

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB: HOSE)



PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG – Giá mục tiêu 1 năm: 25.000 Đồng/cp

Giá hiện tại: 21.750 Đồng/cp

Nguyễn Thu Hà

hant4@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8708

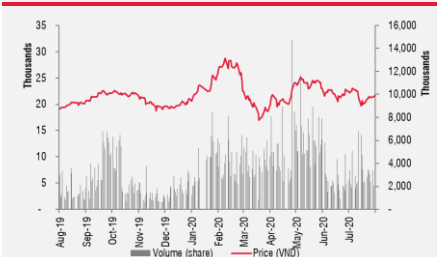
Ngày 14/8/2020

NGÀNH TÀI CHÍNH

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	2.283
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	52.899
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.438
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	29,3/16
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	4.132.140
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	4,10
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	95,01
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	22,77
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB: HOSE) thành lập từ tháng 8/1993 với vốn điều lệ là 20 tỷ đồng. Ngân hàng có trụ sở tại Hà Nội và nằm trong top các ngân hàng tư nhân tại Việt Nam về quy mô và lợi nhuận. VPB chiếm 2,7% tổng tài sản toàn hệ thống ngân hàng và 2,6% tổng thị trường tín dụng năm 2016 với mạng lưới 51 chi nhánh và 163 phòng giao dịch. VPB là ngân hàng có khả năng sinh lời cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết với tỷ lệ ROAE là 25,7%.

Duy trì khuyến nghị Phù hợp Thị trường

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Phù hợp thị trường đối với cổ phiếu VPB với giá mục tiêu 1 năm là 25.000 đồng/ cổ phiếu mặc dù lợi nhuận ròng 6T2020 của VPB đã tăng 51,6% so với cùng kỳ. Ban lãnh đạo cho rằng VPB có thể vượt khoảng 10-15% kế hoạch ban đầu năm 2020, nhưng chúng tôi không quá lạc quan về triển vọng chung của VPB. Chúng tôi không đánh giá cao việc duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức tương đối thấp so với mặt bằng chung các ngân hàng niêm yết. Ước tính điều chỉnh của chúng tôi cho LNTT năm 2020 và 2021 lần lượt là 10,9 nghìn tỷ đồng (+ 5,7% YoY) và 11,6 nghìn tỷ đồng (+ 6,6% YoY).

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành cao hơn dự kiến, tăng dư nợ tái cơ cấu

Yếu tố tăng đối với khuyến nghị: Mức độ hồi phục của các khoản nợ được tái cơ cấu tốt hơn ước tính (10,4% tổng dư nợ cho vay trong quý 2), FeCredit tiến hành IPO thành công

Kết quả kinh doanh của VPB

Như đã thảo luận trong báo cáo nhanh về kết quả kinh doanh trước đó của chúng tôi, VPB đã công bố lợi nhuận trước thuế hợp nhất mạnh mẽ trong quý 2/2020 ở mức 3.673 tỷ đồng, tăng +43,5% so với cùng kỳ nhờ tăng trưởng tín dụng tích cực (+9,8% so với đầu năm), chi phí hoạt động (OPEX) giảm (-16% so với cùng kỳ) và chi phí dự phòng giảm (-16,7% YoY).

Kết quả kinh doanh của ngân hàng mẹ và FeCredit khác nhau rõ rệt. Hầu hết các dòng thu nhập của ngân hàng mẹ đều tăng tương đối tốt, khi thu nhập hoạt động (TOI) tăng +12,9% YoY. Trong khi đó, tăng trưởng lợi nhuận (+ 9,3% YoY) của FeCredit phụ thuộc vào nỗ lực cắt giảm chi phí (-14% YoY), do thu nhập hoạt động (TOI) giảm (-9,4% YoY) với giải ngân mới ít hơn. Đối với chất lượng tài sản của ngân hàng mẹ và FeCredit, theo quan điểm của chúng tôi, cả hai đều trích lập dự phòng thấp và chi phí tín dụng ước tính cần phải tăng trong nửa cuối năm 2020 để cải thiện tỷ lệ bao phủ nợ xấu.

Ngân hàng mẹ - Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, nhưng chất lượng tài sản vẫn là mối quan ngại lớn nhất

Giải ngân vào tài sản có lợi suất cao hơn đã bù đắp một phần việc giảm lãi suất cho vay trung bình do các gói hỗ trợ. NIM giảm nhẹ 4 bps YoY và 11% QoQ còn 4,49%, so với các ngân hàng khác là giảm 27 bps QoQ. Điều này một phần do:

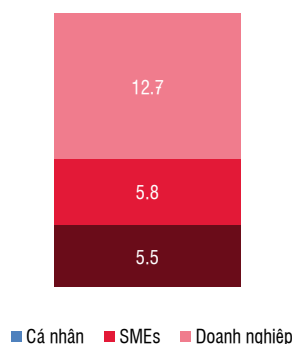
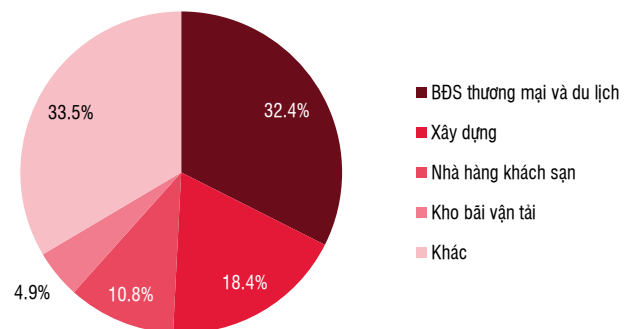
- Đầu tư vào Trái phiếu doanh nghiệp (+13,6 nghìn tỷ đồng trong 6T2020) và lãi suất trong khoảng 9,9% - 11,5% cao hơn lãi suất trung bình của danh mục trái phiếu cuối 2019 là 6,1%.
- Giải ngân các dự án BĐS tăng (7,6 nghìn tỷ đồng trong 6T2020).

Do đó, thu nhập lãi ròng đạt tăng trưởng đáng kể 18,7% YoY (so với 16% YoY của các NHTM mà chúng tôi nghiên cứu), đạt 3.457 tỷ đồng. Mặc dù phương án này giúp ngân hàng bảo vệ NIM, chúng tôi nhắc lại VPB đã tăng dư nợ cho vay các ngành có tính chu kỳ (như xây dựng và bất động sản) trong giai đoạn này.

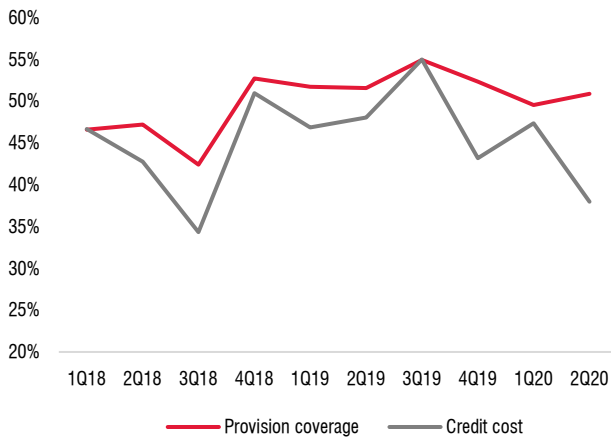
Thu nhập từ dịch vụ thẻ và bảo hiểm giảm, trong khi thu nhập từ dịch vụ thanh toán vẫn duy trì đà tăng trưởng. Trong quý 2/2020, thu nhập từ dịch vụ thẻ và hoạt động bảo hiểm lần lượt tăng +3,9% YoY và +1,0% YoY, thấp hơn so với mức +26% và +30% YoY trong quý 1/2020. Điều này là do giãn cách xã hội vào tháng Tư. Các dịch vụ thanh toán, bao gồm thanh toán LC, thanh toán quốc tế và trong nước, đã tăng đáng kể 49% YoY nhờ các giải pháp số hóa. Với các giải pháp này, số lượng tài khoản số đã tăng +34% YoY và lượng giao dịch tăng +26% YoY trong 6 tháng đầu năm. Nhìn chung, thu nhập từ phí thuần đạt 731 tỷ đồng, tăng +35% YoY.

Quý dự phòng của ngân hàng vẫn tương đối thấp (under-provisioning) theo quan điểm của chúng tôi. Chi phí dự phòng, không bao gồm chi phí trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC trong Q2/2019, tăng 12% YoY trong Q2/2020 đạt 1.074 tỷ đồng. Do đó, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cải thiện lên 50,9% và số dư quỹ dự phòng rủi ro tín dụng là 2,74 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2020. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu tính cả nợ xấu đã xóa là 58,1%. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, đây vẫn là mức khá thấp do:

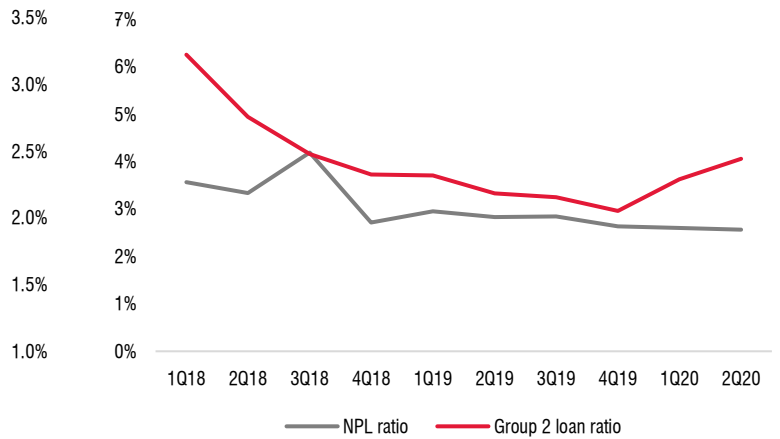
- Nợ xấu là 5,4 nghìn tỷ đồng, trong đó 1,89 nghìn tỷ đồng là nợ xấu của các khoản vay tín chấp
- Nợ nhóm 2 là 8,36 nghìn tỷ đồng
- Nợ tái cấu trúc là gần 24 nghìn tỷ đồng. 51% nợ tái cấu trúc (12,3 nghìn tỷ đồng) thuộc những ngành chịu tác động nặng nề nhất: BĐS thương mại và lưu trú (6 nghìn tỷ đồng), xây dựng (3,4 nghìn tỷ đồng), nhà hàng và khách sạn (2 nghìn tỷ đồng), và kho xưởng & vận tải (900 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ phục hồi của những ngành này sẽ giảm nếu dịch bệnh kéo dài.

Nợ tái cấu trúc của VPB theo khách hàng (nghìn tỷ đồng)**Cơ cấu nợ tài cấu trúc cho KH doanh nghiệp (doanh nghiệp và SME) theo ngành**

Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu



Tỷ lệ nợ quá hạn



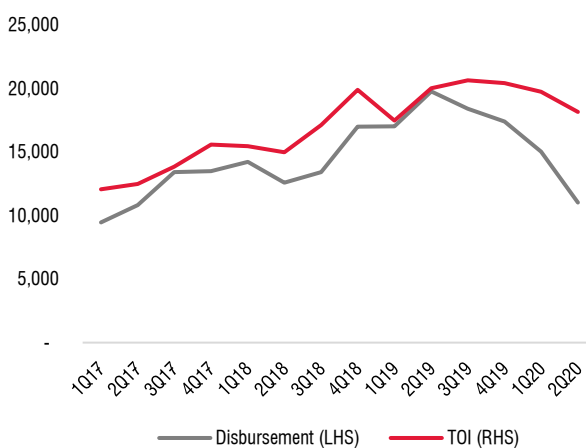
Nguồn: VPB, SSI Research

FeCredit – Giảm thiểu chi phí thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

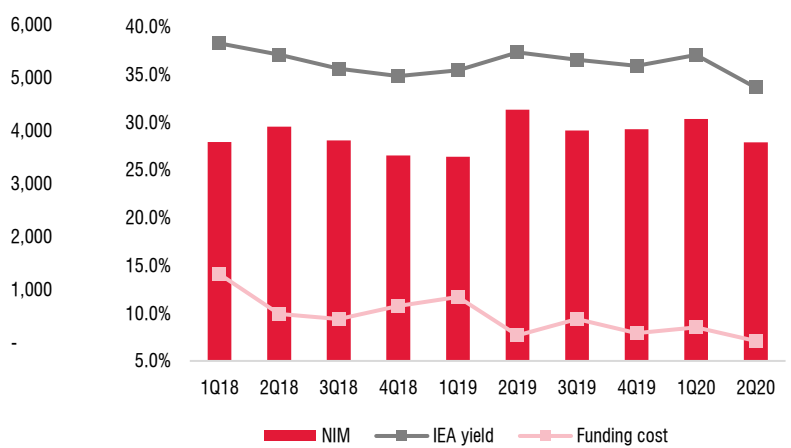
Kiểm soát giải ngân mới dẫn đến thu nhập hoạt động giảm. Mức giải ngân trung bình hàng tháng trong Q2/2020 giảm khoảng -36% so với cùng kỳ, do FeCredit hạn chế cho vay và thay vào đó là tập trung vào thu nợ. Công ty cũng tập trung vào việc xây dựng hệ sinh thái để có thể tăng tốc kinh doanh trong thời kỳ hậu Covid. Chúng tôi cho rằng động thái này là cần thiết, nhưng có thể gây áp lực lên lợi nhuận trong ngắn hạn. Do đó, tổng dư nợ cho vay vào cuối quý 2/2020 giảm -0,47% YTD xuống còn 60,2 nghìn tỷ đồng. Thu nhập lãi ròng (NII) giảm -5,7% YoY xuống 4,2 nghìn tỷ đồng và thu nhập hoạt động (TOI) giảm -9,4% YoY xuống 4,35 nghìn tỷ đồng.

Theo ban lãnh đạo, FeCredit không có kế hoạch đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng tín dụng cho đến khi Covid-19 được kiểm soát tại Việt Nam. Theo đó, công ty sẽ duy trì mức giải ngân hàng tháng ở mức khoảng 4 nghìn tỷ đồng so với 6 nghìn tỷ đồng trong năm 2019. Do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng thu nhập hoạt động 2020 sẽ ở mức khiêm tốn.

Kiểm soát giải ngân mới khiến TOI giảm



NIM giảm do các gói hỗ trợ khách hàng



Nguồn: VPB, SSI Research

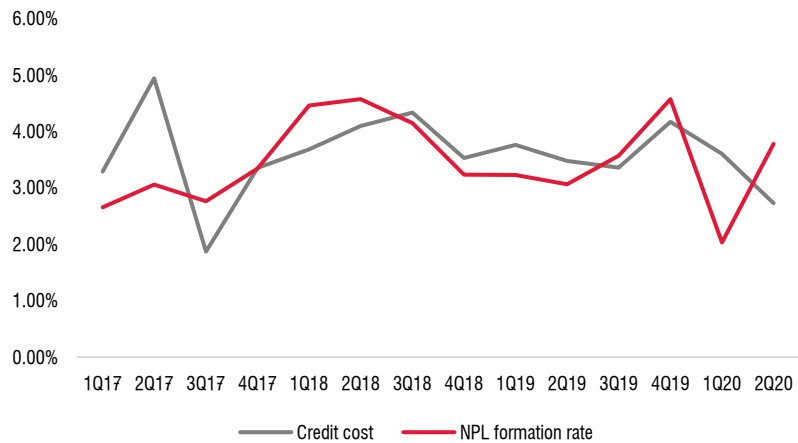
Tăng trưởng lợi nhuận ròng được thúc đẩy nhờ hiệu quả kiểm soát chi phí

- OPEX giảm 14% YoY đạt 1,2 nghìn tỷ đồng trong Q2/2020, và CIR giảm còn 27,8% trong Q2/2020 từ 29,2% trong Q2/2019 do cắt giảm 15% chi phí nhân sự (dựa trên số liệu cuối kỳ) cũng như các nỗ lực số hóa hoạt

động đã được triển khai từ trước. Do số lượng nhân sự thấp hơn trước, chi phí hoạt động ước tính duy trì ở mức thấp trong nửa cuối năm 2020.

- Chi phí dự phòng giảm 18,8% còn 1,65 nghìn tỷ đồng (so với hơn 2 nghìn tỷ đồng trong 5 quý vừa qua). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này không bền vững và chi phí tín dụng có thể tăng trong nửa cuối 2020 sau khi quá trình tái cấu trúc kết thúc, cũng như đưa tỷ lệ bao nợ xấu đạt mức cao hơn. Vào cuối tháng 6, FeCredit có 4 nghìn tỷ đồng nợ vay tái cấu trúc.

Chi phí tín dụng hàng quý và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành



Nguồn: VPB, SSI Research

Ước tính và định giá

Theo Thông tư 01, các ngân hàng được phép tái cơ cấu thời hạn trả nợ và duy trì phân loại nợ (không quá hạn) trong vòng 3 tháng sau ngày Thủ tướng Chính phủ tuyên bố chấm dứt dịch Covid-19. Với kịch bản cơ sở mới của chúng tôi là dịch bệnh sẽ được kiểm soát trong 6T2021, chúng tôi cho rằng thời gian tái cơ cấu có thể được kéo dài sau năm 2020, làm giảm áp lực chi phí dự phòng cho năm 2020.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh ước tính LNTT cho năm 2020 và 2021 lần lượt thành 10,9 nghìn tỷ đồng (+ 5,7% YoY) và 11,6 nghìn tỷ đồng (+ 6,6% YoY).

Với ước tính mới của chúng tôi, ROE ước tính là 18,6% cho năm 2020 và 16,8% cho năm 2021. Dựa trên phương pháp P/B và RI, giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi cho VPB là 25.000 đồng/ cổ phiếu, tương đương P/B là 1,1x. Chúng tôi duy trì xếp hạng Phù hợp thị trường đối với cổ phiếu VPB.

Tỷ đồng	2020E		2021E		Ghi chú
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	
Thu nhập hoạt động	37.289	38.058	42.305	42.692	Thu từ nợ xấu đã xóa cao hơn
Tăng/Giảm		+2,06%		+0,91%	
Lợi nhuận trước thuế	9.626	10.851	11.257	11,554	Chi phí dự phòng năm 2020 giảm 3% so với ước tính trước Chi phí dự phòng năm 2021 tăng 3% so với ước tính trước
Tăng/Giảm		+12,73%		+2,64%	

Nguồn: SSI Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2017	2018	2019	2020F	2021F
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2.574.284	1.855.473	2.459.321	3.844.048	2.185.554
+ Tiền gửi tại NHNN	6.460.795	10.828.571	3.454.138	4.384.386	5.602.607
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	17.520.025	16.571.491	20.097.552	23.859.857	27.049.675
+ Chứng khoán kinh doanh	1.424.854	4.202.413	1.566.592	1.719.157	1.891.983
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	-	-	-	-	-
+ Cho vay khách hàng	179.518.809	218.395.223	253.099.865	295.292.196	335.604.150
+ Chứng khoán đầu tư	53.558.049	51.926.416	68.729.363	73.880.579	78.668.719
+ Đầu tư dài hạn	152.506	190.654	174.134	174.134	174.134
+ Tài sản cố định	808.486	1.963.096	1.922.972	2.661.843	3.716.367
+ Đầu tư bất động sản	-	-	-	-	-
+ Tài sản khác	15.734.506	17.357.782	25.709.899	27.607.245	30.223.329
Tổng tài sản	277.752.314	323.291.119	377.213.836	433.423.445	485.116.517
+ Các khoản nợ NHNN	26.015	3.781.343	19.492	2.301.377	1.641.644
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	33.200.418	54.231.451	50.867.989	52.219.737	53.141.477
+ Tiền gửi của khách hàng	133.550.812	170.850.871	213.949.567	252.920.352	286.530.069
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	160.469	18.571	45.670	50.287	50.287
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	3.899.364	329.649	291.823	291.823	291.823
+ Phát hành giấy tờ có giá	66.104.605	48.658.036	57.599.723	60.448.086	67.213.869
+ Các khoản nợ khác	11.114.921	10.671.129	12.222.063	14.125.481	15.800.948
Tổng nợ phải trả	248.056.604	288.541.050	334.996.327	382.357.143	424.670.117
+ Vốn	21.572.335	24.096.960	23.296.370	23.296.370	23.296.370
+ Dự phòng	1.337.409	-	-	1.222.774	1.222.774
+ Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	-	-	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	4.565.110	5.187.230	11.812.568	19.045.850	26.838.934
Tổng vốn chủ sở hữu	29.695.710	34.750.069	42.217.509	51.066.302	60.446.400
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	277.752.314	323.291.119	377.213.836	433.423.445	485.116.517
Tăng trưởng					
Huy động	15,8%	9,9%	23,7%	15,4%	12,9%
Tín dụng	23,9%	17,3%	17,6%	16,4%	13,5%
Tổng tài sản	21,4%	16,4%	16,7%	14,9%	11,9%
Vốn chủ sở hữu	72,9%	17,0%	21,5%	21,0%	18,4%
Thu nhập lãi thuần	35,9%	19,8%	23,4%	4,1%	12,5%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	48,4%	24,2%	17,0%	4,7%	12,2%
Chi phí hoạt động	34,3%	19,5%	16,0%	-4,3%	9,7%
Lợi nhuận trước thuế	64,9%	13,1%	12,3%	5,0%	6,5%
Lợi nhuận sau thuế	63,7%	14,2%	12,4%	5,0%	8,1%
Định giá					
PE	14,54	6,51	5,97	6,01	5,56
PB	2,17	1,43	1,17	1,02	0,86
Giá trị sổ sách (đồng)	18.907	13.735	17.318	20.948	24.796

Nguồn: Công ty, SSI Research

VND Million	2017	2018	2019	2020F	2021F
Báo cáo kết quả kinh doanh					
Thu nhập lãi thuần	20.614.426	24.701.575	30.492.344	31.743.919	35.706.663
Thu nhập ngoài lãi	4.411.665	6.384.088	5.863.161	6.313.941	6.985.179
TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	25.026.091	31.085.663	36.355.505	38.057.860	42.691.842
TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(8.894.970)	(10.633.924)	(12.334.010)	(11.806.696)	(12.953.046)
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng	16.131.121	20.451.739	24.021.495	26.251.164	29.738.797
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(8.001.058)	(11.253.231)	(13.687.625)	(15.400.353)	(18.184.567)
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	8.130.063	9.198.508	10.333.870	10.850.811	11.554.229
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(1.689.296)	(1.842.940)	(2.065.840)	(2.170.162)	(2.174.131)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	6.440.767	7.355.568	8.268.030	8.680.649	9.380.098
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	(146.439)	-	-	-	-
LỢI NHUẬN RÒNG	6.294.328	7.355.568	8.268.030	8.680.649	9.380.098
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.820	3.025	3.392	3.561	3.848
Nhu cầu vốn					
Hệ số an toàn vốn- CAR	14,6%	11,9%	11,0%		
Vốn CSH/Tổng tài sản	10,7%	10,7%	11,2%	11,8%	12,5%
Vốn CSH/Tổng tín dụng	16,3%	15,7%	16,4%	17,0%	17,8%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2,89%	3,21%	3,13%	3,21%	3,21%
Tỷ lệ dự phòng nợ xấu	50,8%	45,9%	46,4%	41,2%	41,3%
Hệ số về quản lý					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	35,5%	34,2%	33,9%	31,0%	30,3%
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	1.050	1.133	1.353	1.265	1.267
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	341	335	385	361	343
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	115.328	138.775	160.156	162.640	182.444
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi chi nhánh/PGD	37.466	41.065	45.524	46.371	49.377
Lợi nhuận					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	8,76%	8,79%	9,32%	8,41%	8,33%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	17,6%	20,5%	16,1%	16,6%	16,4%
ROA - trung bình	2,5%	2,4%	2,4%	2,1%	2,0%
ROE - trung bình	27,5%	22,8%	21,5%	18,6%	16,8%
Thanh khoản					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	98,5%	105,1%	99,9%	100,8%	101,3%

Nguồn: Công ty, SSI Research

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. 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. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI 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.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715