

Ngân Hàng

Cập Nhật

Ngày 14, tháng 5, 2020

Khuyến nghị

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu (12T, VND)

23,700

Giá hiện tại (14/05/20, VND)

23,650

Lợi nhuận kỳ vọng

0,2%

LNST (20F, tỷ)	7.573
Kỳ vọng thị trường (20F, tỷ)	8.671
Tăng trưởng EPS (20F, %)	8,3
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	3,0
P/E (20F, x)	7,6
P/E thị trường (20F, x)	13,2
VN INDEX	832
Vốn hóa (VND tỷ)	57.653
SLCP lưu hành (triệu)	2.438
Tỷ lệ CP trôi nổi (%)	72,7
Sở hữu NĐTNN (%)	23,2
Beta (12M)	1,2
Thấp 52 tuần	16.000
Cao 52 tuần	29.300

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	11,0	10,5	25,1
Tương đối	2,6	28,1	39,8



Mirae Asset (Việt Nam)

[Ngân Hàng]

Nguyen Nguyen

+84-028-3910-2222 (#322)

nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

Ngân Hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB VN)

Gặp nhiều áp lực từ dịch bệnh

Giới thiệu

Được thành lập từ năm 1993, ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) ban đầu chú trọng vào phân khúc ngân hàng bán buôn. Sau đó, cùng với các ngân hàng tư nhân khác, VPB đã chuyển hướng sang khai thác mảng ngân hàng bán lẻ sau gần hai thập kỷ hoạt động không có nhiều đặc sắc. Kể từ 2010, VPB tái cấu trúc mạnh mẽ danh mục cho vay của ngân hàng mẹ (VPBP) cũng như thành lập công ty tài chính tiêu dùng FE Credit (FEC) – công ty chiếm xấp xỉ một nửa thị phần của thị trường tài chính tiêu dùng Việt Nam vào giữa năm 2019.

Tóm tắt KQKD 1Q20

Trong 1Q20, tài sản VPB tiếp tục tăng mạnh lên 393 nghìn tỷ (+4,2% QoQ). Tổng danh mục tín dụng (loại trừ cho vay liên ngân hàng và tiền gửi tại NHNN) đạt 289 nghìn tỷ, tăng 8% QoQ, chiếm 73% tổng tài sản VPB. Tài sản sinh lời (IEA) tăng 5,4% QoQ, đạt 362 nghìn tỷ. Nhìn chung, tài sản của VPB tiếp tục được cơ cấu theo chiến lược rủi ro cao – lợi nhuận cao. Tỷ trọng cho vay và chứng khoán trong tài sản sinh lời tăng lên 96% cuối 1Q20.

Biên lãi thuần tăng 18 điểm cơ bản (bps), đạt 9,6% nhờ vào: 1/ lãi từ danh mục cho vay tăng; 2/ lãi thuần từ danh mục chứng khoán giảm được bù đắp bởi việc tăng tỷ trọng chứng khoán trong cơ cấu tài sản sinh lời; 3/ chi phí huy động chỉ tăng nhẹ nhờ huy động được từ cả nguồn vốn giá rẻ như vay liên ngân hàng.

Doanh thu thuần từ các hoạt động bất thường tăng đột biến trong khi doanh thu từ các nghiệp vụ chính như cho vay và dịch vụ giảm. Thu nhập lãi thuần giảm 2,7% QoQ xuống 8 nghìn tỷ là một điểm đáng lưu ý trong bối cảnh tín dụng tăng cao. Doanh thu thuần từ hoạt động dịch vụ (NSI) giảm nhẹ. Thu nhập thuần khác (NOI) tăng mạnh 175% YoY, giúp cho LNTT của VPB trong quý 1 tăng mạnh với 63% YoY lên 2,9 nghìn tỷ.

Điểm nhấn và rủi ro

Các điểm nhấn đầu tư chính của VPB bao gồm: 1/ NIM cao và ổn định; 2/ chi phí tín dụng giảm dần; 3/ cắt giảm chi phí hoạt động. Tuy nhiên, cổ phiếu VPB cũng có nhiều rủi ro như: 1/ chi phí dự phòng vẫn ở mức cao; 2/ dịch bệnh sẽ ảnh hưởng xấu đến vấn đề nợ xấu, chi phí cho nợ xấu, cũng như nhu cầu tín dụng (đặc biệt là tín dụng tiêu dùng) sẽ giảm; 3/ tăng trưởng của thị trường tín dụng tiêu dùng có vẻ chậm lại trong thời gian gần đây; 4/ việc tìm đối tác chiến lược cho FEC cũng gặp nhiều khó khăn bởi dịch bệnh, vì vậy khả năng là VPB sẽ không có một khoản thu nhập bất thường lớn trong năm 2020.

Định giá

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ mua xuống năm giữ đối với cổ phiếu VPB. Như đã phân tích thì ngân hàng sẽ gặp khá nhiều khó khăn trong năm 2020 do ảnh hưởng từ dịch COVID-19 cũng như tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch quanh mức 1,2 lần giá trị sổ sách, cao hơn mức bình quân của các ngân hàng thương mại khác (trừ VCB và BID). Giá mục tiêu mới là 23.700VNĐ/cp, tương đương với mức P/B dự phóng là 1,2x.

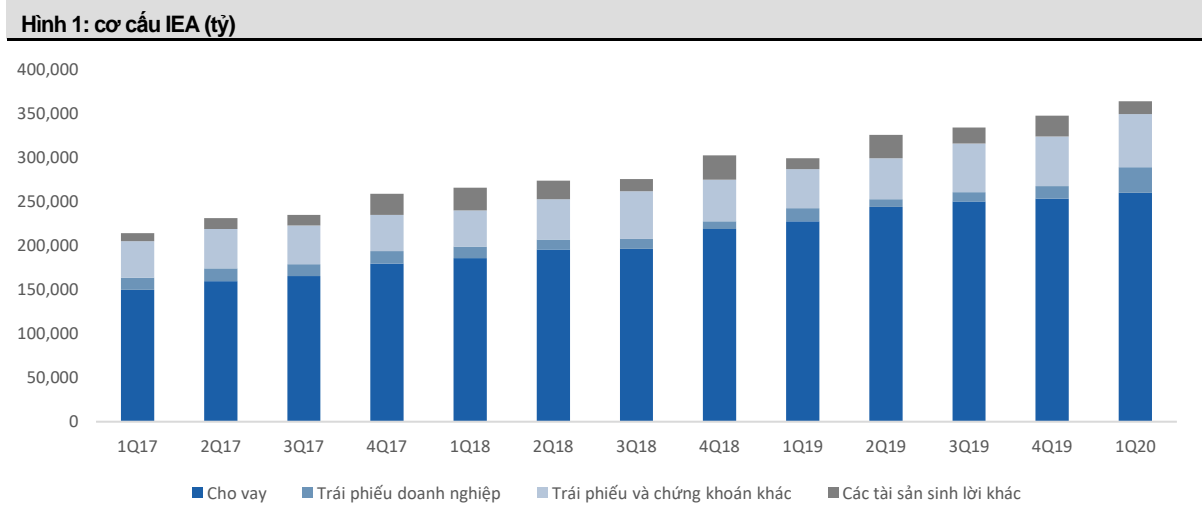
Năm tài chính	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (VND tỷ)	24,702	30,670	30,621	32,451	35,202
Thu nhập khác (VND tỷ)	6,384	5,685	5,711	6,306	6,750
Tổng thu nhập thuần (VND tỷ)	9,199	10,324	9,465	11,472	12,966
LNST (VND tỷ)	7,356	8,260	7,573	9,179	10,374
EPS (VND)	2,994	3,388	3,107	3,765	4,256
P/E (x)	7.1	8.0	8.3	8.4	8.3
Giá trị sổ sách CP (VND)	14,145	17,315	20,383	24,101	28,303
P/B (x)	1.5	1.2	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	22.8	21.5	16.5	16.9	16.2

Nguồn: dữ liệu công ty, Bloomberg, MAS VN dự phóng

Analysts who prepared this report are registered as research analysts in Korea but not in any other jurisdiction, including the U.S.

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX I AT THE END OF REPORT.

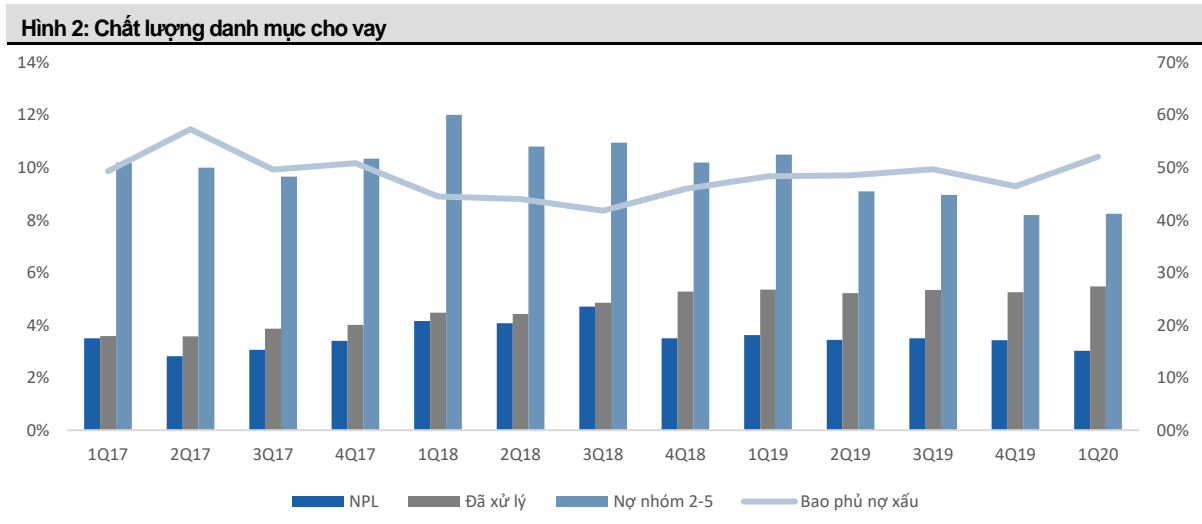
Ngân hàng hợp nhất (VPB) – 1Q20



Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

Mặc dù dịch bệnh đã tác động mạnh lên nền kinh tế trong quý 1, tài sản VPB vẫn tiếp tục tăng mạnh lên 393 nghìn tỷ (+4,2% QoQ). Tổng danh mục tín dụng (loại trừ cho vay liên ngân hàng và tiền gửi tại NHNN) đạt 289 nghìn tỷ, tăng 8% QoQ, chiếm 73% tổng tài sản VPB. Tài sản sinh lời tăng 5,4% QoQ, đạt 362 nghìn tỷ. Nhìn chung, tài sản của VPB tiếp tục được cơ cấu theo chiến lược rủi ro cao – lợi nhuận cao. Tỷ trọng cho vay và chứng khoán trong tài sản sinh lời tăng lên 96% cuối 1Q20.

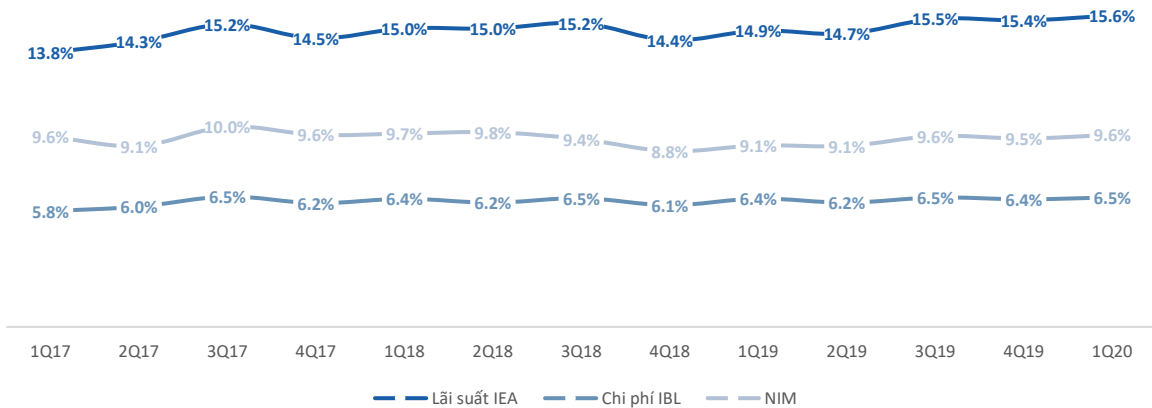
Rủi ro tín dụng tập trung của VPB tăng lên khi danh mục tín dụng tập trung vào cho vay và trái phiếu doanh nghiệp. Cho vay doanh nghiệp tăng 5,4% QoQ lên 108,5 nghìn tỷ, chiếm 84% lượng giải ngân cho vay mới trong quý 1. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp nắm giữ tăng gần gấp đôi lên 29 nghìn tỷ.



Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

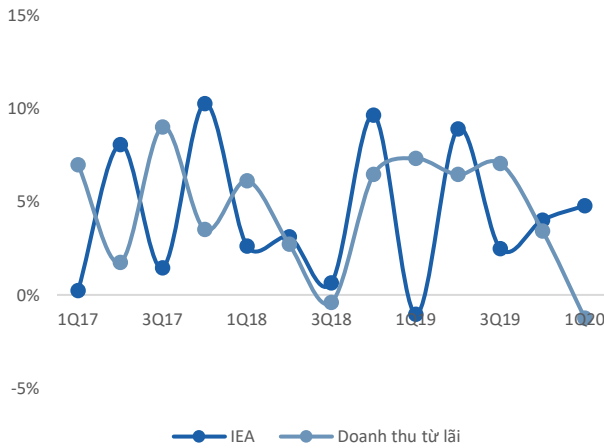
Chất lượng danh mục cho vay có phần cải thiện, tuy tỷ lệ bao phủ nợ xấu có phần cải thiện nhưng vẫn thấp so với các ngân hàng tương đương. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm xuống 3% từ mức 3,4%, tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ nhóm 2 ổn định ở mức 8,2%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng từ 46,4% trong năm 2019 lên 52% vào cuối quý 1, nằm trong nhóm có tỷ lệ thấp nhất các ngân hàng niêm yết. Trái với các ngân hàng có lợi nhuận cao khác, VPB vẫn chưa thực sự thận trọng, ví dụ như VCB đã tăng tỷ lệ bao phủ nợ xấu từ 182% lên mức 240%. Như vậy cho thấy VPB vẫn theo đuổi mục tiêu thể hiện lợi nhuận báo cáo cao thay vì thận trọng trích lập dự phòng cho các trường hợp xấu có thể xảy ra.

Hình 3: Lợi suất danh mục tín dụng, Chi phí huy động, và NIM

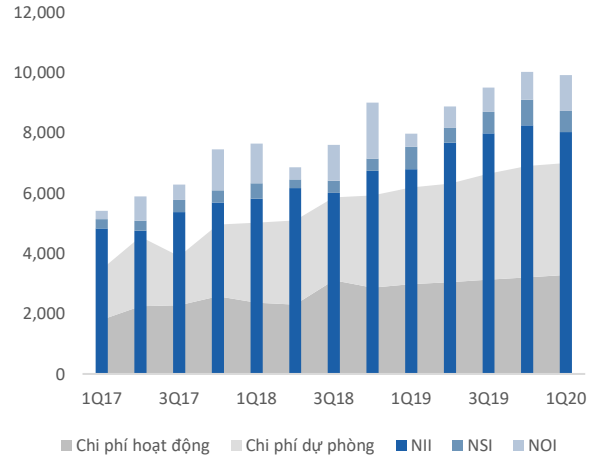


Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research
 Chú thích: IBL: nguồn vốn huy động chịu lãi

Hình 4: Tăng trưởng tài sản sinh lãi và thu nhập từ lãi (tỷ)



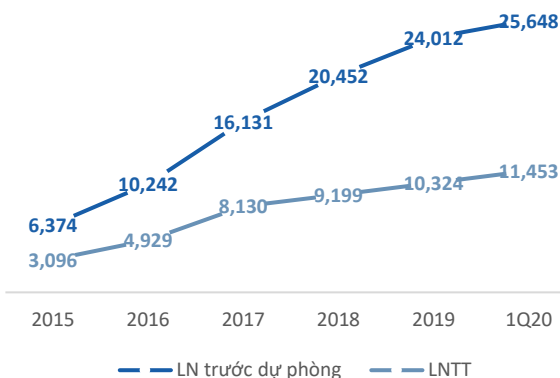
Hình 5: thu nhập và chi phí (tỷ)



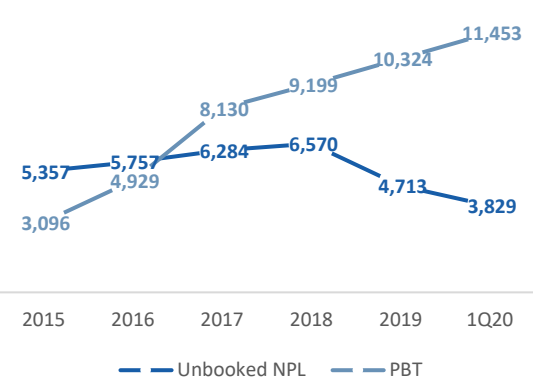
Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

Biên lãi thuần tăng 18 điểm cơ bản (bps), đạt 9,6% nhờ vào: 1/ lãi từ danh mục cho vay tăng; 2/ lãi thuần từ danh mục chứng khoán giảm được bù đắp bởi việc tăng tỉ trọng chứng khoán trong cơ cấu tài sản sinh lãi; 3/ chi phí huy động chỉ tăng nhẹ nhờ huy động được từ các nguồn vốn giá rẻ như vay liên ngân hàng.

Hình 6: Lợi nhuận trước và sau dự phòng



Hình 7: lợi nhuận và nợ xấu chưa trích lập

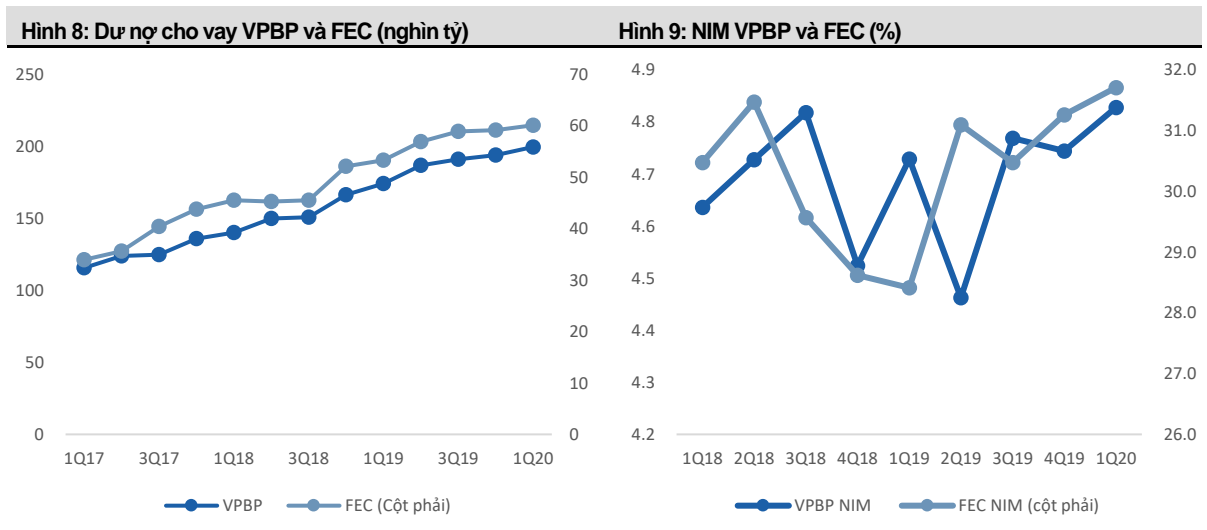


Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research
 Lưu ý: số liệu 1Q20 được tính dựa trên kết quả 12T

Đến hết quý 1, doanh thu thuần từ các hoạt động bất thường tăng đột biến trong khi doanh thu từ các nghiệp vụ chính như cho vay và dịch vụ giảm. Thu nhập lãi thuần giảm 2,7% QoQ xuống 8 nghìn tỷ là một điểm đáng lưu ý trong bối cảnh tín dụng tăng cao. Doanh thu thuần từ hoạt động dịch vụ (NSI) giảm nhẹ. Thu nhập thuần khác (NOI) tăng mạnh 175% YoY, giúp cho LNTT của VPB trong quý 1 tăng mạnh với 63% YoY lên 2,9 nghìn tỷ.

Ngân hàng mẹ (VPBP) và FE Credit (FEC)

Các chỉ số của FEC được chúng tôi tính toán dựa trên số liệu báo cáo hợp nhất và riêng lẻ của ngân hàng. Vì vậy, kết quả sẽ có một vài sự khác biệt so với số liệu của FEC đưa ra. Tuy nhiên, sai số sẽ không quá lớn vì hoạt động cũng như cơ cấu tài sản của công ty quản lý tài sản VPB AMC là tương đối nhỏ.

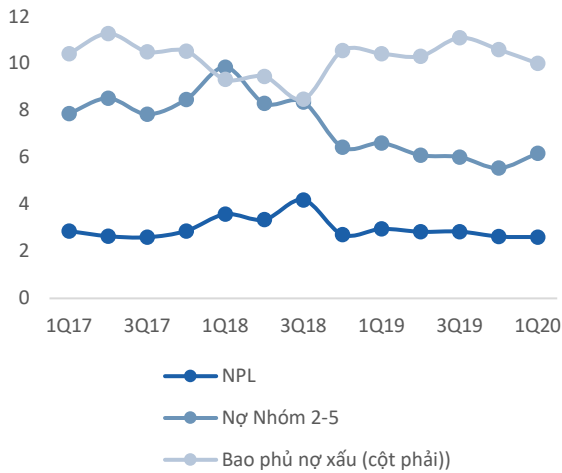


Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research
 Lưu ý: chúng tôi điều chỉnh các khoản mua bán nợ giữa VPBP và FEC

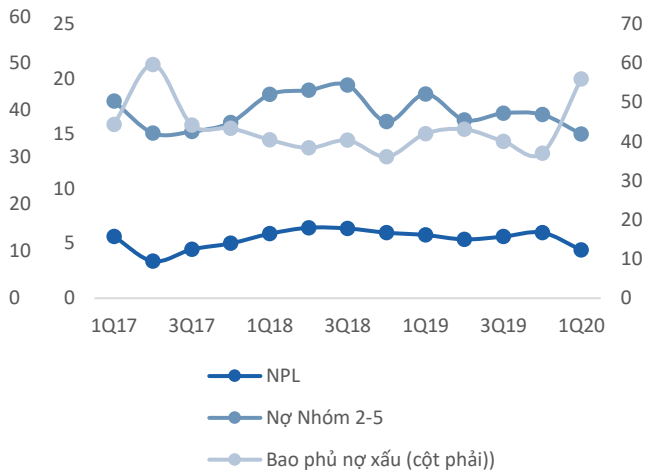
Tăng trưởng danh mục cho vay của cả VPBP và FEC là tương đối thấp trong quý 1 với tăng trưởng lần lượt 2,9% QoQ và 1,6% QoQ. Tăng trưởng cho vay chậm trong quý 1 tác động bởi các yếu tố như: 1/ hạn chế cho vay mới nhóm khách hàng cá nhân và SME – các đối tượng được xác định là bị ảnh hưởng từ dịch bệnh – để phòng ngừa rủi ro nợ xấu tăng cao ; 2/ giảm hạn mức tín dụng đã cấp hoặc hủy hạn mức đối với các khách hàng không giao dịch (vay nợ) thường xuyên; 3/ tăng cường tín dụng cho các nhóm khách hàng không bị ảnh hưởng bởi dịch và có cơ cấu tài chính lành mạnh. Vì vậy, tỉ lệ khách hàng cá nhân và SME trong cơ cấu tín dụng của VPBP giảm từ 54% trong năm 2019 xuống còn 51% trong 1Q20. Ngoài ra, dịch bệnh cũng đã bước đầu ảnh hưởng đến hoạt động của công ty tài chính, giải ngân của FEC trong quý 1 chỉ đạt 14,7 nghìn tỷ, giảm 15% QoQ hay 25% YoY.

Các tỉ lệ thanh khoản của ngân hàng vẫn được duy trì tốt trong quý đầu tiên của năm. Tỉ lệ cho vay trên tiền gửi của ngân hàng mẹ giảm từ 72,4% xuống còn 71,9% trong quý 1, thấp hơn nhiều so với mức trần mới của các ngân hàng thương mại là 85%. Tỉ lệ huy động ngắn hạn trên cho vay trung và dài hạn vẫn giữ ở mức thấp là 28,7%, thấp hơn mức trần là 40% sẽ bắt đầu áp dụng vào đầu quý 4 năm nay. Tỉ lệ an toàn vốn (CAR) ổn định ở mức 11,14% (+3bps QoQ) theo thông tư 41, đây là mức cao so với các ngân hàng niêm yết khác.

Hình 10: chất lượng danh mục cho vay VPBP



Hình 12: chất lượng danh mục cho vay FEC



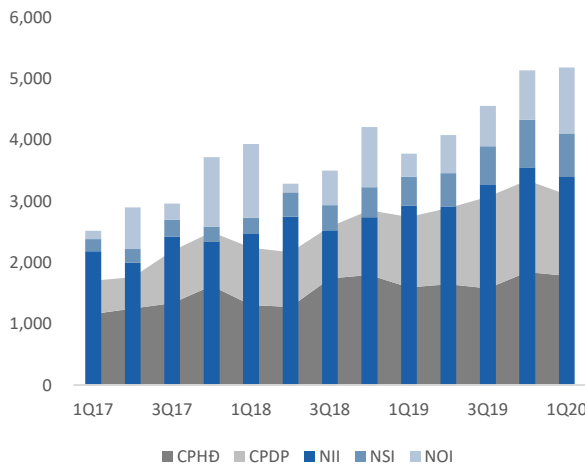
Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

Vì được dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn trong HĐKD, nên VPB đã cố gắng cải thiện chất lượng tài sản của FEC. NPL và tỉ lệ nợ xấu bao gồm nợ nhóm 2 của FEC giảm lần lượt xuống 4,4% và 15%, các tỉ lệ này trong năm 2019 là 6% và 16,7%. Chi phí tín dụng tăng nhẹ lên mức 14,6%, tăng 0,2%p.

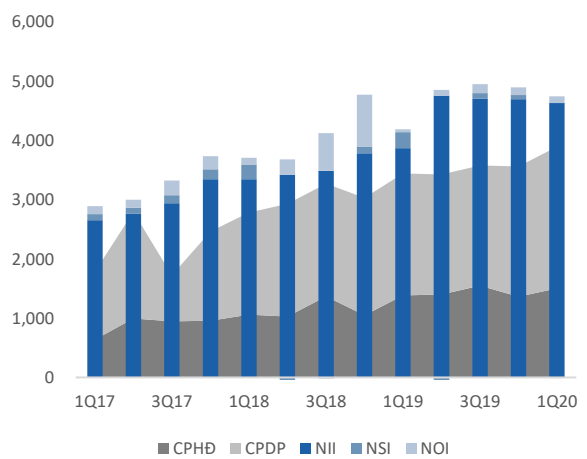
Ở chiều ngược lại, chất lượng tài sản ngân hàng mẹ có phần giảm sút. NPL đi ngang ở mức 2,6%, trong khi nợ nhóm 2 tăng làm tỉ lệ nợ dưới nhóm 1 tăng 0,7%p QoQ lên mức 6,2%. Tỉ lệ bao phủ nợ xấu giảm 3%p QoQ xuống còn 50%.

Nhìn chung thì NIM của nhóm ngân hàng vẫn chưa gặp quá nhiều áp lực trong quý 1. NIM của ngân hàng mẹ tăng nhẹ ở mức 9bps QoQ lên 4,8%. Đồng thời, NIM của FEC tăng 45bps QoQ lên 31,7% nhờ giảm chi phí huy động.

Hình 12: thu nhập và chi phí VPBP (tỷ)



Hình 13: thu nhập và chi phí FEC (tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

Bảng 1: Tóm tắt kết quả quý 1

(%)	Consolidation			Parent (**)			FEC (**)		
	1Q19	1Q20	YoY (%p)	1Q19	1Q20	YoY (%)	1Q19	1Q20	YoY (%)
Tăng trưởng IEA (YTD)	-1,0	4,8	5,8	-2,2	5,5	7,7	4,4	1,4	-3,0
Tăng trưởng cho vay (YTD)	4,1	2,6	-1,6	4,7	2,9	-1,8	2,3	1,6	-0,7
Lợi suất IEA	14,9	15,6	0,8	10,1	10,6	0,5	36,4	38,7	2,3
Tăng trưởng IBL (YTD)	-1,0	4,1	5,1	-2,2	5,5	7,7	6,1	-3,0	-9,1
Tăng trưởng tiền gửi (YTD)				10,4	0,6	-9,8			
CASA				9,8	12,4	2,6			
Chi phí vốn vay	6,4	6,5	0,1	5,7	6,1	0,4	10,2	8,9	-1,3
Chênh lệch lãi suất	8,4	9,1	0,7	4,4	4,5	0,1	26,2	29,8	3,6
NIM	8,4	9,1	0,7	4,7	4,8	0,1	28,4	31,7	3,3
NPL	3,6	3,0	-0,6	3,0	2,6	-0,3	5,8	4,4	-1,4
Nợ nhóm 2-5	10,4	8,2	-2,1	7,9	6,2	-1,7	18,6	15,0	-3,7
Bao phủ nợ xấu	48,3	52,0	3,7	52,1	50,0	-2,1	42,0	56,0	14,0
(VND bn)									
NII	6.785	8.021	18,2	2.921	3.393	16,1	3.864	4.629	19,8
NSI	513	695	35,6	473	707	49,4	271	-12	-104,5
NOI	1.315	1.189	-9,6	381	1.077	182,7	52	113	118,3
Tổng thu nhập	7.636	9.906	29,7	3.775	5.176	37,1	4.187	4.729	12,9
Chi phí hoạt động	2.364	3.283	38,8	1.593	1.779	11,6	1.383	1.504	8,8
Lợi nhuận trước dự phòng	5.271	6.623	25,6	2.182	3.398	55,7	2.805	3.225	15,0
Chi phí dự phòng	2.652	3.712	39,9	1.147	1.324	15,5	2.058	2.388	16,0
LNST	2.089	2.314	10,8	829	1.659	100,2	593	655	10,4

Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

Các giả định

Bảng 2: dự phóng và giả định

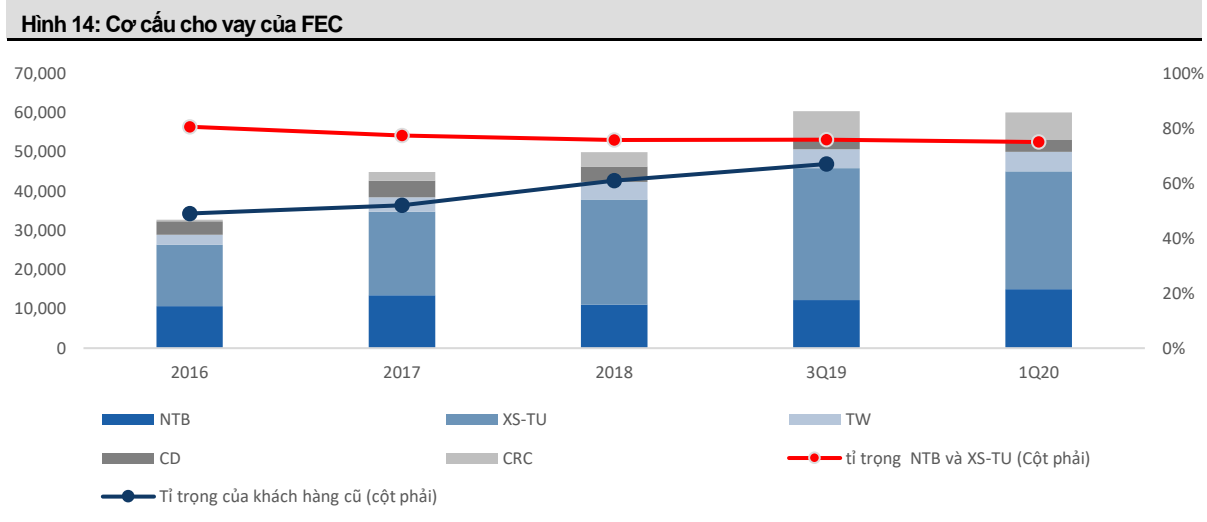
	2019	2020F	KHKD	Giả định
Tăng trưởng				
Cho vay	15,9	9,7		Dịch bệnh có nhiều ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng nền kinh tế Việt Nam, vì vậy tăng trưởng tín dụng chung của cả ngành chỉ được kỳ vọng ở mức 11-12% trong năm 2020, thấp hơn từ 1-2% tăng trưởng tín dụng năm 2019.
IEA	14,9	10,9		
Tín dụng	17,6	10,2	12,3	Theo chiến lược nửa đầu năm của VPB thì ngân hàng sẽ chú trọng cấp tín dụng cho doanh nghiệp nhằm giảm thiểu rủi ro nợ xấu cũng như chi phí tín dụng. Ngoài ra, triển vọng cho FEC trong năm cũng khá xấu bởi ảnh hưởng của dịch bệnh là cho nhu cầu tín dụng tiêu dùng giảm trong khi nợ xấu từ mảng này nhiều khả năng tăng mạnh, tạo áp lực lên thu nhập của công ty tài chính.
Tiền gửi và giấy tờ có giá	23,7	8,7	8,8	Cuối năm 2019, ngân hàng nhà nước đã tăng mức trần tỉ lệ cho vay trên tiền gửi từ 80% lên 85% cho các ngân hàng tư nhân cũng như chi nhánh ngân hàng nước ngoài, phần nào hạn chế việc đua lãi suất tiền gửi từ các ngân hàng tư. Động thái này giúp các ngân hàng giảm bớt phần nào chi phí huy động từ thị trường 1, cũng như linh động hơn trong huy động nguồn cho nghiệp vụ cho vay.
Tổng tài sản	16,7	10,0	12,7	
NII	24,2	-0,2		Thu nhập lãi thuần được kỳ vọng sẽ đi ngang vì các tác động như: 1/ tín dụng vẫn được kỳ vọng tăng khá tuy nhiên việc hoãn hoặc miễn giảm lãi suất cho khách hàng bị ảnh hưởng từ dịch từ các gói hỗ trợ; 2/ lãi suất chung từ danh mục tín dụng được kỳ vọng giảm; 3/ tăng tỉ trọng các khoản tín dụng có tính an toàn cao đồng nghĩa với việc giảm lãi suất kỳ vọng.
NSI	73,1	17,5		Tăng trưởng thu nhập thuần từ các hoạt động dịch vụ sẽ giảm trong năm 2020, được dẫn dắt chính bởi thu nhập từ hoạt động thanh toán trong khi thu nhập từ bán chéo các hợp đồng bảo hiểm nhiều khả năng đi ngang khi thu nhập người dân chịu nhiều ảnh hưởng từ dịch bệnh.
LN trước dự phòng	17,4	0,5		Vì cơ cấu thu nhập của VPB vẫn phụ thuộc nhiều vào hoạt động cho vay, vì vậy lợi nhuận trước dự phòng cũng được kỳ vọng đi ngang so với năm 2019. Ngoài ra, thu nhập bất thường từng được kỳ vọng sẽ tăng mạnh khi VPB tìm được đối tác chiến lược cho FEC nhiều khả năng sẽ đi ngang khi việc thoái vốn phần nào khỏi FEC bị chậm tiến độ.
LNTT	12,2	-8,3	-1,1	Từng được kỳ vọng là lợi nhuận sẽ tăng mạnh trong năm khi có khoảng thu nhập bất thường từ bán cổ phần của FEC cũng như thoát gánh nặng dự phòng cho trái phiếu đặc biệt. Tuy nhiên, dịch bệnh được dự báo sẽ làm tăng nợ xấu và đồng thời là chi phí tín dụng.
Chất lượng tài sản				
NPL	3,4	3,3	<3%	Với chiến lược hiện tại của ngân hàng là vẫn chú trọng vào số liệu lợi nhuận thì nhiều khả năng là nợ xấu vẫn neo cao ở mức trên 3%.
Nợ nhóm 2-5	8,2	8,0		
TL bao phủ nợ xấu	46,4	51,1		
Chi phí tín dụng	4,2	4,0		
Biên lợi nhuận				
NIM	9,5	8,4		NIM của ngân hàng sẽ chịu nhiều áp lực như: lợi suất cho vay giảm, tín dụng tiêu dùng chịu ảnh hưởng mạnh từ dịch bệnh, tăng trưởng tỉ trọng cho vay có đảm bảo hay rủi ro thấp.
Trước dự phòng	34,0	33,6		
ROA	2,4	1,9		
ROE	21,5	16,5		

Điểm nhấn và rủi ro đầu tư

Chi phí tín dụng vẫn là rủi ro chính khi đầu tư VPB vì ảnh hưởng của dịch bệnh sẽ tạo áp lực lên vấn đề nợ xấu của ngân hàng ít nhất là trong ngắn hạn. Gần đây, một số cổ đông ngoại đã thoái vốn khỏi VPB, làm cổ phiếu xuất hiện room cho nhà đầu tư nước ngoài. Đây là một hiện tượng hiếm khi xảy ra đối với VPB phần nào thể hiện tầm nhìn của nhà đầu tư nước ngoài đối với VPB là khá tiêu cực. Tuy nhiên, thị giá lại không chịu nhiều áp lực từ việc bán ròng của nhà đầu tư ngoại. Đồng thời, VPB cũng đã đăng ký mua lại cổ phiếu quỹ. Vì vậy, có nhiều khả năng là VPB đã được đỡ giá trong thời gian vừa qua. Chúng tôi không cho rằng việc mua cổ phiếu quỹ trong tương lai sẽ là một catalyst dài hạn cho VPB.

Dịch bệnh cũng sẽ ảnh hưởng xấu đến nguồn thu nhập chủ đạo của VPB – doanh thu từ danh mục tín dụng. Mặc dù ảnh hưởng của dịch bệnh trong quý 1 là chưa mạnh vì Việt Nam bắt đầu cách ly xã hội vào đầu quý 2 nhưng thu nhập từ hoạt động tín dụng đã

có dấu hiệu chững lại trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng trong quý 1 cao. Những bước nhảy vọt về thu nhập của VPB trong những năm gần đây được tạo ra từ danh mục tín dụng có lợi nhuận cao đặc biệt, vì vậy, việc gặp áp lực trong nguồn thu từ lãi sẽ ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận trong năm nay.



Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research

Note: NTB: Giải ngân trực tiếp cho khách hàng mới; XS-TU: bán chéo/thêm hạn mức tín dụng;

TW: cho vay mua xe máy; CD: cho vay mua thiết bị điện tử; CRC: thế tín dụng

Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo thì HĐKD của FEC sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm nay. Thông thường lượng giải ngân mới của FEC sẽ chiếm khoảng 30% tổng dư nợ cho vay của FEC, theo thống kê của chúng tôi. Vì vậy, việc miễn giảm hoặc hoãn thu lãi và gốc của FEC sẽ ảnh hưởng đến vòng xoay tài sản của công ty tài chính này. Theo thống kê thì trong các kỳ khủng hoảng, doanh thu của các công ty tài chính hoạt động tại các nước đang phát triển sẽ bị ảnh hưởng nặng nề với mức giảm doanh thu trung bình là 50% trong khi lợi nhuận âm là hoàn toàn có thể xảy ra. Ngoài ra thì tỷ lệ giải ngân trực tiếp vẫn đang neo cao ở mức 75% vào cuối 1Q20. Các khoản cho vay tín chấp này có tỷ lệ xảy ra nợ xấu cao hơn hẳn các loại cho vay khác. Việc giới hạn cho vay tiền mặt ở mức 70% vào đầu năm 2021 cũng sẽ là một trở ngại lớn cho tăng trưởng của FEC.

Có vẻ như BLĐ vẫn khá lạc quan về tình hình chung cũng như hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

- Như đã đề cập ở trước thì các chỉ số thanh khoản của ngân hàng vẫn giữ phong độ tốt. Tuy nhiên, có vẻ VPB đang quá quan tâm đến duy trì báo cáo lợi nhuận cao. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB nằm trong nhóm thấp nhất các ngân hàng niêm yết, nhưng chỉ số này vẫn chưa được cải thiện rõ rệt ngay cả khi các lo ngại về suy thoái kinh tế tăng cao. Tỷ lệ dự phòng cao sẽ phần nào giúp cho ngân hàng dự toán trước được các vấn đề về thanh khoản có thể xảy ra cũng như phòng tránh các biến động lớn về KQKD.
- Ngân hàng đang có dự định mua lại trái phiếu quốc tế. Việc mua lại trái phiếu quốc tế sẽ phần nào giảm đi chi phí vay cũng như rủi ro hoán đổi tỷ giá. Bù lại, thanh khoản của ngân hàng sẽ giảm khi tỷ trọng vốn vay trung và dài hạn giảm cũng như ảnh hưởng đến CAR.
- VPB có dự định muốn mua lại cổ phiếu quỹ. Việc mua lại cổ phiếu quỹ có lẽ là một biện pháp bảo vệ giá trị đầu tư cho cổ đông hiện hữu về mặt lý thuyết. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng việc điều chỉnh giá phản ánh triển vọng kinh tế kém khả quan hơn, và việc can thiệp giá là không cần thiết. Tại thời điểm hiện tại thì bức tranh kinh tế vẫn chưa quá rõ ràng và quan điểm thận trọng vẫn nên duy trì. Việc mua lại cổ phiếu quỹ sẽ là giảm tài sản có tính thanh khoản cao của ngân hàng cũng như giảm CAR, làm cho ngân hàng thiếu linh động hơn khi cần vốn đầu tư cho tăng trưởng.

Định giá

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Mua xuống Nắm Giữ đối với cổ phiếu VPB. Doanh thu và lợi nhuận được dự báo sẽ giảm mạnh trong năm nay do tác động từ dịch COVID-19 cũng như sự tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế nói chung. Hiện tại, cổ phiếu đang được giao dịch ở mức 1,2 lần giá trị sổ sách (GTSS), nhỉnh hơn đôi chút so với nhóm ngân hàng tư nhân. Giá mục tiêu mới cho cổ phiếu VPB là 23,700 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức P/B dự phóng là 1,2 lần.

Bảng 3. Mô hình thu nhập thặng dư

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Giá trị sổ sách đầu kỳ (đồng)	17.315	20.383	24.101	28.303	33.212
EPS dự phóng	3.107	3.765	4.256	4.970	5.801
Vốn chủ sở hữu	20.422	24.148	28.357	33.274	39.013
Thu nhập thặng dư	333	486	405	452	503
Hệ số chiết khấu	0,92	0,81	0,71	0,63	0,55
Giá trị hiện tại	307	394	289	284	279
Tăng trưởng dài hạn	3,0%				
Giá trị dài hạn	4.899				
Hệ số chiết khấu	0,55				
Giá trị hiện tại	2.708				
Giá mục tiêu (đồng)	21.600				

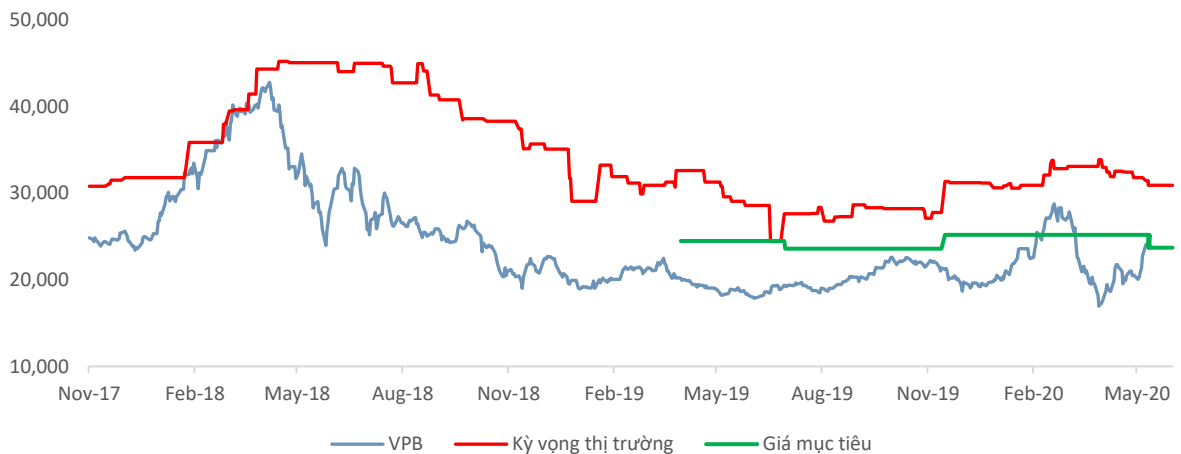
Bảng 4: mô hình P/B mục tiêu

ROE dài hạn	16,4%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%
Chi phí vốn	13,6%
P/B mục tiêu	1,3x
Giá mục tiêu (đồng)	25.800

Bảng 5: Giá mục tiêu

Justified P/B	25,800
Residual Income	21,600
Target Price (VND)	23,700

Hình 15: kỳ vọng thị trường



Nguồn: Bloomberg, MAS VN Research

Lưu ý: Consensus TP là giá mục tiêu của các công ty chứng khoán khác

Hình 16: P/B dự phóng



Nguồn: Bloomberg, MAS VN Research

Hình 17: Giá cổ phiếu và các sự kiện



Nguồn: Bloomberg, MAS VN Research

Những sự kiện có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu:

1. Các bên liên quan đăng ký mua 21 triệu cổ phiếu
2. Báo cáo KQKD với lợi nhuận tăng mạnh
3. KQKD có phần thấp so với kỳ vọng; kế hoạch ESOP; KHKD dè dặt vì phải trích lập dự phòng cho VAMC; thoái bớt vốn khỏi FEC; dự thảo luật liên quan đến các hạn chế mới đối với mảng tín dụng tiêu dùng
4. Kế hoạch phát hành hơn 1 tỷ đô trái phiếu quốc tế; KQKD đi ngang; kế hoạch mua cổ phiếu quỹ
5. Bắt đầu mua cổ phiếu quỹ; lợi nhuận 3Q19 phục hồi; có nhiều tin tốt liên quan đến dự thảo
6. KQKD vẫn tăng trưởng tốt đi kèm với quá trình tìm đối tác chiến lược cho FEC có nhiều đột phá
7. COVID-19 giai đoạn 1 được kiểm soát tốt với số ca không đáng kể
8. Thị trường giảm mạnh sau đợt tấn công thứ 2 của dịch bệnh
9. Bắt đầu cách ly xã hội; kế hoạch mua cổ phiếu quỹ.

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB VN/Năm Giữ/Giá mục tiêu: VND23.700)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Thu nhập lãi	49.875	51.360	55.794	62.326
Chi phí lãi	19.204	20.740	23.343	27.124
Thu nhập lãi thuần	30.670	30.621	32.451	35.202
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	2.792	3.281	3.729	4.152
Lãi thuần từ hoạt động khác	2.893	2.430	2.578	2.598
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	36.356	36.331	38.757	41.952
Tổng chi phí hoạt động	12.344	12.190	12.849	13.908
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	24.012	24.141	25.908	28.044
Tổng chi phí dự phòng	13.688	14.676	14.436	15.078
Lợi nhuận trước thuế	10.324	9.465	11.472	12.966
Chi phí thuế	2.064	1.892	2.293	2.592
Lợi nhuận sau thuế	8.260	7.573	9.179	10.374
Lợi nhuận sau thuế (CĐ kiểm soát)	8.260	7.573	9.179	10.374

Bảng cân đối (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tiền và các khoản tương đương	2.459	2.853	3.110	3.421
Chứng khoán	70.296	78.740	83.914	88.484
Cho vay	273.197	299.859	331.956	377.710
Tài sản hữu hình	1.343	1.368	1.390	1.407
Tài sản khác	29.909	31.931	33.629	33.155
Tổng tài sản	377.204	414.751	453.999	504.176
Tiền gửi của khách hàng	213.950	242.940	260.580	292.505
Tiền gửi và vay các TCTD khác	51.179	57.064	63.746	70.523
Phát hành giấy tờ có giá	57.600	52.173	57.390	57.943
Các khoản nợ khác	12.266	12.886	13.531	14.209
Tổng nợ phải trả	334.994	365.063	395.247	435.180
Vốn của TCTD	25.300	25.300	25.300	25.300
Khoản điều chỉnh vốn	693	693	693	693
Lợi nhuận giữ lại	11.806	17.391	24.160	31.811
Quỹ của TCTD	4.411	6.305	8.599	11.193
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	42.210	49.688	58.752	68.996

Phân tích Dupont (%)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Thu nhập từ lãi	14,24	12,97	12,84	13,01
Chi phí trả lãi	5,48	5,24	5,37	5,66
Thu nhập lãi thuần	8,76	7,73	7,47	7,35
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	0,80	0,83	0,86	0,87
Lãi thuần từ hoạt động khác	0,83	0,61	0,59	0,54
Tổng thu nhập ròng từ hoạt động	10,38	9,18	8,92	8,76
Tổng chi phí hoạt động	3,52	3,08	2,96	2,90
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	6,86	6,10	5,96	5,85
Tổng chi phí dự phòng	3,91	3,71	3,32	3,15
Lợi nhuận trước thuế	2,95	2,39	2,64	2,71
Chi phí thuế	0,59	0,48	0,53	0,54
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,00	0,00	0,00	0,00
ROA	2,36	1,91	2,11	2,17
Đòn bẩy tài chính (x)	9,10	8,62	8,01	7,50
ROE	21,47	16,48	16,93	16,24
Asset quality (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	3,4	3,3	3,1	3,1
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ nhóm 2	8,2	8,0	7,7	7,7
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	46,4	51,1	54,8	54,0
Dự phòng trên tổng dư nợ cho vay	0,8	0,8	0,9	0,9
Chi phí tín dụng / tổng dư nợ cho vay	5,3	5,2	4,6	4,2
Chi phí tín dụng (gồm nợ ngoại bảng)	4,2	4,0	3,6	3,4
Per share items (VND)				
Lợi nhuận / cổ phần (theo báo cáo)	3.376	N/A	N/A	N/A
Lợi nhuận / cổ phần (điều chỉnh)	3.388	3.107	3.765	4.256
Giá trị sổ sách / cổ phần	17.315	20.383	24.101	28.303
Lợi nhuận trước dự phòng / cổ phần	9.850	9.903	10.628	11.504

Phân tích chỉ số (Tóm tắt)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tỷ lệ tăng trưởng (YoY)				
Cho vay khách hàng	15,9	9,6	10,9	13,7
Tổng dư nợ tín dụng	16,3	9,8	10,7	13,8
Vốn huy động	25,2	13,6	7,3	12,3
Tổng vốn chủ sở hữu	21,5	17,7	18,2	17,4
Tổng tài sản	16,7	10,0	9,5	11,1
Thu nhập lãi thuần	24,2	-0,2	6,0	8,5
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	73,1	17,5	13,7	11,3
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	17,4	0,5	7,3	8,2
Lợi nhuận hoạt động	12,2	-8,3	21,2	13,0
Lợi nhuận sau thuế	12,3	-8,3	21,2	13,0
Khả năng sinh lời				
Chênh lệch biên lãi suất (NIS)	9,0	7,89	7,46	7,15
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	9,5	8,4	8,0	7,9
Biên lợi nhuận hoạt động trước dự phòng	48,1	47,0	46,4	45,0
ROA	2,4	1,91	2,11	2,17
ROE	21,5	16,5	16,9	16,2
Tính thanh khoản				
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR, loại trừ CDs)	118,3	114,2	118,1	119,6
Tổng dư nợ trên tổng tài sản	67,1	66,9	67,8	69,4
Hệ số an toàn vốn (CAR)				
Hệ số CAR	11,14			
Tỷ lệ vốn cấp 1	10,76			
Tỷ lệ vốn cấp 2	0,38			
Hiệu quả hoạt động				
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	34,0	33,6	33,2	33,2
Tỷ lệ chi phí trên tài sản	3,3	2,9	2,8	2,8

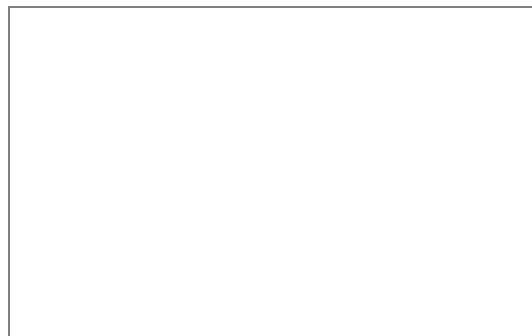
Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS VN Research dự báo

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
Vietnam Prosperity JSCB. (VPB VN)	04/02/2019	Buy	24,500
Vietnam Prosperity JSCB. (VPB VN)	07/03/2019	Buy	23,600
Vietnam Prosperity JSCB. (VPB VN)	11/14/2019	Buy	25,200



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Disclaimers

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or maybe expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan
12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)