

VPB – NĂM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 30/09/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	23.750
KLGD TB 10 ngày	5.326.551
Vốn hoá (tỷ đồng)	57.896
Số lượng CPLH	2.437.748.366

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lương Văn Hoàn
lvhoan@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 7186

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh: 6T.2020, lợi nhuận trước thuế của VPB đạt 6.584 tỷ đồng (+51,6% yoy). Đóng góp chính vào tăng trưởng là ngân hàng mẹ với 4.190 tỷ đồng LNTT (+88,3% yoy nếu loại trừ cổ tức của FE-Credit).

Triển vọng: Tín dụng ngân hàng mẹ tăng trưởng 13,3% trong H1.2020. Với việc chấp nhận mức độ rủi ro cao và nguồn vốn chủ sở hữu dồi dào, chúng tôi kỳ vọng VPB có thể duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong các năm tiếp theo.

Ngoài ra, Thương vụ bán vốn cổ phần FE-Credit vẫn có khả năng tiếp tục trong tương lai. Nếu thành công, VPB sẽ thu được một nguồn vốn lớn cho ngân hàng mẹ và giảm rủi ro tổng thể cho ngân hàng hợp nhất.

Rủi ro: với tỷ lệ nợ tái cơ cấu ở mức 10,5%, việc một phần dư nợ này không thể hồi phục và chuyển thành nợ xấu sau khi thông tư 01 kết thúc là khó tránh khỏi. Riêng tỷ lệ tài sản tiềm ẩn rủi ro ở công ty tài chính FE-Credit cũng tăng mạnh với 19,3% nợ quá hạn và 7% nợ tái cơ cấu.

Ngoài ra, luật đầu tư sửa đổi quy định cấm hoạt động dịch vụ đòi nợ thuê từ 01/01/2021 có thể ảnh hưởng mạnh tới hoạt động của FE-Credit.

Khuyến nghị: VPB có mô hình hoạt động hiệu quả và năng động. Nhờ đó, ngân hàng thu được thành quả tốt trong giai đoạn kinh tế vĩ mô ổn định và tăng trưởng. Tuy nhiên chiến lược kinh doanh tập trung vào phân khúc khách hàng rủi ro khiến cho ngân hàng phải chịu rủi ro tín dụng cao trong giai đoạn kinh tế khó khăn như hiện tại và lợi nhuận của VPB dự báo suy giảm trong 2021.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu VPB với giá trị hợp lý là **24.851 đồng/cổ phiếu..**

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	20.614	24.702	30.670	31.263
Thu ngoài lãi	4.412	6.384	5.685	6.374
Tổng thu nhập hoạt động	25.026	31.086	36.356	37.637
Chi phí hoạt động	8.895	10.634	12.344	11.619
Dự phòng rủi ro	8.001	11.253	13.688	13.724
Lợi nhuận trước thuế	8.130	9.199	10.324	12.294
NIM	8,6%	8,7%	9,3%	8,4%
Số dư VAMC (sau trích lập)	3.232	2.371	0	0
ROE	27,5%	22,8%	21,5%	21,5%
CIR	35,5%	34,2%	34,0%	30,9%
CAR	12,6%	11,2%	11,1%	na
Tỷ lệ nợ xấu chính thức	3,4%	3,5%	3,4%	3,5%
LLCR	50,8%	45,9%	46,4%	44,0%
CASA	14,8%	13,2%	12,9%	11,9%

Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp và dự phóng

KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT 6T.2020

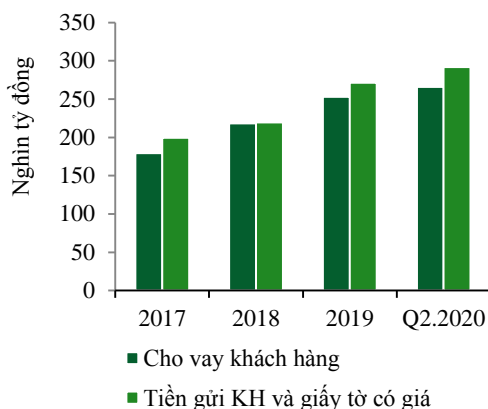
Lợi nhuận 6T.2020 tiếp tục tăng trưởng nhanh tuy nhiên chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm.

KQKD 6T.2020: lợi nhuận trước thuế của VPB đạt 6.584 tỷ đồng (+51,6% yoy). Tổng thu nhập đạt 18.854 tỷ đồng (+12,0% yoy) với sự tăng trưởng tốt tới từ khoản thu nhập mua bán chứng khoán. Đóng góp chính vào tăng trưởng là ngân hàng mẹ với 4.190 tỷ đồng LNTT (+88,3% yoy nếu loại trừ cổ tức của FE-Credit). **Tỷ trọng đóng góp lợi nhuận của ngân hàng mẹ 6T.2020 tăng lên 64% từ mức 56% năm 2019.**

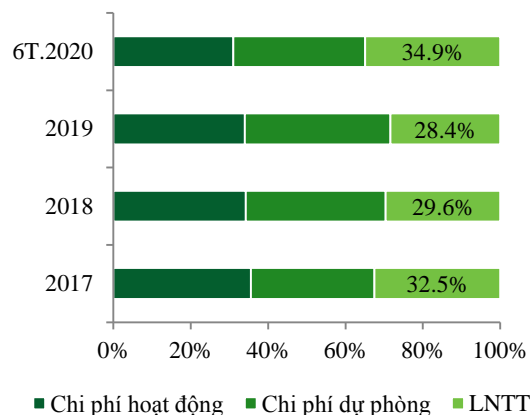
Cho vay khách hàng của VPB hợp nhất đạt 266 nghìn tỷ đồng (+5% ytd). Cơ cấu cho vay duy trì với 22% dư nợ đóng góp bởi FE-Credit và 78% dư nợ của ngân hàng mẹ.

Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá ghi nhận mức 292 nghìn tỷ đồng (+7% ytd). Trong đó, 236 nghìn tỷ đồng là từ tiền gửi của khách hàng (chiếm ~81% trên tổng huy động vốn), còn lại 54 nghìn tỷ đồng là giấy tờ có giá. Tỷ lệ CASA giảm xuống mức 11,8%.

Cho vay khách hàng- Huy động hợp nhất



Cơ cấu tổng thu nhập hợp nhất



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

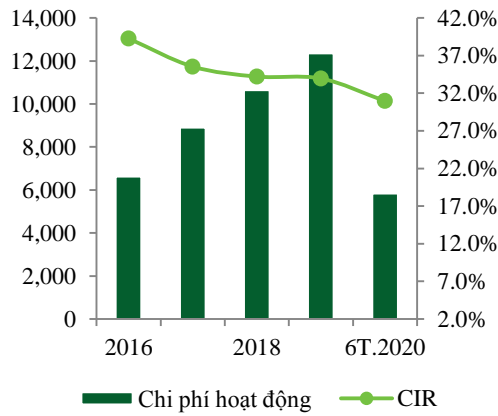
Tổng thu nhập hoạt động đạt 18.845 tỷ (+12,0% yoy), bao gồm:

- (1) Thu nhập lãi thuần ghi nhận 15.721 tỷ đồng (+ 8,8% yoy). NIM ghi nhận mức sụt giảm đến từ cả ngân hàng mẹ và FE-Credit chủ yếu do tác động của việc không được phép ghi nhận lãi dự thu từ các khoản nợ tái cơ cấu.
- (2) Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 3.132 tỷ đồng (+31,6% yoy), mức tăng trưởng tốt có được do VPB ghi nhận lợi nhuận lớn đến từ hoạt động mua bán trái phiếu và một phần do VPB ghi nhận mức thu nhập ngoài lãi thấp vào H1.2019.

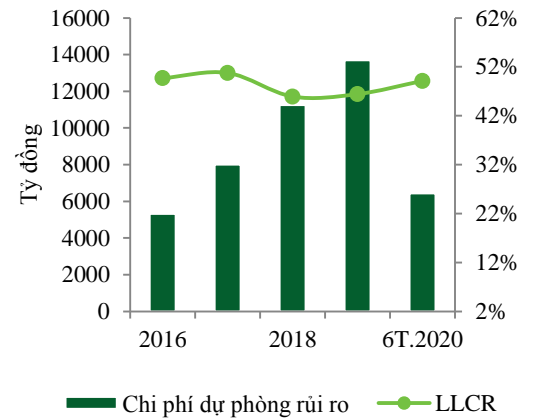
Chi phí hoạt động ghi nhận 5.838 tỷ đồng (-3,0% yoy) và 2020 là năm thứ 3 liên tiếp VPB thực hiện chiến lược cắt giảm chi phí hoạt động.

ROE trailing 4 quý của VPB đạt 23,6%, giảm nhẹ so với năm 2019 và ROA trailing 4 quý của ngân hàng cũng đạt 2,7%, tương đương năm 2019.

Chi phí hoạt động hợp nhất



Dự phòng rủi ro hợp nhất



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

Chất lượng tài sản xấu đi và trích lập dự phòng chưa ở mức thận trọng.

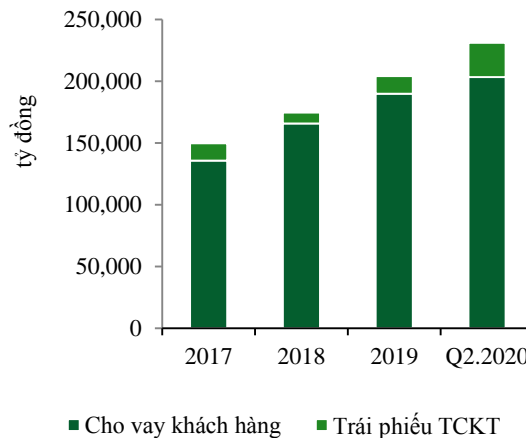
Mặc dù khi nhận sự sụt giảm của nợ xấu nội bảng nhưng VPB hiện có tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo thông tư 01 ở nhóm cao nhất ngành: tính tới giữa tháng 09.2020, lượng nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 của toàn hệ thống ngân hàng đạt 321 nghìn tỷ đồng, tương đương 3,9% tổng dư nợ toàn nền kinh tế. Với chiến lược tập trung vào cho vay nhóm khách hàng rủi ro cao, tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 của VPB cao hơn trung bình ngành và ở mức **10,5%** tổng dư nợ cuối Q2.2020. Không loại trừ khả năng tỷ lệ nợ tái cơ cấu của ngân hàng tiếp tục tăng trong các quý còn lại của năm 2020.

NGÂN HÀNG MẸ VPBANK

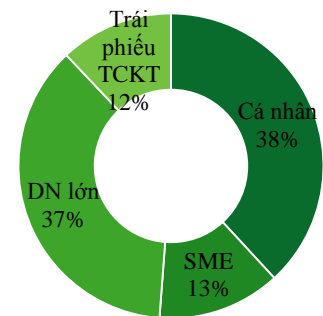
Tăng trưởng tín dụng duy trì tích cực nhờ nhóm khách hàng doanh nghiệp BĐS và Xây dựng:

Tăng trưởng tín dụng cao nhờ tăng cường đầu tư Trái phiếu doanh nghiệp: tín dụng ngân hàng mẹ tăng 13,3% sau 6 tháng đầu năm 2020 với dư nợ trái phiếu doanh nghiệp tăng gấp đôi lên mức 27.831 tỷ đồng.

Danh mục tín dụng VPB mẹ



Cơ cấu danh mục tín dụng NH mẹ Q2.2020



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

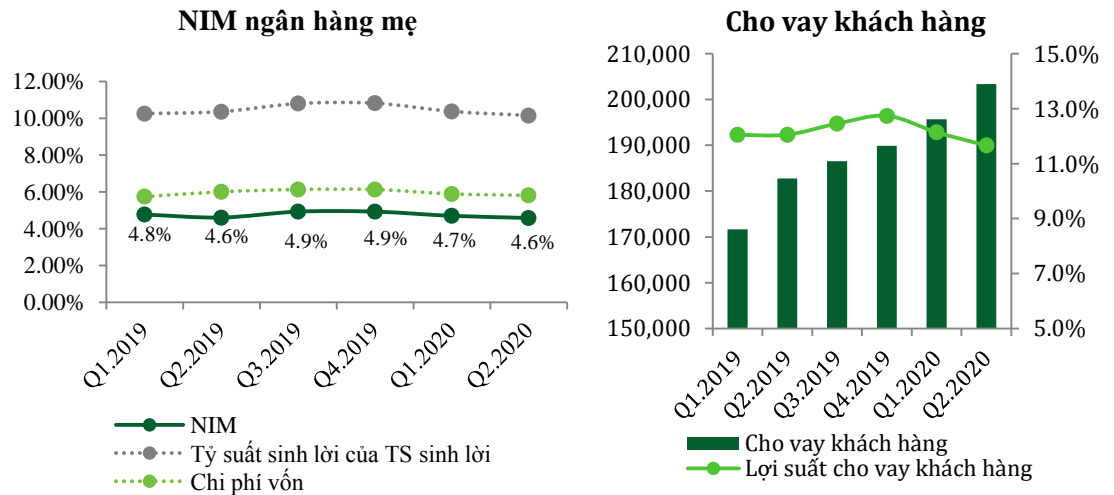
Về cơ cấu danh mục tín dụng theo nhóm khách hàng: KHCN chiếm 38%, khách hàng doanh nghiệp SME chiếm 13%, còn lại là khách hàng DN lớn và TPDN.

Về cơ cấu theo ngành nghề, dư nợ cho vay doanh nghiệp BĐS chiếm 28.142 tỷ đồng (13.6% cho vay KH) và dư nợ doanh nghiệp xây dựng chiếm 23.499 tỷ đồng (11,4% cho vay KH). Tỷ lệ cho vay nhóm doanh nghiệp này tăng 3,2% so với năm 2019. Ngoài ra, lượng trái phiếu doanh nghiệp tăng lên của VPB có cấu phần lớn là của khách hàng doanh nghiệp BĐS. Tỷ trọng dư nợ tín chấp suy giảm nhẹ xuống mức 14%.

Lợi suất ghi nhận danh mục cho vay khách hàng suy giảm nhanh:

Q2.2020, lợi suất danh mục cho vay khách hàng VPB đạt 11,7%, giảm mạnh so với mức 12,7% cuối năm 2019. Lãi suất cho vay suy giảm nhanh do ngân hàng không được ghi nhận lãi dự thu từ dư nợ tái cơ cấu cùng với việc lãi suất đầu ra giảm xuống khi lãi suất huy động đầu vào giảm xuống.

NIM ngân hàng mẹ giảm từ 4,9% cuối năm 2019 xuống 4,6% vào Q2.2020. Chi phí vốn của VPB giảm từ 6,1% xuống 5,8% phần lớn nhờ vào việc sớm giảm được lãi suất ghi nhận của danh mục huy động tiền gửi khách hàng.

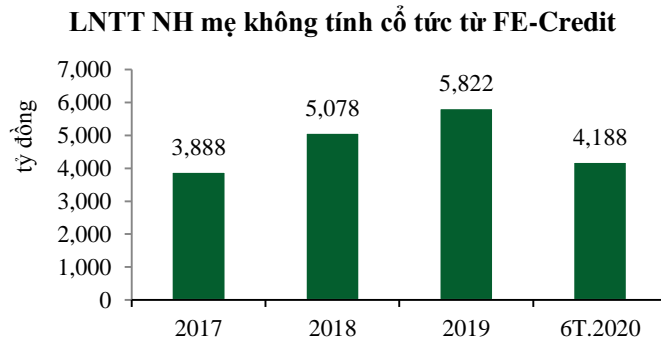


Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh tuy nhiên chi phí trích lập chưa ở mức thận trọng.

Ngân hàng mẹ VPB ghi nhận lợi nhuận trước thuế 4.188 tỷ đồng 6T.2020 (+88,3% yoy nếu loại trừ cổ tức của FE-Credit).

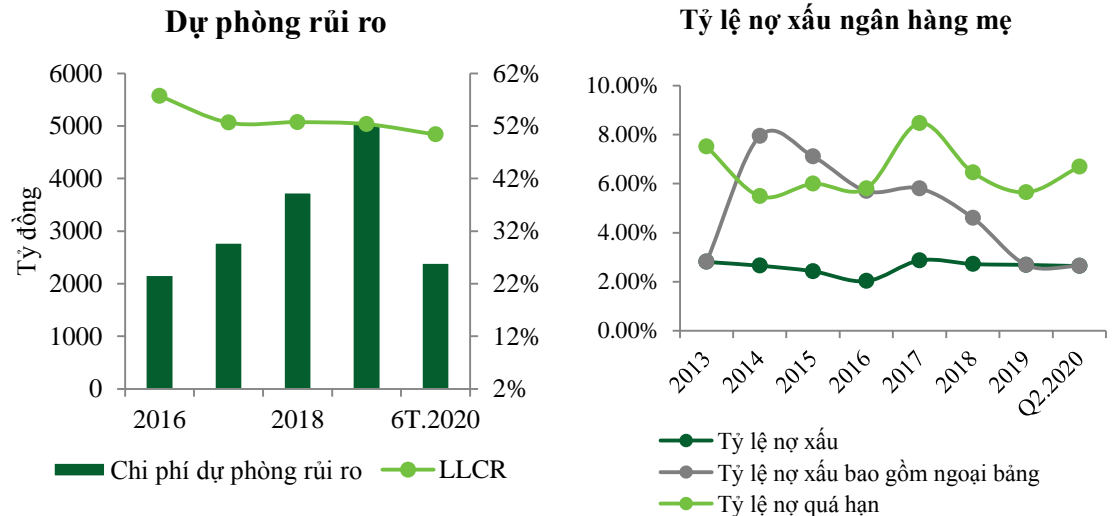
Tổng thu nhập hoạt động đạt 9.776 tỷ đồng (+24.6% yoy). Trong đó, thu nhập lãi thuần của VPB mẹ ghi nhận 6.849 tỷ đồng (+17,4% yoy) và thu nhập ngoài lãi đạt 2.927 tỷ đồng (+45,3% yoy).



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

6T.2020, dự phòng rủi ro của ngân hàng mẹ VPB ở mức 2.397 tỷ đồng (+0,5% yoy), tỷ lệ LLCR suy giảm nhẹ xuống mức 50%. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ nhóm 2 của ngân hàng tăng nhanh lên mức 4,3% thể hiện rủi ro nợ xấu có thể gặp phải trong các quý tiếp theo.

Chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản của toàn ngành nói chung và VPB nói riêng có sự suy giảm cho rằng chất lượng tài sản của toàn ngành nói chung và VPB nói riêng đã hoàn thành trích lập dự phòng dự nợ từ VAMC trong năm 2019, nhờ đó có nhiều dư địa để dành nguồn lực cho việc xử lý nợ xấu phát sinh mới trong giai đoạn sau dịch bệnh.



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có thể suy giảm trong H2.2020 do tác động của nợ tái cơ cấu: với tỷ lệ nợ tái cơ cấu cao ở mức 10,5% danh mục cho vay, VPB sẽ bị ảnh hưởng ở cả 2 khía cạnh là thu nhập lãi thuần và chi phí trích lập dự phòng. Ngoài ra, mức tăng trưởng sẽ chậm lại rõ rệt khi không còn yếu tố lợi nhuận cùng kỳ 2019 thấp như trong 6 tháng đầu năm.

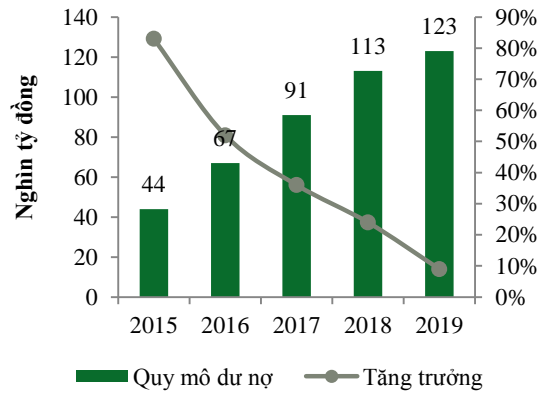
CÔNG TY TÀI CHÍNH FE-CREDIT

Phân khúc thị trường tài chính tiêu dùng ngoài ngân hàng tăng trưởng chậm lại.

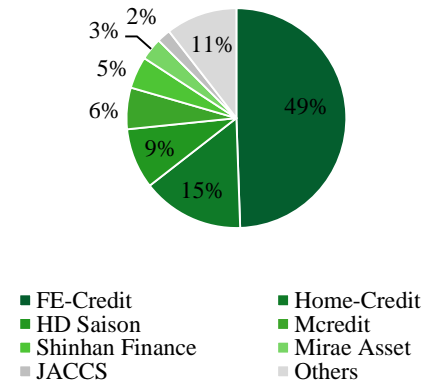
Quy mô thị trường tài chính tiêu dùng ngoài ngân hàng đạt 123 nghìn tỷ đồng năm 2019 (+9% yoy) và gần như không có tăng trưởng trong 6T.2020.

Tốc độ tăng trưởng chậm lại đáng kể cộng với việc số lượng khách hàng thuộc phân khúc này đã lên tới gần 10 triệu người cho thấy thị trường đã bước qua giai đoạn khai phá khách hàng mới. Tăng trưởng tín dụng các năm tiếp theo sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào nhu cầu thực tế tăng lên của khách hàng.

Quy mô thị trường tài chính tiêu dùng ngoài ngân hàng



Thị phần tài chính tiêu dùng ngoài ngân hàng 2019

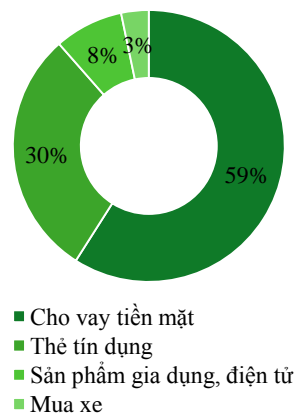


Nguồn: Fiinpro, FE-Credit, VCBS tổng hợp

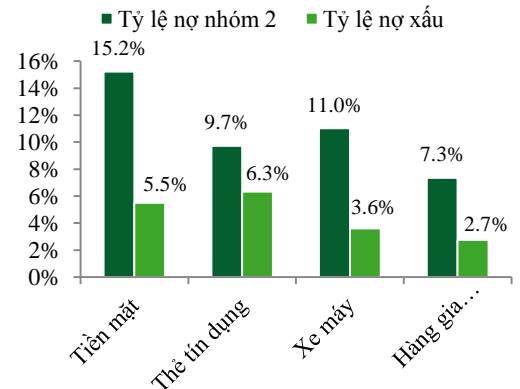
Cơ cấu dư nợ tập trung nhiều vào sản phẩm cho vay tiền mặt.

Trong cơ cấu dư nợ của FE-Credit, sản phẩm cho vay tiền mặt chiếm 59% tổng dư nợ, sản phẩm cho vay thẻ tín dụng (dành cho khách hàng có lịch sử tín dụng tốt và có thể dùng để rút tiền mặt) chiếm 30%, còn lại là sản phẩm cho vay mua hàng gia dụng điện tử và cho vay mua xe.

Cơ cấu dư nợ FE-Credit Q2.2020



Tỷ lệ nợ xấu theo sản phẩm của FE-Credit Q2.2020



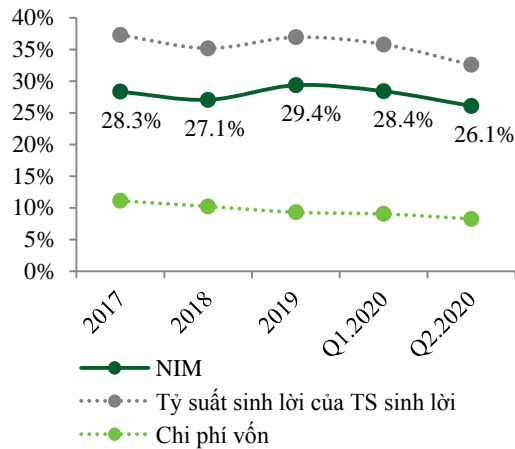
Nguồn: FE-Credit, VCBS tổng hợp

Với việc quy mô thị trường các sản phẩm cho vay hàng điện máy, gia dụng và cho vay mua xe khá nhỏ nên việc tăng trưởng tín dụng của FE-Credit chủ yếu dựa vào sản phẩm cho vay tiền mặt và thẻ tín dụng. Mức lãi suất trung bình của sản phẩm này khá cao lên tới >40%/năm.

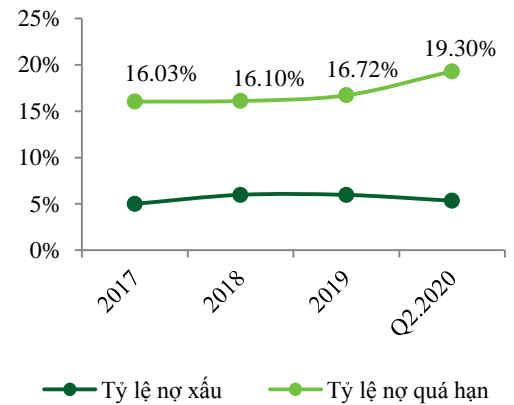
Tỷ lệ tài sản xấu tăng nhanh: Q2.2020, FE-Credit ghi nhận tỷ lệ nợ quá hạn tăng lên mức 19,3% và tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo thông tư 01 ở mức 7% dư nợ.

Lượng tài sản xấu tăng nhanh khiến cho tỷ suất sinh lời của tài sản suy giảm mạnh xuống mức 32,6%. Biên lãi thuần NIM giảm xuống 26,1% từ mức 29,4% cuối năm 2019.

NIM



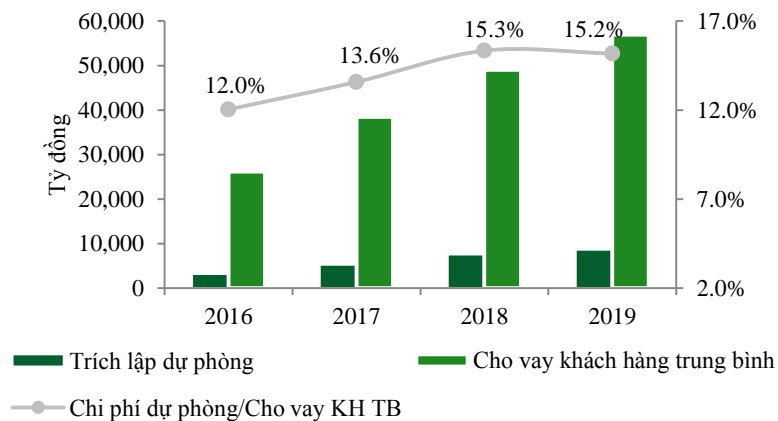
Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: FE-Credit, VCBS tổng hợp

Với đặc tính mô hình kinh doanh tập trung vào phân khúc khách hàng rủi ro cao, FE-Credit phải thực hiện trích lập mạnh mẽ với chi phí dự phòng hàng năm lên tới 15% dư nợ cho vay. Chúng tôi cho rằng với đặc điểm đặc thù của phân khúc, khâu thu hồi nợ là khâu rất quan trọng đối với FE-Credit, có ảnh hưởng trực tiếp tới tỷ lệ trích lập dự phòng của công ty và FE-Credit đã thực hiện tương đối tốt ở mảng này trong quá khứ.

Dự phòng rủi ro FE-Credit



Nguồn: FE-Credit, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

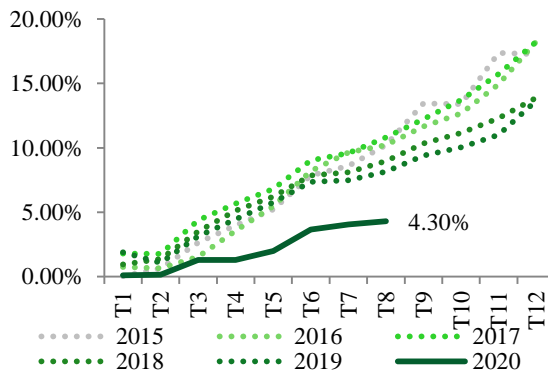
Triển vọng ngành ngân hàng 2020.

Tăng trưởng tín dụng đạt 4,3% sau 8 tháng, chậm hơn mức tăng 8,2% cùng kỳ năm 2019. Đáng chú ý, dư nợ nhóm khách hàng cá nhân chỉ tăng 2,3% so với mức tăng 6,1% của nhóm doanh nghiệp lớn sau 6T.2020. Sự thận trọng trong hoạt động cho vay của các ngân hàng thể hiện rõ hơn ở phân khúc doanh nghiệp SME khi tín dụng chỉ tăng 1% so với đầu năm.

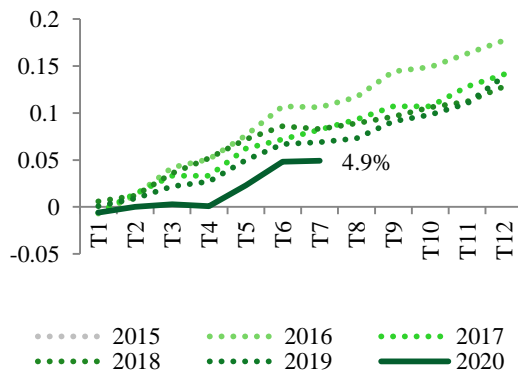
Phân khúc KH SME cũng được các ngân hàng chú trọng trong thời gian qua bên cạnh phân khúc KHCN vì chi pháp áp tính hệ số rủi ro thấp khi tính CAR theo thông tư 41, tuy nhiên phân khúc này lại

có nhiều rủi ro tiềm ẩn trong giai đoạn kinh tế bất ổn như hiện tại.

Tăng trưởng tín dụng ytd



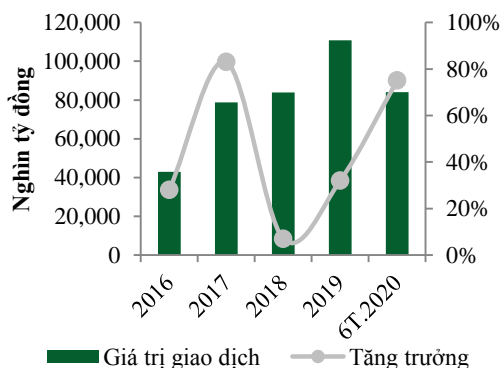
Tăng trưởng huy động ytd



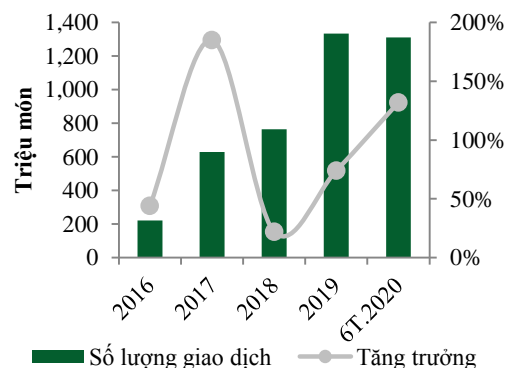
Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Điểm sáng tăng trưởng thanh toán không tiền mặt: số lượng giao dịch thanh toán chuyển khoản đạt 1.311 triệu món 6T.2020 (+132% yoy). Giá trị giao dịch chuyển khoản cũng tăng mạnh 75% lên 84 triệu tỷ đồng.

Giá trị giao dịch chuyển khoản



Số lượng giao dịch chuyển khoản



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Hoạt động thanh toán chuyển khoản được đẩy nhanh là kết quả của việc các ngân hàng giảm phí hỗ trợ giao dịch theo lời kêu gọi của NHNN nhằm hạn chế lây lan virus qua hoạt động thanh toán tiền mặt. Hành vi khách hàng thay đổi là yếu tố tích cực tạo tiền đề tăng thu nhập từ phí cho các ngân hàng trong tương lai.

Rủi ro nợ xấu gia tăng: theo báo cáo gửi chính phủ của ngân hàng nhà nước, dư nợ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19 là 2 triệu tỷ đồng, tương đương 23% dư nợ toàn hệ thống ngân hàng. Theo Thông tư 01/2020/NHNN, các khoản nợ xấu thuộc các khách hàng có (1) doanh thu và thu nhập giảm do tác động của dịch Covid-19 và (2) thời hạn trả nợ gốc hoặc lãi từ ngày 23/01 đến tối đa 90 ngày sau khi Thủ tướng công bố hết dịch sẽ được tái cơ cấu và giữ nguyên nhóm nợ với thời hạn tối đa 12 tháng.

Tính tới ngày 16/09/2020, lượng dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 tăng lên chiếm 3,9% tổng dư nợ toàn nền kinh tế so với mức 2,0% cuối Q2.2020. Trong trường hợp xấu, một tỷ lệ lớn dư nợ tái cơ cấu sẽ trở thành nợ xấu và các ngân hàng có thể mất tới 3 – 5 năm để xử lý. Điểm tích cực là sức khỏe của các ngân hàng đã tốt hơn rất nhiều so với giai đoạn trước khi nhiều ngân hàng đã hoàn thành trích lập

VAMC cũng như có tỷ lệ nợ xấu nội bảng thấp.

Nợ tái cơ cấu nhiều sẽ tác động tới ngân hàng từ 2 phía bao gồm (1) giảm thu nhập lãi thuần và (2) tăng chi phí trích lập dự phòng trong tương lai nếu khách hàng không thể khôi phục hoạt động sản xuất kinh doanh. Tỷ lệ nợ tái cơ cấu có sự phân hóa mạnh mẽ giữa các ngân hàng do có chất lượng tài sản và chiến lược hướng tới các phân khúc khách hàng khác nhau. Ngoài ra, những ngân hàng thận trọng trích lập dự phòng sớm sẽ ít phải chịu áp lực về chi phí trích lập trong các năm tiếp theo.

TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO VPB

Triển vọng VPB 2020.

Các kỳ vọng chính cho triển vọng của VPB như sau:

- (1) Tín dụng ngân hàng mẹ tăng trưởng 13,3% trong H1.2020, tốt hơn nhiều so với mức tăng trưởng của toàn hệ thống. Với việc chấp nhận mức độ rủi ro cao và nguồn vốn chủ sở hữu dồi dào, chúng tôi kỳ vọng VPB có thể duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong các năm tiếp theo.
- (2) Thương vụ bán vốn cổ phần FE-Credit đang tạm dừng trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19, tuy nhiên chúng tôi cho rằng thương vụ vẫn có khả năng tiếp tục trong tương lai và nếu thành công thì VPB sẽ thu được một nguồn vốn lớn cho ngân hàng mẹ và tỷ trọng đóng góp của lĩnh vực tài chính tiêu dùng giảm xuống giúp giảm rủi ro tổng thể cho ngân hàng hợp nhất.

VPB sẽ phải đối mặt với các rủi ro bao gồm:

- (1) Rủi ro nợ xấu: với tỷ lệ nợ tái cơ cấu ở mức 10,5%, việc một phần dư nợ này không thể hồi phục và chuyển thành nợ xấu sau khi thông tư 01 kết thúc là không thể tránh khỏi. Ước lượng dựa trên công bố của NHNN về dư nợ tiềm ẩn rủi ro, chúng tôi sử dụng giả định 25% dư nợ tái cơ cấu sẽ trở thành nợ xấu sau khi Thông Tư 01 hết hiệu lực. Ngoài ngân hàng mẹ thì tỷ lệ tài sản tiềm ẩn rủi ro ở công ty tài chính FE-Credit cũng tăng mạnh và có thể khiến cho việc trích lập của công ty phải diễn ra mạnh mẽ hơn trong giai đoạn tiếp theo.
- (2) VPB có mức chi phí vốn cao ở mức 5,85% 6T.2020, tỷ lệ CASA suy giảm còn 12%. Khoảng cách chi phí vốn cao giữa VPB và các ngân hàng lớn khác là một điểm trừ trong dài hạn của ngân hàng.
- (3) Rủi ro hoạt động thu hồi nợ FE-Credit: như đã nhận định, hoạt động thu hồi nợ là một trong những hoạt động quan trọng đối với các công ty cho vay tài chính tiêu dùng. Luật đầu tư sửa đổi quy định cấm hoạt động dịch vụ đòi nợ thuê từ 01/01/2021 có thể ảnh hưởng mạnh tới hoạt động của FE-Credit khi đây hiện đang là một phương thức thu hồi nợ được sử dụng nhiều ở công ty.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng FE-Credit:

Dự phóng FE-Credit của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng thấp đạt 1% trong năm 2020.
- (2) Lợi suất sinh lời của danh mục cho vay suy giảm xuống mức 34,0%.
- (3) Tỷ lệ nợ tái cơ cấu chuyển thành nợ xấu cao và ảnh hưởng tới lợi nhuận của FE-Credit trong vòng 2 năm.
- (4) Tỷ lệ CIR giảm xuống mức 28% từ mức 30% năm 2019.

Như vậy, chúng tôi ước tính FE-Credit có thể đạt 3.884 tỷ đồng LNTT trong năm 2020 (-13,5% yoy).

Dự phóng hợp nhất:

Các giả định trong dự phóng ngân hàng mẹ bao gồm:

- (1) Tăng trưởng cho vay khách hàng đạt 14,3%.
- (2) Lợi suất sinh lời của danh mục cho vay suy giảm từ mức 12,3% năm 2019 xuống 11,4%.
- (3) Chúng tôi thận trọng giả định việc Thông tư 01 sẽ hết ảnh hưởng vào năm 2021 và VPB đầu ghi nhận nợ xấu nội bảng gia tăng nhanh từ Q2.2021. Tỷ lệ nợ tái cơ cấu chuyển thành nợ xấu sau khi TT01 hết hiệu lực là 25%.
- (4) Tỷ lệ CIR giảm nhẹ xuống mức 41,7%.

Như vậy, chúng tôi ước tính VPB có thể đạt **11.625 tỷ đồng LNTT hợp nhất trong năm 2020 (+14,7% yoy)** tương đương EPS đạt 3.746 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 20.070 đồng/cổ phiếu.

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	Tăng trưởng	2020F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	24.702	30.670	24,2%	30.975	1,0%
Tổng thu nhập hoạt động	31.086	36.356	17,0%	36.995	1,8%
Dự phòng rủi ro	-11.253	-13.688	21,6%	-13.941	1,9%
Lợi nhuận trước thuế	9.199	10.324	12,2%	11.625	12,6%
ROE	22,8%	21,5%		20,4%	

Nguồn: VCBS ước tính

Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh là các ngân hàng tương đồng để thực hiện việc định giá:

Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/E	P/B	ROE
BIDV	BID	146.804	19,3	2,2	13%
VietinBank	CTG	71.489	9,1	1,3	13%
Techcombank	TCB	60.027	7,4	1,2	18%
MBBank	MBB	38.342	5,8	1,1	22%
Ngân hàng Á Châu	ACB	33.255	8,4	1,6	25%
HDBank	HDB	19.318	7,4	1,5	22%
Ngân hàng Tiên Phong	TPB	14.168	5,8	1,3	26%
VIBBank	VIB	13.214	6,8	1,6	27%
Liên Việt Post Bank	VPB	6.305	7,3	0,8	14%
Trung vị			7,40	1,30	21%

Do VPB có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) thấp hơn trung bình nhóm ngân hàng so sánh, chúng tôi thực hiện điều chỉnh vốn chủ sở hữu với các giả định LLCR và chi phí trích lập có thể phát sinh cho tương ứng với các mẫu so sánh.

Sử dụng số nhân P/B trung vị 1,30x, mức định giá hợp lý của VPB năm 2020 là 24.308 đồng/cổ phiếu

Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH 13,96% và Persistent Factor 90%:

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	42.210	50.777	58.082	64.063	73.263	81.447	90.785
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	8.260	9.476	8.124	9.461	13.008	14.823	16.124
Lợi nhuận yêu cầu		5.892	7.088	8.108	8.943	10.227	11.370

Thu nhập thặng dư	3.584	1.035	1.353	4.065	4.596	4.754
Giá trị hiện tại của Terminal Value						11.386
Tổng giá trị hiện tại						64.247
Số lượng CPLH (triệu cp)						2.530
Giá trị hiện tại cp VPB						25.395

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý là 24.851 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng. Giá hợp lý cho cổ phiếu VPB là 24.851 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B với BVPS điều chỉnh	24.308	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	25.395	50%
Giá hợp lý	24.851	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: NẮM GIỮ

VPB có mô hình hoạt động hiệu quả và năng động. Nhờ đó, ngân hàng thu được thành quả tốt trong giai đoạn kinh tế vĩ mô ổn định và tăng trưởng. Tuy nhiên chiến lược kinh doanh tập trung vào phân khúc khách hàng rủi ro khiến cho ngân hàng phải chịu rủi ro tín dụng cao trong giai đoạn kinh tế khó khăn như hiện tại và lợi nhuận của VPB dự báo suy giảm trong 2021.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu VPB với giá trị hợp lý là **24.851 đồng/cổ phiếu**.

PHỤ LỤC

BÁO CÁO KQKD HỢP NHẤT (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi	34.133	40.280	49.875	51.927
Chi phí lãi	-13.519	-15.579	-19.204	-20.951
Thu nhập lãi thuần	20.614	24.702	30.670	30.975
Thu nhập ngoài lãi	4.412	6.384	5.685	6.020
Tổng thu nhập hoạt động	25.026	31.086	36.356	36.995
Chi phí hoạt động	-8.895	-10.634	-12.344	-11.429
Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước DPRRTD	16.131	20.452	24.012	25.566
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-8.001	-11.253	-13.688	-13.941
Tổng lợi nhuận trước thuế	8.130	9.199	10.324	11.625
Chi phí thuế TNDN	-1.689	-1.843	-2.064	-2.149
LNST	6.441	7.356	8.260	9.476
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	6.441	7.356	8.260	9.476

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN HỢP NHẤT (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F
Tiền mặt, vàng, đá quý	2.574	1.855	2.459	2.305
Tiền gửi tại NHNN	6.461	10.829	3.454	3.843
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	17.520	16.571	20.098	22.450
Cho vay khách hàng	182.666	221.962	257.184	285.152
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	179.519	218.395	253.100	280.706
Chứng khoán	55.135	56.319	70.460	82.092
Tài sản có khác	16.543	19.321	27.633	30.202
Tổng tài sản	277.752	323.291	377.204	421.598
Tiền gửi khách hàng	133.551	170.851	213.950	242.017
Tiền gửi KKH của TCTD và KBNN	108	5.523	118	150
Tiền gửi CKH của TCTD và vay NHNN	37.982	52.490	50.769	55.213
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	66.594	49.006	57.937	60.006
Các khoản nợ khác	9.822	10.671	12.220	13.435
Tổng nợ phải trả	248.057	288.541	334.994	370.821
Vốn điều lệ	15.706	25.300	25.300	25.300
Thặng dư vốn cổ phần	5.866	1.289	693	693
Cổ phiếu quỹ	0	-2.492	-2.696	-2.696
Chênh lệch tỷ giá và đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Quỹ của TCTD	3.558	5.466	7.107	8.889
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	4.565	5.187	11.806	18.591
Tổng vốn chủ sở hữu	29.696	34.750	42.210	50.777
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	277.752	323.291	377.204	421.598

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng
Phân tích & Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn
Trưởng Bộ phận
Phân tích doanh nghiệp
mdtuan@vcbs.com.vn

Lương Văn Hoàn
Chuyên viên Phân tích
lvhoan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giang Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giang Võ, Phường Giang Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
Phòng Giao dịch Tây Hồ	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
Phòng Giao dịch Hoàng Mai	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (+84-296) 3949 843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-274) 3855 771