

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

20/03/2025

VPBank (VPB)

Chuyển mình tích cực

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
(+84) 24-7303-5333 linhpp@kbsec.com.vn

Mua

Giá mục tiêu	25,700VND
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	19,000-19,500
Lợi nhuận kỳ vọng 1	31%+
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	17,000-17,600
Lợi nhuận kỳ vọng 2	46%+

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

Hoạt động kinh doanh

NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) thuộc nhóm các NHTMCP tư nhân lớn nhất Việt Nam với quy mô tài sản tính đến hết năm 2024 đạt 924 nghìn tỷ VND, xếp thứ 6 toàn ngành. VPB nằm trong nhóm các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ tín dụng khối bán lẻ cao.

Tương quan mặt bằng giá

Hiện VPB đang giao dịch với P/B quanh mức 0.99 – tương đương -1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm. Với triển vọng cải thiện lợi nhuận và chất lượng tài sản trong thời gian tới, dự kiến ROE của ngân hàng sẽ được cải thiện giúp cổ phiếu được tái định giá ở vùng mới.

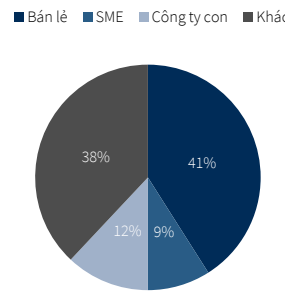
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Luật hoá Nghị quyết 42 - Động lực quan trọng giúp VPB cải thiện chất lượng tài sản và xử lý nợ xấu. VPB có khoản nợ xấu đã xử lý và lãi phải thu ngoại bảng lớn (~46% vốn chủ) sẽ hưởng lợi từ NQ 42 nhờ rút ngắn thời gian xử lý, từ đó tăng thu nhập từ thu hồi nợ xấu.

Triển vọng tích cực cho NIM của VPB nhờ tỷ trọng cho vay bán lẻ cao, đóng góp từ FE Credit và cải thiện chất lượng tài sản. Chi phí vốn kỳ vọng kiểm soát nhờ lãi suất huy động đi ngang, lợi thế vay vốn khi tiếp nhận TCTD yếu kém.

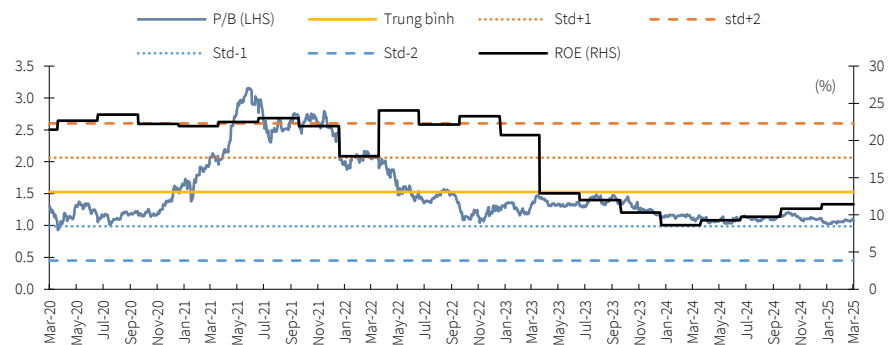
Mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận và tín dụng năm 2025 (20-25%) tương đối khả thi. VPB được hỗ trợ bởi sự hồi phục kinh tế, mở rộng tín dụng từ GPBank và thu nhập tăng từ xử lý nợ xấu theo NQ 42.

Cơ cấu Tín dụng 2024 (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

1. Luật hoá Nghị quyết 42 - Động lực quan trọng giúp VPB cải thiện chất lượng tài sản và xử lý nợ xấu

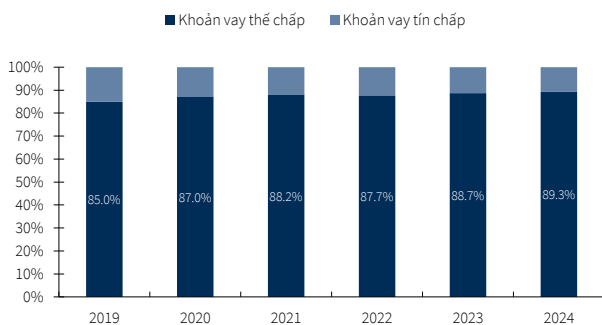
VPB là ngân hàng năng động với tiềm năng tăng trưởng cao, nhưng chất lượng tài sản vẫn là vấn đề đáng lưu tâm. Dù vậy, bối cảnh hiện tại đang xuất hiện những yếu tố hỗ trợ, góp phần giảm bớt các lo ngại của chúng tôi về rủi ro tiềm ẩn này:

Bước chuyển biến quan trọng với chất lượng tài sản sau Luật hoá Nghị quyết 42

Nghị quyết 42/2017/QH14 (NQ 42) - quy định xử lý nợ xấu, đã tạo điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng trong việc xử lý nợ tồn đọng. Tuy nhiên, NQ này đã hết hạn từ cuối năm 2024 tạo ra khoảng trống pháp lý cho đến nay. NHNN mới đây đã đề xuất **luật hóa theo hướng sửa đổi NQ 42** và dự kiến trình Quốc hội khóa XV xem xét tại kỳ họp thứ 9 (tháng 5/2025). Với những kết quả tích cực trong giai đoạn thí điểm (2017-2024), chúng tôi kỳ vọng NQ 42 sẽ được thông qua. Những điểm quan trọng trong NQ 42 sửa đổi là sự luật hoá về: (1) quyền thu giữ TSBĐ của các TCTD – rút ngắn thời gian xử lý TSBĐ so với quy trình bao gồm tố tụng trước đây; (2) TSBĐ của khoản nợ xấu phải bảo đảm cho nghĩa vụ với TCTD, tránh kê biên cho các nghĩa vụ khác, từ đó bảo vệ quyền lợi của TCTD; (3) Cơ quan có thẩm quyền phải hoàn trả TSBĐ của khoản nợ xấu cho TCTD sau khi xác định chứng cứ và không ảnh hưởng đến việc xử lý vụ án hoặc vi phạm hành chính.

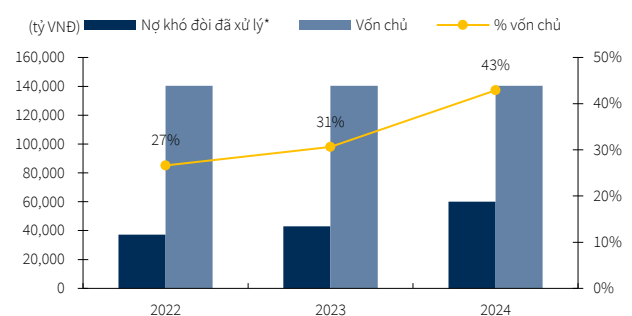
Theo BCTC ngân hàng mẹ VPB, nợ xấu đã xử lý ngoại bảng cuối năm 2024 là 60,160 tỷ đồng (+40% YoY) chiếm 43% vốn chủ sở hữu, 7% tổng tài sản của ngân hàng mẹ. Khoản mục ngoại bảng này tại VPB tương đối lớn so với các ngân hàng khác cùng nhóm (TCB, MBB, ACB) do những vấn đề nợ xấu trong quá khứ và cũng như việc tăng cường xử lý nợ xấu trong 2 năm qua bằng bộ đệm dự phòng. Do vậy, khi NQ 42 chính thức luật hoá, VPB sẽ được hưởng lợi tích cực do NQ này giúp ngân hàng nhanh chóng xử lý các khoản nợ xấu tồn đọng với thời gian xử lý rút ngắn nhiều so với trước đây, đồng thời cắt giảm chi phí, từ đó giúp VPB gia tăng thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Mặc dù quy mô xử lý sẽ còn tùy thuộc vào ý chí chủ quan của ngân hàng, nhưng với dư nợ ngoại bảng của ngân hàng hiện tại chúng tôi ước tính con số thu nhập từ xử lý nợ xấu sẽ không nhỏ.

Biểu đồ 1. Khoảng 90% khoản vay là thế chấp (có TSBĐ)



Nguồn: VPB (ngân hàng mẹ), KBSV

Biểu đồ 2. Nợ đã xử lý gia tăng, chiếm tỷ trọng lớn so với VCSH



Nguồn: VPB (ngân hàng mẹ), KBSV

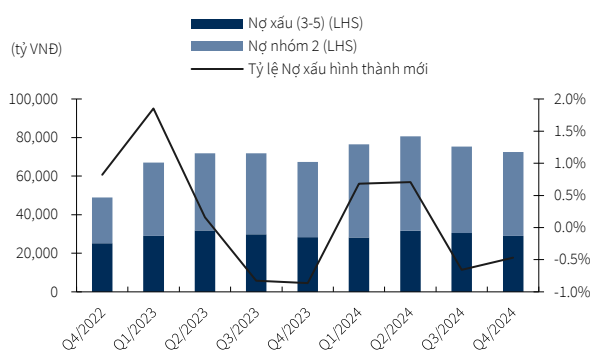
(*) Các khoản nợ đã trích lập 100% được đưa ra ngoại bảng để ngân hàng theo dõi.

Nợ xấu nội bảng dự kiến chuyển biến tích cực nhờ triển vọng kinh tế hồi phục

Bên cạnh đó, chất lượng của các khoản vay nội bảng có những dấu hiệu cải thiện tích cực. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm từ 5.02% năm 2023 về 4.2% năm 2024 nhờ (1) chất lượng tài sản cải thiện ở cả ngân hàng mẹ và đặc biệt là FE Credit (NPL giảm về 15% từ mức 19% của năm 2023); (2) xử lý nợ xấu bằng độ đệm dự phòng (hơn 26 nghìn tỷ trong năm 2024); (3) tỷ lệ nợ xấu mới hình thành giảm kể từ quý 3,4/2024.

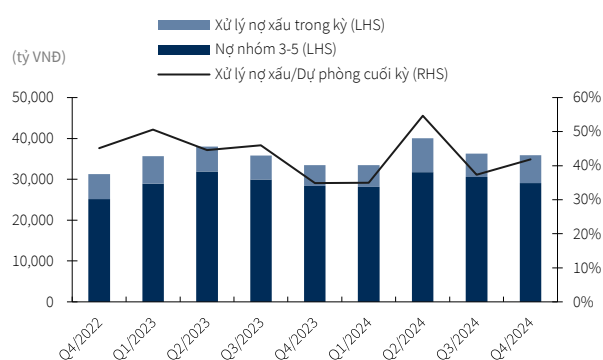
Chúng tôi kỳ vọng năm 2025, chất lượng nợ nội bảng của VPB sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ (1) mặt bằng lãi suất thấp, triển vọng kinh tế tốt lên giúp cải thiện khả năng tài chính của KH; (2) FE Credit sau giai đoạn tái cấu trúc đang thể hiện tốt hơn cả về lợi nhuận và chất lượng nợ.

Biểu đồ 3. Tỷ lệ hình thành nợ xấu mới giảm từ quý 3



Nguồn: VPB (hợp nhất), KBSV

Biểu đồ 4. Tình hình xử lý nợ xấu



Nguồn: VPB (hợp nhất), KBSV

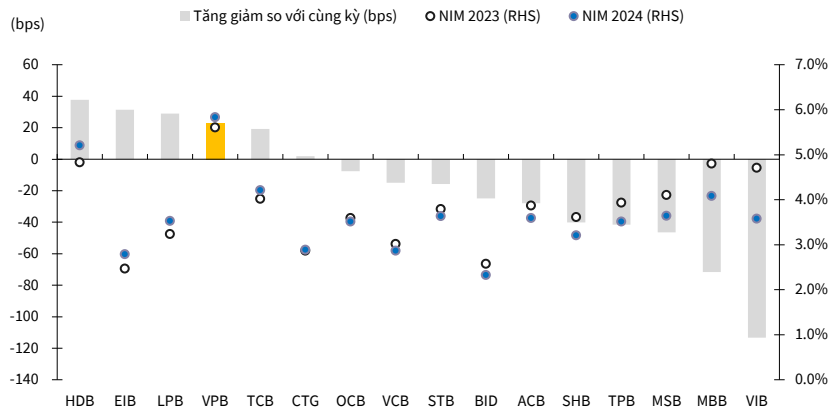
2. Triển vọng tích cực cho NIM của VPB nhờ tỷ trọng cho vay bán lẻ cao, đóng góp từ FE Credit và cải thiện chất lượng tài sản

Chúng tôi lạc quan với triển vọng hồi phục NIM của VPB trong bối cảnh chung ngành ngân hàng vẫn đang chịu áp lực suy giảm NIM tương đối lớn, chủ yếu đến từ định hướng duy trì lãi suất cho vay thấp của Chính phủ. Động lực để VPB tiếp tục duy trì tỷ lệ NIM ở mức cao bao gồm:

- (1) Phát huy lợi thế của ngân hàng cho vay bán lẻ (phân khúc cho lợi suất cao hơn).
- (2) FE Credit mang lại kết quả tích cực sau quá trình tái cấu trúc toàn diện, bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho ngân hàng mẹ với tỷ lệ NIM cải thiện từ 17% (2023) lên 20.3% (2024).
- (3) Chất lượng tài sản cải thiện như đã đề cập phía trên hạn chế tác động tiêu cực đến tăng trưởng thu nhập lãi thuần.
- (4) Chi phí vốn (COF) dự kiến duy trì ổn định trong năm 2025 do (i) lãi suất huy động khó tăng mạnh trong bối cảnh hiện tại; (ii) tiếp nhận GPBank, VPB sẽ được hỗ trợ nguồn vay tái cấp vốn lãi suất thấp từ NHNN.

Năm 2024, VPB là một trong số ít các ngân hàng ghi nhận NIM cải thiện. NIM hợp nhất của ngân hàng tăng 22bps lên mức 5.8%, trong đó FE Credit có sự cải thiện đáng kể về biên gộp.

Biểu đồ 5. So sánh NIM giữa các ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

3. Mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận và tín dụng năm 2025 (20-25%) tương đối khả thi

VPB đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 ở mức cao 20-25%, tương đương ~24,000 tỷ đồng. Chúng tôi lạc quan với triển vọng tăng trưởng của ngân hàng đang được hỗ trợ bởi những điều kiện bên ngoài tương đối thuận lợi và từ chính nguồn lực nội tại của VPB:

- (1) Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng dẫn dắt từ sự hồi phục của kinh tế chung, đặc biệt là lĩnh vực BĐS và tiêu dùng nhóm cá nhân. Đây đều là những lĩnh vực VPB đẩy mạnh cho vay với tỷ trọng cho vay BĐS (26%), cho vay KHCN và SME (56%).
- (2) Tiếp nhận GPBank giúp VPB có thêm lợi thế về: (i) mở rộng tệp khách hàng tiềm năng; (ii) hạn mức tín dụng cao hơn toàn ngành.
- (3) Thu nhập từ xử lý nợ xấu dự kiến tăng mạnh trong giai đoạn tới khi chính thức luật hoá NQ 42, từ đó đóng góp vào tổng thu nhập hoạt động cho ngân hàng.

Yếu tố rủi ro

NQ 42 vẫn chưa chính thức được thông qua, do vậy vẫn tiềm ẩn rủi ro khoảng trống pháp lý có thể kéo dài hơn dự kiến, khiến hoạt động xử lý nợ xấu sẽ không đạt kỳ vọng như đã đề cập. Dù vậy, chúng tôi cho rằng năm 2025 là dấu mốc quan trọng để đưa đất nước bước vào kỷ nguyên mới với mục tiêu tăng trưởng 8% trong năm nay. Việc xử lý nợ xấu, xử lý TSBĐ của nợ xấu là một trong những nhiệm vụ ưu tiên hàng đầu để tháo gỡ các điểm nghẽn, tạo thuận lợi cho ngân hàng khởi thông “cục máu đông” - nợ xấu, để từ đó nền kinh tế được tiếp cận tín dụng với chi phí phù hợp nhằm phát triển kinh doanh, sản xuất. Việc luật hoá NQ 42 theo chúng tôi sẽ mang lại nhiều tích cực từ đó giúp Nhà nước thực hiện được mục tiêu đề ra cho năm 2025.

Thời gian luật hoá NQ 42 kéo dài hơn dự kiến

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.