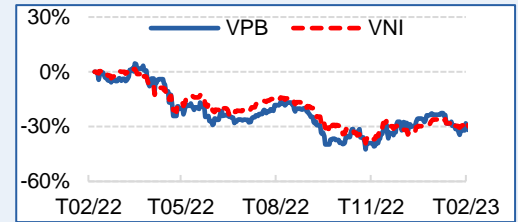


# Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) [MUA +52,9%]

Cập nhật

Ngành:	Ngân hàng		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo:	27/02/2023	TT LN trước dự phòng	30,1%	10,9%	23,7%	16,6%
Giá hiện tại:	17.000VND	TT LNST	47,5%	5,4%	23,4%	25,4%
Giá mục tiêu hiện tại:	26.000VND	TT EPS	60,7%	-9,8%	13,0%	24,4%
Giá mục tiêu gần nhất:	27.000VND	NIM	7,50%	7,40%	7,50%	7,57%
		Tỷ lệ nợ xấu	5,73%	5,83%	6,03%	5,43%
TL tăng:	+52,9%	CIR	24,4%	25,5%	26,0%	26,5%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	1,2x	0,8x	0,8x	0,7x
Tổng mức sinh lời:	+52,9%	P/E	6,3x	6,9x	6,1x	4,9x



		VPB	Peers	VNI
GT vốn hóa:	4,8 tỷ USD	6,3x	5,9x	13,5x
Room KN:	0USD	1,2x	1,2x	1,6x
GTGD/ngày (30n):	14,3tr USD	17,8%	22,1%	14,0%
Cổ phần Nhà nước:	0%	2,9%	2,0%	2,2%
SL cổ phiếu lưu hành:	6,713 tỷ	(*) Điều chỉnh theo giá định của chúng tôi về huy động vốn		
Pha loãng*:	7,933 tỷ			

### Tổng quan ngân hàng:

VPB là một Ngân hàng thương mại tại Việt Nam sở hữu 50% công ty tài chính tiêu dùng FE Credit. FE Credit đóng góp khoảng 17% vào tổng dư nợ cho vay hợp nhất năm 2022.

Huỳnh Thị Hồng Ngọc  
Chuyên viên cao cấp

TS. Phạm Anh Duy  
Trưởng phòng cao cấp

## Giảm dự báo lợi nhuận của FEC; ngân hàng mẹ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) nhưng điều chỉnh giảm 3,7% giá mục tiêu xuống còn 26.000 đồng/cổ phiếu do (1) việc điều chỉnh giảm 15,7% dự phóng tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2023-2027 ảnh hưởng nhiều hơn (2) so với mức giảm trong giả định về chi phí vốn chủ sở hữu của chúng tôi từ 15,6% xuống 14,5%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 21,2% dự báo thu nhập ròng năm 2023 (trước lợi ích CĐTTS) xuống 21,0 nghìn tỷ đồng (+5,4% YoY) so với dự báo trước đây do (1) giảm 4,2% dự báo thu nhập từ lãi (NII) đến từ việc giảm NIM và tăng trưởng cho vay tại FEC, và (2) nâng chi phí HĐKD (OPEX) thêm 2,7% và (3) nâng giả định trích lập dự phòng thêm 7,6%.
- Chúng tôi đưa đợt phát hành riêng lẻ 1,19 tỷ cổ phiếu sơ cấp cho một nhà đầu tư chiến lược nước ngoài để sở hữu 15% vào giữa năm 2023 vào dự báo của chúng tôi, nếu phát hành thành công sẽ tăng cường hệ số CAR hàng đầu của VPB.
- Rủi ro: Phát hành cho nhà đầu tư chiến lược không thành công có thể khiến việc huy động nguồn vốn từ nước ngoài/tăng trưởng tín dụng theo dự báo của chúng tôi khó đạt được; không kiểm soát được chi phí tín dụng.

**Chúng tôi cho rằng năm 2023 sẽ là một năm thách thức đối với FE Credit.** Theo ước tính của chúng tôi, dư nợ cho vay của FEC giảm khoảng 2,7% YoY trong năm 2022, nguyên nhân chủ yếu là do (1) môi trường kinh tế không thuận lợi ảnh hưởng mạnh đến nhu cầu của khách hàng thu nhập thấp và (2) FE Credit thắt chặt chính sách giải ngân tín dụng. LNST 2022 cũng thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do KQKD kém tích cực và chi phí tín dụng tăng cao. Chúng tôi điều chỉnh giảm 42% dự báo tổng LNST cho FE Credit trong giai đoạn 2023-2027 so với dự báo trước đó, do chúng tôi giả định chi phí tín dụng tăng và điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng cho vay do FE Credit phục hồi chậm. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng FE Credit có thể bắt đầu đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất từ năm 2024.

**VPBank Securites có vốn điều lệ cao nhất trong số các công ty chứng khoán trong năm 2022.** Tháng 12/2022, VPBank Securities đã tăng vốn điều lệ lên 15 nghìn tỷ đồng so với vốn điều lệ của SSI là 14,9 nghìn tỷ đồng. VPBank Securities bắt đầu cho vay ký quỹ vào năm 2022, với dư nợ cho vay ký quỹ tính đến cuối năm 2022 là 2,9 nghìn tỷ đồng (so với 8,4 nghìn tỷ đồng tại Công ty Cổ phần Chứng khoán Techcombank). Dù VPBank Securities vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu, nhưng chúng tôi cho rằng VPBank có vị thế tốt để nắm bắt đà tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.

**Giá cổ phiếu của VPB đã bị ảnh hưởng khá nhiều do có dư nợ tín dụng cho lĩnh vực BĐS và trái phiếu doanh nghiệp tương đối lớn.** Phân tích độ nhạy của chúng tôi bao gồm các giả định khác nhau về tỷ lệ tổn thất trong trường hợp vỡ nợ lên đến 50% đối với khoản tín dụng VPB cấp cho các doanh nghiệp BĐS, hoặc tổn thất lên đến 25% cho các khoản vay thế chấp mua nhà với các. Chúng tôi cho rằng ngân hàng có vốn hóa tốt như VPB sẽ có khả năng ứng phó với áp lực tăng chi phí tín dụng gây ra bởi điều kiện kinh tế kém thuận lợi trong thời điểm hiện tại. Ngoài ra, VPB cho biết, mặc dù tỷ lệ hấp thụ BĐS ở mức thấp nhất kể từ năm 2019 nhưng nhu cầu vay thế chấp mua nhà vẫn được duy trì. Ngân hàng kỳ vọng thị trường BĐS có thể phục hồi từ quý 4/2023.

## Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi vay	62.200	81.853	99.333	116.063
Chi phí lãi vay	(21.179)	(32.404)	(37.857)	(43.160)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>41.021</b>	<b>49.450</b>	<b>61.475</b>	<b>72.903</b>
Thu nhập từ phí dịch vụ	6.438	8.155	10.194	12.233
Thu nhập ngoài lãi khác	10.338	7.426	9.338	9.962
Tổng thu nhập ngoài lãi	16.776	15.581	19.532	22.195
<b>Tổng thu nhập từ HĐKD</b>	<b>57.797</b>	<b>65.031</b>	<b>81.007</b>	<b>95.099</b>
Chi phí ngoài lãi	(14.116)	(16.583)	(21.062)	(25.201)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(14.116)	(16.583)	(21.062)	(25.201)
<b>LN từ HĐKD trước dự phòng</b>	<b>43.681</b>	<b>48.448</b>	<b>59.945</b>	<b>69.898</b>
Chi phí dự phòng	(22.461)	(26.082)	(32.345)	(35.283)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>21.220</b>	<b>22.366</b>	<b>27.600</b>	<b>34.614</b>
Thuế	(4.296)	(4.528)	(5.588)	(7.008)
<b>LN ròng</b>	<b>16.924</b>	<b>17.838</b>	<b>22.012</b>	<b>27.607</b>
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	1.251	93	(20)	(246)
<b>LN ròng được chia</b>	<b>18.175</b>	<b>17.931</b>	<b>21.992</b>	<b>27.360</b>
Số cp bình quân gia quyền (tỷ)*	6.683	7.308	7.933	7.933
EPS (VND)	2.720	2.454	2.772	3.449
DPS (VND)	0	0	0	0

TỶ LỆ (%)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng cho vay	23,4	24,8	20,9	18,6
Tăng trưởng tiền gửi	25,4	27,0	25,0	20,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	30,5	12,5	24,6	17,4
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	30,1	10,9	23,7	16,6
Tăng trưởng LNST	47,5	5,4	23,4	25,4

Chất lượng tài sản	2022	2023F	2024F	2025F
Nhóm 2/Tổng dư nợ	5,44	5,44	5,44	5,44
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	5,73	5,83	6,03	5,43
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	54,4	55,6	56,6	60,8
Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ	5,12	4,77	4,89	4,50

Thanh khoản	2022	2023F	2024F	2025F
CAR theo Basell II	14,8	18,2	17,5	17,5
Tỷ lệ cho vay/tiền gửi theo quy định	78,5	81,8	82,5	83,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và tiền đương tiền	2.658	3.349	4.140	4.915
Tiền gửi tại NHNN	9.935	6.093	7.450	8.989
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	47.965	72.297	80.580	81.246
Đầu tư ngắn hạn	91.152	122.985	140.681	161.389
Cho vay khách hàng	424.662	529.107	638.787	758.207
Chứng khoán đầu tư - HTM	610	641	673	706
Đầu tư dài hạn	189	189	189	189
Tài sản và trang thiết bị	1.858	1.951	2.049	2.151
Tài sản khác	52.042	54.685	66.137	78.411
<b>Tổng tài sản</b>	<b>631.074</b>	<b>791.296</b>	<b>940.686</b>	<b>1.096.204</b>
Nợ NHNN	1.929	2.431	3.005	3.567
Huy động và vay liên ngân hàng	140.249	168.299	193.544	219.034
Vốn cho vay và ủy thác khác	47	52	57	63
Tiền gửi khách hàng	303.151	385.002	481.253	577.503
Công cụ tài chính khác	15	0	0	0
Giấy tờ có giá	63.700	60.515	66.566	73.223
Nợ khác	18.465	19.019	19.589	20.177
Vốn CSH của cổ đông*	96.845	149.400	170.073	195.791
Lợi ích CĐTS	6.672	6.579	6.599	6.846
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>631.074</b>	<b>791.296</b>	<b>940.686</b>	<b>1.096.204</b>

TỶ LỆ (%)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	7,50	7,40	7,50	7,57
Lợi suất tài sản sinh lãi	11,38	12,25	12,12	12,04
Chi phí huy động	4,43	5,76	5,56	5,34
Chi phí / thu nhập	24,4	25,5	26,0	26,5

Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)	2022	2023F	2024F	2025F
NII	6,96	6,95	7,10	7,16
Dự phòng	-3,81	-3,67	-3,74	-3,46
NIM sau dự phòng	3,15	3,29	3,36	3,69
Thu nhập ngoài lãi	2,85	2,19	2,26	2,18
Chi phí hoạt động	-2,40	-2,33	-2,43	-2,47
Thuế	-0,52	-0,62	-0,65	-0,71
ROAA	3,08	2,52	2,54	2,69
Tổng tài sản trên vốn cổ phần	6,2	5,5	5,2	5,4
ROAE	19,2	13,8	13,2	14,4

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC. \* Chúng tôi giả định khoản tiền thu được là 35,7 nghìn tỷ đồng từ việc bán 1,19 tỷ cổ phiếu sơ cấp cho nhà đầu tư chiến lược vào giữa năm 2023.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Nguyễn Anh Duy 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 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

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

#### Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123**  
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

**Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vcsc.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

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

#### Dầu khí và Điện

**Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140**  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532  
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

#### Vật liệu và Công nghiệp

**Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

## 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 và 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.