

軍隊商業銀行 – HSX: MBB

“デジタル企業、大手金融グループ”

推奨: 買い

目標価格: 32,000

Upside: +22%

銀行業 | BSC Research

評価

BSC は MBB 株の理論価格を 2025 年 8 月 25 日の終値比+22%増の 32,000VND/株と評価し、MBB の投資評価を「買い」と推奨しております。

BSC の研究・分析センター

Đoàn Minh Trí

(分析者)

tridm@bsc.com.vn

投資観点

- 業界最大規模の顧客基盤と、デジタルトランスフォーメーションによる実証済みの効果。これは、CASA 比率を持続的に向上させ、トップ 1 を争うための必須条件です。業界における競争が激化する背景には、MBB は優れた NIM を維持し、業務効率を最適化する上で有利な立場にある。
- 業界をリードする貸付信用成長率と ROE を維持する見通し。今後 3 年間には、MBB がシステム平均の 15%に比べて年間貸付成長率を 26%で維持すると予測しております。平均 ROA と ROE はそれぞれ年平均 1.9%以上、20%以上に達すると予測されており、業界をリードするだけでなく、主要銀行の地位も確立しています。

企業情報

現値(VND/株):	26,200
流行中株数(100 万株):	8,055
時価総額(10 億 VND):	211,041
30 日間平均売買代金(100 万株):	57.7
外国人投資家保有:	22.9%

・評価額は競合銀行と比べて魅力的だが、今後いくつかの事業傾向を待っている。

2025 年～2026 年の業績予測

BSC は MBB の 2025 年税引前利益を前年比+14%増の 32 兆 8,000 億ドン、2026 年の税引前利益を同+20%増の 39 兆 5,000 億ドンと予測しております。

リスク

最近の為替レートと金利への圧力は金融政策に課題をもたらす可能性がある。

住宅購入借り手からの需要が予想ほど強くない場合、NIM が予想以上に低下するリスク。

不良債権の発生や予想よりも高い引当金費用が発生するリスク。

業績	2023	2024	2025F	2026F
収入	47,306	55,413	67,532	81,946



税引前利益	26,306	28,829	32,786	39,456
EPS	3,966	4,265	3,785	3,864
簿価	17,786	21,135	19,961	20,801
ROAE	24.5%	22.1%	20.8%	20.5%

I. 業績アップデート

2025 年第 2 四半期業績

MBB の税引前利益(連結)は前年同期比-2%減の 7 兆 5,000 億ドンだった。2025 年上半期には、MBB の税引前利益は前年同期比+18%増の 15 兆 9,000 億ドンで、BSC の年間予想の 49%を達成した。

2025 年第 2 四半期の成長原動力はすべての事業から由来した。そのうち、非金利収入、証券取引による収入と不良債権の回収による収入はそれぞれ、前年同期比+41%増、同+30%増、同+4%増となった。

また、2025 年上半期の貸付成長率は年初比+12.5%増となったことで、純利息収入は前年同期比+17%増の 12 兆 4,000 億ドンだった。

2025 年第 2 四半期の総収入は前年同期比+22%増の 17 兆 3,000 億ドンだった。2025 年上半期での総収入は前年同期比+25%増の 32 兆 6,000 億ドンで、BSC の年間予想の 50%を達成した。

2025 年第 2 四半期と 2025 年上半期の業績

指標(10 億 VND)	2Q24	2Q25	%YoY	6T24	6T25	%YoY	Dự báo (cũ)	% Dự báo
金利収入	16,953	21,099	24%	33,213	40,689	23%	88,144	46%
借入コスト	(6,422)	(8,727)	36%	(13,620)	(16,625)	22%	(37,620)	44%
純利益収入	10,531	12,372	17%	19,593	24,064	23%	50,524	48%
サービス活動からの利益	1,354	1,916	41%	2,299	3,151	37%	5,461	58%
外為事業からの利益	393	534	36%	855	1,072	25%	2,000	54%
株式売買からの利益	793	1,033	30%	1,975	1,711	-13%	2,292	75%
出資からの収益	22	27	25%	23	27	17%	52	52%
他の収入	1,035	1,364	32%	1,400	2,543	82%	4,270	60%
非金利収入	3,598	4,874	35%	6,553	8,504	30%	14,075	60%
運営収入	14,129	17,246	22%	26,146	32,568	25%	64,599	50%
運営コスト	(4,491)	(4,956)	10%	(8,005)	(8,906)	11%	(20,599)	43%
引当金前利益	9,639	12,289	27%	18,141	23,662	30%	44,001	54%
引当金コスト	(2,006)	(4,786)	139%	(4,713)	(7,773)	65%	(11,734)	66%
法税	7,633	7,503	-2%	13,428	15,889	18%	32,267	49%
税引後利益	6,102	5,792	-5%	10,726	12,466	16%	25,813	48%
親会社株主帰属利益	6,027	5,684	-6%	10,559	12,252	16%	25,456	48%

ソース: MBB, BSC Research

2025 年第 2 四半期財務指標

重要な指標	2Q24	1Q25	2Q25	▲ YoY	▲ QoQ
貸付成長率(YTD)	9.3%	2.2%	12.5%	3 điểm %	+10 điểm %
預金成長率(YTD)	3.5%	3.1%	13.1%	10 điểm %	+10 điểm %
第 1 次市場の LDR(Q)	93.8%	91.8%	92.3%	-2 điểm %	+1 điểm %
第 2 次市場の LDR(Q)	82.8%	82.2%	81.7%	-1 điểm %	0 điểm %
2 グループの不良債権比率(Q)	1.8%	1.9%	1.3%	-54 bps	-61 bps
NPL (Q)	1.6%	1.8%	1.6%	-3 bps	-24 bps
NPL 率(Q)	-0.2%	0.7%	0.3%	+54 bps	-39 bps

債務回収比率(LLCR) (Q)	101.7%	75.3%	88.9%	-13 điểm %	+14 điểm %
CASA (Q)	38.6%	35.9%	37.9%	-1 điểm %	2 điểm %
NIM (Q)	5.0%	4.8%	4.5%	-48 bps	-29 bps
CIR (Q)	31.8%	25.8%	28.7%	-3 điểm %	+3 điểm %
貸付費用(TTM)	1.3%	1.4%	1.6%	+31 bps	+23 bps
ROAA (TTM)	2.4%	2.4%	2.1%	-24 bps	-26 bps
ROAE (TTM)	23.4%	22.9%	21.8%	-155 bps	-102 bps

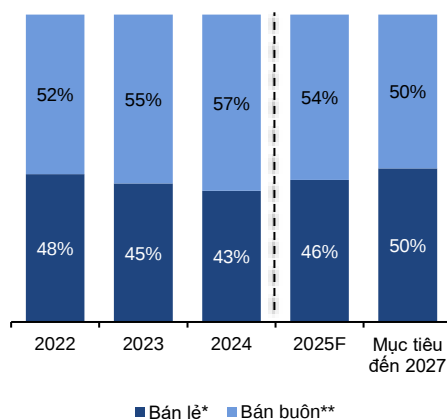
ソース: MBB, BSC Research

取締役会は、今後 2 年間で小売り事業への融資比率を 50%に引き上げることを目指しています。

2024 年末の時点では、MBB の顧客セグメント別融資ポートフォリオ構成は、個人顧客が 43%、中小企業顧客が 29%、大企業顧客が 28% となっています。

顧客セグメント別融資ポートフォリオ構成

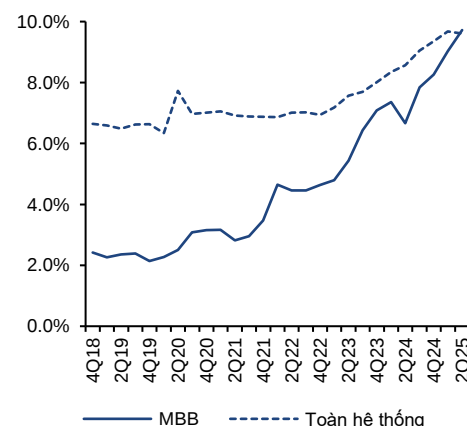
MBB は今後 2 年間でグループ全体の小売融資と卸売融資の割合を均衡させることを目指しています。



ソース: MBB, BSC Research

ポートフォリオにおける不動産事業貸付割合

MBB の不動産事業融資比率は業界平均と同等の過去最高を記録している。

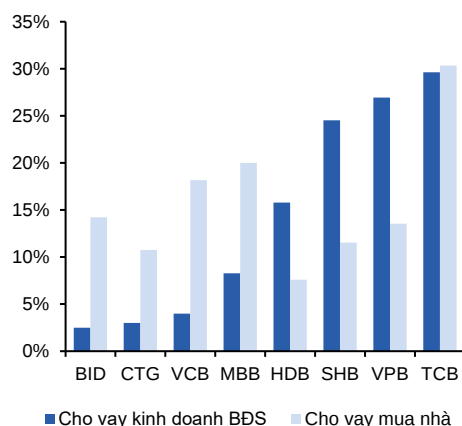


ソース: MBB, BSC Research の予測

2025 年第 2 四半期末の自己資本比率(CAR)は 11.6%に達した。取締役会は、今後数年間に資本金を引き上げるために第三者割当発行計画を策定し、基本的なシナリオでは、IRB 法に基づき 2028 年までにバーゼル 3 基準を満たす見込みだと述べた。

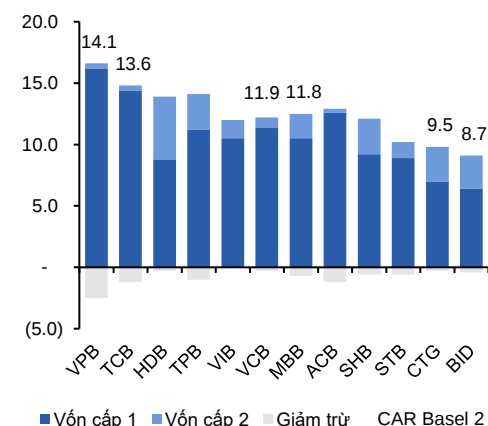
一般的に、BSC は通達第 14 号の発行により、今後 1~2 年で銀行業界における資本増強の波が引き起こされる可能性があると考えています。

大手な銀行の不動産融資比率の比較
MBB の不動産事業融資比率はまだかなり低いです。



ソース: MBB, BSC Research
データ期間: 2024 年末

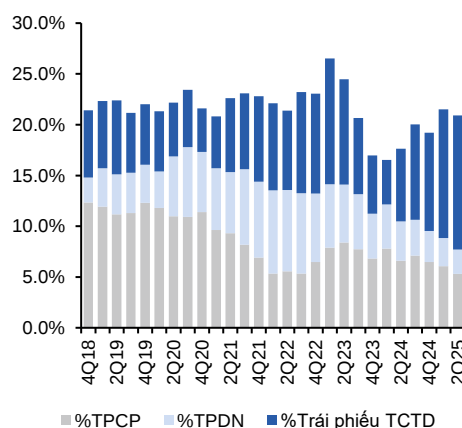
大手な銀行別 CAR 比率の比較
MBB の CAR は現在、比較グループ内で平均的です。



ソース: MBB, BSC Research
データ期間: 2024 年末

投資ポートフォリオが企業の社債から信用機関の社債にシフトしており、国債の比率は底を打った可能性がある。

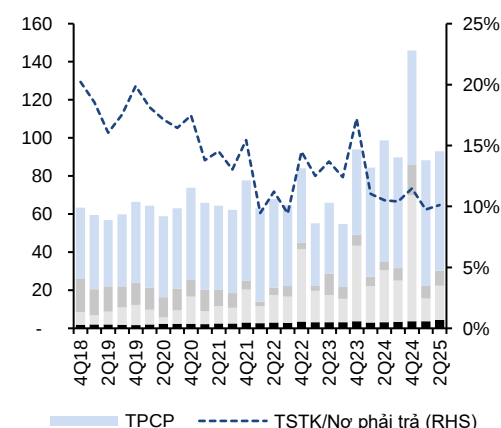
投資ポートフォリオにおける債券種の割合
投資ポートフォリオが信用機関の社債にシフトしている。



ソース: MBB, BSC Research

流動資産ポートフォリオ (推定)

国債ポートフォリオは、今後数四半期で再び増加する可能性がある。



ソース: MBB, BSC Research

CASA の誘致とデジタルトランスフォーメーションは密接に関連しており、MBB は揺るぎない競争上の優位性を享受しています。

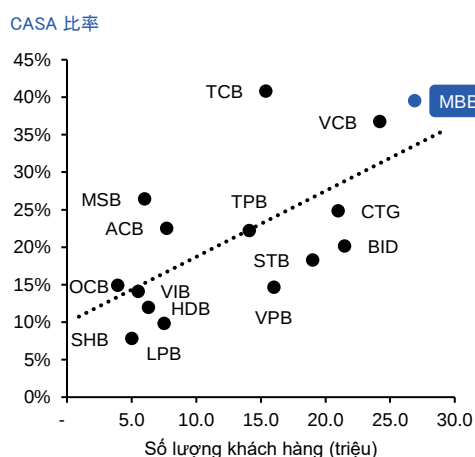
2025 年第 2 四半期末の時点では、MBB の CASA 比率は 38% となった。

軍事企業のエコシステムにより、MBB は現在、業界最大の顧客基盤を保有しており、2024 年末での顧客数は 3,020 万人だったが、2025 年第 2 四半期末には 3,250 万人以上に達する見込みだ。BSC は、E バンキング顧客/総顧客比率が業界平均(約 60~70%)と比較して大幅に高くなると予測しています。

業界最大の顧客基盤を有する MBB は印象的な E バンキング取引件数を記録しており、2025 年上半期時点で 2025 年末までに 140 億件の取引を記録すると予想されています。

しかし、MBB の電子バンキング顧客 1 人あたりの推定取引件数は TCB よりも低く、小売事業からの CASA の寄与率と同程度です。

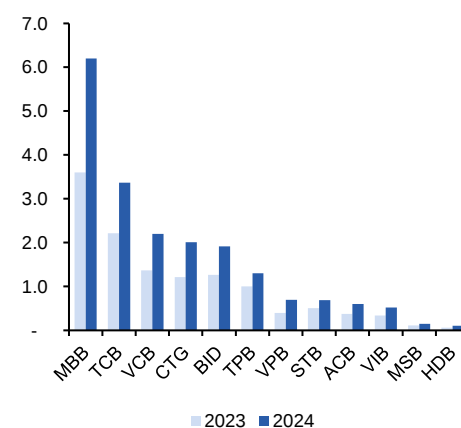
業界の顧客規模と CASA 比率を比較する



ソース: MBB, BSC Research
データ期間: 2024 年末

MBB の電子バンキング取引件数と他銀行との比較

単位:10 億件

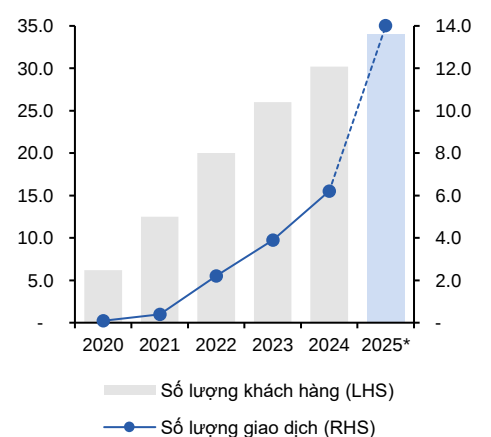


ソース: MBB, BSC Research

MBB の顧客総数と電子バンキング取引件数

単位:100 万人

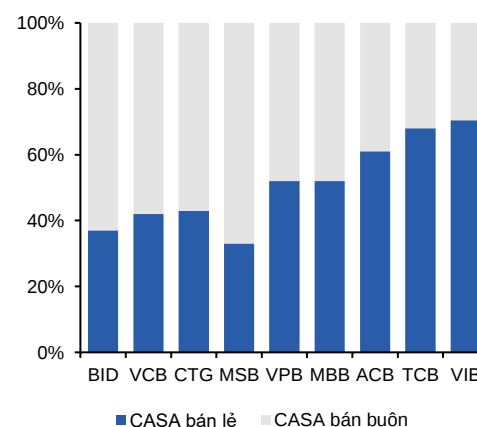
単位:10 億件



ソース: MBB, BSC Research
*MBB の 2025 年目標

小売り事業の CASA 比率

小売り事業の MBB の CASA 比率は TCB より低い。



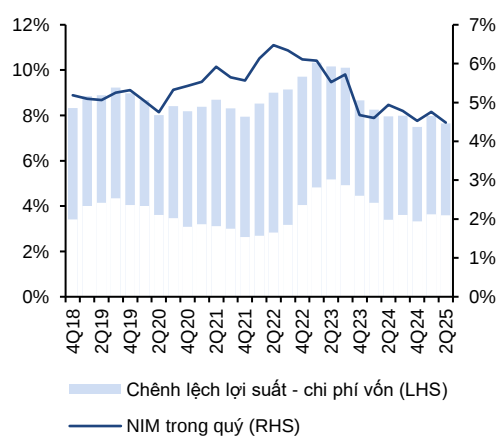
ソース: MBB, BSC Research
2024 年末時点のデータ

NIM は、バランスシートの拡大という目標と引き換えに、短期的に引き続き縮小している傾向がある。

2025 年第 2 四半期には、BSC は MBB の NIM が前四半期比-28bps 減の 4.5%と推定しております。これは直近の 7 年間で四半期で記録した最低水準です。記録的な信用成長率と共に、MBB の未払い利息残高は 2025 年上半期にかなり力強く増加し、現在は年初来 26%増の 11 兆 3,000 億ドルだった。

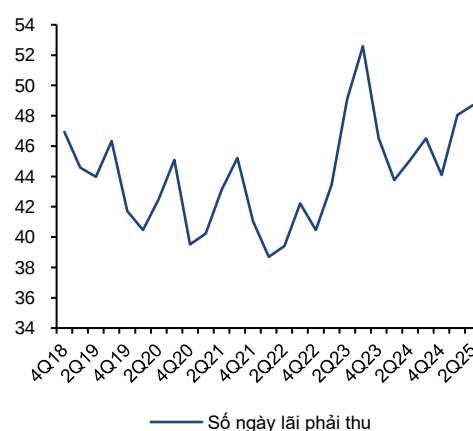
NIM の計画と資産利回りと資本コストの差額

2025 年第 2 四半期の NIM は過去最低に落ち込んだ



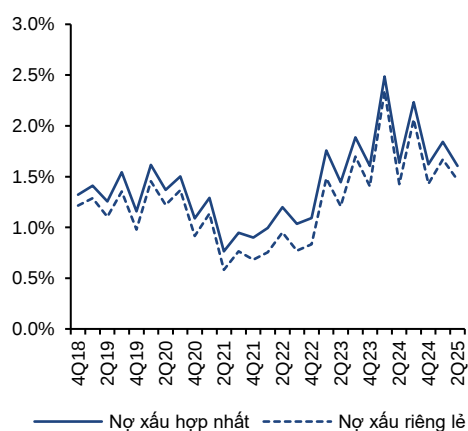
ソース: MBB, BSC Research

利息受取日数は増加傾向にある。



ソース: MBB, BSC Research

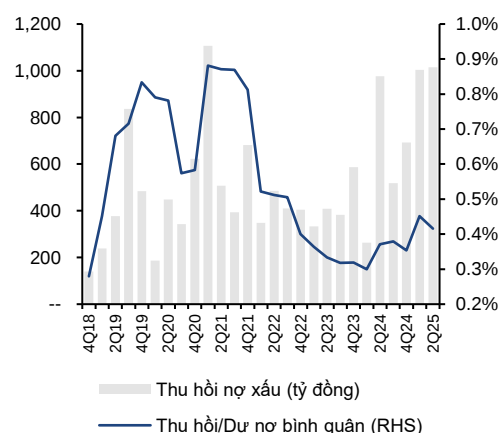
グループ及び親銀行の不良債権比率



ソース: MBB, BSC Research

不良債権回収による利益と平均債権回収率

不良債権回収率はまだ改善の余地ある。



ソース: MBB, BSC Research

デジタル資産の新しい事業: いくつかの初期観察

MBB は、ベトナムでデジタル資産取引所を開発し、同時に法律、システム、関連メカニズムを構築するために、UPbit (世界第 3 位の暗号資産取引所) の所有者である Dunamu との提携を発表した。

同銀行の取締役会は、顧客基盤 (約 3,300 万人) と技術力 (約 2,000 人の技術エンジニア、グループ従業員の 11% を占める) はともに業界リーダーであり、MBB は MB エコシステムを使用する顧客への完全な製品提供を確実にするためにデジタル資産セグメントに参入したいと述べた。

BSC は、暗号資産の発行と取引の試験的实施に関する決議案を参照して、次のような重要な点を見つけた。

- 暗号資産発行機関は暗号資産サービスプロバイダーを通じてのみ外国人投資家に発行することができます。
- 暗号資産サービスを提供する機関は最大 5 つまでで、以下の条件を満たす必要がある: 独自の法人を持ち、サーバーをベトナムに設置し、最低定款資本金は 10 兆 VND、国内株主が 51% 以上を保有すること。
- 具体的には、資本の 35% は、銀行、証券会社、ファンド管理会社、保険会社、テクノロジー事業の企業などの少なくとも 2 つの機関によって保有される必要があり、残りの 65% は個人ではなく機関によって所有されます。
- 暗号資産を所有しているベトナムの投資家と、ベトナム企業が発行した暗号資産を保有する外国人投資家のみがサービスプロバイダーでの取引される。

II. 業績予測

2025 年～2026 年の期間における業績

BSC は MBB の 2025 年税引前利益を前年比+14%増の 32 兆 8,000 億ドン、
2026 年の税引前利益を同+20%増の 39 兆 5,000 億ドンと予測しております。

2025 年～2026 年の期間における業績

指標 (10 億 VND)	実施	前予想		現予想		調整	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
利息収入	41,152	50,524	62,740	50,642	62,770	0.2%	0.0%
YoY	6.4%	22.8%	24.2%	23.1%	23.9%		
非金利収入	14,261	14,075	17,184	16,890	19,176	20.0%	11.6%
YoY	65.4%	-1.3%	22.1%	18.4%	13.5%		
総収入	55,413	64,599	79,925	67,532	81,946	4.5%	2.5%
YoY	17.1%	16.6%	23.7%	21.9%	21.3%		
経営活動費用	(17,007)	(20,599)	(24,855)	(20,899)	(25,162)	1.5%	1.2%
YoY	14.0%	21.1%	20.7%	22.9%	20.4%		
引当金前利益	38,406	44,001	55,069	46,633	56,785	6.0%	3.1%
YoY	18.6%	14.6%	25.2%	21.4%	21.8%		
引当金費用	(9,577)	(11,734)	(16,164)	(13,847)	(17,329)	18.0%	7.2%
YoY	57.3%	22.5%	37.8%	44.6%	25.1%		
税引前利益	28,829	32,267	38,906	32,786	39,456	1.6%	1.4%
YoY	9.6%	11.9%	20.6%	13.7%	20.3%		
親会社株主帰属利益	22,634	25,456	30,694	25,866	31,128	1.6%	1.4%
YoY	9.5%	12.5%	20.6%	14.3%	20.3%		

仮定	実施	前予想		現予想		調整	
	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
貸付成長率(YTD)	24.5%	27.8%	25.8%	27.7%	26.1%	0 điểm %	0 điểm %
銀行単	24.3%	28.5%	25.8%	28.3%	26.0%	0 điểm %	0 điểm %
預金成長率(YTD)	20.7%	29.1%	27.2%	28.3%	27.4%	-1 điểm %	0 điểm %
2 グループの不良債権比率(Q)	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1 bps	1 bps
不良債権	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	0 bps	0 bps
債務回収比率(LLCR)	92.2%	95.7%	100.3%	98.5%	102.6%	3 điểm %	2 điểm %
信用費用	1.4%	1.3%	1.4%	1.6%	1.5%	24 bps	10 bps
NIM	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%	4.1%	4 bps	7 bps
CIR	30.7%	31.9%	31.1%	30.9%	30.7%	-1 điểm %	0 điểm %
ROAA	2.2%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	5 bps	6 bps
ROAE	22.1%	20.6%	20.5%	20.8%	20.5%	17 bps	0 bps

ソース: MBB, BSC Research

III. 投資観点と推奨

投資観点

- 業界最大規模の顧客基盤と、デジタルトランスフォーメーションによる実証済みの効果。これは、CASA 比率を持続的に向上させ、トップ 1 を争うための必須条件です。業界における競争が激化する背景には、MBB は優れた NIM を維持し、業務効率を最適化する上で有利な立場にある。
- 業界をリードする貸付信用成長率と ROE を維持する見通し。今後 3 年間には、MBB がシステム平均の 15% に比べて年間貸付成長率を 26% で維持すると予測しております。平均 ROA と ROE はそれぞれ年平均 1.9% 以上、20% 以上に達すると予測されており、業界をリードするだけでなく、主要銀行の地位も確立しています。
評価額は競合銀行と比べて魅力的だが、今後いくつかの事業傾向を待っている。

評価

BSC は MBB 株の理論価格を 2025 年 8 月 25 日の終値比+22% 増の 32,000VND/株と評価し、MBB の投資評価を「買い」と推奨しております。

リスク

- 最近の為替レートと金利への圧力は金融政策に課題をもたらす可能性がある。
- 住宅購入借り手からの需要が予想ほど強くない場合、NIM が予想以上に低下するリスク。
- 不良債権の発生や予想よりも高い引当金費用が発生するリスク

評価

方法	割合	合理的な価値
残余収入	20%	29,858
P/B (目標= 1.6x)	50%	32,609
P/E (目標= 8.5x)	30%	32,509
目標価格		VND 32,029
2025 年 8 月 25 日の終値		VND 26,200
上昇率		22.2%

株主資本費用

株主資本費用の仮定	
非リスク金利	3.0%
リスクプレミアム	10.0%
調整 Beta	1.29
株主資本費用	15.9%
残余利益の現在価値の分配	
2025 年～2029 年	30.9%
長期的な価値	69.1%

ソース: BSC Research

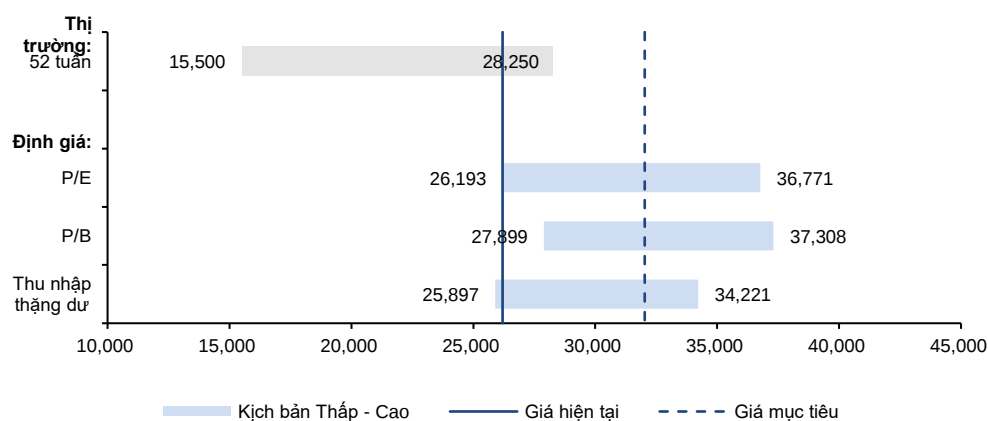
残余所得方法での評価

残余所得(10 億 VND)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
親会社株主帰属利益	25,866	31,128	36,563	44,386	53,209
(-) 株主資本費用	(19,761)	(24,166)	(29,547)	(35,983)	(43,742)

余地金利	6,105	6,962	7,016	8,403	9,467
長期的な価値(g = 3.0%)					81,379
割引率	–	0.50	1.50	2.50	3.50
現価値	–	3,355	6,053	6,256	6,081
					48,554
現価値の合計	70,299				
(+)株主資本の簿価	151,987				
株主資本の合計	222,286				
流行中株数(100 万株)	7,445				
合理的な価値/株	VND 29,858				<i>P/B FY+1 = 1.5x</i>

評価

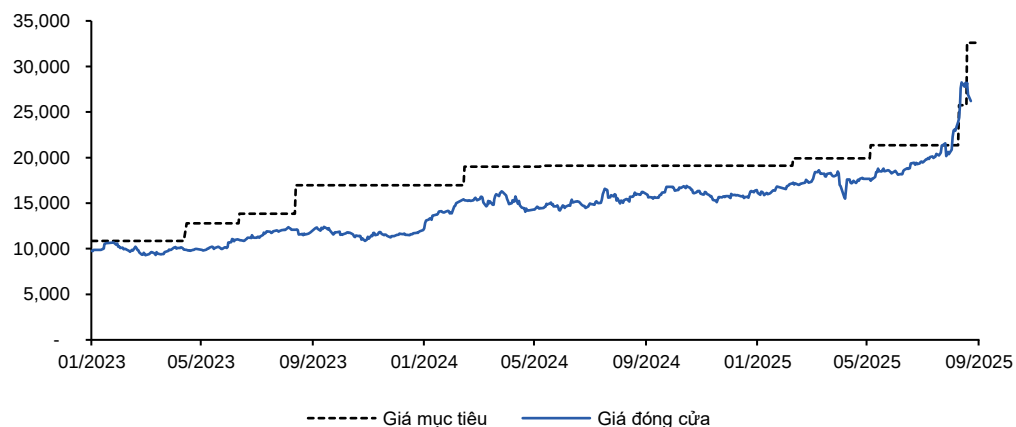
単位: VND/株



ソース: BSC Research

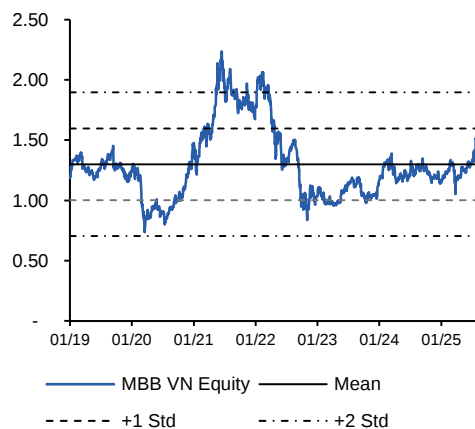
推奨の履歴

単位: VND/株



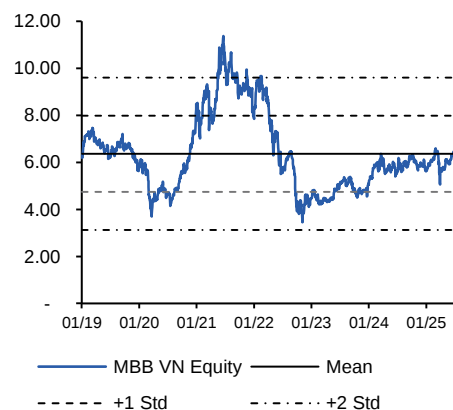
ソース: BSC Research

P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

P/E



ソース: Bloomberg, BSC Research

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

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

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



Bloomberg: RESP BSCV <GO>

推奨システム

推奨	説明
強い購入	1 年間利益率は 30% 以上になると期待されております。
購入	1 年間利益率は 15～30% 以上になると期待されております。
ホールド	1 年間利益率は 10～15% 以上になると期待されております。
売却	1 年間利益率は 10 未満と期待されております。

連絡先 – 研究・分析センター

Trần Thăng Long

分析・研究部の部長

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

分析・研究部の副部長

マクロ – 市場

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

分析・研究部の副部長

業界・企業

Buupq@bsc.com.vn

銀行・金融業

Dương Quang Minh

リーダー、分析者

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

分析者

Tridm@bsc.com.vn

不動産業、建設用材料業

Phạm Quang Minh

リーダー、分析者

Minhpg@bsc.com.vn

Lâm Việt

分析者

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

分析者

Duyndch@bsc.com.vn

石油・ガス業、肥料業、化学業

Nguyễn Thị Cẩm Tú

リーダー、分析者

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thùy Linh

分析者

Linht2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

分析者

Truongnd@bsc.com.vn

小売り業、輸出業、Logistics 業

Phạm Thị Minh Châu

リーダー、分析者

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

分析者

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

分析者

Huytnt@bsc.com.vn