

Thông tin cổ phiếu (24/12/2024)

Giá đóng cửa	18,950
Giá mục tiêu	22,900
% Tăng giá	20.8%
Vốn hóa thị trường (ngàn tỷ đồng)	149.2
Giá thấp nhất 52 tuần	17,200
Giá cao nhất 52 tuần	20,900
KLGD trung bình 52 tuần (triệu)	18.4
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	25.2%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	30.0%
BVPS	17,304

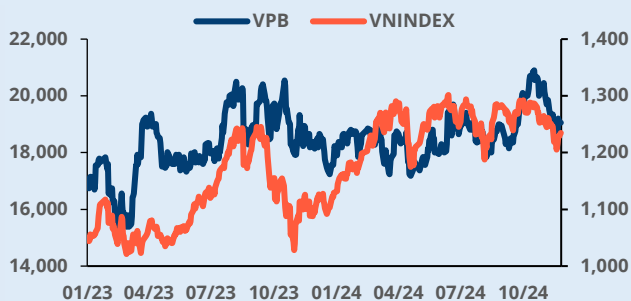
Cơ cấu sở hữu

SMBC	15%
Diera Corp	4.4%
Ngô Chí Dũng	4.1%
Hoàng Anh Minh	4.1%
Vũ Thị Quyên	4.1%

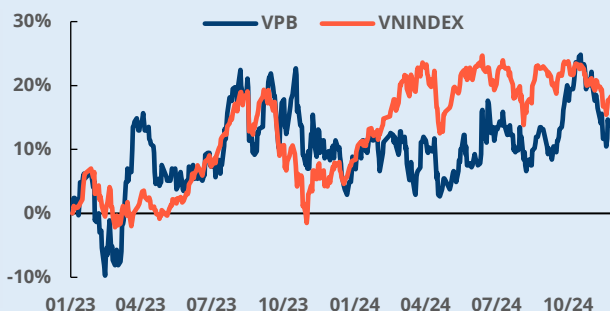
Tổng quan ngân hàng

VPB là một trong những ngân hàng TMCP tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, được thành lập vào năm 1993. Ngân hàng hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực huy động vốn và cho vay tín dụng.

Diễn biến giá



Hiệu suất đầu tư



Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị "MUA" đối với cổ phiếu VPB với giá mục tiêu 22,900 đồng/cổ phiếu (+20.8% so với giá đóng cửa tại ngày 24/12/2024) dựa trên kết hợp hai phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và P/B lần lượt với tỷ trọng 75% và 25%.

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với cổ phiếu VPB vì các yếu tố sau:

- Tỷ lệ CAR thuộc top cao nhất ngành.
- Quá trình tái cấu trúc FE Credit đang cho thấy dấu hiệu tích cực. Lỗ sau thuế 9T24 của FE Credit chỉ còn 437.2 tỷ đồng (so với 3,736.3 tỷ đồng 9T23).
- Thực hiện chiến lược cho vay tập trung vào các phân khúc chất lượng hơn, từ đó giảm trích lập dự phòng.
- Quản lý chi phí vận hành ngân hàng hiệu quả. VPB hiện đang sở hữu tỷ CIR thấp nhất ngành ngân hàng.
- Định giá hấp dẫn. FNS dự phóng P/B 2025F trượt của VPB là 0.91- thấp hơn trung bình 5 năm là 1.23, cho thấy mức định giá hấp dẫn nhờ triển vọng ROE dài hạn.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F-25F:

- FNS dự phóng thu nhập lãi thuần của 2024F-25F lần lượt là 47,285 tỷ đồng (+23.9% YoY) và 50,358 tỷ đồng (+6.5% YoY). LNST của 2024F-25F lần lượt là 14,756 tỷ đồng (+73.7% YoY) và 18,139 tỷ đồng (+22.9% YoY). Trong đó, lợi nhuận của VPB được thúc đẩy chủ yếu nhờ (1) Tăng trưởng dư nợ; (2) Chi phí dự phòng giảm nhờ chất lượng tài sản cải thiện; (3) Quản lý chi phí vận hành hiệu quả; (4) FE Credit bắt đầu đóng góp lợi nhuận.
- Chất lượng tài sản có cải thiện nhờ chiến lược cho vay mới và tăng cường loại bỏ nợ xấu nội bảng ra khỏi bảng cân đối.
- FNS dự phóng ROE của VPB trong dài hạn có thể đạt được 14%.

Rủi ro:

- Tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng tài chính tiêu dùng thấp hơn kỳ vọng.
- Chất lượng tài sản không cải thiện như kỳ vọng, chi phí trích lập dự phòng lớn.
- COF tăng thời điểm cuối năm 2024F và 2025F.

Dvt: Tỷ đồng

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu thập lãi thuần	38,175	47,285	50,358	57,787	63,248	68,789
Thu nhập ngoài lãi	11,565	12,050	13,320	14,628	15,522	16,361
Tổng TNHĐ	49,739	59,335	63,679	72,415	78,771	85,150
LNST	8,494	14,756	18,139	21,940	26,415	31,953
EPS	1,433	1,860	2,286	2,765	3,329	4,027
ROE	6.1%	10.6%	11.7%	12.7%	13.6%	14.5%
ROA	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.4%
P/B	1.13	1.02	0.91			

Tóm tắt kết quả kinh doanh 9T24

Đơn vị: Tỷ đồng	9T24	+/-% YoY	2023	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	35,887	+32.2%	38,175	Thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh nhờ chi phí huy động vốn giảm trong bối cảnh nền lãi suất thấp.
Thu nhập ngoài lãi	8,723	-5.9%	11,565	Thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ do lãi từ thanh toán dịch vụ thẻ giảm (1,254 tỷ đồng, -46.2% YoY). Bên cạnh đó, mảng bancassurance phục hồi mạnh nhưng vẫn ở mức thấp do ngành còn nhiều khó khăn.
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	44,610	+22.5%	49,739	
Chi phí hoạt động	10,548	+2.4%	13,941	Chi phí hoạt động tăng nhẹ hơn so với đà tăng của thu nhập hoạt động. CIR của VPB hiện đang thấp nhất ngành (24.4%), cho thấy nỗ lực của ngân hàng trong quá trình tối ưu vận hành thông qua chuyển đổi số.
Chi phí dự phòng tín dụng	20,200	+13.3%	24,994	Chi phí dự phòng tín dụng tăng nhưng chi phí dự phòng tín dụng/tổng dư nợ vẫn duy trì ở mức thấp. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng tín dụng/tổng dư nợ 2024F ở mức 4.0% (so với 5% trong 2023).
LNST	10,947	+67.7%	8,484	
NPL	4.93%	-0.95 điểm %	5.0%	Chất lượng tài sản có cải thiện nhờ nỗ lực tái cấu trúc FE Credit. Lỗ sau thuế 9T24 của FE Credit còn 437.2 tỷ đồng (so với 3,736.3 tỷ đồng 9T23) nhờ chi phí trích lập dự phòng giảm.
NIM	5.82%	+0.17 điểm %	5.7%	Dù lợi suất trên tài sản giảm do danh mục cho vay giảm tỷ trọng vay tiêu dùng và lợi suất tài sản chất lượng (TPCP, trái phiếu TCTD ...) vẫn ở mức thấp, chi phí huy động vốn (COF) giảm mạnh giúp NIM mở rộng.
CASA	13.6%	-2.8 điểm %	17.03%	CASA suy giảm theo tình chung của ngành bất chấp lãi suất huy động giảm.
Tăng trưởng tín dụng	9.0% YTD		25.2% YTD	Tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức thấp so với ngành, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi trong Q4/2024 nhờ mảng tiêu dùng tài chính phục hồi.
Tăng trưởng tiền gửi	7.5% YTD		33.6% YTD	Tăng trưởng tiền gửi chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng do lãi suất thấp.
ROE	9.7%	-0.5 điểm %	6.1%	ROE giảm chủ yếu do lợi nhuận chưa phản ánh ngay vào kết quả tăng vốn.
ROA	1.57%	+0.12 điểm %	1.38%	ROA có sự cải thiện nhẹ nhờ kết quả kinh doanh khả quan đã được nêu ở trên.

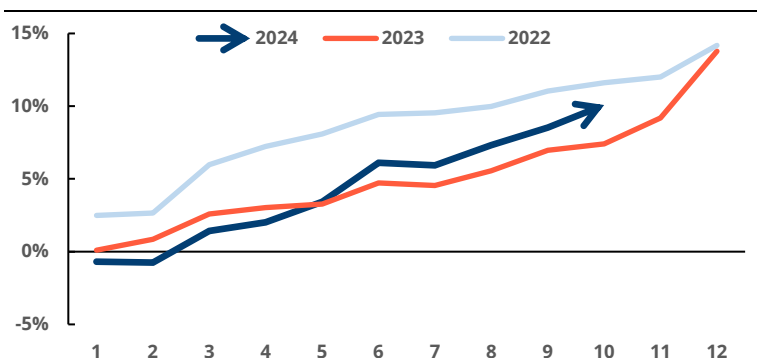
TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

Mục tiêu tăng trưởng tín dụng (TTTD) 15% trong 2024 của SBV có thể đạt được. Trong bối cảnh lạm phát được kiểm soát và tăng trưởng kinh tế được đặt lên hàng đầu, Chính Phủ yêu cầu SBV đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vào cuối năm với mục tiêu 15%. Nền lãi suất thấp cũng là một điểm tích cực để kỳ vọng mục tiêu TTTD có thể đạt được. Tính đến ngày 7/12, TTTD cả nước đạt khoảng 12.5%. Cùng với yếu tố mùa vụ, chúng tôi cho rằng con số là khả thi.

Trong năm 2025F, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục được đẩy mạnh nhờ (1) Giải ngân đầu tư công theo chủ trương quyết tâm của chính phủ; (2) Nền kinh tế tiếp tục phục hồi, một số tổ chức như ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) và ngân hàng Standard Chartered dự báo tăng trưởng GDP lần lượt là 6.6% và 6.7%.

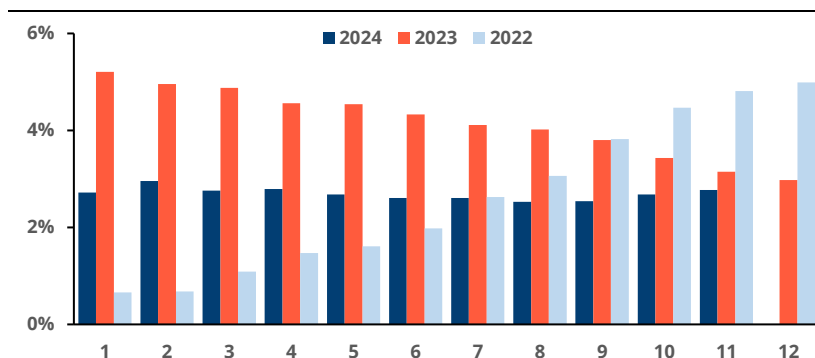
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nền lãi suất Việt Nam sẽ khó giữ được ở mức hiện tại do (1) Vào ngày 18/12, FED đã hạ lãi suất 0.25% về mức 4.25 – 4.5% và ngụ ý đã giảm lãi suất sẽ giảm trong những năm tới do kinh tế Mỹ phục hồi & lạm phát chưa được kiểm soát, đường cong lợi suất TPCP Mỹ 10 năm đã tăng lên 4.58% - cùng với mức tháng 11/2022, cho thấy áp lực tỷ giá đang gia tăng; (2) Chính phủ dự kiến tăng quy mô phát hành Trái phiếu Chính phủ (TPCP) năm 2025 lên hơn 815 nghìn tỷ đồng (+20.6% YoY) cùng với nợ công/GDP vẫn ở mức thấp. Do đó, chính sách tiền tệ trong năm 2025 có thể gặp nhiều thách thức.

Hình 1. Tăng trưởng tín dụng của những năm gần đây



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 2. Lạm phát Việt Nam (YoY)

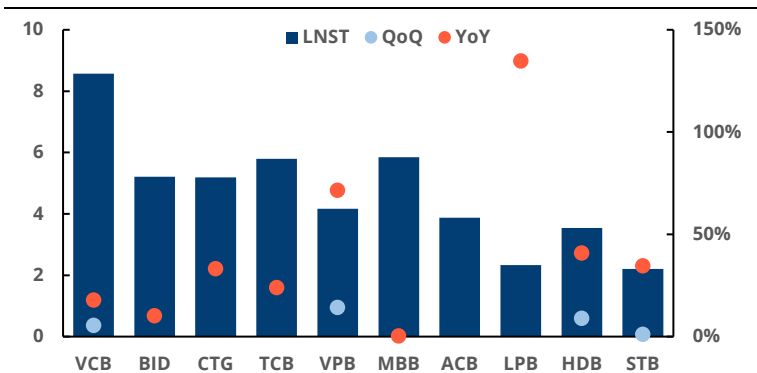


Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Lợi nhuận sau thuế Q3/2024 duy trì đà tăng kể từ đầu năm. Kết quả kinh doanh Q3/2024 của hầu hết ngân hàng đều tăng trưởng cả về nền năm và quý chủ yếu đến từ thu nhập lãi thuần, điển hình như TCB (-7.6% QoQ, +24.1% YoY), VPB (+14.4% QoQ, +71.5% YoY), HDB (+9.0% QoQ, +41.0% YoY), LPB (-3.8% QoQ, +134.8% YoY), ...

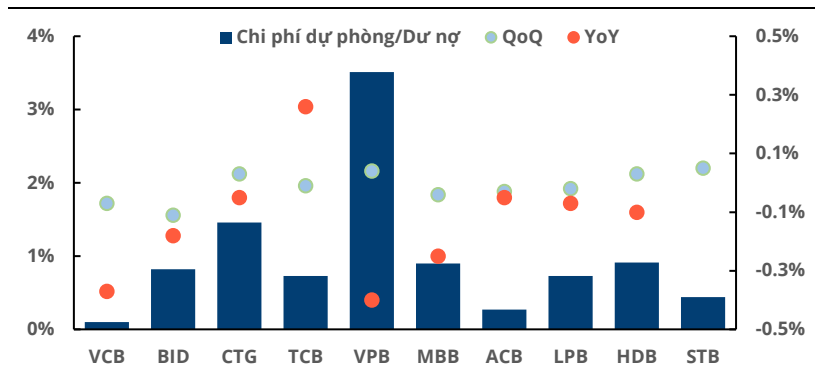
Sự tăng trưởng này đến phần lớn từ: (1) Tăng trưởng tín dụng tích cực so với năm trước; (2) Chi phí huy động vốn (COF) giảm trong bối cảnh nền lãi suất thấp và áp lực khác biệt giữa lãi suất VND và USD đã giảm; (3) Áp lực trích lập dự phòng giảm trong năm. Chi phí tín dụng của hầu hết các ngân hàng đều giảm dù áp lực NPL vẫn còn; (4) Quản lý chi phí hoạt động hiệu quả nhờ những nỗ lực trong đầu tư chuyển đổi số trong những năm gần đây.

Hình 3. Lợi nhuận sau thuế



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 4. Chi phí dự phòng/Dư nợ cho vay

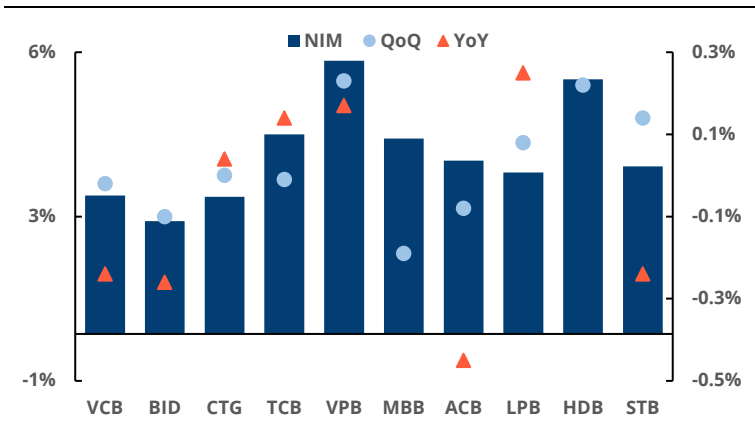


Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thời điểm Q4/2024 và đầu năm 2025, lợi nhuận của ngành ngân hàng sẽ gặp một số thách thức. Cụ thể, NIM sẽ khó mở rộng hoặc thậm chí sẽ thu hẹp do:

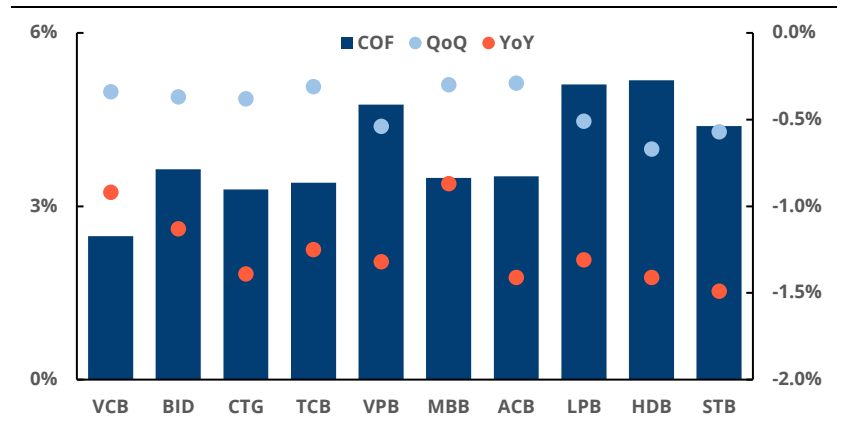
- COF có thể sẽ tăng trong thời gian tới do (1) Rủi ro về thanh khoản, trong đó, tăng trưởng huy động khách hàng thấp so với với tăng trưởng tín dụng, yêu cầu các ngân hàng đảm bảo được tỷ lệ LDR (Dư nợ/huy động); (2) Áp lực về đáo hạn trái phiếu (nhóm ngành BĐS, năng lượng) gia tăng trong năm 2025 khiến các ngân hàng có tỷ trọng C-bond cao phải gia tăng tài sản nợ thông qua các giấy tờ có giá có kỳ hạn dài để đảm bảo về tỷ lệ SFL (tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn); (3) Áp lực tỷ giá.
- Lãi suất cho vay có thể sẽ bị ảnh hưởng do áp lực cạnh tranh & mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, các ngân hàng có tỷ trọng cho vay các nhóm rủi ro cao hơn như BĐS và xây dựng, vay thế chấp có thể sẽ ít bị ảnh hưởng hơn.

Hình 5. NIM



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 6. Chi phí huy động vốn

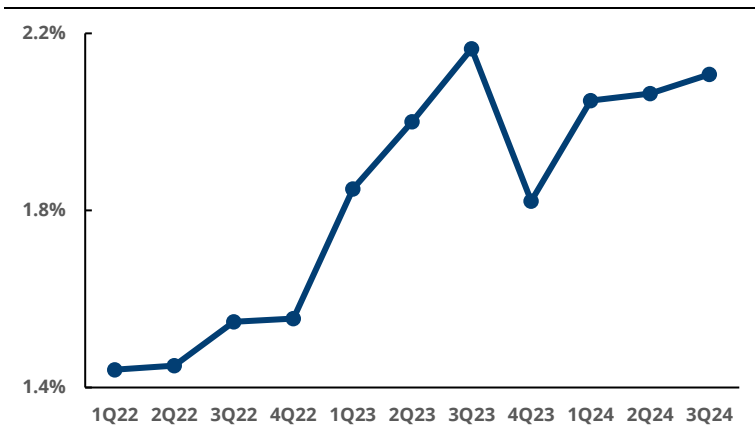


Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Chất lượng tài sản suy giảm nhưng không quá đáng kể trong Q3/2024. Nợ xấu toàn ngành ngân hàng đang tăng dần kể từ đầu năm, cụ thể là các ngân hàng như BIDV (1.74%, +0.19 điểm % QoQ), MBB (2.27%, +0.61 điểm % QoQ), LPB (1.99%, +0.24 điểm % QoQ), ... Tuy nhiên nếu tính toàn ngành, NPL chỉ tăng nhẹ (2.11%, +0.05% QoQ).

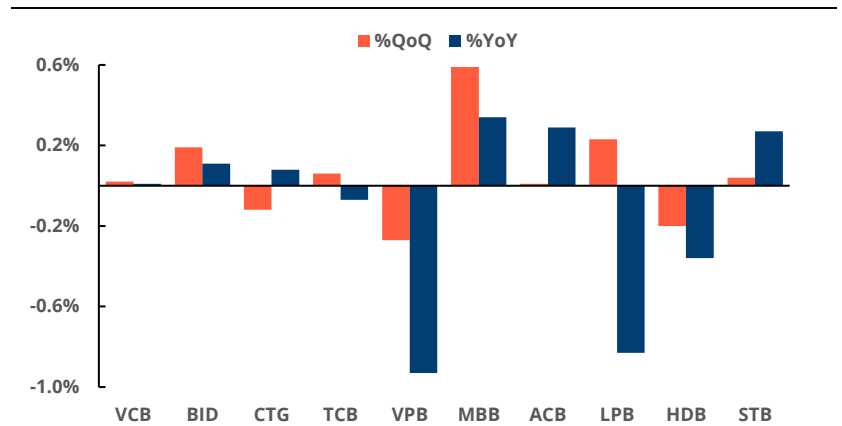
Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản toàn ngành vào cuối năm 2024 và đầu năm 2025 sẽ có sự cải thiện nhờ vào (1) Nền kinh tế tiếp tục phục hồi; (2) Nợ cần chú ý (nợ nhóm 2) đã có sự cải thiện từ Q2/2024, cho thấy áp lực lên chỉ số NPL đã giảm; (3) Tăng trưởng tín dụng đẩy mạnh vào cuối năm; (4) Các ngân hàng nỗ lực loại bỏ nợ xấu ra khỏi bảng cân đối vào cuối năm.

Hình 7. NPL



Note: NPL toàn ngành được tính theo trọng số vốn hóa
 Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 8. Thay đổi chất lượng tài sản (% thay đổi của NPL)



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Note: FNS thống kê top 10 ngân hàng có vốn hóa lớn nhất.

TỔNG QUAN NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX-VPB)

Năm	Sự kiện
1993	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank) được thành lập ngày 12/8/1993, là một trong những ngân hàng TMCP có lịch sử lâu đời tại Việt Nam
2010	VPB thực hiện chiến lược chuyển đổi sang mô hình ngân hàng bán lẻ hiện đại thông qua mở rộng mạng lưới chi nhánh, điểm giao dịch trên toàn quốc
2015	Thành công chuyển đổi hoạt động Tín dụng tiêu dùng sang một pháp nhân độc lập mới với tên gọi Công ty Tài chính TNHH MTV Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (được nhận diện với Thương hiệu FE CREDIT). FE CREDIT đã thống lĩnh thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam với khoảng 50% thị phần
2017	Niêm yết cổ phiếu thành công trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP.HCM, huy động thêm gần 300 triệu USD từ phát hành riêng lẻ, mở ra giai đoạn phát triển hội nhập mới, với vị thế hàng đầu Việt Nam
2019	Phát hành thành công 300 triệu USD trái phiếu quốc tế
2020	Hoàn thành cả 3 trụ cột Basel II
2021	Hoàn tất chuyển nhượng 49% vốn tại FE Credit cho SMBC
2022	Gia hạn Thỏa thuận hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm AIA
2023	Hoàn tất thỏa thuận chuyển nhượng 15% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược Ngân hàng SMBC, nâng vốn chủ sở hữu lên gần 140 nghìn tỷ đồng đứng thứ hai toàn hệ thống

Cấu trúc ngân hàng VPB



Công ty TNHH Quản lý Tài sản Ngân hàng Thương mại
Cổ phần Việt Nam Thịnh Vượng (VPB AMC)

Vốn điều lệ: 115 tỷ VND
Tỷ lệ sở hữu bởi VPBank: 100%



Công ty Tài chính TNHH Ngân hàng
Việt Nam Thịnh Vượng SMBC (FE CREDIT)

Vốn điều lệ: 10.928 tỷ VND
Tỷ lệ sở hữu bởi VPBank: 50%



Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank (VPBankS)

Vốn điều lệ: 15.000 tỷ VND
Tỷ lệ sở hữu bởi VPBank: 99.95%



Công ty Cổ phần Bảo hiểm OPES (OPES)

Vốn điều lệ: 1.265 tỷ VND
Tỷ lệ sở hữu bởi VPBank: 99.13%

Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2024.

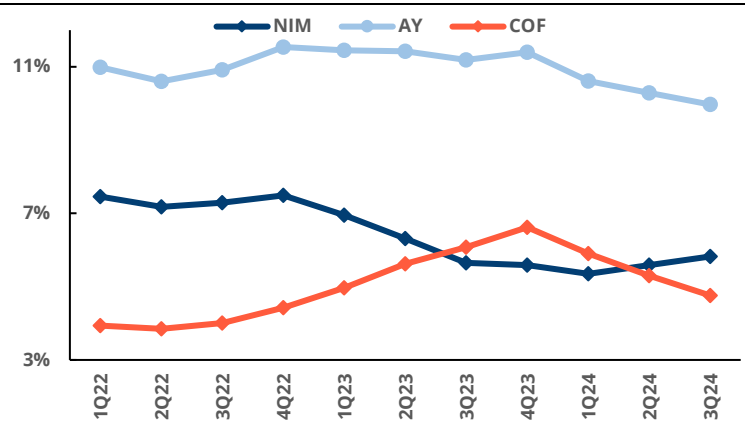
Lợi nhuận sau thuế tiếp tục đà phục hồi kể từ đầu năm. Lợi nhuận sau thuế Q3/2024 chứng kiến sự tăng trưởng, ghi nhận 4.164.3 tỷ đồng (+14.4% QoQ, +71.5% YoY), cao nhất kể từ Q2/2022. Thu nhập lãi thuần đạt 12,155.8 tỷ đồng (-2.0% QoQ, +37.6% YoY) tăng trưởng chủ yếu nhờ COF giảm với chi phí lãi và các chi phí tương tự ghi nhận 7,451.3 tỷ đồng (+13.9% QoQ, -28.9% YoY).

VPB là một trong số ít những ngân hàng có NIM tiếp tục mở rộng kể từ đầu năm (5.8%, +0.2 điểm % QoQ, +0.1 điểm % YoY) nhờ COF cải thiện (4.8%, -0.5 điểm % QoQ, -1.3 điểm % YoY) bất chấp lợi suất tài sản sinh lãi (AY) giảm (10.0%, -0.3 điểm % QoQ, -1.2% YoY).

Thu nhập ngoài lãi chưa cho thấy sự tăng trưởng. Thu nhập ngoài lãi Q3/2024 đạt 2,904.1 tỷ đồng (-22.1% QoQ, +20.0% YoY). Về cơ cấu thu nhập, thu nhập ngoài lãi chiếm tỷ trọng khá thấp nếu so với ngành. Bên cạnh đó, mảng bancassurance vẫn còn gặp nhiều khó khăn theo tình hình chung của ngành.

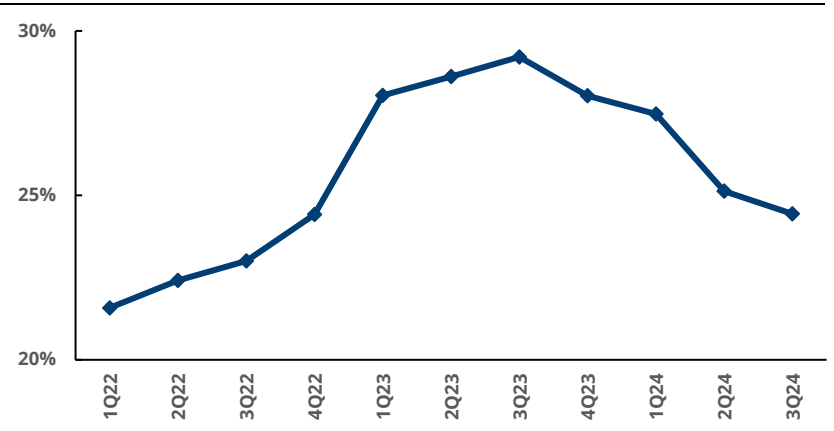
Chi phí hoạt động được VPB cải thiện khá rõ rệt. CIR TTM tại Q3/2024 đạt 24.4% (-0.7 điểm % QoQ, -4.8 điểm % YoY), cải thiện chủ yếu nhờ chi phí lương nhân viên giảm. VPB đang có CIR thấp nhất so với ngành, cho thấy hiệu quả trong quá trình vận hành của ngân hàng này cùng với nỗ lực chuyển đổi số trong những năm gần đây.

Hình 9. NIM, AY và COF TTM



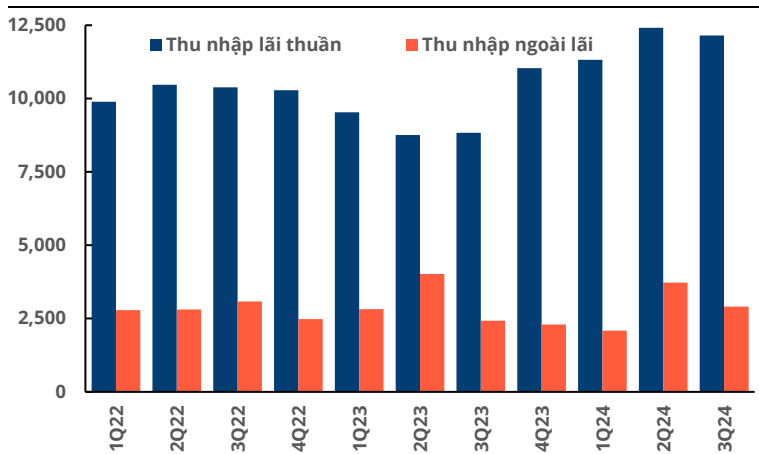
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 10. CIR TTM



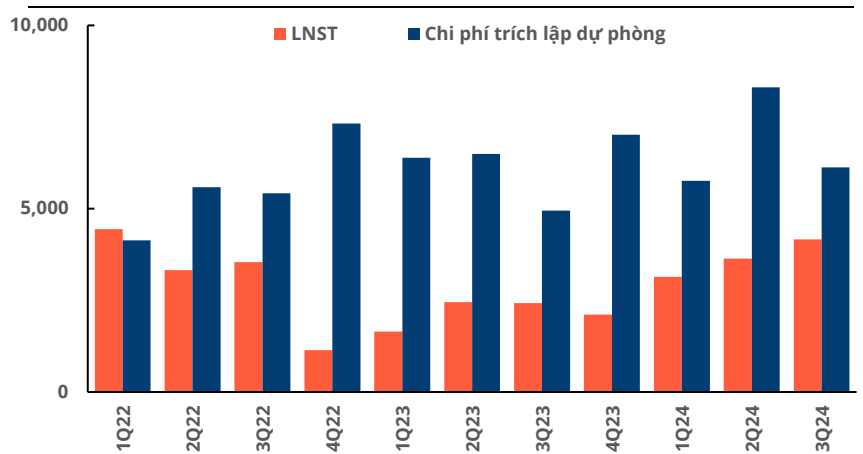
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 11. Thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 12. Chi phí trích lập dự phòng và LNST



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Note: FNS đã loại bỏ thu nhập khác đột biến (5,593.5 tỷ đồng) trong Q1/2022 trong quá trình tính toán.

Chất lượng tài sản có sự cải thiện. Nhóm nợ 2-5/tổng dư nợ của VPB tại Q3/2024 ở mức 12.2% (-1.1 điểm %), có sự cải thiện so với quý trước. Mặc dù có sự cải thiện nhưng nhìn chung NPL vẫn ở mức cao chủ yếu do tăng trưởng tín dụng thấp hơn do quá trình tái cơ cấu của ngân hàng này. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) hiện đang ở mức 50.7%, ở mức thấp khiến áp lực trích lập dự phòng có thể gia tăng trong thời gian tới.

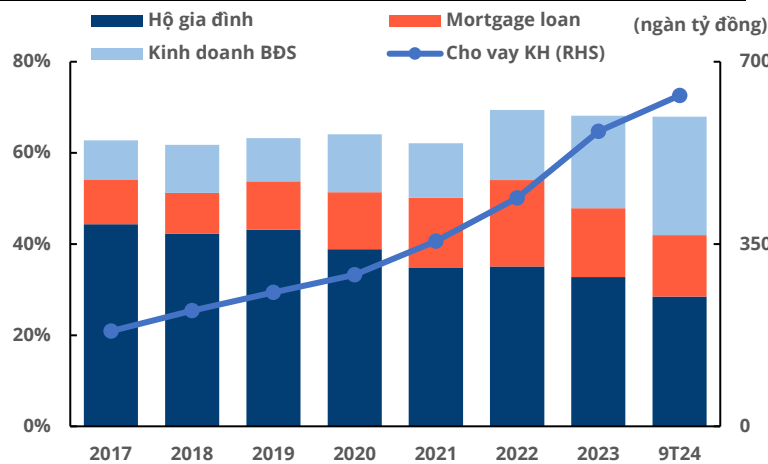
Tăng trưởng tài sản chậm lại kể từ đầu năm. Theo kế hoạch, VPB thay đổi chiến lược cho vay, tiếp cận đến các khách hàng có “chất lượng hơn”, hướng tới sự tăng trưởng bền vững, chính vì vậy mở rộng tài sản đang mở mức khá khiêm tốn so với ngành. Tổng tài sản tại Q3/2024 của VPB ghi nhận 858,884.6 tỷ đồng (+0.05% YTD), tăng chậm do tăng trưởng tín dụng tiêu dùng giảm.

Tăng trưởng tín dụng của VPB đạt 9.0% YTD – mức thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết do tín dụng tài chính tiêu dùng giảm. Cho vay thế chấp và kinh doanh bất động sản là động lực tăng trưởng chính của VPB kể từ đầu năm. VPB vẫn còn khá nhiều room tín dụng để mở rộng tài sản.

Chúng tôi cho rằng VPB vẫn còn dư địa tăng trưởng tài sản lớn sau khi vượt qua giai đoạn tái cấu trúc FE Credit nhờ bộ đệm vốn lớn và tỷ lệ CAR lớn nhất ngành.

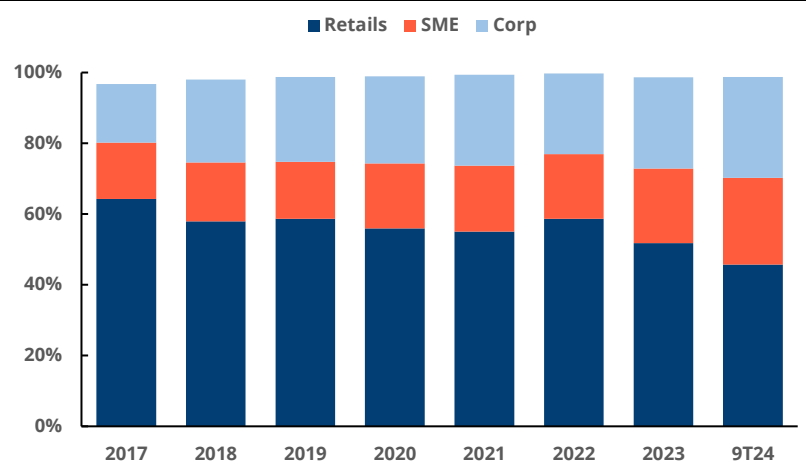
Tỷ trọng cho vay cá nhân đang có xu hướng giảm. Trong cơ cấu cho vay của VPB, vay tiêu dùng đang có xu hướng giảm tỷ trọng, chủ yếu do cho vay bất động sản và cho vay thế chấp tăng lên. Tăng trưởng dư nợ của VPB trong năm 2024 chủ yếu tập trung vào phân khúc khách hàng SME và công ty cổ phần.

Hình 13. Cho vay khách hàng (phân loại theo lĩnh vực kinh doanh)



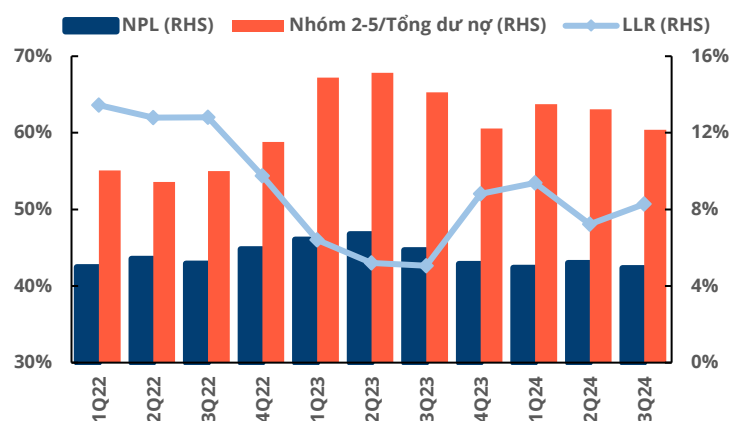
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 14. Cho vay khách hàng (phân loại theo khách hàng)



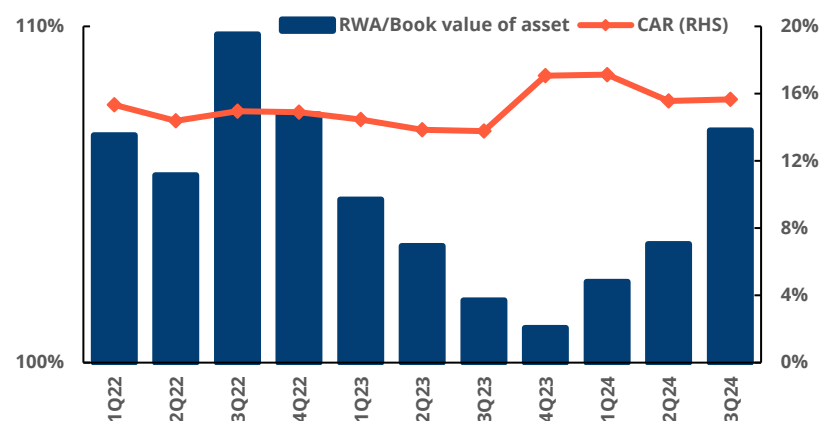
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 15. Chất lượng tài sản



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

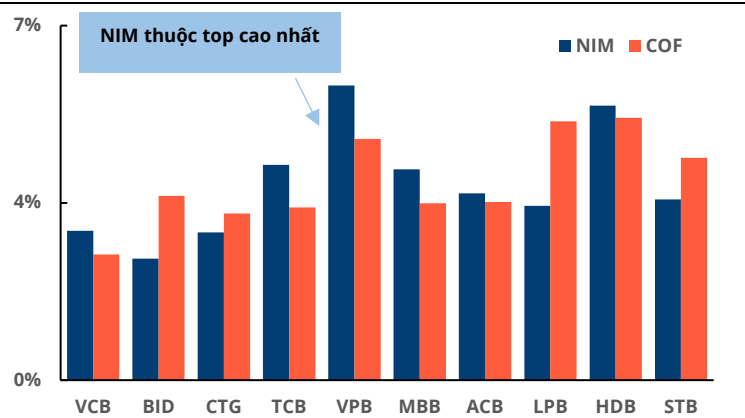
Hình 16. Tài sản trọng số rủi ro/tài sản sổ sách và tỷ lệ CAR



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

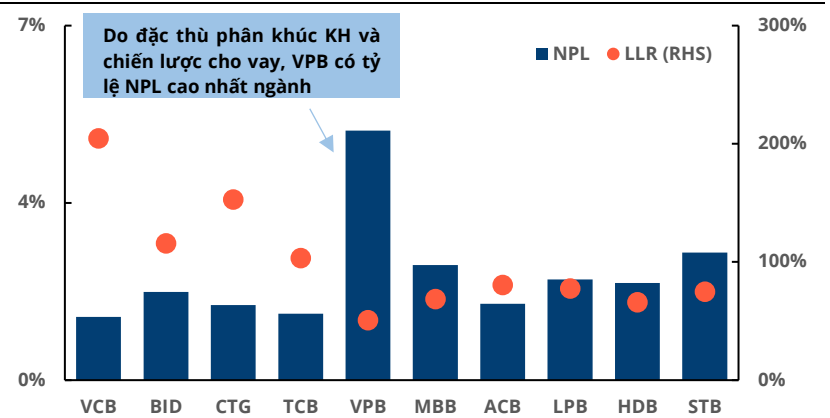
Một số điểm nhấn VPB so với ngành.

Hình 17. NIM và COF tại Q3/2024



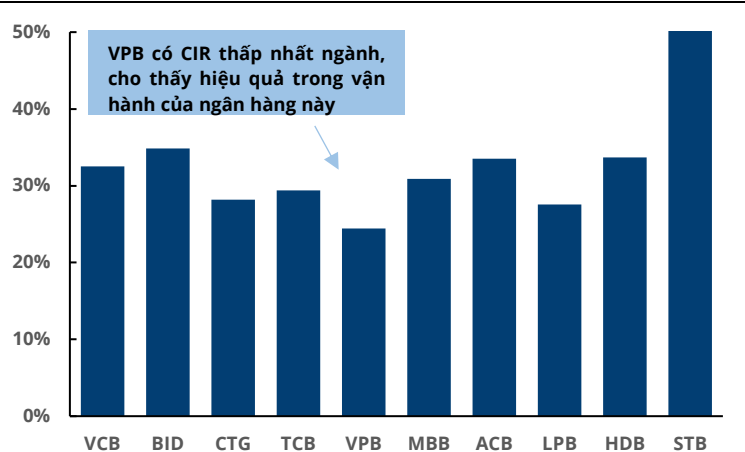
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 18. Chất lượng tài sản và bộ đệm tại Q3/2024



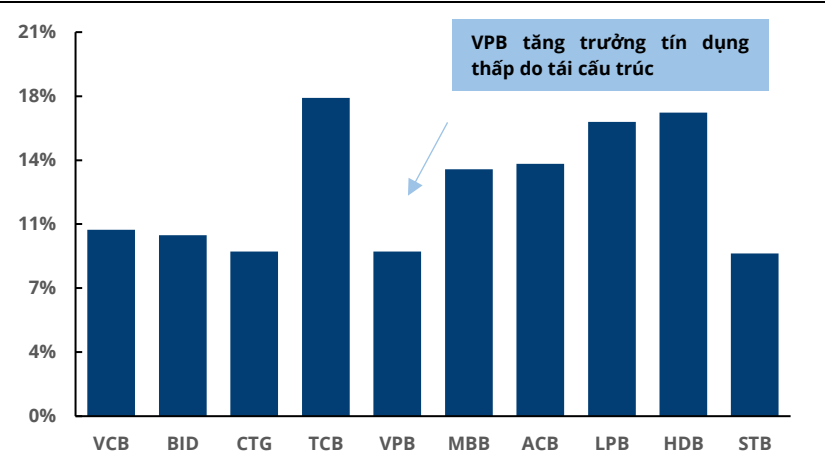
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 19. CIR TTM tại Q3/2024



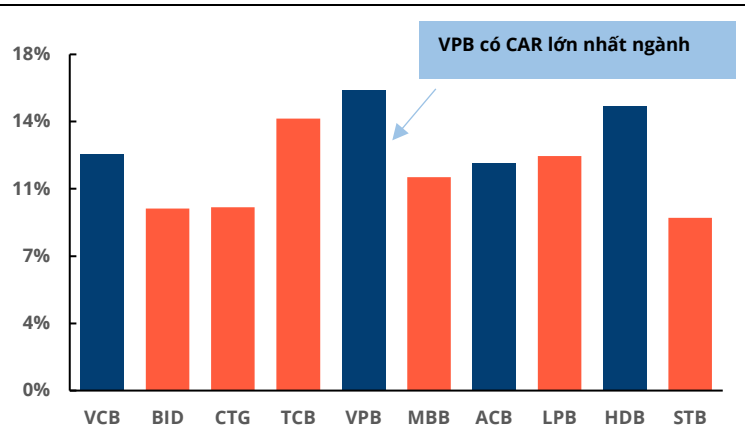
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 20. Tăng trưởng tín dụng YTD



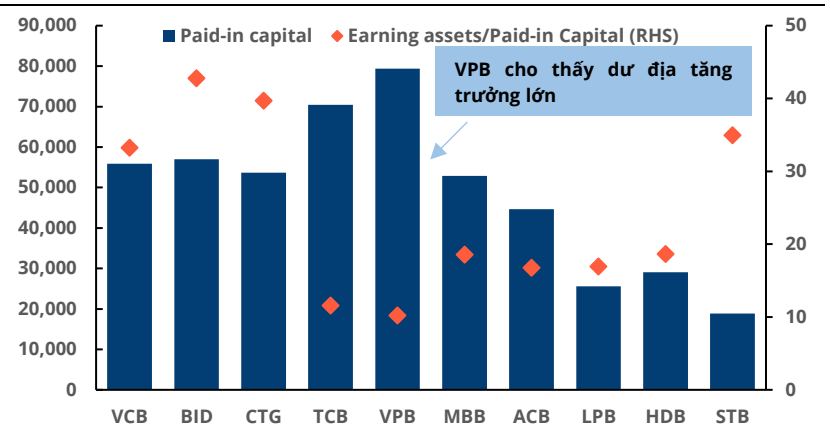
Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 21. CAR Q2/2024



Note: một số ngân hàng có CAR Q3/2024 sẽ được tô màu xanh
 Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Hình 22. Tài sản sinh lãi/Vốn điều lệ tại Q3/2024



Nguồn: Fiinpro, FNS tổng hợp

Note: FNS so sánh VPB dựa trên cơ sở top 10 ngân hàng có vốn hóa lớn nhất

Triển vọng kinh doanh 2024F-25F.

Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng từ phân khúc tiêu dùng hộ gia đình. Tăng trưởng cho vay khách hàng của VPB giảm so với quý trước (Hình 13). Dư nợ cho vay tiêu dùng tại Q3/2024 đang là 180,976.4 tỷ đồng (-2.4% YTD) chủ yếu do hoạt động tái cơ cấu của FE Credit trong năm nay.

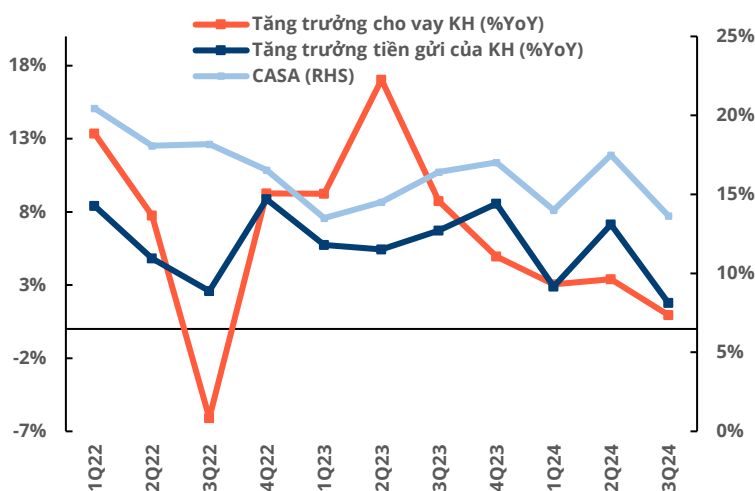
Trong Q4/2024F và 2025F, FNS kỳ vọng tăng trưởng tín dụng mảng này sẽ cải thiện nhờ (1) Nhu cầu vay tiêu dùng sẽ tăng trở lại nhờ nền kinh tế phục hồi; (2) Dư địa tăng trưởng còn khá lớn. Bên cạnh đó, SBV đã thông báo điều chỉnh tăng thêm chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là mảng tiêu dùng, giúp thúc đẩy VPB tăng trưởng thêm mảng này.

Tăng trưởng tín dụng tiềm năng đến từ FDI. Mảng tín dụng FDI sẽ là động lực tăng trưởng mới cho VPB khi VPB có lợi thế về tệp khách hàng FDI từ đối tác chiến lược SMBC. Theo Ban lãnh đạo của VPB, SMBC đã có sẵn nguồn khách hàng FDI dồi dào ở trong và ngoài nước, VPBank có thể tận dụng lợi thế này để mở rộng danh mục FDI một cách hiệu quả. Bên cạnh đó, huy động vốn từ nước ngoài giúp VPB cải thiện chi phí vốn nhờ đa dạng hóa nguồn vốn.

Thu từ nợ ngoại bảng tăng mạnh. Thu từ nợ đã xử lý rủi ro tăng mạnh trong 9T24, đạt 3,251.8 tỷ đồng (+90.4% YoY) nhờ hoạt động thu hồi nợ xấu mang tính hệ thống và hiệu quả cao của VPB.

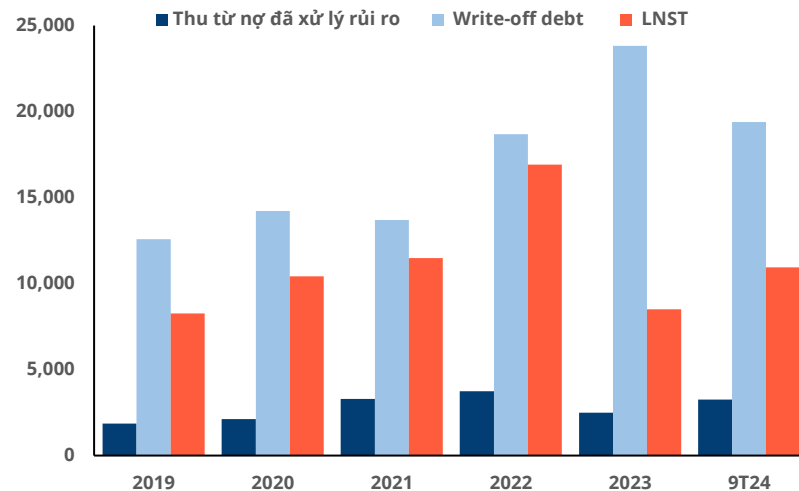
Chúng tôi kỳ vọng thu nợ ngoại bảng/chi phí trích lập dự phòng trong 2024F và 2025F lần lượt là 11.0% và 9.0%, đóng góp tích cực vào lợi nhuận của ngân hàng.

Hình 23. Tăng trưởng cho vay, huy động và CASA



Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Hình 24. Thu nợ ngoại bảng, loại bỏ nợ xấu và LNST của VPB



Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Dư địa tăng trưởng tài sản còn tiềm năng. Chúng tôi cho rằng VPB vẫn còn rất nhiều tiềm năng để mở rộng tài sản nhờ:

- VPB đang có tỷ lệ CAR (Hình 21) cao nhất ngành (15.7%) – gần gấp đôi so với yêu cầu tối thiểu. Bên cạnh đó, tài sản sinh lãi/vốn điều lệ cũng đang thấp nhất ngành. Nhờ vậy, VPB có thể đẩy mạnh gia tăng lợi nhuận thông qua gia tăng & đa dạng hóa danh mục tài sản, từ đó gia tăng lợi nhuận.
- VPB đang sở hữu vốn điều lệ lớn nhất (Hình 22) trong ngành (79.4 ngàn tỷ đồng) sau thỏa thuận thành công bán vốn điều lệ 15% cho ngân hàng SMBC của Nhật Bản. Vốn điều lệ mở rộng tạo điều kiện cho VPB mở rộng tài sản, đặc biệt là mảng tài chính tiêu dùng của FE Credit. Cùng với đó, ở vai trò là nhà đầu tư chiến lược, SMBC sẽ đóng góp vào sự tăng trưởng của VPB nhờ mảng lưới khách hàng và kinh nghiệm của một ngân hàng lớn.

Chất lượng tài sản kỳ vọng sẽ cải thiện. Với mục tiêu “tăng trưởng bền vững”, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ giảm nợ xấu trong dài hạn. Cùng với đó, chủ động loại bỏ nợ xấu nội bảng ra khỏi cân đối có thể giúp chất lượng tài sản ổn định hơn.

NPL trong Q4/2024 và nửa đầu năm 2025 sẽ giảm nhẹ hoặc đi ngang nhờ (1) Đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vào cuối năm và đảm bảo cho vay thận trọng hơn; (2) Nợ nhóm 2 có dấu hiệu cải thiện, cụ thể, nợ nhóm 2-5/tổng dư nợ tại Q3/2024 ghi nhận

thấp nhất kể từ Q1/2023 (12.2%) trong khi NPL gần như đi ngang trong 3 quý liên tiếp; (3) Ngân hàng đẩy mạnh xóa nợ xấu ra khỏi cân đối vào cuối năm, tuy nhiên, áp lực chi phí dự phòng sẽ tăng vào thời điểm này.

Bên cạnh đó, tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp (C-bond)/tài sản sinh lãi của VPB hiện đang ở mức thấp so với ngành. Tại Q3/2024, C-bond ghi nhận 18,441.8 tỷ đồng (-43% YTD), giảm mạnh kể từ đầu năm cho thấy áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong 2025 ảnh hưởng đến VPB là thấp.

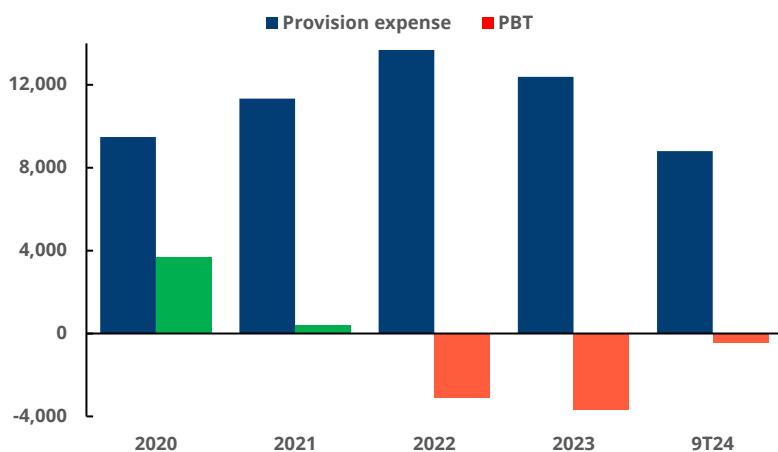
Chi phí hoạt động (OPEX) đang trong xu hướng giảm. Tối ưu chi phí vận hành ngân hàng cũng là một trong những nhân tố đóng góp tích cực vào lợi nhuận của ngân hàng. Nhờ nỗ lực chuyển đổi số, nâng cấp hạ tầng công nghệ thông tin giúp tối ưu vận hành, gia tăng trải nghiệm khách hàng. Với đà tăng nhân sự thấp hơn so với đà tăng tài sản, cho thấy VPB là ngân hàng có hiệu suất làm việc cao so với mặt bằng chung.

Chúng tôi dự phóng CIR 2024F-25F đạt lần lượt 25 - 26%, duy trì ở mức thấp nhất so với mặt bằng chung của ngành và phản ánh tích cực vào lợi nhuận.

Kỳ vọng về quá trình tái cơ cấu tích cực của FE Credit đóng góp vào tăng trưởng dài hạn của VPB. FE Credit hiện tại chưa đóng góp lợi nhuận cho ngân hàng mẹ, tuy nhiên, lỗ lũy kế đã cho thấy sự cải thiện. Lỗ sau thuế 9T24 của FE Credit ghi nhận 437.2 tỷ đồng (so với lỗ sau thuế 3,736.3 tỷ đồng) nhờ COF và chi phí trích lập dự phòng giảm. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2024, VPB đặt mục tiêu FE Credit đạt lợi nhuận trước thuế 1,200 tỷ đồng và chúng tôi cho rằng con số này sẽ rất khó để đạt được.

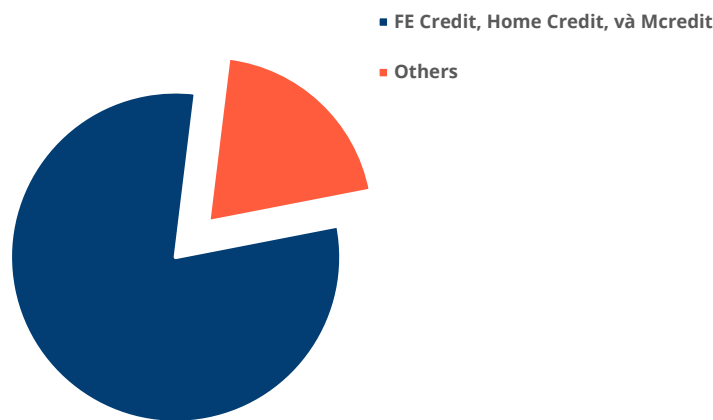
Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng FE Credit sẽ bắt đầu có lãi trong năm 2024. Việc gần hoàn thành tái cơ cấu danh mục vay hướng đến tăng trưởng bền vững, cho vay thận trọng và không ồ ạt, NPL của FE Credit được kỳ vọng giảm giúp giảm áp lực trích lập dự phòng của FE Credit, từ đó bắt đầu đóng góp tích cực vào lợi nhuận của ngân hàng mẹ sau giai đoạn tái cấu trúc danh mục cho vay.

Hình 25. LNTT và chi phí trích lập dự phòng



Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Hình 26. Thị phần tín dụng tiêu dùng (FE Credit chiếm 50% thị phần)



Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Tiềm năng thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam vẫn còn rất lớn. Vào năm 2023, ngành tài chính tiêu dùng gặp rất nhiều khó khăn hậu Covid-19. Tăng trưởng kinh tế chậm lại và điều kiện vĩ mô không thuận lợi khiến tăng trưởng tín dụng tiêu dùng suy giảm, tỷ lệ nợ xấu tăng cao và áp lực trích lập dự phòng lớn. Trong đó, phân khúc khách hàng có thu nhập thấp bị chịu tác động lớn nhất.

Thị trường tài chính tiêu dùng cũng gặp rất nhiều khó khăn để mở rộng thị trường. Bên cạnh điều kiện kinh tế không thuận lợi, nhận thức thấp của người tiêu dùng cũng là rào cản lớn do mảng tài chính tiêu dùng chính thống thường bị đánh đồng là tín dụng đen, từ đó ảnh hưởng đến khả năng thu hồi nợ của các doanh nghiệp tài chính tiêu dùng và lo ngại của các khách hàng tiềm năng về nợ xấu. Tuy nhiên, tiềm năng dài hạn của thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam vẫn còn lớn so với quy mô hiện tại:

- Theo FiinGroup, Vay tiêu dùng/GDP tại Việt Nam là khoảng hơn 10% tại năm 2022, thấp hơn nhiều so với các nước Châu Á - Thái Bình Dương (Hàn Quốc 43%, Hồng Kông 24%, Malaysia 20%, ...).
- Yếu tố nhân khẩu học cũng là nhân tố tăng trưởng dài hạn khi tỷ lệ người dân cho thu nhập cao đang tăng dần theo thời gian. Bên cạnh đó, thị phần thị trường này đang phân mảnh và tỷ lệ thâm nhập thấp từ các doanh nghiệp nước ngoài, tiềm năng để gia tăng thị phần FE Credit là rất lớn.
- Chính phủ thúc đẩy thanh toán không tiền mặt có thể thúc đẩy các công ty tài chính tiếp cận khách hàng và mở rộng thị trường.

Tính đến Q3/2024, dư nợ tín dụng của FE Credit khoảng 69 ngàn tỷ đồng (+0.1% YTD). Tái cấu trúc thành công và có sự cộng tác của nhà đầu tư chiến lược SMBC có thể giúp FE Credit gia tăng bộ đệm vốn cũng như nâng cao năng lực cạnh tranh.

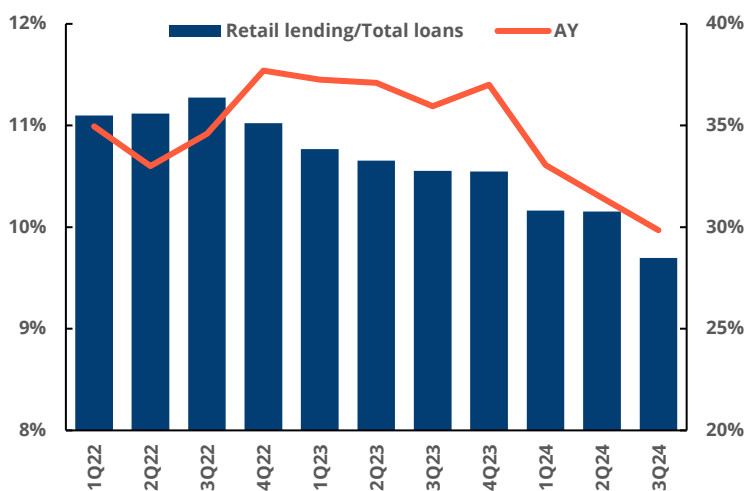
Rủi ro đầu tư

Áp lực từ chi phí huy động vốn (COF). Chúng tôi cho rằng COF của VPB nói riêng và hệ thống ngân hàng nói chung sẽ tăng trong Q4/2024F và đầu năm 2025F. Riêng VPB, chúng tôi dự phóng COF sẽ tăng do:

- Tỷ lệ LDR hiện đang cao nhất kể từ 2019, ghi nhận 134% (+25 điểm % YTD), cho thấy chênh lệch lớn giữa huy động và cho vay. Do đó, FNS cho rằng lãi suất huy động của VPB sẽ tăng trong thời gian tới. Vào đầu tháng 12, VPB đã thông báo tăng lãi suất tiền gửi thêm 0.1% - 0.2% tùy từng kỳ hạn.
- FNS cho rằng VPB sẽ phát hành giấy tờ có giá với thời hạn dài hơn 1 năm sau khi đã cắt giảm kể từ đầu năm (10,264.4 tỷ đồng, -63.0% YTD) khi cấu trúc vốn hiện tại đang áp lực lên các tỷ lệ như LCR và SFL.

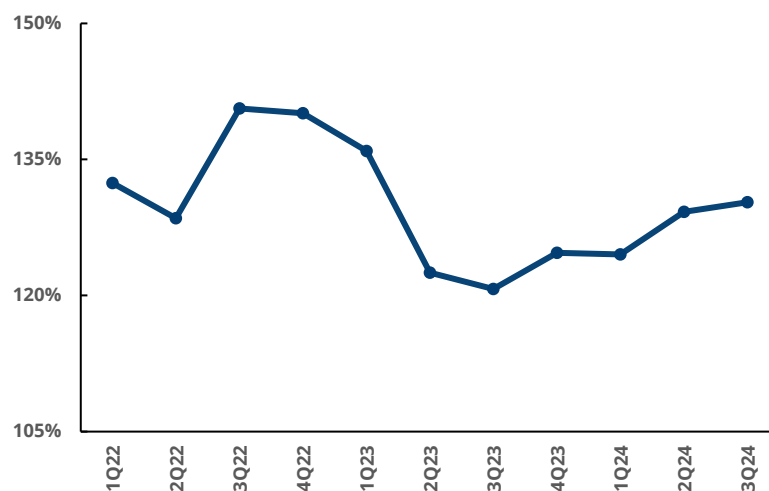
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VPB có lợi thế về nguồn vốn huy động từ nước ngoài nhờ sự hỗ trợ từ SMBC, giúp cải thiện chi phí vốn (COF) trong trung và dài hạn nhờ đa dạng hóa nguồn vốn.

Hình 27. Lợi suất tài sản sinh lãi & Vay tiêu dùng/Tổng dư nợ



Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Hình 28. LDR hợp nhất



Nguồn: VPB, FNS tổng hợp

Lợi suất của tài sản sinh lãi đang có xu hướng giảm do chiến lược cho vay thận trọng hơn. Bên cạnh lý do các tài sản chất lượng & thanh khoản cao (HQLA) đang suy giảm lợi suất, Lợi suất của tài sản sinh lãi (Asset yields) đang trong xu hướng giảm do tỷ trọng cho vay tiêu dùng đang thấp dần (Hình 27), trong đó, tỷ trọng lợi suất đến từ cho vay mảng tiêu dùng rất lớn. Tuy nhiên, FNS cho rằng sự đánh đổi này là hợp lý khi có thể giúp danh mục tài sản của VPB chất lượng hơn, cải thiện tỷ lệ nợ xấu và áp lực trích lập dự phòng, hướng đến mô hình cho vay khách hàng tăng trưởng bền vững.

Bên cạnh đó, một số tác động không đoán trước có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VPB trong 2024F-25F như (1) Tăng trưởng tín dụng mảng tiêu dùng không như kỳ vọng, (2) Chi phí trích lập dự phòng cao hơn vào cuối năm do tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) chỉ ở mức thấp (50.7%); (3) NPL không cải thiện như kỳ vọng.

Định giá

Luận điểm đầu tư. Chúng tôi khuyến nghị “MUA” đối với cổ phiếu VPB dựa trên những tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ:

- Kết quả kinh doanh đã tạo đáy với chiến lược “làm sạch” tài sản có, giúp lợi nhuận của VPB tăng trưởng một cách bền vững.
- Thị phần FE Credit vẫn chiếm hơn 50% thị trường tài chính tiêu dùng, cho thấy tiềm năng trong dài hạn.
- Dư địa tăng trưởng tài sản vẫn còn lớn như đã đề cập ở trên.

Phương pháp định giá. FNS kết hợp hai phương pháp định giá theo trọng số: Thu nhập thặng dư (RI) (75%) và P/B (25%), trong đó thu nhập thặng dư (RI) chiếm 75% do chúng tôi muốn phản ánh rõ hơn về nội tại của ngân hàng vào giá mục tiêu.

Thu nhập thặng dư. FNS dự phóng giá mục tiêu 23,000 đồng/cổ phiếu dựa vào những kỳ vọng đã nêu trên. Bên cạnh đó, FNS giả định VPB sẽ không tăng vốn trong thời gian dự phóng và không chia cổ tức bằng tiền mặt. FNS dự phóng thu nhập thặng dư 2024F-25F âm do VPB chưa thể cải thiện ROE lên mức mục tiêu của FNS ngay.

Dvt: ngàn tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
VCSH đầu kỳ	139,796	154,552	172,691	194,630	221,045	252,998
LNST	14,756	18,139	21,940	26,415	31,953	35,346
Cổ tức bằng tiền mặt	-	-	-	-	-	-
VCSH cuối kỳ	154,552	172,691	194,630	221,045	252,998	288,344
Chi phí VCSH tuyệt đối	17,328	19,157	21,405	24,124	27,399	31,359
Thu nhập thặng dư	(2,572)	(1,018)	535	2,290	4,554	3,987
Giá trị hiện tại của TNTD	(2,498)	(879)	411	1,566	2,772	2,159
Giá trị hiện tại của TNTD cuối cùng	39,033					
Giá trị vốn hóa	182,360					
Giá mục tiêu/cp	22,985					

Note: FNS giả định VPB không chia cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn dự phóng

P/B. P/B mục tiêu mà chúng tôi dự phóng là 1.2x (ROE mục tiêu là 14%) với giá mục tiêu 22,800 đồng/cổ phiếu.

Chi phí vốn chủ sở hữu		P/B	
Lãi suất phi rủi ro	3.30%	ROE mục tiêu	14%
Beta	1.07	Tăng trưởng ổn định	3.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.50%	Chi phí VCSH	12.4%
Chi phí VCSH	12.4%	Justified P/B	1.2
		Giá trị sổ sách	154,552
		Giá trị vốn hóa thị trường	180,954
		Giá mục tiêu/cp (đồng)	22,808

FNS kết hợp 2 phương pháp Thu nhập thặng dư và P/B theo trọng số lần lượt 75% và 25%. Từ đó, giá mục tiêu FNS khuyến nghị là 22,900 đồng/cổ phiếu (làm tròn) (+20.8% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2024).

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	22,985	75%
P/B	22,808	25%
Giá mục tiêu	22,940	

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9158
Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TP.VCI
Tel : (028) 6295.9138
Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng
Tel : (0236) 377.9655
Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội
Tel : (024) 6283.3666
Fax: (024) 3206 8881