

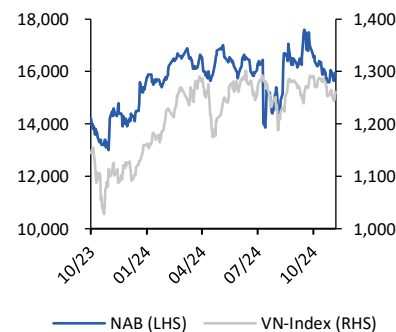
Ngành: Ngân hàng | BSC RESEARCH

| KHUYẾN NGHỊ            |        | MUA                             |            |                                   | NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN NAM Á (HSX: NAB) |  |
|------------------------|--------|---------------------------------|------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------|--|
|                        |        |                                 |            |                                   | CHUYỂN MINH VƯỜN XA                           |  |
| Giá hiện tại:          | 15,500 | Ngày viết báo cáo:              | 13/11/2024 | CỔ ĐÔNG LỚN                       |                                               |  |
| Giá mục tiêu gần nhất: | N/A    | Cổ phiếu lưu hành (triệu cp):   | 1,323      | Công ty TNHH RỒNG THÁI BÌNH DƯƠNG | 9.4%                                          |  |
| Giá mục tiêu mới:      | 21,300 | Vốn hóa (tỷ đồng):              | 20,499     |                                   |                                               |  |
| Tỷ suất cổ tức:        | N/A    | Thanh khoản 6 tháng (triệu cp): | 1.2        |                                   |                                               |  |
| Tiềm năng tăng giá:    | 37%    | Sở hữu nước ngoài:              | 0.24%      |                                   |                                               |  |

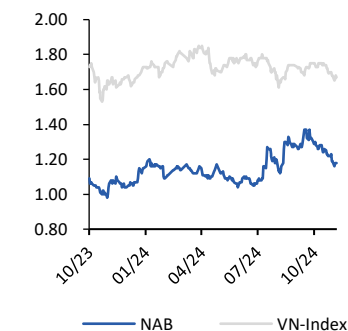
Bộ phận Research:

Dương Quang Minh  
[minhdq@bsc.com.vn](mailto:minhdq@bsc.com.vn)

Bảng so sánh giá cổ phiếu và VN-Index



Bảng so sánh P/B cổ phiếu và VN-Index



ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với NAB, với giá mục tiêu năm 2025 là **21,300 VND/cp**, tương ứng với **upside 37%** so với giá đóng cửa ngày 12/11/2024. Tương tự phương pháp tiếp cận ở các cổ phiếu ngân hàng khác, chúng tôi duy trì phân bổ tỷ trọng 70/30 lần lượt cho phương pháp P/B và thu nhập thặng dư. Mức giá mục tiêu này phản ánh kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 5 năm tới đạt mức CAGR 18%, và P/B mục tiêu đạt 1.2x, mức hợp lý so với trung bình ngành và các đối thủ có cùng quy mô.
- Chúng tôi đánh giá NAB đang được định giá tương đối thấp, trong khi ngân hàng vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong thời gian tới. Bên cạnh đó, Nam Á Bank là một trong số ít các ngân hàng vẫn còn rất nhiều room khối ngoại và chưa có nhà đầu tư chiến lược nào. Đây có thể là yếu tố giúp NAB trở nên tiềm năng hơn trong mắt các NĐT tổ chức, đặc biệt là các quỹ nước ngoài.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ (chi tiết tại trang 09)

- Tiềm năng NIM phục hồi mạnh mẽ trong những năm tới.** Mặc dù trong một vài quý tới NIM của NAB có thể chịu áp lực do mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức thấp, tuy nhiên chúng tôi cho rằng trong 2-3 năm tới ngân hàng có nhiều dư địa để cải thiện NIM lên 20-30 bps nhờ **(1)** Chuyển dịch dần cơ cấu huy động sang nhóm khách hàng cá nhân và SMEs, và **(2)** Nhu cầu tín dụng dần được cải thiện theo xu hướng phục hồi của nền kinh tế.
- Triển vọng mở rộng mảng bán lẻ nhờ phát triển hệ thống ONE BANK.** Chúng tôi kỳ vọng hệ sinh thái OneBank sẽ giúp NAB tăng khả năng tiếp cận nhóm khách hàng cá nhân ở những khu vực xa trung tâm, hay nhóm khách hàng có thu nhập thấp và trung bình, còn nhiều dư địa để mở rộng và phát triển.
- Định giá hấp dẫn so với toàn ngành, triển vọng thu hút NĐT nước ngoài.** NAB đang được giao dịch với mức định giá khoảng quanh 1 lần P/B. Mức định giá này thấp hơn khoảng 20% so với trung bình các ngân hàng có cùng quy mô đang được niêm yết trên sàn.

### **DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH** ([chi tiết tại trang 15](#))

**BSC đưa ra dự báo LNTT 2024F-2025F của NAB lần lượt đạt 4,259 tỷ VND (+28.9% YoY) và 5,188 tỷ VND (+21.8% YoY).** Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng 2024F-2025F đạt lần lượt 19% và 13%, và tổng thu nhập hoạt động lần lượt đạt 8,965 tỷ (+17.3% YoY) và 10,454 tỷ đồng (+16.6% YoY). BSC cho rằng NAB sẽ duy trì được kết quả kinh doanh khả quan, nhờ tăng trưởng tín dụng tiếp tục cải thiện, đồng thời cải thiện được chất lượng tài sản trong thời gian tới.

### **RỦI RO ĐẦU TƯ**

- Tăng trưởng tín dụng và NIM thấp hơn dự kiến, do nhu cầu tín dụng thấp.
- Tỷ lệ hình thành nợ xấu tiếp tục tăng khiến chi phí tín dụng cao hơn dự kiến.

### **CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH** ([chi tiết tại trang 08](#))

Ngân hàng TMCP Nam Á (NAB) công bố KQKD Q3 2024 với LNTT đạt 1,106 tỷ đồng (+112% YoY), và lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 3,323 tỷ đồng (+62% YoY). Kết quả này hoàn thành 83% kế hoạch cả năm của Ngân hàng.

- Tổng thu nhập hoạt động đạt 2,249 tỷ đồng (+63% YoY) với đóng góp chính từ thu nhập lãi thuần (chiếm gần 90%)
- Tăng trưởng tín dụng đạt 15.8% YTD, cao hơn mức trung bình toàn hệ thống. Tổng dư nợ cho vay khách hàng đạt gần 164,000 tỷ đồng (+23.8% YoY), với động lực chính đến từ nhóm khách hàng doanh nghiệp.
- Tỷ lệ NIM tiếp tục tăng lên 3.8% nhờ chi phí huy động được kiểm soát, từ đó giảm mạnh chi phí vốn bình quân của ngân hàng.
- Chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận của Nam Á Bank. Tỷ lệ CIR giảm xuống 41.3%, mức thấp nhất từ trước tới nay.
- Chất lượng tài sản được cải thiện, với các chỉ số về tỷ lệ nợ nhóm 2, hay tỷ lệ hình thành nợ xấu đều giảm. Dù vậy, bộ đệm dự phòng (45.3%) vẫn còn thấp hơn so với toàn ngành, điều này có thể gây áp lực tăng trích lập với NAB trong thời gian tới.

|                             | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |                                 | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>P/B (x)</b>              | 0.7  | 1.1  | 1.1   | 0.9   | <b>TOI (tỷ đồng)</b>            | 5,973  | 7,644  | 8,965  | 10,454 |
| <b>ROAE (%)</b>             | 17.5 | 18.8 | 20.2  | 20.3  | <b>PBT (tỷ đồng)</b>            | 2,268  | 3,304  | 4,259  | 5,188  |
| <b>NIM (%)</b>              | 3.2  | 3.6  | 3.7   | 3.7   | <b>BVPS (đồng)</b>              | 14,945 | 14,406 | 13,962 | 16,898 |
| <b>CIR (%)</b>              | 47.6 | 45.7 | 42.3  | 40.3  | <b>Tăng trưởng TOI (%)</b>      | 24.0   | 28.0   | 17.3   | 16.6   |
| <b>NPL (%)</b>              | 1.3  | 2.1  | 2.6   | 2.7   | <b>Tăng trưởng PBT (%)</b>      | 26.1   | 45.7   | 28.9   | 21.8   |
| <b>LLCR (%)</b>             | 77.2 | 51.6 | 32.4  | 29.2  | <b>Tăng trưởng tín dụng (%)</b> | 15.8   | 16.3   | 19.5   | 13.0   |
| <b>Chi phí tín dụng (%)</b> | 0.5  | 1.0  | 0.6   | 0.6   | <b>Tăng trưởng huy động (%)</b> | 9.3    | 19.3   | 14.4   | 11.0   |

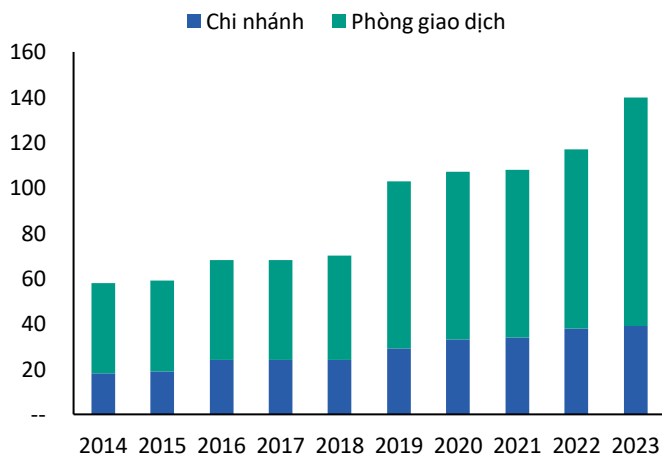
## I. TỔNG QUAN VỀ NGÂN HÀNG

### Quá trình hình thành và phát triển

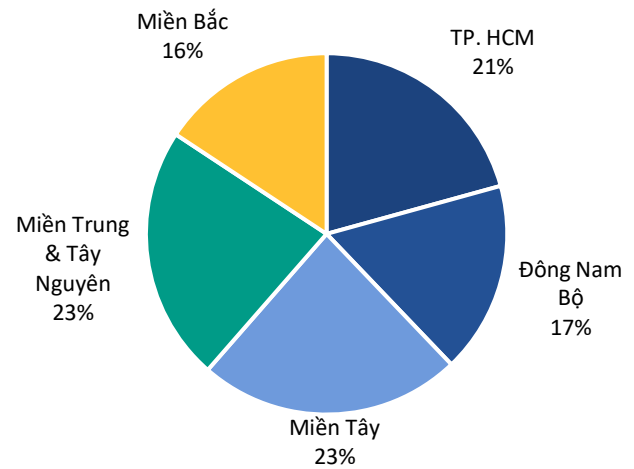
Ngân hàng TMCP Nam Á (Nam A Bank - NAB) chính thức hoạt động từ ngày 21/10/1992, là một trong những Ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên được thành lập sau khi Pháp lệnh về Ngân hàng được ban hành năm 1990.

Từ những ngày đầu hoạt động, NAB chỉ có 3 Chi nhánh với vốn điều lệ 5 tỷ đồng và gần 50 cán bộ nhân viên. Đến nay, sau nhiều năm phát triển, NAB không ngừng lớn mạnh với mạng lưới gần 150 điểm kinh doanh và 100 điểm giao dịch số tự động ONEBANK trên cả nước, đã có quan hệ với 330 ngân hàng ở khắp quốc gia và vùng lãnh thổ trên khắp thế giới. Về khu vực hoạt động, hơn 60% các chi nhánh và điểm giao dịch của NAB được đặt tại khu vực phía Nam, trong đó riêng TP. HCM đã có gần 30 điểm giao dịch, chiếm 21% toàn hệ thống của NAB.

Hình: Số lượng chi nhánh và phòng giao dịch của NAB



Hình: Mạng lưới của NAB tập trung chủ yếu ở khu vực phía Nam



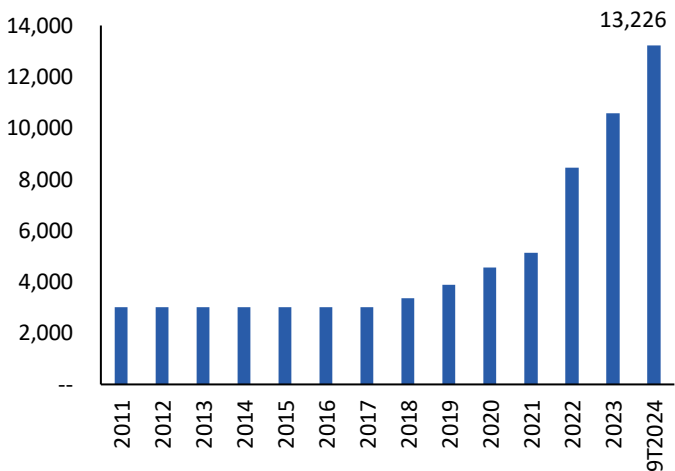
Nguồn: NAB, BSC Research

Tính đến hiện tại, vốn điều lệ của NAB đã tăng hơn 2,500 lần lên 13,226 tỷ đồng, với số lượng cán bộ nhân viên đạt hơn 5,500 người. Quá trình phát triển và tăng vốn của NAB gồm những cột mốc đáng chú ý sau:

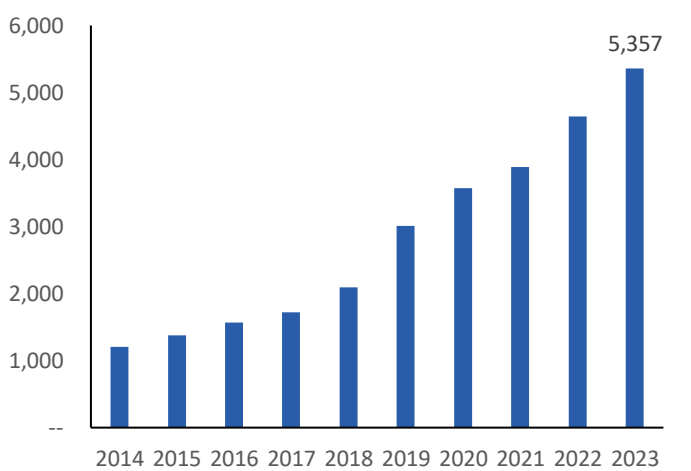
- Năm 1992: Ngân hàng chính thức được thành lập.
- Năm 1994: Gia nhập thị trường Liên Ngân hàng.
- Năm 2006: Thành lập Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản (AMC).
- Năm 2011: Tăng vốn điều lệ lên 3,000 tỷ đồng. Khai trương trụ sở mới tại Quận 3, TP. Hồ Chí Minh.
- Năm 2015: Tăng vốn điều lệ lên 3,021 tỷ đồng. Đạt Top 50 Doanh nghiệp có thành tựu xuất sắc 2011-2015.
- Năm 2019: Tăng vốn điều lệ lên 3,890 tỷ đồng. Triển khai thành công TT41 (Basel II).
- Năm 2020: Tăng vốn điều lệ lên 4,564 tỷ đồng. **Chính thức đưa cổ phiếu NAB giao dịch trên UPCOM.**
- Năm 2021: Tăng vốn điều lệ lên 5,134 tỷ đồng. Ra mắt hệ sinh thái số Onebank, và triển khai thanh toán bằng QR.

- Năm 2022: Tăng vốn điều lệ lên 8,464 tỷ đồng. Hoàn thành các chuẩn mực Basel III, và đạt nhiều giải thưởng uy tín trong nước.
- Năm 2023: Tăng vốn điều lệ lên 10,580 tỷ đồng. Chính thức được chấp thuận niêm yết trên sàn HOSE.
- Năm 2024: Tăng vốn điều lệ lên 13,226 tỷ đồng. **Chính thức niêm yết trên sàn HOSE từ ngày 8/3/2024.**

Hình: Vốn điều lệ của NAB



Hình: Số lượng nhân viên



Nguồn: NAB, BSC Research

Về các công ty con và công ty liên kết, NAB chỉ có một công ty con là công ty TNHH MTV Quản lý nợ và Khai thác tài sản (AMC). Ngoài ra, NAB có sở hữu 4.4 triệu cổ phiếu, tương ứng 11% cổ phần của CTCK Beta.

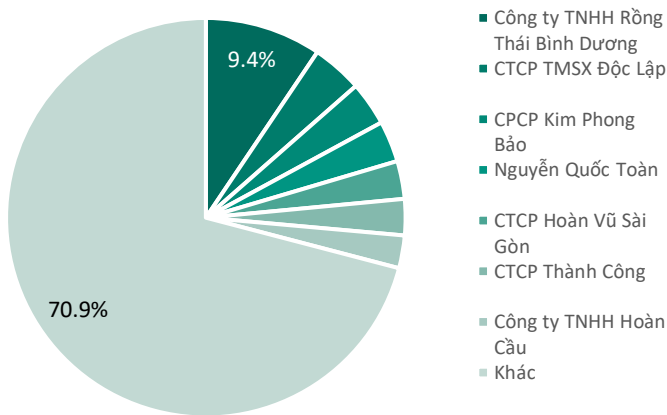
Bảng: Công ty con của NAB

| Tên công ty                                     | Địa chỉ                                                                                                  | Lĩnh vực hoạt động              | Vốn điều lệ | % Sở hữu của NAB |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------------|------------------|
| Công ty TNHH MTV Quản lý nợ & Khai thác tài sản | SR18-SR19 Trung tâm Thương mại Quy Nhơn, 07 Nguyễn Tất Thành, P. Lý Thường Kiệt, TP. Quy Nhơn, Bình Định | Quản lý nợ và khai thác tài sản | 500 tỷ đồng | 100%             |
| Ngân hàng TMCP Nam Á                            |                                                                                                          |                                 |             |                  |

Nguồn: NAB, BSC Research

Cơ cấu cổ đông của NAB chủ yếu bao gồm các tổ chức không niêm yết (chiếm khoảng hơn 21%) và cá nhân là Ban lãnh đạo, người có liên quan chiếm khoảng dưới 1%. Cổ đông lớn nhất có quyền biểu quyết trên 5% là công ty TNHH Ròng Thái Bình Dương, với 9.44%. Hiện tại NAB gần như chưa có cổ đông nước ngoài nào đáng kể, với tỷ lệ sở hữu chỉ khoảng 0.23%. Chủ tịch Trần Ngô Phúc Vũ không nắm giữ cổ phần. Cá nhân Nguyễn Quốc Toàn là cá nhân nắm giữ cổ phần lớn nhất với 3.3%. Ngoài ra, NAB chỉ có 5 cá nhân khác nắm giữ trên 1% cổ phần.

Hình: Cơ cấu cổ đông của NAB



Bảng: Tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo

| Họ tên               | Chức vụ                   | Sở hữu (%) |
|----------------------|---------------------------|------------|
| Trần Ngô Phúc Vũ     | Chủ tịch HĐQT             | 0.0%       |
| Trần Ngọc Tâm        | Phó chủ tịch kiêm Tổng GĐ | 0.32%      |
| Võ Thị Tuyết Nga     | Phó chủ tịch              | 0.02%      |
| Nguyễn Thị Thanh Đào | Thành viên HĐQT           | 0.01%      |
| Trần Khải Hoàn       | Phó Tổng GĐ               | 0.28%      |
| Hoàng Việt Cường     | Phó Tổng GĐ               | 0.15%      |
| Hồ Nguyễn Thúy Vy    | Phó Tổng GĐ               | 0.01%      |
| Nguyễn Thị Mỹ Lan    | Giám đốc tài chính        | 0.01%      |
| Nguyễn Viết Hợi      | Giám đốc KV TP. HCM       | 0.11%      |
| Hồ Viết Trung        | Trưởng Văn phòng TGĐ      | 0.02%      |

Nguồn: NAB, BSC Research

Chiến lược kinh doanh của NAB tập trung và các yếu tố chính bao gồm:

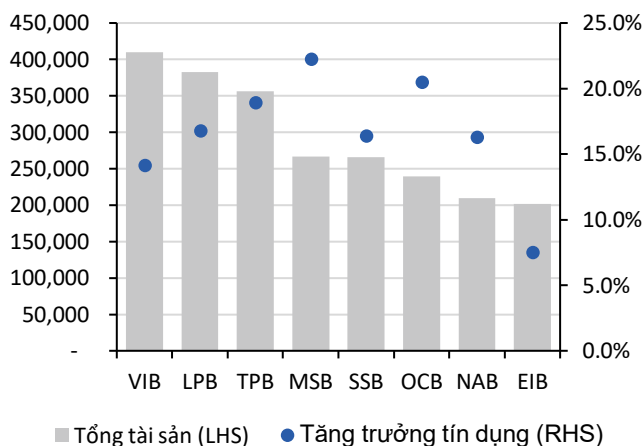
- **Chuyển đổi số:** Đầu tư vào công nghệ, phát triển ngân hàng số và hệ sinh thái số để tăng trải nghiệm khách hàng.
- **Mở rộng mạng lưới:** Tăng cường chi nhánh, phát triển dịch vụ bán lẻ và phục vụ khách hàng vùng sâu, vùng xa.
- **Sản phẩm đa dạng:** Cung cấp nhiều dịch vụ tài chính như tín dụng, tiết kiệm, bảo hiểm.
- **Quản trị rủi ro:** Áp dụng tiêu chuẩn quốc tế để đảm bảo an toàn và bền vững.
- **Khách hàng là trung tâm:** Đáp ứng nhu cầu và tối ưu hóa giải pháp tài chính cho từng nhóm khách hàng.
- **Phát triển bền vững:** Kinh doanh gắn với trách nhiệm xã hội và môi trường.

Ngân hàng xác định 3 yếu tố quan trọng tạo nên đột phá cho NAB bao gồm: (1) Duy trì chiến lược phát triển bền vững theo hướng số hóa và xanh hóa; (2) Tiếp tục nhân rộng mô hình chuỗi giá trị ngành nghề; (3) Tập trung xây dựng đội ngũ nhân sự chuyên môn cao để vận hành mô hình.

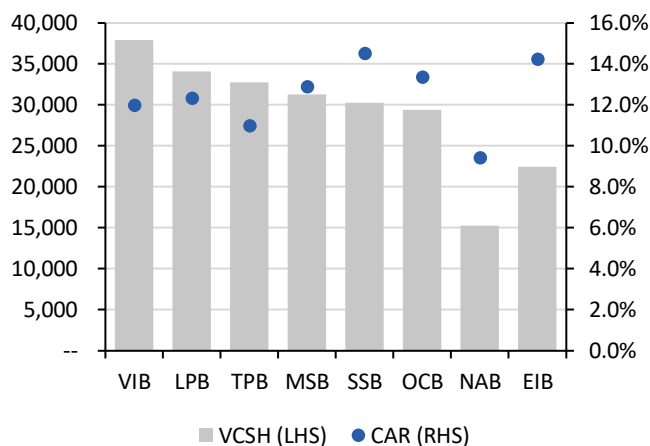
## Quy mô hoạt động và vị thế ngân hàng

**Quy mô tài sản tương đồng với các ngân hàng tư nhân vừa và nhỏ niêm yết trên HSX.** Tại cuối 2023, NAB có tổng tài sản đạt gần 209.9 nghìn tỷ (+18.2% YoY) và vốn chủ sở hữu đạt 15.2 nghìn tỷ (+20.5% YoY). Ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 2023 đạt 16.3%, tương đương mức trung bình của các ngân hàng chúng tôi sử dụng làm tham chiếu. Tuy nhiên, mức CAR của NAB tương đối khiêm tốn (đạt 11% tại cuối 2023) là yếu tố kìm hãm tốc độ gia tăng của tài sản sinh lời. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ góp phần tạo ra những áp lực về việc tăng vốn cấp 1 của ngân hàng trong thời gian tới. Mặc khác, việc tăng vốn cấp 1 và bán vốn chiến lược cũng có thể là câu chuyện hấp dẫn của Nam A Bank trong thời gian tới.

Hình: Quy mô NAB tại cuối 2023 thuộc nhóm ngân hàng vừa và nhỏ niêm yết trên HSX



Hình: NAB cũng có quy mô vốn chủ cùng tỷ lệ CAR thấp hơn đáng kể trong các ngân hàng cùng quy mô

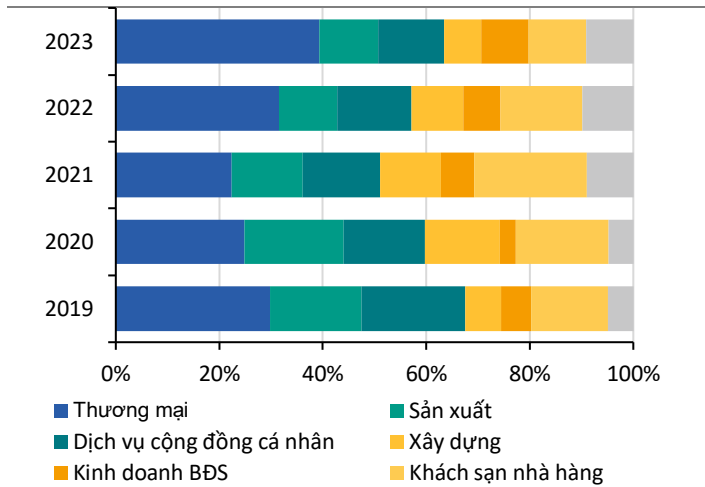


Nguồn: NAB, BSC Research

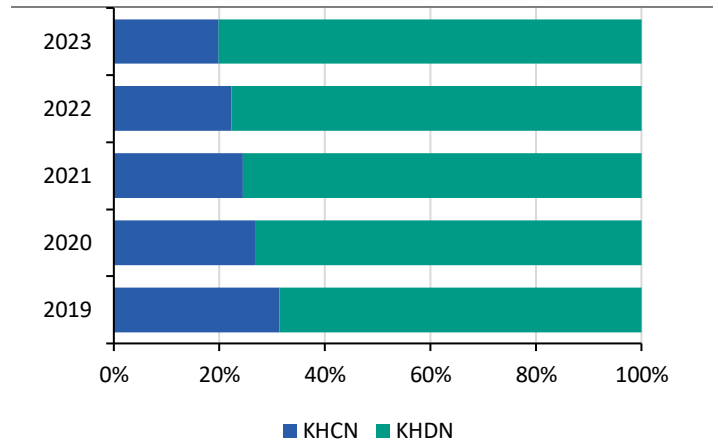
**Cơ cấu cho vay tập trung vào nhóm KHDN.** NAB thường xuyên duy trì 30-40% tỷ trọng cho vay vào các lĩnh vực mang tính chất chu kỳ, có độ biến động và rủi ro cao hơn như xây dựng, BĐS, khách sạn nhà hàng. Dù vậy, trong những năm gần đây tỷ trọng cho vay trong lĩnh vực thương mại của NAB cũng ghi nhận sự cải thiện rõ rệt, khi tăng từ 25% lên 39%. Ngân hàng cũng có tỷ trọng cho vay cá nhân chỉ chiếm khoảng 21%, tương đối thấp so với mặt bằng chung các ngân hàng tư nhân hiện nay. Phân khúc cho vay khách hàng doanh nghiệp thường đem lại biên lợi nhuận thấp hơn đi kèm với rủi ro tập trung cao hơn.

Về trái phiếu, NAB duy trì tỷ trọng đầu tư TPDN ở mức thấp, cao nhất từng ghi nhận là 2.5% tổng dư nợ tại cuối 2021 và hiện chỉ còn 0.2% tại cuối 2023.

Hình: Danh mục cho vay có tương đối tỷ trọng tập trung vào các lĩnh vực xây dựng, kinh doanh BĐS, khách sạn nhà hàng



Hình: Tỷ trọng cho vay KHDN chiếm phần lớn và ngày càng có xu hướng gia tăng

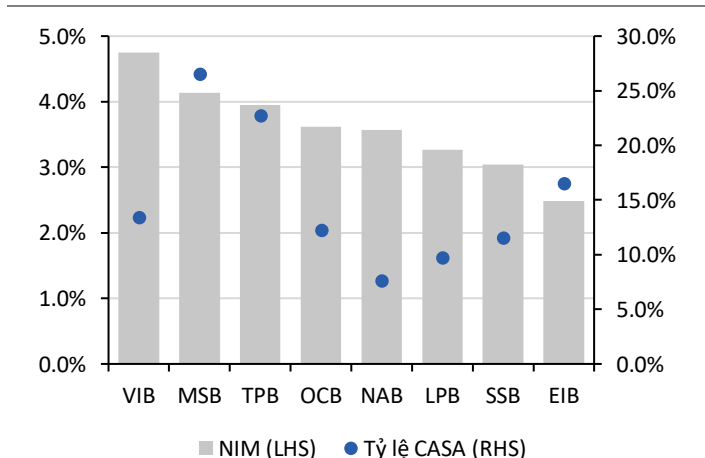


Nguồn: NAB, BSC Research

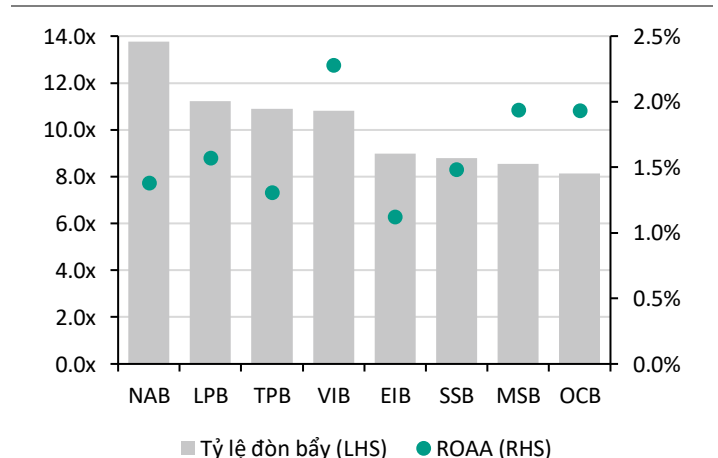
**NIM chưa có nhiều điểm nổi trội do tỷ lệ CASA thấp và tỷ trọng cho vay KHDN cao, ROE duy trì ở mức cao nhờ tăng tỷ lệ đòn bẩy.** NAB ghi nhận NIM bình quân 2023 ở mức 3.6% (+34bps YoY) và thuộc mức trung bình trong ngành, tương đương một số ngân hàng như OCB, LPB. Dù vậy, việc tập trung cho vay KHDN cùng tỷ lệ CASA trung bình quá khứ thường chỉ ở mức 7%, NIM của NAB chưa có nhiều lợi thế nổi trội (trung bình 2018-2023 đạt 3% và tương đương các ngân hàng quốc doanh).

CIR của NAB cũng còn tương đối cao (khoảng 46% tại cuối năm 2023) đạt tuy nhiên đang cho thấy xu hướng cải thiện rõ ràng trong giai đoạn gần đây (sẽ phân tích ở phần dưới). Ngân hàng có ROAE trong 2023 đạt 19%, thuộc nhóm những ngân hàng có ROE cao nhất trong ngành, tuy nhiên ROAA ở mức thấp trong ngành (1.4% trong 2023) cùng với tỷ lệ đòn bẩy tương đối cao trong số các ngân hàng tương đồng về quy mô.

Hình: NAB ghi nhận NIM 2023 đạt 3.6%, thuộc mức trung bình trong các ngân hàng cùng quy mô



Hình: ROAE tại cuối 2023 của NAB đạt 19%, tuy nhiên ngân hàng đang duy trì tỷ lệ đòn bẩy tương đối cao



Nguồn: NAB, BSC Research

## II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2024

Ngân hàng TMCP Nam Á (NAB) công bố kết quả kinh doanh Q3 2024 với LNTT đạt 1,106 tỷ đồng (+112% YoY), và lũy kế 9 tháng đạt 3,323 tỷ đồng (+62% YoY). Tăng trưởng tín dụng của Nam A Bank trong 9 tháng đầu năm đạt +15.8% YTD và huy động đạt +5.2% YTD, hoàn thành vượt kế hoạch của Ngân hàng đề ra. Tổng thu nhập hoạt động của NAB đạt 2,249 tỷ đồng (+63% YoY), chủ yếu nhờ chi phí lãi được cải thiện đáng kể so với cùng kỳ. Tỷ lệ nợ xấu hiện ở mức 2.8% (nhích nhẹ so với 2.6% tại cuối Q2), trong khi NIM tiếp tục cải thiện lên mức ấn tượng 3.8% (so với 3.6% tại cuối Q2). Tính tới cuối tháng 9/2024, tổng tài sản Nam Á Bank đạt 239 nghìn tỷ đồng (+15.5% YoY), hoàn thành 103% kế hoạch cả năm.

**Bảng: KQKD Q3 2024 của NAB so với cùng kỳ (đơn vị: tỷ đồng)**

| Các chỉ tiêu KQKD               | 3Q23         | 3Q24         | %YoY          | 9T23         | 9T24         | %YoY         |
|---------------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Thu nhập lãi                    | 4,663        | 4,325        | -7.3%         | 14,167       | 12,936       | -8.7%        |
| Chi phí lãi                     | (3,353)      | (2,324)      | -30.7%        | (9,764)      | (7,010)      | -28.2%       |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>       | <b>1,311</b> | <b>2,000</b> | <b>52.6%</b>  | <b>4,403</b> | <b>5,926</b> | <b>34.6%</b> |
| Lãi thuần hoạt động dịch vụ     | 101          | 120          | 18.4%         | 473          | 422          | -10.7%       |
| Lãi từ kinh doanh ngoại hối     | (42)         | 4            | -110.6%       | 2            | (22)         | -1352.4%     |
| Lãi từ mua bán chứng khoán      | 4            | 27           | N/M           | 10           | 97           | 863.7%       |
| Thu nhập khác                   | 3            | 97           | 3071.1%       | 3            | 113          | 3157.4%      |
| <b>Thu nhập ngoài lãi</b>       | <b>66</b>    | <b>249</b>   | <b>276.4%</b> | <b>488</b>   | <b>610</b>   | <b>24.9%</b> |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>  | <b>1,377</b> | <b>2,249</b> | <b>63.4%</b>  | <b>4,891</b> | <b>6,536</b> | <b>33.6%</b> |
| Chi phí hoạt động               | (972)        | (928)        | -4.5%         | (2,510)      | (2,647)      | 5.5%         |
| <b>Lợi nhuận trước dự phòng</b> | <b>405</b>   | <b>1,321</b> | <b>226.1%</b> | <b>2,381</b> | <b>3,889</b> | <b>63.4%</b> |
| Chi phí dự phòng                | 117          | (215)        | -283.4%       | (334)        | (566)        | 69.5%        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | <b>522</b>   | <b>1,106</b> | <b>111.9%</b> | <b>2,047</b> | <b>3,323</b> | <b>62.4%</b> |
| Lợi nhuận sau thuế              | 416          | 870          | 109.5%        | 1,632        | 2,640        | 61.8%        |
| <b>LNST thuộc cổ đông mẹ</b>    | <b>416</b>   | <b>870</b>   | <b>109.5%</b> | <b>1,632</b> | <b>2,640</b> | <b>61.8%</b> |

Nguồn: NAB, BSC Research

| Các chỉ số chính           | 3Q23  | 2Q24   | 3Q24   | YoY        | QoQ       |
|----------------------------|-------|--------|--------|------------|-----------|
| Tăng trưởng tín dụng (YTD) | 9.7%  | 10.7%  | 15.76% | 6 điểm %   | 5 điểm %  |
| Tăng trưởng huy động (YTD) | 19.7% | 5.4%   | 5.22%  | -14 điểm % | 0 điểm %  |
| LDR thị trường 1 (Q)       | 87.4% | 102.2% | 107.8% | 20 điểm %  | 6 điểm %  |
| LDR thị trường 2 (Q)       | 72.2% | 76.8%  | 76.3%  | 4 điểm %   | 0 điểm %  |
| Tỷ lệ nợ nhóm 2 (Q)        | 2.9%  | 2.7%   | 1.51%  | -137 bps   | -116 bps  |
| Tỷ lệ NPL (Q)              | 2.8%  | 2.6%   | 2.85%  | 2 bps      | 29 bps    |
| Tỷ lệ hình thành NPL (Q)   | 0.2%  | 0.1%   | 0.56%  | 37 bps     | 48 bps    |
| LLCR (Q)                   | 36.5% | 47.2%  | 45.3%  | 9 điểm %   | -2 điểm % |
| DPRR/Nợ nhóm 2-5 (Q)       | 18.1% | 23.1%  | 29.6%  | 11 điểm %  | 6 điểm %  |
| Tỷ lệ CASA (Q)             | 5.4%  | 6.4%   | 5.6%   | 0 điểm %   | -1 điểm % |
| NIM (TTM)                  | 3.2%  | 3.6%   | 3.82%  | 62 bps     | 19 bps    |
| CIR (Q)                    | 70.6% | 37.0%  | 41.3%  | -2932 bps  | 425 bps   |
| Chi phí tín dụng (TTM)     | 0.5%  | 1.0%   | 0.89%  | 37 bps     | -6 bps    |
| ROAA (TTM)                 | 1.0%  | 1.5%   | 1.63%  | 62 bps     | 15 bps    |
| ROAE (TTM)                 | 14.4% | 20.7%  | 22.7%  | 825 bps    | 200 bps   |

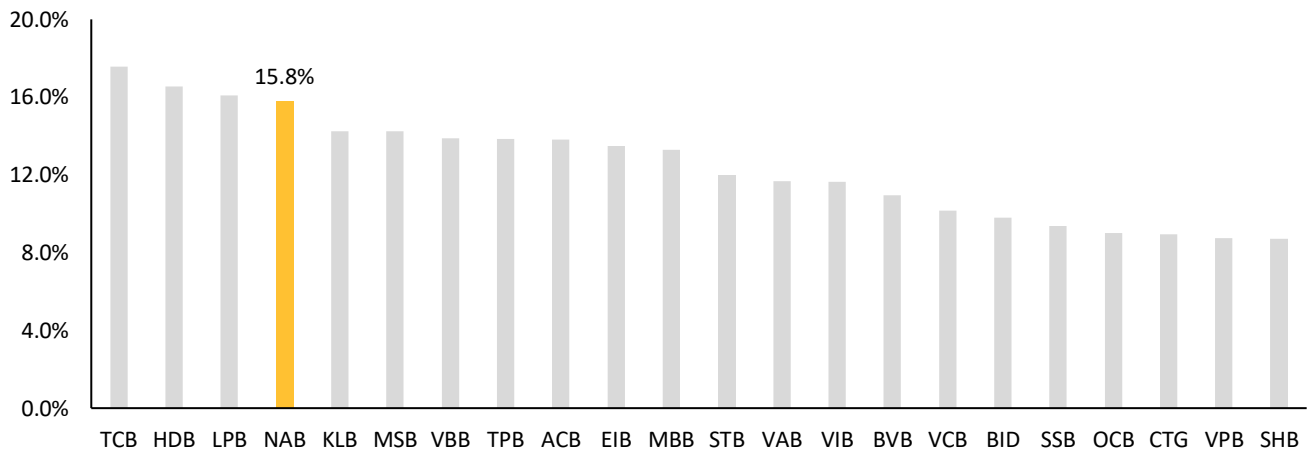
Nguồn: NAB, BSC Research

### III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

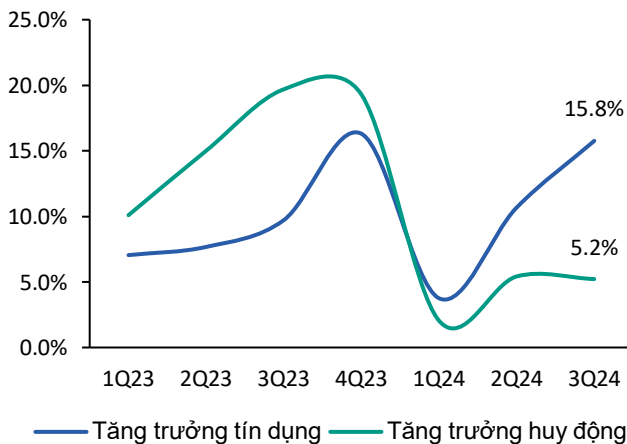
#### Tăng trưởng tín dụng khả quan, với động lực đến từ nhóm khách hàng doanh nghiệp

**Nam Á Bank ghi nhận tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm đạt 15.8% YTD**, cao hơn so với mức trung bình toàn hệ thống (khoảng 9%). Dư nợ cho vay khách hàng đạt gần 164 nghìn tỷ đồng (tăng 23.8% so với cùng kỳ năm 2023). Trong đó, gần 80% tổng dư nợ cho vay của ngân hàng tới từ nhóm khách hàng doanh nghiệp, trải dài trong các lĩnh vực thương mại, sản xuất, xây dựng, bất động sản, hay du lịch-khách sạn. Có thể thấy, mặc dù đã có định hướng mở rộng dần tệp khách hàng cá nhân, nhưng nhu cầu tín dụng ở phân khúc này vẫn còn tương đối yếu, và khách hàng doanh nghiệp vẫn là động lực tăng trưởng chính của NAB giai đoạn vừa qua. BSC cho rằng, **phân khúc khách hàng doanh nghiệp sẽ vẫn chiếm tỷ trọng cao trong danh mục cho vay của NAB** dựa trên nền tảng sẵn có cùng những lợi thế của Ngân hàng trong phân khúc này, đặc biệt là ở khu vực miền Nam.

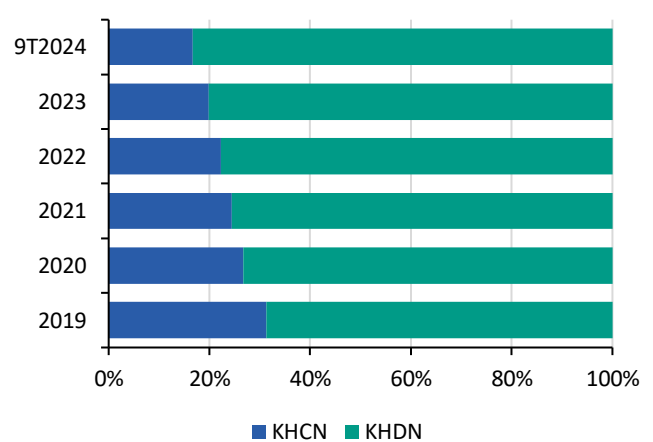
Hình: Tăng trưởng tín dụng của NAB thuộc nhóm cao nhất ngành trong 9T2024



Hình: Tăng trưởng tín dụng và huy động của NAB theo quý



Hình: Danh mục cho vay tập trung vào KH doanh nghiệp

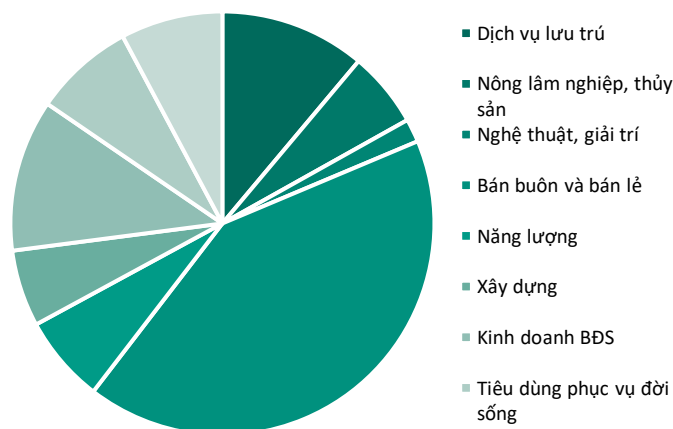


Nguồn: NAB, FiinPro, BSC Research

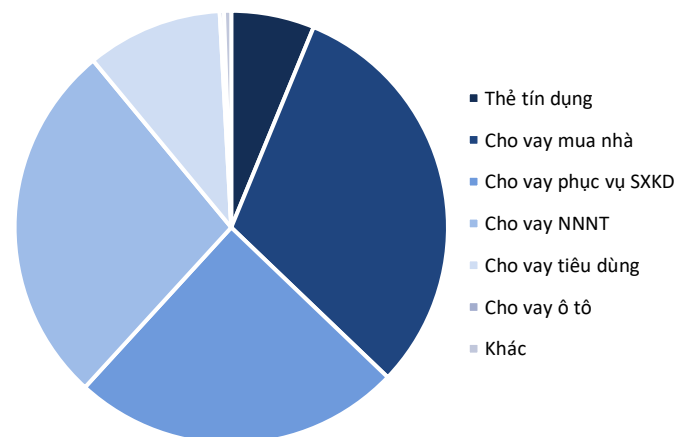
Về cơ cấu dư nợ cho vay theo ngành nghề, dư nợ cho vay mảng bán buôn bán lẻ chiếm tỷ trọng lớn nhất với gần 70 nghìn tỷ, chiếm khoảng 42% tổng dư nợ của NAB, và cũng ghi nhận tăng trưởng 23.4% YTD. Bên cạnh đó, NAB cũng đẩy mạnh cho vay đối với các ngành nghề ưu tiên như nông lâm nghiệp, thủy sản (chiếm gần 6% tổng danh mục) và cho vay chuyển đổi giao thông thông minh. Điều này thể hiện **xu hướng chuyển dịch chiến lược sang cho vay các ngành nghề sản xuất kinh doanh của NAB**. Ngân hàng cho biết về dài hạn, NAB sẽ đi theo mô hình chuỗi giá trị các ngành nghề và xác định mở rộng mô hình này với các ngành nghề chiến lược bao gồm nông lâm nghiệp, thủy sản, giáo dục, y tế, nghỉ dưỡng. Đối với các nhóm ngành liên quan đến xây dựng và bất động sản, dư nợ cho vay hiện chiếm khoảng dưới 20%.

Đối với hoạt động cho vay bán lẻ, dư nợ mảng cho vay mua nhà vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 31%, tiếp đến là cho vay liên quan lĩnh vực nông nghiệp nông thôn (27%) và cho vay phục vụ sản xuất kinh doanh (25%). Mảng thẻ tín dụng hiện đóng góp khá khiêm tốn vào dư nợ cho vay của NAB (6%), và ban lãnh đạo NAB kỳ vọng với sự hỗ trợ của hệ sinh thái Onebank, mảng dịch vụ thẻ của NAB sẽ dần được cải thiện trong thời gian tới.

**Hình: Dư nợ cho vay theo ngành nghề**



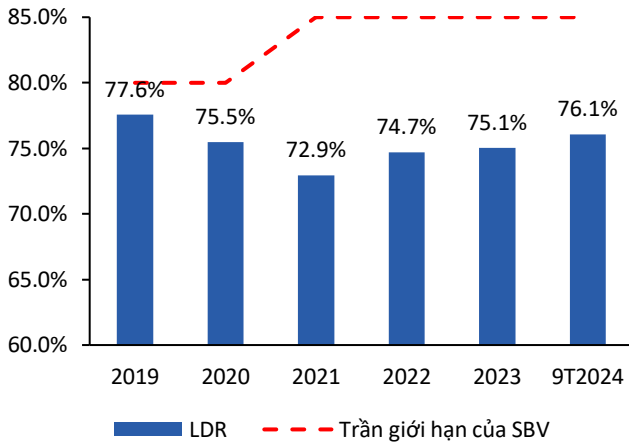
**Hình: Dư nợ cho vay bán lẻ**



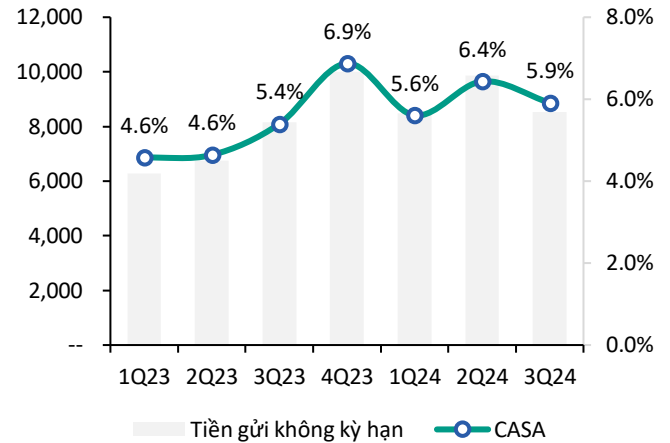
*Nguồn: NAB, BSC Research*

**Tăng trưởng huy động của NAB trong 9 tháng đầu năm đạt 5.2%**, giảm 14 điểm % so với cùng kỳ. Trong đó, tiền gửi khách hàng 9T 2024 của ngân hàng đạt 152 nghìn tỷ đồng, chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ (+0.4% YoY), và tổng nguồn vốn (bao gồm tiền gửi của khách hàng, giấy tờ có giá và nguồn vốn liên ngân hàng) tăng 11% so với quý 4/2023. Tỷ lệ CASA trong quý 3/2024 cũng ghi nhận giảm 0.5 điểm % QoQ xuống mức 5.9%. Mặc dù tăng trưởng về huy động không mấy ấn tượng, nhưng tỷ lệ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR) của NAB vẫn duy trì ổn định ở mức 76%, thấp hơn nhiều so với quy định của NHNN.

**Hình: LDR duy trì ổn định trong ngưỡng cho phép**



**Hình: CASA của NAB chỉ duy trì quanh mức 6%**

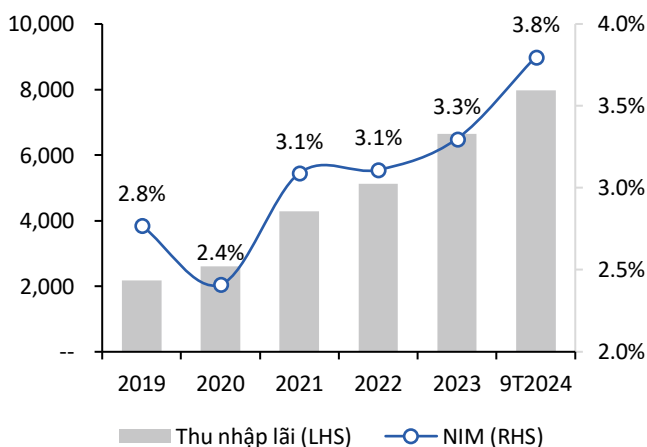


Nguồn: NAB, BSC Research

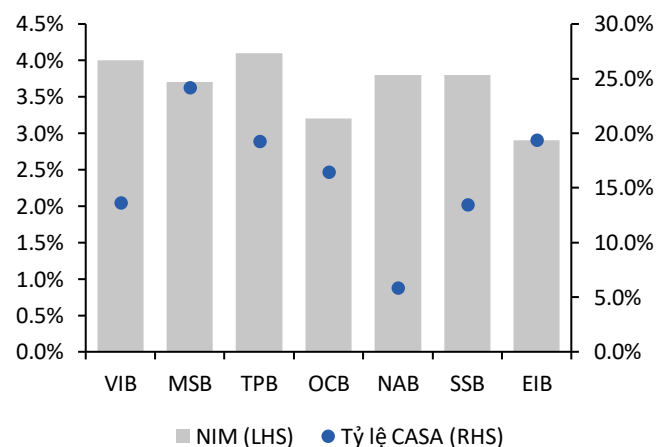
### Tỷ lệ NIM tăng nhẹ nhờ chi phí huy động được kiểm soát

**Tỷ lệ NIM của NAB trong Q3 tiếp tục xu hướng tăng và đạt 3.8% (+62bps YoY và +19bps QoQ),** trong bối cảnh đa số các ngân hàng khác vẫn ghi nhận kém khả quan. Điều này đến từ việc NAB đã kiểm soát tốt chi phí huy động, khi chi phí vốn (cost of fund) bình quân của ngân hàng giảm 70 bps QoQ. Mặc dù vậy, so với các ngân hàng khác có cùng quy mô trong ngành, tỷ lệ NIM của NAB chỉ tương đương với OCB và MSB, trong khi thấp hơn một chút so với VIB hay TPB. Chúng tôi cho rằng điều này đến từ việc tỷ lệ CASA của ngân hàng còn đang ở mức tương đối thấp so với các ngân hàng khác, dẫn đến việc chưa tối ưu được chi phí vốn.

**Hình: Tỷ lệ NIM của NAB tiếp tục được cải thiện**



**Hình: NIM của NAB đạt tương đương các ngân hàng có cùng quy mô**



Nguồn: NAB, BSC Research

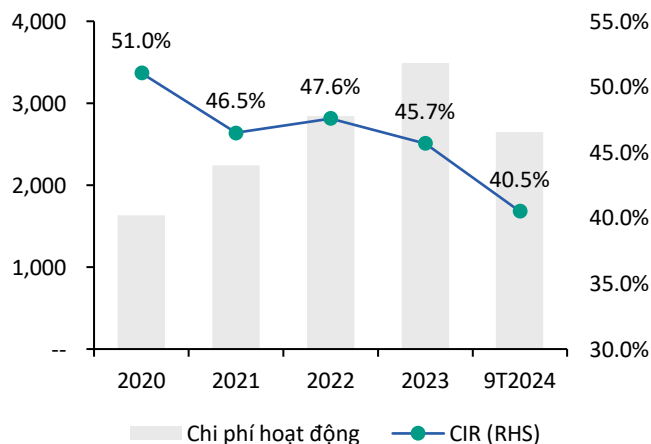
Ngân hàng chia sẻ quan điểm rằng giai đoạn thuận lợi nhất để cải thiện NIM đã qua, và dự kiến NIM tới hết 2024 trong khoảng 3.5-3.8%, với việc mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục được duy trì thấp để hỗ trợ cá nhân và doanh nghiệp. Vì vậy, **BSC kỳ vọng tỷ lệ NIM của NAB sẽ tiếp tục duy trì đi ngang trong khoảng 3.7%-3.8% trong thời gian tới**, do mặt bằng lãi suất huy động vẫn được giữ ở mức thấp, và cầu tín dụng sẽ dần phục hồi kể từ cuối năm.

### Chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận của Nam Á Bank

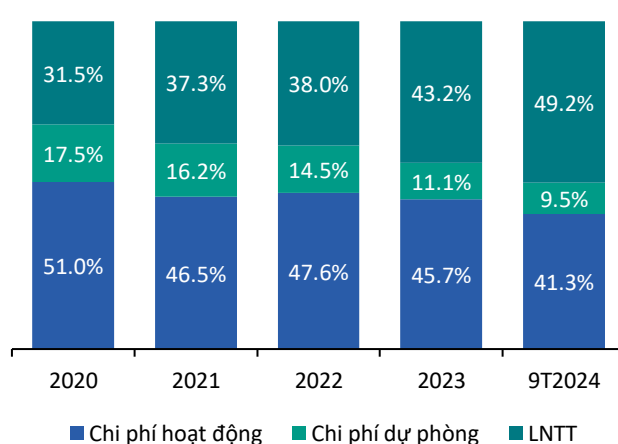
Mặc dù tổng doanh thu hoạt động của Nam Á Bank ghi nhận tăng mạnh trong 9T 2024, chi phí hoạt động (OPEX) của ngân hàng chỉ tăng 5.5% YoY, góp phần cải thiện mạnh mẽ tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) xuống mức 40.5% (-5.2 điểm % so với 2023), và cũng là mức thấp nhất từ trước tới nay.

Chúng tôi nhận thấy, **việc giảm mạnh chi phí hoạt động và chi phí dự phòng đã giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận của Nam Á Bank trong 9 tháng đầu năm**. Ngân hàng đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ này ở khoảng 40-45% do định hướng ngân hàng tiếp tục mở rộng nhanh quy mô nhân sự (dự kiến tăng từ 6.0 nghìn lên 8.0 nghìn nhân sự trong 2025) trong khi chi phí nhân sự chiếm khoảng 50-55% tổng chi phí hoạt động. Với việc tiếp tục đẩy mạnh áp dụng chuyển đổi số, chúng tôi cho rằng NAB sẽ tiếp tục kiểm soát tốt các chi phí hoạt động, và dự báo CIR của ngân hàng sẽ đạt khoảng 40% cho năm 2025.

Hình: CIR tiếp tục được kiểm soát tốt và đạt mức thấp nhất từ trước tới nay



Hình: Chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận của NAB



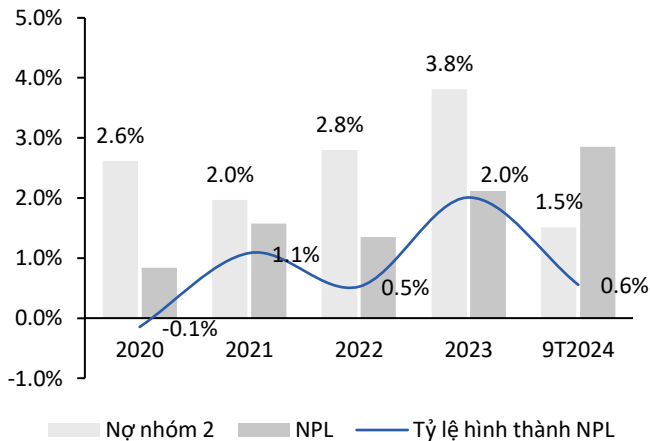
Nguồn: NAB, BSC Research

### Chất lượng tài sản cải thiện tương đối chậm, và bộ đệm dự phòng vẫn còn thấp hơn so với toàn ngành

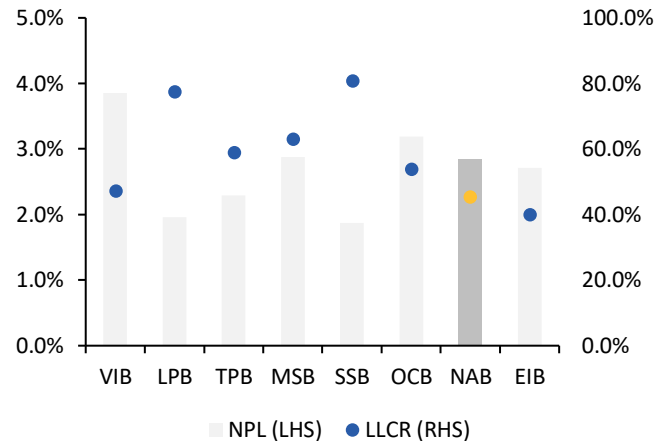
Tỷ lệ nợ xấu của NAB tăng trở lên 2.8% tại thời điểm cuối Q3/2024 (-16bps YoY, +10bps QoQ). Nhìn chung, chúng tôi cho rằng **chất lượng tài sản của NAB đang có những dấu hiệu phục hồi**, với nợ nhóm 2/tổng dư nợ giảm mạnh xuống mức 1.5% (-2.3 điểm % từ đầu năm). Mặc dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý rằng **tỷ lệ bao phủ nợ tại thời điểm cuối Q3/2024 chỉ đạt 45.3%, thấp hơn đáng kể so với toàn ngành**. Do đó chúng tôi cho rằng NAB có thể sẽ trích lập thêm dự phòng trong thời gian tới do hệ số LLCR hiện đang ở mức thấp, khi nợ xấu mới hình thành có thể tác động trực tiếp vào chi phí tín dụng.

Tại buổi hội thảo gặp gỡ nhà đầu tư mới đây, NAB chia sẻ rằng **diễn biến nợ xấu trong Q3 có thể đã ở đỉnh** và ngân hàng kỳ vọng áp lực sẽ giảm bớt trong các tháng cuối 2024 và sẽ cải thiện rõ ràng hơn đến giữa 2025. So với tỷ lệ nợ xấu thời điểm gần nhất là 2.7%, ban lãnh đạo định hướng giảm tỷ lệ này về mức 2% và có thể tăng thêm 300-500 tỷ trích lập dự phòng để đưa LLCR lên 55-60%. Với triển vọng lợi nhuận khả quan, bộ đệm bao phủ nợ xấu sẽ là trọng tâm của NAB trong giai đoạn cuối năm.

**Hình: Tỷ lệ nhảy nhóm nợ nhóm 2 và tỷ lệ hình thành nợ xấu bắt đầu giảm**



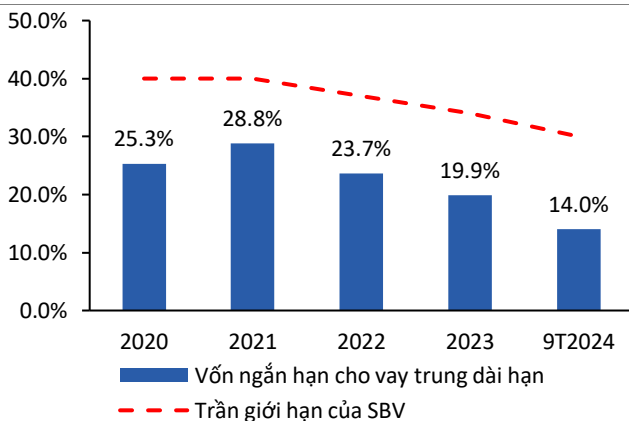
**Hình: Tỷ lệ bao phủ nợ của NAB vẫn ở mức thấp hơn so với cùng ngành**



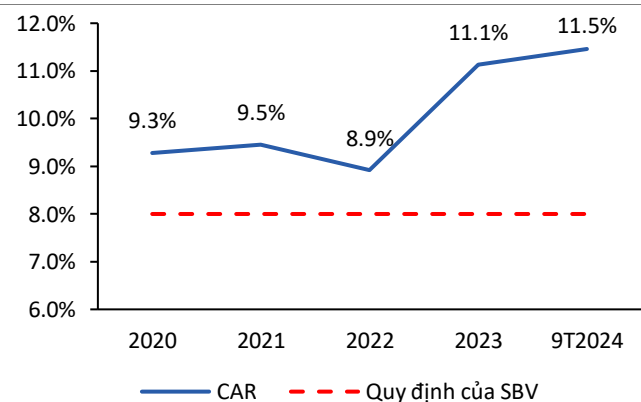
Nguồn: NAB, BSC Research

Ngoài ra, các chỉ số khác của ngân hàng về nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, tỷ lệ an toàn vốn, hay tỷ lệ dự trữ thanh khoản đều duy trì khả quan và đáp ứng các yêu cầu do NHNN quy định. Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tiếp tục duy trì xu hướng giảm xuống chỉ còn khoảng 14% trong 9 tháng đầu năm, trong khi tỷ lệ CAR của NAB tiếp tục được cải thiện lên 11.5%.

**Hình: Nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn**



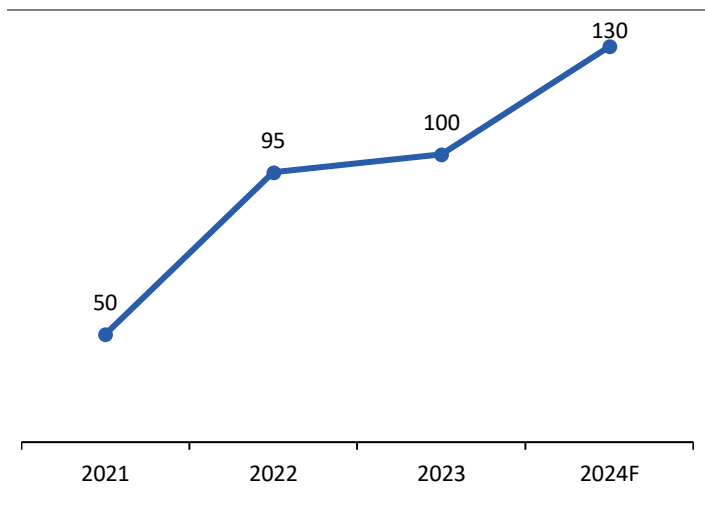
**Hình: Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của NAB đảm bảo quy định**



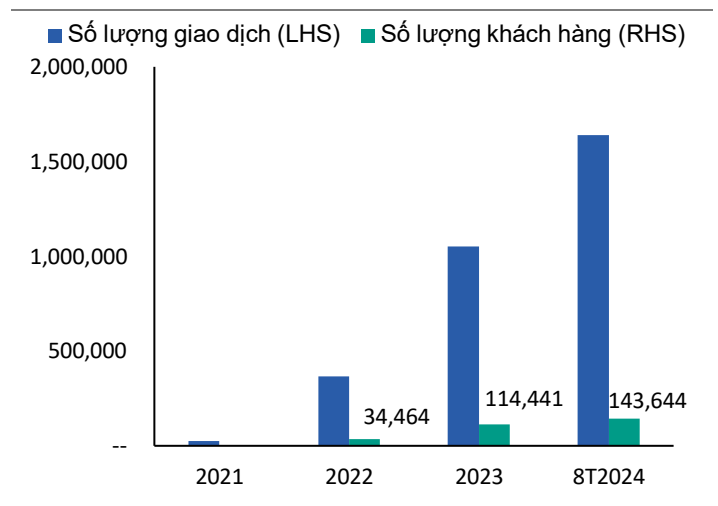
Nguồn: NAB, BSC Research

**Onebank tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, dự kiến mở thêm 30 điểm giao dịch tới cuối năm.** Tính đến hết tháng 08/2024, NAB đã ghi nhận gần 1.7 triệu giao dịch phát sinh (+56% YTD) từ gần 144 nghìn khách hàng (+26% YTD), đem lại nguồn huy động gần 10.0 nghìn tỷ (chiếm 6% tổng huy động toàn hàng). Ngân hàng dự kiến có 130 điểm giao dịch OneBank tới cuối 2024 (+30 điểm so với 2023). Bên cạnh các chi nhánh, phòng giao dịch truyền thống, BSC kỳ vọng hệ sinh thái OneBank sẽ là điểm tựa chính cho tăng trưởng của ngân hàng trong giai đoạn tới, đặc biệt là đối với nhóm khách hàng cá nhân ở những khu vực xa trung tâm, hay nhóm khách hàng có thu nhập thấp và trung bình, còn nhiều dư địa để mở rộng và phát triển. Bên cạnh đó, với việc tự động hóa các dịch vụ ngân hàng, ONEBANK giúp giảm chi phí nhân sự và quản lý so với các chi nhánh truyền thống, qua đó tăng hiệu quả kinh doanh.

Hình: Số lượng điểm giao dịch ONEBANK trên hệ thống



Hình: Tổng số lượng khách hàng và giao dịch tại ONEBANK



Nguồn: NAB, BSC Research

#### IV. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**BSC đưa ra dự báo LNTT 2024F-2025F của NAB lần lượt đạt 4,259 tỷ VND (+28.9% YoY) và 5,188 tỷ VND (+21.8% YoY).**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng 2024F-2025F đạt lần lượt 20% và 13%, và tổng thu nhập hoạt động đạt 8,965 tỷ (+17.3% YoY) và 10,454 tỷ đồng (+16.6% YoY). BSC cho rằng NAB sẽ duy trì được kết quả kinh doanh khả quan, nhờ tăng trưởng tín dụng tiếp tục cải thiện, đồng thời cải thiện được chất lượng tài sản trong thời gian tới. Chi tiết dự báo 2024F-2025F và giả định được trình bày ở bảng dưới:

Bảng: Dự báo KQKD 2024F-2025F (đơn vị: tỷ đồng)

| Các chỉ tiêu KQKD               | 2022            | 2023           | 2024F          | 2025F          |
|---------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>       | <b>5,119</b>    | <b>6,647</b>   | <b>7,966</b>   | <b>9,168</b>   |
| YoY                             | 19.5%           | 29.9%          | 19.8%          | 15.1%          |
| <b>Thu nhập ngoài lãi</b>       | <b>7,787</b>    | <b>854</b>     | <b>999</b>     | <b>1,287</b>   |
| YoY                             | 48.1%           | 59.5%          | 0.2%           | 28.8%          |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>  | <b>32,747</b>   | <b>5,973</b>   | <b>8,965</b>   | <b>10,454</b>  |
| YoY                             | 13.7%           | 24.0%          | 17.3%          | 16.6%          |
| <b>Chi phí hoạt động</b>        | <b>(10,874)</b> | <b>(2,842)</b> | <b>(3,794)</b> | <b>(4,209)</b> |
| YoY                             | -6.3%           | 26.9%          | 8.6%           | 10.9%          |
| <b>Lợi nhuận trước dự phòng</b> | <b>21,872</b>   | <b>3,131</b>   | <b>5,171</b>   | <b>6,246</b>   |
| YoY                             | 27.3%           | 21.4%          | 24.6%          | 20.8%          |
| <b>Chi phí dự phòng</b>         | <b>(1,804)</b>  | <b>(863)</b>   | <b>(913)</b>   | <b>(1,057)</b> |
| YoY                             | 2447.8%         | 10.7%          | 7.7%           | 15.8%          |
| <b>LNTT</b>                     | <b>20,068</b>   | <b>2,268</b>   | <b>4,259</b>   | <b>5,188</b>   |
| YoY                             | 17.3%           | 26.1%          | 28.9%          | 21.8%          |
| <b>LNST thuộc cổ đông mẹ</b>    | <b>16,045</b>   | <b>1,808</b>   | <b>3,407</b>   | <b>4,151</b>   |
| YoY                             | 17.2%           | 26.0%          | 30.0%          | 21.8%          |

| Các giả định chính   | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng tín dụng | 15.8% | 16.3% | 19.5% | 13.0% |
| Tăng trưởng huy động | 9.3%  | 19.3% | 14.4% | 11.0% |
| Tỷ lệ nợ nhóm 2      | 2.8%  | 3.8%  | 3.6%  | 3.4%  |
| Tỷ lệ NPL            | 1.3%  | 2.1%  | 2.6%  | 2.7%  |
| NIM                  | 3.2%  | 3.6%  | 3.7%  | 3.7%  |
| CIR                  | 47.6% | 45.7% | 42.3% | 40.3% |
| Chi phí tín dụng     | 0.5%  | 1.0%  | 0.6%  | 0.6%  |
| ROAE                 | 17.5% | 18.8% | 20.2% | 20.3% |

Nguồn: NAB, BSC Research

## V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

### Luận điểm đầu tư

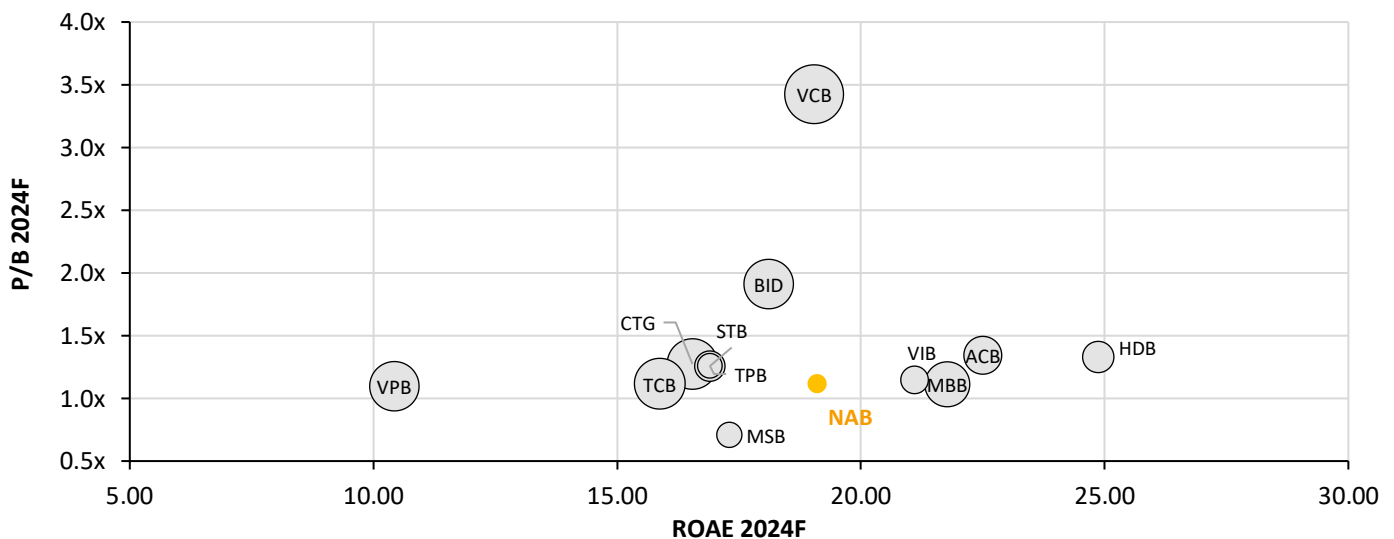
BSC khuyến nghị NAB dựa trên các luận điểm sau:

- **Tiềm năng NIM phục hồi mạnh mẽ trong những năm tới.** Mặc dù trong một vài quý tới NIM của NAB có thể chịu áp lực do mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức thấp, tuy nhiên chúng tôi cho rằng trong 2-3 năm tới ngân hàng có nhiều dư địa để cải thiện NIM nhờ **(1)** Chuyển dịch dần cơ cấu huy động sang nhóm khách hàng cá nhân và SMEs, và **(2)** Nhu cầu tín dụng dần được cải thiện theo xu hướng phục hồi của nền kinh tế.
- **Triển vọng mở rộng mảng bán lẻ nhờ phát triển hệ thống ONE BANK.** Chúng tôi kỳ vọng hệ sinh thái OneBank sẽ giúp NAB tăng khả năng tiếp cận nhóm khách hàng cá nhân ở những khu vực xa trung tâm, hay nhóm khách hàng có thu nhập thấp và trung bình, còn nhiều dư địa để mở rộng và phát triển.
- **Định giá hấp dẫn so với toàn ngành, triển vọng thu hút NĐT nước ngoài.** NAB đang được giao dịch với mức định giá khoảng quanh 1 lần P/B. Mức định giá này thấp hơn khoảng 20% so với trung bình các ngân hàng có cùng quy mô đang được niêm yết trên sàn.

### Định giá

BSC đưa ra khuyến nghị MUA đối với NAB, với giá mục tiêu năm 2025 là 21,300 VND/cp, tương ứng với upside 37% so với giá đóng cửa ngày 12/11/2024. Tương tự phương pháp tiếp cận ở các cổ phiếu ngân hàng khác, chúng tôi duy trì phân bổ tỷ trọng 70/30 lần lượt cho phương pháp P/B và thu nhập thặng dư. Mức giá mục tiêu này phản ánh kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 5 năm tới đạt mức CAGR 18%, và P/B mục tiêu đạt 1.2x, mức hợp lý so với trung bình ngành và các đối thủ có cùng quy mô.

Hình: So sánh tương quan định giá của NAB với các ngân hàng BSC theo dõi



Nguồn: BSC Research

Chúng tôi đánh giá NAB đang được định giá tương đối thấp, trong khi ngân hàng vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong thời gian tới, nhờ vào việc tái cấu trúc danh mục khách hàng, mở rộng sang nhóm khách hàng cá nhân,... Bên cạnh đó, Nam Á Bank là một trong số ít các ngân hàng vẫn còn rất nhiều room khối ngoại và chưa có nhà đầu tư chiến lược nào. Đây có thể là yếu tố giúp NAB trở nên tiềm năng hơn trong mắt các NĐT tổ chức, đặc biệt là các quỹ nước ngoài. Rủi ro với dự báo của BSC có thể đến từ **(1)** Tăng trưởng tín dụng và NIM thấp hơn dự kiến, do nhu cầu tín dụng thấp kéo dài, **(2)** tỷ lệ hình thành nợ xấu tiếp tục tăng khiến chi phí tín dụng cao hơn dự kiến.

**Bảng: Tổng hợp kết quả định giá theo 2 phương pháp**

| Phương pháp               | Tỷ trọng | Giá trị hợp lý    |
|---------------------------|----------|-------------------|
| Thu nhập thặng dư         | 30%      | 20,277            |
| P/B (P/B mục tiêu = 1.2x) | 70%      | 23,819            |
| <b>Giá mục tiêu</b>       |          | <b>VND 21,340</b> |
| Giá đóng cửa 12/11/2024   |          | VND 15,500        |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b> |          | <b>37.4%</b>      |

**Bảng: Chi phí VCSH và phân bổ lợi nhuận thặng dư**

| <b>Giá định chi phí VCSH</b>                      |              |
|---------------------------------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro                               | 3.0%         |
| Phần bù rủi ro                                    | 10.0%        |
| Beta điều chỉnh                                   | 1.1          |
| <b>Chi phí VCSH</b>                               | <b>14.2%</b> |
| <b>Phân bổ giá trị hiện tại thu nhập thặng dư</b> |              |
| Giai đoạn 2024F-2028F                             | 28.2%        |
| Giá trị dài hạn                                   | 71.8%        |

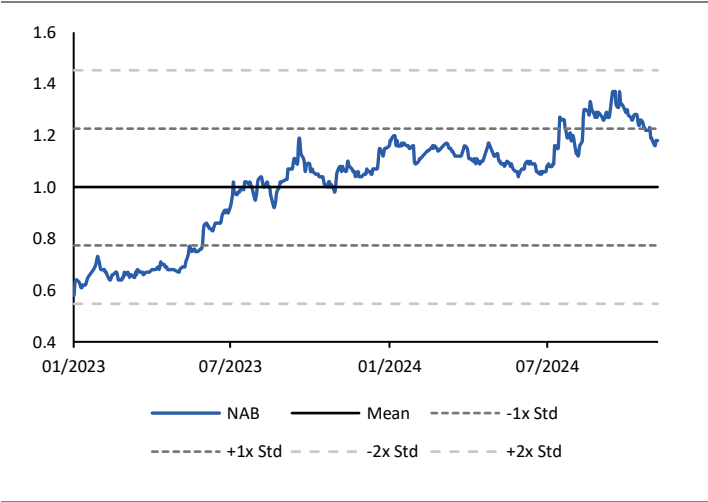
*Nguồn: BSC Research*

**Bảng: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư (đơn vị: tỷ đồng trừ khi ghi chú)**

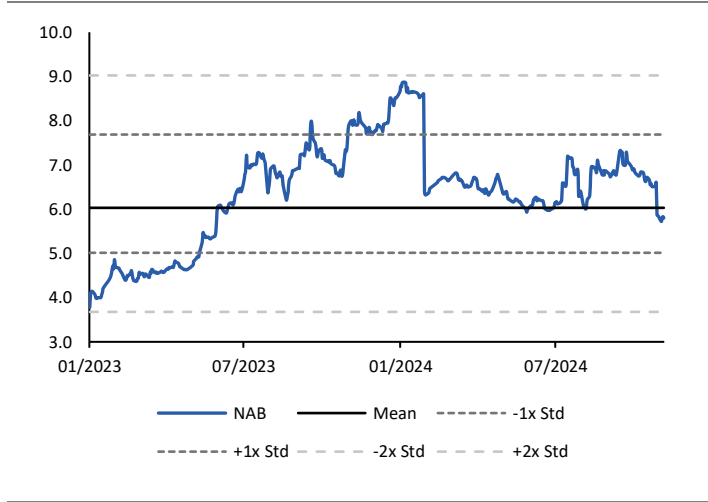
|                                   | 2024F        | 2025F             | 2026F        | 2027F        | 2028F         |
|-----------------------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|---------------|
| LNST thuộc cổ đông mẹ             | 3,407        | 4,151             | 4,748        | 5,664        | 6,511         |
| (-) Chi phí VCSH                  | 2,395        | 2,900             | 3,482        | 4,149        | 4,919         |
| <b>Lợi nhuận thặng dư</b>         | <b>1,012</b> | <b>1,250</b>      | <b>1,265</b> | <b>1,515</b> | <b>1,592</b>  |
| <b>Giá trị dài hạn (g = 2.0%)</b> |              |                   |              |              | <b>14,213</b> |
| Hệ số chiết khấu                  |              | 0.15              | 1.15         | 2.15         | 3.15          |
| <b>Giá trị hiện tại</b>           |              | <b>182</b>        | <b>1,161</b> | <b>1,217</b> | <b>1,120</b>  |
|                                   |              |                   |              |              | <b>9,355</b>  |
| <b>Tổng giá trị hiện tại</b>      |              | <b>13,036</b>     |              |              |               |
| (+) Giá trị sổ sách VCSH          |              | 18,466            |              |              |               |
| <b>Tổng giá trị VCSH</b>          |              | <b>31,502</b>     |              |              |               |
| SLCP lưu hành (triệu)             |              | 1,323             |              |              |               |
| <b>Giá trị hợp lý</b>             |              | <b>VND 23,819</b> |              |              |               |

*Nguồn: BSC Research*

Hình: Định giá P/B của NAB



Hình: Định giá P/E của NAB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**PHỤ LỤC**

| <b>Báo cáo KQKD (tỷ đồng)</b>   | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024F</b>   | <b>2025F</b>   | <b>Chỉ số</b>             | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Thu nhập lãi</b>             | <b>12,966</b>  | <b>19,338</b>  | <b>17,700</b>  | <b>20,779</b>  | <b>Quy mô</b>             |             |             |              |              |
| Chi phí lãi                     | (7,847)        | (12,691)       | (9,734)        | (11,611)       | Thị phần cho vay          | 1.0%        | 1.0%        | 1.1%         | 1.1%         |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>       | <b>5,119</b>   | <b>6,647</b>   | <b>7,966</b>   | <b>9,168</b>   | Thị phần tiền gửi         | 1.1%        | 1.1%        | 1.1%         | 1.2%         |
| Lãi thuần hoạt động dịch vụ     | 275            | 590            | 705            | 797            | <b>An toàn vốn</b>        |             |             |              |              |
| Lãi từ kinh doanh ngoại hối     | 57             | 15             | 17             | 20             | CAR Basel II              | 8.9%        | 11.1%       | 11.5%        | 11.8%        |
| Lãi từ mua bán chứng khoán      | 119            | 59             | 123            | 166            | VCSH/TTS                  | 7.1%        | 7.3%        | 7.8%         | 8.3%         |
| Thu nhập từ góp vốn             | 100            | 0              | 0              | 0              | Đòn bẩy                   | 14.0x       | 13.8x       | 12.9x        | 12.1x        |
| Thu nhập khác                   | 303            | 333            | 154            | 305            | <b>Chất lượng tài sản</b> |             |             |              |              |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>  | <b>5,973</b>   | <b>7,644</b>   | <b>8,965</b>   | <b>10,454</b>  | Nợ nhóm 2                 | 2.8%        | 3.8%        | 3.6%         | 3.4%         |
| Chi phí hoạt động               | (2,842)        | (3,492)        | (3,794)        | (4,209)        | NPL                       | 1.3%        | 2.1%        | 2.6%         | 2.7%         |
| <b>Lợi nhuận trước dự phòng</b> | <b>3,131</b>   | <b>4,152</b>   | <b>5,171</b>   | <b>6,246</b>   | DPRR cụ thể/NPL           | 22.3%       | 16.4%       | 4.1%         | 1.3%         |
| Chi phí dự phòng                | (863)          | (848)          | (913)          | (1,057)        | LLCR                      | 77.2%       | 51.6%       | 32.4%        | 29.2%        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>     | <b>2,268</b>   | <b>3,304</b>   | <b>4,259</b>   | <b>5,188</b>   | DPRR/Nợ nhóm 2-5          | 25.1%       | 18.4%       | 13.6%        | 12.8%        |
| Chi phí thuế TNDN               | (460)          | (682)          | (852)          | (1,038)        | <b>Thanh khoản</b>        |             |             |              |              |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>       | <b>1,808</b>   | <b>2,622</b>   | <b>3,407</b>   | <b>4,151</b>   | LDR thuần                 | 95.6%       | 97.3%       | 99.8%        | 99.8%        |
| Lợi ích của CĐTS                | --             | --             | --             | --             | LDR TT22                  | 75.5%       | 75.7%       | 79.9%        | 79.9%        |
| <b>LNST thuộc cổ đông mẹ</b>    | <b>1,808</b>   | <b>2,622</b>   | <b>3,407</b>   | <b>4,151</b>   | Vay ròng LNH/Tiền gửi     | -2.0%       | 1.0%        | 0.0%         | 1.9%         |
| <b>Bảng CĐKT (tỷ đồng)</b>      | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024F</b>   | <b>2025F</b>   | <b>Hiệu quả sinh lời</b>  |             |             |              |              |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>177,579</b> | <b>209,896</b> | <b>237,980</b> | <b>269,661</b> | Lợi suất gộp              | 8.2%        | 10.4%       | 8.2%         | 8.5%         |
| Tiền mặt, vàng bạc, đá quý      | 1,063          | 1,133          | 1,285          | 1,456          | Chi phí vốn               | 5.2%        | 7.3%        | 4.8%         | 5.1%         |
| Tiền gửi tại NHNN Việt Nam      | 1,975          | 16,268         | 12,238         | 12,523         | NIM                       | 3.2%        | 3.6%        | 3.7%         | 3.7%         |
| Tiền gửi tại các TCTD khác      | 23,906         | 22,591         | 25,055         | 28,551         | CIR                       | 47.6%       | 45.7%       | 42.3%        | 40.3%        |
| Chứng khoán kinh doanh          | --             | --             | --             | --             | ROAA                      | 1.1%        | 1.4%        | 1.5%         | 1.6%         |
| Các công cụ tài chính phái sinh | 105            | 39             | 45             | 51             | ROAE                      | 17.5%       | 18.8%       | 20.2%        | 20.3%        |
| <b>Cho vay khách hàng</b>       | <b>118,294</b> | <b>139,895</b> | <b>167,558</b> | <b>189,477</b> | Chi phí tín dụng          | 0.5%        | 1.0%        | 0.6%         | 0.6%         |
| Tổng dư nợ cho vay              | 119,538        | 141,438        | 168,991        | 190,959        | <b>Tăng trưởng</b>        |             |             |              |              |
| Dự phòng rủi ro                 | (1,244)        | (1,544)        | (1,433)        | (1,483)        | Tín dụng                  | 15.8%       | 16.3%       | 19.5%        | 13.0%        |
| Chứng khoán đầu tư              | 25,659         | 24,069         | 25,120         | 30,047         | Huy động                  | 9.3%        | 19.3%       | 14.4%        | 11.0%        |
| Góp vốn đầu tư dài hạn          | 85             | 85             | 85             | 85             | Tổng tài sản              | 15.9%       | 18.2%       | 13.4%        | 13.3%        |
| Tài sản khác                    | 6,492          | 5,816          | 6,594          | 7,472          | Cho vay                   | 16.4%       | 18.3%       | 19.5%        | 13.0%        |
| <b>Nợ phải trả</b>              | <b>164,929</b> | <b>194,654</b> | <b>219,514</b> | <b>247,313</b> | Tiền gửi                  | 8.4%        | 16.3%       | 16.5%        | 13.0%        |
| Các khoản nợ NHNN Việt Nam      | 1              | 0              | 0              | 0              | Thu nhập hoạt động        | 24.0%       | 28.0%       | 17.3%        | 16.6%        |
| Tiền gửi các TCTD khác          | 21,344         | 24,022         | 25,111         | 32,204         | LNTT                      | 26.1%       | 45.7%       | 28.9%        | 21.8%        |
| Tiền gửi của khách hàng         | 124,993        | 145,429        | 169,404        | 191,426        | <b>Định giá</b>           |             |             |              |              |
| Các công cụ tài chính phái sinh | --             | --             | --             | --             | EPS (đồng)                | 2,136       | 2,478       | 2,576        | 3,138        |
| Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư     | 951            | 1,066          | 1,207          | 1,364          | BVPS (đồng)               | 14,945      | 14,406      | 13,962       | 16,898       |
| Phát hành giấy tờ có giá        | 12,384         | 18,459         | 18,114         | 16,640         | P/E                       | 5.2x        | 6.4x        | 6.1x         | 5.0x         |
| Các khoản nợ khác               | 5,256          | 5,678          | 5,678          | 5,678          | P/B                       | 0.7x        | 1.1x        | 1.1x         | 0.9x         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>12,650</b>  | <b>15,242</b>  | <b>18,466</b>  | <b>22,348</b>  | SLCP lưu hành (triệu)     | 846         | 1,058       | 1,323        | 1,323        |
| Vốn điều lệ                     | 8,464          | 10,580         | 13,226         | 13,226         | SLCP pha loãng (triệu)    | 846         | 1,058       | 1,323        | 1,323        |
| Thặng dư vốn cổ phần            | 1,572          | 0              | 0              | 0              |                           |             |             |              |              |
| Cổ phiếu quỹ                    | --             | --             | --             | --             |                           |             |             |              |              |
| Lợi nhuận chưa phân phối        | 1,562          | 3,213          | 3,792          | 7,674          |                           |             |             |              |              |
| Quỹ và vốn khác                 | 1,051          | 1,448          | 1,448          | 1,448          |                           |             |             |              |              |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | --             | --             | --             | --             |                           |             |             |              |              |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>177,579</b> | <b>209,896</b> | <b>237,980</b> | <b>269,661</b> |                           |             |             |              |              |

## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 8 & 9 Tháp ThaiHoldings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (024) 3935 2722  
Fax: (024) 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place, Số 93  
Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1,  
Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel: (028) 3821 8885  
Fax: (028) 3821 8879

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

