

Cho vay mua nhà là động lực dẫn dắt tăng trưởng của khối bán lẻ

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	23.012
Tiềm năng tăng giá	20%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (17/12/2024)	19.200
Biến động 1 năm	15.0 – 20.4
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	6.524.826
Vốn hóa (Tỷ đồng)	57.199,25
P/E	6,90x
P/B	1,44x

ĐÁNH GIÁ:

Trong năm 2024, lợi nhuận của VIB chịu nhiều sức ép do ngân hàng thực hiện các gói lãi suất cạnh tranh nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng của nhóm KHCN phục hồi chậm hơn kỳ vọng và tiếp tục duy trì chính sách trích lập dự phòng thận trọng dẫn đến chi phí dự phòng vẫn ở mức cao. Cho năm 2025, trước triển vọng tăng trưởng khả quan của nền kinh tế nói chung, khả năng trả nợ cũng như cầu tín dụng của nhóm KHCN kỳ vọng sẽ có sự cải thiện sẽ là một trong những động lực hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và cải thiện tỷ lệ nợ xấu của VIB trong thời gian tới.

Chúng tôi ước tính **LNTT năm 2024F và 2025F của VIB lần lượt đạt 9.519 tỷ đồng (-11.07% yoy) và 11.448 tỷ đồng (+20.26% yoy)**, tương đương BVPS đạt 14.227 đồng/cổ phiếu và 17.301 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VIB với giá mục tiêu **23.012 đồng/cp**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong những tháng cuối năm 2024 và 2025 với động lực đến từ sự hồi phục của hầu hết các mảng kinh doanh, trong đó mảng cho vay mua nhà ở sẽ là động lực dẫn dắt tăng trưởng.
- (2) Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng giữ mức tăng trưởng khả quan nhờ sự hồi phục của thị trường bảo hiểm cùng với các hoạt động thanh toán quốc tế và kinh doanh ngoại tệ.
- (3) Nhiều tiềm năng cải thiện vốn nhờ cơ cấu huy động vốn linh hoạt.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11.816	14.963	17.361	17.192	20.074
+/- yoy (%)	39,1%	26,6%	16,0%	-1,0%	16,8%
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	14.891	18.058	22.160	22.521	26.096
+/- yoy (%)	32,8%	21,3%	22,7%	1,6%	15,9%
LNTT (tỷ đồng)	8.011	10.581	10.704	9.519	11.448
+/- yoy (%)	38,0%	32,1%	1,2%	-11,1%	20,3%
VCSH (tỷ đồng)	24.291	32.651	37.938	42.384	51.542
NIM (%)	4,4%	4,7%	4,70%	3,99%	4,15%
ROA (%)	2,3%	2,6%	2,3%	1,7%	1,9%
ROE (%)	30,3%	29,7%	24,3%	19,0%	19,5%
EPS (đồng)	4.127	4.018	2.874	2.556	2.795
BVPS (đồng)	15.640	15.492	14.955	14.227	17.301
Tỷ lệ nợ xấu nội bảng (%)	2,3%	2,5%	3,1%	3,7%	3,4%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu/LLCR (%)	51,4%	53,9%	51,0%	46,0%	50,0%

Chuyên viên phân tích cao cấp

Nguyễn Thị Thùy Dung

nttdung01@vcbs.com.vn - 024 3936 6990

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

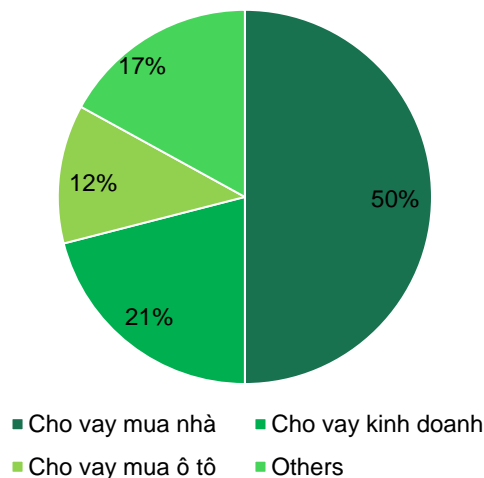
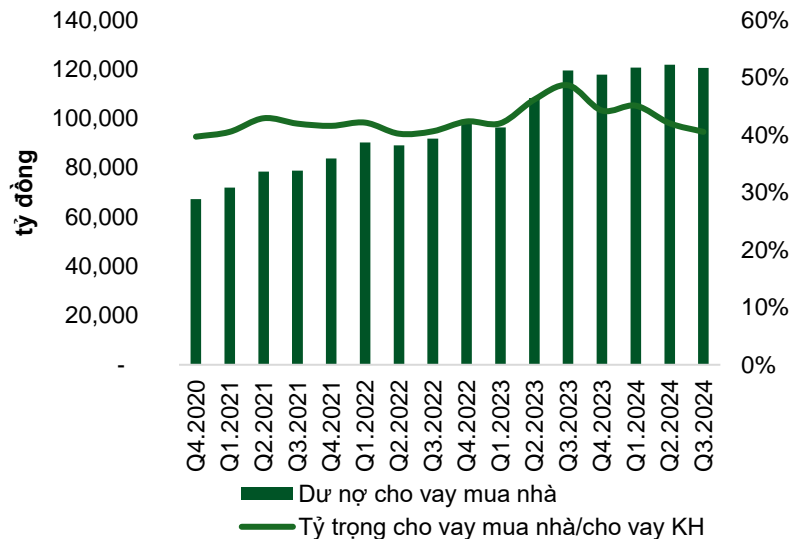
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q3.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q3.2024

Tiêu chí	Q3.2023	Q3.2024	% yoy	9T.2023	9T.2024	% yoy
Thu nhập lãi thuần	4.673,19	4.059,74	-13,13%	13.828,26	12.676,71	-8,33%
Tổng thu nhập hoạt động	6.024,50	4.935,98	-18,07%	16.318,00	15.293,68	-6,28%
Trích lập dự phòng	-1.624,78	-1.155,57	-28,88%	-3.153,12	-3.230,94	2,47%
LNTT	2.682,79	1.998,15	-25,52%	8.324,70	6.603,19	-20,68%

Quy mô tín dụng

Dư nợ tín dụng của ngân hàng đạt hơn 298.142 tỷ đồng, tăng 11,63% ytd, trong đó riêng quý 3, ngân hàng ghi nhận tín dụng tăng trưởng mạnh với hơn 7% ytd. Trong đó dư nợ cho vay khách hàng đạt 297.550 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng 11,72% ytd; dư nợ TPDN đạt 592 tỷ đồng (chỉ chiếm 0,2% tổng dư nợ tín dụng), tương đương giảm 18,3% ytd.

Dư nợ cho vay mua nhà vẫn chưa ghi nhận tín hiệu hồi phục rõ nét. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, dư nợ cho vay mua nhà (bao gồm cho vay mua nhà ở và xây dựng/sửa chữa nhà) của VIB đạt khoảng hơn 120 nghìn tỷ đồng (chiếm 50% tổng dư nợ cho vay bán lẻ), tương đương tăng khoảng hơn 2% với đầu năm.

Hình 1: Cơ cấu cho vay bán lẻ của VIB 3Q.2024

Hình 2: Dư nợ cho vay mua nhà


Nguồn: VIB

Quy mô huy động

Huy động từ tiền gửi của khách hàng và giấy tờ có giá ghi nhận mức tăng trưởng 6,57% ytd với 277.588 tỷ đồng, trong đó: kênh huy động tiền gửi tăng 8,05% ytd; kênh phát hành GTCG giảm gần hơn 8% ytd. (Trong đó, ngân hàng đẩy mạnh phát hành chứng chỉ tiền gửi với kỳ hạn từ 12 tháng đến dưới 5 năm, từ 500 tỷ đồng cuối năm 2023 lên 2.300 tỷ đồng tính đến cuối Q3.2024).

Tiếp tục đẩy mạnh huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng và từ thị trường nước ngoài có mức tăng trưởng khá tốt trong Q1 với 113.853 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 15,42% ytd.

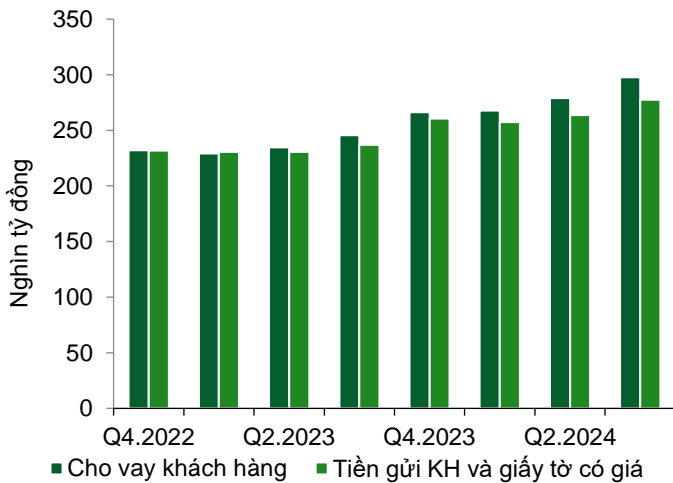
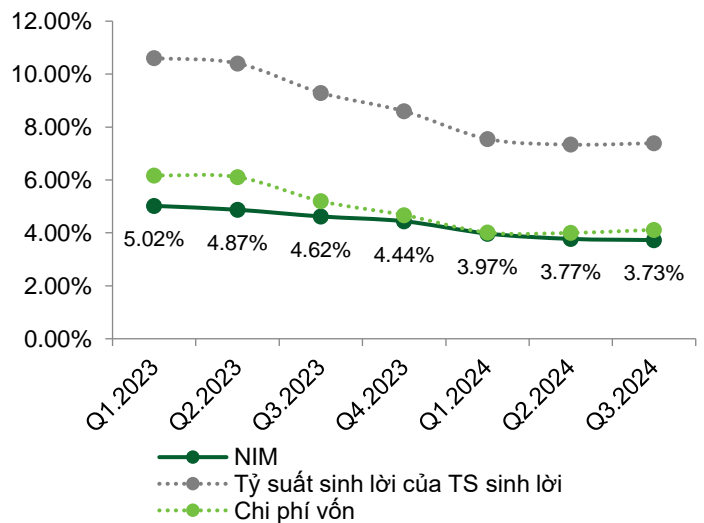
Thu nhập lãi thuần

NIM của VIB tiếp tục thu hẹp trong Q3, đạt 3,73%, giảm 4 bps so với Q2.2024, chủ yếu đến từ việc tỷ suất sinh lời tăng 5 bps lên 7,48% trong khi chi phí vốn tăng mạnh hơn 11 bps, lên mức 4,12%.

Chi phí hoạt động

Thu nhập lãi thuần giảm 9% yoy đến từ việc đẩy mạnh áp dụng nhiều gói sản phẩm bán lẻ lãi suất cạnh tranh trong bối cảnh cầu tín dụng phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng.

Chi phí hoạt động tăng 13% yoy với hệ số CIR tăng lên mức 36%, đến từ các hoạt động tuyển mới nhân viên, mở mới chi nhánh, đầu tư công nghệ, ngân hàng số và marketing.

Hình 3: Cho vay khách hàng – huy động

Hình 4: NIM


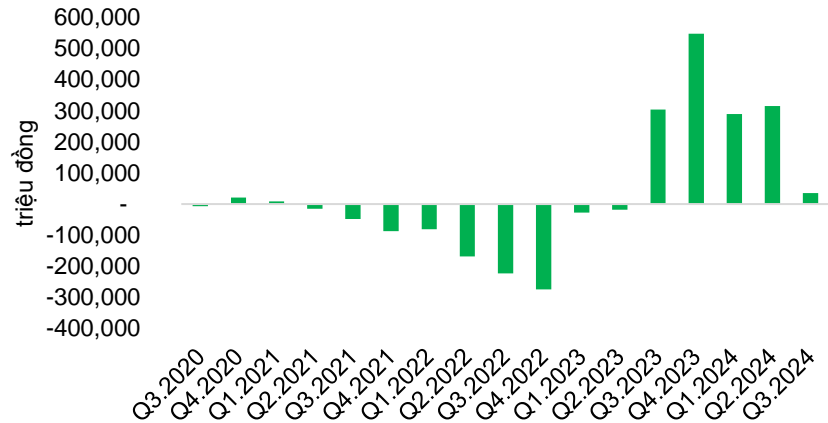
Nguồn: VIB

Thu nhập ngoài lãi

Thu nhập ngoài lãi đạt 3.249 tỷ đồng, giảm 1,18% yoy và đóng góp vào 23% tổng doanh thu của ngân hàng.

Hoạt động hoán đổi ngoại tệ (chủ yếu là hoán đổi từ USD sang VND) là hoạt động kinh doanh thường xuyên của ngân hàng trong những năm gần đây nhằm tận dụng nguồn huy động vốn ngoại tệ trong và ngoài nước với lãi suất cạnh tranh và kỳ hạn dài, mang đến những khoản thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối cho ngân hàng, đặc biệt trong giai đoạn tỷ giá USD/VND có nhiều biến động. Lũy kế 9 tháng, hoạt động ngoại hối mang lại cho ngân hàng khoản thu nhập khoảng 452 tỷ đồng, tăng 49% yoy.

Hình 5: Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối



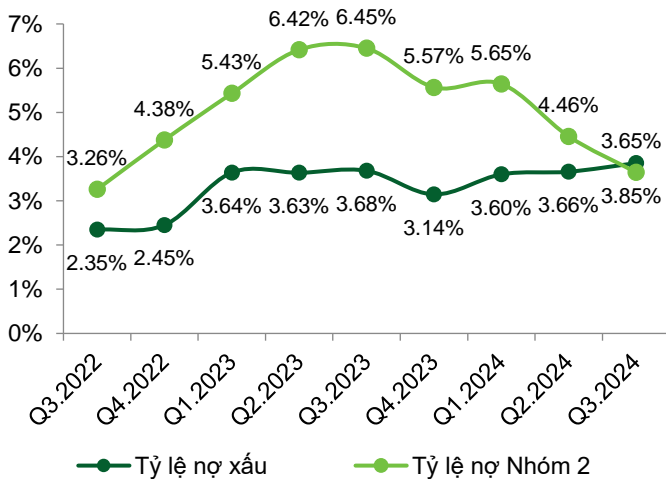
Nguồn: VIB

Chất lượng tài sản

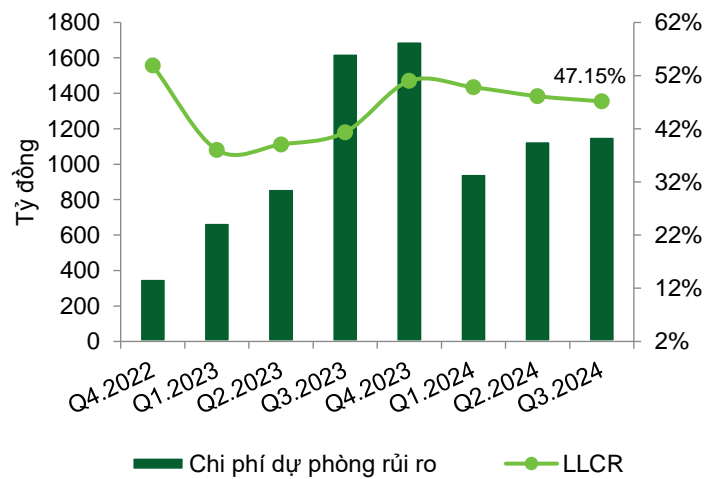
Tỷ lệ nợ xấu vẫn tiếp tục tăng từ mức 3,66% cuối Q2 lên mức 3,85% trong Q3.2024 (khi loại trừ cho vay liên ngân hàng ra khỏi dư nợ cho vay).

Tỷ lệ nợ nhóm 2 có sự cải thiện khi giảm từ mức 4,46% trong Q2 xuống 3,65% trong Q3.

Hình 6: Tỷ lệ nợ xấu



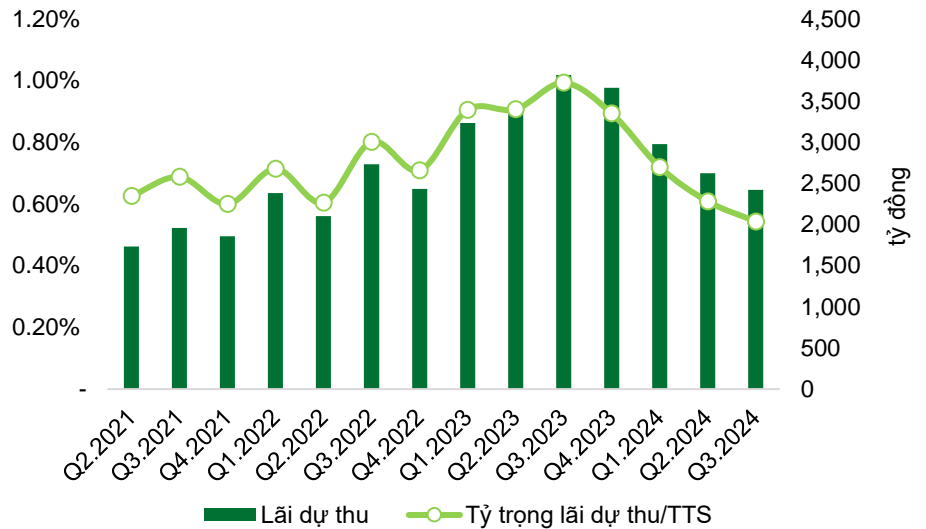
Hình 7: Dự phòng rủi ro



Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (DPRR) được trích lập cho Q3.2024 là 1.156 tỷ đồng (-31,8% ytd), đưa số dư khoản mục DPRR trên bảng cân đối kế toán được tăng lên mức 5.404 tỷ đồng. Tỷ lệ DPRR bao phủ nợ xấu (LLCR) ghi nhận ở mức 47,15%, giảm so với mức 48,1% trong Q2.2024 và mức 51,0% cuối năm 2023.

Lãi dự thu tiếp tục có sự cải thiện trong Q3, giảm từ mức 2.623 trong Q1.2024 xuống mức 2.421 tỷ đồng trong Q3.2024 cho thấy rủi ro tiềm ẩn nợ xấu được cải thiện.

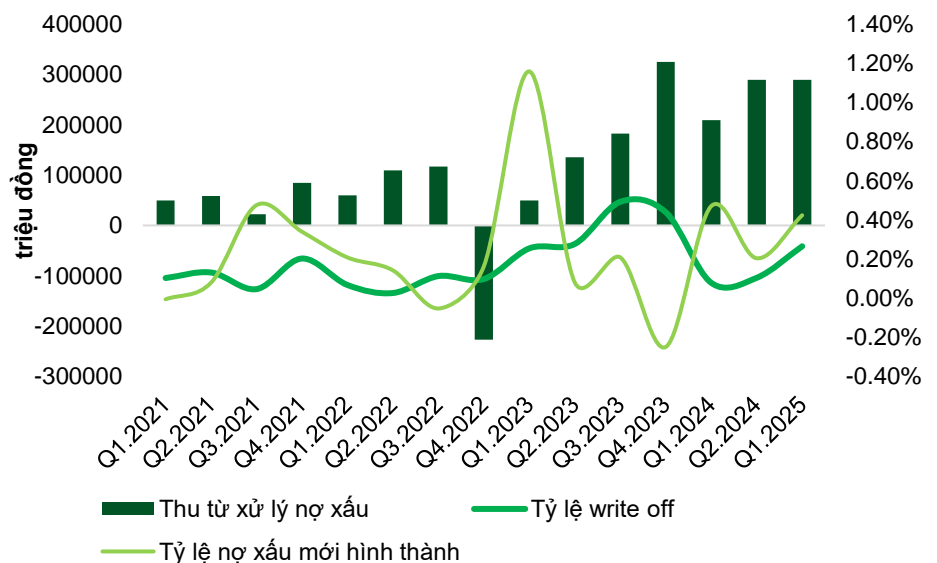
Hình 8: Lãi dự thu (đv: tỷ đồng)



Nguồn: VIB

Tiếp tục đẩy mạnh write off và tích cực xử lý các tài sản đảm bảo để gia tăng nguồn thu từ xử lý nợ xấu. Lũy kế 9 tháng đầu năm, VIB đã ghi nhận thu nhập từ nợ đã xử lý rủi ro đạt hơn 754 tỷ đồng (tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ) và quý 4 ước tính có thể thu được khoảng 366 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính thu từ xử lý nợ xấu sẽ đóng góp khoảng 1.000-1.200 tỷ đồng lợi nhuận cho ngân hàng trong năm 2024.

Hình 9: Tỷ lệ write off



Nguồn: VIB

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng tích cực hơn trong những tháng cuối năm 2024 và cả năm 2025.

1. Cho vay mua nhà là động lực dẫn dắt tăng trưởng của khối bán lẻ

Chúng tôi cho rằng mảng cho vay mua nhà/sửa chữa nhà dân dụng của VIB sẽ có những diễn biến tích cực hơn trong những tháng còn lại của năm 2024 và năm 2025 dựa trên những động lực:

- Về phía cung: Chúng tôi cho rằng nguồn cung có nhiều tín hiệu khả quan hơn sẽ tạo hiệu ứng tâm lý tích cực cho thị trường bất động sản nhà ở nói chung trong thời gian tới.
- Về phía cầu: Lãi suất cho vay sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng thấp và kéo dài đến giữa năm sau, qua đó gián tiếp tác động đến tâm lý của những người có nhu cầu mua nhà thực hoặc để đầu tư/kinh doanh sau giai đoạn trì hoãn/tâm lý lo ngại lãi suất tăng trở lại sau thời gian ưu đãi.
- Cho năm 2025, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh về lãi suất cho vay (thông qua việc áp dụng nhiều chính sách ưu đãi về lãi suất nhằm thu hút khách hàng) sẽ được giảm bớt trong bối cảnh cầu tín dụng có sự phục hồi rõ ràng nhờ kỳ vọng nền kinh tế sẽ có những diễn biến thuận lợi hơn.

→ Theo đó, chúng tôi ước tính dư nợ cho vay mua nhà của VIB sẽ tăng khoảng 15% trong năm 2025.

2. Các mảng kinh doanh khác cũng kỳ vọng tăng trưởng khả quan

- **Mảng cho vay mua ô tô.** VIB có nhiều lợi thế cạnh tranh trong mảng cho vay mua ô tô nhờ: (1) Mức độ cạnh tranh trong mảng cho vay ô tô không quá lớn do TSBĐ suy giảm theo thời gian; (2) Thời gian phê duyệt khoản vay nhanh nhờ ứng dụng công nghệ trong hoạt động xử lý hồ sơ; (3) Đẩy mạnh thiết lập quan hệ đối tác kinh doanh với các đại lý bán xe có quy mô và chất lượng của các thương hiệu lớn giúp củng cố thị phần. Trong khi đó, tiềm năng của thị trường ô tô tại thị trường Việt Nam vẫn khá lớn trong dài hạn sẽ là động lực giúp cho nhu cầu vay mua ô tô tăng theo thời gian.
- **Mảng thẻ tín dụng.** Chúng tôi cho rằng lợi thế cạnh tranh mảng thẻ tín dụng của VIB nhờ: tích cực trong các hoạt động truyền thông; thời gian phê duyệt nhanh và sự đa dạng của các loại thẻ. Mức tăng trưởng của mảng thẻ tín dụng kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng trên 10% cho giai đoạn 2024-2025.

Nhiều cơ hội để cải thiện chi phí vốn.

VIB vốn không phải là ngân hàng có lợi thế ở thị trường huy động vốn từ dân cư với tỷ lệ CASA ở mức tương đối thấp so với mức trung bình ngành do:

- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn đã ở mức cao so với mặt bằng chung trong khi các khoản cho vay cá nhân của VIB chủ yếu có kỳ hạn dài (cho vay mua nhà và mua ô tô -chiếm hơn 50% và 15% trong tổng cơ cấu cho vay bán lẻ). Do đó ngân hàng sẽ gặp những hạn chế nhất định khi đẩy mạnh các nguồn huy động vốn ngắn hạn.
- Tỷ lệ huy động CASA thấp do tỷ trọng khách hàng cá nhân lớn, tỷ trọng khách hàng doanh nghiệp thấp và không có hoạt động tài trợ/cho vay chuỗi doanh nghiệp (vốn là lợi thế của một số ngân hàng có tỷ lệ CASA sao).
- VIB chưa định vị là ngân hàng giao dịch chính trong dân cư và áp lực cạnh tranh với những ngân hàng có thế mạnh ở nguồn huy động vốn giá rẻ này ngày càng gia tăng.

.....tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cơ chế động huy động vốn linh hoạt của VIB với mức độ phụ thuộc vào kênh huy động tiền gửi từ dân cư và doanh

ngiệp không quá lớn giúp ngân hàng giảm bớt áp lực lên chi phí vốn trong kịch bản lãi suất huy động đang có xu hướng tăng, đặc biệt trong giai đoạn cuối năm.

Cơ hội để cải thiện NIM trong thời gian tới khi môi trường kinh doanh có những diễn biến thuận lợi hơn và tỷ trọng cho vay bán lẻ vẫn duy trì ở mức cao. Việc tập trung vào phân khúc bán lẻ với sản phẩm chủ yếu vẫn là cho vay mua nhà có tài sản thế chấp giúp ngân hàng có thể khai thác các khoản vay với lãi suất cao hơn so với mặt bằng chung.

→ Với kỳ vọng chi phí vốn có thể cải thiện trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng ngân hàng có nhiều tiềm năng có thể mở rộng NIM hơn với NIM ước tính cho năm 2025F là 4,15% (cải thiện so với mức NIM dự phóng trong năm 2024 là 3,99%.

Kỳ vọng thu nhập ngoài lãi có sự cải thiện.

Hoạt động hoán đổi ngoại tệ được kỳ vọng tiếp tục mang đến những khoản thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối (sau khi trừ các chi phí hoán đổi ngoại tệ) cho ngân hàng, đặc biệt trong giai đoạn tỷ giá USD/VND có nhiều biến động.

Dịch vụ thanh toán quốc tế tiếp tục mang lại nguồn thu nhập từ phí khả quan cho ngân hàng từ tình hình ngoại tệ và nhu cầu nhập khẩu hàng hóa của khách hàng những tháng cuối năm.

Thông tin khác

Rủi ro tín dụng tập trung thuộc nhóm thấp nhất với mức độ phân tán rủi ro tương đối cao với tỷ trọng dư nợ bán lẻ chiếm 90% tổng danh mục cho vay. Các khoản vay thường có giá trị khoảng 1 – 1,5 tỷ đồng với TSBD có tính thanh khoản tốt (thường là ô tô và BĐS khu vực trung tâm). VIB chỉ tập trung cho vay mua nhà ở đã hình thành ở khu vực trung tâm và ít tài trợ dự án bất động sản, với giá trị trung bình mỗi khoản vay khoảng 1-2 tỷ đồng và 99,5% là đã có sổ đỏ/sổ hồng giúp gia tăng tính thanh khoản của ngân hàng trong kịch bản phải xử lý nợ xấu.

Tính đến ngày 29/10, CBA đã thực hiện bán ra 448 triệu cổ phiếu, tương đương khoảng 15% vốn điều lệ của VIB. Sau khi hoàn tất giao dịch, CBA hiện còn đang nắm giữ khoảng hơn 4,7% cổ phần tại VIB.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	2025F	Cụ thể
Tăng trưởng tín dụng	14,8%	16,7%	18,4%	Động lực chủ yếu vẫn đến từ sự tăng trưởng của cho vay mua nhà, các mảng kinh doanh khác giữ mức tăng trưởng khả quan.
Thu nhập lãi thuần	17.361	17.192	20.074	NIM 2024F và 2025F lần lượt đạt 3,99% và 4,15%. Lợi suất sinh lời của tài sản năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 7,48% (giảm 216 bps so với năm 2023) và 7,89% (tăng 41 bps so với năm 2024).

				Chi phí vốn năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 3,92% (giảm 158 bps so với năm 2023) và 4,20% (tăng 28 bps so với năm 2024).
%yoy	16,0%	-1,0%	16,8%	
Thu nhập ngoài lãi	4.800	5.329	6.022	Đóng góp chủ yếu đến từ thu nhập từ hoạt động dịch vụ và thu nhập từ hoạt động khác (Trong đó chúng tôi ước tính thu từ xử lý nợ xấu sẽ đóng góp khoảng 1.100 tỷ đồng cho cả năm 2024).
%yoy	55,07%	11,03%	13,00%	
Tổng thu nhập hoạt động	22.160	22.521	26.096	
%yoy	22,72%	1,63%	15,87%	
Chi phí hoạt động	-6.611	-8.220	-9.003	
%yoy	6,67%	24,35%	9,52%	
Dự phòng rủi ro	4.846	4.782	5.645	Tỷ lệ nợ xấu ước tính cho năm 2024 là 3,74% và 2025 là 3,45%. Tỷ lệ LLCR ước tính cho năm 2024 là 46% và 2025 là 50%.
Lợi nhuận trước thuế	10.704	9.519	11.448	
%yoy	1,16%	-11,07%	20,26%	

Định giá

Chúng tôi ước tính **LNTT năm 2024F và 2025F của VIB lần lượt đạt 9.519 tỷ đồng (-11.07% yoy) và 11.448 tỷ đồng (+20.26% yoy)**, tương đương BVPS đạt 14.227 đồng/cổ phiếu và 17.301 đồng/cổ phiếu.

Định giá bằng phương pháp so sánh P/B

Chúng tôi sử dụng mức định giá 1,3x P/B trung bình ngành ngân hàng ở thời điểm hiện tại trong phương pháp so sánh P/B và phương pháp định giá Residual Income. Giá hợp lý cho cổ phiếu VIB là **23.012 đồng/cổ phiếu**.

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	22.491	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	23.532	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	23.012	

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu cao do đặc thù từ danh mục cho vay bán lẻ chiếm tỷ trọng cao. VIB có thể sẽ phải thực hiện trích lập dự phòng rủi ro cao hơn trong tương lai khi tỷ lệ Dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu (LLCR) của ngân hàng hiện đang ở mức thấp so với mặt bằng chung của ngành.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn**Mạc Đình Tuấn**

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn**Nguyễn Thị Thùy Dung**

Chuyên viên phân tích cao cấp

nttdung01@vcbs.com.vn**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>