

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

VPBank – Tăng trưởng mạnh mẽ
nhờ chiến lược linh hoạt

Chuyên gia: Trần Thái Bình



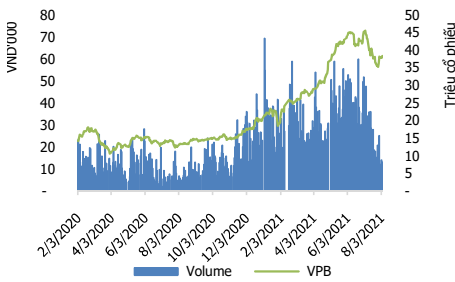
TP.HCM, ngày 06 tháng 08 năm 2021

MUA

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG(HSX: VPB)

Ngày viết báo cáo	06/08/2021
Giá thị trường hiện tại	60,600
Giá mục tiêu 12 tháng	86,900
Tăng/giảm (%)	+43%
Bloomberg	VPB VN
Vốn hóa (tỷ VND)	102,770
Biến động 52 tuần (VND/cp)	21,250-72,700
GTGDBQ 12T (tỷ VND)	453,111
Giới hạn Sở hữu NĐTNN (%)	19.2%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	19.2%

Diễn biến giá cổ phiếu



	1T	3T	12T
VPB (%)	15.8%	1.0%	184.7%
VNIndex (%)	-5.2%	6.5%	59.7%

Cổ đông

	Tỷ lệ sở hữu
Dragon Capital	5.12%
Ông Ngô Chí Dũng	4.81%
Bà Hoàng Anh Minh	4.78%
Bà Vũ Thị Quyên	4.77%
Bà Kim Ngọc Cẩm Ly	4.20%

Định Công Lý

(+84) 978 877 784
Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Dương Thiện Chí

(+84) 934977 100
Chi.duongthien@mbs.com.vn

Trần Thái Bình

(+84) 336154669
Binh.tran thai@mbs.com.vn

TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ NHỜ CHIẾN LƯỢC LINH HOẠT

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB với giá mục tiêu **86,900VND/cp** (+43% upside) dựa trên (i) tăng trưởng tín dụng hưởng lợi từ nguồn vốn bán FE Credit và kỳ vọng chào bán cho cổ đông chiến lược; (ii) chủ động cải thiện chất lượng tài sản nhờ động lực đến từ việc mở rộng sang mảng cho vay bán lẻ; (iii) tăng cường đóng góp của thu nhập ngoài lãi từ kỳ vọng tái thỏa thuận thương vụ banca với AIA.

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng tín dụng cao sau năm 2022 nhờ tăng vốn: Tháng 4/2021, VPB đã công bố hoàn thành thương vụ chuyển nhượng 50% phần góp vốn tại FECredit (FEC) cho SMFG và VCI với mức định giá 2.8 tỷ USD, dự kiến sẽ đem về cho VPB khoảng 1.4 tỷ USD và giúp tăng Vốn chủ sở hữu (VCSH) của VPB lên khoảng 48%. Ngoài ra, theo trao đổi với chuyên gia ngành Ngân hàng, VPB cũng có kế hoạch phát hành thêm 15% cho cổ đông chiến lược (CĐCL) trong năm 2021 - 2022. Dự kiến, nguồn vốn mới sẽ giúp VPB có được cơ sở để được nới room tín dụng từ NHNN. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VPB sẽ đạt mức trên 20% cho những năm sau 2022.

Củng cố vị thế mảng tín dụng tiêu dùng, đẩy mạnh phát triển mảng bán lẻ:

Sự tham gia của Sumitomo vào FEC sẽ giúp VPB củng cố được vị trí số 1 về thị phần cho vay tiêu dùng tại thị trường Việt Nam. 6T2021, cho vay tiêu dùng tại FEC đạt 61 ngàn tỷ đồng (+1.8% so với cùng kỳ) vẫn giữ vị trí số 1 về thị phần cho vay tiêu dùng. Với việc làn sóng dịch Covid-19 bùng phát vào Q2/2021 mang cho vay tiêu dùng bị ảnh hưởng, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tín dụng tiêu dùng sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong Q4/2021, thời điểm dịch Covid được kiểm soát và người dân gia tăng chi tiêu bù vào thời gian cách ly cũng như các hoạt động lễ hội cuối năm.

Tăng trưởng CASA cho mục tiêu dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng cổ đông chiến lược SMFG sẽ thay thế khoản vay ngoại tệ liên ngân hàng bằng tiền gửi bằng ngoại tệ có chi phí vốn rẻ hơn. Hiện tại chỉ có VCB và CTG có khoản tiền gửi ngoại tệ liên ngân hàng rất lớn và cả hai đều có cổ đông chiến lược là ngân hàng Nhật. Với chiến lược mở rộng sang mảng cho vay bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ thực hiện chiến lược nâng tỷ trọng CASA trong cơ cấu huy động. Hiện tại, tỷ lệ CASA của VPB là 18.8% thuộc nhóm thấp trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của VPB sẽ đạt 20% trong năm 2026.

Thu nhập ngoài lãi được đẩy mạnh để đóng góp lớn hơn vào TOI: Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ đàm phán lại hợp đồng thương vụ bancassurance độc quyền với AIA để thu về khoản phí "trả trước" cao hơn. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào mô hình định giá vì vẫn chưa có kế hoạch cụ thể, chúng tôi kỳ vọng giao dịch này sẽ diễn ra muộn nhất trong năm 2022.

Tăng trưởng lợi nhuận khả quan: 6T2021, LNTT hợp nhất của VPB đạt 9,037 tỷ đồng (+37.2% so với cùng kỳ) dù chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng +34.5%. Trong giai đoạn 2017-2020, tốc độ tăng trưởng LNTT của VPB giảm lại do NH chủ động trích lập dự phòng nhằm kiểm soát tỷ lệ nợ xấu đến từ hoạt động cho vay tiêu dùng. NIM trong 6T2021 đạt 9.15%, cao hơn mức 8.8% tại thời điểm cuối năm 2020 nhờ chi phí vốn thấp. Chúng tôi kỳ vọng NIM của ngân hàng sẽ tiếp tục được gia tăng trong những năm tiếp theo với việc VPB sẽ tiếp tục duy trì vị thế trong mảng cho vay tiêu dùng, đồng thời ngân hàng sẽ tiếp tục chủ động trích lập dự phòng cao. Tuy nhiên, điều này sẽ không ảnh hưởng đến bức tranh lợi nhuận của ngân hàng.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **86,900VND/cp** dựa trên 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B và P/E. Chúng tôi sử dụng chi phí sử dụng vốn cổ phần (Re) ở mức 12.8% cho phương pháp RI và mức P/B 2.2x cũng như P/E 13.3x cho phương pháp định giá tương đối (so sánh P/B và P/E).

Bảng 1: Tóm tắt

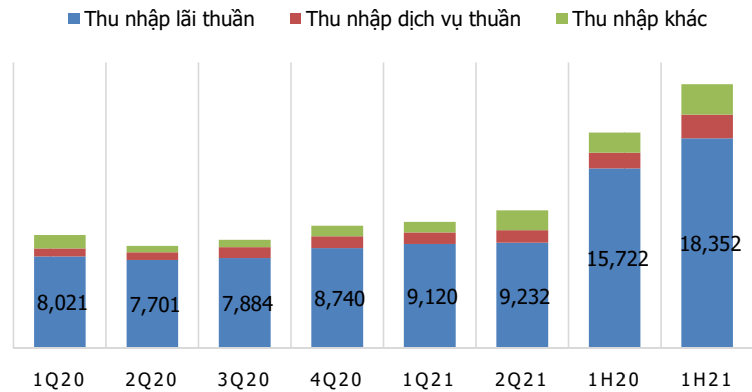
	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	VND bn	36,356	39,033	48,143	59,560
LN trước thuế và DPRRTD	VND bn	24,012	27,641	35,867	44,372
Tăng trưởng (%)	%	17.4%	15.1%	29.8%	23.7%
Chi phí DPRRTD	VND bn	13,688	14,622	18,148	20,863
Tăng trưởng (%)	%	21.6%	6.8%	24.1%	15.0%
LNTT	VND bn	10,324	13,019	17,718	23,509
Tăng trưởng (%)	%	12.2%	26.1%	36.1%	32.7%
LNST	VND bn	8,260	10,414	14,175	18,807
Tăng trưởng (%)	%	12.3%	26.1%	36.1%	32.7%
EPS cơ bản	VND	3,376	4,271	5,418	5,785
Giá trị sổ sách	VND	16,684	20,867	33,660	33,680
ROAA	%	2.4%	2.6%	3.1%	3.6%
ROAE	%	21.5%	21.9%	19.1%	17.5%
P/E	times	18.1x	14.3x	11.3x	10.6x
P/B	times	3.7x	2.9x	1.8x	1.8x

Nguồn: VPB FS, MBS Tổng hợp

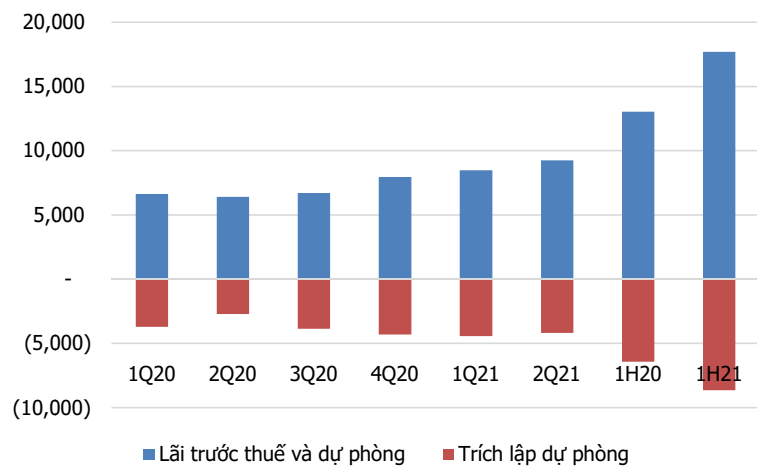
Luận điểm đầu tư

Cập nhật KQKD 6T2021

Báo cáo hợp nhất 6T2021, VPB đạt tổng Thu nhập hoạt động (TOI) 23,098 tỷ đồng (+22.5% so với cùng kỳ), trong đó thu nhập lãi thuần (NII) đạt 18,351 tỷ đồng (+16.7% so với cùng kỳ), chiếm 79.5% TOI. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (CP DPRRTD) đạt 8,652 tỷ đồng (+34.8% so với cùng kỳ). LNTT đạt 9,037 tỷ đồng (+37.2% so với cùng kỳ).

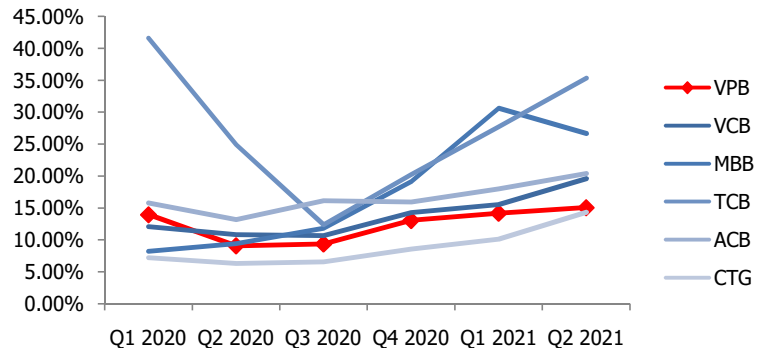


Hình 1: Thu nhập hoạt động của VPB



Hình 2: PPOP và Chi phí DP RRTD

Tăng trưởng tín dụng trong 6T2021 đạt 6.8% (đạt 7.5% nếu bao gồm TPDN), mức khá thấp so với các ngân hàng như MBB (+10.8%), ACB (9.7%), TCB (+13%) do tác động của dịch Covid-19 khiến nhu cầu cho vay tiêu dùng giảm mạnh trong khi các hoạt động sản xuất được tập trung hơn nhằm phục hồi nền kinh tế. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) theo TT02 đạt 2.9% (tương đương mức cuối năm 2020), tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) hợp nhất đạt 68.8% (lưu ý rằng tỷ lệ LLR này đã điều chỉnh cho các khoản nợ xấu đã xử lý).

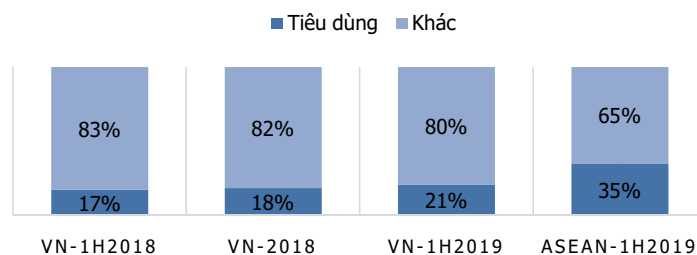


Hình 3 : Tốc độ tăng trưởng tín dụng

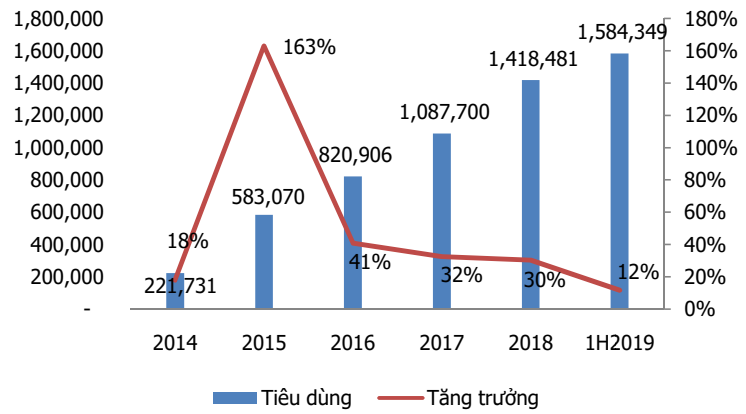
Tăng trưởng tín dụng cao sau năm 2022 nhờ tăng vốn

Tháng 4/2021, VPB đã công bố hoàn thành thương vụ chuyển nhượng 50% phần góp vốn tại FE Credit (FEC) cho SMFG và VCI với mức định giá 2.8 tỷ USD, dự kiến sẽ đem về cho VPB khoảng 1.4 tỷ USD và giúp tăng Vốn chủ sở hữu (VCSH) của VPB lên khoảng 48%. Ngoài ra, VPB cũng có kế hoạch phát hành thêm 15% cho cổ đông chiến lược (CĐCL) trong năm 2022. Dự kiến, nguồn vốn mới sẽ giúp VPB có được cơ sở để được nới room tín dụng từ NHNN.

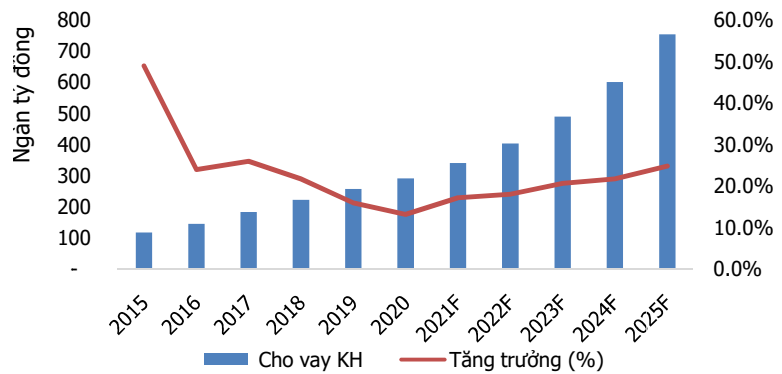
Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng cho vay KH của VPB đạt 335,108 tỷ đồng (+15.2% so với cùng kỳ) dựa trên kịch bản làn sóng dịch Covid-19 thứ 4 sẽ được kiểm soát vào cuối Q3/2021 và tăng trưởng tín dụng sẽ đạt mức đỉnh trong Q4/2021 nhờ các hoạt động cho vay tiêu dùng sẽ bùng nổ nhằm bù lại nhu cầu chi tiêu trong Q2/2021. Trong tháng 7/2021, NHNN đã có thông báo nâng hạn mức tín dụng của VPB từ 8.5% lên 12.5%, và sẽ còn xem xét trong nửa cuối năm 2021. Với việc ghi nhận khoản tiền từ bán vốn cổ phần FEC, mục tiêu tăng trưởng tín dụng 17% trong năm 2021 là hoàn toàn khả thi. Trong năm 2022, việc phát hành thêm 15% vốn cổ phần cho CĐCL cùng với việc nền kinh tế phục hồi sau đại dịch (chúng tôi kỳ vọng việc tiêm chủng sẽ được hoàn thành trước Q2/2022 và tiến tới miễn dịch cộng đồng), chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ có được tốc độ tăng trưởng tín dụng 18% trong năm 2022 và tiến tới mức từ 20% từ năm 2023 trở đi.



Hình 4 : Tỷ trọng tài chính tiêu dùng trong tổng nợ hệ thống quốc gia



Hình 5 : Tài chính tiêu dùng hằng năm

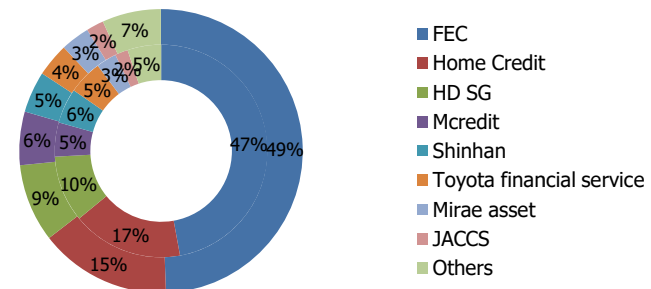


Hình 6 : Cho vay KH tại FEC hằng năm

Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

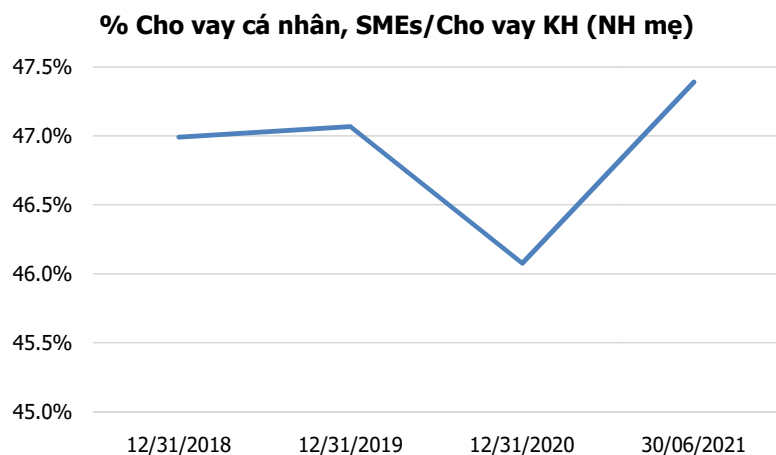
Củng cố vị thế cho vay mảng tín dụng tiêu dùng, đẩy mạnh phát triển mảng bán lẻ

Duy trì vị thế số 1 trong mảng cho vay tiêu dùng: Sự tham gia của Sumitomo vào FEC sẽ giúp VPB củng cố được vị trí số 1 về thị phần cho vay tiêu dùng tại thị trường Việt Nam. 6T2021, cho vay tiêu dùng tại FEC đạt 61 ngàn tỷ đồng (+1.8% so với cùng kỳ) vẫn giữ vị trí số 1 về thị phần cho vay tiêu dùng. Với việc làn sóng dịch Covid-19 bùng phát vào Q2/2021, mảng cho vay tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tín dụng tiêu dùng sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong Q4/2021, thời điểm dịch Covid được kiểm soát và người dân gia tăng chi tiêu bù vào thời gian cách ly cũng như các hoạt động lễ hội cuối năm. Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá cao cách tiếp cận thận trọng của FEC khi chủ động giảm tăng trưởng dư nợ trong bối cảnh dịch bệnh, song song với việc củng cố hệ thống nền tảng chờ đến khi nền kinh tế phục hồi.



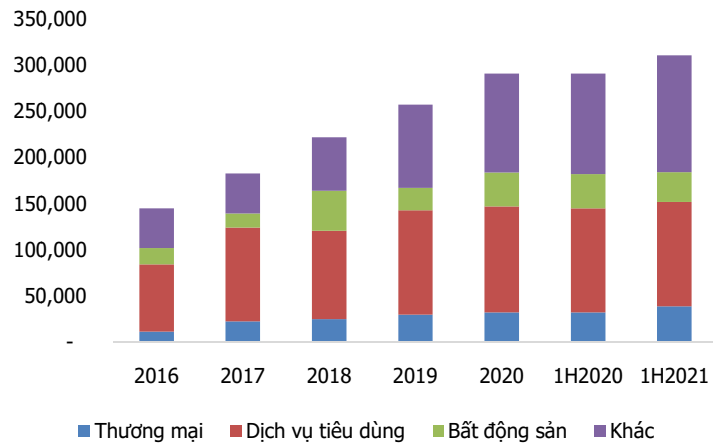
Hình 7: Thị phần cho vay tiêu dùng

Đẩy mạnh phát triển mảng bán lẻ: Ngoài việc thống trị mảng cho vay tiêu dùng, VPB cũng dần xác lập vị thế trong mảng cho vay cá nhân và KHDN nhỏ (SMEs). Hiện tại, khoản cho vay KHCN và SMEs chiếm khoảng 47% cho vay KH của NH mẹ, tập trung chủ yếu vào các loại hình cho vay mua nhà và cho vay mua xe. Tính đến cuối Q2/2021, mảng cho vay KHCN và SMEs tăng 56.5% so với cùng kỳ. Trong bối cảnh mảng cho vay tín dụng đang được VPB kiểm soát tăng trưởng thận trọng nhằm đảm bảo chất lượng tài sản, mảng cho vay KHCN và SMEs dự kiến sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới trong những năm tiếp theo của VPB.



Hình 8: Cho vay KHCN và SMEs tại NH mẹ

Đa dạng hóa danh mục giảm rủi ro: Trong giai đoạn 2018 đến 2020 VPB đã chuyển phần nào cơ cấu tín dụng phát triển sang nhiều lĩnh vực khác nhau cho thấy VPB phần nào muốn đa dạng hóa hơn danh mục cũng như giảm thiểu rủi ro.



Hình 9: Cơ cấu tín dụng

Tích cực kiểm soát nợ xấu: Về bản chất, cho vay tiêu dùng lợi suất cao sẽ đi kèm tỉ lệ nợ xấu (NPL) cao. Do vậy, để phù hợp với mô hình kinh doanh VPB tích cực kiểm soát nợ xấu cũng như tích cực đầu tư vào việc thu hồi nợ, dù theo TT02 về quản lý nợ xấu thì NPL của VPB vẫn duy trì ở mức dưới 3%. Giai đoạn này ngân hàng đã liên tục trích lập dự phòng cũng như chủ động dùng các khoản trích lập này để xóa nợ xấu trong kỳ. Cụ thể trong năm 2020 ngân hàng đã chủ động xóa nợ xấu với hơn 14 nghìn tỷ đồng thời trích lập 14 nghìn tỷ trong kỳ, việc này tương tự cho năm 2019 (xóa nợ xấu 12 nghìn tỷ và trích lập 12 nghìn tỷ trong kỳ), trong 1H21 cơ cấu nợ xấu đạt 2.9% với chi phí trích lập dự phòng tăng 34.5% và nợ đã xử lý tăng 32.4%, đồng thời thu từ nợ xấu đã xử lý của VPB đạt 1,3 nghìn tỷ đồng. Việc này cho thấy sự nỗ lực kiểm soát nợ xấu của VPB nhưng vẫn đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận tốt so với ngành.

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý việc kiểm soát tốt nợ xấu đến từ cấu trúc tổ chức của Ngân hàng. Trong khi nhiều Ngân hàng khác giải quyết theo từng trường hợp cụ thể thì tại VPB chính sách sản phẩm được chuẩn hoá và hầu như không có ngoại lệ cho từng KH riêng lẻ, chúng tôi cho rằng điều này cũng góp phần giữ tỷ lệ NPL trong mức kiểm soát.

Tăng trưởng đầu tư chứng khoán ổn định và hiệu quả: tỉ trọng tài sản đầu tư chứng khoán của VPB giao động ở mức từ 18% -19% và vẫn đang có xu thế tăng nhẹ trong năm 2019 và 2020, trong đó chiếm tỉ trọng lớn nhất đến từ việc đầu tư trái phiếu chính phủ sẵn sàng để bán. Việc đầu tư vào trái phiếu chính phủ đem lại mức rủi ro thấp về mặt bằng thu nhập ổn định cho VPB và việc đầu tư này đang có xu hướng tăng trong giai đoạn 2018 đến 2020 và đã phản ánh hiệu quả từ sự tăng trưởng lợi nhuận trong báo cáo kết quả kinh doanh của ngân hàng.

Tăng trưởng CASA cho mục tiêu dài hạn

Tăng trưởng CASA là điểm nhấn quan trọng trong dự phóng tăng trưởng lợi nhuận và nâng định giá VPB của chúng tôi: Trong cuộc chạy đua CASA trong ngành ngân hàng nhằm tận dụng từ chi phí lãi thấp từ khoản huy động này thì VPB vẫn đang tăng trưởng tốt trong Q2/2021 với mức tăng trưởng 9% so với 1Q21 đạt 42,400 tỷ đồng. Tuy tốc độ tăng trưởng có phần suy giảm nhưng xét về mặt tỉ trọng đã cải thiện hơn so với các quý trước đó. Cụ thể tỉ trọng CASA trong Q4/2020 và Q1/2021 là 15.2% và 16.7% thì trong Q2/2021 đã tăng trưởng rõ rệt đạt 18.13%. Tuy so với ngành đây chưa phải là con số cạnh tranh nhưng cũng cho thấy sự nỗ lực của VPB trong công cuộc cải thiện chi phí vốn từ nguồn huy động giá rẻ này, đồng thời chúng tôi kỳ vọng với UBank từ FE Credit, tỷ lệ này sẽ tiếp tục tăng trưởng khá quan cho NH mẹ. Thực tế, sự tăng trưởng CASA mạnh mẽ của TCB trong thời gian này cho chúng ta cơ sở để kỳ vọng ngân hàng tăng trưởng CASA nhanh chóng trong thời gian không quá lâu.

Chúng tôi kỳ vọng cổ đông chiến lược SMFG sẽ thay thế những khoản vay ngoại tệ nước ngoài của VPB (~7% tổng vay nợ vào cuối 2020) bằng lượng tiền gửi ngoại tệ có chi phí vốn rẻ hơn. Hiện tại chỉ có VCB và CTG có khoản tiền gửi ngoại tệ liên ngân hàng rất lớn và cả hai đều có cổ đông chiến lược là ngân hàng Nhật. Với chiến lược mở rộng sang mảng cho vay bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ thực hiện chiến lược nâng tỷ trọng CASA trong cơ cấu huy động. Chúng tôi dự phóng CASA hợp nhất tăng trưởng lên mức 20% vào năm 2026 và cho rằng chìa khóa cho sự tăng trưởng thần tốc này có thể đạt được nếu việc phát hành cho cổ đông chiến lược được thực hiện trong năm nay.

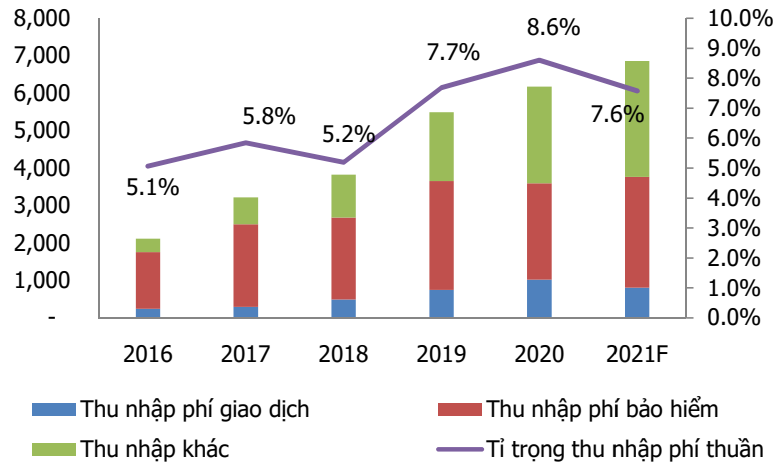
Bảng 2: CASA một số Ngân hàng niêm yết

Ngân hàng	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021
VPB	11.70%	11.84%	15.38%	15.20%	16.69%	18.13%
VCB	26.15%	26.54%	27.96%	29.75%	30.12%	30.15%
MBB	29.85%	32.61%	33.50%	37.04%	34.03%	34.65%
TCB	30.70%	32.59%	37.15%	44.32%	42.68%	42.74%
ACB	15.91%	17.46%	18.42%	20.97%	21.44%	21.48%
CTG	14.28%	15.69%	17.40%	18.83%	18.01%	17.85%
HDB	11.71%	11.75%	11.17%	12.05%	10.59%	9.94%
BID	14.34%	15.25%	16.73%	18.04%	17.90%	18.18%
SHB	6.03%	6.54%	6.66%	9.27%	8.16%	8.83%
STB	15.33%	16.07%	16.40%	18.70%	19.33%	19.52%
OCB	10.11%	10.69%	10.91%	11.59%	9.40%	10.47%

Nguồn: Fintrade, MBS Tổng hợp

Thu nhập ngoài lãi được đẩy mạnh để đóng góp lớn hơn vào TOI

Trong quý 2 VPB có mức tăng trưởng thu nhập dịch vụ thuần vượt trội đạt 1,084 tỷ đồng tăng trưởng 58% YoY, tổng 1H/2021 đạt 2,072 tỷ đồng tăng trưởng 50% YoY. Trong đó chiếm tỉ trọng lớn nhất là thu nhập từ bancassurance đạt 1,262 tỷ đồng, đây là thị trường tiềm năng cho VPB nói riêng và ngành ngân hàng nói chung. Bên cạnh đó sự tăng trưởng vượt trội từ hiệu quả tài sản đầu tư khi ghi nhận mức lợi nhuận thuần từ chứng khoán đạt gần 1,4 nghìn tỷ đồng tăng trưởng hơn rất nhiều lần so với Q2/2020 và Q1/2021 (95 tỷ đồng và 248 tỷ đồng).


Hình 10: Thu nhập theo loại phí

Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ đàm phán lại hợp đồng thương vụ bancassurance độc quyền để thu về khoản phí "trả trước" cao hơn. VPB hiện đang đứng thứ 6 về doanh thu phí bảo hiểm banca trong tháng 6/2021, với phí bảo hiểm hàng năm tương đương (APE) là 83 tỷ đồng / tháng.

Bảng 3: Phí trả trước ("upfront") một số thương vụ banca độc quyền 2017-2020

Ngân hàng	SLKH tại thời điểm ký HĐ (tr.)	Số lượng CN/ VP	Mạng lưới (TP)	Thời điểm ký HĐ	Kỳ hạn (năm)	Đôi tác	Phí trả trước – ước tính (tỷ VND)
VCB	10	552	53	11/2019	15	FWD	9000
TCB	5	315	45	9/2017	15	Manulife	1500
ACB	5	371	47	2020	15	Sun Life	8500
CTG	14	1150	63	2020	16	Manulife	-
VPB	5	216	51	10/2017	15	AIA	1800

Nguồn: tapchitaichinh.vn, MBS tổng hợp

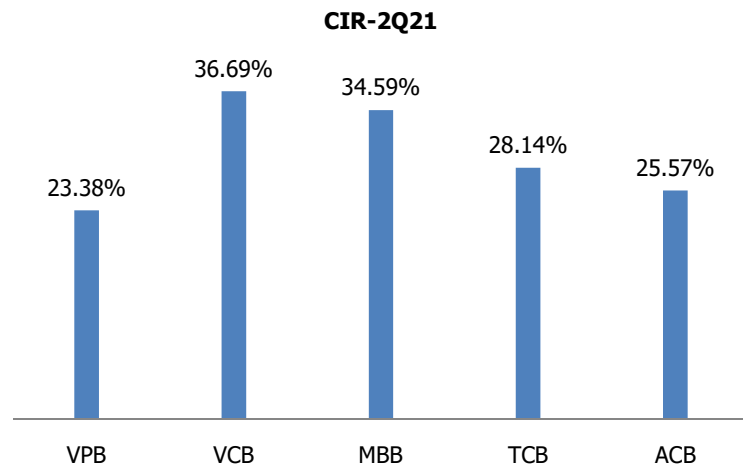
Tăng trưởng lợi nhuận khả quan

Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ : trong cuối năm 2020 và trong 6 tháng đầu năm 2021 lợi nhuận sau thuế lấy lại đà tăng trưởng vượt trội trong Q1/2021 và Q2/2021 lần lượt là 38.37% và 36.10% YoY.

Kiểm soát chi phí hoạt động tốt và đi đầu ngành (CIR). Trong Q1/2021 và Q2/2021 ghi nhận mức chi phí lần lượt là 2,592 tỷ đồng và 2,816 tỷ đồng, riêng Q1 có mức chi phí hoạt động thấp hơn 21% YoY và Q2 tăng nhẹ 10% YoY. Dù vậy chỉ số tổng chi phí trên tổng thu nhập CIR ghi nhận trong Q1 và Q2 lần lượt là 23.45% và 23.38%, cả chỉ số đều giảm hơn rất nhiều so với các quý trước cũng như cùng kỳ, điều này đến từ việc tối ưu hóa hệ thống quy trình và ứng dụng số hóa. Bên cạnh đó có sự suy giảm nhẹ từ các khoản chi phí cho nhân viên cũng như lương và công tác phí, điều này có thể lý giải do ảnh hưởng từ tình hình dịch nên các chi phí có chiều hướng giảm tuy nhiên có thể sẽ tăng lại sau khi đại dịch được kiểm soát cũng như giãn cách xã hội được nới lỏng. Tuy nhiên đây là mức CIR được ghi nhận là thấp nhất trong ngành hiện tại cũng như giai đoạn trước đó cho thấy khả năng kiểm soát chi phí hoạt động của VPB là rất tốt và hiệu quả.

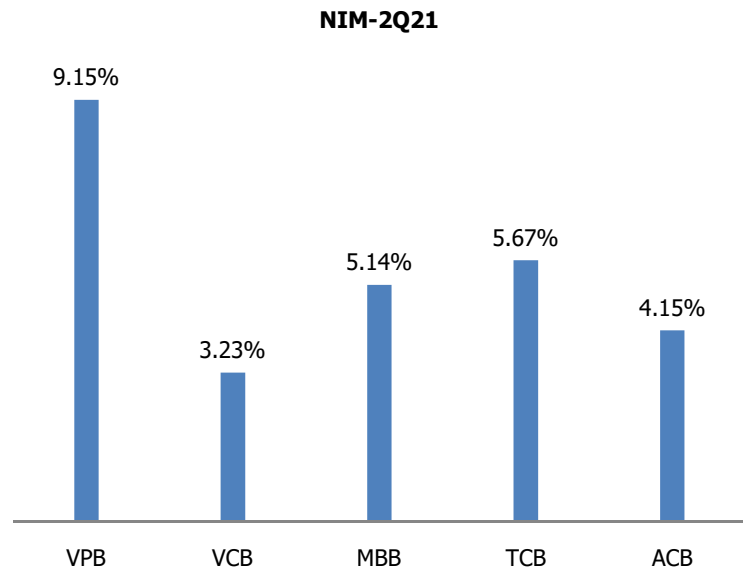
Dự báo hệ số CIR sẽ giữ vững ở mức thấp 25.5%-27.5%: Chúng tôi kỳ vọng nhờ vào quá trình chuyển đổi số cũng như chuyên môn hóa cao độ tại VPB, CIR trong 2021F-2025F tuy không ở mức thấp 24% như Q2/2021 nhưng sẽ giữ vững được ở mức 25.5%-27.5% do nỗ lực tiếp tục chuyển đổi số toàn diện VPB.

Hình 11: CIR một số Ngân hàng niêm yết



Biên lãi ròng (NIM) tăng trưởng và vượt trội so với toàn ngành: NIM liên tục gia tăng từ Q4/2020 đến cuối Q2/2021, cụ thể VPB ghi nhận NIM trong Q1/2021 và Q2/2021 lần lượt là 9.2% và 9.15%, đây là con số vượt trội trong ngành khi các ngân hàng còn lại cao nhất chỉ đạt NIM là hơn 5%. Điều này phản ánh phần nào về mục tiêu cũng như thế mạnh về cho vay tiêu dùng tại VPB cũng như phần nào rủi ro sẽ cao hơn so với các ngân hàng còn lại. NIM VPB đạt cao nhất tại Q4/2019 với mức cho vay tiêu dùng được ghi nhận trong báo cáo tài chính là gần 44% cho năm 2019 và gần 42% cho năm 2020. NIM có phần suy giảm nhẹ do VPB chủ động kiểm soát rủi ro bằng cách giảm cho vay tín chấp, tăng tỷ lệ thế chấp để đảm bảo chất lượng danh mục. Bên cạnh đó đối với FEC, Ngân hàng duy trì chính sách thận trọng bằng cách giảm cho vay tiền mặt cho danh mục rủi ro cao hoặc với tập khách hàng mới mà chỉ tập trung bán chéo, tuy nhiên NIM của VPB trong thời điểm hiện tại vẫn rất vượt trội so với ngành. Tuy nhiên NIM của VPB trong thời điểm hiện tại vẫn rất vượt trội trong ngành và FEC cũng như VPB cũng cho thấy nhiều tiềm năng để tiếp tục tăng trưởng khi nền kinh tế phục hồi sau khi đại dịch được kiểm soát với sự bùng nổ về tiêu dùng cũng như các ngành bán lẻ.

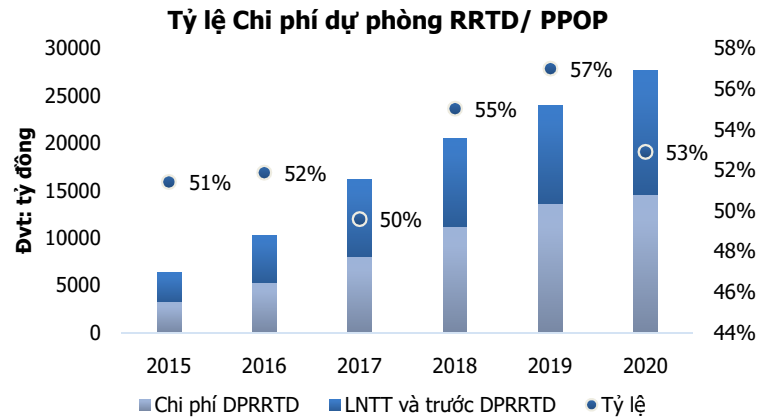
Hình 12: NIM một số Ngân hàng niêm yết



Tăng giá định chi phí tín dụng. Thông tư 03/2021/TT-NHNN cho phép các ngân hàng thực hiện phân bổ trích lập dự phòng của các khoản nợ xấu trong vòng 3 năm. Điều này phần nào sẽ giúp các ngân hàng giảm bớt những lo ngại do tăng chi phí trích lập dự phòng và từ đó cải thiện lợi nhuận, đặc biệt là đối với các ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tương đối thấp như VPB. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ trích lập dự phòng cao hơn mặc dù nợ xấu được báo cáo không thay đổi.

Tỷ lệ LLR hiện tại của VPB là 68.8% (-1.6ppt YoY) tính đến Q2/2021. Chúng tôi lưu ý cách tính LLR này đã điều chỉnh cho cả phần đã xử lý nợ xấu. Do đặc thù kinh doanh của VPBank với tỷ trọng lớn danh mục các khoản vay tín chấp và cách quản trị rủi ro thận trọng với dự phòng cao, chúng tôi cho rằng sẽ hợp lý nếu điều chỉnh lại nợ xấu đã xử lý để tính LLR. Hơn nữa, chúng tôi quan sát VPB luôn chủ động trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trên 50% so với LNTT trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP). Một cách thận trọng, chúng tôi dự phóng chi phí trích lập dự phòng đạt 17.8 nghìn tỷ đồng (+22% YoY) trong năm 2021 và tỷ lệ chi phí dự phòng RRTD so với PPOP sẽ giữ vững được mức tối thiểu 50%.

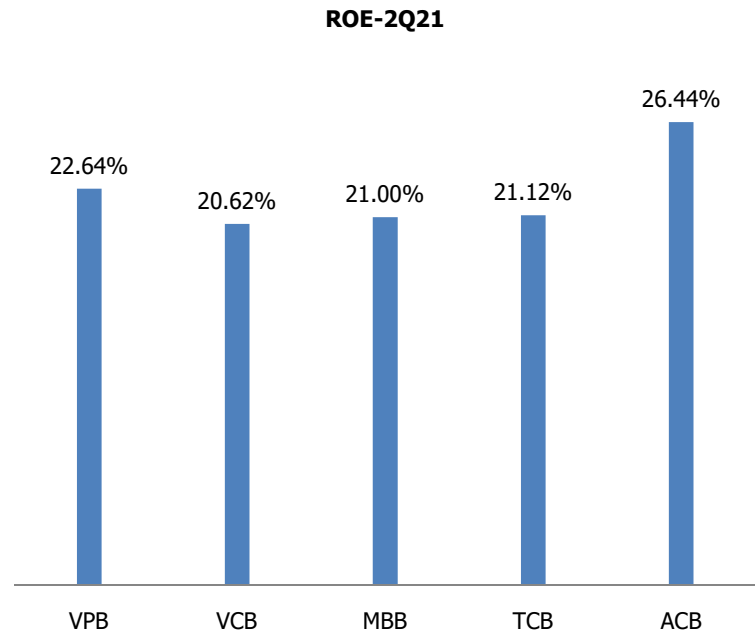
Hình 13: Tỷ lệ CP DP RRTD/ PPOP



Dự báo NIM tăng lên 9.56% trong năm 2021 và tăng lên 10.12% vào năm 2022 do chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn sẽ giảm. Chi phí huy động vốn của FE Credit trung bình đạt khoảng 9% trong giai đoạn từ năm 2019-2020. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn của FE Credit sẽ giảm do có sự hỗ trợ từ SMFG. Để so sánh, chi phí huy động vốn của HD Saison, được hỗ trợ bởi tập đoàn tài chính Nhật Bản - Credit Saison, trung bình đạt khoảng 7.5% trong giai đoạn 2019-2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn trung bình của FE Credit sẽ giảm xuống còn khoảng 7-8%. Ngoài ra, thu nhập từ việc bán cổ phần FE Credit có thể được sử dụng làm nguồn vốn tự có để cho vay.

Tỉ suất sinh lời (ROE) giữ đà tăng trưởng và nằm trong những ngân hàng đi đầu: mặc dù VPB vẫn giữ vững đà tăng trưởng trong vốn chủ sở hữu nhưng với tốc độ gia tăng mạnh mẽ từ lợi nhuận sau thuế đã cải thiện ROE của ngân hàng trong 4 quý gần nhất. Cụ thể ROE trong Q4/2020 được ghi nhận là 21.41% thì trong Q2/2021 là 22.64%. Với đà tăng trưởng tốt về lợi nhuận sau thuế đã giúp VPB giữ vững là một trong những ngân hàng có hiệu suất hoạt động tốt nhất.

Hình 14: ROE Q2/2021 một số ngân hàng niêm yết



Số liệu tài chính vững chắc: Đòn bẩy tài chính thấp và nguồn vốn có khả năng thanh toán dồi dào. Đòn bẩy tài sản trong Q2/2021 của ngân hàng đạt 7.8x, đây là con số thấp thứ hai tại Việt Nam. Tổng CAR (theo Basel II) là 12.3% tính đến Q2/2021 và phần lớn là vốn cấp 1 (chiếm 12.0%). Sau khi thêm vào mô hình khoản thu nhập từ việc thoái vốn 49% cổ phần của FE Credit cho SMFG, chúng tôi ước tính được CAR của VPB đạt mức 17.3%.

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu 86,900 VND/cp bằng 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI-Residual Income) và định giá tương đối (so sánh P/B và P/E) với các Ngân hàng trong cùng ngành. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng của phương pháp RI là 80% sẽ phản ánh được nội tại của VPB là một ngân hàng giá trị với tăng trưởng mạnh mẽ, dù với quan điểm định giá thận trọng chúng tôi cũng phân bổ 20% tỷ trọng cho phương pháp so sánh tương đối. Một số giả định chính như sau:

- Tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2021 là 15.2%, tăng lên 18% trong năm 2022 với việc cho vay tiêu dùng sẽ giảm tốc do cạnh tranh cao và ảnh hưởng bởi đại dịch. Q4/2021 sẽ là quý có tốc độ tăng trưởng cao và kéo dài đến hết năm 2022.
- Tăng trưởng tiền gửi trong năm 2021 dự phóng đạt 9.5% (cao hơn mức 9.1% trong năm 2020), chủ yếu đến từ tiền gửi có kỳ hạn. Đồng thời NH cũng duy trì tỷ lệ CASA ở mức 15% - 17.4% trong 2021F-2025F.
- Lãi suất cho vay được dự báo ở mức 17% trong năm 2021, chi phí vốn vẫn duy trì ở mức thấp 5.7% giúp NIM được cải thiện lên mức 9.56%. Tỷ lệ LDR dự kiến đạt 100%.
- Tỷ lệ nợ xấu trong năm 2021 dự báo đạt 3.44%, tương đương với mức trong năm 2020. Tỷ lệ LLR dự báo tăng lên mức 46.4% do NH chủ động trích lập dự phòng nợ tái cơ cấu trong năm 2021. Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ vay tăng lên mức 5.8% so với mức 5.4% trong năm 2020 khiến chi phí DPRRTD tăng 24.1%.
- Tổng TNHĐ dự kiến đạt 48 ngàn tỷ đồng (+22.9% svck), LNTT đạt 17,718 tỷ đồng (+36.1% svck). Thu nhập ngoài lãi đóng góp 9.7% tổng TNHĐ, vì chúng tôi kỳ vọng thị trường bảo hiểm sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm do chi tiêu tiêu dùng sẽ tăng cao. Tỷ lệ CIR được dự báo đạt 25.5% tương đương với 1H2021.

Bảng 4: Định giá VPB

	ROE	ROA	P/B	P/E	Vốn hóa
VCB	20.6%	1.6%	3.43	17.54	359,761
TCB	21.1%	3.6%	2.14	11.01	178,049
BID	12.8%	0.7%	2.10	16.94	171,137
CTG	18.6%	1.2%	1.75	9.91	162,194
VPB	22.6%	2.9%	2.47	11.95	148,267
MBB	21.0%	2.1%	2.04	10.39	108,816
ACB	26.4%	2.2%	2.38	9.91	96,054
VIB	31.6%	2.4%	3.08	10.95	64,844
HDB	22.0%	1.7%	2.09	10.35	54,507
STB	11.8%	0.7%	1.74	15.24	52,847
SHB	15.4%	0.9%	1.95	13.60	52,568
SSB	15.3%	1.2%	3.23	22.35	48,011
TPB	24.4%	2.0%	1.82	8.28	36,919
MSB	20.9%	2.1%	1.69	9.00	34,251
OCB	23.3%	2.7%	1.70	7.94	33,288
EIB	6.3%	0.7%	1.83	29.53	31,719
LPB	18.2%	1.1%	1.94	11.26	30,090
Median	20.9%	1.7%	2.04	11.01	54,507
Average	19.6%	1.7%	2.20	13.30	97,842

Đơn vị: tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST	13,914,257	16,964,325	21,399,369	26,827,668	34,480,965
LN thặng dư	4,652,883	3,543,544	5,443,794	8,513,281	13,167,937
Terminal value					184,774,873
Chi phí VCSH					12.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					5.0%
Giá trị hiện tại VCSH					221,759,341
SLCP					2,454,748,366
Giá cổ phiếu (VND/cp)					90,300

Tóm tắt KQĐG	%	Giá trị
Thu nhập thặng dư	80%	90,300
So sánh P/E	10%	72,100
So sánh P/B	10%	74,000
Giá mục tiêu (VND/cp)		86,900

Financial Summary

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	Tỷ số tài chính	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	32,346	40,809	50,789	Tăng trưởng			
Thu nhập thuần từ HĐDV	3,356	3,634	4,313	Tăng trưởng tài sản	11.1%	17.5%	15.1%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	(307)	(202)	(9)	Tăng trưởng cho vay và đầu tư	12.3%	16.2%	18.2%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	226	131	226	Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	9.4%	8.1%	12.4%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	1,171	1,311	1,536	Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	15.1%	29.8%	23.7%
Lãi thuần từ HĐKD khác	2,236	2,460	2,706	Tăng trưởng LNTT	26.1%	36.1%	32.7%
Tổng thu nhập hoạt động	39,033	48,143	59,560	An toàn vốn			
Chi phí hoạt động	11,392	12,277	15,188	CAR	12.0%	N/A	N/A
LNTT và trước DPRRTD	27,641	35,867	44,372	VCSH/Tổng tài sản	11.9%	16.3%	20.3%
Chi phí DPRRTD	14,622	18,148	20,863	Đòn bẩy tài chính	8.38	6.14	4.93
LNTT	13,019	17,718	23,509	Chất lượng tài sản			
Chi phí thuế TNDN	2,606	3,544	4,702	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	3.41%	3.44%	3.43%
LNST	10,414	14,175	18,807	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.15%	5.06%	4.99%
LN cổ đông thiểu số	-	260	1,843	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	45.31%	46.40%	46.93%
LNST cho Ngân hàng	10,414	13,914	16,964	Thanh khoản			
				Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	105.6%	101.7%	106.7%
				TS thanh khoản cao/Tổng TS	25.3%	27.8%	26.3%
				TS thanh khoản/tiền gửi KH	36.5%	43.6%	42.7%
				Khả năng sinh lợi			
				ROA	2.6%	3.1%	3.6%
				ROE	21.9%	19.1%	17.5%
				NIM	8.7%	9.5%	10.0%
				TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	82.9%	84.8%	85.3%
				Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	29.2%	25.5%	25.5%
				Định giá			
				EPS cơ bản (VND)	4,271	5,418	5,785
				Giá trị sổ sách (VND)	20,867	33,660	33,680
				P/E	14.3x	11.3x	10.6x
				P/B	2.9x	1.8x	1.8x
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F				
Tiền và tương đương tiền	3,283	1,749	1,525				
Tiền gửi tại NHNN	5,780	12,359	3,545				
Tiền gửi và cho vay các TCTD	19,555	30,501	34,281				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	493	1,671	1,971				
Hoạt động mua nợ	258	-	-				
Cho vay khách hàng	290,816	335,108	395,338				
Dự phòng cho vay	(4,497)	(5,355)	(6,356)				
Chứng khoán đầu tư	76,485	90,765	107,903				
Đầu tư dài hạn khác	239	213	218				
Tài sản cố định	1,863	1,725	1,581				
BDS đầu tư	-	-	-				
Tài sản Có khác	24,752	23,575	26,882				
TỔNG TÀI SẢN	419,027	492,310	566,888				
NỢ PHẢI TRẢ	366,233	396,718	447,452				
Nợ NHNN, Chính phủ	14	14	14				
Tiền gửi, vay các TCTD khác	56,511	62,162	70,240				
Tiền gửi của khách hàng	233,428	252,077	279,203				
Phái sinh và các công cụ TC khác	140	140	140				
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	187	311	436				
Phát hành giấy tờ có giá	62,845	67,022	79,068				
Các khoản nợ khác	13,107	14,992	18,351				
VỐN CHỦ SỞ HỮU	52,794	95,593	119,436				
Vốn điều lệ	25,300	26,067	32,584				
Thặng dư vốn cổ phần	366	-	6,639				
Cổ phiếu quỹ	(2,199)	(1,447)	(1,447)				
Vốn khác	-	-	-				
Quỹ của TCTD	11,912	14,347	17,316				
LN chưa phân phối	17,415	48,776	54,651				
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	7,850	9,693				
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	419,027	492,310	566,888				

Liên hệ: **Khối Nghiên cứu**

Kiểm soát- Bộ phận nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Chứng khoán, Ngân hàng, Bất động sản

Trần Thái Bình

(Binh.TranThai@mbs.com.vn – Tel: 0336154669)

Vật liệu xây dựng, Ngân hàng

Dương Thiện Chí

(Chi.DuongThien@mbs.com.vn – Tel: 0934 977 100)

Nhựa, Ngân hàng

Đình Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn – Tel: 0978877784)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS 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	>=15%
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.