

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG

Nguồn Vốn Lớn Giúp Đẩy Mạnh Hoạt Động



BÁO CÁO NGẮN

VPB (HOSE) – KHẢ QUAN

Giá Hợp Lý (VND)	72.500
Giá Hiện Tại (VND)	61.600
Tăng Giá	+ 17.6%
Năm Giữ	1 năm

NGÀNH NGÂN HÀNG

Biểu đồ giá cổ phiếu



Các dữ liệu quan trọng

Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	151.148
Số cổ phiếu lưu hành (nghìn)	2.469.748
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	39.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16.000
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	6.466.000
Giá trị giao dịch trung bình 3 tháng (triệu)	422.500
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30,00
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	n/a
Tỷ lệ sở hữu BLD (%)	n/a

Về VPBank

Thành lập năm 1993, VPBank là một trong những ngân hàng TMCP có lịch sử lâu đời nhất tại Việt Nam. Với định hướng tập trung vào mảng bán lẻ, VPBank đã có những bước phát triển vượt bậc và trở thành một trong những ngân hàng TMCP tư nhân lớn nhất hệ thống. Với công ty con FE Credit, VPBank trong nhiều năm liền đã thể hiện độ bành trướng của mình trong lĩnh vực cho vay tiêu dùng tại Việt Nam.

ĐỖ QUANG TRUNG

Chuyên viên phân tích ngành & doanh nghiệp

Tóm tắt luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh của VPBank (VPB) tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ hoạt động của ngân hàng mẹ.** Ngân hàng mẹ VPB đã có mức tăng trưởng ấn tượng giúp tổng thu nhập hoạt động hợp nhất (TOI) của VPBank đạt 23.098 tỷ đồng (+22,5% YoY) trong 6 tháng đầu năm. Trong đó mảng bán lẻ tiếp tục là động lực chính giúp tăng trưởng tín dụng. Lợi nhuận trước thuế (LNTT) hợp nhất đạt 9.037 tỷ đồng (+37,2% yoy), đây cũng là con số kỉ lục trong lịch sử của VPB.
- Chi phí vốn giảm giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.** Chúng tôi kì vọng chi phí vốn của VPB sẽ được cải thiện đáng kể trong thời gian tới nhờ: (1) việc hợp tác từ cổ đông chiến lược SMFG sẽ giúp VPB tiếp cận được nhiều nguồn vốn với chi phí rẻ hơn, và (2) việc đầu tư mạnh vào hệ thống giao dịch NEO cùng với định hướng vào phân khúc bán lẻ sẽ giúp VPB tăng tỷ lệ CASA trong dài hạn.
- Kì vọng vào đà tăng trưởng của FE Credit (FEC).** Chúng tôi đánh giá việc có sự tham gia của Sumitomo vào việc quản trị của FEC sẽ giúp VPB giữ vững được vị trí số 1 trong mảng cho vay tiêu dùng trong những năm tới. Tuy lĩnh vực này đang bị ảnh hưởng không nhỏ bởi dịch bệnh, chúng tôi vẫn kì vọng vào chu kì mua sắm cuối năm nay khi dịch bệnh cơ bản được kiểm soát sẽ thúc đẩy lợi nhuận của FEC.
- Nguồn vốn tăng mạnh sẽ giúp VPB có nhiều dư địa tăng trưởng.** Ngoài 1,4 tỷ USD từ thương vụ bán 49% vốn FEC, VPB còn có nhiều kế hoạch nhằm tăng vốn như phát hành cổ phiếu thưởng hay việc phát hành riêng lẻ 15% cho cổ đông chiến lược trong năm tới. Điều này sẽ giúp cho VPB trở thành một trong những ngân hàng có bộ đệm vốn dày nhất hệ thống, đây sẽ là yếu tố quan trọng giúp VPB nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn từ Ngân hàng Nhà nước (NHNN).
- Hợp đồng Bancassurance với AIA được đàm phán lại.** Chúng tôi kì vọng VPB sẽ đi đến một hợp tác phân phối bảo hiểm độc quyền với AIA qua một hợp đồng với khoản phí trả trước khoảng 8.000 tỷ đồng. Điều này sẽ góp phần thúc đẩy thu nhập ngoài lãi của VPB trong các năm sau.
- CSI dự báo LNTT năm 2021 của VPB đạt 17.385 tỷ (+33,5% YoY) và LNTT năm 2022 đạt mức 20.175 tỷ (+16,1% YoY).** Do đó với mức P/B hợp lý theo chúng tôi đánh giá là **2.3x lần**, CSI đưa ra giá mục tiêu trong 12 tháng là **72.500** đồng và đưa khuyến nghị **KHẢ QUAN (OUTPERFORM)** với VPB.

KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021

Tóm tắt báo cáo kết quả kinh doanh quý 2

Báo cáo kết quả kinh doanh (triệu đồng)	6T/2021	6T/2020	% YoY
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	26,824,381	26,129,682	3%
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-8,472,654	-10,407,702	-19%
Thu nhập lãi thuần	18,351,727	15,721,980	17%
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	2,072,411	1,382,565	50%
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	-36,438	-93,158	-61%
Lãi/(Lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,639,329	616,552	166%
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	2,526,602	1,338,198	89%
Tổng thu nhập hoạt động	23,098,422	18,854,084	63%
Chi phí hoạt động	-5,408,586	-5,837,919	-7%
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng	17,689,836	13,016,165	36%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-8,652,502	-6,431,292	35%
Tổng lợi nhuận trước thuế	9,037,334	6,584,873	37%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,819,161	-1,319,856	37%
Lợi nhuận sau thuế	7,218,173	5,265,017	37%

Nguồn: VPB, CSI Research

Phân khúc bán lẻ tiếp tục là động lực giúp tăng trưởng tín dụng. Trong 6 tháng đầu năm 2021, cho vay tín dụng hợp nhất của VPBank tăng trưởng 4,5%, tức tương đối thấp so với mặt bằng chung của hệ thống các ngân hàng tư nhân. Con số này cũng đến chủ yếu từ mức tăng trưởng tín dụng +7,5% YTD của ngân hàng mẹ. Ngược lại, FEC ghi nhận mức giảm dư nợ khoảng -7,2% trong kì do nhu cầu vay tiêu dùng giảm mạnh do dịch bệnh.

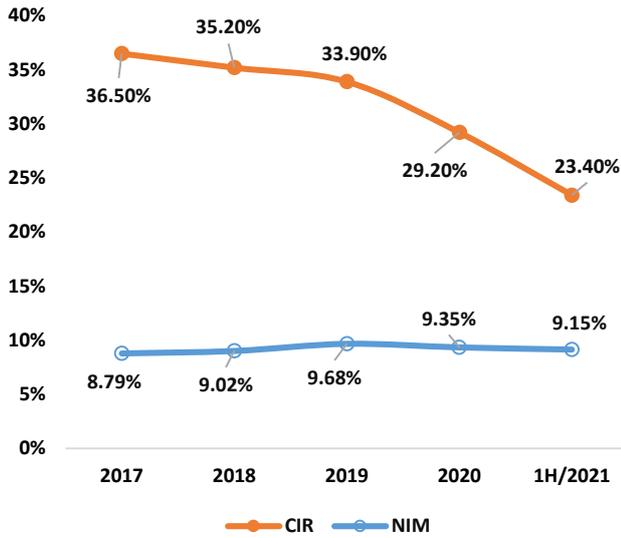
Cụ thể, phân khúc bán lẻ tiếp tục động lực chính cho mức tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm với: +26,1% YTD dư nợ cho vay mua nhà, +9,2% YTD dư cho vay hộ kinh doanh và +304% YTD dư nợ cho vay cá nhân.

Trái phiếu doanh nghiệp mà VPB nắm giữ ghi nhận mức suy giảm mạnh -14,2% so với cuối năm 2020. Việc này đã được chúng tôi dự báo trong [Báo cáo ngành Ngân hàng 2021](#) về việc thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ chứng lại trong ngắn hạn do ảnh hưởng của Nghị định 81 và Nghị định 153.

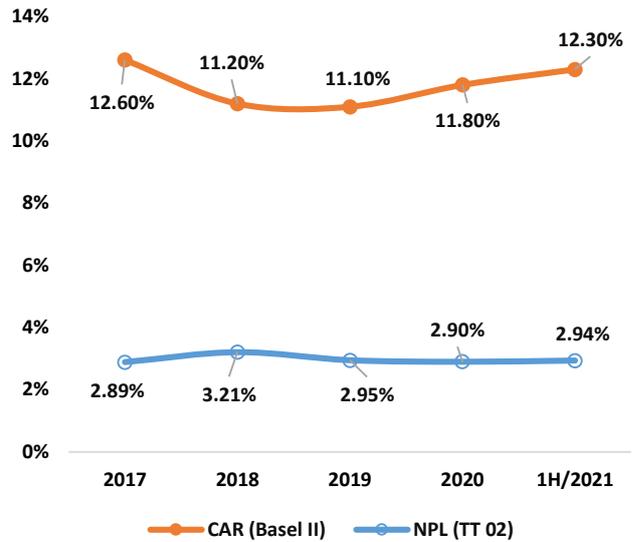
NIM tăng trưởng vượt dự báo giúp đẩy mạnh lợi nhuận: Nhờ việc tối ưu hóa tốt các nguồn vốn, chi phí vốn của VPB đã giảm đáng kể xuống còn 4,06% (tức -175 bps YTD). Chúng tôi cho rằng điều này có được nhờ: (1) lãi suất huy động đã giảm mạnh nhờ vào các chính sách tiền tệ nới lỏng từ NHNN và (2) tỷ lệ tiền gửi không kì hạn CASA hợp nhất trong 2 quý đầu năm ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ với +640 bps YoY lên mức 18,5%.

Nhờ đó mà NIM của ngân hàng mẹ VPB vẫn tăng trưởng mạnh +217 bps YoY lên mức 5,85%, tức cao thứ 2 toàn ngành ngân hàng và chỉ xếp sau TCB. Việc này đã giúp tổng thu nhập lãi thuần (NII) hợp nhất của VPB trong 6 nửa đầu năm đạt 18.352 tỷ đồng, tức tăng trưởng gần 17% so với cùng kì bất chấp việc suy giảm lợi suất từ FEC.

VPB: NIM & CIR (hợp nhất)



VPB: CAR & NPL (hợp nhất)



Nguồn: VPB, CSI Research

Thu nhập ngoài lãi (NOII) khả quan: Các mảng kinh doanh phi tín dụng của VPB cũng hoạt động tốt trong 2 quý đầu năm với thu nhập NOII tăng +51,6% YoY. Đóng góp nhiều nhất là thu nhập từ kinh doanh chứng khoán với +93,3% YoY và đạt 1.646 tỷ đồng, điều này có thể lý giải từ các điều kiện thuận lợi của thị trường trong nửa đầu năm nay. Bên cạnh đó, thu nhập từ phí cũng là một điểm sáng khi ghi nhận mức tăng trưởng +27,6% YoY.

Hiệu quả hoạt động được tối ưu hóa. VPB đã chủ động đẩy mạnh tối ưu hóa chi phí hoạt động trong nửa đầu năm. Trong đó, chi phí hoạt động (OPEX) hợp nhất trong 6 tháng đầu năm giảm 7% YoY, về còn 5,409 tỷ đồng. Nhờ đó, tỷ lệ chi phí trên thu nhập CIR giảm chỉ còn 23,4% trong 6 tháng đầu năm, điều này đã giúp VPB trở thành một trong những ngân hàng hoạt động hiệu quả nhất hệ thống.

Rủi ro tăng cao do áp lực nợ xấu từ FEC. Do các khoản cho vay tiêu dùng của FEC chịu ảnh hưởng nặng nề từ dịch bệnh đã làm cho tỷ lệ nợ xấu NPL hợp nhất của VPB tăng +29 bps lên mức 3,47% tại cuối tháng 6. Cùng với đó, VPB cũng đã phải đẩy mạnh trích lập dự phòng hơn với 8.653 tỷ đồng (+35% YoY). Tuy vậy, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLCR vẫn chỉ dừng lại ở mức 44% tại cuối quý 2, đây là con số khá thấp so với mặt bằng chung của ngành.

TRIỂN VỌNG CỦA VPBANK

Chúng tôi cho rằng các triển vọng và rủi ro trong tương lai của VPB bao gồm:

Tăng trưởng tín dụng được kì vọng sẽ bứt phá. Chúng tôi nhận định kể từ cuối quý 4 năm 2021, tăng trưởng tín dụng của VPB sẽ bứt tốc nhờ nguồn vốn dồi dào cùng các chỉ số an toàn vốn cao. Ngoài việc sẽ nhận được 1,4 tỷ USD từ thương vụ bán 49% vốn của FE Credit cho đối tác Nhật, VPB còn nhiều kế hoạch nhằm gia tăng nguồn vốn như: phát hành riêng lẻ 15% vốn cho đối tác chiến lược hay việc chia cổ tức bằng cổ phiếu lên tới 80% vào cuối năm nay.

Nhờ đó hệ số an toàn vốn (CAR) của VPB được kì vọng sẽ tăng mạnh lên khoảng 18% trong 1 năm tới, đây cũng sẽ là yếu tố quan trọng giúp NHNN cấp quota tăng trưởng tín dụng cao hơn cho VPB trong các năm tới.

NIM sẽ cải thiện nhờ chi phí vốn được tối ưu hóa. Chúng tôi kì vọng với sự tham gia của đối tác Sumitomo Mitsui trong thời gian tới sẽ giúp VPB nhận được các khoản huy động vốn cho cả FE Credit và ngân hàng mẹ. Ngoài ra với các khoản vốn được mở rộng từ tiền chuyển nhượng vốn FE Credit hay việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ sẽ giúp cho VPB có thể cho vay với chi phí rẻ hơn trong các năm tới.

Tỷ lệ CASA tăng trưởng bền vững nhờ tập trung vào phân khúc bán lẻ và hệ thống ngân hàng điện tử hiện đại cũng sẽ giúp cho VPB giảm được chi phí vốn hơn nữa. Từ đó, chúng tôi dự báo NIM của VPB sẽ tăng trưởng mạnh trong năm tới và duy trì ổn định sau đó giúp đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận thuần.

Thu nhập ngoài lãi sẽ trở thành điểm sáng. VPB hiện nay đang là ngân hàng có doanh thu bán chéo bảo hiểm cao thứ 6 hệ thống. Hiện ngân hàng này đang đàm phán lại hợp đồng độc quyền với AIA, chúng tôi kì vọng thương vụ này sẽ hoàn tất vào năm sau với giá trị chi phí trả trước upfront fee khoảng 8.000 tỷ đồng (tức tương đương hợp đồng độc quyền của ACB và Sun Life). Điều này sẽ thúc đẩy đóng góp của thu nhập ngoài lãi vào tổng thu nhập TOI của VPB trong các năm tới.

FE Credit sẽ tiếp tục duy trì được vị thế dẫn đầu. Chúng tôi đánh giá việc có sự tham gia của Sumitomo vào việc quản trị của FEC sẽ giúp VPB giữ vững được vị trí số 1 trong mảng cho vay tiêu dùng trong những năm tới. Tuy thời gian vừa qua lĩnh vực này bị ảnh hưởng không nhỏ bởi dịch bệnh, chúng tôi vẫn kì vọng vào chu kì mua sắm cuối năm nay khi dịch bệnh cơ bản được kiểm soát sẽ thúc đẩy lợi nhuận của FEC. Bên cạnh đó, việc giảm sở hữu tại FEC cũng giúp VPB chỉ còn chịu một nửa các rủi ro liên quan đến tín dụng tại FEC.

Rủi ro. Chúng tôi nhận định 2 rủi ro đáng kể có thể ảnh hưởng đến KQKD của VPB trong thời gian tới là: (1) *Dịch bệnh tiếp tục bùng phát mạnh và kéo dài làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế và tình hình nợ xấu của VPB* và (2) *ngân hàng nhà nước thực hiện tăng lãi suất sớm hơn dự kiến.*

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra các giả định cho cả năm 2021 và 2022 như sau nhằm dự phóng cho VPB:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 18% cho năm 2021 và 18,5% cho năm 2022
- Biên lãi ròng NIM hợp nhất năm 2021 ở mức 9,0% và 9,1% cho năm 2022
- Việc giảm lãi suất cho vay theo yêu cầu của NHNN không ảnh hưởng trọng yếu đến VPB
- Tỷ lệ CIR được tối ưu còn 26% tại năm 2022
- Tỷ lệ nợ xấu NPL hợp nhất tiếp tục được giữ ở mức khoảng 3%
- Chi phí tín dụng không có biến động quá lớn nhờ thông tư 03 của NHNN
- Tổng tài sản của VPB tăng lên khoảng gần 600 nghìn tỷ tại cuối năm 2022

Từ đó chúng tôi ước tính LNTT của VPB đạt 17.385 tỷ đồng cho năm 2021, tăng 33,5 % YoY với đóng góp 14.500 tỷ từ ngân hàng mẹ. LNTT năm 2022 của VPB ước đạt 20.175 tỷ đồng, tăng 16,1% YoY.

Chúng tôi cũng ước tính giá trị sổ sách của 1 cổ phiếu VPB tại thời điểm giữa năm 2022 tới sẽ là 30.300 đồng.

Hiện tại **VPB** đang giao dịch với mức giá **61.600 đồng/cổ phiếu** (ngày 30/8/2021). Với những nhận định tích cực về kết quả kinh doanh dài hạn, chúng tôi đưa ra hệ số **P/B** mục tiêu 1 năm của VPB là **2,3x** lần. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN (OUTPERFORM)** với VPB với giá mục tiêu 12 tháng là **72.500 đồng/cổ phiếu** tương đương với tiềm năng tăng giá (upside) là **17,6%**.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
TỔNG TÀI SẢN	323,291	377,204	419,027	502,832	593,342
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	1,855	2,459	3,283	3,447	3,620
Tiền gửi tại NHNN	10,829	3,454	5,780	8,092	11,329
Tiền, vàng gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	16,571	20,098	19,555	0	0
Chứng khoán kinh doanh	4,202	1,567	493	518	544
Cho vay và cho thuê tài chính khách hàng	218,395	253,100	286,319	357,899	393,689
Chứng khoán đầu tư	51,926	68,729	76,485	0	0
Góp vốn, đầu tư dài hạn	191	164	239	299	329
Tài sản cố định	1,963	1,923	1,863	0	0
Tài sản Có khác	17,358	25,710	24,752	309	305
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	323,291	377,204	419,027	502,832	593,342
Tổng nợ phải trả	288,541	334,995	366,232	414,208	476,411
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	3,781	19	14	2,080	2,495
Tiền gửi và vay các TCTD khác	54,231	50,868	56,511	72,334	81,014
Tiền gửi của khách hàng	170,851	213,950	233,428	252,102	289,918
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	19	46	140	151	163
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay mà TCTD chịu rủi ro	330	292	187	196	206
Phát hành giấy tờ có giá	48,658	57,600	62,845	72,272	85,281
Các khoản nợ khác	10,671	12,220	13,107	15,073	17,334
Vốn chủ sở hữu	34,750	42,210	52,794	88,624	116,931

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	40,280	49,875	52,362	62,834	72,260
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-15,579	-19,204	-20,016	-23,018	-26,471
Thu nhập lãi thuần	24,702	30,670	32,346	39,816	45,788
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	3,819	5,487	6,167	7,400	8,880
Chi phí hoạt động dịch vụ	-2,206	-2,696	-2,811	-3,233	-3,718
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	1,612	2,792	3,356	4,168	5,163
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	-104	-217	-307	-353	-406
Lãi/(Lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-57	285	226	-10	5
Lãi/(Lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	250	803	1,171	650	500
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	4,681	2,020	2,236	2,600	2,500
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	1	3	5	0	0
Tổng thu nhập hoạt động	31,085	36,356	39,033	46,871	53,550
Chi phí hoạt động	-10,634	-12,344	-11,392	-13,670	-15,037
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	20,452	24,012	27,641	33,200	38,513
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-11,253	-13,688	-14,622	-15,815	-18,338
Tổng lợi nhuận trước thuế	9,199	10,324	13,019	17,385	20,175
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,843	-2,064	-2,606	-3,477	-4,035
Lợi nhuận sau thuế	7,356	8,260	10,414	13,908	16,140

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Người thực hiện: Đỗ Quang Trung

Chuyên viên phân tích

Email: trungdq@vnsci.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Lưu Chí Kháng

Trưởng phòng Trung Tâm Nghiên Cứu

Email: khanglc@vnsci.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lê Văn Thành

Chuyên viên phân tích

Email: thanhlv@vnsci.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Hương

Chuyên viên Tiếng Trung

Email: huongntq@vnsci.com.vn

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Đình Hồng Hà

Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: hadh@vnsci.com.vn

Đỗ Quang Trung

Chuyên viên phân tích

Email: trungdq@vnsci.com.vn

Nguyễn Phương Linh

Chuyên viên phân tích

Email: linhnp@vnsci.com.vn

Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vnsci.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vnsci.com.vn/>