

VPBANK - VPB

Khả quan

Tăng trưởng tín dụng sẽ là động lực quan trọng nhất

Giá mục tiêu (12 tháng)
VND25.700

Tài chính | **CẬP NHẬT**

Consensus*: Mua:10 Giữ:1 Bán:0

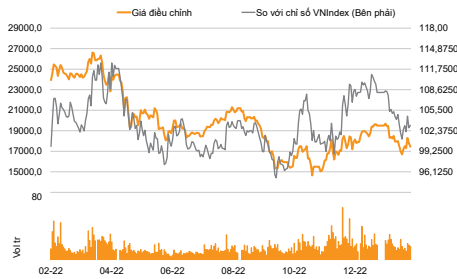
Giá mục tiêu / Consensus: -8,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự báo lợi nhuận ròng 2023-24 lần lượt 16%/15%
- Giảm giá mục tiêu 2%

Giá thị trường	VND17.450
Cao nhất 52 tuần (VND)	26.634
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.650
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	359.401
Thị giá vốn (tỷ VND)	119.495
Free float	73%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	6,6
P/B hiện tại (x)	1,2

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Ngô Chí Dũng	4,9%
Bùi Hải Quân	2,3%
Nguyễn Đức Vinh	1,5%
Khác	91,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q4/22 giảm 6,7% svck xuống còn 2.266 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí hoạt động tăng và khoản dự phòng lớn ở FECredit (FEC).
- Trong 2023-24, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ đạt tăng trưởng LN ròng ở mức 25%/24% (sau khi loại phí trả trước từ thương vụ banca khỏi mức nền 2022), với động lực chính đến từ tăng trưởng tín dụng và thu nhập từ phí dịch vụ tại ngân hàng (NH) mẹ.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 25.700 đồng/cp

Q4/22: LN ròng tăng trưởng âm do chi phí dự phòng & hoạt động tăng cao

Thu nhập lãi thuần Q4/22 tăng 20,6% svck, nhờ tín dụng tăng trưởng 26,0% svck và NIM đi ngang svck. Thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ 2,5% svck nhờ thu nhập từ phí dịch vụ tăng mạnh 57,3% svck, bù đắp cho mức giảm 94,2% svck của thu nhập từ mua bán chứng khoán. Chi phí dự phòng và chi phí hoạt động tăng mạnh trong Q4/22, lần lượt ở mức 36,3% và 42,4% svck, khiến LN ròng Q4/22 giảm 6,7% svck. Trong cả năm 2022, LN ròng tăng 53,9% svck hay 16,7% sau khi loại trừ phí trả trước từ thương vụ banca với AIA.

Ngân hàng mẹ: vững mạnh trên hầu hết các phương diện

Ngân hàng mẹ VPB đạt tăng trưởng tín dụng 30,9% svck trong năm 2022, cao nhất trong hệ thống, nhờ cho vay tăng trưởng mạnh 29,2% svck, đặc biệt là ở phân khúc bán lẻ và SME (+36,8% svck). Tăng trưởng tiền gửi cũng hết sức ấn tượng ở mức 28,5% svck, cao hơn nhiều đối thủ khi VPB tiếp tục thu hút nhiều khách hàng mới với ứng dụng VPBank NEO. LDR trong Q4/22 tăng nhẹ lên 76,8% (+30 điểm cơ bản sv quý trước và +110 điểm cơ bản svck). NIM tăng ~20 điểm cơ bản svck lên 5,5%. Chất lượng tài sản giảm khi tỷ lệ nợ xấu tăng 80 điểm cơ bản svck lên 2,8%, nhưng sv quý trước chỉ tăng 15 điểm cơ bản.

FECredit: Phục hồi chậm hơn dự kiến khiến tỷ lệ nợ xấu tăng

Theo ban lãnh đạo, sự phục hồi của FEC chậm hơn nhiều so với dự kiến do điều kiện kinh tế không thuận lợi đã tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực từ đến nhóm thu nhập thấp, vốn là khách hàng chính của FEC. Vì vậy, tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 20,4% trong Q4/22 (+6,8 điểm % svck và +5,4 điểm % sv quý trước) và chi phí dự phòng tăng mạnh 82% svck trong Q4/22 và 23% svck trong 2022. Tính cả năm 2022, FEC ghi nhận khoản lỗ trước thuế 3 nghìn tỷ đồng. Với bối cảnh vĩ mô vẫn đầy thách thức, chúng tôi cho rằng 2023 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với FEC, do đó chúng tôi dự báo mảng này sẽ lỗ trước thuế khoảng 700 tỷ đồng trong năm nay trước khi quay trở lại có lãi vào năm 2024.

Khó khăn đã được phản ánh vào giá; duy trì khuyến nghị Khả quan

Chúng tôi giảm dự phóng LN ròng 2023/24 16%/15% xuống còn 17,2 nghìn tỷ/21,2 nghìn tỷ với NIM thấp hơn do chi phí vốn cao hơn và giả định trích lập dự phòng thận trọng hơn. Với dự phóng mới, mức tăng trưởng LN ròng vẫn cao ở mức 25%/22% (sau khi loại phí trả trước khỏi nền 2022). Chúng tôi cho rằng khó khăn đã được phản ánh vào giá khi VPB hiện chỉ được giao dịch ở mức P/B 2023 là 1,0 lần, thấp hơn sv mức TB 3 năm là 1,7 lần. Với mức định giá này, VND tiếp tục thấy VPB hấp dẫn khi xét đến tiềm năng tăng trưởng to lớn được hỗ trợ bởi tỷ lệ CAR cao và tiềm năng tăng giá đến từ phát hành riêng lẻ và cổ tức tiền mặt. Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 25.700 đồng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	34.349	41.021	47.205	54.814
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	44.302	57.797	59.542	69.347
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(19.002)	(22.461)	(22.972)	(24.361)
LN ròng (tỷ)	11.808	18.175	17.160	21.194
Tăng trưởng LN ròng	13,4%	53,9%	(5,6%)	23,5%
EPS điều chỉnh	2.621	2.731	2.579	3.185
BVPS	17.413	14.552	17.131	20.315
ROAE	18,0%	20,7%	16,3%	17,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng tín dụng sẽ là động lực quan trọng nhất

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 25.700 đồng/cp

Chúng tôi tiếp tục đánh giá VPB là một trong những lựa chọn hàng đầu cho những nhà đầu tư tìm kiếm tăng trưởng và sẵn sàng nhìn qua những bất ổn vĩ mô trong ngắn hạn để nắm bắt tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ngành ngân hàng Việt Nam. Chúng tôi ưa thích VPB vì: (1) tỷ lệ CAR đầu ngành ở mức 15% sẽ cho phép VPB tăng trưởng tín dụng trên trung bình (2) nhiều cơ hội tăng trưởng ngoài lĩnh vực cho vay truyền thống thông qua các công ty con trong mảng cho vay tiêu dùng (FE Credit), chứng khoán (VPBank Securities) và bảo hiểm phi nhân thọ (OPES), (3) mức định giá hấp dẫn với P/B 2023 là 1,0 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,7 lần dù cho mức tăng trưởng lợi nhuận trên 20% trong 2 năm tới.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 25.700đ/cp. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược nước ngoài và (2) tiềm năng trả cổ tức tiền mặt. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) NIM thấp hơn dự kiến và (2) nợ xấu cao hơn dự kiến khi xét đến khẩu vị rủi ro cao của ngân hàng.

Hình 1: Định giá giá mục tiêu

Định giá	
Vốn chủ sở hữu năm 2023 (tỷ đồng)	114.005
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành năm 2023 (triệu cp)	6.655
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	17.131
Hệ số P/B (1,5 lần)	1,5
Giá mục tiêu (đồng/cp)	25.696
Giá mục tiêu (đồng/cp, làm tròn)	25.700

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Bảng so sánh cổ phiếu các ngân hàng Việt Nam (số liệu cập nhật ngày 22/02/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (lần)		P/E (lần)		Tăng trưởng EPS kép		ROE (%)		ROA (%)	
						2023	2024	2023	2024	2021-24	ROE (%)	2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	93.000	84.600	18,7	2,7	2,3	15,4	13,5	14,3%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%	
VietinBank	CTG VN	Khả quan	28.900	36.200	6,0	1,1	1,0	7,6	6,4	15,2%	16,4%	15,5%	1,0%	1,0%	
VPBank	VPB VN	Khả quan	17.450	25.700	5,0	1,0	0,9	6,8	5,5	21,5%	16,3%	17,0%	2,8%	3,0%	
Techcombank	TCB VN	Khả quan	27.500	44.000	4,2	0,7	0,6	3,9	3,4	16,4%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%	
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.850	30.000	3,6	1,1	0,9	5,7	5,2	19,3%	22,5%	20,1%	2,4%	2,3%	
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	18.250	30.600	3,5	0,9	0,7	4,1	3,5	23,2%	23,1%	21,8%	2,6%	2,7%	
HDBank	HDB VN	Khả quan	18.500	25.000	2,0	1,0	0,8	5,1	4,3	21,7%	23,2%	22,4%	2,2%	2,2%	
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	21.000	27.000	1,9	1,2	0,9	4,6	3,9	20,8%	29,3%	26,2%	2,6%	2,7%	
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	23.550	31.000	1,6	1,0	0,8	5,4	4,6	19,0%	19,4%	18,9%	2,0%	2,2%	
NHTMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	14.100	15.700	1,1	0,9	0,7	5,4	4,8	21,4%	17,5%	16,7%	1,3%	1,3%	
<i>Trung bình</i>						1,2	1,0	6,4	5,5	19,3%	20,8%	19,7%	2,2%	2,3%	

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

KQKD 4Q/22 và cả năm: Thấp hơn dự kiến

Hình 3: Kết quả kinh doanh Q4/22 và cả năm 2022 (tỷ đồng)

	Q4/22	Q4/21	% svck	Q3/22	% sv quý trước	2022	2021	% svck	Dự báo VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	10.283	8.523	-17%	10.385	-1%	41.021	34.349	19%	41.928	98%	
Thu nhập ngoài lãi	2.485	2.548	3%	3.088	-20%	16.776	9.953	69%	18.067	93%	Thu nhập từ HĐKD chứng khoán thấp hơn dự báo, bù đắp một phần bởi thu nhập phí dịch vụ cao hơn dự báo
Tổng thu nhập HĐKD	12.768	11.071	-13%	13.473	-5%	57.797	44.302	30%	59.995	96%	
Chi phí hoạt động	(4.065)	(2.855)	-30%	(3.536)	15%	(14.116)	(10.719)	32%	(14.399)	98%	
LN trước dự phòng	8.703	8.216	-6%	9.937	-12%	43.681	33.583	30%	45.596	96%	
Chi phí dự phòng	(7.320)	(5.371)	-27%	(5.423)	35%	(22.461)	(19.002)	18%	(19.557)	115%	Chi phí dự phòng cao hơn dự kiến ở FEC nhưng tốt hơn ở ngân hàng mẹ
Lợi nhuận trước thuế	1.383	2.845	106%	4.514	-69%	21.220	14.581	46%	26.039	81%	
Lợi nhuận sau thuế	2.266	2.429	7%	3.730	-39%	18.175	11.808	54%	20.831	87%	

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 4: Các chỉ số chính VPB theo quý

Các chỉ số chính	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	81%	86%	83%	82%	83%	77%	74%	77%	54%	79%	77%	81%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	19,0%	13,9%	16,8%	18,4%	17,5%	23,4%	26,2%	23,0%	45,9%	21,2%	22,9%	19,5%
NIM (dự phóng cả năm)	8,9%	8,3%	8,3%	8,9%	9,1%	8,9%	6,9%	7,1%	7,6%	7,6%	7,4%	7,2%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	3%	3%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	6%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	52,0%	48,8%	47,9%	45,3%	43,9%	44,7%	48,9%	60,9%	63,6%	62,0%	62,0%	54,4%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	5,7%	4,1%	5,7%	6,1%	6,0%	5,5%	6,3%	6,3%	4,5%	5,8%	5,5%	7,0%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	33%	29%	29%	26%	23%	23%	24%	26%	23%	27%	26%	32%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	56,0%	42,5%	57,9%	54,4%	52,6%	45,5%	64,9%	65,4%	27,0%	57,2%	54,6%	84,1%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Ngân hàng mẹ: tín dụng và thu nhập phí dịch vụ tăng ấn tượng

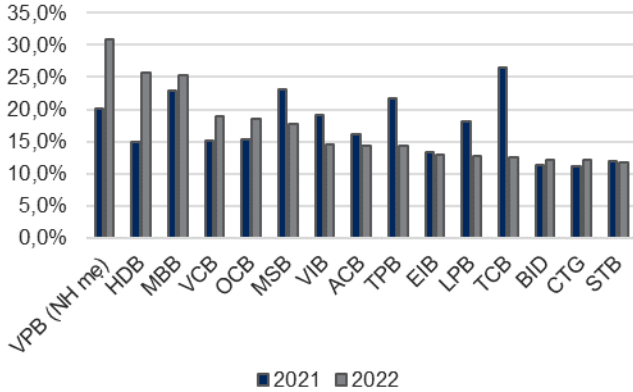
Trong 2022, tín dụng tại ngân hàng mẹ tăng trưởng 30,9% svck, cao nhất trong hệ thống. Cho vay khách hàng tăng trưởng mạnh 29,2% svck là động lực chính, với đóng góp đáng kể từ mảng cho vay Bán lẻ & SME (+36,8% svck). Qua đó, VPB đã tiếp tục chuyển dịch cơ cấu tín dụng sang nhóm khách hàng này, hiện chiếm 61% tổng tín dụng (so với 58% trong 2021). Trong phân khúc Bán lẻ, cho vay mua ô tô và mua nhà tăng mạnh svck lần lượt 45%/52%. Đặc biệt, VPB hiện chiếm thị phần số 1 về mảng cho vay mua ô tô. Đầu tư trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tăng 18,4% svck nhưng đi ngang so với quý trước. Tuy nhiên, ở cấp độ hợp nhất thì đầu tư TPDN tăng 45,8% svck và 5,7% sv quý trước.

Về nguồn vốn, tiền gửi khách hàng tăng 28,5% svck, cao thứ 2 trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi (chỉ sau TPB). Tăng trưởng tiền gửi mạnh mẽ cho thấy ngân hàng tiếp tục thành công trong việc thu hút khách hàng mới với ứng dụng trên nền tảng di động VPBank NEO. Tiền gửi không kỳ hạn (CASA) tăng 8,9% trong 2022. Tỷ lệ CASA giảm từ 22,6% xuống 19,2%, đây là xu hướng xuất hiện ở hầu hết các ngân hàng. Liên quan đến các nguồn vốn khác, VPB đã huy động thành công hơn 1 tỷ USD từ các định chế tài chính nước ngoài trong 2022 để tài trợ cho các hoạt động cho vay dài hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng tiếp cận nguồn vốn nước ngoài tốt tiếp tục là một trong những lợi thế cạnh tranh chính của VPB.

Về NIM, ngân hàng mẹ đã cải thiện được NIM thêm 20 điểm cơ bản lên 5,5% trong năm 2022 nhờ tỉ suất sinh lời trên tài sản tăng 40 điểm cơ bản lên 9,3% và chi phí vốn tăng 50 điểm cơ bản lên 4,2%. Việc tăng tỷ trọng phân khúc cho vay Bán lẻ & SME và phân khúc cho vay có rủi ro cao như bất động sản cùng với LDR cao hơn (76,8% trong Q4/22 so với 75,7% trong Q4/21) đã góp phần

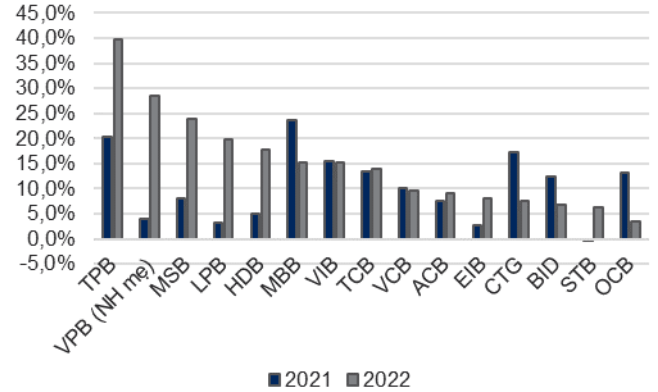
làm tăng tỉ suất sinh lời trên tài sản. Trong khi đó, chi phí vốn tăng do 1) lãi suất huy động tăng mạnh, 2) lãi suất liên ngân hàng cao hơn (VPB vay ròng), và 3) chi phí cho các khoản nợ USD tăng do FED tăng lãi suất.

Hình 5: Ngân hàng mẹ VPB ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao nhất hệ thống trong năm 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Tăng trưởng tiền gửi của VPB trong năm 2022 cũng rất ấn tượng ở mức 28,5%



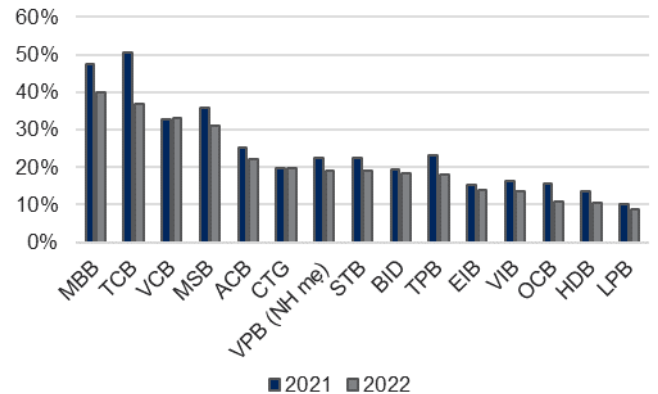
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: VPB đã cải thiện NIM trong 2022 mặc dù là một trong những ngân hàng đầu tiên tăng lãi suất huy động (đơn vị: điểm cơ bản)

Ngân hàng	Asset yield	CoF	NIM
EIB	72	-36	106
STB	69	13	72
MSB	100	44	71
HDB	110	39	63
MBB	73	25	46
LPB	9	-17	43
VIB	65	52	34
OCB	63	31	34
ACB	28	3	25
VCB	16	5	24
VPB (NH mẹ)	40	50	20
BID	-5	-2	2
CTG	7	35	-3
TPB	7	43	-34
TCB	22	66	-41

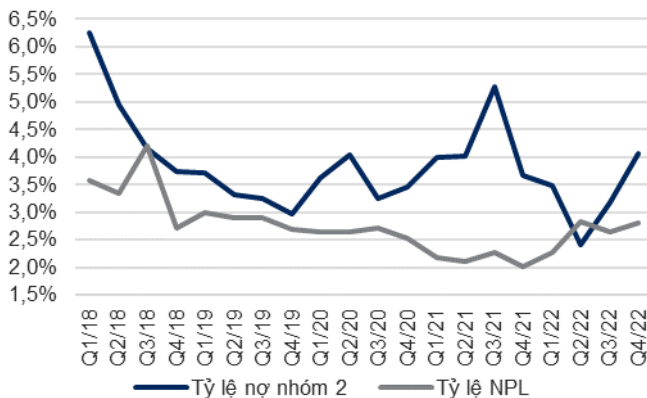
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 8: Tương tự như hầu hết các ngân hàng, tỷ lệ CASA của VPB đã giảm trong năm 2022



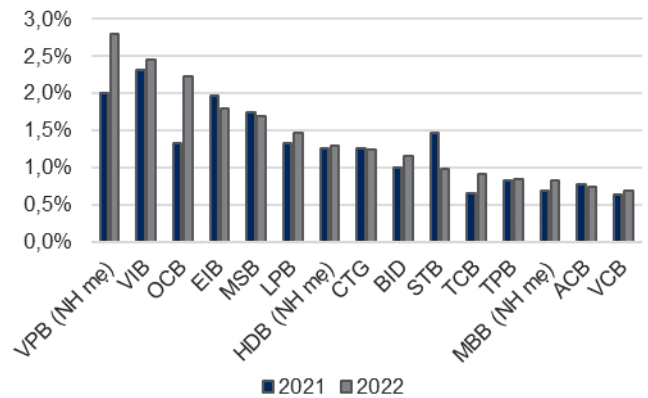
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 9: Nợ xấu có xu hướng tăng trong 2022 tại ngân hàng mẹ



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 10: Hầu hết các ngân hàng khác không có tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh như VPB trong năm 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Tại ngân hàng mẹ, thu nhập ngoài lãi tăng 10,8% svck trong 2022 (sau khi loại phí trả trước từ thương vụ banca với AIA), trong đó thu nhập từ phí dịch vụ và thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng mạnh svck lần lượt là 63,8% và 43,0%, bù đắp cho mức giảm 107% svck của thu nhập từ mua bán ngoại hối và chứng khoán. Trong thu nhập từ phí dịch vụ, các dịch vụ ngân hàng đều đạt được mức tăng trưởng mạnh: 1) thẻ (20% tổng thu nhập, + 57% svck), thanh toán & thu hút khách hàng (47%, +101% svck), banca (17%, +140% svck) và các dịch vụ khác (16%, +9% svck). Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập từ phí dịch vụ là một tín hiệu tích cực, do thu nhập từ phí dịch vụ mang tính ổn định và bền vững hơn so với thu nhập từ hoạt động mua bán ngoại hối & chứng khoán, vốn phụ thuộc nhiều vào điều kiện thị trường.

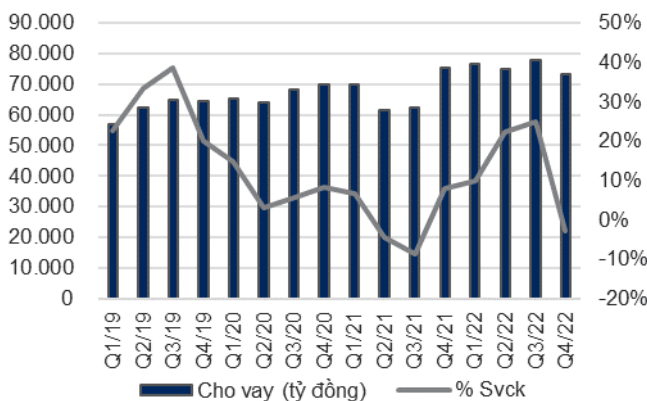
Chất lượng tài sản tại ngân hàng mẹ VPB đã giảm sút trong 2022 với tỷ lệ nợ xấu tăng 80 điểm cơ bản svck lên 2,8% vào cuối năm 2022. Nợ nhóm 2 tính theo % tổng dư nợ cũng tăng từ 3,7% vào cuối 2021 lên 4,1% vào cuối 2022. Tại buổi họp gần đây, ban lãnh đạo đã đưa ra 3 lý do chính đằng sau sự suy yếu của chất lượng tín dụng: 1) lãi suất cho vay cao hơn, 2) nợ tái cấu trúc do COVID chuyển thành nợ xấu và 3) khả năng tiếp cận tín dụng của một số khách hàng bị hạn chế. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cũng đã cho biết danh mục cho vay ở ngân hàng mẹ đã đạt chất lượng tốt hơn dự kiến.

FE Credit: KQKD năm 2022 dưới kỳ vọng do nợ xấu nhảy vọt

Chúng tôi ước tính dư nợ cho vay của FEC giảm 2,7% svck hoặc tăng 3,4% svck khi tính khoản cho vay 4.570 tỷ đồng mà FEC đã bán cho ngân hàng mẹ. Tổng thu nhập hoạt động tăng nhẹ 1,5% svck lên 16,7 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, chi phí hoạt động và dự phòng lại tăng đáng kể svck lần lượt ở mức 28%/23%, khiến FEC chuyển từ lãi trước thuế 610 tỷ đồng trong 2021 sang lỗ 3 nghìn tỷ đồng trong 2022. Tỷ lệ nợ xấu nhảy vọt từ 13,6% vào cuối 2021 lên 20,4% vào cuối 2022.

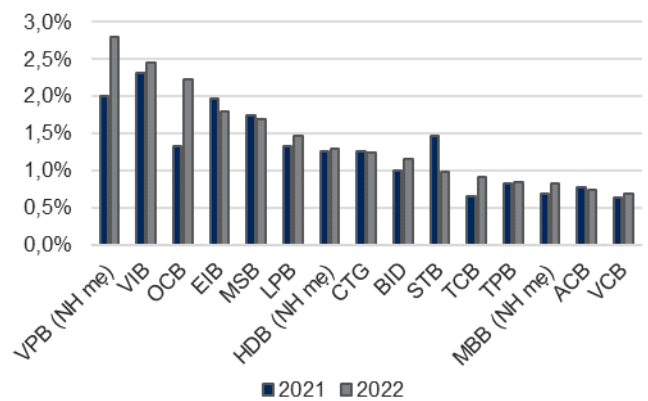
Theo ban lãnh đạo, VPB không đạt kế hoạch kinh doanh do quá trình phục hồi của FE Credit sau Covid chậm hơn nhiều so với dự kiến. Giờ đây, tình trạng sụt giảm của đơn hàng xuất khẩu và hoạt động bất động sản & xây dựng tiếp tục gây ra gánh nặng tài chính cho các cá nhân có thu nhập thấp, những người vốn là khách hàng chính của FE Credit.

Hình 11: Tăng trưởng cho vay ở FEC tiếp tục yếu trong năm 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu ở FEC nhảy vọt trong Q4/22



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

FE Credit: 2023 sẽ không dễ dàng hơn, chúng tôi kỳ vọng việc phục hồi sẽ rõ ràng hơn trong 2024

Theo ban lãnh đạo VPB, năm 2023 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn đối với FEcredit, đặc biệt là trong 6 tháng đầu năm. Ngân hàng kỳ vọng hoạt động của FEC sẽ dần ổn định và có lãi vào Q3-Q4/2023. Tốc độ tăng trưởng cho vay nhìn

chung sẽ chậm lại nhưng được tập trung vào khách hàng sẽ ít rủi ro hơn. Chúng tôi đồng ý với quan điểm của ban lãnh đạo và đưa ra dự báo thận trọng hơn cho FEC trong năm nay. Cụ thể, chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay của FE Credit đạt 5% trong năm 2023 và lỗ trước thuế ~700 tỷ đồng. Sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng khi điều kiện kinh tế cải thiện, FE Credit sẽ đạt mức tăng trưởng cho vay khoảng 8% và lợi nhuận trước thuế ~1,3 nghìn tỷ đồng.

Chứng khoán VPBank có tiềm năng tăng trưởng lớn

Trong Q4/22, VPB đã đầu tư thêm 6 nghìn tỷ đồng vào công ty chứng khoán mới thành lập là VPBank Securities (VPBS), đưa VPBS trở thành công ty chứng khoán có vốn điều lệ lớn nhất. Công ty đã ghi nhận 542 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong 2022. Vào cuối 2022, VPBS có gần 3,3 nghìn tỷ đồng cho vay ký quỹ, 7,5 nghìn tỷ đồng đầu tư trái phiếu và giấy tờ có giá, và 5,1 nghìn tỷ đồng tiền mặt. Với một lượng lớn tiền mặt sẵn sàng để giải ngân, chúng tôi kỳ vọng VPBS sẽ sớm ghi dấu ấn trong mảng môi giới chứng khoán và trở thành động lực tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận quan trọng cho toàn VPB.

Triển vọng 2023-2024

Đối với ngân hàng mẹ, chúng tôi duy trì giả định tăng trưởng cho vay sẽ ở mức cao trong giai đoạn 2023-24 lần lượt là 24,0%/22,2% svck. Tỷ lệ an toàn vốn cao, nguồn vốn/thanh khoản dồi dào, cũng như việc VPB sẽ hỗ trợ một tổ chức tín dụng yếu kém là những lý do khiến chúng tôi kỳ vọng rằng VPB sẽ tiếp tục nhận được hạn mức tín dụng trên mức trung bình từ NHNN. Về FE Credit, chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn 2023-2024, tăng trưởng cho vay svck sẽ lần lượt là 5,1%/8,2%, thấp hơn so với mức 8,0%/10,0% trước đó. Do đó, tăng trưởng cho vay hợp nhất sẽ lần lượt là 21,0%/20,0% svck trong giai đoạn 2023-24.

Chúng tôi dự phóng NIM hợp nhất trong năm 2023-2024 ở mức 7,4%/7,3%, giảm từ mức 7,5% trong năm 2022 vì chúng tôi cho rằng VPB sẽ khó có thể bù đắp tác động từ việc lãi suất tiền gửi/chi phí vốn tăng cao mặc dù tỷ trọng bán lẻ/SME trong cơ cấu tín dụng của VPB ngày càng được cải thiện. Giả định về tăng trưởng cho vay chậm lại tại FE Credit cũng ảnh hưởng đến NIM hợp nhất, vì NIM của FE Credit cao hơn so với NIM của ngân hàng mẹ.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí hoạt động/tổng thu nhập sẽ giảm xuống 26,0%/25,7% trong giai đoạn 2023-24 so với 27,0% trong năm 2022 (sau khi loại phí trả trước banca) do VPB sẽ cải thiện được đòn bẩy hoạt động từ việc tăng trưởng thu nhập sau khi tăng thêm nhân sự và ngân sách quảng cáo một cách đáng kể trong năm 2022.

Về trích lập dự phòng, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng tại ngân hàng mẹ sẽ tăng lần lượt 15,0%/23,1% svck trong giai đoạn 2023-24 lên 10,0 nghìn tỷ đồng/12,3 nghìn tỷ đồng, phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về rủi ro nợ xấu gia tăng, đặc biệt là trong lĩnh vực bất động sản. Các khoản này tương đương với khoảng 2,5% cho vay (so với 2,8% trong năm 2022). Đối với FE Credit, chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng sẽ giảm 5,8%/7,1% svck trong 2023-24 xuống 13 nghìn tỷ đồng/12 nghìn tỷ đồng, nhưng vẫn ở mức cao tính theo % tổng dư nợ, lần lượt là 17,2%/15,0%, so với 18,2% trong năm 2022. Nhìn chung, tổng chi phí dự phòng sẽ tăng 2,3%/6,0% svck trong giai đoạn 2023-24 lên 23,0 nghìn tỷ đồng/24,4 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu hợp nhất sẽ đạt 5,0%/3,8% trong giai đoạn 2023-24 so với 5,7% trong năm 2022.

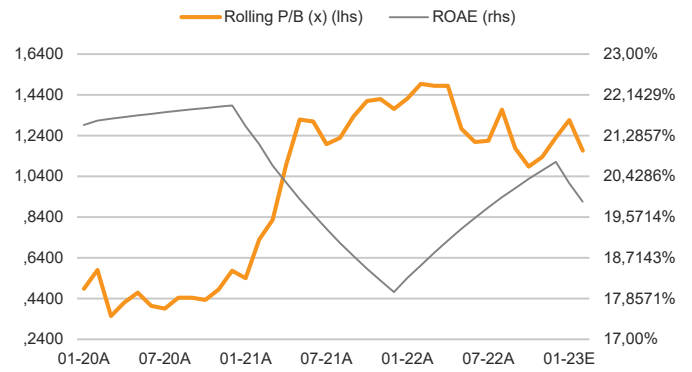
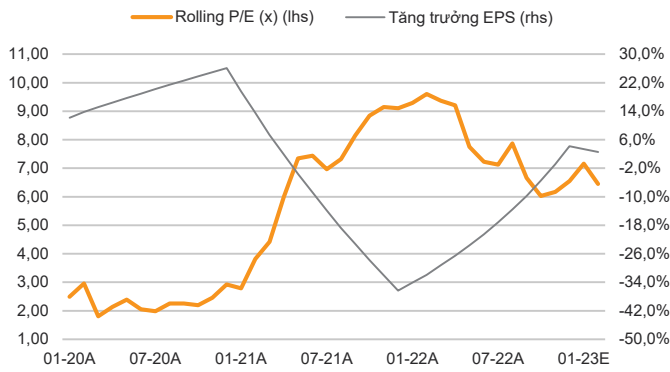
Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh LN ròng của VPB trong năm 2023-24 giảm lần lượt 16,3%/14,9%. Với dự phóng mới của chúng tôi, VPB vẫn sẽ đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận tốt ở khoảng 25%/22% svck (sau khi loại phí trả trước từ từ nền năm 2022).

Hình 13: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-2024 (tỷ đồng trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Thu nhập lãi	50.460	61.951	47.205	54.814	-6,5%	-11,5%	Chúng tôi dự báo NIM thấp hơn do chi phí vốn tăng và tăng trưởng cho vay chậm ở FEC do điều kiện kinh tế khó khăn ảnh hưởng đến nhóm thu nhập thấp
Thu nhập ngoài lãi	12.961	14.612	12.337	14.533	-4,8%	-0,5%	Chúng tôi giảm dự phóng thu nhập từ hoạt động mua bán chứng khoán
Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh	63.420	76.563	59.542	69.347	-6,1%	-9,4%	
Chi phí hoạt động	(16.489)	(19.906)	(15.458)	(17.848)	-6,3%	-10,3%	Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ cải thiện được đòn bẩy hoạt động trong 2023-24 sau khi tăng thêm nhân sự và đầu tư vào marketing đáng kể trong năm 2022
Lợi nhuận trước dự phòng	46.931	56.656	44.084	51.499	-6,1%	-9,1%	
Chi phí dự phòng	(21.290)	(25.513)	(22.972)	(24.361)	7,9%	-4,5%	Chúng tôi tăng dự phóng để phản ánh rủi ro nợ xấu tăng cao, nhất là ở FEC
Lợi nhuận trước thuế	25.731	31.275	21.112	27.138	-17,9%	-13,2%	
Lợi nhuận ròng	20.512	24.915	17.160	21.194	-16,3%	-14,9%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	41.021	47.205	54.814
Thu nhập lãi suất ròng	16.776	12.337	14.533
Tổng lợi nhuận hoạt động	57.797	59.542	69.347
Tổng chi phí hoạt động	(14.116)	(15.458)	(17.848)
LN trước dự phòng	43.681	44.084	51.499
Tổng trích lập dự phòng	(22.461)	(22.972)	(24.361)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	21.220	21.112	27.138
Thuế	(4.296)	(4.222)	(5.428)
Lợi nhuận sau thuế	16.924	16.890	21.710
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.251	270	(516)
LN ròng	18.175	17.160	21.194

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	438.338	530.543	636.854
Cho vay các ngân hàng khác	57.901	57.901	57.901
Tổng cho vay	496.239	588.444	694.755
Chứng khoán - Tổng cộng	91.179	103.106	113.809
Các tài sản sinh lãi khác	893	893	893
Tổng các tài sản sinh lãi	588.311	692.443	809.458
Tổng dự phòng	(13.985)	(14.309)	(14.345)
Tổng cho vay khách hàng	424.662	516.585	622.896
Tổng tài sản sinh lãi ròng	574.326	678.134	795.112
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.658	3.139	3.680
Tổng đầu tư	189	223	262
Các tài sản khác	53.900	63.643	74.621
Tổng tài sản không sinh lãi	56.748	67.005	78.563
Tổng tài sản	631.074	745.139	873.676
Nợ khách hàng	303.151	366.355	434.726
Dư nợ tín dụng	63.700	66.574	69.746
Tài sản nợ chịu lãi	366.851	432.929	504.472
Tiền gửi	142.178	167.723	190.908
Tổng tiền gửi	509.030	600.652	695.380
Các khoản nợ lãi suất khác	62	62	62
Tổng các khoản nợ lãi suất	509.092	600.715	695.443
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	18.465	24.018	36.116
Tổng nợ không lãi suất	18.465	24.018	36.116
Tổng nợ	527.557	624.733	731.559
Vốn điều lệ và	67.434	67.434	67.434
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	(883)	(883)	(883)
LN giữ lại	16.759	33.919	55.113
Các quỹ thuộc VCSH	13.535	13.535	13.535
Vốn chủ sở hữu	96.845	114.005	135.199
Lợi ích cổ đông thiểu số	6.672	6.402	6.918
Tổng vốn chủ sở hữu	103.517	120.407	142.117
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	631.074	745.139	873.676

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	25,4%	20,8%	18,7%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	23,4%	21,0%	20,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	19,4%	15,1%	16,1%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	30,1%	0,9%	16,8%
Tăng trưởng LN ròng	53,9%	(5,6%)	23,5%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	15,5%	18,1%	17,3%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.731	2.579	3.185
BVPS (VND)	14.552	17.131	20.315
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	4,2%	(5,6%)	23,5%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	7,5%	7,4%	7,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(24,4%)	(26,0%)	(25,7%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	5,7%	4,9%	3,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	5,9%	5,1%	3,8%
LN/ TB cho vay	5,7%	4,7%	4,2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	119,5%	122,5%	126,2%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	11,4%	12,6%	12,5%
Chi phí cho các quỹ	4,4%	6,0%	6,0%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	7,0%	6,9%	6,8%
ROAE	20,7%	16,3%	17,0%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vũ Thế Quân – Chuyên viên phân tích Cao cấp

Email: quan.vuthe@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>