

Việt Nam

KHẢ QUAN (trước đó TRUNG LẬP)

Consensus ratings*: KQ 9 TL 5 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND23.750
Giá mục tiêu:	VND28.000
Giá mục tiêu gần nhất:	VND25.000
Tỷ lệ tăng giảm giá:	17,9%
CGS-CIMB / Consensus:	-5,9%
Reuters:	VPB.HM
Bloomberg:	VPB VN
Thị giá vốn:	US\$2.499tr
	VND57.896.524tr
GTGD bình quân:	US\$5,56tr
	VND128.633tr
SLCP đang lưu hành:	2.438tr
Free float:	72,7%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng EPS 2020 17,9%.
- Tăng dự phóng EPS 2021 9,8%.
- Tăng dự phóng EPS 2022 6,1%.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	1,5	11,2	7,2
Tương đối (%)	-1,5	-1,7	14,1

Cổ đông lớn	% nắm giữ
Mr. Ngô Chí Dũng	4,5
Mr. Bùi Hải Quân	2,3
Mr. Lô Bằng Giang	0,1

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Phương Thanh

T (84) 91 514 3803

E thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

HĐKD hiệu quả thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

- LN ròng Q3/20 của VPB đạt 2.252 tỷ đồng, gần như không thay đổi svck.
- LN ròng 9T20 tăng mạnh 31% svck nhờ chi phí dự phòng giảm đáng kể, hoàn thành 91% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 28.000 đồng/cp dựa trên giả định tăng trưởng cho vay cao hơn và dự phóng chi phí hoạt động giảm trong giai đoạn 2020-22.

Thu nhập lãi 9T20 tăng 5,3% svck do tín dụng tăng đột biến

VPB đạt 3.606 tỷ đồng thu nhập lãi trong 9T20 nhờ tăng trưởng tín dụng 16,5% svck mặc dù biên lãi suất (NIM) giảm 77 điểm cơ bản svck. NIM của toàn ngân hàng trong 9T20 giảm từ 9,3% xuống 8,5% trong 9T19 do tỷ trọng đóng góp nhỏ hơn trong cho vay hợp nhất của FE Credit. Tăng trưởng cho vay duy trì đà tăng 9% svck trong Q3/2020 sau khi VPB cơ cấu lại danh mục cho vay và sau khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng (bao gồm các khoản cho vay và trái phiếu doanh nghiệp) đối với VPB từ 13% lên 21,5% trong năm 2020. Do đó, chúng tôi điều chỉnh nâng dự báo tăng trưởng cho vay hợp nhất từ 7,4% lên 10,2% trong năm 2020.

Chi phí vận hành được kiểm soát tốt hơn nhờ số hóa

Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) của VPB giảm mạnh từ 34,7% trong 9T19 xuống 30,5% trong 9T20, đạt mức thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết nhờ tăng cường đầu tư vào mảng ngân hàng điện tử. VPB là đơn vị đầu tiên tuân thủ hoàn toàn các quy định về eKYC, cho phép khách hàng mở tài khoản và giao dịch trực tuyến trong thời gian ngắn. Đến cuối Q3/20, số lượng người dùng ngân hàng điện tử đạt 1,3 triệu người (+18% svck). Chúng tôi kỳ vọng công nghệ số hóa sẽ giúp VPB cải thiện hiệu quả hoạt động và duy trì mức CIR thấp (32%) trong giai đoạn 2020-2022.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ từ 3,5% cuối Q3/19 lên 3,6% cuối Q3/20 do tỷ lệ nợ xấu của FE Credit tăng mạnh từ 5,2% cuối Q3/19 lên 6,5% cuối Q3/20. Chúng tôi cho rằng việc nợ xấu tăng lên là do tác động tiêu cực của đại dịch đối với phân khúc khách hàng phổ thông, vốn là phân khúc chính của công ty tài chính tiêu dùng này. Ngoài ra, dự phòng nợ xấu giảm từ 50% cuối Q3/19 xuống 48% cuối Q3/20 (thấp nhất trong các ngân hàng niêm yết trên sàn HOSE) trong khi tỷ lệ xóa nợ hàng năm giảm 4 điểm cơ bản svck xuống còn 4,75% trong 9T20.

Nâng khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 28.000 đồng/cp

Chúng tôi nâng dự phóng EPS 6,1% - 17,9% cho giai đoạn 2020-2022 nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn và chi phí hoạt động giảm. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi tăng 12% đạt 28.000 đồng dựa trên phương pháp định giá thu nhập thẳng dư (COE: 14,3%, LTG: 3,0%). Rủi ro giảm giá có thể đến từ việc tăng chi phí tín dụng nhiều hơn dự kiến. Động lực tăng giá bao gồm lợi suất tài sản tốt hơn dự kiến và tăng vốn thành công qua việc bán tối đa 49% sở hữu của VPB tại FE Credit cho các nhà đầu tư chiến lược với định giá cao hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	24.702	30.670	33.038	38.554	45.207
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6.384	5.685	6.383	8.189	9.197
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đ	31.086	36.356	39.421	46.742	54.404
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đ	(11.253)	(13.688)	(15.018)	(17.731)	(20.096)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083
EPS cốt lõi (VND)	3.015	3.285	3.998	4.613	5.367
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	11,6%	9,0%	21,7%	15,4%	16,4%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	7,88	7,23	5,94	5,15	4,43
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14.145	17.315	21.314	25.926	31.293
P/B (lần)	1,68	1,37	1,11	0,92	0,76
ROE (%)	22,8%	21,5%	20,7%	19,5%	18,8%

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HĐKD hiệu quả thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận KQKD 9T20: Vượt kỳ vọng

Hình 1: KQKD Q3/20 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q3/2020	Q3/2019	sv cùng kỳ %	Q2/2020	sv quý trước %	9T2020	9T2019	sv cùng kỳ %	Dự báo năm 2020	% dự báo	Nhận xét
Thu nhập lãi	7.884	7.977	-1,2%	7.701	2,4%	23.606	22.428	5,3%	31.793	74,2%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Thu nhập ngoài lãi	1.588	1.524	4,2%	1.248	27,3%	4.720	3.905	20,9%	6.383	73,9%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Tổng thu nhập HĐKD	9.472	9.501	-0,3%	8.948	5,8%	28.326	26.334	7,6%	38.177	74,2%	
Chi phí hoạt động	(2.787)	(3.122)	-10,7%	(2.555)	9,1%	(8.625)	(9.142)	-5,7%	(13.362)	64,5%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do tỷ lệ chi phí/thu nhập giảm về mức 30.5% trong 9T20, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi là 35% nhờ số hóa hoạt động.
Lợi nhuận trước dự phòng	6.685	6.379	4,8%	6.393	4,6%	19.701	17.192	14,6%	24.815	79,4%	
Chi phí dự phòng	(3.872)	(3.523)	9,9%	(2.720)	42,4%	(10.303)	(9.993)	3,1%	(14.480)	71,2%	Ở dưới mức dự báo của chúng tôi do chi phí tín dụng thấp hơn kỳ vọng. Ngân hàng đã thu hẹp quy mô hoạt động cho vay không tài sản đảm bảo gần đây, do đó giảm tỷ trọng đóng góp của cho vay tiêu dùng (có chi phí tín dụng cao hơn) trong cho vay hợp nhất. Do đó, chi phí tín dụng của VPB giảm từ 5,6% trong 9T2019 về mức 5,1% trong 9T2020.
Lợi nhuận trước thuế	2.813	2.856	-1,5%	3.673	-23,4%	9.398	7.199	30,5%	10.335	90,9%	
Lợi nhuận sau thuế	2.252	2.283	-1,4%	2.951	-23,7%	7.517	5.754	30,6%	8.269	90,9%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Các chỉ số chính của VPB theo quý

	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020
Thu nhập lãi/Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	92,8%	79,0%	74,9%	85,2%	83,7%	84,0%	82,2%	81,0%	86,1%	83,2%
Thu nhập ngoài lãi/TOI	7,2%	21,0%	25,1%	14,8%	16,3%	16,0%	17,8%	19,0%	13,9%	16,8%
NIM (dự phóng cả năm)	0,0%	8,9%	8,8%	8,9%	9,1%	9,3%	9,3%	8,9%	8,7%	8,5%
Cho vay/huy động	80,2%	79,7%	81,0%	84,1%	83,4%	83,7%	79,7%	78,5%	79,8%	79,3%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	4,1%	4,7%	3,5%	3,6%	3,4%	3,5%	3,4%	3,0%	3,2%	3,6%
Dự phòng/nợ xấu	43,9%	41,7%	45,9%	48,3%	48,5%	49,6%	46,4%	52,0%	49,1%	47,9%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	5,7%	5,7%	5,6%	5,7%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	4,9%	5,1%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập	32,3%	35,2%	34,2%	37,4%	35,8%	34,7%	34,0%	33,1%	28,6%	29,4%
ROA (trượt 12 tháng)	2,7%	2,4%	2,5%	2,2%	2,3%	2,5%	2,4%	2,5%	2,7%	2,6%
ROE (trượt 12 tháng)	25,9%	22,2%	22,9%	20,0%	21,1%	22,6%	21,5%	22,7%	23,6%	22,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Các chỉ số chính của FE Credit theo quý

	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020
Thu nhập lãi/Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	101,2%	84,9%	83,8%	92,3%	99,1%	95,0%	95,9%	97,9%	97,6%	92,9%
Thu nhập ngoài lãi/TOI	-1,2%	15,1%	16,2%	7,7%	0,9%	5,0%	4,1%	2,1%	2,4%	7,1%
NIM (dự phóng cả năm)	30,2%	28,7%	28,7%	27,2%	29,5%	28,9%	29,5%	27,1%	26,6%	26,5%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	6,4%	6,4%	6,0%	5,5%	5,0%	5,2%	5,6%	3,9%	5,0%	6,5%
Dự phòng/nợ xấu	38,4%	40,3%	36,1%	42,6%	43,1%	40,9%	37,9%	55,3%	46,2%	44,0%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	15,8%	16,4%	15,3%	14,8%	14,1%	13,8%	14,6%	14,7%	12,5%	13,1%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập	29,3%	33,4%	21,9%	33,0%	31,0%	31,1%	30,2%	31,8%	26,3%	26,9%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hoạt động tốt từ ngân hàng mẹ bù đắp kết quả sụt giảm của FE Credit

Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh (TOI) trong 9T20 của ngân hàng mẹ tăng 6,7% svck nhờ thu nhập lãi vay tăng 15,6% svck và thu nhập ngoài lãi giảm 10,6% svck. Thu nhập lãi của ngân hàng mẹ tăng trưởng mạnh nhờ 1) tăng trưởng cho vay đạt 10,6% svck và 2) NIM duy trì ổn định. Trong khi đó, TOI của FE Credit giảm 2,4% svck xuống 13.602 tỷ đồng do NIM giảm 2,4% svck xuống 26,5%. Với HĐKD chậm lại tại FE Credit, ban lãnh đạo đã nỗ lực phối hợp để giảm chi phí hoạt động tại ngân hàng mẹ để thúc đẩy lợi nhuận. Chi phí hoạt

động ngân hàng mẹ trong 9T20 giảm nhẹ 1,1% svck, cùng với mức tăng trưởng 6,7% svck của thu nhập hoạt động kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng LNTT đạt 21,4% svck. Hệ số CIR ngân hàng mẹ giảm đáng kể từ 35% vào cuối năm 2019 xuống 32,3% trong 9T20 - mức thấp nhất trong toàn ngành ngân hàng Việt Nam.

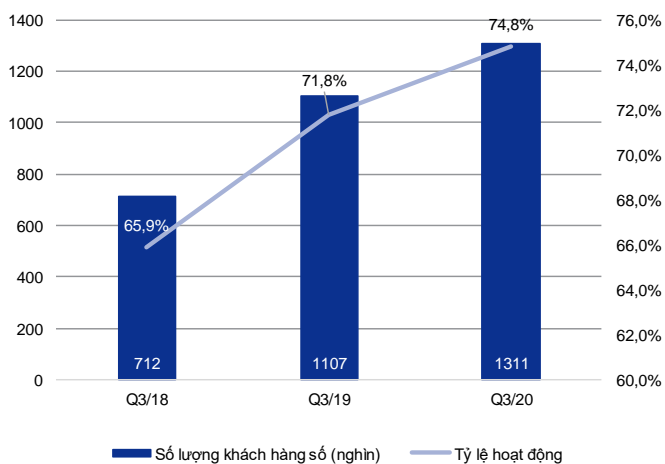
Hình 4: Kết quả 9T20 của ngân hàng mẹ và FE Credit theo ước tính của chúng tôi

Đơn vị: tỷ đồng	Ngân hàng mẹ			FE Credit		
	9T20	9T19	svck	9T20	9T19	svck
Thu nhập lãi	10.528	9.108	15,6%	13.077	13.320	-1,8%
Thu nhập ngoài lãi	4.195	4.694	-10,6%	525	612	-14,3%
Tổng thu nhập hoạt động	14.724	13.802	6,7%	13.602	13.932	-2,4%
Chi phí hoạt động	(4.761)	(4.813)	-1,1%	(3.864)	(4.329)	-10,7%
Lợi nhuận trước dự phòng	9.963	8.990	10,8%	9.738	9.603	1,4%
Chi phí dự phòng	(3.757)	(3.879)	-3,2%	(6.547)	(6.114)	7,1%
Lợi nhuận trước thuế	6.207	5.111	21,4%	3.191	3.489	-8,6%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

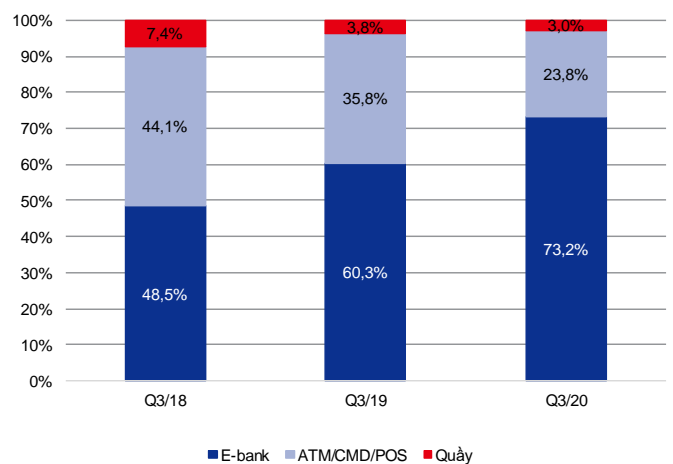
Các nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm hệ số CIR này là do cắt giảm nhân sự và việc thúc đẩy số hóa hoạt động. Tại cuối Q3/2020, tổng số nhân viên tại VPB giảm 4.445 nhân viên (-17% svck), trong đó 99,8% đến từ FE Credit. Chúng tôi cho rằng việc số lượng nhân viên của FE Credit giảm mạnh là do hoạt động cho vay tiêu dùng bị thắt chặt trong năm 2020. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí hợp nhất của nhân viên trên tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh đã giảm xuống 17,3% vào cuối 9T20 từ 20,4% vào cuối 9T19 nhờ mức độ tự động hóa cao hơn. Vào tháng 7/2020, VPB là ngân hàng đầu tiên triển khai eKYC giúp ngân hàng vượt qua các rào cản về địa lý và thời gian để xác nhận khách hàng trực tuyến dựa trên sinh trắc học thay vì gặp trực tiếp như quy trình hiện tại. Ngoài ra, từ tháng 7/2020, khách hàng của VPB có thể đăng ký dịch vụ trực tiếp thay vì đến quầy hoặc gọi điện đến đường dây nóng. Sau khi đưa ra yêu cầu, khách hàng có thể kiểm tra trạng thái của yêu cầu online trong khi ngân hàng xử lý. Kết quả là vào cuối 9T20, số lượng người dùng dịch vụ Ngân hàng điện tử của VPB đạt 1,3 triệu người dùng (+18,4% svck), thúc đẩy tỷ trọng giao dịch qua kênh Ngân hàng điện tử lên tới 73,2%.

Hình 5: Số lượng người dùng kỹ thuật số của Ngân hàng điện tử đạt tăng trưởng ấn tượng...



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6:nâng tỷ lệ giao dịch qua kênh Ngân hàng điện tử lên đến 73,2%



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tài chính tiêu dùng: Tái cấu trúc toàn diện để đối mặt với đại dịch

Với phân khúc chính thuộc về khách hàng thu nhập thấp, FE Credit bị quan ngại về tác động tiêu cực của đại dịch và việc kinh doanh bị gián đoạn có thể khiến khả năng thanh toán nợ của khách hàng khó khăn hơn. Công ty ước tính hơn 15% tập khách hàng của FE Credit mất việc và hơn 60% khách hàng bị cắt giảm lương, ảnh hưởng tới 75% danh mục cho vay hiện tại. Do đó, công ty đã

thực hiện đồng thời nhiều chiến lược khác nhau để cải thiện lợi nhuận. Cụ thể, công ty đã cắt giảm chi phí vốn từ 9,2% trong 9T19 xuống 8,3% trong 9T20 bằng cách khai thác nguồn vốn chi phí thấp. Bên cạnh đó, với sự hỗ trợ công nghệ như triển khai chữ ký điện tử nhằm giảm bớt chi phí vận chuyển và ứng dụng công nghệ AI trong hoạt động tele-calls, VPB đã giảm tỷ lệ CIR từ 28,9% vào 9T19 xuống 26,5% vào 9T20. Công ty cũng giảm thiểu rủi ro tiềm ẩn của danh mục cho vay mới bằng cách giảm giải ngân cho các khách hàng mới và chuyển hướng giải ngân các khoản vay mới sang danh mục có tỷ lệ rủi ro tốt hơn.

Hình 7: Số lượng hợp đồng (đơn vị: nghìn)

	9T20	9T19	% thay đổi
Cho vay mua xe hai bánh	185	247	-25,1%
Cho vay mua hàng tiêu dùng	1012	1783	-43,2%
Cho vay khách hàng mới	290	380	-23,7%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chiến lược tái cơ cấu đã cho thấy các kết quả đáng khích lệ. Theo Ban giám đốc, tổng số dư nợ cuối Q3/20 đã tái cơ cấu đạt 27,8 nghìn tỷ đồng, với ngân hàng mẹ đóng góp 23,9 nghìn tỷ đồng và FE Credit đóng góp 3,9 nghìn tỷ đồng (tương đương 8% tổng nợ toàn ngân hàng). Trong đó, chỉ 4% trở thành nợ quá hạn hơn 10 ngày. Chúng tôi kì vọng tín dụng được tái cơ cấu sẽ không tăng cho đến hết năm 2020 do việc giá trị các khoản nợ được cơ cấu đã dần ổn định từ tháng 6/2020 và nền kinh tế cũng cho thấy các dấu hiệu phục hồi khả quan.

Triển vọng: Chúng tôi điều chỉnh tăng 6,1% - 17,9% dự phóng EPS giai đoạn 2020-2022

Cho đến nay, Việt Nam đã làm tốt công tác kiểm soát dịch khi mà sau hơn 70 ngày không có thêm ca lây nhiễm Covid-19 trong cộng đồng, giúp cho các doanh nghiệp dần khôi phục công việc kinh doanh về mức trước dịch. Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động giảm nhẹ từ 2,7% cuối 9T19 xuống 2,5% cuối 9T20. Với kịch bản kinh tế phục hồi nhanh chóng, FE Credit đã nới lỏng chiến lược thắt chặt hoạt động kinh doanh cho vay tín chấp. Trong 9T20, dư nợ cho vay của FE Credit tăng 6% svck, cao hơn mức mục tiêu giảm 4% mà ngân hàng đã đề ra vào đầu năm. Thêm vào đó, SBV gần đây đã cho phép VPB nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng từ 13% lên 21,5% trong 2020. Do đó, chúng tôi tin rằng VPB có đủ dư địa để nâng mức tăng trưởng tín dụng cao hơn đến cuối năm. Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng tổng tài sản sinh lãi (IEA) cho ngân hàng sau hợp nhất từ 11,3% lên 13,4% trong 2020, chủ yếu nhờ dự báo tăng trưởng cho vay cao hơn tại FE Credit và giả định tăng trưởng đầu tư chứng khoán cao hơn tại ngân hàng mẹ. Chúng tôi đồng thời hạ tỷ lệ hoạt động kỳ vọng từ 35% xuống 32% cho giai đoạn 2020-2021 nhờ áp dụng chuyển đổi số. Tuy nhiên, con số này vẫn cao hơn mức hiện tại (30,5%) vì chúng tôi tin rằng việc nới lỏng cho vay tiêu dùng sẽ làm tăng số nhân viên thu hồi nợ, từ đó làm tăng chi phí hoạt động kinh doanh của ngân hàng trong tương lai.

Hình 8: Thay đổi dự phóng (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
Thu nhập lãi	31.793	37.380	45.311	33.038	38.554	45.207	3,9%	3,1%	-0,2%	Chúng tôi tăng dự phóng cho thu nhập lãi dựa trên giả định tăng trưởng cao hơn của tổng tài sản sinh lãi: 13,4% sv 11,3% trước đó và tỷ trọng đóng góp cao hơn của FE Credit trong tổng cho vay hợp nhất
Thu nhập ngoài lãi	6.383	8.144	9.131	6.383	8.189	9.197	0,0%	0,5%	0,7%	
Tổng thu nhập HDKD	38.177	45.524	54.442	39.421	46.742	54.404	3,3%	2,7%	-0,1%	
Chi phí hoạt động	(13.362)	(15.478)	(18.510)	(12.221)	(14.958)	(17.953)	-8,5%	-3,4%	-3,0%	Chi phí dự phòng thấp hơn nhờ các nỗ lực của VPB trong việc áp dụng chuyển đổi số
Lợi nhuận trước dự phòng	24.815	30.046	35.932	27.201	31.785	36.450	9,6%	5,8%	1,4%	
Chi phí dự phòng	(14.480)	(17.251)	(20.515)	(15.018)	(17.731)	(20.096)	3,7%	2,8%	-2,0%	
Lợi nhuận trước thuế	10.335	12.795	15.416	12.182	14.054	16.354	17,9%	9,8%	6,1%	
Lợi nhuận sau thuế	8.269	10.237	12.333	9.747	11.245	13.083	17,9%	9,8%	6,1%	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2.438	2.438	2.438	2.438	2.438	2.438	0,0%	0,0%	0,0%	
EPS (VND/cp)	3.392	4.199	5.059	3.998	4.613	5.367	17,9%	9,8%	6,1%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Nâng khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 28.000 đồng/cp ➤

Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 25.000 đồng lên 28.000 đồng/cp nhờ tăng trưởng tín dụng cao và chi phí hoạt động giảm. Ở thị giá hiện tại, VPB đang giao dịch ở mức P/BV năm 2021 đạt 0,9 lần, thấp hơn so với mức trung bình của các ngân hàng cùng khu vực đạt 1,5 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của VPB khá hấp dẫn với mức ROE cao hơn các ngân hàng khác nhờ cho vay tín chấp đạt tỷ lệ lợi suất cao. Ngoài ra, công ty tài chính tiêu dùng của VPB – FE Credit - có thị phần dẫn đầu đạt 52% vào cuối năm 2019. Chúng tôi tin rằng vị thế như vậy trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng vốn có tỷ suất lợi nhuận cao xứng đáng có mức định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành. Tiềm năng tăng giá bao gồm việc bán thành công tối đa 49% sở hữu của VPB tại FE Credit cho các nhà đầu tư chiến lược.

Hình 9: Các giả định chính trong định giá theo phương pháp thặng dư thu nhập

Các giả định chính	2020	2021	2022	2023	2024	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Chi phí vốn chủ sở hữu (VCSH)	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ VND)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	42.210					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	12.602					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối của mô hình)	13.393					
Giá trị VCSH	68.205					
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.438					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND)	27.979					
Giá mục tiêu	28.000					

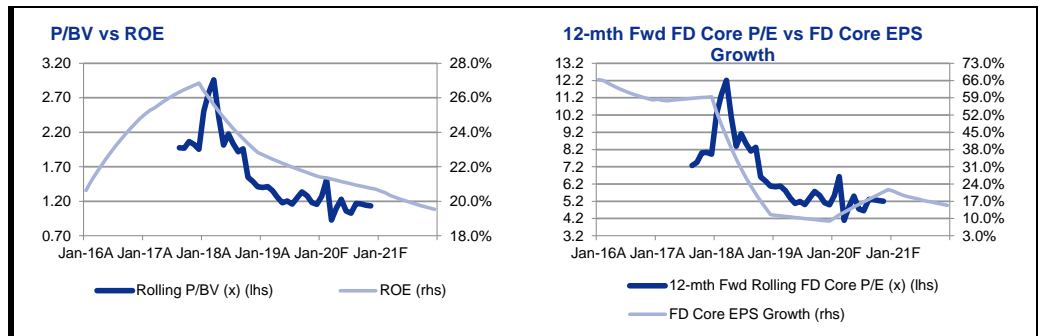
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu đô)	P/BV (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)	
			(nội tệ)	(nội tệ)		2020	2021	2020	2021	%	2020	2021
China Merchants Bank	3968 HK	Khả quan	48	45	165.236	1,6	1,4	10,6	9,2	14,0%	16,1%	16,5%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	Khả quan	4.000	4.000	35.079	2,6	2,3	22,2	14,9	7,1%	11,2%	16,4%
Bank Mandiri	BMRI IJ	Khả quan	6.375	7.400	21.152	1,6	1,4	17,5	10,8	8,4%	8,7%	14,0%
Vietcombank	VCB VN	Trung lập	85.100	89.200	13.623	3,3	2,7	16,9	12,9	16,6%	21,2%	23,1%
BDO Unibank Inc	BDO PM	Khả quan	96	135	8.698	1,1	1,0	14,0	12,7	1,7%	8,0%	8,2%
Military Commercial JSB	MBB VN	Khả quan	18.250	22.900	2.167	1,0	0,9	5,8	5,1	13,3%	20,0%	18,9%
Asia Commercial JS Bank	ACB VN	Khả quan	25.400	28.200	2.360	1,6	1,3	7,5	6,9	4,3%	20,8%	20,6%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	22.000	27.400	3.339	1,1	0,9	7,2	6,2	12,5%	16,0%	15,8%
Trung bình						1,7	1,5	12,7	9,8	9,7%	15,2%	16,7%
VPBank	VPB VN	Khả quan	23.800	28.000	2.499	1,1	0,9	5,9	5,1	15,9%	20,7%	19,5%

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	24.702	30.670	33.038	38.554	45.207
Thu nhập ngoài lãi thuần	6.384	5.685	6.383	8.189	9.197
Tổng thu nhập hoạt động	31.086	36.356	39.421	46.742	54.404
Tổng chi phí hoạt động	(10.634)	(12.344)	(12.221)	(14.958)	(17.953)
Lợi nhuận HDKD trước dự phòng	20.452	24.012	27.201	31.785	36.450
Tổng chi phí dự phòng	(11.253)	(13.688)	(15.018)	(17.731)	(20.096)
Lợi nhuận HDKD sau dự phòng	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HDKD trước thuế	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Chi phí/thu nhập ngoài HDKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Chi phí thuế	(1.843)	(2.064)	(2.435)	(2.810)	(3.271)
Lợi nhuận sau thuế	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083
Lợi ích của cổ đông thiểu số					
Cổ tức	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083
Lợi nhuận thường xuyên	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	130%	120%	114%	118%	119%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	133%	125%	117%	116%	119%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	27,8%	25,9%	26,6%	27,4%	27,6%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	29,4%	27,7%	28,5%	29,3%	29,4%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	67,6%	67,1%	65,4%	65,9%	65,4%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	79,8%	78,5%	77,5%	78,0%	79,6%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	17,3%	18,0%	20,0%	21,1%	22,4%
Hệ số rủi ro của tài sản	97%	105%	110%	110%	109%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	5,56%	5,71%	5,55%	5,84%	5,77%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	3,74%	3,91%	3,74%	3,90%	3,86%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	3,61%	3,76%	3,56%	3,82%	3,51%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tổng cho vay khách hàng	249.362	280.736	310.151	357.197	414.103
Tài sản thanh khoản và đầu tư	56.129	70.296	87.866	95.774	111.120
Tài sản sinh lãi khác					
Tổng tài sản sinh lãi	305.491	351.032	398.017	452.970	525.223
Tổng dự phòng	(3.567)	(4.084)	(4.826)	(5.201)	(7.018)
Tổng tài sản sinh lãi ròng	301.924	346.948	393.190	447.769	518.205
Tài sản vô hình	578	580	627	689	772
Các tài sản không sinh lãi khác	18.934	27.217	29.394	32.334	36.214
Tổng tài sản không sinh lãi	19.512	27.797	30.021	33.023	36.986
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	1.855	2.459	2.656	2.922	3.272
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	323.291	377.204	425.868	483.714	558.464
Tiền gửi của khách hàng	219.509	271.549	306.847	342.751	389.025
Tiền gửi của ngân hàng	54.231	50.868	53.013	65.790	70.040
Các khoản nợ chịu lãi khác	4.130	357	356	356	356
Tổng các khoản nợ chịu lãi	277.870	322.774	360.215	408.897	459.421
Tổng các khoản nợ không có lãi	10.671	12.220	13.696	11.616	22.758
Tổng nợ	288.541	334.994	373.911	420.513	482.179
Vốn chủ sở hữu	34.750	42.210	51.957	63.201	76.285
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	34.750	42.210	51.957	63.201	76.285

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	24,2%	17,0%	8,4%	18,6%	16,4%
Tăng trưởng lợi nhuận HKKD	26,8%	17,4%	13,3%	16,9%	14,7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	13,2%	12,2%	18,0%	15,4%	16,4%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	79,5%	84,4%	83,8%	82,5%	83,1%
Chi phí vốn	6,05%	6,39%	6,12%	6,15%	6,25%
Lợi tức tài sản sinh lãi	14,21%	15,19%	14,40%	14,62%	14,79%
Chênh lệch lãi suất	8,15%	8,80%	8,28%	8,47%	8,54%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	16,23%	15,94%	14,30%	14,76%	15,42%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	8,92%	8,65%	7,66%	7,71%	7,91%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HKKD trước dự phòng	55,0%	57,0%	55,2%	55,8%	55,1%
Lợi suất trên tài sản trung bình	8,22%	8,76%	8,23%	8,48%	8,68%
Thuế suất	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	2,45%	2,36%	2,43%	2,47%	2,51%

Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	21,5%	15,9%	10,2%	14,2%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	8,7%	9,3%	8,8%	9,1%	9,2%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	45,1%	-10,9%	12,3%	28,3%	12,3%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	34,2%	34,0%	31,0%	32,0%	33,0%
Tỉ lệ nợ xấu ròng (%)	-9,5%	-12,8%	-16,8%	-19,9%	-22,5%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	45,9%	46,4%	54,4%	52,6%	66,3%
Dự phòng chung/Nợ xấu ròng (%)	0,9%	0,9%	1,0%	0,9%	1,1%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	11,0%	10,7%	11,1%	11,9%	12,5%
CAR (%)	11,9%	11,1%	11,4%	12,2%	12,7%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	27,9%	25,2%	16,0%	10,5%	13,7%
Cho vay/Huy động (%)	127,8%	118,3%	112,3%	116,2%	117,2%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	3,5%	3,4%	3,1%	3,1%	2,8%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	11,3%	73,1%	5,0%	30,0%	20,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích

Email: thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>