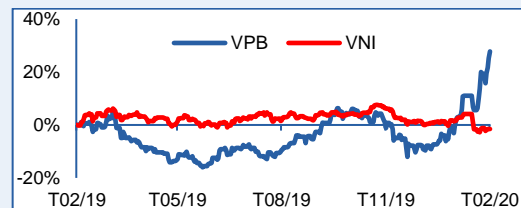




Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) [MUA +29,2%]

Cập nhật

Ngành:	Ngân hàng		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	18/02/2020	LN trước dự phòng	17,5%	13,1%	13,3%	11,8%
Giá hiện tại:	27.100VND	LNST	12,4%	27,9%	21,2%	15,3%
Giá mục tiêu:	35.000VND	EPS y/y	11,8%	28,4%	21,2%	15,3%
TL tăng:	23.400VND	NIM	9,33%	9,16%	9,19%	9,08%
		Nợ xấu	3,42%	3,36%	3,31%	3,21%
Lợi suất cổ tức:	+29,2%	CIR	33,9%	34,5%	34,5%	34,5%
Tổng mức sinh lời:	0,0%	P/E	1,6x	1,2x	1,0x	0,8x
Khuyến nghị:	+29,2%	P/B	8,0x	6,2x	5,2x	4,5x



GT vốn hóa:	2,8 tỷ USD		VPB	Peers	VNI
Room KN:	0	P/E (trượt)	8,0x	7,5x	16,4x
GTGD/ngày (30n):	3,7tr USD	P/B (hiện tại)	1,6x	1,4x	2,2x
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	21,5%	21,5%	13,4%
SL cổ phiếu lưu hành:	2,438 tỷ	ROA	2,4%	1,7%	2,2%
Pha loãng:	2,438 tỷ				

Tổng quan công ty:

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng là ngân hàng TMCP tại Việt Nam với 2 công ty con thuộc sở hữu 100% của ngân hàng: một công ty quản lý tài sản (VPBank AMC) và công ty tài chính tiêu dùng (FE Credit). VPB ghi nhận khoảng 50% LNST sau lợi ích CĐTST hợp nhất đến từ FE Credit trong năm 2018.

Điền Đức Minh Nghĩa
Chuyên viên cao cấp

Ngô Hoàng Long
Phó Giám đốc

Thương vụ bán cổ phần FEC – yếu tố tích cực để tái định giá

- Chúng tôi nâng khuyến nghị của Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) từ KHẢ QUAN lên MUA và nâng giá mục tiêu thêm 50% khi chúng tôi tăng dự phóng tổng thu nhập ròng giai đoạn 2020-2024 thêm 31%. Mức tăng trong thu nhập ròng dự báo được dẫn dắt phần lớn từ điều chỉnh tăng (1) tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) cho vay tại FEC trong giai đoạn 2019-2024 đạt 10% so với 6% trước đây với (2) NIM duy trì ở mức 25% so với 21% trước đây.
- Chúng tôi nâng dự phóng thu nhập ròng 2020 thêm 8,4% đạt 10,6 nghìn tỷ đồng do mức tăng 7,3% trong LN trước dự phòng giúp bù đắp cho mức tăng 6,4% của chi phí dự phòng. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nhập ròng mạnh mẽ đạt 27,9% YoY trong năm 2020 do không còn áp lực trích lập dự phòng cho VAMC.
- Chúng tôi nâng dự phóng P/B 2020 lên 1,5 lần (so với 1,1 lần trước đây) trong bối cảnh mỗi lo ngại về Thông tư 18/2019/NHNN (TT18) về ngành tài chính tiêu dùng đã được loại bỏ. Chúng tôi nâng giá mục tiêu để phản ánh diễn biến đánh giá lại VPB tương ứng với quan điểm đưa ra trong [báo cáo chiến lược 2020](#) của chúng tôi.
- Chúng tôi cho rằng VPB (phù hợp với định giá của các ngân hàng khác) có định giá hấp dẫn với P/B dự phóng 2020 đạt 1,2 lần. ROE dự phóng 2020 là 22% so với trung vị ngành là 20% - dù tỷ lệ đòn bẩy của VPB là thấp hơn các ngân hàng khác. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/B dự phóng 2020 đạt 1,6 lần.
- Rủi ro: (1) không kiểm soát được nợ xấu và chi phí tín dụng dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận 2020 thấp hơn dự kiến; và (2) rủi ro thực hiện trong việc triển khai kế hoạch cơ cấu các khoản cho vay của FEC. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng dịch virus corona có tác động không đáng kể đến VPB.

FEC liên tục đóng góp khoảng một nửa thu nhập ròng của ngân hàng hợp nhất với dự báo ROE 2020 đạt khoảng 35% - cho thấy FEC hiện đang được đánh giá thấp trong định giá chung của VPB. Trong buổi gặp gỡ NĐT diễn ra gần đây, tài liệu thuyết trình của FEC dự phóng quy mô dư nợ vay khoảng 125 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 (tốc độ tăng trưởng kép – CAGR 16% trong giai đoạn 2019-2024) so với dự phóng của chúng tôi là 99 nghìn tỷ đồng (CAGR 10% trong cùng giai đoạn). Các tài liệu của FEC cho thấy triển vọng vẫn được duy trì, kể cả khi áp dụng TT 18, khi FEC dự báo thể tín dụng sẽ là giải pháp chính để tiếp tục tăng trưởng và vẫn tuân thủ TT. Kể cả khi áp dụng mô hình tăng trưởng cho vay thận trọng và NIM dự phóng ở mức là 30,3%, 30,2% và 29,4% trong vòng 3 năm tới, chúng tôi vẫn cho rằng định giá vẫn ở mức hấp dẫn.

VPB có kế hoạch bán cổ phần tại FEC trong năm 2020, là yếu tố hỗ trợ chính giúp tái định giá FEC và ngân hàng hợp nhất. Theo ban lãnh đạo, VPB có kế hoạch bán cổ phần tại FEC trong năm 2020 – có thể qua hình thức IPO hoặc tìm kiếm đối tác chiến lược. Chúng tôi cho rằng VPB sẽ duy

trì quyền kiểm soát tại FEC; tuy nhiên, hiện không chưa có thông tin chính thức nào khác liên quan đến thương vụ này, dù cần đánh giá chi tiết hơn qua các thông tin tại ĐHCĐ thường niên sắp tới. Theo quan điểm của chúng tôi, diễn biến bán cổ phần có khả năng thành công cao hơn so với chào bán rộng rãi cho các NĐT tổ chức trong bối cảnh tâm lý giao dịch phần nào đó khá ảm đạm đối với các cổ phiếu niêm yết, được thể hiện thông qua các đợt bán cổ phần thời gian qua tại BID, VCB và BVH trong năm 2019 và thương vụ OCB vào đầu năm 2020. Với ROE của FEC, có thể hợp lý để nói rằng mức định giá P/B năm 2019 đạt 2,5-3 lần dựa theo định giá Mô Hình tăng trưởng Gordon, tương ứng với khoảng 60% định giá hợp nhất của VPB, hoặc tương ứng với ngân hàng mẹ giao dịch với mức P/B 0,7 lần năm 2019. Ngoài ra, trong bối cảnh sự thâm nhập ngành tài chính tiêu dùng của Việt Nam hiện tại đang bão hòa, sẽ là thách thức cho các đối thủ cạnh tranh đạt được quy mô tương tự như FEC.

Báo cáo tài chính

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Thu nhập lãi	49.697	56.478	63.526	70.505
Chi phí lãi vay	(19.204)	(22.201)	(24.691)	(27.233)
Thu nhập lãi thuần	30.492	34.277	38.835	43.272
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	2.970	3.541	4.249	4.972
Thu nhập ngoài lãi khác	2.893	3.673	3.937	4.303
Tổng thu nhập ngoài lãi	5.863	7.214	8.186	9.275
Tổng thu nhập từ HĐKD	36.356	41.491	47.021	52.546
Chi phí ngoài lãi	(12.334)	(14.314)	(16.222)	(18.128)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(12.334)	(14.314)	(16.222)	(18.128)
LN từ HĐKD trước dự phòng	24.021	27.177	30.799	34.418
Chi phí dự phòng	(13.688)	(13.955)	(14.773)	(15.941)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	10.334	13.222	16.026	18.477
Thuế	(2.066)	(2.643)	(3.204)	(3.694)
LN ròng	8.268	10.578	12.822	14.783
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	0	0	0	0
LN ròng chia cổ đông	8.268	10.578	12.822	14.783
Cổ phiếu bình quân gia quyền (triệu)	2.447	2.438	2.438	2.438
EPS (VND)	3.379	4.339	5.260	6.064
DPS (VND)	0	0	0	0

TỶ LỆ (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng tín dụng	16,1	12,7	13,6	12,5
Tăng trưởng huy động	25,2	15,0	13,0	13,0
Tăng trưởng thu nhập từ HĐKD	17,0	14,1	13,3	11,8
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	17,5	13,1	13,3	11,8
Tăng trưởng LNST	12,4	27,9	21,2	15,3
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / cho vay KH	4,76	4,76	4,76	4,76
TL nợ xấu (NPL)	3,42	3,36	3,31	3,21
TL dự phòng dự trữ LLR	46,4	56,7	56,2	57,8
Chi phí dự phòng / cho vay KH	5,32	4,81	4,48	4,30
Thanh khoản				
CAR theo BASEL	11,1	11,7	12,5	13,2
TL cho vay trên huy động theo quy định	79,8	80,8	81,5	81,2

Nguồn: VPB, VCSC

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền và tiền đương tiền	2.459	2.789	3.142	3.541
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	3.454	5.798	6.516	7.261
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	20.098	22.107	24.318	26.750
Đầu tư ngắn hạn	69.202	79.441	87.319	100.258
Cho vay và cho thuê tài chính khách hàng	253.100	284.363	323.312	363.857
Chứng khoán đầu tư - HTM	1.094	432	170	67
Đầu tư dài hạn	174	170	162	153
Tài sản và trang thiết bị	1.923	2.019	2.120	2.226
Tài sản khác	25.710	28.347	28.456	27.749
Tổng tài sản	377.214	425.465	475.514	531.862
Nợ NHNN	19	22	25	28
Huy động và vay liên ngân hàng	50.868	50.983	53.532	56.208
Vốn cho vay và ủy thác khác	292	258	229	202
Tiền gửi khách hàng	213.950	246.042	278.027	314.171
Công cụ tài chính khác	46	0	0	0
Giấy tờ có giá	57.600	62.208	65.318	68.584
Nợ khác	12.222	12.589	12.966	13.355
Vốn CSH của cổ đông	42.218	53.364	65.417	79.313
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tổng nợ và vốn CSH	377.214	425.465	475.514	531.862

TỶ LỆ (%)	2019	2020F	2021F	2022F
Khả năng sinh lời				
NIM	9,33	9,16	9,19	9,08
Lợi suất tài sản sinh lãi	15,21	15,09	15,03	14,80
Chi phí huy động	6,40	6,51	6,53	6,51
CIR	33,9	34,5	34,5	34,5
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NIM trước dự phòng	8,71	8,54	8,62	8,59
Dự phòng	-3,91	-3,48	-3,28	-3,16
NIM sau dự phòng	4,80	5,06	5,34	5,43
TN ngoài lãi	1,67	1,80	1,82	1,84
Chi phí hoạt động	-3,52	-3,57	-3,60	-3,60
Thuế	-0,59	-0,66	-0,71	-0,73
ROAA	2,36	2,64	2,85	2,93
TL đòn bẩy vốn CSH (x)	9,1	8,4	7,6	7,0
ROAE	21,5	22,1	21,6	20,4

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Điền Đức Minh Nghĩa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.