

VPB – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 10/03/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	18.300
KLGD TB 10 ngày	11.838.460
Vốn hoá (tỷ đồng)	122.851
Số lượng CPLH	6.713.204.001

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Hoàng Thị Phương
htphuong@vcbs.com.vn
+84-4 3219 1051 ext 218

Hệ thống báo cáo phân tích của
VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch
[h](#)

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG CHẬM LẠI

Triển vọng cho VPB:

- Kỳ vọng tín dụng 2023 tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ:** Việc tham gia nhận chuyển giao ngân hàng bắt buộc sẽ giúp cho VPB có nhiều lợi thế về tăng trưởng tín dụng trong năm 2023.
- Tiếp tục mở rộng hệ sinh thái đa ngành và công nghệ số:** VPB mở rộng hệ sinh thái sang các lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm với kỳ vọng sẽ giúp ngân hàng đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi trong những năm tới.
- Kỳ vọng về việc phát hành cho nhà đầu tư nước ngoài:** VPB đang đẩy nhanh tiến độ phát hành riêng lẻ cổ phiếu cho NĐT nước ngoài với tỷ lệ 15% VDL, kỳ vọng sẽ hoàn thành đợt phát hành này trong năm 2023, góp phần cải thiện các chỉ số về an toàn vốn và tạo đà tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh.

Rủi ro:

- Rủi ro nợ xấu:** Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất đã tăng trên 5% cùng với tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhanh tạo áp lực lớn về dự phòng nợ xấu trong năm 2023.
- Rủi ro liên quan đến TPDN:** VPB hiện đang có số dư TPDN trên 41 nghìn tỷ đồng, trong đó bao gồm TP của doanh nghiệp BĐS tiềm ẩn rủi ro về khả năng thanh toán đúng hạn trong năm 2023 sẽ làm tăng áp lực dự phòng của ngân hàng.

Chúng tôi ước tính VPB có thể đạt **22.255 tỷ đồng LNTT** (+4,9% yoy), tương đương EPS đạt 2.714 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.978 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cơ hội đầu tư vào cổ phiếu VPB với giá trị hợp lý là **19.991 đồng/cổ phiếu**.

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Thu nhập lãi thuần	30.670	32.346	34.349	41.021	47.308
Thu ngoài lãi	5.685	6.687	9.953	16.776	14.192
Tổng thu nhập hoạt động	36.356	39.033	44.301	57.797	61.500
Chi phí hoạt động	12.344	11.392	10.719	14.116	15.683
Dự phòng rủi ro	13.688	14.622	19.218	22.461	23.563
Lợi nhuận trước thuế	10.324	13.019	14.365	21.220	22.255
NIM	9,3%	8,7%	7,6%	7,5%	7,3%
ROE	21,5%	21,9%	17,4%	19,3%	16,8%
CIR	34,0%	29,2%	24,2%	24,4%	25,5%
CAR	11,1%	12,0%	14,3%	15,0%	N/a
Tỷ lệ nợ xấu chính thức	3,4%	3,4%	4,5%	5,7%	5,6%
LLCR	46,4%	45,3%	60,9%	54,4%	53,0%
CASA	12,9%	15,2%	21,9%	16,5%	17,0%

Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp và dự phóng

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2022

LNTT hợp nhất tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự vượt trội của ngân hàng mẹ

Năm 2022, VPB ghi nhận LNTT đạt **21.220 tỷ đồng (+46% yoy)**, mức tăng trưởng cao nhất trong những năm trở lại đây. Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 41.021 tỷ đồng (+19,42% yoy), thu nhập ngoài lãi đạt 16.776 tỷ đồng (+53,92% yoy). Tốc độ tăng trưởng ngoài lãi cao đột biến một phần đến từ khoản phí upfront gần 5.000 tỷ đồng từ hợp đồng phân phối độc quyền bảo hiểm giữa VPBank và Bảo hiểm AIA, ghi nhận trong Q1.2022. Tuy nhiên, LNTT Q4 suy giảm mạnh, chỉ đạt 1.385 tỷ đồng do chi phí dự phòng Q4 tăng mạnh 36% so với cùng kỳ.

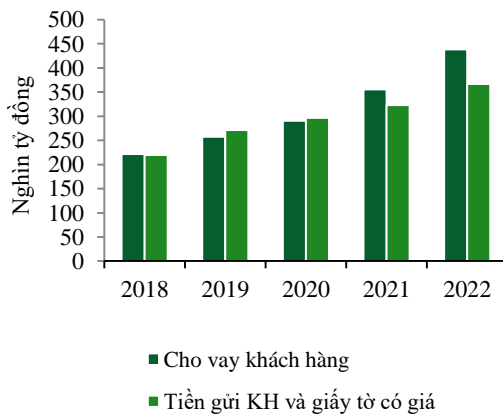
Quy mô tín dụng hợp nhất đạt 479 nghìn tỷ đồng (+25% yoy), tương đương mức tín dụng được NHNN cấp trong năm 2022 (Trong đó, cho vay đạt 438 nghìn tỷ đồng, +23,4% ytd, TPDN đạt 40,5 nghìn tỷ đồng, +46% ytd). **Dư nợ tín dụng của ngân hàng riêng lẻ** đạt 354 nghìn tỷ đồng, +28% yoy, thuộc top đầu trong ngành ngân hàng, góp phần vào tăng trưởng LN ấn tượng cả năm 2022. **Về cơ cấu cho vay**, ngành BĐS và xây dựng đạt 91,7 nghìn tỷ đồng tương đương 20% tổng cho vay, +33% yoy.

Huy động tiền gửi và giấy tờ có giá của ngân hàng mẹ đạt 343 nghìn tỷ đồng (+26% yoy). Tăng trưởng tiền gửi được đóng góp chủ yếu từ khối khách hàng cá nhân và khối SME, với tốc độ tăng tương đương với tỷ lệ tăng trưởng cho vay giúp cho VPB không gặp nhiều áp lực về thanh khoản, các chỉ tiêu về thanh khoản như tỷ lệ LDR vẫn ở ngưỡng an toàn so với mức quy định.

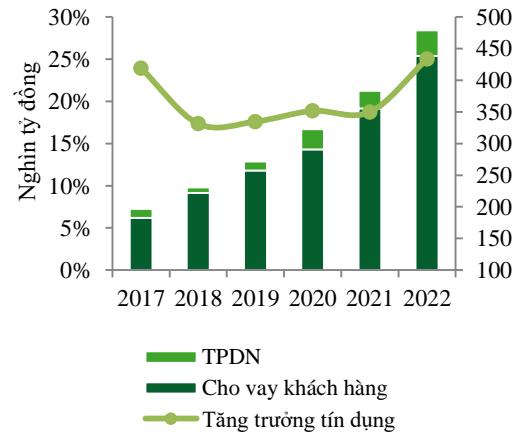
NIM của ngân hàng mẹ +30bps lên 5,45%, trong khi NIM của FE Credit giảm mạnh (do số dư cho vay lớn và tăng trưởng lãi giảm trong năm 2022), tổng hợp ảnh hưởng khiến **NIM hợp nhất giảm nhẹ xuống còn 7,51% so với 7,64% năm 2021, tuy nhiên đây vẫn là mức NIM cao số 1 trong ngành.**

Tỷ lệ CASA giảm về 16,5% theo xu thế chung của toàn ngành trong năm 2022 khi dòng tiền rảnh rãi được chuyển dịch sang kênh tiền gửi kỳ hạn lãi suất cao và đi vào sản xuất kinh doanh nhiều hơn.

Cho vay khách hàng- Huy động



Quy mô tín dụng hợp nhất



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

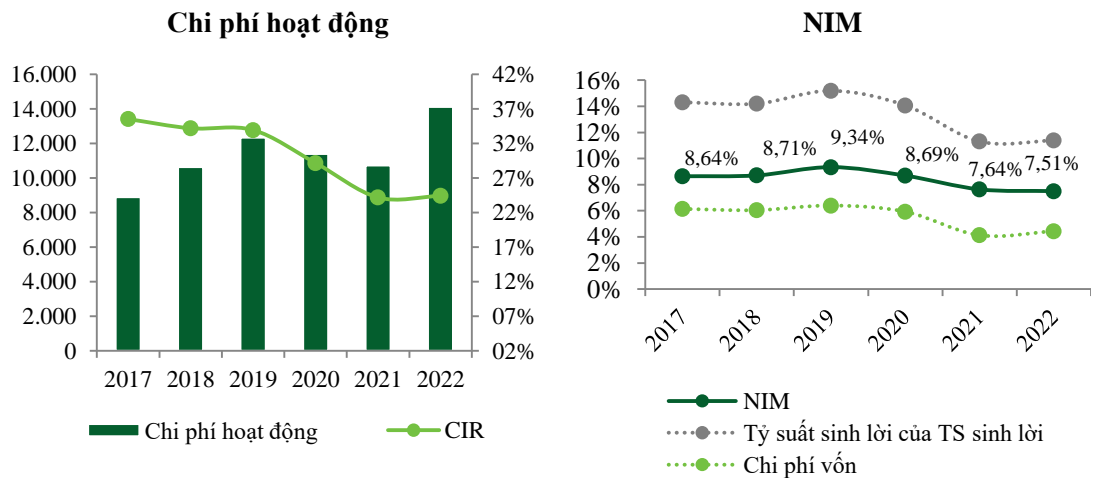
Tổng thu nhập hoạt động đạt 57.800 tỷ đồng (+30,46% yoy), bao gồm:

- Thu nhập lãi thuần ghi nhận 41.021 tỷ đồng (+19,4% yoy) chiếm 71% tổng thu nhập hoạt động.** Dư nợ cho vay tăng trưởng mạnh giúp doanh thu lãi của VPB đạt đỉnh trong năm 2022. NIM cả năm giảm nhẹ (chi phí vốn tăng lên mức 4,43%, +30 bps, trong khi lợi suất tài sản sinh lãi tăng với tốc độ chậm hơn, +10 bps, đạt 11,4%). Tỷ lệ các khoản vay với lãi suất thả nổi chiếm 83% tổng cho vay khách hàng giúp VPB giảm thiểu tối đa ảnh hưởng của việc lãi suất

huy động tăng.

- (2) **Thu nhập từ hoạt động ngoài lãi tăng trưởng ấn tượng, đạt 16.776 tỷ đồng, +68% yoy, tăng tỷ trọng trên thu nhập hoạt động lên gần 30%.** Ngoài khoản phí gia hạn Banca chiếm gần 5.000 tỷ đồng, phần còn lại đến từ mảng dịch vụ và kinh doanh khác. Thu nhập từ dịch vụ đạt 6.400 tỷ đồng, +58% yoy, phí bảo hiểm banca đạt 3.354 tỷ đồng (thuộc top đầu ngành ngân hàng về phí Banca) và phí thu từ hoạt động thanh toán.
- (3) **Thu nhập từ hoạt động ngoại hối và đầu tư chứng khoán giảm mạnh,** ghi nhận lỗ 258 tỷ đồng so với hơn 3.000 tỷ đồng năm 2021, lý do chủ yếu đến từ biến động bất lợi từ thị trường chứng khoán trong năm 2022.

Chi phí hoạt động ghi nhận 14.116 tỷ đồng (+32% yoy) trong khi vẫn duy trì được chỉ số CIR cả năm 2022 ở mức 24,4%, so với mức 24,2% năm 2021, thuộc nhóm thấp nhất ngành ngân hàng, thể hiện sự tối ưu trong vận hành và khai thác chi phí của VPB.



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

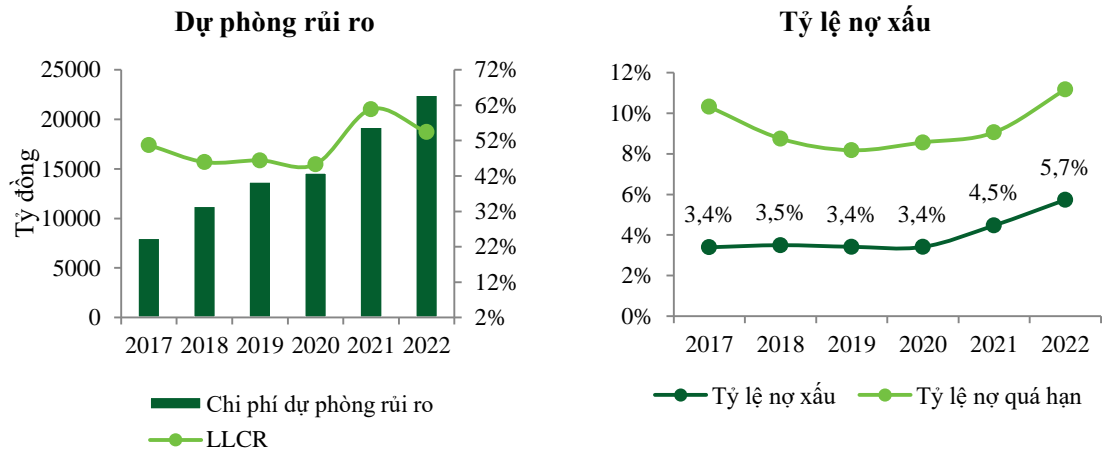
Nợ xấu hợp nhất tăng trên 5%.

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) hợp nhất tăng mạnh lên ~5,7% (+126 bps yoy), trong đó nợ xấu của ngân hàng mẹ ở mức 2,8% cuối Q4.2022. Nợ tái cơ cấu cuối Q4.2022 chỉ còn 1.600 tỷ đồng, giảm mạnh 74% so với số dư 6.100 tỷ đồng đầu năm.

Xét riêng FE Credit, LNTT cả năm 2022 ghi nhận lỗ 3.121 tỷ đồng chủ yếu đến từ việc tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh. Tỷ lệ nợ xấu tại Q4.2022 đạt 21,8% (so với 14,1% cuối năm 2021) và hiện đang là mức nợ xấu cao nhất trong ngành tài chính tiêu dùng. Việc số dư cho vay của FE mở rộng quá nhanh trong giai đoạn trước đây và tập trung vào sản phẩm cho vay tiền mặt khiến mức độ rủi ro danh mục của FE cao hơn trung bình ngành. Đây là lý do khiến FE Credit chịu ảnh hưởng nặng nề hơn từ nợ xấu và cần nhiều thời gian để hồi phục so với các công ty tài chính khác.

Trích lập dự phòng hợp nhất tăng lên 22.461 tỷ đồng, + 18% yoy, trong đó chi phí dự phòng của FE Credit tăng mạnh, đạt 13.681 tỷ đồng + 20% yoy, trong năm 2022. Tính riêng trong Q4, ngân hàng trích lập 7.300 tỷ đồng, +36% QoQ, chủ yếu là do nợ xấu tại FE Credit tăng mạnh vào thời điểm cuối năm. Đây cũng là lý do khiến cho LNTT của ngân hàng giảm mạnh trong Q4.2022. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB giảm xuống 54%, thuộc nhóm thấp trong hệ thống.

Trong khi đó, tỷ lệ an toàn vốn CAR vẫn đạt ~15%, nằm trong top đầu toàn ngành. Tỷ lệ dư nợ trên huy động (LDR) và tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn được kiểm soát tốt so với mức quy định.



Nguồn: VPB, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Bán lẻ vẫn là trụ cột tại VPBank trong năm 2022, quy mô và tỷ lệ dư nợ cấp tín dụng bán lẻ, bao gồm cho vay khách hàng cá nhân và SME của ngân hàng mẹ chiếm 61% tổng dư nợ cấp tín dụng, + 30% ytd, đưa ngân hàng vào top dẫn đầu thị trường trong mảng bán lẻ. Việc tập trung vào phân khúc bán lẻ có lợi suất hấp dẫn cùng các khoản vay lãi suất cao của FE credit giúp cho VPB duy trì được mức NIM cao nhất hệ thống ngân hàng, mặc dù tỷ lệ CASA chi thuộc nhóm giữa.

Kỳ vọng tín dụng năm 2023 tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ: Tăng trưởng tín dụng tại VPB đang được kỳ vọng cao sau khi các hoạt động tăng vốn đều được diễn ra theo đúng kế hoạch sẽ giúp gia tăng triển vọng lợi nhuận của ngân hàng. Năm 2022, VPB ghi nhận tốc độ tăng trưởng tín dụng 25%, thuộc nhóm có tăng trưởng cao nhất trong ngành. Việc nằm trong nhóm 4 ngân hàng tham gia phương án tái cấu trúc một ngân hàng yếu kém giúp cho tổng hạn mức tín dụng được cấp của VPB thuộc nhóm cao hơn trung bình ngành, là động lực chính giúp tổng thu nhập từ lãi của VPB lần đầu vượt 40 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng với đà tăng trưởng tín dụng tốt trong năm 2022 và động lực từ việc tiếp nhận chuyên giao bắt buộc sẽ mở ra cơ hội được cấp hạn mức tín dụng cao trong năm 2023 cho VPB.

Tiếp tục mở rộng hệ sinh thái đa ngành và phát triển công nghệ số:

Hai trọng tâm được VPB đã chú trọng phát triển trong giai đoạn chiến lược 2008-2022 là phát triển hệ sinh thái đa ngành và phát triển công nghệ số. Trong năm 2022, ngân hàng sở hữu thêm 2 công ty con là CTCP Chứng khoán VPBank (99,9%) và CTCP Bảo hiểm OPES (98%), chính thức mở rộng hệ sinh thái sang các lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm cùng với mảng tài chính tiêu dùng (FE-Credit) hiện đang có thị phần số 1 trên thị trường. Trong đó, Chứng khoán VPBank hoàn thành tăng vốn lên 15 nghìn tỷ đồng trong năm 2022, vươn lên vị trí dẫn đầu về vốn điều lệ trong số các CTCK, thể hiện tham vọng của VPB trong việc thâm nhập và chiếm lĩnh thị trường. Ngân hàng kỳ vọng sẽ tăng cường khả năng bán chéo và đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi từ các công ty trong hệ sinh thái. Chúng tôi kỳ vọng, từ năm 2023 các công ty con này sẽ đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận hợp nhất.

Về mảng công nghệ số, hệ sinh thái các sản phẩm, dịch vụ và giải pháp tài chính số đã trở thành trụ cột sinh lời, giúp ngân hàng tối ưu hóa nguồn thu. Trong đó, ứng dụng ngân hàng số VPBank NEO đã giúp thu hút thêm hơn 2 triệu khách hàng cho VPBank, tăng gấp đôi so với năm ngoái, đạt tổng 5,2 triệu khách hàng đăng ký sử dụng sau 2 năm ra mắt. Số lượng giao dịch trên nền tảng VPBank NEO và VPBank NEOBiz đạt hơn 230 triệu giao dịch, +86% so với 2021. Đầu tư mạnh tay vào công nghệ đang

mang lại hiệu quả thể hiện ở việc tỷ lệ CIR đang giảm dần và hiện đang ở mức thấp nhất trong ngành. Cụ thể CIR năm 2022 đạt mức 24,4% (nếu loại bỏ ảnh hưởng của khoản thu phí banca 5.000 tỷ đồng, tỷ lệ này vẫn ở mức thấp 26%) góp phần vào tăng trưởng LN.

Kỳ vọng tăng VCSH từ việc phát hành cổ phiếu cho NĐT nước ngoài:

Trong hai năm gần đây, vốn chủ sở hữu của VPB chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ, tăng từ 55.995 tỷ đồng đầu năm 2021 lên mức 103.517 tỷ đồng cuối năm 2022, +96%. Cùng với đó, các chỉ số liên quan đến chất lượng nguồn vốn đều được cải thiện, tỷ lệ CAR cao top đầu ngành. Hiện tại, VPB đang đẩy nhanh tiến độ phát hành riêng lẻ cổ phiếu cho NĐT nước ngoài với tỷ lệ 15% VDL, kỳ vọng sẽ hoàn thành trong năm 2023. Việc thành công phát hành cổ phiếu cho NĐT nước ngoài sẽ giúp VCSH của VPB tăng đáng kể, góp phần củng cố các chỉ số về an toàn vốn và tạo đà tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh từ năm 2023.

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro nợ xấu: Mặc dù tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng VPB mẹ vẫn được kiểm soát ở dưới 3%, nhưng NPL hợp nhất đã tăng quá 5% và VPB hiện đang có tỷ lệ nợ xấu cao so với trung bình ngành. Tính riêng FE Credit, tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 21,8% cùng tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng vọt từ 8,7% lên 13,2% khiến cho triển vọng hồi phục kinh doanh năm 2023 của công ty không quá khả quan. Chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của dịch bệnh đối với tập khách hàng trọng tâm của FE là lâu dài hơn phân khúc khách hàng khác, do đó tỉ lệ nợ xấu của VPB có khả năng sẽ vẫn ở mức cao trong năm 2023 dẫn đến áp lực tiếp tục trích lập dự phòng ở mức cao.

Rủi ro liên quan đến Trái phiếu doanh nghiệp: Hiện VPB đang nắm giữ hơn 40 nghìn tỷ đồng trái phiếu, tăng 46% yoy, chiếm tỷ lệ 9,3% tổng tín dụng, trong đó bao gồm trái phiếu của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành BĐS có thời gian đáo hạn trong năm 2023. Trong bối cảnh lãi vay cao và thị trường nhà đất vẫn khá trầm lắng khiến nhiều doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn về hoạt động kinh doanh, không ít doanh nghiệp BĐS đã hoãn thời gian trả lãi hoặc không trả được nợ gốc trái phiếu đúng hạn. Vì vậy, với việc nắm giữ nhiều TPDN ngành BĐS, VPB sẽ phải đối mặt với rủi ro liên quan đến khả năng thu hồi nợ, tăng áp lực về trích lập dự phòng tài chính cho năm 2023.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng đạt 21% cho năm 2023.
- (2) Lợi suất sinh lời của tài sản sinh lãi tăng lên 11,56% trong năm 2023 và chi phí vốn tăng lên mức 4,88%.
- (3) Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ xuống mức 5,6% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 53%.

Như vậy cho năm 2023, chúng tôi ước tính VPB có thể đạt **22.255 tỷ đồng LNTT** (tăng 4,9% so với năm 2022), tương đương EPS đạt 2.714 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.978 đồng/cổ phiếu.

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	Tăng trưởng	2023F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	34.349	41.021	19,42%	47.308	15,33%
Tổng thu nhập hoạt động	44.301	57.797	30,46%	61.500	6,41%
Dự phóng rủi ro	-19.218	-22.461	16,88%	-23.563	4,90%
Lợi nhuận trước thuế	14.365	21.220	47,72%	22.255	4,88%
ROE	17,43%	19,31%		16,91%	

Nguồn: VCBS ước tính

Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh bao gồm các ngân hàng niêm yết có hiệu quả kinh doanh tương đồng để thực hiện việc định giá, mức định giá hợp lý của VPB là 20.374 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH 15%:

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	96.845	114.490	134.548	157.707	184.865	216.812
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	18.175	18.304	20.807	24.024	28.172	33.140
Lợi nhuận yêu cầu	11.760	14.527	17.173	20.182	23.656	27.730
Thu nhập thặng dư	6.415	3.777	3.634	3.842	4.516	5.410
Giá trị hiện tại của Terminal Value						24.249
Tổng giá trị hiện tại						132.234
Số lượng CPLH (triệu cp)						6.743
Giá cổ phiếu VPB						19.609

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 19.991 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng. Giá hợp lý cho cổ phiếu VPB là 19.991 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	20.374	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	19.609	50%
Giá hợp lý	19.991	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: TRUNG LẬP

VPB có mô hình hoạt động hiệu quả và năng động, tốc độ tín dụng tăng trưởng cao và VCSH thuộc top đầu ngành. Tuy nhiên, với danh mục trái phiếu khá lớn và tỷ lệ nợ xấu đang tăng nhanh khiến ngân hàng sẽ phải đối mặt với rủi ro trích lập dự phòng trong ngắn hạn.

Chúng tôi ước tính trong năm 2023, LNTT của VPB ước tính đạt **22.255 tỷ đồng LNTT** (tăng 4,9% so với năm 2022), tương đương EPS đạt 2.714 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.978 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu VPB với giá trị hợp lý là **19.991 đồng/cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng

Phân tích doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Hoàng Thị Phương

Chuyên viên Phân tích

htphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>