

## NGÂN HÀNG TMCP QUỐC TẾ VIỆT NAM (HSX: VIB)

### Tăng trưởng lợi nhuận có dấu hiệu tạo đáy trong Q3/2024

- Lợi nhuận ròng tăng mạnh 20.1% so với quý trước trong Q4/2024. dự báo tăng trưởng lợi nhuận phục hồi trong năm 2025;
- Mặc dù chất lượng tài sản chưa hoàn toàn phục hồi. nhưng đã có dấu hiệu chậm đáy thể hiện qua tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm đáng kể;
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VIB do hạ dự báo lợi nhuận ròng năm 2025F/2026F và giữ nguyên P/B mục tiêu ở mức 1.3x lần.

### Tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong Q4/2024 so với quý trước tạo tiền đề cho sự phục hồi trong năm 2025

Trong Q4/2024. tăng trưởng tín dụng (TTTD) đạt 8.9% so với quý trước nhưng NIM giảm 95 đcb (đcb) khiến thu nhập lãi thuần giảm 6.0% svck. Nhờ chi phí trích lập dự phòng giảm 33.7% svck. lợi nhuận sau thuế (LNST) của Q4/2024 có mức tăng trưởng dương lần đầu tiên kể từ Q3/2023. đạt 1,921 tỷ đồng (+1.0% svck. +20.1% so với quý trước). Lũy kế cả năm 2024. thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi giảm lần lượt 3.5% và 20.4% svck. Chi phí trích lập đạt 4,354 tỷ đồng (-10.2% svck). khiến LNST giảm 15.9% svck đạt 7.204 tỷ đồng. mức giảm trong một năm lớn nhất kể từ khi lên sàn.

### Duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dự nợ ở mức 1.5% nhằm kiểm soát nợ xấu gia tăng. đưa LNST tăng trưởng 23.9%/25.3% trong năm 2025/2026

Chi phí trích lập dự phòng được dự báo tăng 30.6% svck. Cùng với tỷ lệ sử dụng dự phòng đạt khoảng 85%. nợ xấu (NPL) được kỳ vọng giảm xuống mức 3.0% và LLR tang lên mức 57.1% tại cuối năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng rằng NPL sẽ tiếp tục giảm xuống mức 2.6% tại cuối năm 2026.

Nhờ TTTD đạt trên mức 20% và NIM phục hồi lên mức 3.9% trong 2 năm tiếp theo. chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần (NII) sẽ tăng trưởng 24.5%/22.1% svck trong năm 2025/2026. Chi phí trích lập dự phòng tăng lần lượt 30.6%/21.6% svck trong năm 2025/2026 do duy trì tỷ lệ trích lập/tổng dự nợ ở mức 1.5%. đưa LNST tang trưởng lần lượt 23.9%/25.3% svck.

### Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 22.650 VND/cp

Chúng duy trì giá mục tiêu 22,650 VND/cp dựa trên (i) sử dụng giá trị sổ sách 2025 với mức P/B mục tiêu 1.3x; (ii) giảm dự báo LNST 2025/2026 đi 13.0%/22.3% so với dự báo gần nhất. Rủi ro giảm giá mục tiêu bao gồm chi phí trích lập cao hơn so với kỳ vọng do nợ xấu tang mạnh hơn dự báo khi tín dụng bán lẻ được đẩy mạnh. Ngoài ra. lãi suất huy động có thể tang cao hơn so với kỳ vọng khiến NIM suy giảm nhiều hơn.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	22,160	20,569	25,513	31,178
Thu nhập lãi thuần	17,361	16,750	20,862	25,470
NIM	4.7%	3.7%	3.9%	3.9%
Chi phí dự phòng	4,847	4,353	5,685	6,913
LNST	8,562	7,204	8,924	11,183
Tăng trưởng LNST	1.1%	-15.9%	23.9%	25.3%
Tăng trưởng tín dụng	14.2%	21.9%	25.2%	20.4%
Tăng trưởng huy động	20.6%	17.6%	26.5%	17.9%
Giá trị sổ sách	12,735	14,052	16,908	20,482
P/B	1.6x	1.5x	1.2x	1.0x

### TRUNG LẬP

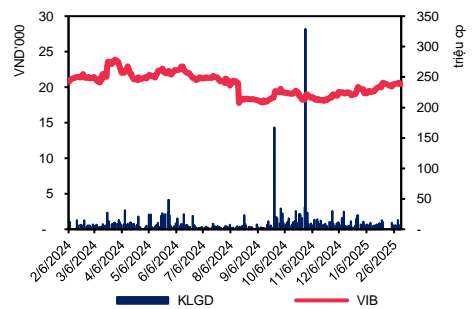
Giá mục tiêu 22,650 VND/cp

Tiềm năng tăng giá +9.7%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Giá mục tiêu giữ nguyên do việc điều chỉnh giảm lợi nhuận dự báo năm 2025/2026 bớt 13.0%/22.3% so với dự báo gần nhất bù trừ với yếu tố tang giá tạo ra bởi việc dùng giá trị sổ sách 2025F với P/B mục tiêu 1.3x.

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	20,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	20,650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,307
Vốn hóa (tỷ VND)	60,923
P/E (TTM)	8.5x
P/B (TTM)	1.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	6.1%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	4.99%

Nguồn: FiinProX, VSD.

### Cơ cấu sở hữu (28/11/2024)

Commonwealth Bank of Australia (CBA)	20.0%
Đỗ Xuân Hoàng	4.96%
Đặng Khắc Vỹ	4.95%
CTCP Uniben	4.72%
CTCP Funderra	4.68%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

### Chuyên viên phân tích



### Đinh Công Luyên

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

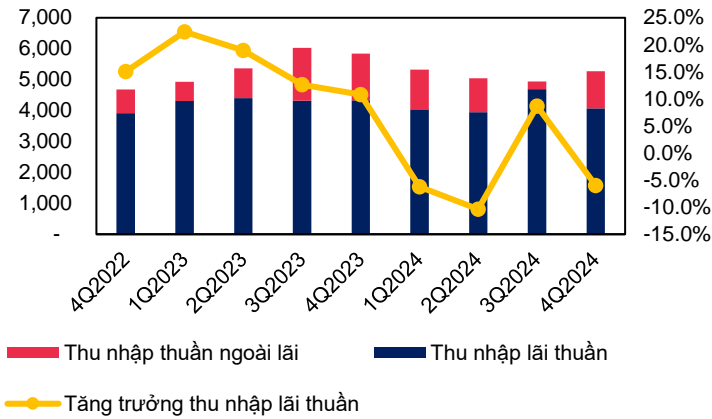
## Cập nhật KQKD 2024: Tổng thu nhập hoạt động (TOI) giảm đáng kể do NIM thu hẹp và tăng trưởng thu ngoài lãi (Non-II) suy yếu

Hình 2: KQKD Q4/2024 và cả năm 2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Số liệu tài chính	Q4/2024	% svck	2024	% svck	% so với dự báo gần nhất	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	5,275	-9.7%	20,569	-7.2%	97.8%	
Thu nhập lãi ròng	4,074	-6.0%	16,750	-3.5%	96.8%	Sự sụt giảm mạnh của NIM trong năm 2024 là nguyên nhân chính khiến NII giảm mặc dù tăng trưởng tín dụng đạt 21.5% SO VỚI ĐẦU NĂM. Cao hơn nhiều so với các ngân hàng niêm yết (17.7% SO VỚI ĐẦU NĂM) và toàn hệ thống (+15.0% SO VỚI ĐẦU NĂM).
Thu nhập ngoài lãi	1,202	-20.4%	3,819	-20.4%	102.8%	Thu nhập từ phí (NFI) giảm đáng kể do khủng hoảng bancassurance và sự chậm lại của hoạt động cho vay bán lẻ đã làm giảm đáng kể Non-II. Tuy nhiên, thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã bù đắp đáng kể cho sự suy giảm của NFI.
Chi phí trích lập dự phòng	1,123	-33.7%	4,353	-10.2%	93.7%	Chi phí trích lập dự phòng trong nửa cuối năm 2024 tạo đáy nhờ nền so sánh cao của năm ngoài và tỷ lệ NPL được cải thiện vào cuối năm 2024.
Lợi nhuận ròng	1,921	1.0%	7,204	-15.9%	102.1%	Lợi nhuận ròng năm tài chính 2024 đạt 74.3% kế hoạch cả năm. Mức giảm lớn nhất kể từ khi niêm yết trên HOSE.
NIM	3.5%	-95 đcb	3.7%	-96 đcb		
CIR	33.2%	290 đcb	35.1%	523 đcb		CIR tăng khoảng 5% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu là do TOI giảm trong 9T2024.
ROE	18.1%	-620 đcb				
Tăng trưởng tín dụng	21.5%	728 đcb				Tăng trưởng tín dụng chủ yếu được đẩy nhanh trong quý cuối cùng của năm tài chính 2024, đạt 8.9% so với quý trước trong khi chỉ đạt 11.6% theo năm trong 9T2024. TTTD dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong các quý tiếp theo.
Tăng trưởng tiền gửi KH	16.8%	-142 đcb				Môi trường lãi suất thấp vẫn là rào cản chính đối với các ngân hàng trong việc huy động tiền gửi trong 9T2024, đặc biệt là đối với các ngân hàng bán lẻ. Hầu hết các ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng huy động chậm hơn TTTD.
CASA	13.9%	75 đcb				
NPL	3.5%	61 đcb				Tỷ lệ nợ xấu (NPL) vào cuối năm 2024 đã giảm so với mức đỉnh điểm trong Q3/2024 nhưng vẫn cao hơn cuối năm 2023. Ngược lại, tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm mạnh xuống còn 3.3% (cuối năm 2023: 5.5%).
LLR	50.1%	-524 đcb				

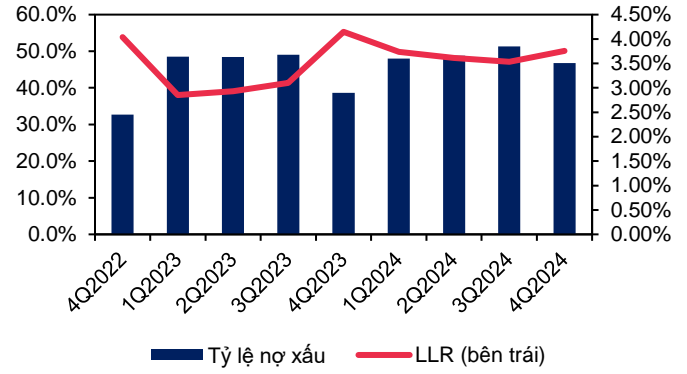
Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng quý VIB (Đơn vị: tỷ VND)



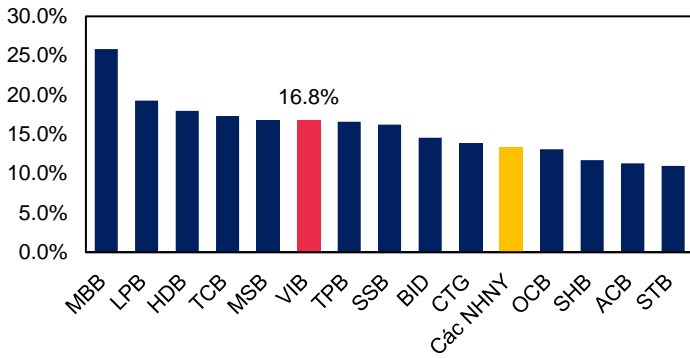
Nguồn: VIB. MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của VIB (%)



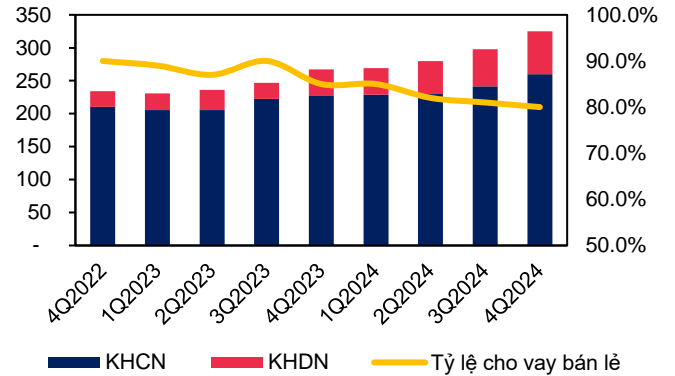
Nguồn: VIB. MBS Research

Hình 5: Tăng trưởng tiền gửi khách hàng của các NHNY cuối năm 2024



Nguồn: VIB. MBS Research

Hình 6: Cơ cấu tín dụng của VIB theo nhóm KH (tỷ đồng)



Nguồn: VIB. MBS Research

## Lợi nhuận ròng 2025F/2026F tăng lần lượt 23.9%/25.3% svck nhờ NIM phục hồi nhẹ lên 3.9% và tăng trưởng tín dụng trên 20%

**Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ tăng tốc lên 25% vào năm 2025 và duy trì trên 20% vào năm 2026 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của cho vay bán lẻ**

Cuối năm 2024, dư nợ cho vay của VIB tăng trưởng 21.5% so với đầu năm, cao hơn nhiều so với toàn hệ thống ngân hàng (15.0% so với đầu năm) và trung bình các ngân hàng niêm yết (17.7% so với đầu năm). Động lực chính của tăng trưởng tín dụng vẫn là từ khách hàng doanh nghiệp, tăng đáng kể 67.1% Svck trong khi dư nợ bán lẻ chỉ tăng 13.2% svck. Tỷ lệ cho vay bán lẻ trong cơ cấu tín dụng của VIB giảm xuống còn 80.0%, mức thấp nhất kể từ năm 2020.

Theo ngành nghề, cơ cấu tín dụng của VIB không thay đổi nhiều theo từng quý, trong đó cho vay mua nhà chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp theo là cho vay hộ kinh doanh và cho vay mua ô tô. Tuy nhiên, tỷ trọng cho vay mua nhà đã giảm xuống còn 49% vào cuối Q4/2024 (Q4/2023: 52%) trong khi thẻ và các hoạt động cho vay khác chiếm 18% (Q4/2023: 12%). Tỷ trọng cho vay ô tô và cho vay hộ kinh doanh luôn được duy trì ở mức khoảng 35%.

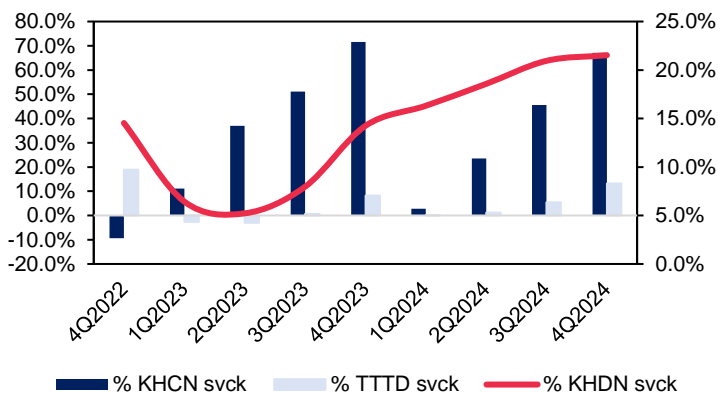
Chúng tôi đánh giá tăng trưởng tín dụng của VIB trong nửa cuối 2024 tương đối tích cực, đặc biệt là so với nửa đầu năm nhờ vào sự tăng tốc của cho vay bán lẻ. Cụ thể, dư nợ cho vay bán lẻ chỉ tăng 5.5% so với cùng kỳ vào cuối Q3/2024 nhưng đã tăng tốc lên 13.2% vào cuối năm 2024. Điều này báo hiệu sự phục

hồi mạnh mẽ của tăng trưởng tín dụng vào năm 2025 với động lực chính chuyển sang cho vay bán lẻ. Ngoài ra, áp lực lớn nợ xấu tăng nhanh là một thách thức khác khiến VIB ngần ngại tăng cường cho vay bán lẻ trong nửa đầu năm 2024. Nhưng việc tăng tốc trích lập dự phòng kéo dài từ năm 2023 đến nay dự kiến sẽ khuyến khích VIB tăng cường cho vay bán lẻ trong năm 2025.

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 25% nhờ sự phục hồi mạnh mẽ hơn của các khoản cho vay mua nhà và cho vay SXKD, phù hợp với định hướng của VIB. Chúng tôi tin rằng hầu hết các khó khăn liên quan đến các vấn đề pháp lý của lĩnh vực bất động sản đã qua nhờ các luật mới được phê duyệt. Bên cạnh đó, giá căn hộ thứ cấp ảm lên ở cả thị trường miền Bắc và miền Nam tạo nền tảng cho các giao dịch sôi động hơn vào năm 2025. Hoạt động cho vay mua nhà của VIB tập trung vào các sản phẩm bất động sản thứ cấp có hồ sơ pháp lý rõ ràng, dự kiến sẽ tận dụng được lợi thế. Ngoài ra, cho vay nhóm KHDN vẫn sẽ được duy trì tốc độ như năm 2024 nhờ sự phục hồi nhanh hơn của nền kinh tế.

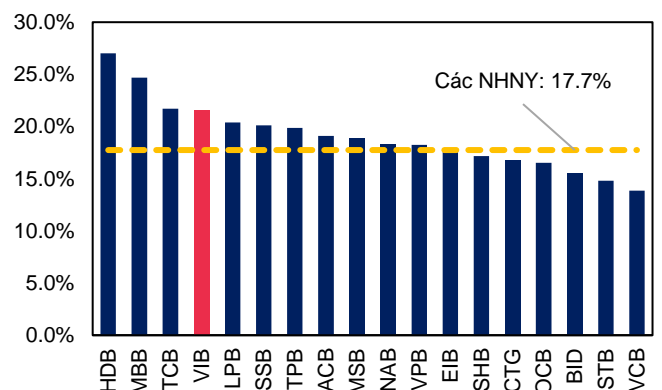
Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì trên 20% và vẫn được thúc đẩy bởi cho vay bán lẻ. Nhu cầu tiêu dùng mạnh mẽ hơn kết hợp với sự phục hồi của thị trường bất động sản sơ cấp là động lực chính cho các khoản vay thẻ và mua nhà trong năm 2026.

Hình 7: TTTD của VIB theo nhóm KH (% , svck)



Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 8: TTTD các NHNY cuối năm 2024 (%)



Nguồn: VIB, BCTC các ngân hàng, MBS Research

### NIM dự kiến sẽ phục hồi lên 3.9% trong 2025 và giữ nguyên trong 2026

Mặc dù TTTD được cải thiện đáng kể trong 2024, NIM của năm 2024 vẫn giảm xuống còn 3.7%, -96 đcb so với cùng kỳ năm trước (2023: 4.7%). TTTD chậm lại trong 6T2024 do nhu cầu tín dụng của cho vay bán lẻ thấp đã làm giảm đáng kể lãi suất cho vay trung bình. Số liệu của chúng tôi cho thấy lãi suất cho vay trung bình đã giảm xuống còn 9.5% trong năm 2024 so với mức 12.4% của năm ngoái. Kể từ tháng 4/2024, VIB đã triển khai các chương trình cho vay mua nhà rất hấp dẫn với lãi suất cho vay dao động từ 5.9-7.9%. Các gói này có giá trị 30 nghìn tỷ đồng cho các khoản vay nhà chung cư và cho 1 triệu khoản vay căn hộ mới. Chúng tôi tin rằng các gói này đã cải thiện đáng kể TTTD trong 6 tháng cuối năm 2024 nhưng đồng thời làm giảm NIM của VIB. Tuy nhiên, nhờ chi phí vốn (COF) giảm mạnh 149 đcb svck xuống còn 4.0% nên áp lực giảm NIM nhẹ hơn đáng kể.

Trong Q4/2024, NIM giảm nhẹ xuống 3.5% do tiếp tục hạ lãi suất cho vay để đạt mục tiêu TTTD trên 20%, điều kiện ưu tiên để đảm bảo hạn mức tín dụng cao

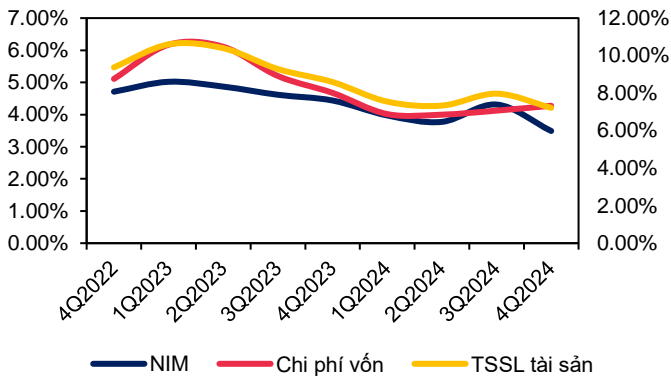
trong năm 2025. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NIM có thể cải thiện nhẹ lên 3.9% nhờ đóng góp lớn hơn của ngân hàng bán lẻ vào TTTD nâng lãi suất cho vay bình quân mặc dù COF dự kiến sẽ tăng nhẹ lên mức 4.1%. Chúng tôi dự đoán lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ trong ít nhất 6 tháng tới vì tăng trưởng tiền gửi chậm hơn đáng kể so với TTTD buộc các ngân hàng phải tăng cường huy động tiền gửi để đảm bảo thanh khoản.

Kết thúc Q4/2024, tỷ lệ CASA của VIB đạt 14.1% cao hơn một chút so với cuối năm 2023 nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của ngành là 21.7%. Mặc dù CASA của VIB không phải lợi thế lớn, nhưng một số chương trình dự kiến sẽ thu hút CASA khả quan từ khách hàng trong các quý tới như Tài khoản Siêu Lợi Suất. Cụ thể, khách hàng có số dư tài khoản thanh toán vượt quá một mức nhất định (ví dụ: 10 triệu đồng hoặc 100 triệu đồng) có thể đăng ký Tài khoản Siêu Lợi Suất áp dụng cho số tiền vượt quá số tiền định mức. Tùy thuộc vào kỳ hạn, khách hàng có thể nhận được lãi suất từ 2.5-4.3%/năm, cao hơn nhiều so với lãi suất tài khoản thanh toán thông thường, dưới 1%/năm. Chúng tôi đánh giá chương trình này có thể khuyến khích khách hàng, đặc biệt là khách hàng ưu tiên, giữ số dư lớn trong tài khoản trong thời gian dài, cải thiện đáng kể CASA của VIB.

Tuy nhiên, VIB có thể giảm COF bằng cách đa dạng hóa 10-15% tổng nguồn vốn cho các khoản vay nước ngoài với lãi suất thấp để bù đắp cho áp lực COF tăng, giúp NIM được cải thiện trong các quý tới.

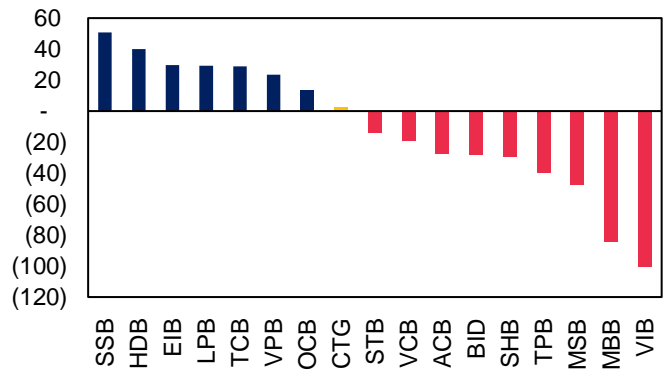
Trong năm 2026F, chúng tôi dự đoán NIM có thể duy trì ở mức 3.9-4.0%, tương tự như năm 2025F. Nhu cầu tín dụng bán lẻ cao hơn có thể sẽ làm tăng lãi suất cho vay trung bình của các ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, lãi suất huy động ít có khả năng giảm do dư địa giảm hạn chế. Do đó, NIM có xu hướng không thay đổi nhiều trong 2 năm tới.

Hình 9: NIM, COF và tỷ suất sinh lợi tài sản của VIB theo quý (%)



Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM các NHNY trong năm 2024



Nguồn: VIB, BCTC các ngân hàng, MBS Research

### Dự kiến việc tăng cường cung cấp sẽ được duy trì trong 2 năm tới

Chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể vào cuối năm 2024 so với năm ngoái. Mặc dù tỷ lệ NPL tăng lên 3.51% (+61 đcb svck), nhưng vẫn thấp hơn một chút so với mức đỉnh điểm vào cuối Q3/2024 ở mức 3.85%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống còn 3.31% (-219 đcb svck) dẫn đến tỷ lệ nợ dưới chuẩn (Nhóm 2-5) giảm xuống còn 7.5% vào cuối Q3/2024, giảm đáng kể svck (cuối năm 2023: 8.4%).

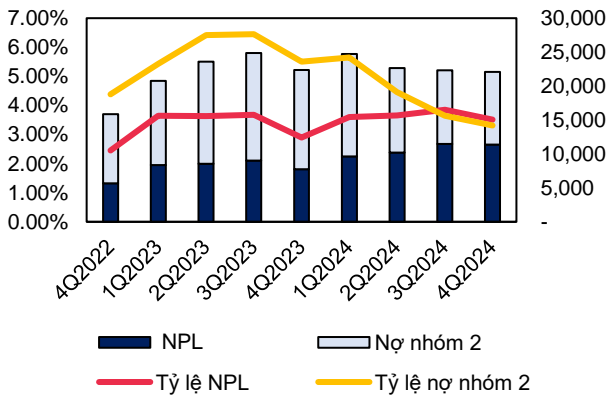


Công tác trích lập dự phòng và quản lý nợ xấu là điểm nhấn tích cực trong 2 năm gần đây.

Chi phí trích lập dự phòng trong năm 2024 là 4,354 tỷ đồng, giảm 10.2% svck năm trước trên nền cao của năm 2023 đạt 4,847 tỷ đồng (+278.8% svck năm trước). Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng tín dụng vẫn ở mức cao là 0.98% (năm 2023: 1.31%), gấp ~2.5 lần so với trước năm 2023. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tại cuối năm 2024 đạt 50.1%, thấp hơn một chút so với mức 51.0% tại cuối năm 2023 do tỷ lệ sử dụng dự phòng trên tổng dự phòng giảm (năm 2024: 74.2%, thấp hơn so với mức 79.2% của năm 2023). Kết quả, thu nhập từ thu hồi nợ xấu năm 2024 đạt 1,247 tỷ đồng, gấp ~2.2 lần svck. Nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 tính đến cuối Q4/2024 là 292 tỷ đồng, chiếm 0.1% tổng dư nợ và giảm đáng kể so với mức 819 tỷ đồng vào cuối năm 2023. VIB đã xóa được các khoản nợ được cơ cấu lại do ảnh hưởng của dịch Covid-19.

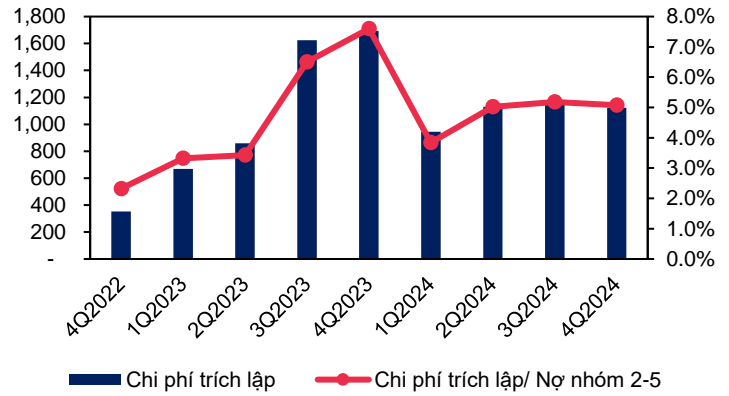
Trong năm 2025, tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của các khoản cho vay bán lẻ có khả năng làm tăng NPL, thúc đẩy VIB duy trì chính sách trích lập dự phòng cao để kiểm soát tình trạng NPL bùng trở lại. Chi phí trích lập dự phòng năm 2025 dự kiến tăng 30.6% svck (tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng tín dụng đạt 1.5%) kết hợp với tỷ lệ trích lập dự phòng sử dụng vào khoảng 85%, giúp đưa NPL xuống 3.0% và nâng LLR lên 57.1% vào cuối năm 2025. Chúng tôi dự báo tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng tín dụng vào năm 2026 sẽ giữ nguyên như năm 2025. đưa NPL xuống 2.8% vào cuối năm nhờ tăng trưởng thu nhập tích cực và xóa nợ xấu mạnh hơn.

Hình 11: NPL và nợ nhóm 2 của VIB theo quý (% , tỷ VND)



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 12: Chi phí trích lập và tỷ lệ trích lập so với nợ dưới chuẩn (tỷ VND, %)



Nguồn: VIB, MBS Research

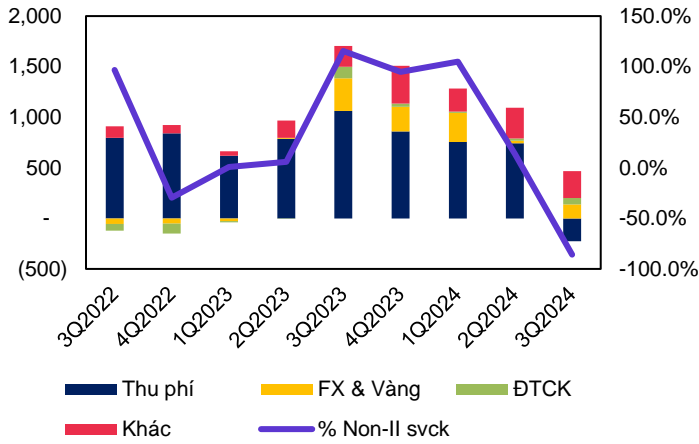
### Thu nhập ngoài lãi (Noll) trong năm 2025/2026 dự kiến sẽ phục hồi từ mức thấp của năm 2024

Non-Il trong năm 2024 giảm 20.4% svck do NFI (thu nhập phí thuần hoặc thu nhập thuần từ dịch vụ) giảm mạnh 46.9% so với cùng kỳ năm trước, bù đắp bằng mức tăng trưởng khả quan 64.1% svck của hoạt động thu hồi nợ xấu và các khoản thu nhập khác.

Trong năm 2025F, chúng tôi dự báo rằng động lực chính của NFI sẽ vẫn đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của phí thanh nhờ đà tăng của hoạt động ngân hàng doanh nghiệp được duy trì và cho vay thẻ tăng tốc. Ngoài ra, hoạt động thu hồi nợ xấu vẫn đóng góp chính vào tăng trưởng của Non-Il do tăng cường trích lập dự phòng và thu hồi nợ xấu. Trong khi đó, cuộc khủng hoảng bancassurance

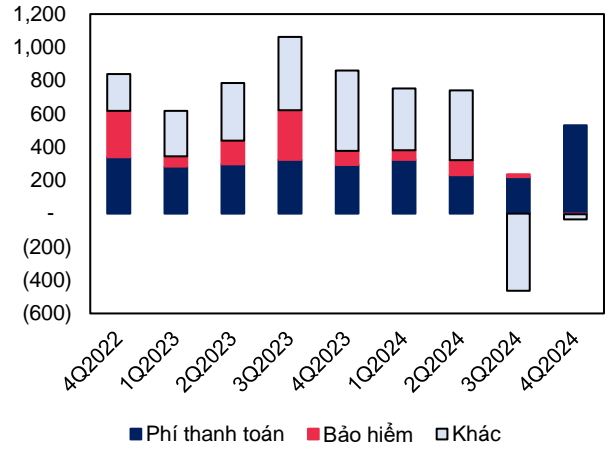
vẫn tiếp diễn do các vấn đề về uy tín sẽ chậm tăng trưởng trong nhiều năm tới mặc dù có tiềm năng tăng trưởng lớn trong dài hạn. Đối với 2026, chúng tôi tin rằng không có thay đổi nào về các động lực chính của Non-II so với năm 2025.

Hình 13: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của VIB theo quý (% tỷ VND)



Nguồn: VIB, MBS Research

Hình 14: Cơ cấu thu nhập từ phí theo quý (tỷ VND, %)



Nguồn: VIB, MBS Research

## Dự báo kết quả kinh doanh 2025/2026

Hình 15: Dự báo kết quả kinh doanh 2025-2026

Số liệu tài chính	2024	2025F				2026F				Bình luận
		Cũ	Mới	% thay đổi	% svck	Cũ	Mới	% thay đổi	% svck	
Tổng thu nhập hoạt động	20,569	28,173	25,513	-9.4%	24.0%	35,288	31,178	-11.6%	22.2%	
Thu nhập lãi ròng	16,750	20,681	20,862	0.9%	24.5%	26,209	25,470	-2.8%	22.1%	
Thu nhập không lãi	3,819	7,492	4,650	-37.9%	21.8%	9,079	5,708	-37.1%	22.7%	Hạ dự báo NFI trong giai đoạn 2025/2026 do kết quả năm 2024 kém hơn dự kiến.
Chi phí dự phòng	4,353	6,628	5,685	-14.2%	30.6%	6,703	6,913	3.1%	21.6%	Duy trì chính sách trích lập dự phòng cao để kiểm soát NPL dưới 3% là yếu tố then chốt để VIB tự tin đẩy nhanh tín dụng bán lẻ.
LNST	7,204	10,254	8,924	-13.0%	23.9%	14,406	11,183	-22.4%	25.3%	
Tăng trưởng tín dụng	21.9%	19.3%	25.2%		329 đcb	20.7%	20.4%	-1.65%	-157 đcb	
Tăng trưởng tiền gửi	16.8%	21.9%	28.4%		1165 đcb	20.9%	22.9%	9.38%	607 đcb	
NIM	3.7%	4.2%	3.9%		12 đcb	4.5%	3.9%		18 đcb	NIM gia tăng gặp thách thức bởi áp lực tăng lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay vẫn ở mức thấp trong năm 2025.
CIR	35.1%	31.0%	34.0%		-106 đcb	30.0%	33.0%		-206 đcb	
ROE	18.1%	21.8%	19.4%		129 đcb	24.5%	20.1%		202 đcb	
CASA	14.1%	13.6%	13.1%		-104 đcb	14.2%	13.0%		-114 đcb	
NPL	3.5%	3.2%	3.0%		-50 đcb	2.9%	2.8%		-73 đcb	
LLR	50.1%	39.9%	57.3%		728 đcb	43.8%	58.6%		851 đcb	

Nguồn: VIB. MBS Research



## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu 12 tháng ở mức 22.650 VND/cổ phiếu. Mặc dù chúng tôi giữ nguyên P/B mục tiêu ở mức 1.3 lần và BVPS áp dụng cho 2025F thay vì BVPS trung bình 2024/2025, dự báo lợi nhuận ròng thấp hơn trong 2 năm tới bù lại cho mức tăng trên. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với VIB nhờ:

- Tăng trưởng lợi nhuận ròng bình quân hằng năm trong 5 năm tới là hơn 24%, cao hơn mức 19.5% của 5 năm trước. Cơ cấu cho vay với tỷ lệ cho vay bán lẻ 80-85% giúp tăng nhanh tỷ lệ lợi nhuận khi tín dụng phục hồi và môi trường lãi suất thuận lợi.
- ROE luôn được xếp hạng cao nhất trong ngành nhờ khả năng tối ưu hóa hiệu quả hoạt động và sử dụng vốn, góp phần giúp tỷ lệ P/B của VIB luôn vượt trội so với các ngân hàng cùng phân khúc.

### Tóm tắt các giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VIB bằng cách kết hợp 2 phương pháp định giá: Thu nhập thặng dư (RI) và P/B.

- P/B: Chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu là 1.3x để áp dụng cho BVPS của VIB năm 2025. PB này khá tương đương so với các ngân hàng tư nhân niêm yết (1,4x) và thấp hơn một chút so với P/B hiện tại của ngân hàng này.
- Về phương pháp thu nhập thặng dư, tỷ trọng giá trị sổ sách trong thành phần định giá chiếm tới 60,9% trong lần định giá này cho thấy giá trị nội tại của VIB qua các năm.

### Rủi ro đầu tư

- Lãi suất tiền gửi cao hơn dự kiến có thể thay đổi đáng kể dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng của NII.
- Tỷ lệ LLR vẫn thấp hơn nhiều so với trung bình ngành, điều này có thể gây áp lực trích lập dự phòng lớn trong các quý tới trong trường hợp NPL tăng đột biến khi cho vay bán lẻ tăng tốc.

## Định giá

Hình 16: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phi rủi ro	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Phần bù rủi ro	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Chi phí vốn cổ phần	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	1,185	1.837	3,059	3.561	4,327
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	1.015	1.573	2.619	3.050	3,705
VCSH đầu kỳ	41.862				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	11.962				
GTHT terminal value	14.890				
Giá trị VCSH cuối kỳ	68.714				
SLCP lưu hành (tr cp)	2.979				
<b>Giá trị cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>23.100</b>				

Nguồn: MBS Research

Hình 17: Bảng so sánh các NHTM (giá đóng cửa ngày 12/03/2025)

	Giá hiện tại (VNĐ/cổ phiếu)	Khuyến nghị	Tăng trưởng LNST		P/B		ROE		ROA	
			2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
ACB	26.300	KHẢ QUAN	6.4x	5.9x	1.4x	1.2x	22.9%	21.6%	2.3%	2.3%
BID	40.900	KHẢ QUAN	11.7x	10.3x	2.1x	1.6x	18.8%	16.9%	1.0%	0.9%
CTG	42.650	KHẢ QUAN	8.4x	6.7x	1.5x	1.3x	15.9%	17.3%	1.0%	1.8%
HDB	23.650	KHẢ QUAN	6.2x	9.9x	1.5x	1.4x	26.2%	23.3%	2.1%	1.9%
LPB	35.300	N/A	8.3x	7.6x	2.4x	2.0x	24.7%	21.6%	2.1%	2.0%
MBB	24.600	N/A	5.8x	5.5x	1.2x	1.1x	22.6%	22.2%	2.3%	2.4%
OCB	11.150	KHẢ QUAN	7.9x	6.6x	1.0x	0.8x	13.0%	15.9%	1.6%	1.9%
STB	39.750	TRUNG LẬP	6.7x	6.8x	1.1x	1.0x	17.6%	16.2%	1.2%	1.2%
TCB	27.850	KHẢ QUAN	7.0x	6.2x	1.3x	1.1x	16.2%	16.6%	2.5%	2.5%
TPB	16.150	TRUNG LẬP	8.0x	6.1x	1.1x	1.0x	14.1%	14.5%	1.3%	1.5%
VCB	66.700	KHẢ QUAN	14.8x	14.6x	2.7x	2.5x	19.5%	17.1%	1.8%	1.7%
VIB	20.500	TRUNG LẬP	8.4x	7.0x	1.4x	1.2x	20.5%	23.4%	1.9%	2.2%
VPB	19.600	KHẢ QUAN	11.8x	7.8x	1.1x	0.9x	9.1%	11.7%	1.4%	1.8%
<b>TB loại trừ các NH quốc doanh</b>			<b>8.3x</b>	<b>7.7x</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.3x</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.9%</b>
<i>Trung bình</i>			<i>8.4x</i>	<i>7.6x</i>	<i>1.4x</i>	<i>1.3x</i>	<i>18.5%</i>	<i>18.3%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.8%</i>

Nguồn: Fiinpro. MBS Research

Hình 18: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	23.100	50%	11.550
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.1x)	22.200	50%	11.100
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>22.650</b>

Nguồn: MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập lãi thuần	17,361	16,750	20,862	25,470	<b>Tăng trưởng</b>				
Lãi thuần từ Dịch vụ	3,327	1,765	2,514	3,271	Tổng tài sản	19.6%	20.3%	20.8%	19.9%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	548	501	383	513	Cho vay	14.8%	21.7%	25.2%	20.4%
Lãi thuần từ CKKD	-	-	-	-	Chứng khoán	51.4%	-17.4%	45.0%	20.3%
Lãi thuần từ CKĐT	130	248	128	135	Tiền gửi KH	18.2%	16.8%	28.4%	22.9%
Lãi thuần từ HĐ khác	795	1,304	1,626	1,788	Giấy tờ có giá	-24.8%	-2.7%	74.4%	26.4%
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>22,160</b>	<b>20,569</b>	<b>25,513</b>	<b>31,178</b>	LNST	1.1%	-15.9%	23.9%	25.3%
Chi phí hoạt động	6,611	7,211	8,674	10,289					
Chi phí DPRRTD	4,847	4,353	5,685	6,913	<b>An toàn vốn</b>				
<b>LNTT</b>	<b>10,703</b>	<b>9,004</b>	<b>11,153</b>	<b>13,976</b>	CAR	12.1%	12.0%	N/A	N/A
Chi phí thuế TNDN	2,141	1,800	2,229	2,794	VCSH/Tổng tài sản	9.3%	8.5%	8.5%	8.5%
<b>LNST</b>	<b>8,562</b>	<b>7,204</b>	<b>8,924</b>	<b>11,183</b>	Đòn bẩy tài chính	10.8	11.8	11.8	11.7
LN cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
LNST cho Ngân hàng	8,562	7,204	8,924	11,183	<b>Chất lượng tài sản</b>				
					Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	3.1%	3.5%	3.0%	2.8%
<b>Cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.6%	3.3%	3.0%	2.5%
Tiền và tương đương tiền	1,681	1,639	1,480	1,644	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	51.0%	50.1%	57.3%	58.6%
Tiền gửi tại NHNN	8,218	9,909	11,445	13,408					
Tiền gửi và cho vay các TCTD	68,198	105,589	99,796	117,989	<b>Thanh khoản</b>				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	-	-	-	-	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	74.2%	76.6%	76.0%	76.3%
Phái sinh và các CCTC khác	157	822	-	-	TS thanh khoản/TTS	97.9%	98.7%	98.1%	98.2%
Hoạt động mua nợ	16	9	-	-	TS thanh khoản/tiền gửi KH	169.6%	176.1%	164.7%	160.8%
Cho vay khách hàng	266,346	324,010	405,709	488,307					
Dự phòng cho vay	(4,271)	(5,694)	(7,009)	(7,942)	<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Chứng khoán đầu tư	60,988	50,344	73,025	87,893	ROA	2.3%	1.6%	1.6%	1.7%
Đầu tư dài hạn khác	69	69	55	56	ROE	24.3%	18.1%	19.4%	20.1%
Tài sản cố định	756	795	873	967	NIM	4.7%	3.7%	3.9%	3.9%
BDS đầu tư	3	2	1	1	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	78.3%	81.4%	81.8%	81.7%
Tài sản Có khác	7,720	5,663	10,299	12,048	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	29.8%	35.1%	34.0%	33.0%
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>409,881</b>	<b>493,158</b>	<b>595,675</b>	<b>714,370</b>					
					<b>Định giá</b>				
Nợ NHNN, Chính phủ	-	18,587	-	-	EPS cơ bản (VND)	2,874	2,418	2,995	3,754
Tiền gửi, vay các TCTD khác	98,640	123,201	138,409	152,608	Giá trị sổ sách (VND)	12,735	14,052	16,908	20,482
Tiền gửi của khách hàng	236,577	276,308	354,895	436,023	P/E	7.2x	8.5x	6.9x	5.5x
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-	P/B	1.6x	1.5x	1.2x	1.0x
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	7	5	138	153					
Phát hành giấy tờ có giá	23,897	23,263	40,571	51,272					
Các khoản nợ khác	12,821	9,933	11,291	13,295					
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>371,942</b>	<b>451,297</b>	<b>545,304</b>	<b>653,350</b>					
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>37,939</b>	<b>41,862</b>	<b>50,370</b>	<b>61,020</b>					
Vốn điều lệ	25,368	29,791	34,260	39,399					
Thặng dư vốn cổ phần	2	2	2	2					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quỹ của TCTD	3,470	4,333	4,690	5,138					
LN chưa phân phối	9,099	7,735	11,418	16,481					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	-	-	-					
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH</b>	<b>409,881</b>	<b>493,158</b>	<b>595,675</b>	<b>714,370</b>					

Nguồn: BCTC VIB. MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## Hệ Thống Khuyến Nghị ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

### Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Nguyễn Phương Anh