

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: 32,400

Upside: +22%

銀行業 | BSC Research

評価

BSC は MBB 株の理論価格を最新の終値比+22%増の 32,400VND/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

- 優れた信用限度額は長期的な成長の基盤となるだろう。
- 業界の高い ROAE を維持できる見込みと共に、地政学的リスクが緩和されると、現在の株価水準は購入するために適している。
- 今後、株価の再評価を促すいくつかの要因が予想される。

企業情報

現値(VND/株):	26,550
流行中株数(100万株):	8,055
時価総額(10億 VND):	213,860
30日間平均売買代金(100万株):	34.1
外国人投資家保有:	23.2%

2026年～2027年の期間における業績予測

BSC は 2026 年には、MBB の税引前利益を前年比+22%増の 41 兆 7,000 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	2024	2025	2026F	2027F
収入	55,413	67,693	83,530	101,707
税引前利益	28,829	34,268	41,684	49,208
EPS	4,265	3,918	4,049	4,779
簿価	21,135	19,919	20,949	25,729
ROAE	22.1%	21.6%	21.4%	20.5%

I. 業績アップデート

2025 年第 4 四半期ぎよ羽石

MBB の 2025 年第 4 四半期税引前利益は前年同期比+38%増の 11 兆 1,000 億ドンだった。MBB の 2025 年税引前利益は前年比+19%増の 34 兆 3,000 億ドンだった。

2025 年第 4 四半期総収入は前年同期比+18%増の 19 兆 5,000 億ドンだった。2025 年の総収入は前年比+22%増の 67 兆 6,000 億ドンだった。

2025 年第 4 四半期業績

単位:10 億 VND

指標(連結)	4Q24	4Q25	%YoY	FY24	FY25	%YoY	Dự báo (cũ)	% Dự báo
金利収入	18,452	26,133	42%	69,062	89,088	29%	87,057	102%
借入コスト	(7,310)	(11,577)	58%	(27,910)	(37,478)	34%	(36,323)	103%
純利益収入	11,142	14,555	31%	41,152	51,610	25%	50,733	102%
サービス活動からの利益	1,181	2,101	78%	4,368	6,579	51%	5,119	129%
外為事業からの利益	485	260	-46%	2,000	1,757	-12%	2,100	84%
株式売買からの利益	2,531	903	-64%	4,559	2,258	-50%	2,346	96%
出資からの収益	22	135	502%	53	174	231%	52	333%
他の収入	1,203	1,574	31%	3,281	5,314	62%	5,270	101%
非金利収入	5,421	4,973	-8%	14,261	16,083	13%	14,887	108%
運営収入	16,564	19,528	18%	55,413	67,693	22%	65,620	103%
運営コスト	(5,247)	(6,229)	19%	(17,007)	(19,681)	16%	(19,379)	102%
引当金前利益	11,317	13,298	18%	38,406	48,012	25%	46,241	104%
引当金コスト	(3,224)	(2,169)	-33%	(9,577)	(13,744)	44%	(14,145)	97%
法税	8,093	11,129	38%	28,829	34,268	19%	32,096	107%
税引後利益	6,382	8,650	36%	22,951	26,655	16%	25,677	104%
親会社株主帰属利益	6,284	8,543	36%	22,634	26,226	16%	25,322	104%

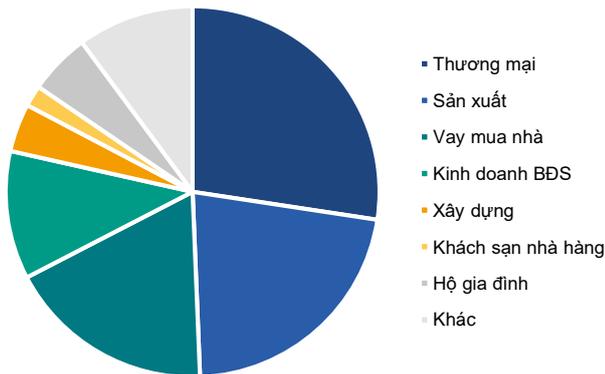
財務指標(連結)	4Q24	3Q25	4Q25	▲YoY	▲QoQ
貸付成長率(YTD)	24.6%	18.6%	36.8%	12 điểm %	18 điểm %
預金成長率(YTD)	21.5%	13.8%	31.5%	10 điểm %	18 điểm %
第 1 次市場の LDR(Q)	92.1%	97.1%	97.8%	6 điểm %	1 điểm %
第 2 次市場の LDR(Q)	1.6%	1.4%	0.9%	-63 bps	-42 bps
2 グループの不良債権比率(Q)	1.6%	1.9%	1.3%	-33 bps	-58 bps
NPL (Q)	-0.1%	0.7%	-0.1%	5 bps	-72 bps
NPL 率(Q)	92.2%	79.2%	93.7%	2 điểm %	15 điểm %
債務回収比率(LLCR) (Q)	39.3%	37.0%	37.8%	-2 điểm %	1 điểm %
CASA (Q)	4.5%	4.5%	4.4%	-15 bps	-17 bps
NIM (Q)	31.7%	29.1%	31.9%	22 bps	276 bps
CIR (Q)	1.4%	1.8%	1.5%	10 bps	-32 bps
貸付費用(TTM)	2.2%	2.0%	1.9%	-27 bps	-12 bps
ROAA (TTM)	22.1%	20.6%	21.1%	-97 bps	58 bps

ソース: VPB, BSC Research

2025 年には、MBB の顕著な信用成長を記録した事業は不動産事業（年初比+89%増）と建設事業（同+42%増）だった。

顧客セグメント別融資ポートフォリオ構成

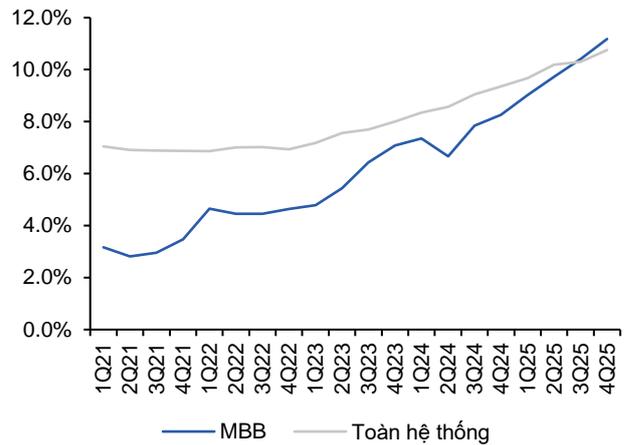
開発業者向けと住宅購入者向けの両方を含む不動産用貸付割合の割合は、2025 年末までに 30%近くに達すると予想されている。



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

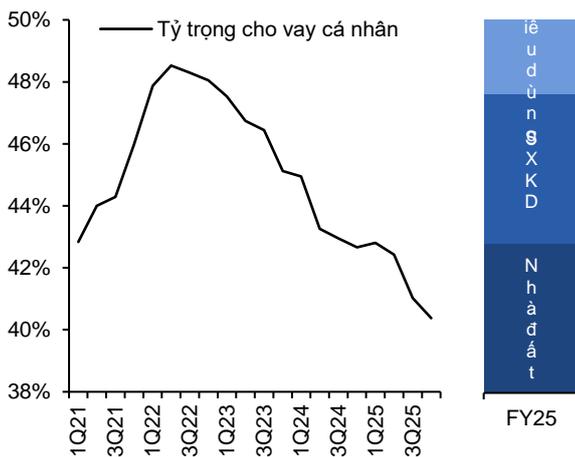
MBB の不動産事業融資比率は業界平均と同等の過去最高を記録している。



ソース: MBB, BSC Research

個人顧客向け貸付比率と個人向け貸付ポートフォリオの構成。

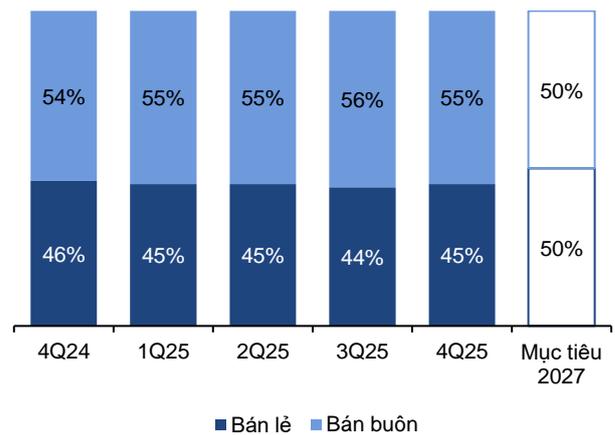
2025 年末の時点では、個人顧客向け貸付比率は 40%で留まり、過去 5 年間で最低水準である。



ソース: MBB, BSC Research

既存顧客グループと目標顧客グループ別の貸付構成。

MBB は今後 2 年間に、個人顧客及び零細・中小企業を含む小売り向け貸付と中小企業および大企業を含む卸顧客向け貸付の比率を均衡させることを目指している。



ソース: MBB, BSC Research

II. 業績予測

2026年～2027年の期間における業績予測

BSCはMBBの2026年税引前利益を前年比+22%増の41兆7,000億ドン、2027年税引前利益を同+18%増の49兆2,000億ドンと予測しております。

2026年～2027年の期間における業績

単位:10億 VND

指標	実施		前予想	現予想		調整
	2024	2025	2026	2026F	2027F	2026F
利息収入	41,152	51,610	62,770	64,896	80,109	3.4%
YoY	6.4%	25.4%	23.9%	25.7%	23.4%	
非金利収入	14,261	16,083	19,176	18,635	21,598	-2.8%
YoY	65.4%	12.8%	13.5%	15.9%	15.9%	
総収入	55,413	67,693	81,946	83,530	101,707	1.9%
YoY	17.1%	22.2%	21.3%	23.4%	21.8%	
経営活動費用	(17,007)	(19,681)	(25,162)	(24,138)	(29,445)	-4.1%
YoY	14.0%	15.7%	20.4%	22.6%	22.0%	
引当金前利益	38,406	48,012	56,785	59,392	72,262	4.6%
YoY	18.6%	25.0%	21.8%	23.7%	21.7%	
引当金費用	(9,577)	(13,744)	(17,329)	(17,708)	(23,054)	2.2%
YoY	57.3%	43.5%	25.1%	28.8%	30.2%	
税引前利益	28,829	34,268	39,456	41,684	49,208	5.6%
YoY	9.6%	18.9%	20.3%	21.6%	18.0%	
親会社株主帰属利益	22,634	26,779	31,128	32,612	38,498	4.8%
YoY	9.5%	18.3%	20.3%	21.8%	18.0%	

仮定	実施		前予想	現予想		調整
	2024	2025	2026	2026F	2027F	2026F
貸付成長率(YTD)	24.5%	36.8%	26.1%	25.2%	23.6%	-1 điểm %
銀行単	24.3%	37.6%	26.0%	25.4%	23.8%	-1 điểm %
預金成長率(YTD)	20.7%	31.0%	27.4%	24.2%	24.7%	-3 điểm %
2グループの不良債権比率(Q)	1.6%	0.9%	1.6%	1.1%	1.2%	-48 bps
不良債権	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	-2 bps
債務回収比率(LLCR)	92.2%	93.7%	102.6%	90.8%	93.4%	-12 điểm %
信用費用	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-5 bps
NIM	4.2%	3.9%	4.1%	3.7%	3.7%	-39 bps
CIR	30.7%	29.1%	30.7%	29.0%	29.0%	-2 điểm %
ROAA	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%	1.7%	-20 bps
ROAE	22.1%	21.6%	20.5%	21.4%	20.5%	89 bps

ソース: MBB, BSC Research

III. 投資観点と推奨

投資観点

- 優れた信用限度額は長期的な成長の基盤となるだろう。
- 業界の高い ROAE を維持できる見込みと共に、地政学的リスクが緩和されると、現在の株価水準は購入するために適している。
- 今後、株価の再評価を促すいくつかの要因が予想される。

評価

BSC は MBB 株の理論価格を最新の終値比+22%増の 32,400VND/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

評価

方法	割合	合理的な価値
残余収入	20%	34,800
P/B (目標= 1.6x)	50%	31,424
P/E (目標= 8.5x)	30%	32,389
目標価格		VND 32,389
2026年3月10日の終値		VND 26,550
上昇率		22%

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	1.19
株主資本費用	14.9%

残余利益の現在価値の分配

2026年～2030年	33%
長期的な価値	67%

ソース: BSC Research

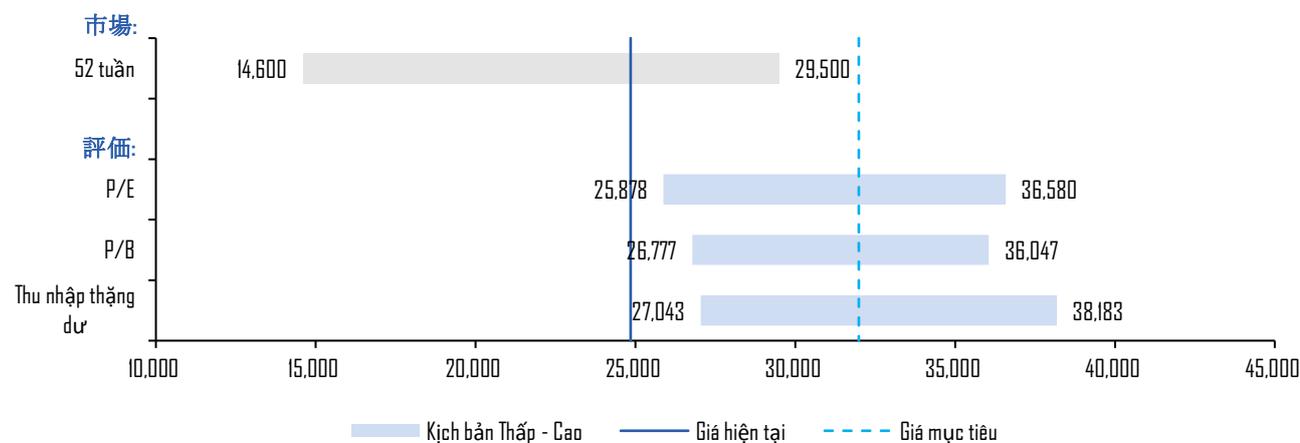
残余所得方法での評価(単位:10億ドン)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
--	------	-------	-------	-------	-------	-------

親会社株主帰属利益	26,779	32,612	38,498	46,099	54,848	64,896
(-) 株主資本費用	(18,531)	(22,755)	(28,063)	(34,377)	(41,911)	(50,848)
余地金利	8,248	9,857	10,435	11,722	12,937	14,048
長期的な価値(g = 3.0%)						130,053
割引率		-	1.0	2.0	3.0	4.0
現価値		-	9,734	9,514	9,137	8,632
						74,547
現価値の合計		111,564				
(+) 株主資本の簿価		168,748				
株主資本の合計		280,312				
流行中株数(100 万株)		8,055				
合理的な価値/株	VND	34,800				(P/B FY+1 = 1.7x)

ソース: BSC Research

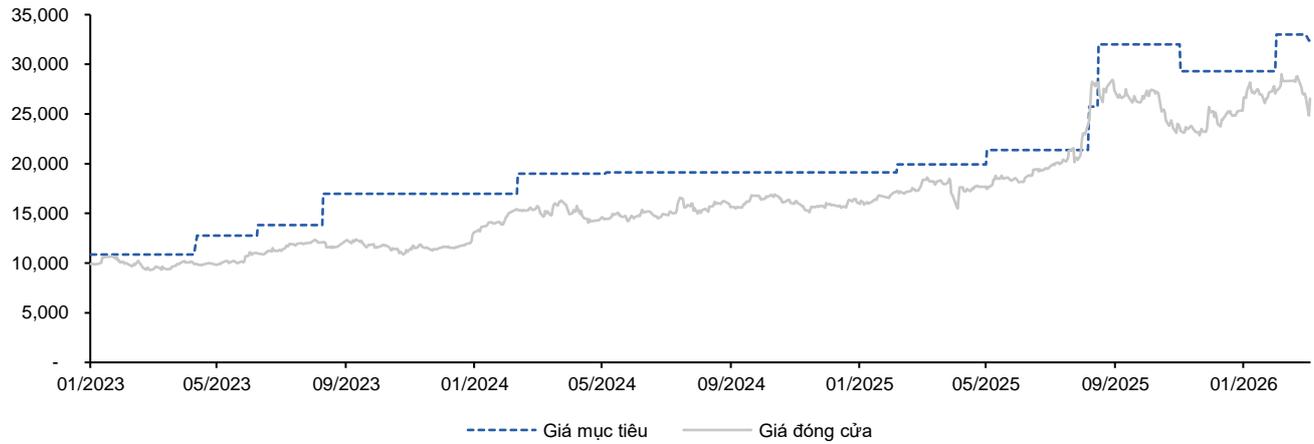
シナリオ分析に基づく価格帯 単位: VND/株



ソース: Bloomberg, BSC Research

推奨の履歴

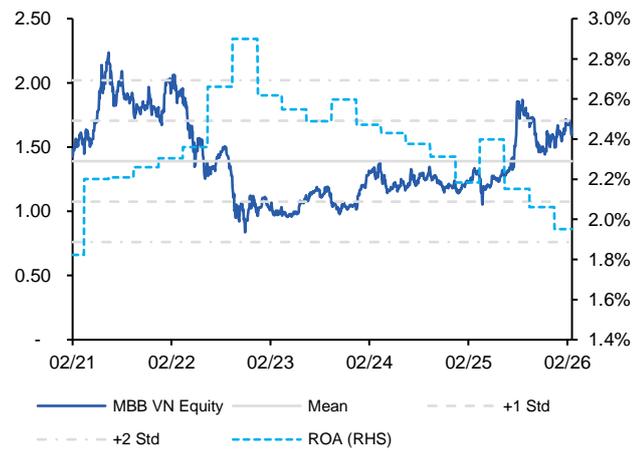
単位: VND/株



ソース: Bloomberg, BSC Research

P/B と ROAA

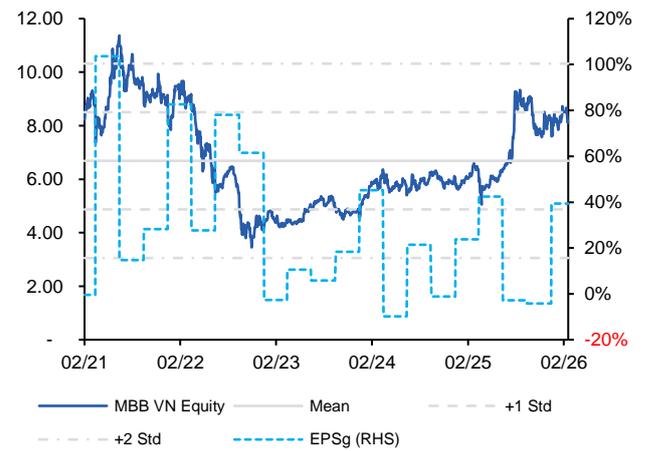
P/B TTM は現在 1.6x である。



ソース: Bloomberg, BSC Research

P/E と EPS

P/E TTM は 8.0x である。



: 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

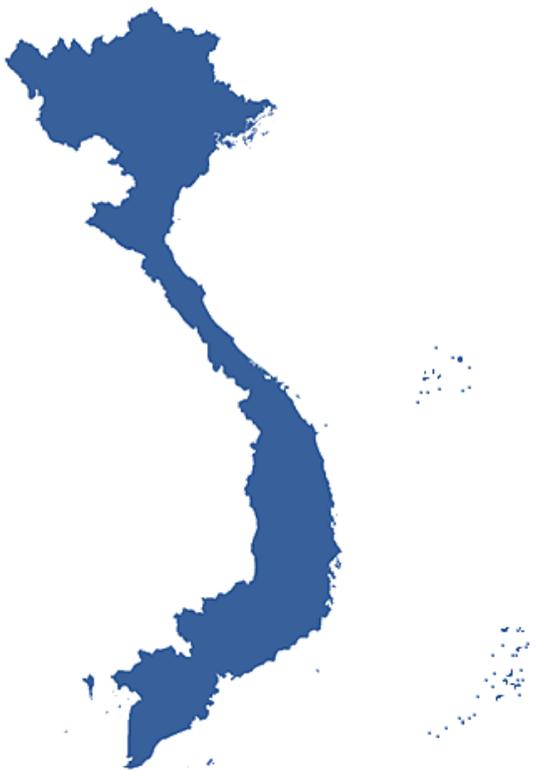
93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

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
Minhpq@bsc.com.vn
Lâm Việt
分析者
Vietl@bsc.com.vn
Nguyễn Công Hoàng Duy
分析者
Duyrch@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