

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB: HSX)

KB Securities

Chờ đợi tín hiệu từ chất lượng tài sản

BÁO CÁO LẦN ĐẦU
20/05/2019

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích
dungenm@kbsec.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tiếp tục duy trì vị thế số 1 trên thị trường tín dụng tiêu dùng còn nhiều tiềm năng

Thị trường tín dụng tiêu dùng giải quyết vấn đề tín dụng đen tại các địa phương vẫn còn nhiều dư địa phát triển khi mới chỉ chiếm 2.4% GDP và 1.8% tổng dư nợ, khá thấp so với các quốc gia phát triển. Ngoài ra tổng tín dụng tiêu dùng cũng mới đạt khoảng 26% GDP, cũng thấp hơn khá nhiều các thị trường đã và đang phát triển khác. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại sau giai đoạn thâm nhập tăng trưởng mạnh ban đầu. Mặc dù mức độ cạnh tranh sẽ ngày càng quyết liệt, chúng tôi cho rằng FE Credit vẫn sẽ duy trì vị thế số 1 của mình nhờ lợi thế quy mô, cơ sở dữ liệu lớn và khả năng triển khai đã được chuẩn hóa.

Đẩy mạnh hoạt động kinh doanh tại ngân hàng mẹ, tập trung phát triển ngân hàng số hướng đến khách hàng cá nhân

Hoạt động kinh doanh tại ngân hàng mẹ sẽ được đẩy mạnh hơn trong điều kiện tăng trưởng tín dụng tại FE Credit dần bị kiểm soát. Phân khúc chiến lược vẫn là bán lẻ, tập trung vào cho vay tiêu dùng có đảm bảo và nhóm doanh nghiệp SMEs, nhưng với khẩu vị rủi ro cao hơn mức thông thường. Ngoài ra, VPB cũng thuộc số ít các ngân hàng năng động hàng đầu hiện nay trong việc triển khai ngân hàng số với nhiều sản phẩm giúp tạo nhiều giá trị gia tăng hơn cho khách hàng như VPDream, YOIO, sản phẩm cho khách hàng ưu tiên cũng như việc ứng dụng các quy chuẩn số hóa vào hoạt động thanh toán, tài trợ thương mại.

Tuy nhiên, vấn đề chất lượng tài sản sau giai đoạn tăng trưởng nóng sẽ đóng vai trò quyết định trong việc định giá VPB

Dù tiềm năng còn tương đối lớn, VPB đang và sẽ tiếp tục chịu áp lực từ chi phí trích lập cao sau giai đoạn tăng trưởng mạnh với các điều kiện cho vay có phần chưa chặt chẽ. Với tỷ trọng tài sản có vấn đề trên dư nợ còn khá cao (12.4% cuối Q1/2019), chúng tôi cho rằng sẽ mất từ 1 – 2 năm để ngân hàng có thể giải quyết triệt để lượng tài sản này, qua đó sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh cũng như cơ sở vốn. Do đó, trong ngắn hạn, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Năm giữ** đối với cổ phiếu VPB. Kết quả khuyến nghị có thể được thay đổi nếu chúng tôi nhận thấy những biến chuyển tích cực về vấn đề tài sản của ngân hàng.

Năm giữ

Giá mục tiêu (1Y)	20,000VND
Tăng/Giảm	8.1%
Giá hiện tại (14/05/2019)	18,500VND
Giá mục tiêu	20,500VND
Vốn hóa thị trường	45,450 tỷ VND (1.95 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 14/05/2019: 1USD= 23,250 VND	

Dự phóng doanh thu và định giá

	2018A	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	24,702	28,602	31,384	34,769
Tốc độ tăng trưởng (%)	19.8	15.8	9.7	10.8
Tổng LN hoạt động (tỷ VND)	31,086	35,114	37,928	42,977
Chi phí hoạt động CIR (%)	34.2	34.7	36.1	34.5
Lợi nhuận TT (tỷ VND)	9,199	9,476	9,165	12,383
Tốc độ tăng trưởng (%)	13.15	3.01	-3.28	35.11
EPS (nghìn VND)	2,908	2,996	2,898	3,915
BVPS (nghìn VND)	13,735	16,611	21,166	24,942
P/B	1.35	1.11	0.87	0.74

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	2,456,748,366
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	1,597,336
% sở hữu nước ngoài	22.72%
Cổ tức tiền mặt	0 VND/cp

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
VPB	-4.79%	-6.44%	-7.35%	-39.1%
VN-INDEX	-2.2%	7.14%	9.77%	-9.12%



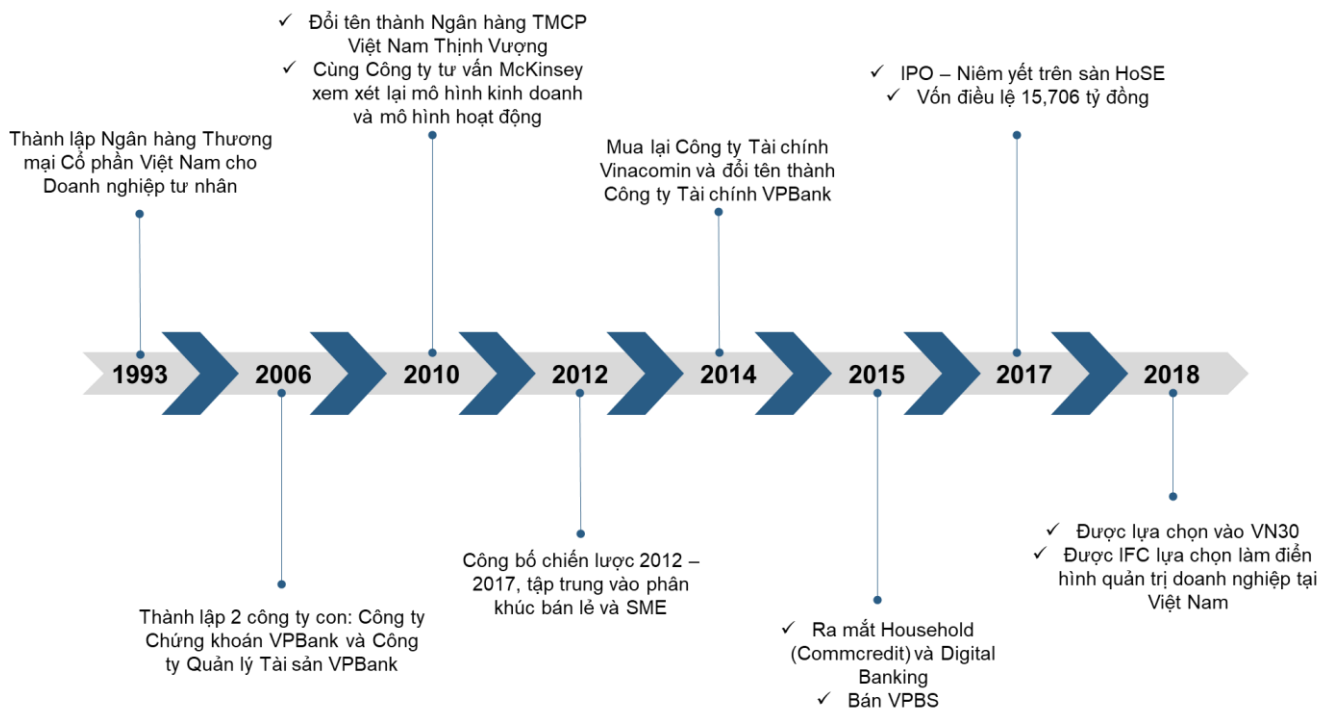
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Mục lục

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB: HSX)	1
THÔNG TIN TỔNG QUAN	3
MÔ HÌNH KINH DOANH	5
Cơ cấu tín dụng.....	5
Cơ cấu huy động.....	6
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ	8
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	12
Chất lượng tài sản	12
An toàn vốn	13
Khả năng thanh khoản.....	14
Khả năng sinh lời	14
Cập nhật KQKD 2018 và Q1/2019	16
DỰ PHÓNG KQKD 2019 & ĐỊNH GIÁ	18
Dự phóng KQKD 2019.....	18
Định giá.....	19
QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ	21
PHỤ LỤC	22

THÔNG TIN TỔNG QUAN

Hình 1: Quá trình hình thành và phát triển



Nguồn: VPB; KBSV Research

Quy mô bảng cân đối (chỉ xét nhóm NH niêm yết)

Tính đến cuối năm 2018, TTS của VPB đạt 323,291 tỷ VND, đứng thứ 7 hệ thống, tăng 2 bậc so với cuối năm 2016. Sau khi IPO thành công vào năm 2017, vốn điều lệ hiện tại là 25,300 tỷ VND, chỉ kém 3 ngân hàng quốc doanh và TCB (Trước đó chỉ đứng thứ 9 toàn ngành), tuy nhiên khoảng cách so với nhóm trên này đang khá lớn. LNTT của VPB năm 2018 là 9,199 tỷ VND, giúp ngân hàng này có 3 năm liền duy trì vị trí trong Top 4 ngân hàng có LNTT cao nhất, tuy nhiên việc VPB duy trì được vị trí thứ 4 trong năm 2018 một phần do Vietinbank phải thực hiện khoản trích lập lớn ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận.

Quy mô hoạt động

Theo số liệu năm 2018, VPB đang hoạt động với 1 trụ sở chính tại Hà Nội, cùng với 221 chi nhánh và PGD, 83 trung tâm và Hubs SME và khoảng 650 máy ATM/CDMs. Số lượng nhân viên đến cuối năm 2018 của VPB là 27,429 người, tăng 15.1% so với 1 năm trước đó.

Thị phần tín dụng và huy động (Biểu đồ 1)

Theo ước tính của chúng tôi tại thời điểm cuối năm 2018, VPB đang nắm giữ lần lượt đạt khoảng 4.6% và 3.7% thị phần tín dụng và huy động, nằm ở top giữa trong nhóm các NHTMCP tư nhân tại Việt Nam. Tuy nhiên ở mảng chiến lược là tài chính tiêu dùng tín chấp, với khoảng hơn 53,000 tỷ VND dư nợ cuối năm 2018, công ty con FE Credit đang chiếm khoảng 50% thị phần thị trường.

Xếp hạng tín nhiệm

Trong năm 2018, VPB đã được Moody's nâng hạng mức đánh giá tín nhiệm cơ sở (BCA) từ B2 lên B1, triển vọng chuyển từ tích cực sang ổn định. Đánh giá rủi ro và xếp hạng đối tác cũng được nâng từ B1 đến Ba3. Bên cạnh đó, mức xếp hạng Corporate Family Rating (CFR) của FE Credit cũng đã được nâng từ

B2 lên B1, triển vọng ổn định.

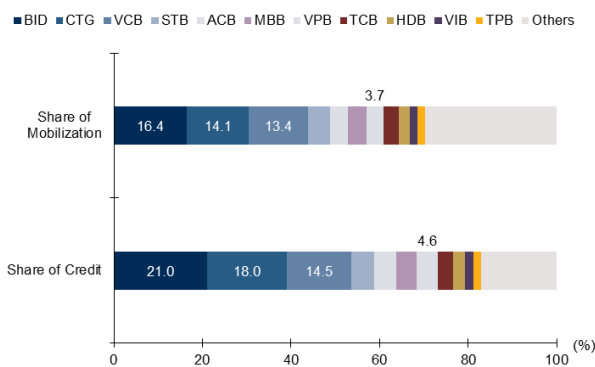
Cơ cấu sở hữu (Biểu đồ 2)

Chủ tịch Ngô Chí Dũng và những người có liên quan đang nắm giữ khoảng 30% cổ phần ngân hàng. Sở hữu của khối ngoại tại VPB đang được khóa ở mức 22.72%, kém 7.28% mức trần cho phép của NHNN (30%). Việc khóa room khối ngoại dù chưa kín đang được nhiều NHTMCP tư nhân áp dụng, chúng tôi cho rằng nhằm để lại dư địa cho việc huy động vốn trong tương lai khi nhu cầu gia tăng. Một điểm khác biệt nữa trong cơ cấu sở hữu của VPB so với nhiều ngân hàng tư nhân khác là chưa có nhà đầu tư tổ chức chiến lược nào xuất hiện.

Mô hình hoạt động (Bảng 1)

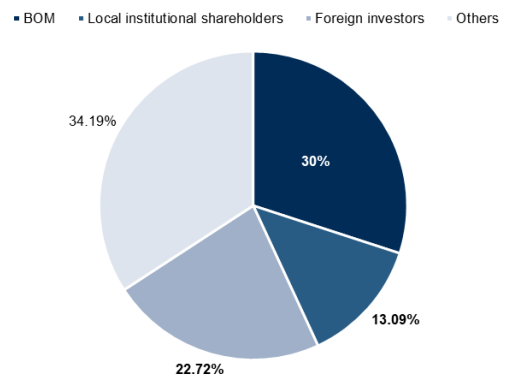
Sau khi bán đi công ty con là công ty chứng khoán VPBS vào năm 2015, hiện VPB chỉ còn 2 công ty con là FE Credit và VPB AMC. Trong đó, FE Credit hoạt động trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng, là một trong những định hướng chiến lược cốt lõi của VPB cả quá khứ và các năm sắp tới.

Biểu đồ 1: Thị phần tín dụng và huy động



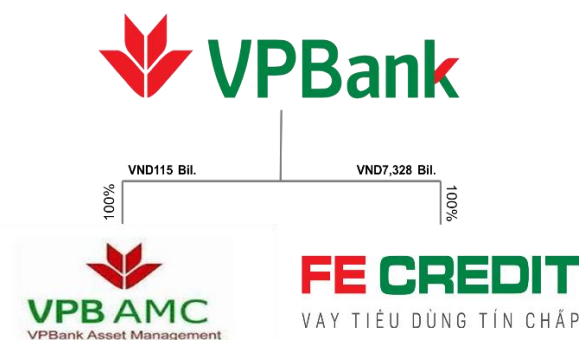
Nguồn: SBV; BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 2: Cơ cấu sở hữu VPB



Nguồn: VPB; KBSV Research

Hình 1: Mô hình hoạt động của VPB



Nguồn: VPB; KBSV Research

MÔ HÌNH KINH DOANH

Cơ cấu tín dụng

Nhìn chung cơ cấu tín dụng hợp nhất rủi ro hơn mặt bằng chung. Tín dụng tiêu dùng tín chấp tại FE Credit chiếm 23% tổng dư nợ hợp nhất

Với trọng tâm kinh doanh là phát triển dịch vụ tài chính tiêu dùng tín chấp, VPBank có cơ cấu tín dụng tương đối khác biệt trong hệ thống.

Nếu tính cả lượng TPDN và VAMC thì hiện tỷ trọng dư nợ của FE Credit chiếm khoảng 23%, hầu hết là các khoản cho vay tín chấp, với điều kiện cho vay dễ dàng, rủi ro cao, hướng đến đối tượng KH là những cá nhân có thu nhập TB từ 3 – 7 triệu/tháng, các khoản vay dưới 100 triệu VND (TB hiện là 20 triệu VND). Các KH này chủ yếu tập trung ở khu vực các tỉnh thành lân cận khác các TP lớn, với nhu cầu chi tiêu đang tăng cao.

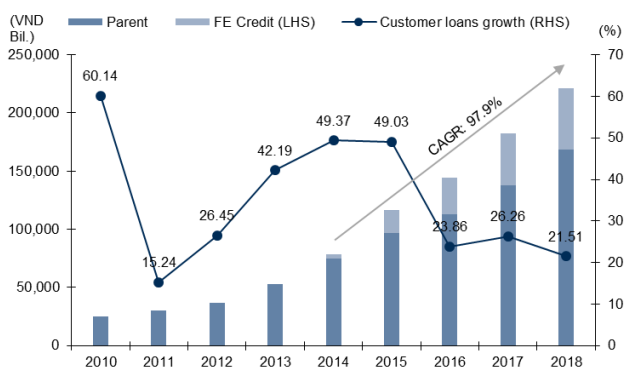
Do mô hình rủi ro hơn nên đi kèm lợi suất tốt hơn (NIM TB khoảng 27% so với mức 3 – 4% của cho vay thế chấp thông thường). Khi tính tổng cho vay tín chấp thì khoản này chiếm đến 35% tổng dư nợ, tức là còn khoảng 12% dư nợ tín chấp (khoảng 26,600 tỷ VND) thuộc về NH mẹ. Theo khảo sát của chúng tôi thì phần này cũng hướng đến nhóm bán lẻ (chiếm tổng cộng 31%), nhưng ở phân khúc trung cấp, thu nhập từ 10 – 20 triệu/tháng. 19% bán lẻ còn lại (khoảng 42,000 tỷ VND) chủ yếu bao gồm cho vay mua nhà, xe và thẻ tín dụng.

Ngoài ra VPB còn hoạt động tín dụng trên 3 phân khúc khác gồm:

- **KH doanh nghiệp (31%):** Nhóm này lại được chia thành 2 phân khúc nhỏ là CMB (DT từ 400 – 1,600 tỷ VND) và CIB (DT trên 1,600 tỷ VND). Sản phẩm chính là cho vay vốn lưu động và đầu tư dự án.
- **KH doanh nghiệp vừa và nhỏ SMEs (13%):** Hướng đến phân khúc Micro SMEs, là các DN có doanh thu dưới 400 tỷ VND/năm.
- **Tín dụng tiểu thương (2%):** Đây là nhóm các KH tiểu thương kinh doanh nhỏ lẻ ở địa phương, DT chỉ từ 0.1 – 2.5 tỷ VND/năm, không cần giấy phép kinh doanh. Mạng này thành lập vào tháng 7/2015 và mới chỉ đạt hòa vốn vào năm 2018.

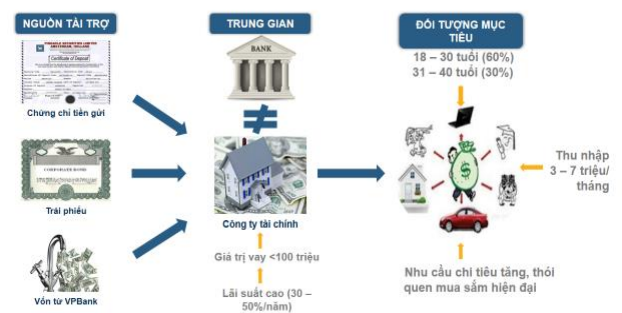
Xét về cơ cấu tổng thu nhập hoạt động (TOI), thu nhập từ FE Credit chiếm đến 52% dù chỉ đóng góp 23% tín dụng. Còn lại, nhóm KH bán lẻ; KN doanh nghiệp; SMEs và tín dụng tiểu thương lần lượt chiếm 18%; 20%; 6% và 4% tổng thu nhập hoạt động tính theo năm 2018.

Biểu đồ 3: Cơ cấu tín dụng của VPB (hợp nhất)



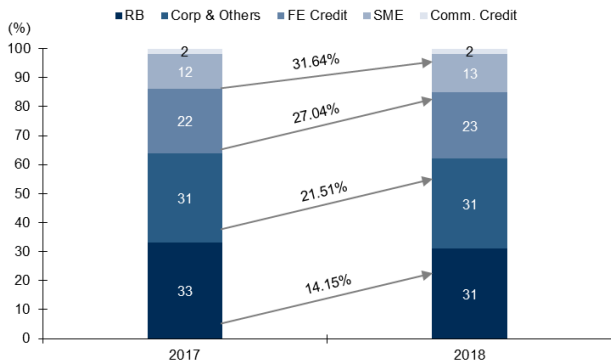
Nguồn: VPB; KBSV Research

Hình 2: Mô hình kinh doanh của công ty tài chính



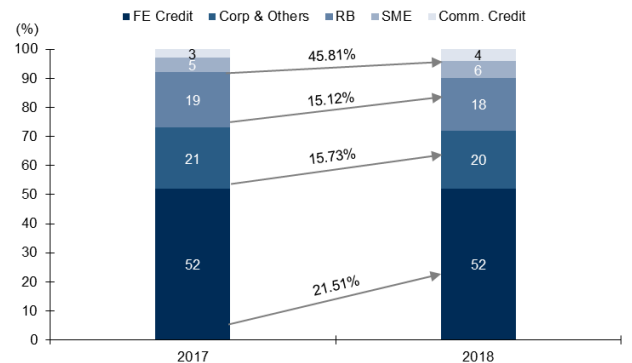
Nguồn: KBSV Research

Biểu đồ 4: Cơ cấu tín dụng theo phân khúc khách hàng (tính cả TPDN và VAMC)



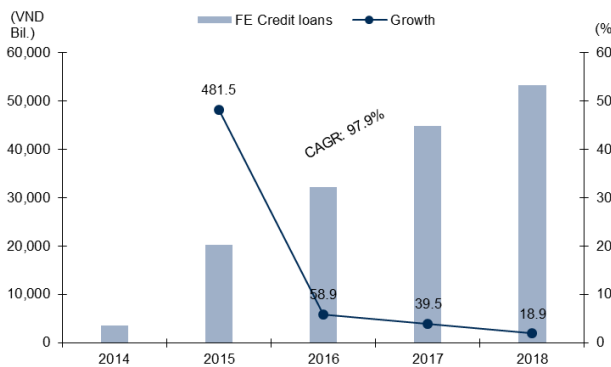
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 5: Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động



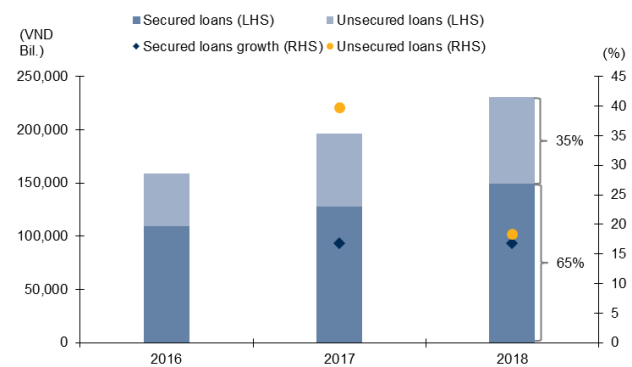
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 6: Tăng trưởng tín dụng FE Credit



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 7: Cơ cấu tín dụng theo tài sản đảm bảo



Nguồn: VPB; KBSV Research

Cơ cấu huy động đặc thù với tỷ trọng khá lớn đến từ chứng chỉ tiền gửi, kỳ hạn trung đến dài hạn

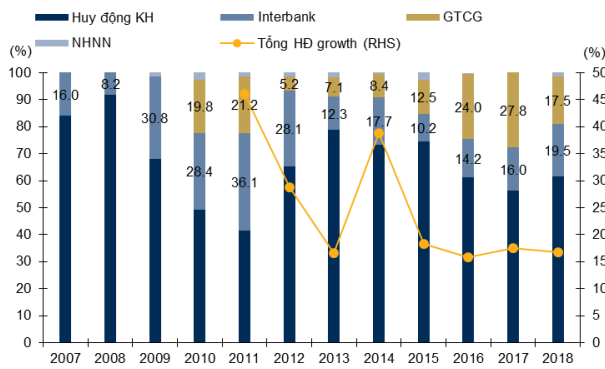
Cơ cấu huy động

Do hoạt động tín dụng đặc thù nên cơ cấu huy động của VPB cũng khá khác biệt so với phần còn lại. Tỷ trọng giấy tờ có giá liên tục tăng từ khi FE Credit đi vào hoạt động (2014), hết năm 2018 đạt 17.5%, gấp khoảng 4 lần TB ngành. Nguyên nhân do quy định của NHNN yêu cầu các công ty tài chính không được huy động từ dân cư như các NHTM, do đó buộc FE Credit phải huy động từ nguồn khác, cụ thể ở đây là Bank CDs, đối tượng huy động là các doanh nghiệp có tiền nhàn rỗi, chi phí khoảng 10 – 12%/năm và kỳ hạn chủ yếu là ngắn đến trung hạn (dưới 3 năm). Bên cạnh đó, NH mẹ cũng có khoản huy động từ Bank CDs khá cao (10,000 tỷ năm 2018, giảm mạnh từ 27,500 tỷ năm 2017).

Về cơ cấu huy động theo kỳ hạn, VPB không có thể mạnh ở CASA. Có thể nhận thấy rõ các NH có lượng CASA lớn đều là các NH sở hữu riêng cho mình một hệ sinh thái khác hàng doanh nghiệp lớn và mạnh. Do đó, trong tương lai gần, VPB khó cạnh tranh ở thị trường này. Phân khúc mà VPB tập trung lớn hơn đang là huy động từ dân cư, với mức tăng mạnh 36% năm 2018. Bên cạnh cạnh tranh mạnh về lãi suất kỳ hạn ngắn, ngân hàng liên tục nâng cao chất lượng dịch vụ, hệ thống giao dịch và công nghệ nhằm giữ chân khách hàng cá nhân.

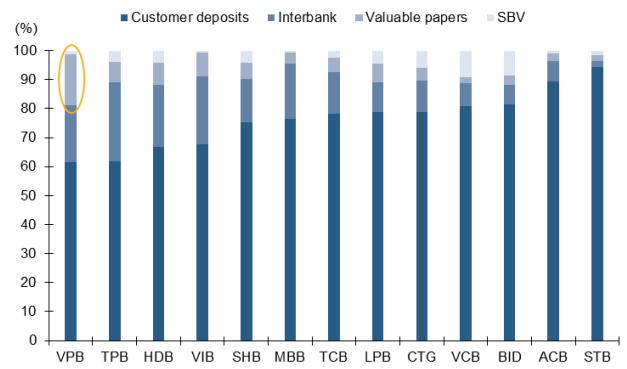
Ngoài ra, tỷ lệ huy động trên interbank cao của VPB một phần cho thấy áp lực thanh khoản khá cao của ngân hàng tại một vài thời điểm khi nguồn thị trường 1 chưa thực sự ổn định.

Biểu đồ 8: Cơ cấu huy động theo sản phẩm



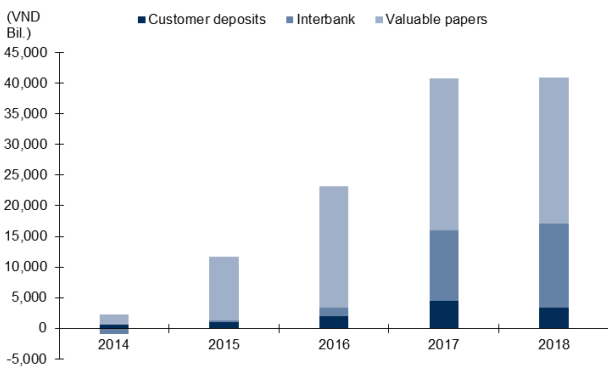
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 9: So sánh cơ cấu huy động



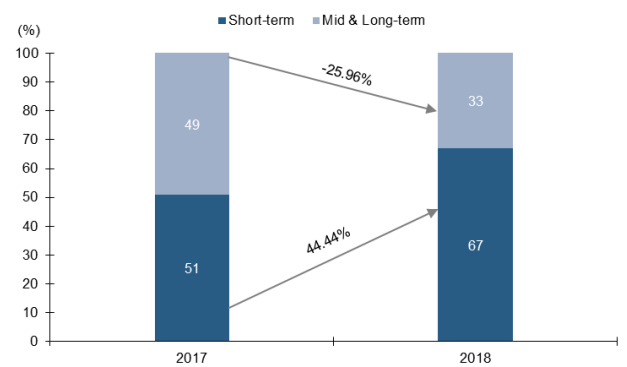
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 10: Cơ cấu huy động của FE Credit



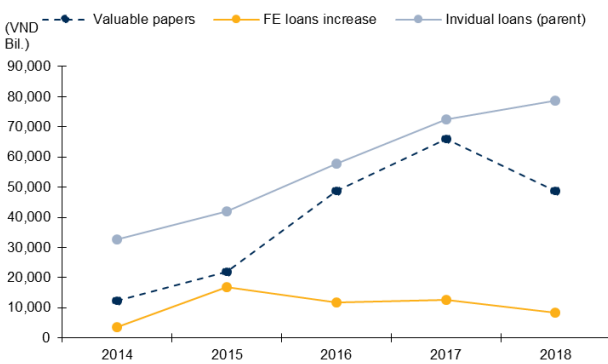
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 11: Cơ cấu huy động theo kỳ hạn



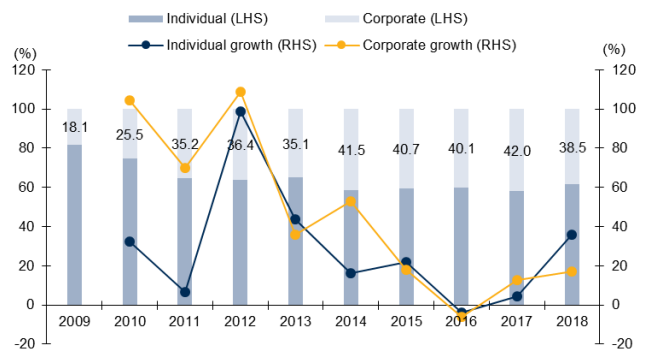
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 12: So sánh huy động và cho vay của FE Credit



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 13: So sánh cơ cấu huy động theo đối tượng



Nguồn: VPB; KBSV Research

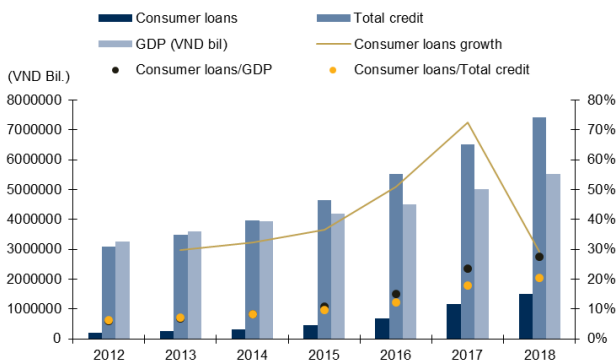
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Thị trường tín dụng tiêu dùng tín chấp tiếp tục tăng trưởng hấp dẫn dù tốc độ sẽ chậm lại

Sự ra đời của cho vay tiêu dùng tín chấp với mục đích chính là giảm thị trường “tín dụng đen”, đặc biệt tại các khu vực nông thôn. Dựa trên số liệu từ NHNN và ước lượng của chúng tôi, tín dụng tiêu dùng tín chấp tại Việt Nam 2017 chiếm khoảng 2.4% GDP, khoảng 1.8% tổng dư nợ. Chưa có số liệu chính thức cho năm 2018 nhưng theo ước lượng sơ bộ của chúng tôi, 2 tỷ lệ trên chỉ tăng nhẹ từ 2 – 5 bps, tức là thị trường gần như không mở rộng trong năm qua, chúng tôi cho rằng có 2 nguyên nhân: 1) Sự kiểm soát chặt hơn từ NHNN sau mức tăng trưởng khá nóng 3 năm trước đó; 2) Sức hấp thụ của thị trường có dấu hiệu chững lại.

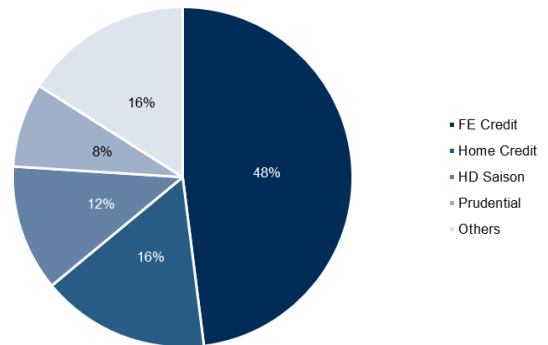
Khi so sánh với một số chỉ tiêu khác như tổng tín dụng tiêu dùng/GDP (khoảng 26% năm 2018) hay tín dụng cho hộ gia đình/GDP (khoảng 60% năm 2018) với một số thị trường phát triển, các tỷ lệ trên của Việt Nam đều tương đối thấp, tức là dư địa mở rộng còn khá lớn. Tuy nhiên, nhìn vào sự tăng trưởng chậm lại trong năm vừa qua, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng tiêu dùng tín chấp 2019 – 2022 sẽ giảm đáng kể so với giai đoạn 2014 – 2018, từ trên 60% còn khoảng 15 – 30%, tùy từng kịch bản khác nhau.

Biểu đồ 14: Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng Việt Nam



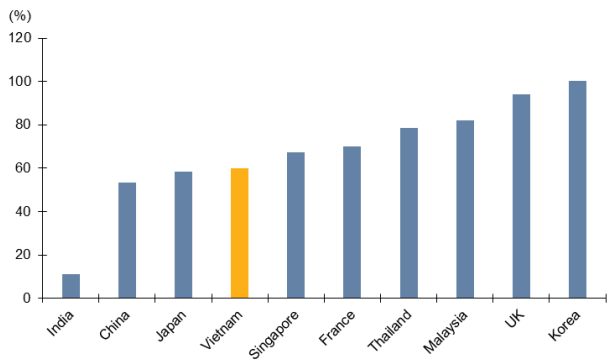
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 15: Thị phần tín dụng tiêu dùng 2017



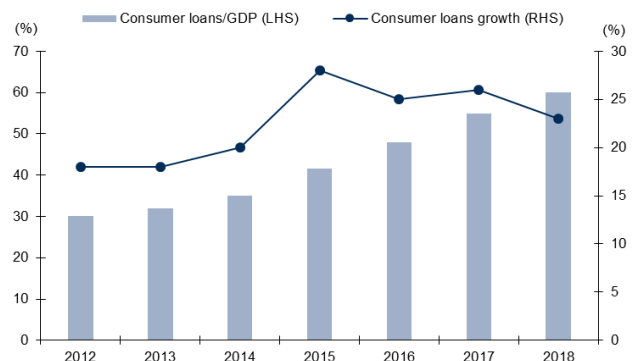
Nguồn: Stoxplus; KBSV Research

Biểu đồ 16: Tỷ lệ thâm nhập của tín dụng cho hộ gia đình



Nguồn: KBSV Research; Statista

Biểu đồ 17: Tăng trưởng TD cho hộ gia đình tại Việt Nam



Nguồn: KBSV Research tổng hợp và ước tính

FE Credit sẽ tiếp tục duy trì vị thế số 1 về tín dụng tiêu dùng tín chấp trong tương lai

Dù chưa có số liệu chính thức nhưng với sự vươn lên khá mạnh mẽ của các đối thủ khác và sự chậm lại của FE Credit, chúng tôi cho rằng thị phần cho vay tín chấp của FE Credit chỉ còn khoảng 40%, giảm so với mức khoảng 50% trong 2 năm trước đó. 2 đối thủ chính của FE Credit là HD Saison và Home Credit,

ngoài ra năm 2018 cũng chứng kiến sự đẩy mạnh từ MCredit và một số công ty tài chính vốn nước ngoài khác.

3 sản phẩm chính của tín dụng tiêu dùng tín chấp là cho vay tiền mặt, vay mua sắm (điện máy, xe máy, ...) và vay qua thẻ tín dụng. Trong đó, sản phẩm được các công ty tập trung nhất là cho vay tiền mặt, tỷ trọng ở FE Credit khoảng 80%, Home Credit và MCredit khoảng 50%, HD Saison cũng khoảng 45%. Do đó, có thể thấy sản phẩm cho vay tiền mặt là sản phẩm chủ đạo giúp FE Credit đạt được vị thế như hiện nay.

Lợi thế cạnh tranh lớn nhất của FE Credit hiện nay là quy mô rộng, độ nhận diện cao giúp tăng khả năng tiếp cận KH và giảm chi phí hoạt động trên một đơn vị cho vay. Cùng với việc các công ty khác chưa chú trọng vào thị trường nông thôn, chúng tôi cho rằng lợi thế trên đã và đang và sẽ tiếp tục phát huy tác dụng tại các thị trường này. Trong khi đó, cạnh tranh tại các TP lớn sẽ quyết liệt hơn và chúng tôi cho rằng thị phần sẽ sớm được chia đều cho các đối thủ.

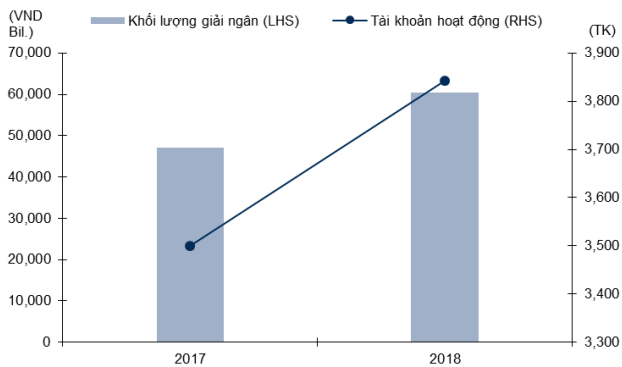
Mô hình kinh doanh có triển vọng, tuy nhiên quy trình quản trị rủi ro còn để lại nhiều “dấu hỏi”

Với 53,270 tỷ VND dư nợ và hơn 3,800 tài khoản hoạt động cuối năm 2018, chúng tôi ước tính giá trị TB/khoản vay của FE Credit là từ 15 – 20 triệu VNĐ. Lãi suất cho vay TB ước tính ở mức 35%/năm, khá cao, tuy nhiên do chính sách trả góp theo tháng, số tiền (cả gốc và lãi) KH phải trả hàng tháng từ 1.5 – 2 triệu VND. Đây là mức chi phí rất cao, tuy nhiên chấp nhận được, để đánh đổi cho nhu cầu chi tiêu ở hiện tại. Chúng tôi cho rằng mô hình kinh doanh này có thể mở rộng do tín dụng đen tại các địa phương còn rất lớn, tuy nhiên việc giữ một khách hàng lâu dài (vay trên 1 lần) khá thách thức với mức chi phí trên.

Giai đoạn đầu gia nhập thị trường, FE Credit đã lựa chọn chiến lược mở rộng nhanh chiếm thị phần, nhằm đạt được lợi thế về độ nhận diện và tính kinh tế theo quy mô, đi kèm theo đó là quy trình cho vay có phần dễ dàng hơn và quản trị rủi ro chưa được chuẩn hóa. Tuy nhiên, trong giai đoạn thứ 2 này, sẽ rất khó để FE Credit tiếp tục duy trì hướng đi đó, do 3 nguyên nhân: 1) Kinh tế bước vào đoạn cuối chu kỳ; 2) Quy mô FE Credit đã tương đối lớn; 3) Nhiều đối thủ chính thức (các công ty tài chính) dần nâng cao sức cạnh tranh.

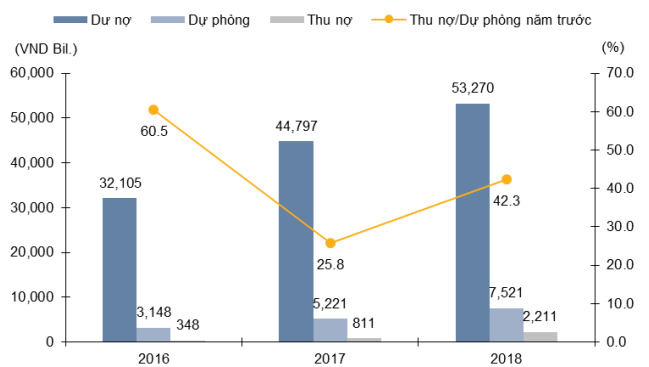
Tóm lại, mặc dù vẫn giữ vị thế số 1 và bỏ khá xa các đối thủ xếp sau, nhưng chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng và thị phần của FE Credit sẽ giảm nhẹ trong các năm tới khi NHNN siết chặt quản lý và các đối thủ tiếp tục đẩy mạnh cho vay hơn. Chúng tôi cho rằng FE Credit có thể tăng trưởng dư nợ từ 10 – 20%/năm từ 2019 – 2022, dựa trên từng kịch bản khác nhau.

Biểu đồ 18: Chỉ tiêu hoạt động cho vay của FE Credit



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 19: Dự phòng và thu hồi nợ tại FE Credit



Nguồn: VPB; KBSV Research

Hoạt động kinh doanh của NH mẹ được duy trì ổn định

Dư nợ cho vay KH tại NH mẹ cuối năm 2018 là 168,190 tỷ VND, trong đó khoảng 26,600 tỷ VND là cho vay tín chấp. Chúng tôi giả định NPL mảng này khoảng 6% (tương đương FE Credit), khi đó, tổng các mảng cho vay còn lại sẽ có NPL khoảng 2.6%. Nhìn chung đây vẫn là mức cao hàng đầu ngành, cho thấy khẩu vị rủi ro cao hơn của VPB so với các ngân hàng khác kể cả trong hoạt động NH truyền thống.

Đi kèm với đó thì NIM của NH mẹ cũng nằm trong Top 3 toàn ngành (đứng sau MBB). Tuy nhiên điểm khác biệt là VPB đạt được mức NIM cao này nhờ lợi suất cho vay TB cao (9.5% năm 2018) trong khi MBB hay TCB có lợi thế về chi phí vốn đầu vào thấp. VPB đạt lợi suất cao như vậy do phân bổ khá lớn cho nhóm KH doanh nghiệp siêu nhỏ, cho vay tiêu dùng thế chấp và tín dụng tiểu thương. Trong đó, tín dụng tiểu thương (CommCredit) là một phân khúc chiến lược ở ngân hàng mẹ, tuy nhiên do tỷ trọng còn thấp (2%) và tác động đến toàn thể NH chưa đáng kể nên chúng tôi sẽ chưa phân tích kỹ mảng này.

Chúng tôi cho rằng, trong điều kiện kinh tế Việt Nam vẫn duy trì khả năng tăng trưởng tích cực, kết quả kinh doanh của VPB vẫn sẽ được đảm bảo khẩu vị rủi ro cao khá cao.

Hoạt động số hóa ngày càng được đẩy mạnh phát triển

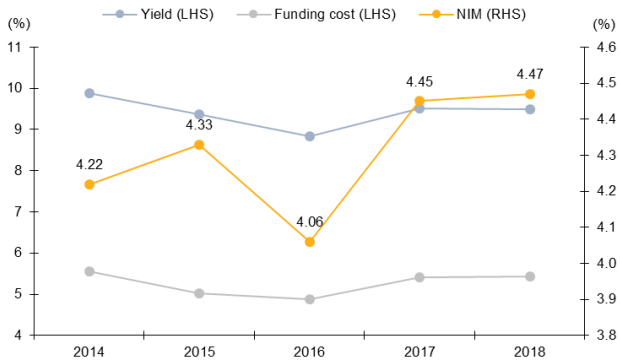
VPB đang đẩy mạnh áp dụng công nghệ vào hoạt động kinh doanh cũng như vận hành của mình. Trong đó đáng chú ý có 3 sản phẩm:

- 1) Khách hàng ưu tiên, phát triển các sản phẩm tạo giá trị gia tăng cho tập KH cá nhân cao cấp, như quản lý, tư vấn tài chính, dịch vụ VPBank Diamond;
- 2) Số hóa hoạt động thẻ, với sản phẩm nổi bật là YOLO, hướng đến mục tiêu tạo độ tiện lợi, rút ngắn thời gian các giao dịch của KH (Số thẻ tín dụng lưu hành đến hết 2018 của VPB là 416,000 thẻ, tăng 40.7% yoy, chiếm 10.4% thị phần; Giá trị giao dịch đạt 1,548 triệu USD, tăng 86.8% yoy, chiếm 18% thị phần). Tỷ trọng giao dịch qua kênh ngân hàng điện tử của VPB cũng đạt đến 93% trong năm 2018;
- 3) FE Credit với lợi thế về cơ sở dữ liệu đang đẩy mạnh việc số hóa với 2 mục tiêu chính là nâng cao trải nghiệm khách hàng và quản trị rủi ro hiệu quả hơn. Các nền tảng Big Data và AI đang được triển khai tích cực và chúng tôi kỳ vọng FE Credit sẽ đi đầu trong việc ứng dụng công nghệ nêu

trên nhờ lợi thế sẵn có.

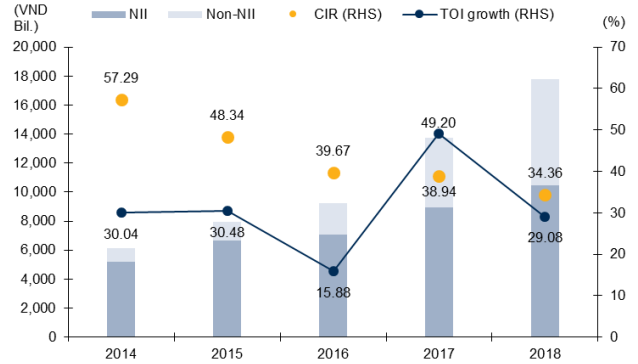
Ngoài ra, VPB cũng là một trong những ngân hàng tích cực nhất trong việc đẩy mạnh việc hợp tác với các fintech nhằm tìm kiếm những sản phẩm có thể hỗ trợ cho ngân hàng (thông qua hệ sinh thái start-up).

Biểu đồ 20: NIM tại ngân hàng mẹ



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 21: Kết quả kinh doanh ngân hàng mẹ

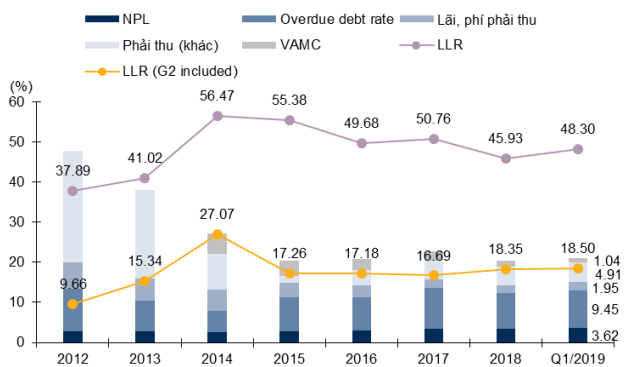


Nguồn: VPB; KBSV Research

Tuy nhiên, vấn đề chất lượng tài sản còn tác động tiêu cực đến quyết định đầu tư trong 1 – 2 năm tiếp theo

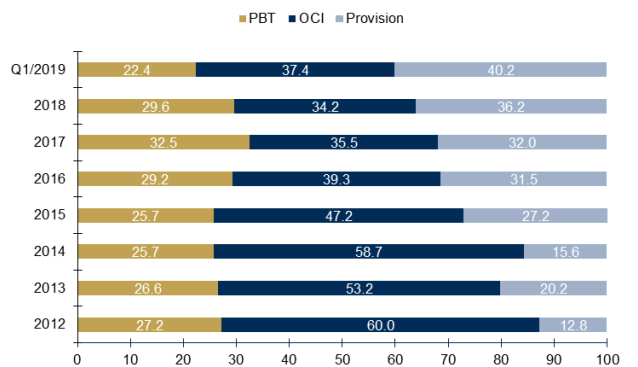
Có thể dễ dàng nhận thấy tỷ lệ tổng TS có vấn đề trên dư nợ của VPB đang ở mức cao nhất ngành, trong khi LLR lại thấp hơn nhiều. Chính điều này đang dần cho thấy áp lực lên KQKD của ngân hàng vài năm gần đây, cũng như các năm tới, khi chi phí trích lập tăng dần. Với khoảng 1.42% VAMC, 3.5% NPL, 5.26% nợ nhóm 2 và 1.95% lãi phải thu, chúng tôi cho rằng áp lực trên sẽ còn duy trì ít nhất thêm 2 năm nữa, thậm chí kéo dài hơn nếu trong ngắn hạn ngân hàng không trích lập mạnh tay hơn.

Biểu đồ 22: Chất lượng tài sản hợp nhất



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 23: Cơ cấu LNTT hợp nhất



Nguồn: VPB; KBSV Research

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

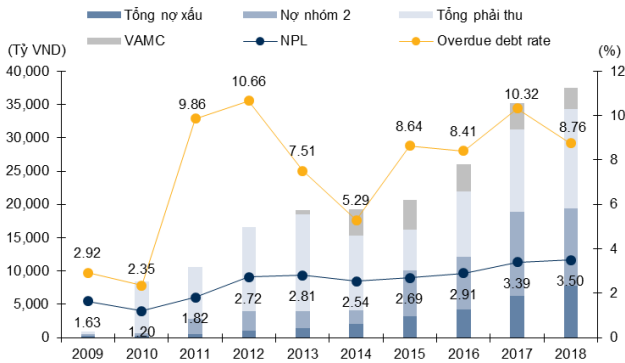
Chất lượng tài sản

Tỷ trọng tài sản có vấn đề trên tổng dư nợ cao đầu ngành do mô hình kinh doanh rủi ro cao

Nợ xấu và nợ quá hạn của VPB đều đang cao nhất nhóm NH niêm yết, lần lượt là 3.51% và 5.27% cuối năm 2018. Nguyên nhân chính là định hướng kinh doanh rủi ro hơn mức TB ở cả FE Credit và NH mẹ. NPL và tỷ lệ nợ quá hạn ở FE Credit là 5.98% và 16.1%, trong khi ở NH mẹ lần lượt là 3% và 6.71%, đều cao hơn hẳn TB ngành. Chưa có nhiều dấu hiệu các tỷ lệ này sẽ cải thiện trong ngắn hạn, trừ khi VPB đẩy mạnh trích lập hơn so với quá khứ.

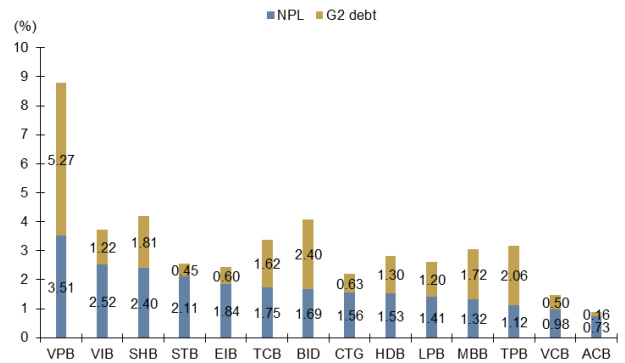
Trái phiếu VAMC cuối 2018 còn 3,161 tỷ VND (khoảng 1.42% dư nợ). Đây vẫn là mức khá cao nhưng điểm tích cực là lượng TP này đã lần đầu giảm mạnh từ năm 2014 cho thấy dấu hiệu không còn phát sinh nợ mới tại VAMC. Kế hoạch của VPB sẽ đưa khoản trái phiếu VAMC này về nội bảng trong năm 2019 để giải quyết, do đó NPL có thể bị tác động trong năm nay.

Biểu đồ 24: Tình hình tài sản có vấn đề tại VPB



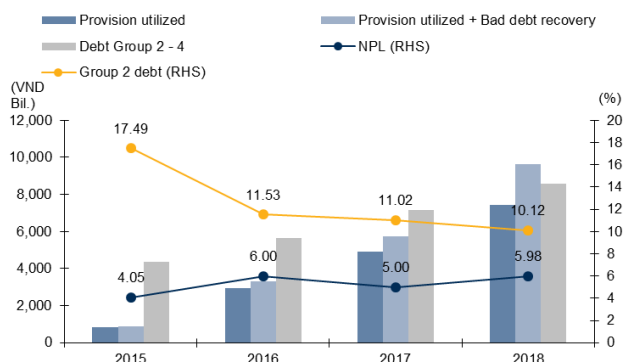
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 25: So sánh nợ xấu ngành ngân hàng



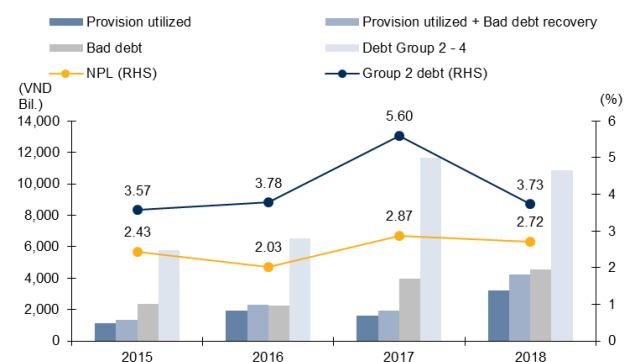
Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 26: Chất lượng TS của FE Credit



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 27: Chất lượng TS riêng NH mẹ



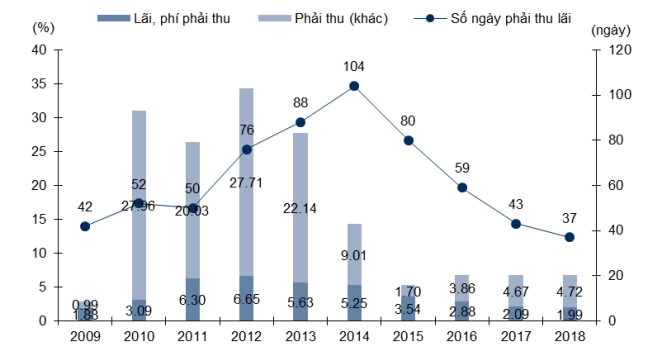
Nguồn: VPB; KBSV Research

Khoản mục tiếp theo cần lưu ý là tài sản có khác. Trong đó, các khoản lãi, phí phải thu liên tục cho thấy dấu hiệu cải thiện khi số ngày phải thu các khoản này chỉ còn 37 ngày (thấp hơn TB ngành). Tuy nhiên, rủi ro lại đang tăng lên lại xuất hiện ở khoản mục phải thu khác, hiện chiếm 4.72% dư nợ, tăng liền 3 năm gần đây và không được công bố rõ ràng.

Cuối cùng, về vấn đề trích lập, năm 2018, tổng dự phòng đã sử dụng và nợ xấu thu hồi tại FE Credit đã cao hơn khoảng 1,000 tỷ VND tổng nợ từ nhóm 2 – 4. Động thái này vừa cho thấy mức độ thận trọng hơn của công ty, vừa là cơ hội

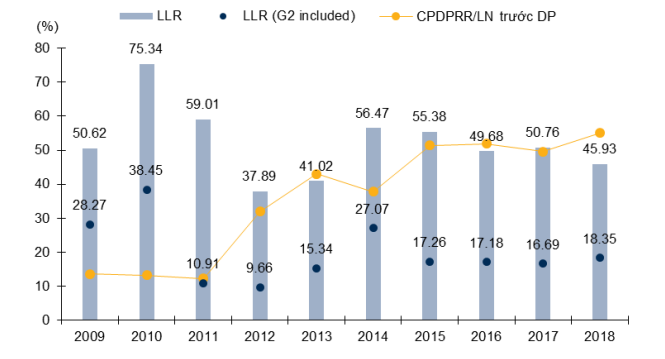
ghi nhận lại những khoảng hoàn nhập lớn trong tương lai. Đối với ngân hàng mẹ, tương tự mức độ trích lập và thu hồi so với nợ xấu đang được cải thiện, thận trọng hơn, nhưng chúng tôi vẫn lo ngại đối với khoản nợ nhóm 2 còn khá lớn, tập trung ở phân khúc bán lẻ và ngân hàng chưa có khoản dự phòng đủ cho mục này, có thể khiến tạo áp lực lên chi phí trích lập các năm tới.

Biểu đồ 28: Thay đổi các khoản phải thu



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 29: Tỷ lệ trích lập và bao phủ nợ xấu



Nguồn: VPB; KBSV Research

An toàn vốn

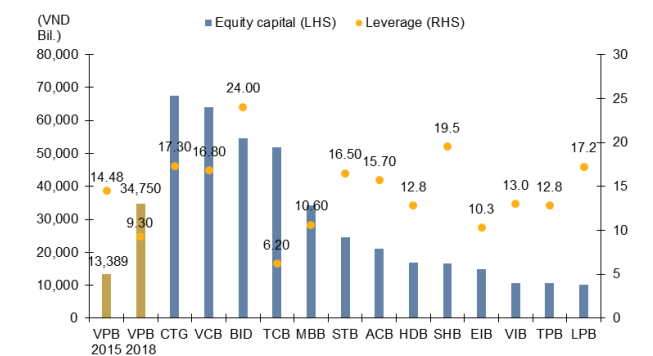
CAR được duy trì ở mức cao kể cả xét trên tiêu chuẩn Basel II, tuy nhiên nhiều khả năng chưa phản ánh hết rủi ro tại FE Credit

CAR theo TT36 và Basel II của VPB hết Q1/2019 lần lượt là 13% và 11.1%. Có 2 điểm rút ra từ hệ số CAR của VPB:

- 1) Tỷ lệ này của VPB đang ở mức khá an toàn, kể cả khi so tương quan với TB toàn hệ thống hay mức yêu cầu tối thiểu, cho thấy nền tảng vốn tương đối tốt của VPB. Chúng tôi cho rằng một nguyên nhân lớn giúp CAR luôn ổn định nhờ duy trì được đòn bẩy vốn thấp thứ 2 toàn ngành (9.3x cuối 2018) mà vẫn đạt hiệu quả sinh lời cao nhờ bản chất xoay vòng vốn nhanh của cho vay tín chấp (Biểu đồ kỳ hạn cho vay của FE Credit).
- 2) Tuy nhiên, hệ số này cao cũng có thể do hiện tại chưa có quy định rõ ràng về tính hệ số rủi ro đối với mô hình cho vay của VPB. Hiện VPB vẫn đang được hưởng lợi về so với các ngân hàng khác khi được áp dụng hệ số rủi ro khá thấp nhờ tính chất phân mảnh cao của vay tiêu dùng tín chấp giúp giảm bớt rủi ro. Chúng tôi cho rằng điều này đúng, nhưng với điều kiện quy trình cho vay và quản trị rủi ro phải nghiêm ngặt hơn.

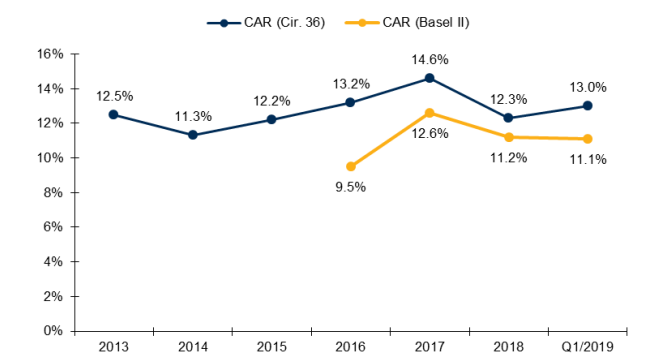
Tóm lại, chúng tôi đánh giá CAR hiện tại có thể chưa phản ánh hết rủi ro của VPB, đặc biệt là FE Credit, tuy nhiên khá an toàn khi xét về tổng thể.

Biểu đồ 30: So sánh quy mô vốn CSH và tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 31: Hệ số an toàn vốn tại VPB



Nguồn: VPB; KBSV Research

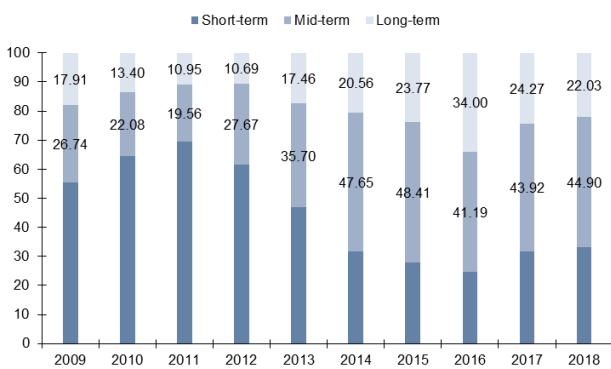
Khả năng thanh khoản nhìn chung được đảm bảo, không có áp lực quá lớn trong ngắn hạn

Khả năng thanh khoản

Tương tự các chỉ số khác, LDR của VPB cũng khác biệt so với hệ thống do mô hình kinh doanh đặc biệt tại FE Credit (LDR tại đây luôn xấp xỉ 100%). Tuy nhiên, LDR tính riêng tại NH mẹ vẫn khá an toàn, khoảng 71.4% cuối năm 2018. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng mức độ rủi ro của VPB so với các ngân hàng khác khi nhìn vào tỷ lệ LDR cũng cần được điều chỉnh. Theo đó, hầu hết huy động của cho vay tín chấp có kỳ hạn trung đến dài hạn, so với đa phần ngắn hạn tại các NHTM, mặc dù chịu chi phí cao hơn (bù đắp bởi lợi suất cho vay cao) nhưng tính ổn định sẽ tốt hơn, nên LDR có thể cao hơn nhằm tối ưu hóa lợi nhuận.

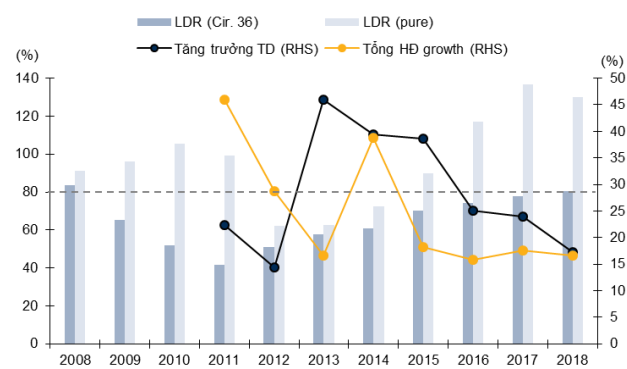
Tỷ lệ tài sản có thanh khoản tốt trên tổng huy động của VPB, mặc dù giảm khá mạnh từ 52% năm 2017 xuống 39.5% năm 2018, nhưng chúng tôi cho rằng vẫn ở mức an toàn so với mức TB hệ thống, tương đương với hai ngân hàng khác là MBB và ACB.

Biểu đồ 32: Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn



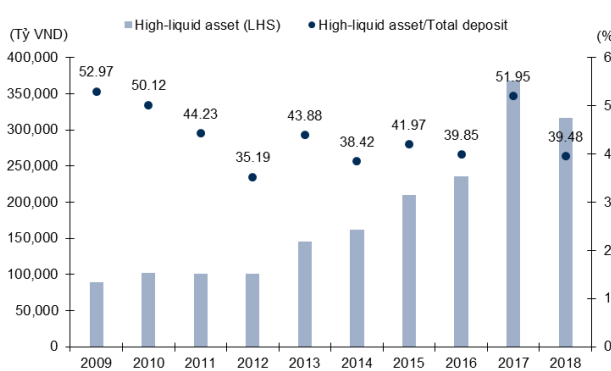
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 33: Thay đổi tỷ lệ LDR



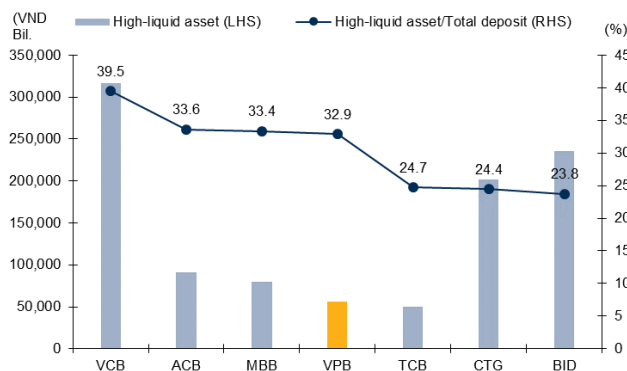
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 34: Tình hình tài sản có thanh khoản tốt



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 35: So sánh tình hình tài sản thanh khoản tốt



Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

NIM của VPB cao nhất ngành ngân hàng nhờ lợi suất cho vay cao tại FE Credit, tuy nhiên có dấu hiệu chững lại khi tín dụng tiêu dùng bị kiểm soát

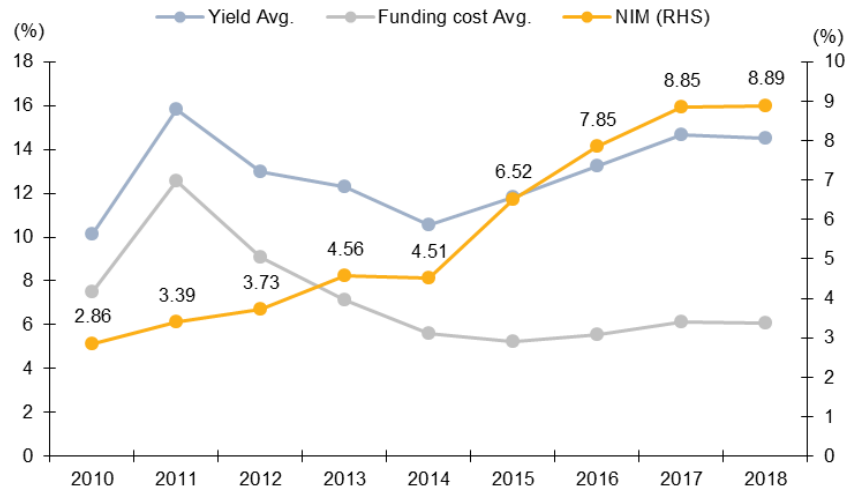
Khả năng sinh lời

Việc FE Credit duy trì đà mở rộng liên tục từ năm 2014 đã giúp NIM liên tục tăng cao. Hết năm 2018, NIM của VPB là 8.95%, vượt trội so với toàn bộ các ngân hàng khác. Đóng góp chính đến từ NIM rất cao của FE Credit, mặc dù đang trên đà giảm dần nhưng vẫn lên đến khoảng 34.4% năm 2018.

Tuy nhiên, năm 2018 là năm đầu tiên chứng kiến NIM chỉ tăng nhẹ, do lợi suất

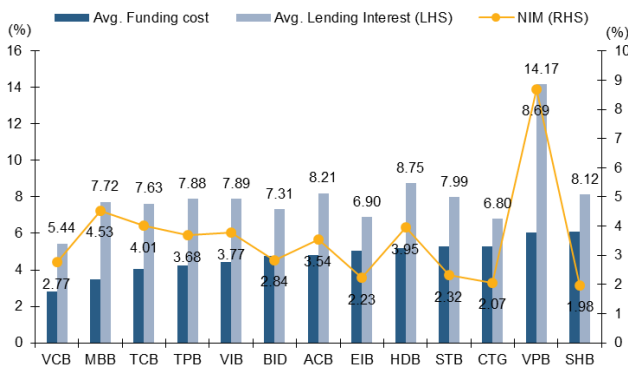
đầu ra gần như đi ngang sau xu thế tăng liên tục 3 năm trước đó. Nguyên nhân chính đến sự giảm tốc của tín dụng tiêu dùng cũng như cạnh tranh bắt đầu gia tăng với nhiều đối thủ hơn gia nhập.

Biểu đồ 36: Thay đổi NIM và lãi suất cho vay, huy động bình quân



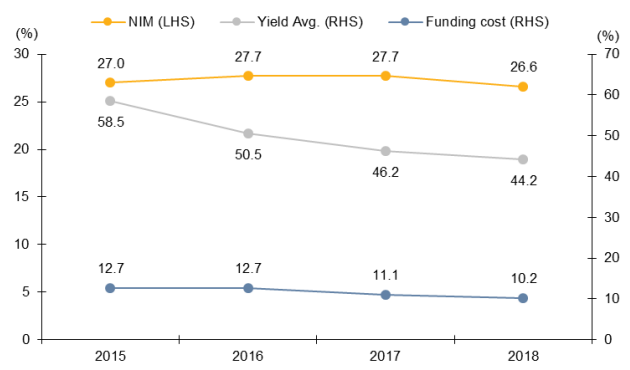
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 37: So sánh cho vay, huy động TB và NIM



Nguồn: BCTC các ngân hàng; KBSV Research

Biểu đồ 38: Thay đổi NIM tại FE Credit



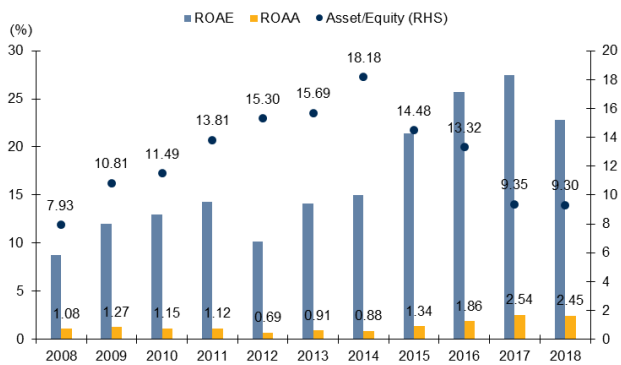
Nguồn: VPB; KBSV Research

Áp lực từ chi phí trích lập đang tác động khá mạnh đến khả năng sinh lời

Sau giai đoạn tăng trưởng đi cùng với chi phí dự phòng tương đối thấp giúp ROA và ROE liên tục tăng cao (có năm đạt trên 27%), khả năng sinh lời của VPB bắt đầu cho thấy dấu hiệu đi xuống khi đà tăng trưởng thu hẹp trong khi chi phí trích lập lớn dần xuất hiện. ROA giảm mạnh từ 2.54% năm 2017 xuống chỉ còn 2.21% trong Q1/2019 khiến ROE cũng giảm từ 27.5% xuống 19.7%.

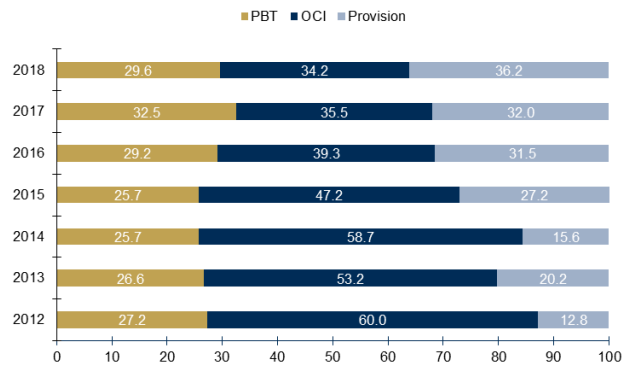
Dù VPB còn khá nhiều dư địa mở rộng tín dụng khi đòn bẩy vốn còn thấp nhưng trong điều kiện thị trường đang khó khăn hơn và yêu cầu đẩy nhanh việc xử lý tài sản có vấn đề, chúng tôi cho rằng khả năng sinh lời của VPB sẽ chưa thể cải thiện trong 2 năm tới.

Biểu đồ 39: Cơ cấu LNTT



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 40: Cơ cấu LNTT



Nguồn: VPB; KBSV Research

Cập nhật KQKD 2018 và Q1/2019

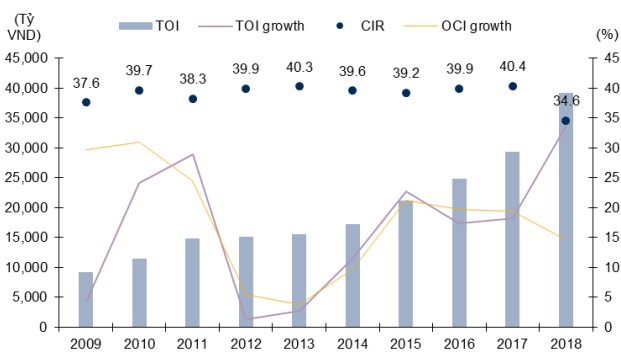
Sự kiểm soát chặt hơn của NHNN đối với tín dụng tiêu dùng và áp lực trích lập dự phòng tiếp tục ảnh hưởng đến KQKD của VPB

Cuối quý 1/2019 so với cuối năm 2018: Tổng tín dụng tăng 6.8% với trên 35% (khoảng 6,000 tỷ VND) đến từ TP doanh nghiệp, gấp hơn 2 lần tăng trưởng tín dụng toàn ngành (3.2%). Mức tăng trưởng này được hỗ trợ phần lớn từ NH mẹ với mức tăng 8% yoy. Huy động KH Q1/2019 tăng 10.1% nhưng tổng huy động giảm nhẹ 1% do không còn khoản vay NHNN và giảm vay nợ TT2.

Đối với FE Credit, mặc dù dư nợ chỉ tăng nhẹ từ 53,270 tỷ VND cuối năm lên 54,662 tỷ VND, nhưng tổng giá trị giải ngân vẫn khá tích cực, đạt gần 17,000 tỷ VND (tăng 22% QoQ và ngang bằng mức Q4/2018) với khoảng 80% cho các khách hàng hiện có. NII đạt 3,821 tỷ VND, tăng 16% QoQ, TOI đạt 4,187 tỷ VND, tăng 13% QoQ, nhưng LNTT chỉ đạt 764 tỷ VND, giảm 17.5% cùng kỳ năm trước do chi phí trích lập tăng mạnh.

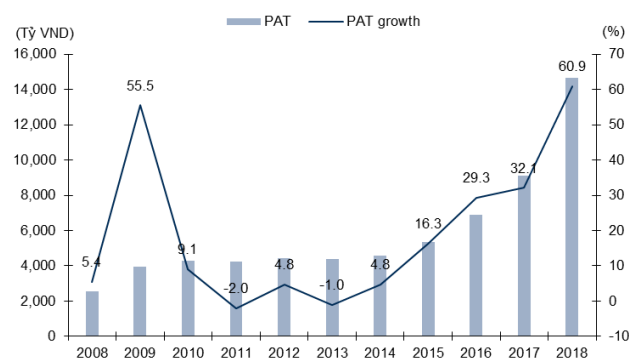
Tổng hợp lại, so với Q1/2018, thu nhập lãi tăng 16.9% nhưng NII chỉ tăng 12.6% cho thấy áp lực lên NIM đang lớn dần. Non-NII giảm 28% so với Q1/2018 do không còn khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn công ty con, từ đó TOI chỉ tăng nhẹ 3.95%. Tuy nhiên, trên cơ sở so sánh tương đương, TOI vẫn tăng trên 15%. CIR cũng tăng từ 34.2% năm 2018 lên 37.4% vì lý do nêu trên. Chi phí dự phòng/LN trước dự phòng tăng mạnh từ 55% lên 64.3% trong Q1/2019 do tăng mạnh chi phí trích lập tại cả NH mẹ và FE Credit, cũng như đẩy nhanh tiến trình xử lý VAMC. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ duy trì trong các quý còn lại của năm 2019 và sẽ ảnh hưởng đáng kể đến KQKD năm nay của ngân hàng.

Biểu đồ 41: Một vài chỉ số hoạt động của VPB



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 42: Thay đổi LNST



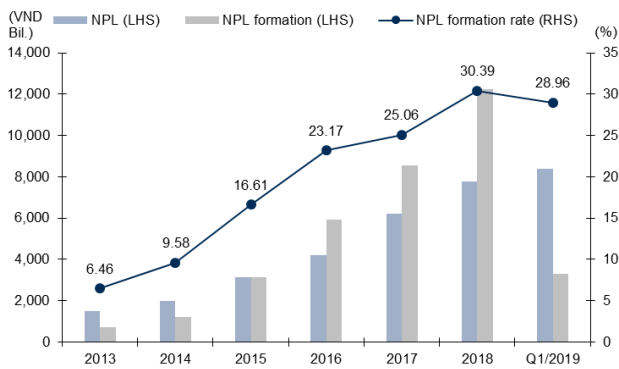
Nguồn: VPB; KBSV Research

Tỷ trọng VAMC tiếp tục đà giảm từ năm 2018 cho thấy dấu hiệu tích cực. Hết Q1/2019, VPB đã trích lập gần như đủ chỉ tiêu trong năm cho VAMC, nhưng chúng tôi cho rằng NH sẽ tiếp tục đẩy mạnh việc trích lập trong các quý còn lại cũng như năm 2020 nhằm giải quyết dứt điểm khoản mục này.

Trong khi đó các khoản mục còn lại đều chưa cho thấy sự cải thiện rõ rệt bao gồm nợ xấu và nợ nhóm 2, điều này sẽ còn tạo áp lực lớn đến chi phí trích lập trong thời gian tới.

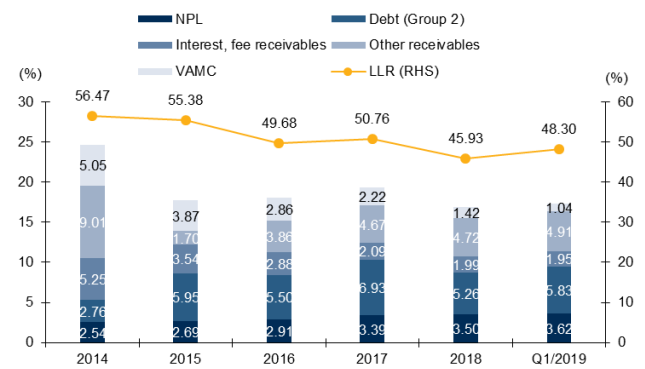
Tỷ lệ hình thành nợ xấu mới có giảm nhẹ trong Q1/2019 sau khi tăng liên tục từ năm 2014 nhưng tính chung cả năm, nguyên nhân nhờ tỷ lệ hình thành nợ xấu ở FE Credit giảm trong khi NH mẹ vẫn tăng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này vẫn sẽ tiếp tục tăng trong cả năm, do lượng nợ nhóm 2 còn khá lớn và chưa có dấu hiệu giảm. Cũng có một điểm tích cực là tỷ lệ trích lập đang có xu hướng tăng mạnh hơn, chúng tôi cho rằng nếu VPB mạnh tay hơn nữa về trích lập trong 1 – 2 năm tới sẽ giúp giảm áp lực đáng kể cho tương lai.

Biểu đồ 43: NPL và tỷ lệ hình thành nợ xấu hợp nhất



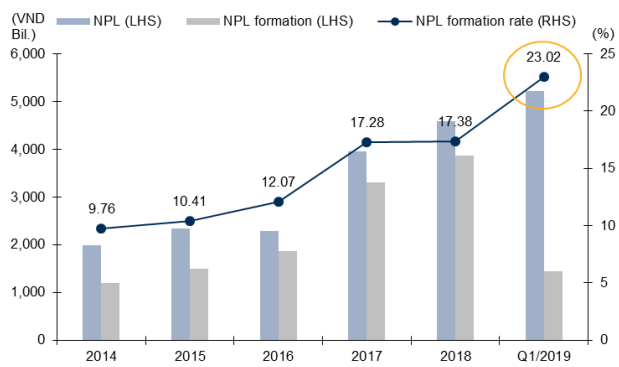
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 44: Chất lượng tài sản tính đến Q1/2019



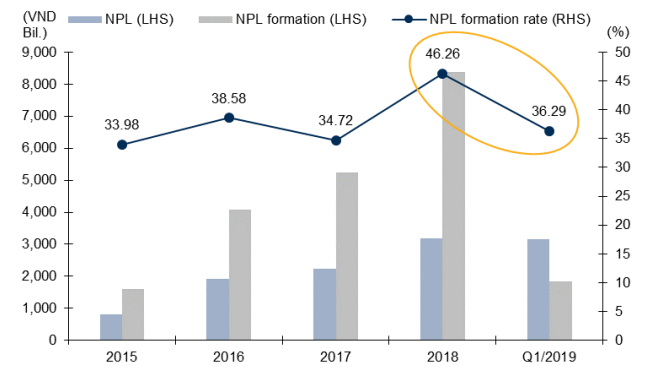
Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 45: NPL và tỷ lệ hình thành nợ xấu NH mẹ



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 46: NPL và tỷ lệ hình thành nợ xấu FE Credit



Nguồn: VPB; KBSV Research

DỰ PHÓNG KQKD 2019 & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng KQKD 2019

Dựa trên dự phóng về tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam tiếp tục ổn định, chúng tôi đặt dự phóng tăng trưởng tín dụng của VPB năm 2019 là 15%, tương đương chỉ tiêu được NHNN giao. Trong đó, tăng trưởng cho vay KH hợp nhất đạt 12.8%, còn lại đến từ trái phiếu doanh nghiệp. Tăng trưởng tín dụng của FE Credit nhiều khả năng bị giới hạn ở mức 12%, thấp hơn các công ty cùng ngành có quy mô nhỏ hơn như HD Saison, Home Credit hay MCredit.

NIM sẽ giảm nhẹ khoảng 8bps trong năm 2019

Sau khi đi ngang trong năm 2018, chúng tôi cho rằng NIM sẽ tiếp tục giảm nhẹ khoảng 8bps trong năm 2019 do sự tăng trưởng chậm lại của FE Credit và cạnh tranh cao hơn ảnh hưởng đến lợi suất cho vay. Trong 2 năm sau đó, nhiều khả năng NIM sẽ giảm đáng kể phần lớn do yếu tố chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên sau đó, NIM có thể tăng trở lại khi nền kinh tế phục hồi.

Non-NII vẫn có thể giữ ở mức nền cao như năm trước dù không còn khoản lợi nhuận đột biến

Năm 2019, VPB sẽ không còn khoản lãi one-off từ hợp đồng bảo hiểm độc quyền như 2 năm trước đó. Ngoài ra, chúng tôi cũng không dự phòng về thu nhập từ bán nợ do không có đủ thông tin. Mặc dù không đưa vào dự phóng 2 khoản lãi đột biến này, nhưng chúng tôi cho rằng Non-NII có thể tiếp tục giữ mức nền cao như năm 2018 nhờ 2 nhân tố chính: 1) Lãi dịch vụ duy trì tăng trưởng tốt nhờ dịch vụ thanh toán và bảo hiểm; 2) Kỳ vọng lãi thu hồi nợ tăng cao, dựa trên động thái trích lập thận trọng các năm trước và sự cải thiện trong hoạt động thu hồi nợ xấu. Cách thức thực hiện của VPB trong năm trước là bán quyền thu hồi nợ xấu, có khả năng hình thức này sẽ được lặp lại trong năm 2019.

Tóm lại, Non-NII theo dự phóng của chúng tôi sẽ tăng nhẹ khoảng 2% so với năm 2018.

CIR có thể điều chỉnh tăng nhẹ so với năm 2018

Chúng tôi cho rằng tốc độ mở rộng quy mô nhân sự sẽ chậm lại ở cả FE Credit và NH mẹ khi ngân hàng đã đạt được lợi thế về quy mô cũng như đưa vào áp dụng các công nghệ mới. Từ đó, mức độ mở rộng của OPEX sẽ được kiểm soát tốt hơn. Tuy nhiên, do điều chỉnh cho khoản lợi nhuận đột biến trong năm 2017 và 2018, CIR nhiều khả năng tăng nhẹ lên 34.7% năm 2019 và 36.1% năm 2020.

Áp lực lên chi phí dự phòng tiếp tục tăng

Mặc dù có những tín hiệu tích cực từ khoản mục VAMC trong thời gian qua, nhưng áp lực chi phí dự phòng vẫn sẽ còn khá cao trong 2 – 3 năm tới khi tỷ lệ phát sinh nợ mới đang tăng nhanh, đặc biệt tại FE Credit.

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng năm 2019 và 2020 lần lượt là 58.7% và 62.2%. Đây sẽ là nhân tố tác động lớn nhất đến KQKD trong ngắn đến trung hạn của VPB.

Dựa trên những giả định đã đưa ra, chúng tôi dự phóng LNTT của VPB trong năm 2019 đạt 9,476 tỷ VND, tăng nhẹ 3% yoy và gần tương đương kế hoạch lợi nhuận 2019 của BLĐ ngân hàng là 9,500 tỷ VND. ROE tiếp tục giảm còn 19.8%. BVPS forward 2019 đạt 16,611 VND/cp trong trường hợp không có đợt phát hành tăng vốn nào trong năm.

Định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý của VPB.

Với những giả định ở trên, P/B forward 2019 = 1.11x; P/B trailing = 1.35x, lần lượt thấp thứ 1 và thứ 2 trong các ngân hàng Việt Nam chúng tôi lựa chọn để so sánh. VPB đã trải qua giai đoạn tăng trưởng nhanh (giai đoạn có thể sử dụng chỉ số định giá P/E), giờ là thời điểm ngân hàng đang tập trung cơ cấu lại tài sản, cải thiện cơ sở vốn và phát triển mô hình kinh doanh mới trên nền tảng công nghệ số. Mặc dù mức định giá trên là thấp tương đối kể cả khi so sánh tại thị trường Việt Nam hay các ngân hàng khác tại các thị trường tương tự, nhưng yếu tố chất lượng tài sản và động lực tăng trưởng mới chưa rõ ràng khiến định giá mục tiêu của VPB sẽ chưa cải thiện trong ngắn hạn.

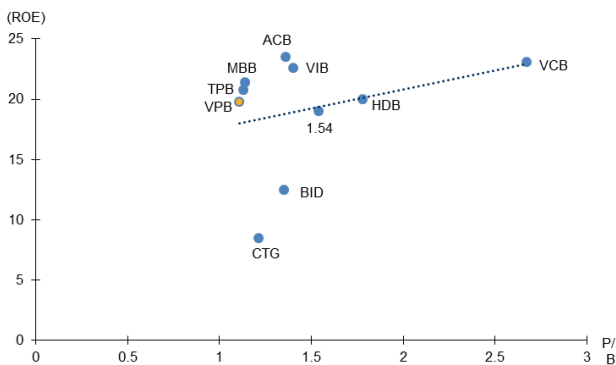
Chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu 1 năm của VPB là 1.2x, chiết khấu 12.4% so với mức (-1 S.D của trung bình P/B quá khứ) do vấn đề chất lượng tài sản, tương đương với giá mục tiêu cho 1 năm tới khoảng 20,000 VND/cp, cao hơn 8.1% giá thị trường tại thời điểm định giá. Thời điểm này chúng tôi không đưa định giá P/E vào khuyến nghị

Bảng 1: Tổng hợp chỉ số định giá một số ngân hàng tại Việt Nam

Ticker	Name	Mkt Cap (VND)	ROE (%)	P/B trailing	P/B forward	P/E trailing	P/E leading	Diluted EPS (5Y Avg. growth %)
ACB VN	ASIA COMMERCIAL BANK	39,785	27.73	1.77	1.36	7.25	5.94	35.2
MBB VN	MILITARY COMMERCIAL JCB	48,080	19.41	1.42	1.14	7.84	5.92	7.13
TCB VN	VIETNAM TECHNOLOGICAL & COMM. BANK	94,583	21.53	1.86	1.54	11.37	9.03	26.7
BID VN	BANK FOR INV. & DEVP OF VIETNAM JSC	127,518	14.6	2.17	1.35	17.33	20.49	8.89
HDB VN	HDBANK	31,196	20.3	2.00	1.78	10.98	10.31	6.48
TPB VN	TIEN PHONG COMMERCIAL JSB	18,075	20.8	1.70	1.13	7.97	6.36	25.12
VIB VN	VIETNAM INTERNATIONAL JSB	14,881	22.6	1.37	1.40	7.16	6.22	8.83
CTG VN	VIETNAM JSCB FOR INDUSTRY & TRADE	87,128	8.3	1.24	1.21	7.16	16.78	-1.34
VCB VN	BANK FOR FOREIGN TRADE OF VIETNAM JSC	250,720	25.18	3.55	2.67	15.46	13.38	16.6
VPB VN	VIETNAM PROSPERITY JSB BANK	55,277	22.8	1.35	1.11	6.36	6.17	10.52
Average		76,724	20.33	1.84	1.47	9.89	10.06	14.41

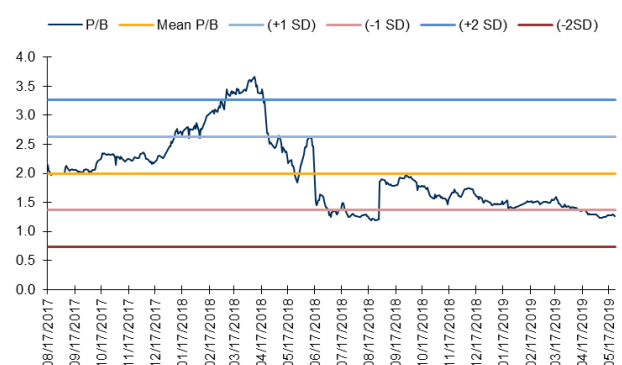
Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

Biểu đồ 47: So sánh định giá forward 2019



Nguồn: VPB; KBSV Research

Biểu đồ 48: Lịch sử định giá P/B của VPB



Nguồn: VPB; KBSV Research

Tuy nhiên, dựa trên góc nhìn nếu VPB thực hiện trích lập mạnh trong 1 – 2 năm tới, giải quyết dứt điểm tài sản yếu kém, khi đó sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh về sau. Áp dụng phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư 3 giai đoạn, chúng tôi đưa ra mức định giá là 25,400 VND/cp, cao hơn 37.3% giá thị trường tại thời điểm định giá. Tuy nhiên, để kỳ vọng mức giá mục tiêu này như chúng tôi đã đề cập, sẽ cần khoảng thời gian từ 1 – 2 năm, sau khi VPB xử lý mạnh tay tài sản có vấn đề, cũng như phản ảnh những tác động từ chu kỳ kinh tế.

Bảng 2: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

VND Bil.	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
PAT	7,581.00	7,332.00	9,906.00	10,490.90	12,919.50
Residual income	2,469.26	1,149.98	2,028.80	1,208.60	2,147.97
Cost of Capital R	14.71%				
g	5.00%				
Terminal value	23,227.28				
Total present value (PV)	64,127.55				
VPB intrinsic value (VND/share)	25,347.2				

Nguồn: KBSV Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi giữ quan điểm lạc quan về sự tăng trưởng của tín dụng tiêu dùng trong dài hạn, dựa trên tỷ trọng thâm nhập còn thấp so với các quốc gia đang phát triển khác và nhu cầu tín dụng phi ngân hàng còn rất cao tại Việt Nam. Mặc dù mức độ cạnh tranh sẽ gia tăng đáng kể do sự xuất hiện của những đối thủ mới, nhưng FE Credit vẫn sẽ giữ vững vị thế số 1 của mình dựa vào lợi thế cạnh tranh lớn về quy mô hoạt động và cơ sở khách hàng, cũng như khả năng vận hành trên một quy mô lớn. Việc tập trung hơn vào quy trình quản trị rủi ro dựa trên công nghệ phân tích dữ liệu và tập dữ liệu sẵn có, chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản của FE Credit sẽ dần được cải thiện và tạo sự tin tưởng lớn hơn.

Ngoài ra, tại ngân hàng mẹ, VPB cũng đang cho thấy khả năng hoạt động tương đối ổn định, với sự tập trung chính vào tín dụng bán lẻ, cho vay các doanh nghiệp SMEs và tiêu dùng cá nhân (mua nhà, ô tô và thẻ tín dụng). Hoạt động ngân hàng số đang được chú trọng nhằm nâng cao tính tiện dụng và tạo nhiều giá trị gia tăng hơn cho khách hàng. Chúng tôi đánh giá VPB là 1 trong những ngân hàng đang làm tốt nhất ở phần này.

Đối với yếu tố chu kỳ, chúng tôi cho rằng nhìn chung các ngân hàng đều sẽ bị tác động. Tuy nhiên, mức độ tác động đến VPB sẽ không mạnh hơn nhiều so với trường hợp không có yếu tố chu kỳ, nhờ vào sự phân tán và chia nhỏ trong các khoản cho vay của VPB cũng như FE Credit. Bên cạnh đó, cơ sở vốn tốt (CAR cao và đòn bẩy thấp) cũng sẽ phần nào đảm bảo cho ngân hàng trước các cú sốc của nền kinh tế.

Cuối cùng, trên phương diện đầu tư, mặc dù đang có mức định giá P/B thấp tương đối trong ngành ngân hàng tại Việt Nam, nhưng chúng tôi cho rằng trong 1 – 2 năm tới, chưa thể kỳ vọng một mức định giá tốt hơn cho VPB, do lượng tài sản có vấn đề còn phải xử lý vẫn còn khá lớn, từ đó tác động không tốt đến kết quả kinh doanh của ngân hàng. Trong ngắn hạn có thể kỳ vọng những tác động tích cực từ việc VPB huy động thành công vốn qua phát hành trái phiếu trên thị trường quốc tế. Về dài hạn, nếu VPB thực hiện tốt việc giải quyết tài sản trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng mức định giá của VPB sẽ tốt hơn nhiều, như thể hiện ở phương pháp định giá chiết khấu lợi nhuận thặng dư. Chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ** đối với cổ phiếu VPB ở mức giá thị trường hiện tại.

PHỤ LỤC

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2016	2017	2018	Q1/2019
TỔNG TÀI SẢN	228,770.92	277,752.31	323,291.12	322,080.32
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1,727.36	2,574.28	1,855.47	2,503.80
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	2,982.59	6,460.80	10,828.57	3,527.20
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	9,388.91	17,520.03	16,571.49	8,637.91
Tiền gửi tại các TCTD khác	4,089.18	15,218.72	15,337.63	7,269.28
Cho vay các TCTD khác	5,300.46	2,302.04	1,233.86	1,368.63
Dự phòng rủi ro	-0.73	-0.73	0.00	0.00
Chứng khoán kinh doanh	2,952.21	1,424.85	4,202.41	4,243.65
Chứng khoán kinh doanh	2,953.77	1,424.85	4,240.74	4,258.69
Dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh	-1.56	0.00	-38.33	-15.04
Các công cụ tài chính phái sinh	0.00	0.00	0.00	22.88
Cho vay khách hàng	142,583.25	179,518.81	218,395.22	227,412.32
Cho vay khách hàng	144,673.21	182,666.21	221,962.00	231,458.18
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	-2,089.96	-3,147.40	-3,566.77	-4,045.86
Hoạt động mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00
Mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00
Dự phòng rủi ro hoạt động mua nợ	0.00	0.00	0.00	0.00
Chứng khoán đầu tư	55,339.99	53,558.05	51,926.42	54,948.18
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	51,948.66	50,384.79	49,417.16	52,960.25
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	4,136.20	4,151.13	3,564.93	2,752.96
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	-744.87	-977.87	-1,055.67	-765.03
Góp vốn, đầu tư dài hạn	222.93	152.51	190.65	171.99
Đầu tư vào công ty con	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn Góp liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư vào công ty liên kết	0.00	0.00	0.00	0.00
Đầu tư dài hạn khác	299.37	194.60	227.60	227.60
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	-76.44	-42.10	-36.95	-55.61
Tài sản cố định	624.20	808.49	1,963.10	1,953.31
Bất động sản đầu tư	27.16	0.00	0.00	0.00
Tài sản Có khác	12,922.33	15,734.51	17,357.78	18,659.08
Các khoản phải thu	5,588.81	8,539.53	10,482.28	11,361.08
Các khoản lãi, phí phải thu	4,165.58	3,812.02	4,427.77	4,506.81
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU				
Tổng nợ phải trả	211,593.39	248,056.60	288,541.05	285,900.41
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	1,103.69	26.02	3,781.34	21.65
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	28,835.90	38,063.85	54,231.45	39,855.25
Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác	13,437.11	7,834.38	21,145.19	6,980.16
Vay các tổ chức tín dụng khác	15,398.79	30,229.47	33,086.26	32,875.08
Tiền gửi của khách hàng	123,787.57	133,550.81	170,850.87	188,117.24
Các công cụ tài chính phái sinh	191.33	160.47	18.57	0.00
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của Chính phủ	1,389.79	328.78	329.65	325.18
Phát hành giấy tờ có giá	48,650.53	66,104.61	48,658.04	46,862.20
Các khoản nợ khác	7,634.60	9,822.08	10,671.13	10,718.90
Vốn chủ sở hữu	17,177.53	29,695.71	34,750.07	36,179.90
Vốn của tổ chức tín dụng	10,469.86	21,572.34	24,096.96	24,096.96
Vốn điều lệ	9,181.00	15,706.23	25,299.68	25,299.68
Vốn đầu tư XDCB	0.00	0.00	0.00	0.00
Thặng dư vốn cổ phần	1,288.86	5,866.11	1,289.00	1,289.00
Cổ phiếu Quỹ	0.00	0.00	-2,491.72	-2,491.72
Cổ phiếu ưu đãi	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn khác	0.00	0.00	0.00	0.00
Quỹ của tổ chức tín dụng	2,950.19	3,558.27	5,465.88	7,200.08
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0.00	0.00	0.00	7.95
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận chưa phân phối	3,757.47	4,565.11	5,187.23	4,874.91
CHỈ TIÊU NGOẠI BẢNG				
Nợ tiềm tàng	17,953.89	11,594.42	0.00	0.00
Thư tín dụng	6,356.32	0.00	13,880.64	15,277.57
Bảo lãnh tín dụng	11,597.57	11,594.42	0.00	0.00
Cam kết tín dụng	41,998.30	92,812.14	13,860.02	15,276.95

Kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2016	2017	2018	Q1/2019
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	25,631.12	34,133.37	40,280.21	11,377.00
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-10,463.26	-13,518.95	-15,578.64	-4,591.55
Thu nhập lãi thuần	15,167.86	20,614.43	24,701.58	6,785.45
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	2,114.83	3,210.07	3,818.80	1,130.35
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,261.91	-1,748.53	-2,206.30	-385.44
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	852.93	1,461.54	1,612.50	744.91
Lãi/(lỗ) từ ngoại hối, vàng	-318.96	-158.84	-103.75	-37.36
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-149.38	179.64	-56.82	2.53
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	91.87	339.48	250.06	169.06
Thu nhập từ hoạt động khác	1,450.89	3,208.78	5,363.87	390.31
Chi phí hoạt động khác	-232.32	-672.50	-682.61	-92.10
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,218.57	2,536.28	4,681.26	298.21
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	0.87	53.57	0.85	0.00
Tổng thu nhập hoạt động	16,863.76	25,026.09	31,085.66	7,962.79
Chi phí hoạt động	-6,621.35	-8,894.97	-10,633.92	-2,975.85
LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	10,242.41	16,131.12	20,451.74	4,986.95
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-5,313.09	-8,001.06	-11,253.23	-3,204.41
Tổng lợi nhuận trước thuế	4,929.31	8,130.06	9,198.51	1,782.54
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-994.27	-1,689.30	-1,842.94	-360.61
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0.00	0.00	0.00	-0.04
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-994.27	-1,689.30	-1,842.94	-360.65
Lợi nhuận sau thuế	3,935.05	6,440.77	7,355.57	1,421.88
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ đông của Công ty mẹ	3,935.05	6,440.77	7,355.57	1,421.88
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	4,485.00	4,564.00	3,025.00	n/a

Tóm tắt tình hình tài chính

	2015	2016	2017	2018
NII	10,353	15,168	20,614	24,702
TOI	12,066	16,864	25,026	31,086
Lợi nhuận sau thuế	2,396	3,935	6,441	7,356
Tổng tài sản	193,876	228,771	277,752	323,291
Vốn chủ sở hữu	13,389	17,178	29,696	34,750
Cho vay khách hàng	116,804	144,673	182,666	221,962
Tiền gửi khách hàng	130,271	123,788	133,551	170,851
Khả năng sinh lời				
NIM	6.34%	7.68%	8.79%	8.95%
Average Lending Interest	14.00%	15.30%	17.20%	16.90%
Average Funding Cost	4.90%	4.80%	5.10%	5.10%
ROAA	1.34%	1.86%	2.54%	2.45%
ROAE	21.42%	25.75%	27.48%	22.83%
Leverage ratio	14.5	13.3	9.4	9.3
Chất lượng tài sản				
NPL	2.69%	2.91%	3.39%	3.50%
LLR	55.38%	49.68%	50.76%	45.93%
LDR	70.20%	74.10%	77.80%	80.40%
Tỷ lệ nợ quá hạn	8.64%	8.41%	10.32%	8.76%
CPDPRRD/LN trước dự phòng	51.42%	51.87%	49.60%	55.02%
An toàn vốn				
CAR	11.04%	11.13%	11.63%	10.24%
Vốn CSH/Tổng TS	6.90%	7.52%	10.64%	10.75%
Khả năng thanh khoản				
LDR	70.20%	74.10%	77.80%	80.40%
Cho vay KHI/Huy động KH	89.66%	116.87%	136.78%	129.92%
Hiệu quả hoạt động				
CIR	47.2%	39.3%	35.5%	34.2%
Định giá				
BVPS	16,619	18,710	18,907	13,735
EPS	2,974	4,286	4,101	2,908
P/B	1.14	1.01	1.00	1.38
P/E	6.36	4.41	4.61	6.50

Nguồn: Fiiipro, KBSV

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

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

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

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

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn