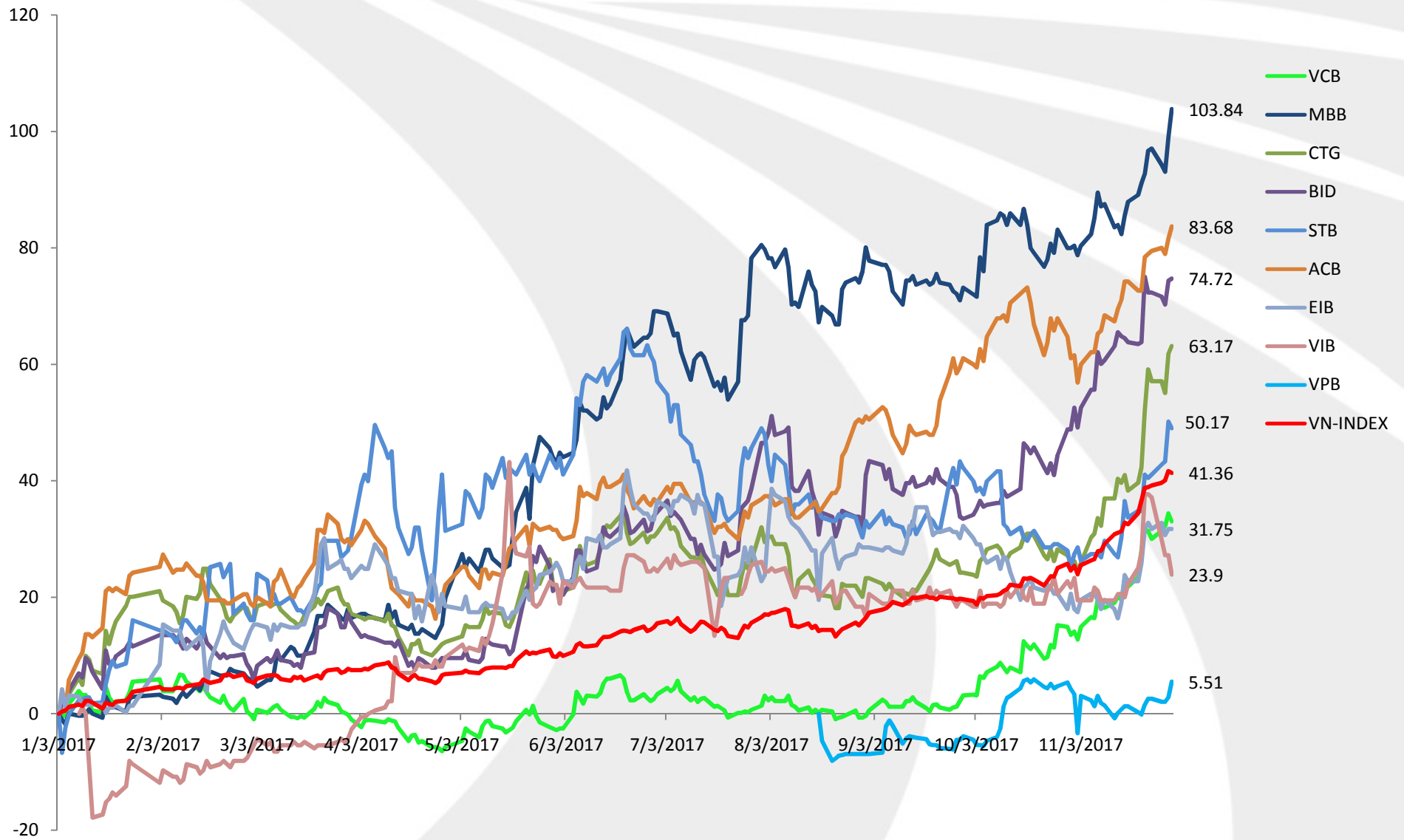


CẬP NHẬT NGÀNH NGÂN HÀNG & CƠ HỘI ĐẦU TƯ **VPB**

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng trong năm 2017



Cơ hội và thách thức đối với ngành ngân hàng

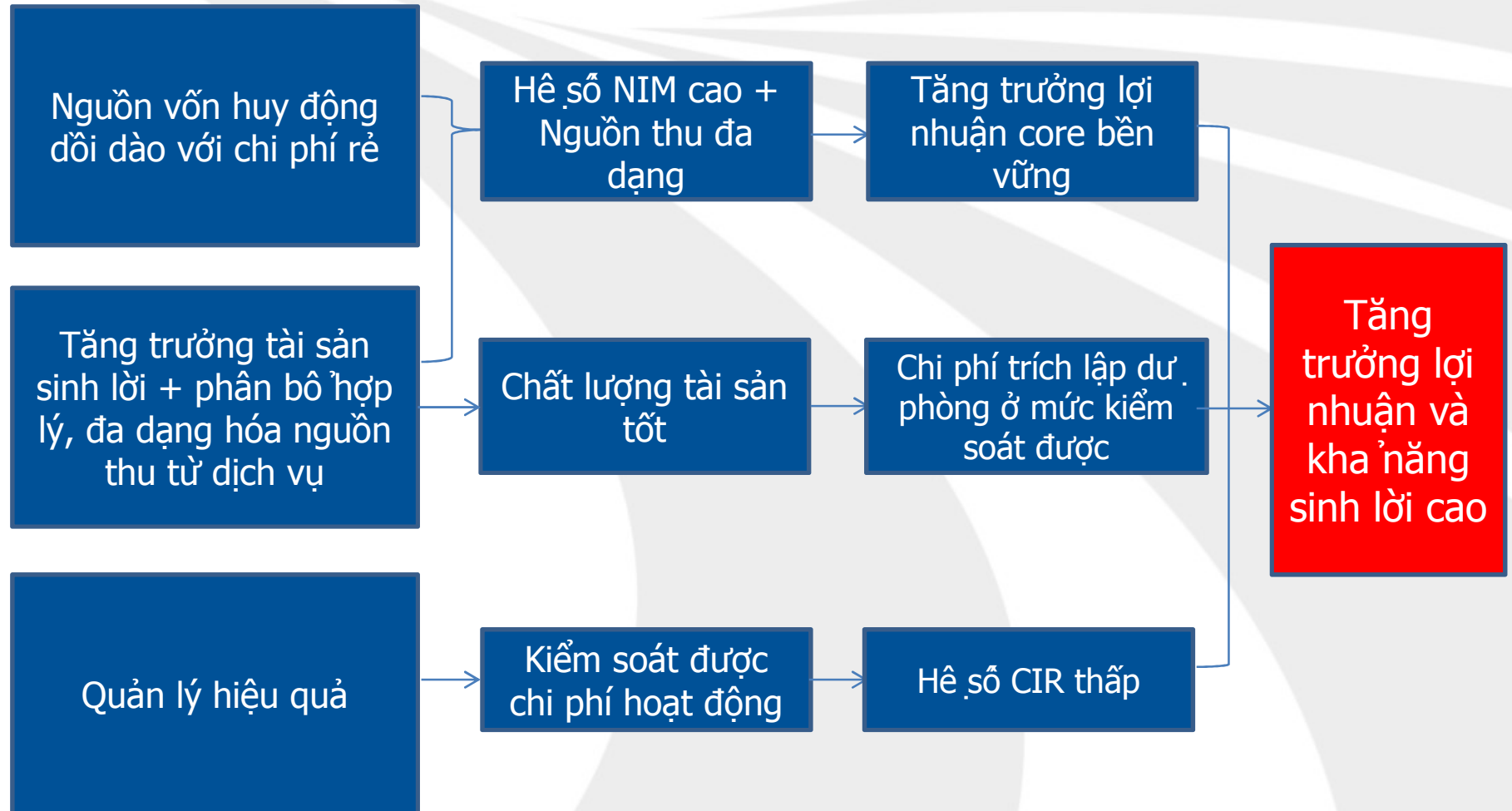
Key catalysts

- Kinh tế dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt, môi trường lạm phát và lãi suất ổn định
- Chủ trương nới room tín dụng hỗ trợ tăng trưởng giúp các ngân hàng có thêm dư địa tăng trưởng
- Quá trình tái cơ cấu ngành ngân hàng đã phần nào giảm mạnh tỷ lệ nợ xấu và cắt giảm đáng kể số ngân hàng yếu kém.
- Duy trì thanh khoản hệ thống ổn định

Key challenges

- Tỷ lệ credit/GDP hiện đã tiệm cận vùng đỉnh, việc phân bổ nguồn vốn tín dụng vào các lĩnh vực không hiệu quả sẽ tiềm ẩn gây ra rủi ro hệ thống
- Basel II có thể sẽ dẫn đến nhu cầu tăng vốn ở các ngân hàng - > Hiệu ứng pha loãng
- Môi trường kinh tế toàn cầu có thể vào chu kỳ tụt đỉnh và suy thoái

Mô hình kinh doanh ngân hàng lý tưởng



MB securities



Chất lượng tài sản tại cuối Q3.2017

Ticker	Vốn Hóa	NIM	ROE (TTM)	Texas Ratio (%)	Dự phòng/Tổng nợ xấu(%)	Nợ xấu (%)	Lãi và phí phải thu/Thu nhập lãi 4Q	Cho vay/Huy động
VCB	174,132.00	2.62	15.80	9.91	164.78	1.15	15.33	77.92
MBB	45,659.96	4.07	13.78	8.09	86.98	1.33	18.16	83.30
VPB	60,944.32	8.76	28.61	17.17	49.54	3.06	13.15	131.23
CTG	87,500.01	2.62	12.26	13.73	100.67	1.21	25.11	105.26
BID	85,296.95	2.93	12.48	32.01	83.96	2.08	13.47	100.60
ACB	34,506.55	3.31	12.59	10.77	151.04	1.04	16.39	78.83
SHB	10,184.66	1.23	12.51	23.65	59.81	1.92	53.74	99.25
EIB	15,429.38	2.16	3.85		41.49	2.46	14.60	84.31
STB	23,718.04	1.77	3.00	61.09	19.07	5.95	120.27	71.35

Nguồn: Bloomberg, Finpro, MBS cập nhật đến Q3/2017

MB securities



Tóm tắt quan điểm đầu tư

- Ngành ngân hàng tăng trưởng và hồi phục mạnh mẽ về lợi nhuận và giá cổ phiếu trong năm 2017. Nhóm ngân hàng có chất lượng tài sản và tăng trưởng lợi nhuận tốt gồm: VCB, MBB, ACB, VPB.
- Khả năng tăng trưởng lợi nhuận tốt và ổn định sẽ duy trì ở nhóm cổ phiếu đầu ngành như VCB, MBB, trong đó nhóm có tốc độ tăng trưởng nhanh sẽ nằm ở các cổ phiếu có catalyst riêng như ACB, VPB.
 - **VPB: Giá mục tiêu 50.600 VND (upside 30%)**
 - **ACB: Giá mục tiêu 35.000 VND (upside 3%)**
 - **VCB: Giá mục tiêu 52.200 VND (upside 16%)**
 - **MBB: Giá mục tiêu 29.000 (upside 21%)**
- **Các ngân hàng CTG, BID và các ngân hàng khác phù hợp với mục tiêu trading** do chất lượng tài sản còn cần thêm thời gian để giải quyết và cải thiện dần.

CƠ HỘI ĐẦU TƯ



Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB trên cơ sở:

- **VPB là cổ phiếu ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong hệ thống** khi dẫn đầu và tăng trưởng nhanh trong thị trường tín dụng tiêu dùng đầy tiềm năng.
- Thu nhập lãi đứng thứ 4 trong ngành tuy nhiên lợi nhuận 9 tháng 2017 đã vượt BID đứng thứ 3 toàn ngành nhờ đóng góp lớn từ FE Credit.
- **Thị phần tài chính tiêu dùng duy trì vị thế dẫn đầu khi chiếm tới 48% thị phần** với tổng dư nợ đạt 1.41 tỷ USD. Với tốc độ tăng trưởng ngành 30%/năm, FE Credit là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng trong chiến lược phát triển của VPB.
- Về hiệu quả hoạt động, VPB đạt mức tăng trưởng tín dụng, thu nhập lãi và lợi nhuận duy trì ở mức cao. Các chỉ tiêu như NIM, ROE cũng đạt mức cao nhất ngành ngân hàng. Trong khi tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) ở mức thấp nhất ngành.
- Tuy nhiên, thách thức với VPB là tỷ lệ nợ xấu đang có xu hướng tăng cao, áp lực trích lập dự phòng và huy động vốn sẽ là yếu tố cần chú ý.

Key data (12.12.2017)	Đồng
Giá hiện tại	38.500
Giá mục tiêu 12 tháng	50.600
Tiềm năng tăng giá	30%
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	41.468
Sở hữu nước ngoài (%)	22,38%
Room nước ngoài còn lại (cổ phiếu)	26,62%

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2016	2017F	2018F
Thu nhập lãi thuần	15,168	20,597	26,357
<i>Tăng trưởng</i>	-	36%	28%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	853	1,426	1,717
Tổng thu nhập hoạt động	16,864	23,174	29,324
Chi phí quản lý DN	(6,621)	(8,608)	(9,899)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(5,313)	(7,332)	(9,532)
LN trước thuế	4,929	7,234	9,893
Lợi nhuận thuần	3,935	5,787	7,914
<i>Tăng trưởng</i>	-	47%	37%
EPS	4,286	4,276	4,593

MB securities



MB securities



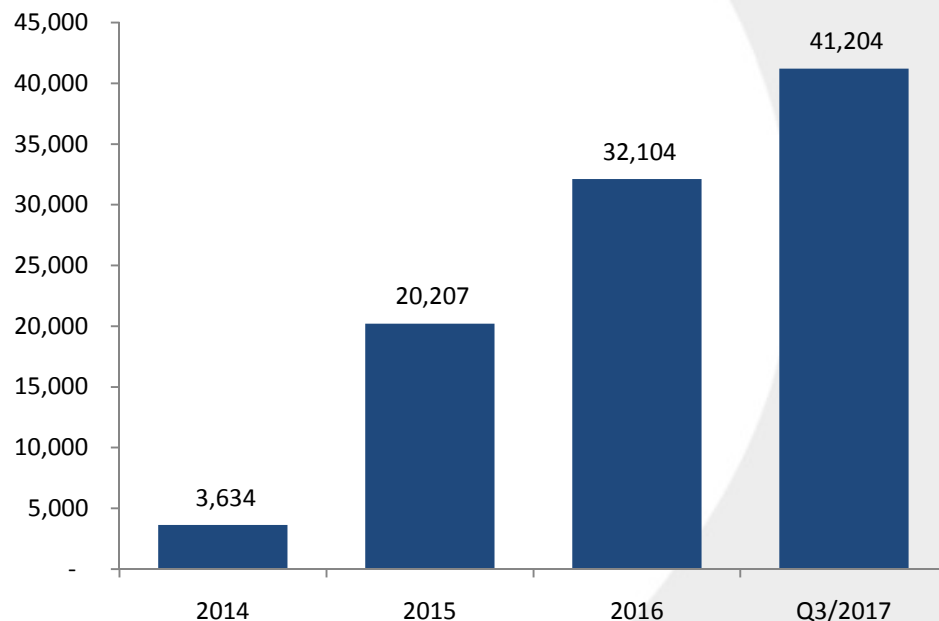
Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



FE Credit duy trì vị thế dẫn đầu thị phần tài chính tiêu dùng

- Sản phẩm cho vay tiêu dùng của FE Credit khá đa dạng bao gồm: **(1). Cho vay mua hàng gia dụng (điện máy, điện thoại, kết hợp với TTDD, FPT Shop, Viettel...)/ (2). Cho vay mua xe máy trả góp/ (3). Cho vay tiền mặt/ (4). Thẻ tín dụng.**
- Để tiết kiệm chi phí bán hàng và thu hồi nợ cũng như bắt kịp xu hướng tiêu dùng của khách hàng, FE Credit đã triển khai sản phẩm cho vay tiêu dùng thông qua phát hành thẻ tín dụng quốc tế vào năm 2015. Đây là sản phẩm mới mang tính tiên phong so với các đối thủ. FE Credit chú trọng đẩy mạnh sản phẩm **cho vay tiền mặt** phục vụ nhu cầu ngoài sản phẩm cho vay điện máy và xe gắn máy. Với chiến lược khác biệt này, FE Credit đã có sự bứt phá ngoạn mục về tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng như thị phần

Tăng trưởng tín dụng FE Credit



Chỉ tiêu	2015	2016	Q2/2017
Tổng tài sản	23.084	36.522	43.809
Vốn CSH	2.696	5.077	4.445
Thu nhập lãi thuần	3.724	7.907	5.324
CAR	11.80%	11.95%	9.45%
Nợ xấu	4.05%	5.48%	*4.45%

Nguồn: VPB. MBS tổng hợp/ *BCTC Q3

MB securities



MB securities



Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Triển vọng mới đến từ hoạt động cho vay cốt lõi (không bao gồm FE Credit).

Dịch vụ Ngân hàng bán lẻ (Retail banking)

- VPB tập trung vào phân khúc khách hàng có thu nhập tháng tối thiểu 4,5 triệu đồng, với hai sản phẩm chính là cho vay tín chấp cá nhân và thẻ tín dụng.
- Trong đó, tổng số lượng thẻ tín dụng phát hành cuối năm 2016 đạt hơn 230.000 thẻ (CAGR 2014-2016 đạt 72,6%) và tổng số lượng khách hàng cá nhân đạt khoảng 2,1 triệu.

Tín dụng tiểu thương (CommCredit)

- VPB tập trung vào phân khúc khách hàng tiểu thương với doanh số từ 0,1-2,5 tỷ đồng mà không cần có giấy phép kinh doanh.
- Cuối năm 2016, tổng số lượng hoạt động của Commcredit đạt gần 50.000 khách hàng sau 18 tháng hoạt động, dư nợ tăng gấp 10 lần so với năm 2015.

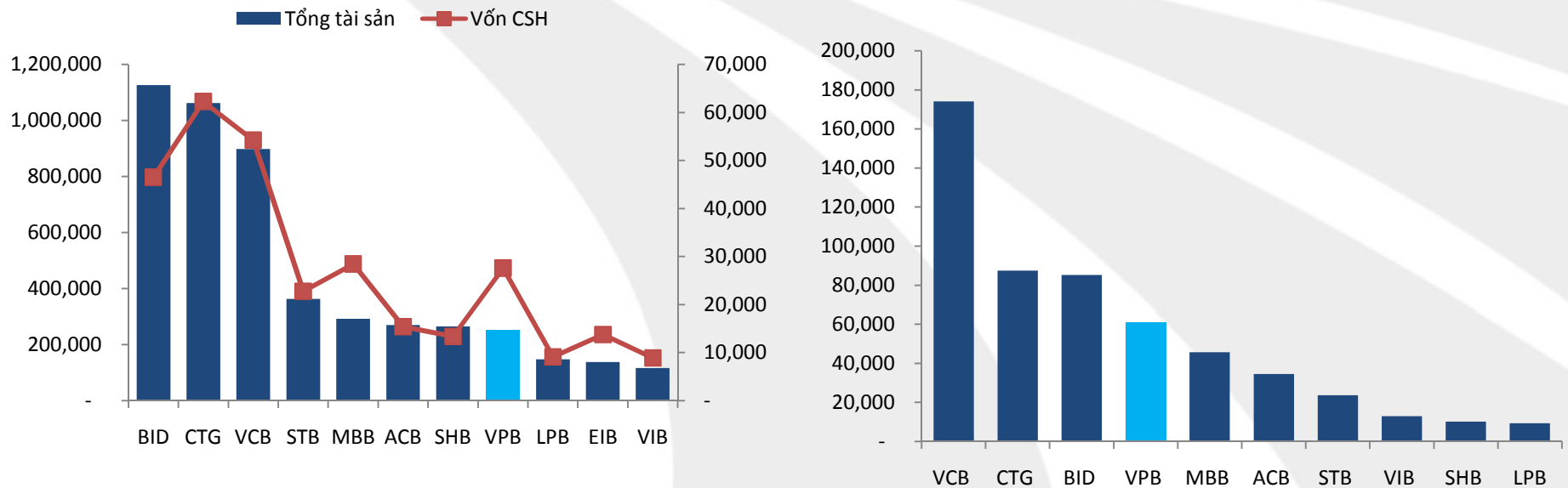
Dịch vụ Ngân hàng Doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME Banking)

- VPB tập trung phát triển phân khúc Micro SME (các doanh nghiệp đã đăng ký kinh doanh và có doanh thu hàng năm dưới 400 tỷ đồng), với các sản phẩm cho vay tín chấp doanh nghiệp có biên lợi nhuận cao.
- Số lượng khách hàng năm 2016 đạt 35.000 doanh nghiệp (CAGR 2014-2016 đạt 4,6%) với mức dư nợ tăng hơn 5 lần so với năm 2015.

Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Vị thế của VPB trong ngành ngân hàng



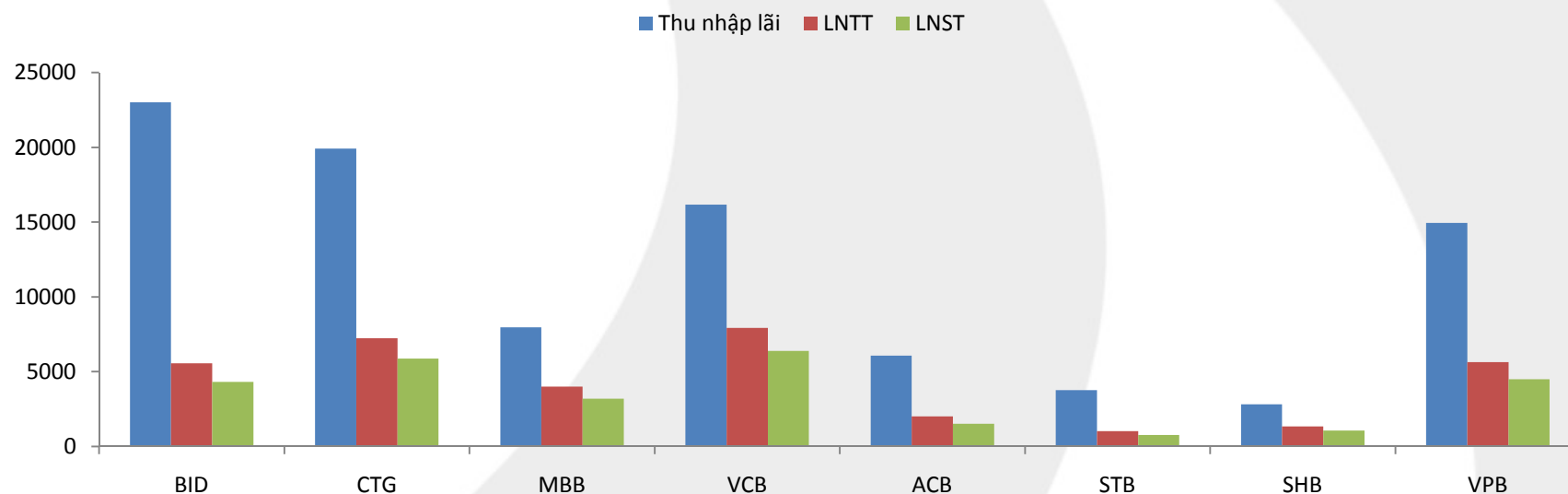
- Tính tới thời điểm Q3/2017, VPB có Tổng tài sản 253.847 tỷ đồng, VCSH đạt 27.624 tỷ đồng. So sánh với 11 ngân hàng TMCP đang niêm yết thì TTS và VCSH của VPB không cao, đứng thứ 8 về TTS và thứ 5 về VCSH.
- VPB duy trì được tốc độ tăng trưởng tín dụng đáng kinh ngạc so với toàn ngành qua các năm. Trong đó, riêng năm 2016, VPB đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức 28% trong khi tăng trưởng tín dụng toàn ngành kinh tế đạt 18,71% (theo NHNN)

Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



LNTT 9 tháng vượt BID đứng thứ 3 toàn ngành

	THU NHẬP LÃI			LNTT			LNST		
	9T2017	9T2016	+/-	9T2017	9T2016	+/-	9T2017	9T2016	+/-
VCB	16,161	13,646	18.40%	7,934	6,326	25.40%	6,379	5,071	25.80%
CTG	19,917	17,203	15.80%	7,232	6,485	11.50%	5,873	5,194	13.10%
VPB	14,944	10,591	41.10%	5,635	3,146	79.10%	4,501	2,621	71.70%
BID	23,013	16,707	37.70%	5,555	5,758	-3.50%	4,309	4,684	-8.00%
MBB	7,973	5,696	40.00%	4,002	2,788	43.50%	3,192	2,243	42.30%
ACB	6,075	4,945	22.90%	2,004	1,244	61.10%	1,527	997	53.20%
SHB	2,823	2,375	18.90%	1,331	788	68.90%	1,072	628	70.70%
STB	3,759	2,711	38.70%	1,026	208	393.30%	771	153	403.90%

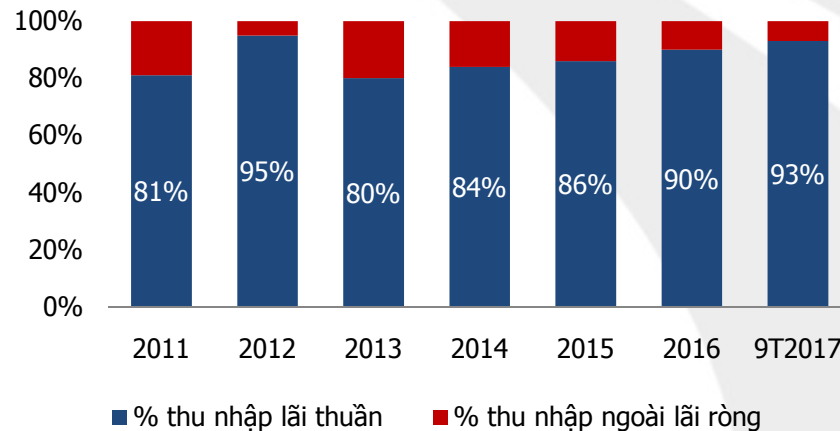


Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng

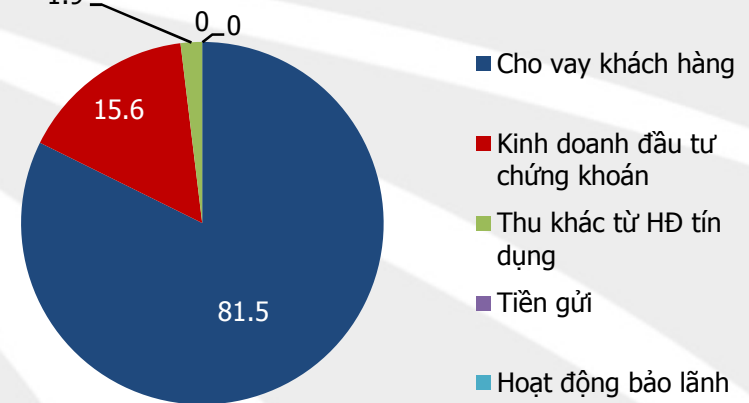


Phân tích tình hình hoạt động kinh doanh

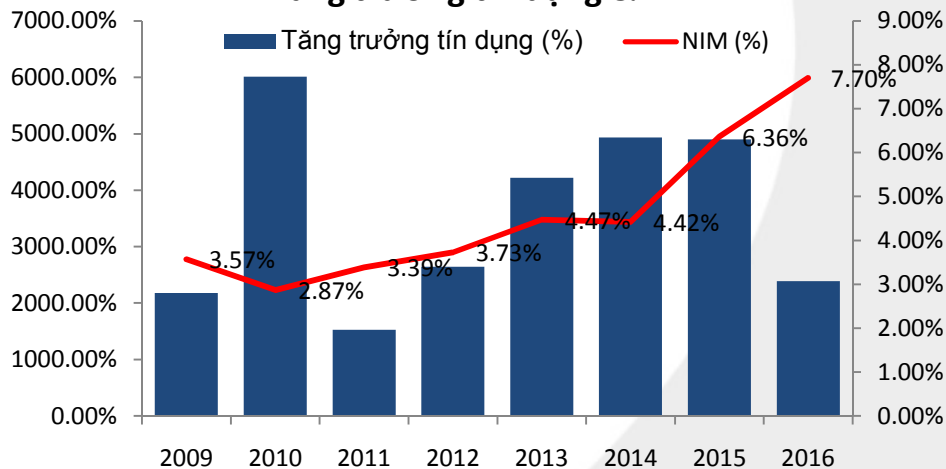
Cơ cấu thu nhập qua các năm



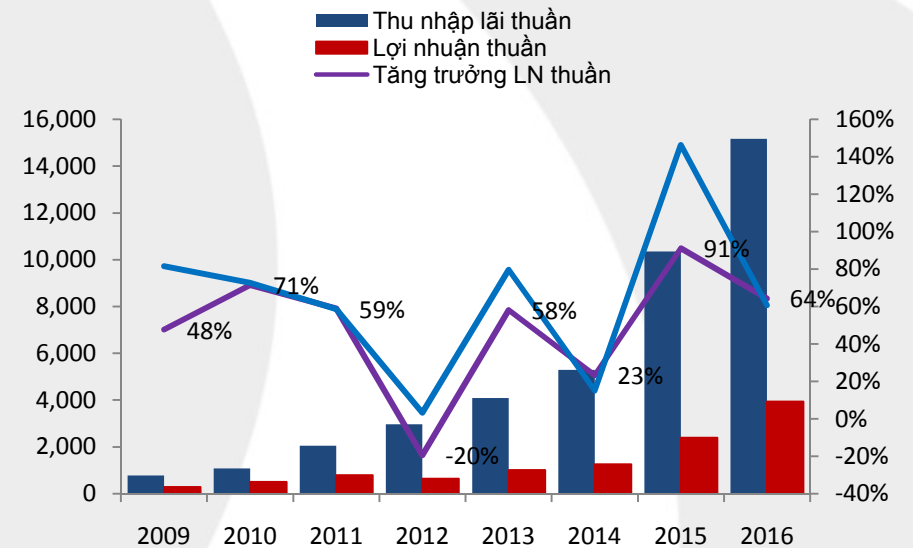
Cơ cấu thu nhập lãi



Tăng trưởng tín dụng & NIM



Thu nhập lãi & lợi nhuận tăng trưởng mạnh



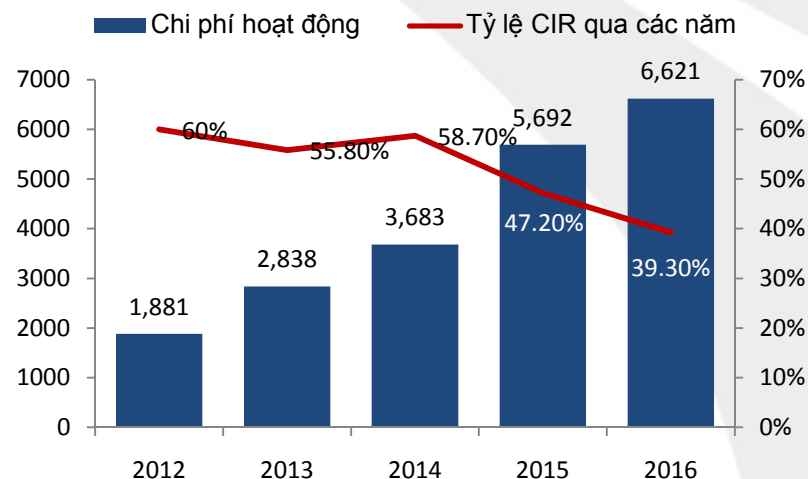
MB securities



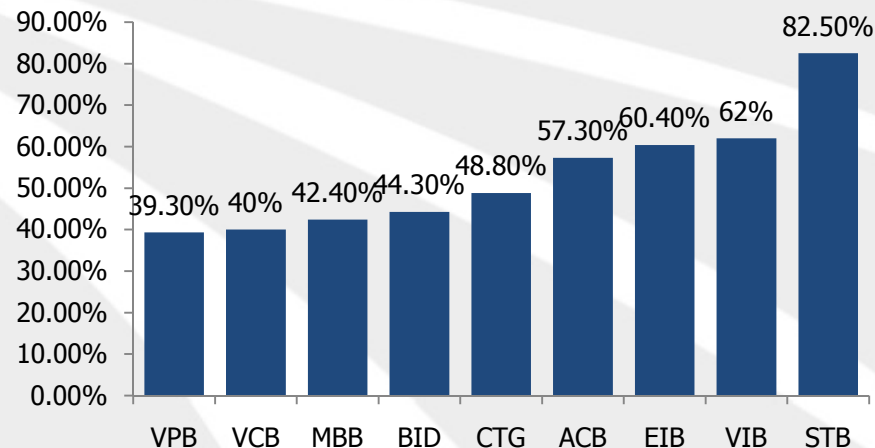
Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Hoạt động kinh doanh của VPB rất hiệu quả



Tỷ lệ CIR so với các ngân hàng

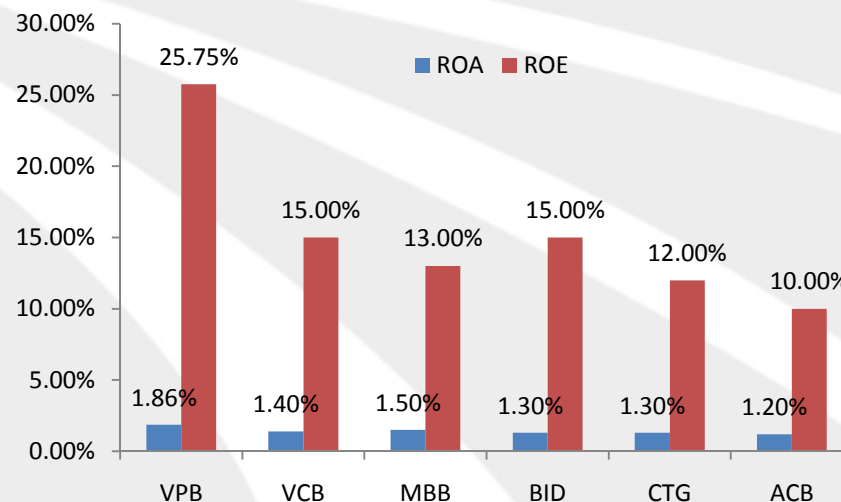
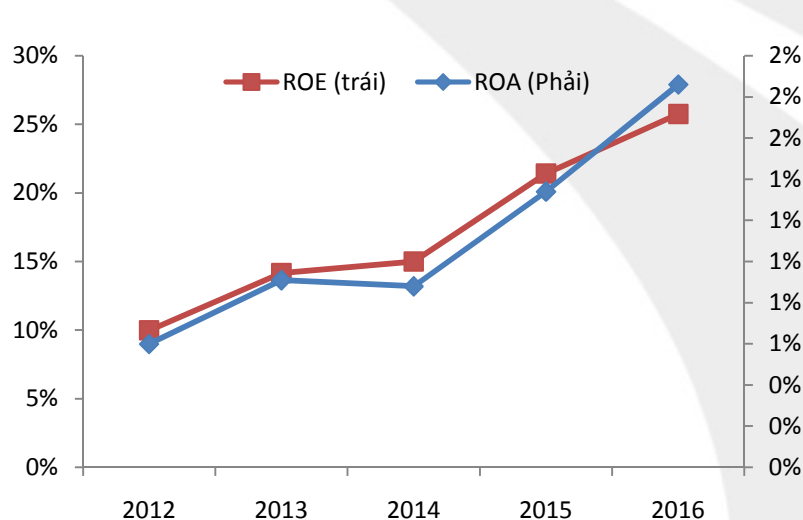


- Trong giai đoạn 2012 – 2014, tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) luôn dao động trong khoảng 55% - 60%, khá cao so với những ngân hàng khác. Tuy nhiên, kể từ khi chính thức thành lập FE Credit, hiệu quả hoạt động của VPB tăng mạnh khi CIR năm 2015 và 2016 lần lượt đạt 47,2% và 39,3%. So với nhiều ngân hàng khác, VPB hiện tại đang là ngân hàng hoạt động hiệu quả nhất, mặc dù chi phí hoạt động vẫn tăng qua các năm.
- Mặc dù chi phí hoạt động tăng qua các năm nhưng tốc độ tăng trưởng của tổng thu nhập nhanh hơn đã giúp CIR của VPB giảm mạnh. Hay mức lãi suất cho vay khá cao đã giúp VPB bù đắp được chi phí cũng như rủi ro hoạt động. Hiện nay, CIR của VPB thấp nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết.

Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Phân tích tình hình hoạt động kinh doanh

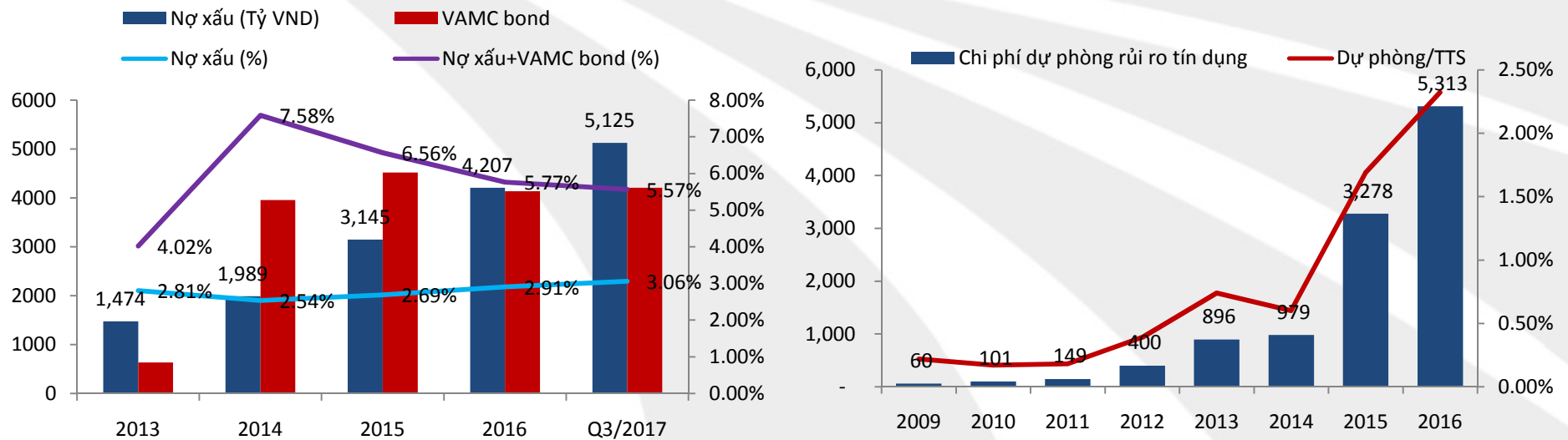


- Hiệu suất sinh lời được cải thiện mạnh mẽ: ROA, ROE của VPB đang được cải thiện tích cực.
- ROA và ROE của VPB đều ở mức cao nhất trong ngành ngân hàng

Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Nợ xấu tăng gây áp lực trích lập dự phòng vào cuối năm

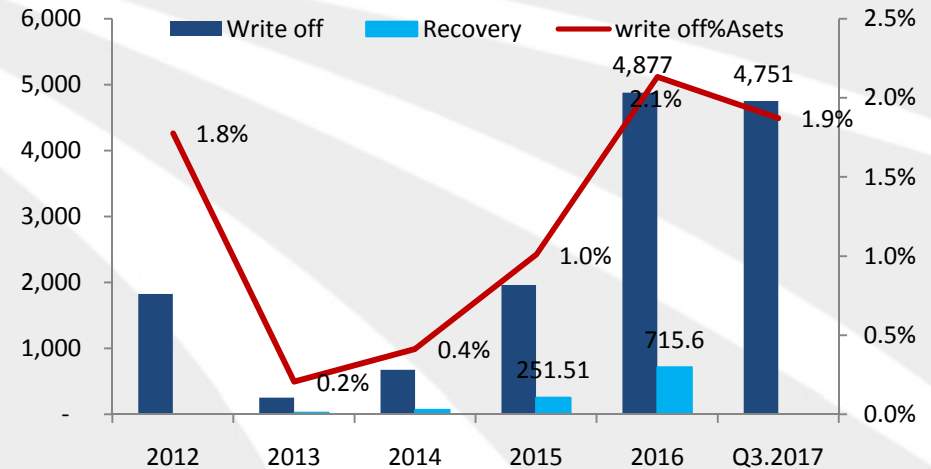
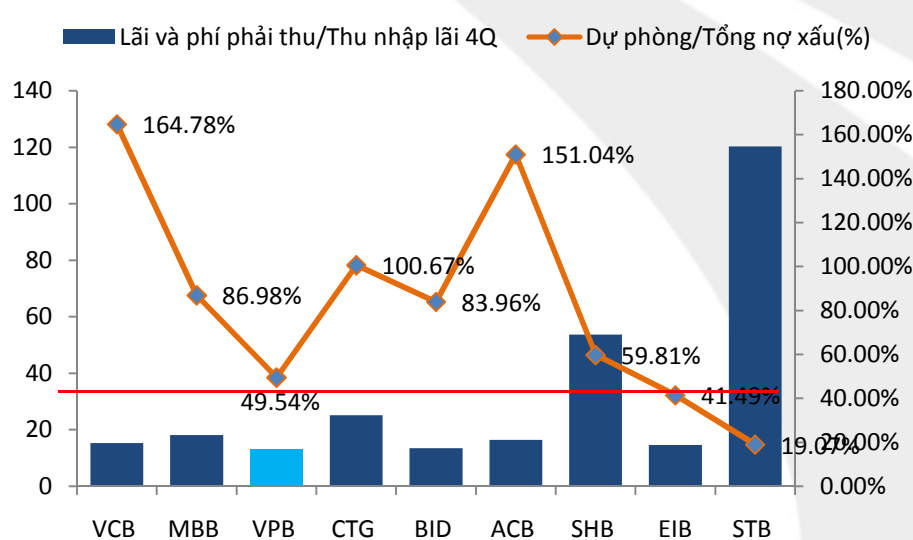


- Nợ xấu là vấn đề cần quan tâm nhất của VPB khi tỷ lệ nợ xấu duy trì mức khá cao so với trung bình các NHTM đầu ngành. Nợ xấu theo BCTC Q3.2017 là 3.06% tuy nhiên nếu tính cả VAMC bond có thể lên đến 5.57%.
- Ngoài ra còn khoảng 2.000 tỷ trái phiếu HAGL
- Tỷ lệ Dự phòng/TTS của VPB liên tục gia tăng trong những năm gần đây nhằm khắc phục yếu điểm này. Do đó, áp lực trích lập dự phòng sẽ là yếu tố kìm hãm đà tăng trưởng lợi nhuận của VPB trong thời gian tới.

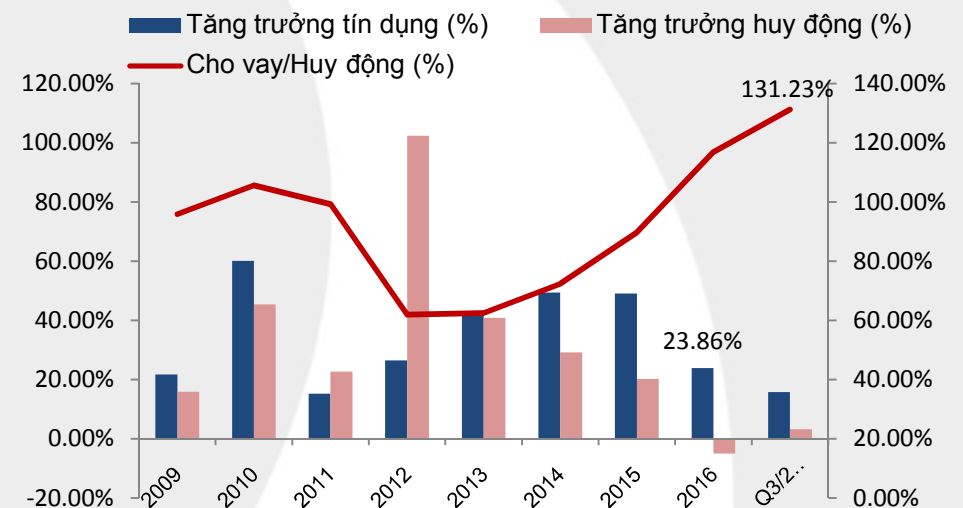
Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Nợ xấu tăng gây áp lực trích lập dự phòng



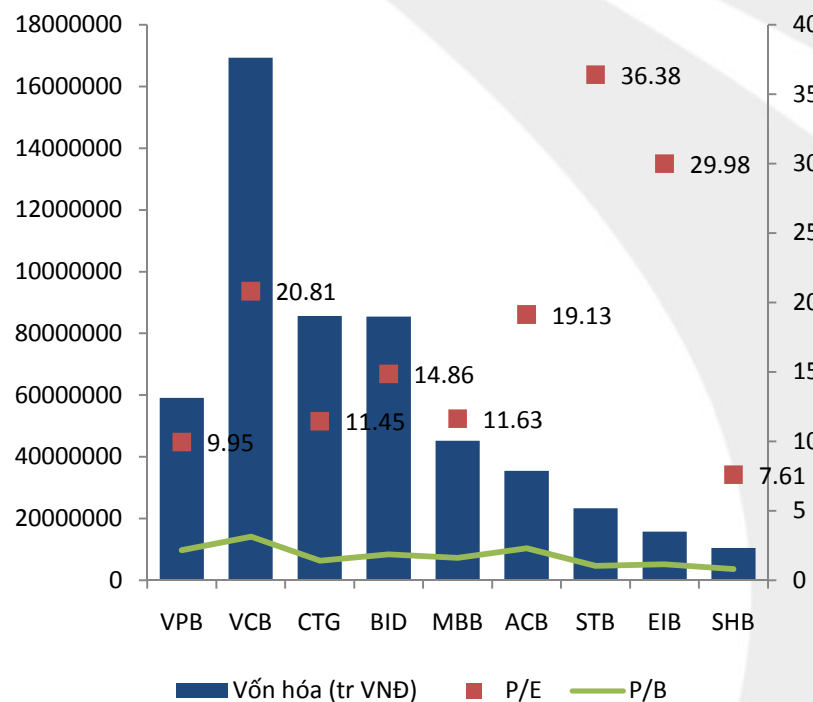
- Dự nợ của VPB có đến 62% là cá nhân với đa phần là vay tín chấp do đó khi nợ xấu phát sinh khả năng thu hồi khá thấp. Tuy nhiên, **VPB cũng khá mạnh tay trích lập và xóa bỏ (write off) 4.751 nghìn tỷ nợ xấu trong 9T.2017 và con số này gần bằng thực hiện 2016 nhưng gấp đôi so với 2015.**
- Tỷ lệ Dự phòng/Nợ xấu khá thấp so với mặt bằng chung(49.54%) tuy nhiên **chỉ tiêu Lãi và phí phải thu/Thu nhập lãi 4Q thấp cho thấy nợ xấu vẫn đang được kiểm soát khá tốt.**
- Điểm trừ là tỷ lệ LDR đã lên mức 131% cao nhất ngành tạo áp lực lên huy động tăng chi phí vốn đầu vào và việc lãi suất đầu ra và nợ xấu có thể tiếp tục phát sinh.



Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



P/E ở mức thấp so với TB ngành (17,98 lần)



Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tr VNĐ)	P/E	P/B
VPB	59.147.435	9.95	2.14
VCB	169.275.011	20.81	3.12
CTG	85.638.305	11.45	1.38
BID	85.467.883	14.86	1.84
MBB	45.206.084	11.63	1.59
ACB	35.492.446	19.13	2.3
STB	23.357.312	36.38	1.03
EIB	15.736.741	29.98	1.14
SHB	10.520.413	7.61	0.79
Trung bình	58.871.292	17.98	1.70

Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB)

MUA – 50.600 đồng



Mô hình dự phóng lợi nhuận

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
Thu nhập lãi và các khoản tương tự	10,341	11,125	12,404	18,759	25,631	32,808	41,010
Chi phí lãi và các khoản tương tự	(7,374)	(7,043)	(7,113)	(8,405)	(10,463)	(12,211)	(14,653)
Thu nhập lãi thuần	2,967	4,083	5,291	10,353	15,168	20,597	26,357
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	672	880	960	1,597	2,115	3,067	3,686
Chi phí hoạt động dịch vụ	(401)	(276)	(353)	(713)	(1,262)	(1,640)	(1,969)
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	271	604	607	885	853	1,426	1,717
Kinh doanh ngoại hối và vàng	(117)	(21)	(90)	(290)	(319)	(128)	(139)
Chứng khoán kinh doanh	74	118	(5)	45	(149)	(164)	(184)
Chứng khoán đầu tư	(176)	186	466	28	92	101	110
Hoạt động khác	98	108	(7)	875	1,219	1,340	1,461
Cổ tức đã nhận	17	12	9	171	1	1	1
Tổng thu nhập hoạt động	3,133	5,089	6,271	12,066	16,864	23,174	29,324
Chi phí quản lý DN	(1,881)	(2,838)	(3,683)	(5,692)	(6,621)	(8,608)	(9,899)
LN từ HĐKD trước CF dự phòng	1,253	2,251	2,588	6,374	10,242	14,566	19,425
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(400)	(896)	(979)	(3,278)	(5,313)	(7,332)	(9,532)
LN trước thuế	853	1,355	1,609	3,096	4,929	7,234	9,893
Thuế TNDN	(209)	(337)	(355)	(700)	(994)	(1,447)	(1,979)
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	643	1,018	1,254	2,396	3,935	5,787	7,914
EPS	1,115	1,764	1,975	2,974	4,286	4,276	4,593

Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh vượng (VPB) MUA – 50.600 đồng



Dự phóng và định giá

VPB đang là một trong những ngân hàng hoạt động hiệu quả nhất Việt Nam, với LNST duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong thị trường tín dụng tiêu dùng đầy tiềm năng. Chúng tôi dự phóng Dự phóng cho 2018, tăng trưởng thu nhập lãi thuần đạt mức 28%yoy, tăng trưởng thu nhập ngoài lãi 20%yoy, dự phóng tăng 30%yoy, và lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 37%yoy. Lợi nhuận thuần 2018 đạt 7.914 tỷ, EPS dự kiến 4.593 đồng/CP, BVPS đạt 19.973 đồng. Dự phóng dựa trên các giả định sau:

- Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng tương đương so với năm 2016 nhờ vào diễn biến tích cực của thị trường cho vay tiêu dùng, FE Credit vẫn là động lực chính với tỷ lệ đóng góp trên 50% thu nhập lãi thuần. Bên cạnh đó, các hoạt động ngân hàng cốt lõi cũng bắt đầu được đẩy mạnh.
- NIM tiếp tục mở rộng và duy trì ở mức cao nhất hệ thống ngân hàng với 8.76% nhờ sự đóng góp của FE Credit. Bên cạnh đó, NIM của mảng hoạt động cho vay cốt lõi cũng đạt mức cao với 3,9%. Lãi suất cho vay bình quân ước tính khoảng 19%.
- Thu nhập ngoài lãi cải thiện mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh phát triển dịch vụ ngân hàng số với sự ra đời của thương hiệu Timo. Chúng tôi đánh giá cao khả năng đóng góp của mảng dịch vụ này vào tổng thu nhập trong tương lai.
- VPB vừa hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ 164,7 triệu cổ phiếu và thu về hơn 6.400 tỷ đồng. Qua đó, vốn điều lệ đạt 15.706 tỷ đồng cùng với số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại là 1.497.403.415 cổ phiếu. Dự phóng mức độ pha loãng dự kiến trong năm 2018 khoảng +20%yoy

Kết hợp 2 phương pháp định giá là P/E và P/B với mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi định giá VPB ở mức 50.678 đồng cho năm 2018, cao hơn giá thị trường hiện tại 30%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với VPB

Phương pháp	Năm 2018
BVPS	19.973
P/B mục tiêu	2.2x
Định giá	43.940
EPS	4.593
P/E mục tiêu	12.5x
Định giá	57.417
Tổng hợp định giá	50.678

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**

MBS RESEARCH | BỘ PHẬN CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Trần Hoàng Sơn

Trưởng bộ phận/Kiểm soát

son.tranhoang@mbs.com.vn

Phạm Văn Quỳnh

Chuyên viên Nghiên cứu

quynh.phamvan@mbs.com.vn