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.3	17.2	19.0
Tương quan VNI (đpt)	6.1	20.2	10.5

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Tăng trưởng lợi nhuận 9T24 mạnh mẽ. LNTT 9T24 tăng nhẹ +12.1% n/n, đạt 19.5 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 68% kế hoạch năm 2024), nhờ vào thu nhập lãi thuần tăng (+19.7% n/n) và chi phí hoạt động được kiểm soát (CIR 9T24: 26% so với CIR 9T23: 27%). CTG đã đẩy nhanh tiến độ xử lý và dự phòng nợ xấu, dẫn đến chi phí dự phòng rủi ro tăng (+21.8% n/n). Nợ xấu vẫn ở mức có thể kiểm soát được (Nợ xấu (nhóm 3-5)/(nhóm 2-5): 1.4%/2.9% trong 3Q24 so với 1.6%/3.0% trong 2Q24 và 1.1%/2.7% trong 4Q23).

4Q24F: Tăng trưởng 2 chữ số nhờ vào *(1)* TTTD cao và duy trì NIM *(2)* thu nhập khác từ thu hồi nợ xấu *(3)* chi phí dự phòng thấp hơn. Theo ban lãnh đạo, TTTD năm 2024 đã tăng 14.8% tính đến ngày 12/10/2024, kiểm soát nợ xấu dưới mức 1.1%, và duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao.

TTTD dụng bán lẻ cao hơn: TTTD 3Q24 tăng dần lên +9.0% svđn, tương đương với mức tăng trưởng 9% svđn của ngành và 8.7% svđn trong 3Q23. Tín dụng FDI/Bán lẻ dẫn đầu TTTD với mức tăng trưởng +17.8%/+11.8% svđn, theo sau là các doanh nghiệp lớn (+6.8% svđn) và SMEs (+5.5% svđn). Tín dụng sản xuất và kinh doanh là yếu tố đóng góp chính vào TTTD bán lẻ, trong khi cho vay mua nhà vẫn ổn định. NIM tăng nhẹ từ mức 2.96% trong 9T23 lên 3.01% trong 9T24 nhờ vào chi phí vốn thấp hơn.

Duy trì đà tăng trưởng trong 2025F. Chúng tôi kỳ vọng rằng triển vọng kinh tế cải thiện trong năm 2025F, đầu tư công gia tăng và dòng vốn FDI liên tục sẽ thúc đẩy nhu cầu tín dụng cao hơn. NIM trong 2025F có thể duy trì hoặc giảm nhẹ nhờ vào chi phí vốn có thể kiểm soát được, phù hợp với tỷ suất sinh lời tài sản. Chi phí hoạt động có thể được quản lý với CIR ổn định. Chi phí dự phòng không chịu áp lực lớn từ chi phí dự phòng rủi ro nhờ tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao. Do đó, lợi nhuận trong 2025F có thể tiếp tục tăng trưởng với mức tăng trưởng 2 chữ số.

Định giá hấp dẫn. CTG hiện đang giao dịch với P/B forward là 1.15x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.33x (tiềm năng tăng giá: 16%). Nguồn vốn huy động ổn định và chi phí thấp là nền tảng vững chắc để tăng trưởng thị phần tín dụng, đồng thời khai thác lợi thế hiện có từ khách hàng lớn và lâu dài. Bên cạnh đó, CTG có thể tăng cường xử lý nợ xấu để cải thiện hiệu quả hoạt động.

Rủi ro: Tăng trưởng kinh tế phục hồi chậm hơn kỳ vọng, giảm mạnh biên lãi thuần, và tiến độ xử lý nợ xấu chậm hơn dự kiến.

Cân đối kế toán *(nghìn tỷ đồng)*

	2021A	2022A	2023A	9T24
Tổng TS	1,532	1,809	2,033	2,230
Tổng TS sinh lãi	1,483	1,728	1,976	2,194
Cho vay và TPDN	1,141	1,280	1,478	1,611
Hộ gia đình	363	471	554	-
Doanh nghiệp	-	0	0	0
Tiền gửi và cho vay TCTD	236	339	381	483
Tiền gửi NHNN và TPCP	105	109	117	100
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	75	111	85	73
Khác	26	30	28	36
Tổng nợ phải trả	1,439	1,701	1,908	2,089
Tiền gửi của khách hàng	1,162	1,249	1,411	1,517
Trái phiếu	64	91	115	132
Tiền gửi và vay của TCTD	141	212	307	301
Tiền vay của CP và NHNN	33	105	22	95
Phải trả khác	38	44	53	44
Tổng VCSH	93	108	125	141
VCSH	92	107	124	140
Vốn điều lệ	58	58	64	64
Thặng dư VCSH	-	-	-	-
Quỹ khác	49	49	55	55
LN giữ lại	(28)	(16)	(13)	3
Thu nhập toàn diện khác	14	16	19	19
Cổ đông thiểu số	1	1	1	1

Kết quả hoạt động kinh doanh *(nghìn tỷ đồng)*

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Tổng thu nhập hoạt động	53	64	71	61
Thu nhập lãi thuần	42	48	53	46
Thu nhập lãi	85	105	133	92
Chi phí lãi	43	57	80	46
Thu nhập ngoài lãi	11	16	18	15
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	7	9	11	9
Lãi từ đầu tư tài chính	1	0	0	0
Khác	3	7	6	6
Dự phòng rủi ro tính dụng	18	24	25	25
Thu nhập hoạt động ròng	35	40	45	35
Chi phí quản lý và bán hàng	17	19	20	16
Chi phí nhân viên	10	11	12	-
Lợi nhuận trước DPTD	36	45	50	45
LNTT	18	21	25	20
Thuế	3	4	5	4
Thuế suất hiệu dụng (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Lãi từ hoạt động chính	11	14	17	n.a
Hoàn nhập nợ đã trích lập	3	3	3	n.a
LN ròng	14	17	20	16
LN dành cho NH mẹ	14	17	20	16

Chỉ số tài chính

	2021A	2022A	2023A	9T24
Sinh lợi và hiệu quả(%)				
ROE	16.0	17.0	17.2	16.3
ROA	1.0	1.0	1.0	1.0
NIM	3.05	3.05	2.93	3.01
Lãi TB trên tài sản	6.18	6.67	7.33	6.01
Chi phí vốn	3.26	3.72	4.54	3.14
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	32.3	29.9	29.0	26.4
Chi phí tín dụng	1.69	1.97	1.82	1.63
Tăng trưởng (%)				
LN dành cho NH mẹ	2.9	20.1	17.6	12.1
LNTDPTD	23.1	24.9	11.5	17.4
Tăng trưởng tín dụng	11.1	12.1	15.5	9.0
Tổng TS	14.2	18.1	12.4	9.7
Chất lượng TS (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1.3	1.2	1.1	1.4
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	180.4	185.9	167.2	153.0
Tỷ lệ cho vay / huy động	90.6	86.4	82.8	83.7
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Hệ số an toàn vốn (CAR)	-	-	-	-
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	n.a	n.a	n.a	n.a
Tỷ lệ vốn cấp 1	n.a	n.a	n.a	n.a

Định giá

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
BPS	19,198	22,231	23,119	26,098
EPS	2,139	2,139	2,139	3,638
Cổ tức	800			-
Định giá (x)				
P/B	2.0	1.7	1.6	1.4
P/E	18.4	18.4	18.4	11.1
P/PPE	5.0	4.0	4.0	1.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.1	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	8.0			-
Phân tích ROE (%)				
ROE	16.0	17.0	17.2	16.3
Đòn bẩy (x)	16.5	16.8	16.3	15.8
TS sinh lãi / Tổng TS	95.2	94.0	95.9	96.8
LN ròng / TS sinh lãi	1.0	1.0	1.0	0.7
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	2.8	2.8	2.7	2.1
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0.8	0.9	0.9	0.7
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.2	1.4	1.3	1.1
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.2	1.1	1.0	0.7

Techcombank (TCB)

NẮM GIỮ(Duy trì), GMT 27,100 đồng

VNIndex (12/01, điểm)	1,230
Thị giá (12/01, đồng)	23,400
Vốn hoá (triệu USD)	6,516
SLCP lưu hành (triệu)	7,065
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	24,900/16,512
GTGDTB 6T (triệu USD)	12.08
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	68.3/22.5
Cổ đông lớn (%)	
Masan	14.9
Ho Hung Anh and his family	13.55

Đến T12	TOI (tỷ đồng)	PPE (tỷ đồng)	NP (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE	DY (%)
2021A	40,902	27,504	20,150	2,850	16,124	8.5	1.5	3.2	19.5	-
2022A	40,061	26,809	18,004	2,541	18,684	9.5	1.3	2.3	14.7	-
2023A	49,870	33,711	22,659	3,202	21,149	7.5	1.1	2.5	16.1	3.1
2024F	58,574	41,002	26,679	3,769	24,673	6.4	1.0	2.6	16.5	-
2025F	73,681	51,577	33,761	4,771	29,444	5.1	0.8	2.7	17.7	-

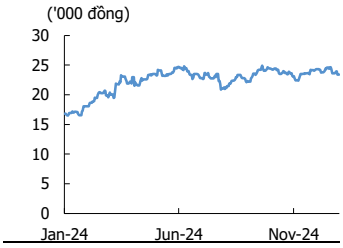
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(3.5)	2.6	39.4
Tương quan VNI (đpt)	(0.7)	5.6	30.8

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Phục hồi mạnh mẽ như kỳ vọng

Phục hồi mạnh mẽ. LNTT 9T24 tăng +33% n/n, đạt 22,842 tỷ đồng (hoàn thành 84% kế hoạch năm 2024), nhờ vào *(1)* cải thiện thu nhập hoạt động từ cả thu nhập lãi thuần (+34% n/n) và thu nhập ngoài lãi (+18% n/n), *(2)* chi phí hoạt động được kiểm soát với CIR thấp hơn (CIR 9T24 là 28% so với CIR 9T23 là 33%). Tuy nhiên, chi phí dự phòng 9T24 đã tăng mạnh +73% n/n để nâng cao tỷ lệ bao phủ nợ xấu (từ 102% trong 4Q23 lên 103% trong 1Q24), ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận.

TTTD mạnh mẽ và cải thiện NIM. TTTD mạnh mẽ duy trì đà tăng với +17.5% svđn tính đến 3Q24, cao hơn mức tăng trưởng 9% svđn của ngành và +13.5% svđn trong 3Q23. TCB đã phân bổ tín dụng cho cả phân khúc cho vay doanh nghiệp và cho vay bán lẻ. Với môi trường lãi suất thấp, NIM đã cải thiện từ mức 4.15% trong 9T23 lên 4.49% trong 9T24 nhờ vào chi phí vốn thấp hơn và duy trì CASA ở mức cao (TOP 1) trong điều kiện thị trường kinh doanh thuận lợi hơn.

Chúng tôi ước tính LNST 4Q24F có thể giữ ổn định với các giả định chính *(1)* TTTD cao 22% svđn và NIM giảm nhẹ do chi phí vốn cao hơn, *(2)* chi phí hoạt động tăng mạnh do ghi nhận chi phí một lần từ việc chấm dứt hợp tác giữa Manulife và TCB, và *(3)* nợ xấu và chi phí tín dụng được kiểm soát tốt. Tỷ lệ CASA của TCB có thể tiếp tục duy trì ở mức cao.

Dự phóng kết quả kinh doanh của TCB *(tỷ đồng, %)*

	4Q24F	q/q	n/n	2024F	2025F	n/n	Consensus	
							2024F	2025F
Tổng thu nhập	12,434	5.8	12.9	49,870	58,574	17.5	50,060	57,349
Thu nhập lãi ròng	8,994	0.7	18.4	35,900	43,550	21.3		
NIM	4.2							
Thu nhập ngoài lãi	3,440	21.7	0.6	13,970	15,024	7.5		
CPHĐ	5,530	61.2	53.2	16,159	17,572	8.7		
CIR	44.5			32.4	30.0			
Lợi nhuận trước dự phòng	6,904	(17.1)	(6.8)	33,711	41,002	21.6		
Dự phòng	1,200	8.2	(26.6)	5,164	7,084	37.2		
LNTT	5,704	(20.9)	(1.2)	28,546	33,917	18.8	28,536	34,476
LNST	4,563	(21.2)	1.8	22,903	26,956	17.7		

Nguồn: Ngân hàng, Bloomberg, KIS Research ước tính

Tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong 2025F: Với kỳ vọng phục hồi của thị trường, chúng tôi dự báo TCB có thể tiếp tục tăng trưởng với mức tăng 2 chữ số nhờ vào *(1)* TTTD cao, *(2)* cải thiện NIM nhờ vào việc duy trì tỷ lệ CASA cao và điều kiện thị trường thuận lợi hơn, *(3)* tiếp tục phục hồi thu nhập ngoài lãi từ hoạt động ngân hàng đầu tư và dịch vụ thanh toán, và *(4)* nợ xấu dự kiến được kiểm soát tốt hơn trong điều kiện thị trường thuận lợi hơn.

Duy trì khuyến nghị NẮM GIỮ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu 27,100 đồng cho năm 2025F (tiềm năng tăng giá: +15%) bằng phương pháp thặng dư thu nhập (50%) và phương pháp P/B (50%), xem xét tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận và định giá hợp lý tại thời điểm hiện tại.

Rủi ro: Tăng trưởng kinh tế và thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến cùng với khủng hoảng vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp gia tăng có thể tác động đến dự báo của chúng tôi.

Cân đối kế toán *(tỷ đồng)*

	2023A	2024F	2025F	2026F
	850,799	957,400	1,140,270	1,353,020
Tổng TS	758,611	891,337	1,034,813	1,242,300
Tổng TS sinh lãi	561,150	684,604	823,382	998,354
Cho vay và TPDN Hộ gia đình				
Doanh nghiệp	141,194	112,329	136,315	156,635
Tiền gửi và cho vay TCTD	56,267	94,404	75,116	87,311
Tiền gửi NHNN và TPCP	-	-	-	-
Trái phiếu VAMC	99,473	75,738	116,799	124,764
Tổng TS không sinh lãi	7,285	9,675	11,342	14,044
Khác	717,854	807,087	965,133	1,144,271
Tổng nợ phải trả	454,661	509,220	667,959	813,218
Tiền gửi của khách hàng	84,703	132,124	100,194	121,983
Trái phiếu	153,173	142,995	168,873	177,317
Tiền gửi và vay của TCTD	0	-	-	-
Tiền vay của CP và NHNN	25,317	22,748	28,107	31,753
Phải trả khác	132,945	150,313	175,137	208,749
Tổng VCSH	131,628	148,996	173,820	207,432
VCSH	35,225	35,225	35,225	35,225
Vốn điều lệ	476	476	476	476
Thặng dư VCSH	45,726	48,426	51,861	55,863
Quỹ khác	50,201	64,869	86,258	115,868
LN giữ lại	-	-	-	-
Thu nhập toàn diện khác	1,317	1,317	1,317	1,317

Kết quả hoạt động kinh doanh *(tỷ đồng)*

	2023A	2024A	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động	40,061	49,870	58,574	73,681
Thu nhập lãi thuần	27,691	35,900	43,550	55,460
Thu nhập lãi	56,708	60,580	75,604	96,118
Chi phí lãi	29,017	24,680	32,054	40,657
Thu nhập ngoài lãi	12,370	13,970	15,024	18,221
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	8,911	10,286	10,553	12,473
Lãi từ đầu tư tài chính	1,025	2,503	1,262	1,388
Khác	2,434	1,180	3,209	4,360
Dự phòng rủi ro tính dụng	3,921	5,164	7,084	8,657
Thu nhập hoạt động ròng	36,140	44,706	51,489	65,024
Chi phí quản lý và bán hàng	13,252	16,159	17,572	22,104
Chi phí nhân viên	n.a	n.a	n.a	n.a
Lợi nhuận trước DPTD	26,809	33,711	41,002	51,577
LNTT	22,888	28,546	33,917	42,920
Thuế	4,697	5,643	6,961	8,808
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.5	19.8	20.5	20.5
Lãi từ hoạt động chính	17,359	21,717	25,302	31,628
Hoàn nhập nợ đã trích lập	832	1,186	1,655	2,483
LN ròng	18,191	22,903	26,956	34,111
LN dành cho NH mẹ	18,004	22,659	26,679	33,761

Chỉ số tài chính

	2023A	2024E	2025F	2026F
Sinh lợi và hiệu quả(%)				
ROE	14.7	16.1	16.5	17.7
ROA	2.3	2.5	2.6	2.7
NIM	4.1	4.4	4.6	4.9
Lãi TB trên tài sản	8.4	7.4	8.0	8.6
Chi phí vốn	4.6	3.3	3.7	4.0
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	33.1	32.4	30.0	30.0
Chi phí tín dụng	0.8	0.8	0.9	1.0
Tăng trưởng (%)				
LN dành cho NH mẹ	(10.7)	25.9	17.7	26.5
LNTDPTD	(2.5)	25.7	21.6	25.8
Tăng trưởng tín dụng	21.6	22.0	20.3	21.3
Tổng TS	21.5	12.5	19.1	18.7
Chất lượng TS (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	1.2	1.2	0.9	0.9
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	102.1	122.7	132.9	140.4
Tỷ lệ cho vay / huy động	89.2	92.6	95.3	96.5
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Hệ số an toàn vốn (CAR)	14.4	12.4	12.5	13.0
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	14.3	15.6	15.8	16.5
Tỷ lệ vốn cấp 1	14.7	16.1	16.5	17.7

Định giá

	2023A	2024E	2025F	2026F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
BPS	18,684	21,149	24,673	29,444
EPS	2,541	3,202	3,769	4,771
Cổ tức	-	750	-	-
Định giá (x)				
P/B	1.3	1.1	0.9	0.8
P/E	9.2	7.3	6.2	4.9
P/PPE	6.1	4.9	4.0	3.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	3.2	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	11.7	-	-
Phân tích ROE (%)				
ROE	6.4	6.4	6.5	6.5
Đòn bẩy (x)	88.4	92.2	89.9	90.9
TS sinh lãi / Tổng TS	2.4	2.5	2.6	2.7
LN ròng / TS sinh lãi	3.7	4.0	4.2	4.5
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	1.6	1.6	1.5	1.5
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0.5	0.6	0.7	0.7
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.7	1.8	1.7	1.8
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	6.4	6.4	6.5	6.5

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

KHÔNG XẾP HẠNG

VNIndex (12/01, điểm)	1,230
Thị giá (12/01, đồng)	21,150
Vốn hoá (triệu USD)	5,087
SLCP lưu hành (triệu)	6,102
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	22,522/18,251
GTGDTB 6T (triệu USD)	12.73
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	69.0/20.2
Cổ đông lớn (%)	
Viettel	12.1
SCIC	8.1

Đến T12	TOI (tỷ đồng)	PPE (tỷ đồng)	NP (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE	DY (%)
2020A	27,362	16,807	8,263	4,409	9,614	13.6	2.2	1.9	19.2	-
2021A	36,934	24,557	12,697	3,230	6,412	16.1	3.3	2.4	23.6	-
2022A	45,593	30,777	17,483	3,659	9,259	10.5	2.3	2.7	25.8	-
2023A	47,306	32,393	20,677	3,691	11,797	8.6	1.8	2.5	24.5	2.4
9T24A	38,850	27,089	16,350	4,031	20,027	5	1	3	22	2

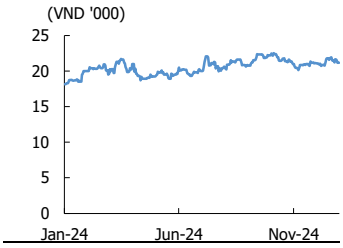
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.1	5.8	16.4
Tương quan VNI (đpt)	2.9	8.8	7.9

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Kỳ vọng phục hồi

Lợi nhuận 9T24 ổn định. LNTT 9T24 tăng 3.6% n/n, đạt 20,736 tỷ đồng (hoàn thành 73% kế hoạch năm 2024), nhờ vào *(1)* thu nhập ngoài lãi cao (+46% n/n) và (2) chi phí hoạt động được kiểm soát, nhưng bù lại chi phí dự phòng rủi ro tăng (+41.2% n/n). Thu nhập ngoài lãi chủ yếu đến từ các hoạt động dịch vụ thanh toán, môi giới, tư vấn, xử lý nợ xấu, hoạt động ngoại hối và các nguồn khác. Theo ước tính của chúng tôi, thua lỗ từ M-credit là nguyên nhân chủ yếu làm giảm lợi nhuận hợp nhất.

Nợ xấu hợp nhất (nhóm 3-5) có diễn biến không đều: 4Q24 là 1.6%/ 1Q24 là 2.5%/ 2Q24 là 1.6%/ 3Q24 là 2.2%, chủ yếu đến từ các ngân hàng mẹ. Nợ xấu của M-credit tăng nhẹ từ 7.0% trong 3Q24 lên 7.1% trong 4Q24, theo ước tính của chúng tôi. Ban lãnh đạo ước tính LNTT 4Q24/2024F sẽ tăng lần lượt là +9%/+5% n/n, đạt 6,800 tỷ đồng/27,600 tỷ đồng.

NIM suy giảm và TTTD duy trì trong 9T24. Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 2% n/n với TTTD 9T24 duy trì (TTTD 9T24 là +13.5% svđn so với 9T23 là +13.7% svđn). Các khoản vay doanh nghiệp (+19.4% svđn) đóng góp lớn vào TTTD tổng thể, trong khi các khoản vay bán lẻ (+9.4% svđn) và trái phiếu doanh nghiệp (-9.1% svđn) có mức tăng trưởng thấp hơn. NIM giảm từ 5.5% trong 9T23 xuống 4.3% trong 9T24 do sự giảm sút của lợi suất tài sản.

Dự báo phục hồi trong năm 2025F. Trong điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn, chúng tôi dự báo lợi nhuận 2025F có thể phục hồi nhờ vào *(1)* nhu cầu tín dụng tăng cao, *(2)* cải thiện thu nhập lãi thuần, *(3)* sự tăng trưởng mạnh mẽ từ thu nhập ngoài lãi, và *(4)* kiểm soát nợ xấu trong điều kiện thị trường tốt hơn. NIM có thể phục hồi nhờ vào tỷ lệ CASA duy trì mức cao và nhu cầu tín dụng tăng cao. MBB đặt mục tiêu LNTT 2025F đạt 32,000 tỷ đồng, tăng 10% n/n.

Định giá hấp dẫn. MBB hiện đang giao dịch với P/B là 1.04x, thấp hơn mức trung bình lịch sử 5 năm (1.3x). MBB hấp dẫn nhờ vào định giá thấp và hiệu quả hoạt động cao với ROE đạt 21.5% (Top 5 trong ngành, 3Q24) và ROA đạt 2.21% (Top 3 trong ngành, 3Q24). Nhờ vào việc tận dụng hệ sinh thái Viettel và chuyển đổi số hiệu quả, MBB thu hút khách hàng và CASA với chi phí thấp (Top trong ngành) và duy trì NIM cao.

Rủi ro: Sự phục hồi chậm từ nhu cầu tín dụng, rủi ro vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp, nợ xấu gia tăng và hoạt động của M-credit xấu đi có thể tác động dự báo của chúng tôi.

Cân đối kế toán *(tỷ đồng)*

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Tổng TS	607,140	728,532	944,954	1,028,819
Tổng TS sinh lãi	543,868	647,212	887,754	988,103
Cho vay và TPDN	397,553	493,470	693,526	736,978
Hộ gia đình	-	-	-	
Doanh nghiệp	-	-	-	
Tiền gửi và cho vay TCTD	62,124	68,542	85,336	170,234
Tiền gửi NHNN và TPCP	84,192	85,199	108,891	80,891
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	72,724	93,890	69,361	52,657
Khác	9,452	12,569	12,161	11,940
Tổng nợ phải trả	544,654	648,919	848,242	918,796
Tiền gửi của khách hàng	384,692	443,606	567,533	627,567
Trái phiếu	66,887	96,578	126,463	119,551
Tiền gửi và vay của TCTD	61,559	67,120	102,610	121,912
Tiền vay của CP và NHNN	262	32	9	5,047
Phải trả khác	31,254	41,584	51,628	44,719
Tổng VCSH	62,486	79,613	96,711	110,023
VCSH	59,575	75,949	92,738	105,802
Vốn điều lệ	37,783	45,340	52,141	52,871
Thặng dư VCSH	869	869	869	1,304
Quỹ khác	8,007	10,676	14,122	17,077
LN giữ lại	12,915	19,064	25,560	34,477
Thu nhập toàn diện khác	-	-	46	73
Cổ đông thiểu số	2,911	3,664	3,973	4,221

Kết quả hoạt động kinh doanh *(tỷ đồng)*

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Tổng thu nhập hoạt động	36,934	45,593	47,306	38,850
Thu nhập lãi thuần	26,200	36,023	38,684	30,010
Thu nhập lãi	38,465	52,486	69,143	50,610
Chi phí lãi	12,265	16,463	30,459	20,600
Thu nhập ngoài lãi	10,735	9,570	8,622	8,840
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	5,699	5,840	5,295	4,703
Lãi từ đầu tư tài chính	1,782	1,588	899	2,059
Khác	3,254	2,142	2,428	2,078
Dự phòng rủi ro tính dụng	8,030	8,048	6,087	6,353
Thu nhập hoạt động ròng	28,904	37,545	41,219	32,497
Chi phí quản lý và bán hàng	12,377	14,816	14,913	11,761
Chi phí nhân viên	n.a	n.a	n.a	n.a
Lợi nhuận trước DPTD	24,557	30,777	32,393	27,089
LNTT	16,527	22,729	26,306	20,736
Thuế	3,306	4,574	5,252	4,167
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.0	20.1	20.0	20.1
Lãi từ hoạt động chính	10,532	16,507	19,343	14,811
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2,689	1,648	1,711	1,759
LN ròng	13,221	18,155	21,054	16,570
LN dành cho NH mẹ	12,697	17,483	20,677	16,350

Chỉ số tài chính

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Sinh lợi và hiệu quả(%)				
ROE	23.6	25.8	24.5	21.6
ROA	2.4	2.7	2.5	2.2
NIM	5.25	6.15	5.16	4.3
Lãi TB trên tài sản	7.7	9.0	9.2	7.3
Chi phí vốn	2.6	2.9	4.3	3.3
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	33.5	32.5	31.5	30.3
Chi phí tín dụng	2.2	1.8	1.0	1.2
Tăng trưởng (%)				
LN dành cho NH mẹ	53.7	37.7	18.3	4.2
LNTDPTD	46.1	25.3	5.3	10.5
Tăng trưởng tín dụng	21.6	24.1	40.5	0.1
Tổng TS	22.7	20.0	29.7	26.1
Chất lượng TS (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0.9	1.1	1.6	2.2
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	268.0	238.0	117.0	68.8
Tỷ lệ cho vay / huy động	85.4	86.1	90.9	111.9
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Hệ số an toàn vốn (CAR)	10.8	11.3	10.6	n.a
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	n.a	n.a	n.a	n.a
Tỷ lệ vốn cấp 1	9.8	10.4	9.9	n.a

Định giá

	2021A	2022A	2023A	2024A
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
BPS	6,412	9,259	11,797	20,027
EPS	1,313	2,023	2,448	4,031
Cổ tức	-	-	500	0
Định giá (x)				
P/B	3.3	2.3	1.8	1.1
P/E	16.1	10.5	8.6	5.2
P/PPE	8.0	5.6	5.1	1.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	2.4	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-
Phân tích ROE (%)				
ROE	23.6	25.8	24.5	21.6
Đòn bẩy (x)	9.7	9.2	9.8	9.4
TS sinh lãi / Tổng TS	88.2	87.3	92.8	94.9
LN ròng / TS sinh lãi	2.3	2.7	2.3	1.7
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	4.8	5.6	4.4	3.0
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	2.0	1.5	1.0	0.9
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.5	1.2	0.7	0.6
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.3	2.3	1.7	1.2

Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)

KHÔNG XẾP HẠNG

VNIndex (12/01, điểm)	1,230
Thị giá (12/01, đồng)	18,500
Vốn hoá (triệu USD)	5,785
SLCP lưu hành (triệu)	7,934
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	20,900/17,186
GTGDTB 6T (triệu USD)	14.36
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	89.4/25.1
Cổ đông lớn (%)	
Sumitomo Mitsui Banking	15.01
Ngo Chi Dung	12.4

Đến T12	TOI (tỷ đồng)	PPE (tỷ đồng)	NP (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE	DY (%)
2020A	39,033	27,641	10,414	4,508	22,855	11.1	0.8	2.6	21.9	-
2021A	44,301	33,583	11,233	2,594	18,101	19.3	1.0	2.4	17.1	-
2022A	57,797	43,681	15,650	2,383	14,745	11.6	1.3	2.9	17.9	-
2023A	49,739	35,798	7,014	884	16,969	20.9	1.1	1.2	6.1	5.4
9T24A	44,611	34,062	11,161	1,537	17,304	12.0	1.1	1.6	9.7	5.4

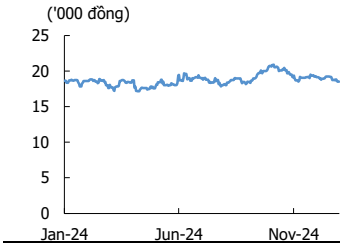
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNST và EPS thuộc về cổ đông kiểm soát

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(4.1)	(2.6)	(0.7)
Tương quan VNI (đpt)	(1.4)	0.4	(9.3)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

FE-Credit phục hồi và lo ngại về khoản vay được tái cấu trúc

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ đáy. LNTT hợp nhất 9T24 tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng +67% n/n, đạt 13,861 tỷ đồng (hoàn thành 60% mục tiêu 2024), nhờ vào *(1)* thu nhập lãi thuần tăng trưởng +32% n/n, *(2)* chi phí hoạt động được kiểm soát (28% trong 9T23 xuống 24% trong 9T24), và *(3)* chi phí dự phòng rủi ro nhẹ (+13% n/n), mặc dù thu nhập ngoài lãi giảm -6% n/n. Sự giảm sút thu nhập ngoài lãi chủ yếu là do hoạt động thanh toán và bảo hiểm liên kết từ các hoạt động của ngân hàng mẹ.

Hồi phục từ ngân hàng mẹ và Fe-credit. Lợi nhuận từ ngân hàng mẹ (LNTT 9T24: 13,052 tỷ đồng, tăng +19% n/n) đóng góp lớn vào tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất. Thu nhập lãi thuần của ngân hàng mẹ trong 9T24 tăng +42% n/n nhờ vào TTTD (+10.6% svđn) và cải thiện NIM với chi phí vốn thấp hơn. Tuy nhiên, chi phí dự phòng rủi ro trong 9T24 tăng mạnh +47% n/n, phản ánh sự nợ xấu (nhóm 2-5)/(nhóm 3-5) tăng: 3Q24 lần lượt là 10.0%/3.6% so với 4Q23 lần lượt là 9.4%/3.2%). Fe-credit đã phục hồi lợi nhuận trong hai quý liên tiếp là 2Q24 và 3Q24 sau khi lỗ trong 1Q24. Lợi nhuận 9T24 tăng từ -3,737 tỷ đồng lên -437 tỷ đồng. Nợ xấu (nhóm 2-5)/(nhóm 3-5) của Fe-credit giảm từ 35.6%/21.4% trong 4Q23 xuống 32.8%/17.4% trong 3Q24 theo ước tính của chúng tôi.

Duy trì đà phục hồi trong năm 2025F. Dự báo lợi nhuận năm 2025F có thể tiếp tục tăng trưởng nhờ vào sự phục hồi của phân khúc bán lẻ và kiểm soát nợ xấu, nhờ vào sự phục hồi của thị trường, tăng trưởng sức mua và năng lực tài chính của khách hàng. Lợi nhuận năm 2025F có thể tiếp tục tăng trưởng hai chữ số nhờ vào sự phục hồi của Fe-credit và duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận từ ngân hàng mẹ. Fe-credit có thể hồi phục trở lại sau khi thay đổi cấu trúc với các khoản vay chất lượng hơn. Tuy nhiên, Thông tư 02 hết hạn vào cuối năm 2024, có thể ảnh hưởng đến nợ xấu của VPB và tạo áp lực lên chi phí dự phòng rủi ro, nếu khách hàng không hồi phục đủ, bởi vì tỷ lệ các khoản vay tái cơ cấu/tổng dư nợ vẫn ở mức cao khoảng 2.5% (3Q24).

Định giá hấp dẫn: VPB đang giao dịch với P/B TTM là 1.07x, thấp hơn mức trung bình lịch sử 5 năm (1.4x). VPB có định giá hấp dẫn nhờ vào mức giá thấp và sự phục hồi trong hoạt động kinh doanh. VPB có biên lợi nhuận cao nhất trong ngành nhờ vào việc khai thác phân khúc tín dụng khách hàng đại chúng và các khoản vay tài chính tiêu dùng của Fe-credit. VPB có thể dần cải thiện trong bối cảnh thị trường kinh doanh thuận lợi hơn. **Rủi ro:** Tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng của nền kinh tế, gia tăng nợ xấu và khủng hoảng vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến các dự báo của chúng tôi.

Cân đối kế toán *(tỷ đồng)*

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Tổng TS	547,409	631,013	817,567	858,885
Tổng TS sinh lãi	500,622	573,531	746,080	840,959
Cho vay và TPDN	387,086	470,143	598,076	653,786
Hộ gia đình				
Doanh nghiệp				
Tiền gửi và cho vay TCTD	67,757	58,534	104,663	133,877
Tiền gửi NHNN và TPCP	45,779	44,853	43,341	53,296
Trái phiếu VAMC	0	0	0	0
Tổng TS không sinh lãi	51,655	67,788	85,559	33,885
Khác	4,868	10,306	14,072	15,960
Tổng nợ phải trả	461,131	527,511	677,771	716,645
Tiền gửi của khách hàng	241,837	303,151	442,368	475,782
Trái phiếu	81,296	63,700	47,787	50,942
Tiền gửi và vay của TCTD	114,723	140,296	156,379	167,429
Tiền vay của CP và NHNN	8,454	1,929	4,118	26
Phải trả khác	14,821	18,434	27,119	22,466
Tổng VCSH	86,278	103,502	139,796	142,240
VCSH	78,372	96,838	134,631	137,292
Vốn điều lệ	45,057	67,434	79,339	79,339
Thặng dư VCSH	77	0	23,993	23,993
Quỹ khác	10,798	12,652	12,233	11,675
LN giữ lại	22,439	16,752	19,066	22,285
Thu nhập toàn diện khác	0	0	0	0
Cổ đông thiểu số	7,906	6,664	5,164	4,948

Kết quả hoạt động kinh doanh *(tỷ đồng)*

	2021A	2022A	2023A	9T24
Tổng thu nhập hoạt động	44,301	57,797	49,739	44,611
Thu nhập lãi thuần	34,349	41,021	38,175	35,887
Thu nhập lãi	50,827	62,200	76,557	58,710
Chi phí lãi	16,478	21,179	38,383	22,823
Thu nhập ngoài lãi	9,953	16,776	11,565	8,723
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	3,983	5,820	6,406	5,179
Lãi từ đầu tư tài chính	3,162	372	633	594
Khác	2,808	10,584	4,526	2,951
Dự phòng rủi ro tính dụng	19,219	22,461	24,994	20,201
Thu nhập hoạt động ròng	25,083	35,336	24,745	24,410
Chi phí quản lý và bán hàng	10,719	14,116	13,941	10,549
Chi phí nhân viên	0	0	0	0
Lợi nhuận trước DPTD	33,583	43,681	35,798	34,062
LNTT	14,364	21,220	10,804	13,861
Thuế	2,887	4,311	2,310	2,914
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.1	20.3	21.4	0.0
Lãi từ hoạt động chính	8,917	13,163	5,999	7,696
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2,560	3,746	2,495	3,252
LN ròng	11,477	16,909	8,494	10,947
LN dành cho NH mẹ	11,233	15,650	7,014	11,161

Chỉ số tài chính

	2021A	2022A	2023A	9T24
Sinh lợi và hiệu quả(%)				
ROE	17.1	17.9	6.1	9.7
ROA	2.4	2.9	1.2	1.6
NIM	8.2	8.3	6.3	6.5
Lãi TB trên tài sản	12.5	12.7	12.5	10.6
Chi phí vốn	4.1	4.4	6.6	4.5
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	24.2	24.4	28.0	23.6
Chi phí tín dụng	5.4	5.2	4.7	3.2
Tăng trưởng (%)				
LN dành cho NH mẹ	7.9	39.3	-55.2	39.1
LNTDPTD	21.5	30.1	-18.0	30.5
Tăng trưởng tín dụng	20.0	0.0	0.0	8.7
Tổng TS	30.6	15.3	29.6	5.0
Chất lượng TS (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	4.6	5.7	5.0	4.8
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	60.9	54.4	52.1	50.7
Tỷ lệ cho vay / huy động	104.6	112.4	104.3	107.7
Tỷ lệ an toàn vốn (%)				
Hệ số an toàn vốn (CAR)	16.5	16.5	16.5	n.a
Tỷ lệ vốn lõi cấp 1 (CET1)	n.a	n.a	n.a	n.a
Tỷ lệ vốn cấp 1	14.8	14.8	14.8	n.a

Định giá

	2021A	2022A	2023A	9T24A
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
BPS	18,101	14,745	16,969	17,304
EPS	961	1,589	884	1,663
Cổ tức	0	0	0	0
Định giá (x)				
P/B	1.0	1.3	1.1	1.1
P/E	19.3	11.6	20.9	11.1
P/PPE	6.4	4.2	4.1	3.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Phân tích ROE (%)				
ROE	17.1	17.9	6.1	6.1
Đòn bẩy (x)	6.3	6.1	5.8	6.0
TS sinh lãi / Tổng TS	90.6	89.4	89.7	96.1
LN ròng / TS sinh lãi	2.2	2.7	0.9	1.3
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	6.9	7.2	5.1	4.3
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	2.0	2.9	1.6	1.0
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	3.8	3.9	3.4	2.4
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.1	2.5	1.9	1.3

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 10/01/2025.
KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.
Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 10/01/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tại liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền ⓒ 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.