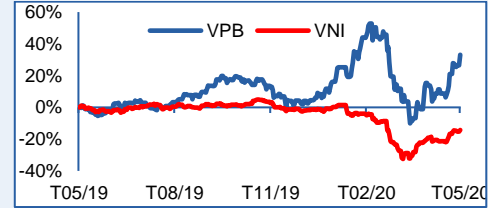




Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) [MUA +20,4%]

Cập nhật

Ngành:	Ngân hàng		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	19/05/2020	TT LN trước dự phòng	17,4%	8,5%	13,4%	12,0%
Giá hiện tại:	25.000VND	TT LNST	12,3%	-1,2%	30,8%	17,8%
Giá mục tiêu hiện tại:	30.100VND	TT EPS	11,7%	-0,8%	30,8%	17,8%
Giá mục tiêu trước đây:	35.000VND	NIM	9,39%	8,85%	8,97%	8,95%
		Nợ xấu	3,42%	3,30%	3,25%	3,15%
TL tăng:	+20,4%	CIR	34,0%	34,3%	34,3%	34,5%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/E	1,4x	1,2x	1,0x	0,8x
Tổng mức sinh lời:	+20,4%	P/B	7,4x	7,5x	5,7x	4,8x



			VPB	Peers	VNI
GT vốn hóa:	2,6 tỷ USD		6,7x	6,8x	13,7x
Room KN:	0,5tr USD	P/E (trượt)	1,4x	1,2x	1,9x
GTGD/ngày (30n):	5,0tr USD	P/B (hiện tại)	21,1%	20,8%	13,7%
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	2,4%	1,7%	2,4%
SL cổ phiếu lưu hành	2,438 tỷ	ROA			
Pha loãng	2,530 tỷ				

Tổng quan công ty:

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng là ngân hàng TMCP tại Việt Nam với 2 công ty con thuộc sở hữu 100% của ngân hàng: một công ty quản lý tài sản (VPBank AMC) và công ty tài chính tiêu dùng (FE Credit). VPB ghi nhận khoảng 50% LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất đến từ FE Credit trong năm 2018.

Điền Đức Minh Nghĩa
Chuyên viên cao cấp

Ngô Hoàng Long
Phó Giám đốc

FEC duy trì ổn định trong quý 1, sẽ tăng trưởng vào cuối 2020

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 14% và duy trì khuyến nghị MUA dành cho Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB). Mức giảm giá mục tiêu chủ yếu đến từ mức giảm 18% tổng thu nhập ròng dự báo trong giai đoạn 2020-2022. Trong báo cáo này, chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn thêm 1 điểm % lên 14,2% và cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2021.
- Mức giảm trong dự báo thu nhập ròng đến từ thu nhập từ lãi (NII) thấp hơn và dự phòng tỷ lệ xử lý nợ cao hơn trong năm 2020 và 2021 do dịch COVID-19.
- Thu nhập ròng dự báo 2020 của chúng tôi giảm 23% so với dự báo trước đây còn 8,2 nghìn tỷ đồng (-1,2% YoY) do (1) mức giảm 4% trong LN trước dự phòng và (2) mức tăng 14% trong chi phí dự phòng.
- Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ giảm 54 điểm cơ bản YoY từ mức cơ sở cao 2019 – nhưng duy trì ở mức cao 8,85% trong năm 2020 – chủ yếu đến từ mức giảm trong lợi suất tài sản sinh lãi (IEA).
- Chúng tôi dự phóng ROE trung bình giai đoạn 2020-2022 đạt 18,5% với ROA trung bình 2,4%. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của VPB là hấp dẫn với P/B 2020 đạt 1,2 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/B 1,4 lần, trong đó P/B tại ngân hàng mẹ là 1,0 lần dự phóng cho năm 2020.
- Rủi ro: gặp khó khăn kiểm soát chi phí tín dụng; rủi ro thực hiện trong việc gia tăng mảng thẻ tín dụng nhằm giảm tỷ trọng cho vay tiền mặt; dịch COVID-19 kéo dài có thể làm gia tăng nợ xấu.

Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng hợp nhất đạt đỉnh trong năm 2020, qua đó làm giảm gánh nặng chi phí cho tăng trưởng thu nhập ròng 2021. Chúng tôi giả định rằng các khoản vay tái cơ cấu do dịch COVID-19 sẽ không vượt quá 5% trong danh mục dự nợ hợp nhất. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ xử lý nợ sẽ đạt đỉnh trong năm 2020 đạt 5,4% trong khoản vay gộp (so với 4,9%/4,8% trong các năm 2019/2018) với phí dự phòng trong khoản vay gộp tăng lên 5,6% (so với 4,8% trong báo cáo cập nhật và 5,3%/5,1% trong năm 2019/2018). Do tỷ lệ xử lý nợ cao, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bao phủ nợ xấu năm 2020 đạt 52%. Mức giảm trong chi phí tín dụng trong năm 2021 – trong bối cảnh VPB đã hoàn thành dự phòng cho VAMC – sẽ giúp hỗ trợ tỷ trọng lợi nhuận trong tổng thu nhập từ HĐKD (TOI), theo quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng thu nhập ròng 2021 sẽ đạt 31% YoY.

Mảng tài chính tiêu dùng tiếp tục duy trì ổn định trong quý 1 khi giảm sự tập trung vào các khách hàng mới chưa từng tiếp cận dịch vụ ngân hàng; các quý tới nhiều khả năng sẽ đối mặt với một số thách thức trong bối cảnh tháng 4 trùng lặp với gian đoạn áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội. Diễn biến gia tăng cơ sở khách hàng tài chính tiêu dùng mới trong vài năm qua là một tài sản trong quý 1/2020 khi FEC phản ứng bởi dịch COVID-19 bằng việc dừng giải ngân cho các khách hàng mới chưa từng tiếp cận dịch vụ ngân hàng, khiến chúng tôi giảm giả định tăng trưởng cho vay của FEC

năm 2020 từ 13% còn 10%. Giả định xử lý nợ của chúng tôi năm 2020 cho rằng một số biến động trong chất lượng tín dụng trong vài quý tới, nhưng không giống các ngân hàng truyền thống, chúng tôi cho rằng các tác động đến FEC sẽ chỉ xuất hiện trong năm 2020 thay vì kéo dài sang năm 2021, do thời hạn các vay ngắn tại FEC. Mô hình kinh doanh của FEC sau quý 1/2020 vẫn được duy trì.

Các NĐT nước ngoài đã nhanh chóng mua lại room nước ngoài còn trống, đạt đỉnh 14 triệu USD ngày 06/05. Tính đến ngày 19/05, room nước ngoài còn trống của VPB chỉ còn 500.000 USD.

Báo cáo Tài chính

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Thu nhập lãi	49.875	53.930	60.478	67.243
Chi phí lãi vay	(19.204)	(21.252)	(23.625)	(26.045)
Thu nhập lãi thuần	30.670	32.678	36.853	41.198
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	2.792	3.018	3.622	4.237
Thu nhập ngoài lãi khác	2.893	3.973	4.514	5.108
Tổng thu nhập ngoài lãi	5.685	6.991	8.136	9.346
Tổng thu nhập từ HĐKD	36.356	39.669	44.989	50.544
Chi phí ngoài lãi	(12.344)	(13.607)	(15.431)	(17.438)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(12.344)	(13.607)	(15.431)	(17.438)
LN từ HĐKD trước dự phòng	24.012	26.063	29.558	33.106
Chi phí dự phòng	(13.688)	(15.858)	(16.208)	(17.385)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	10.324	10.205	13.350	15.721
Thuế	(2.064)	(2.040)	(2.669)	(3.143)
LN ròng	8.260	8.165	10.681	12.578
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	0	0	0	0
LN ròng được chia	8.260	8.165	10.681	12.578
Số CP lưu hành	2.447	2.438	2.438	2.438
EPS (VND)	3.376	3.349	4.382	5.160
DPS (VND)	0	0	0	0

TỶ LỆ (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng cho vay	16,1	9,4	13,6	12,5
Tăng trưởng tiền gửi	25,2	11,0	13,0	13,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	17,0	9,1	13,4	12,3
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	17,4	8,5	13,4	12,0
Tăng trưởng LNST	12,3	-1,2	30,8	17,8
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	4,76	4,76	4,76	4,76
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	3,42	3,30	3,25	3,15
Dự phòng thất thoát vốn vay (LLR)	46,4	52,6	52,3	53,7
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	5,32	5,64	5,07	4,83
Thanh khoản				
CAR theo BASEL I	11,1	11,5	12,1	12,7
Cho vay/ tiền gửi quy định	79,8	80,3	81,0	80,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền và tiền đương tiền	2.459	2.696	3.037	3.422
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	3.454	5.712	6.334	7.055
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	20.098	20.157	20.640	18.924
Đầu tư ngắn hạn	69.202	79.441	87.319	100.258
Cho vay khách hàng	253.100	276.432	314.275	353.682
Chứng khoán đầu tư - HTM	1.094	432	170	67
Đầu tư dài hạn	164	170	162	153
Tài sản và trang thiết bị	1.923	2.019	2.120	2.226
Tài sản khác	25.710	27.570	27.495	28.782
Tổng tài sản	377.204	414.628	461.551	514.570
Nợ NHNN	19	21	24	27
Huy động và vay liên ngân hàng	50.868	50.983	53.532	56.208
Vốn cho vay và ủy thác khác	292	258	229	202
Tiền gửi khách hàng	213.950	237.484	268.357	303.243
Công cụ tài chính khác	46	0	0	0
Giấy tờ có giá	57.600	62.208	65.318	68.584
Nợ khác	12.220	12.587	12.964	13.353
Vốn CSH của cổ đông	42.210	51.087	61.128	72.951
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tổng nợ và vốn CSH	377.204	414.628	461.551	514.570

TỶ LỆ (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Khả năng sinh lời				
NIM	9,39	8,85	8,97	8,95
Lợi suất tài sản sinh lãi	15,27	14,61	14,73	14,61
Chi phí huy động	6,40	6,31	6,40	6,39
Chi phí / thu nhập	34,0	34,3	34,3	34,5
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	8,76	8,25	8,41	8,44
Dự phòng	-3,91	-4,01	-3,70	-3,56
NIM sau dự phòng	4,85	4,25	4,71	4,88
Thu nhập ngoài lãi	1,62	1,77	1,86	1,91
Chi phí hoạt động	-3,52	-3,44	-3,52	-3,57
Thuế	-0,59	-0,52	-0,61	-0,64
ROAA	2,36	2,06	2,44	2,58
Tổng tài sản trên vốn cổ phần	9,1	8,5	7,8	7,3
ROAE	21,5	17,5	19,0	18,8

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Điền Đức Minh Nghĩa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.