

**NH TMCP Lọc Phát (LPB)**

Tài chính

**Kém khả quan (từ Khả quan)**

Giá hiện tại	VND31.550
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND32.250/13.150
Giá mục tiêu	VND25.400
Giá mục tiêu trước đó	23.700
Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	-19,5%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	-19,5%

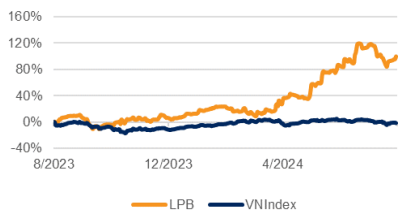
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Kém khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	3.201,5
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	5,5
Sở hữu NN (tr USD)	144,4
Số CP lưu hành (tr)	2.557,6
Số CP sau pha loãng (tr)	2.557,6

	LPB	Ngành	VNI
P/E 12T	11,3	9,5	13,5
P/B Hiện tại	2,1	1,2	1,7
ROA	1,8%	1,6%	1,3%
ROE	21,5%	17,7%	4,8%

\*Dữ liệu ngày 15/08/2024

**Diễn biến giá cổ phiếu**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
LPB	-6,4%	42,7%	100,2%
VNIndex	-4,4%	-2,5%	-0,9%

**Cơ cấu sở hữu**

Tổng công ty Bưu điện Việt Nam	6,5%
Khác	93,5%

**Tổng quan doanh nghiệp**

Thành lập từ năm 2008, LPB là ngân hàng đứng thứ 13/25 ngân hàng niêm yết xét về tổng tài sản tính đến cuối năm 2023. Năm 2011, Tổng công ty Bưu điện Việt Nam trở thành một trong những cổ đông chính của LPB. Thế mạnh của LPB là mạng lưới các phòng giao dịch bưu điện. LPB tập trung vào cho vay bán lẻ, chiếm 42% tổng dư nợ cho vay vào cuối năm 2023

**Chuyên viên phân tích**



**Trần Kim Phượng**

phuong.tran.kim@vndirect.com.vn

**Định giá không còn hấp dẫn**

- Điều chỉnh khuyến nghị từ Khả quan xuống Kém khả quan với tiềm năng tăng giá là -19,5%. Tuy chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 7,1% lên 25.400, nhưng giá cổ phiếu đã tăng 55,2% từ báo cáo gần nhất.
- Nguyên nhân chính dẫn đến thay đổi giá mục tiêu là chi phí vốn thấp hơn do chúng tôi điều chỉnh phần bù rủi ro vốn trong năm 2024.
- P/B hiện tại là 1,9 lần, cao hơn so với trung bình ngành và cao hơn giá trị hợp lý với dự phóng ROE năm 2024 của chúng tôi là 21,1%.

**Điểm nhấn tài chính**

- LNTT Q2/24 tăng 244% svck lên 2.422 tỷ đồng nhờ thu nhập ngoài lãi tăng đột biến.
- Tỷ lệ nợ xấu tăng 34 điểm cơ bản sv quý trước lên 1,73%, và tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên 1,14%. Mặc dù vẫn thấp hơn mức trung bình ngành, chúng tôi thấy có một số rủi ro tiềm ẩn trong danh mục cho vay của LPB.
- Mặc dù dự phóng ROE đạt 21% trong năm 2024, chúng tôi dự phóng ROE sẽ giảm xuống 16,7% trong năm 2025 do thu nhập ngoài lãi giảm và chi phí dự phòng tăng.

**Luân điểm đầu tư**

**Tăng trưởng tín dụng chậm lại do triển vọng gần như đã phản ánh hết**

Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng tín dụng đã chậm lại trong Q2/24 (+3,2% so với 11,7% trong Q1). Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm 2024, đạt 20% cho cả năm. Trong 6T24, LPB đã đẩy mạnh tín dụng vào các ngành có nhu cầu cao nhưng rủi ro hơn như BĐS, xây dựng, và nông nghiệp.

**Thu nhập ngoài lãi sẽ giảm mạnh trong 2025 do thiếu khoản lợi nhuận một lần**

Chúng tôi dự phóng thu nhập ngoài lãi sẽ giảm 44% svck trong năm 2025 do không có các khoản lợi nhuận ghi nhận một lần. Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng LPB sẽ ghi nhận ~2,100 tỷ đồng lợi nhuận một lần từ phí upfront (xem báo cáo trước). Việc thiếu khoản phí này trong năm 2025 sẽ làm giảm đáng kể thu nhập ngoài lãi.

**Dự phóng chi phí dự phòng tăng do lo ngại nợ xấu gia tăng**

Chúng tôi đã nâng dự phóng chi phí dự phòng từ năm 2025 trở đi, khi tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng nhanh hơn dự phóng của chúng tôi. Điều này sẽ dẫn đến chi phí dự phòng cao hơn từ năm 2025 trở đi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng tỷ lệ nợ xấu ở mức 1% cho giai đoạn 2025-2028, do kỳ vọng LPB sẽ sử dụng bộ đệm dự phòng để xóa nợ xấu.

Khoản cho vay HAG có thể chiếm tới 1,5% tổng dư nợ, và cần được theo dõi chặt chẽ khi HAG đã ghi nhận dòng tiền hoạt động âm trong ba quý liên tiếp. Nếu khoản cho vay này trở thành nợ xấu, giá mục tiêu của chúng tôi có thể giảm xuống 23,400.

**P/B hiện tại cao hơn giá trị hợp lý với dự phóng ROE năm 2024-25**

P/B hiện tại là 1,9 lần, cao hơn so với trung bình ngành và trung bình 5 năm trước. Chúng tôi điều chỉnh mô hình dự phóng đến năm 2025, tương ứng với ROE trung bình trong giai đoạn 2024-2025 là 19,9%, tương ứng với mục tiêu P/B là 1,4 lần.

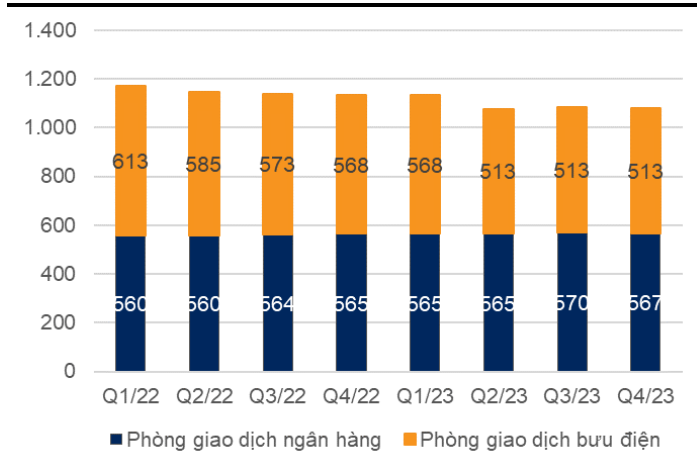
Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	23,5%	50,0%	0,0%	14,3%
Tăng trưởng tín dụng svck	16,8%	19,9%	17,0%	17,0%
NIM	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%
Tỷ lệ CASA	9,7%	11,7%	11,8%	11,9%
Tỷ lệ nợ xấu	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%
Tỷ lệ bao nợ xấu LLR	93,8%	70,4%	58,9%	51,2%
ROE trung bình	19,2%	21,8%	18,0%	17,2%
P/B	2,0	0,9	0,8	0,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

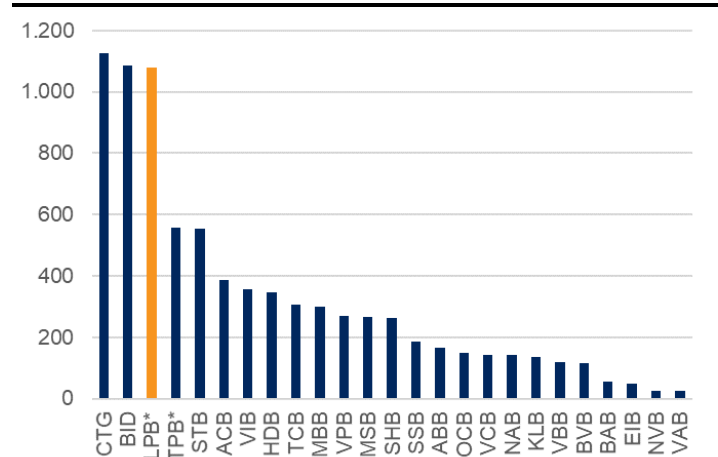
Ngân hàng TMCP Bưu điện Liên Việt (LPB) được thành lập năm 2008, sau đó sáp nhập với Công ty Dịch vụ Tiết kiệm Bưu điện (VPSC) - một công ty con của VNPT và được đổi tên thành Ngân hàng Bưu điện Liên Việt vào năm 2011. Tính đến cuối 2023, VNPost là một trong những cổ đông lớn của LPB, sở hữu 6,5% tổng số cổ phần. Sau khi sáp nhập với VPSC, LPB tiếp nhận các phòng giao dịch bưu điện của VNPost để mở rộng mạng lưới hoạt động rộng khắp cả nước. Tính đến cuối 2023, LPB là ngân hàng có mạng lưới hoạt động lớn thứ 3 trong số 25 ngân hàng niêm yết, với 513 phòng giao dịch bưu điện (PTO) và 570 phòng giao dịch ngân hàng.

Hình 1: Tính đến cuối 2023, tổng số phòng giao dịch của LPB....



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: ...đứng thứ 3 trong 25 NH niêm yết với tài sản lớn nhất



\*LPB: bao gồm PTO; TPB: bao gồm Live-bank

Nguồn: các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình kinh doanh Canvas của LPB



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD: Tăng trưởng tín dụng ổn định và thu nhập ngoài lãi đã thúc đẩy lợi nhuận

Hình 4: So sánh KQKD (tỷ đồng trừ khi có lưu ý khác)

Kết quả kinh doanh	Q1/24	Q1/23	% svck	Q4/23	% sv quý trước	6T23	6T22	% svck	Dự phóng năm 2024	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	3.645	2.450	49%	3.464	5%	7.109	5.224	36%	13.046	54,5%	Tăng trưởng tín dụng và NIM trong Q2/24 cao hơn một chút so với ước tính của chúng tôi. Nhưng nhìn chung, thu nhập từ lãi thuần phù hợp với dự phóng Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Thu nhập ngoài lãi	1.189	436	173%	1.013	17%	2.202	796	177%	4.203	52,4%	Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh do ghi nhận khoản thu nhập từ phí khác trị giá 763 tỷ. Chúng tôi cho rằng rất có thể đây là khoản phí up-front mà LPB đã ghi nhận trong quý này
Tổng thu nhập HDKD	4.834	2.886	67%	4.477	8%	9.311	6.020	55%	17.250	54,0%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Chi phí hoạt động	(1.247)	(1.480)	-16%	(1.376)	-9%	(2.623)	(2.824)	-7%	(6.097)	43,0%	Thấp hơn so với ước tính do tỷ lệ CIR tại Q2/24 giảm 25 điểm % svck (-5 điểm % sv quý trước) xuống còn 25,8%, mức giảm nhiều hơn so với dự phóng
Lợi nhuận trước dự phòng	3.587	1.406	155%	3.101	16%	6.688	3.196	109%	11.153	60,0%	Cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi
Chi phí dự phòng	(554)	(526)	5%	(215)	158%	(769)	(750)	3%	(1.783)	43,1%	Phù hợp với dự phóng do chúng tôi ước tính LPB sẽ tăng chi phí dự phòng trong nửa cuối năm do đẩy mạnh tín dụng trong nửa đầu năm vào các ngành có nhu cầu cao nhưng rủi ro hơn
Lợi nhuận trước thuế	3.032	880	244%	2.886	5%	5.919	2.446	142%	9.370	63,2%	Cao hơn sv dự phóng
Lợi nhuận sau thuế	2.422	708	242%	2.299	5%	4.720	1.952	142%	7.486	63,1%	

Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Các chỉ số chính của LPB theo quý

Các chỉ số chính	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HDKD	81%	93%	75%	89%	85%	85%	52%	77%	75%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HDKD	19%	7%	25%	11%	15%	15%	48%	23%	25%
NIM (Dự phóng cả năm)	4,1%	4,2%	4,0%	3,4%	3,2%	3,1%	3,2%	3,6%	3,5%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	2,2%	2,8%	1,3%	1,4%	1,7%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	121%	143%	142%	111%	78%	67%	94%	89%	77%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	0,8%	1,1%	1,4%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	36%	38%	41%	43%	51%	43%	25%	31%	26%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	26%	43%	60%	13%	37%	30%	32%	7%	15%
Tỷ lệ LDR theo TT.22	84%	81%	81%	81%	81%	81%	82%	85%	81%

Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

### TOI tăng vọt nhờ tăng trưởng tín dụng được cải thiện và mở rộng NIM

TOI tăng mạnh nhờ tăng trưởng tín dụng đạt 3,2% sv quý trước và 15,2% sv đầu năm, vượt xa mức tăng trưởng 6% của ngành. NIM trong Q2/24 tăng 53 điểm cơ bản svck (nhưng giảm 9 điểm cơ bản sv quý trước) do tỷ lệ CASA được cải thiện và chi phí vốn giảm 250 điểm cơ bản svck, cao hơn mức giảm 185 điểm cơ bản svck của lợi suất tài sản.

Thu nhập ngoài lãi cũng tăng vọt và đóng góp đáng kể vào TOI (chiếm 24,6% so với 15,1% trong Q2/23). Sự gia tăng này chủ yếu đến từ sự tăng trưởng mạnh mẽ trong các danh mục thu nhập phí rỗng khác và có khả năng bao gồm cả việc ghi nhận một khoản lợi nhuận một lần. Chúng tôi dự báo thu nhập phí rỗng của LPB trong năm tới sẽ không tăng mạnh như năm nay.

**Cắt giảm chi phí hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận**

Chi phí hoạt động giảm 15% svck trong khi TOI tăng, dẫn đến tỷ lệ CIR giảm mạnh hơn 25 điểm % svck. LPB đã quản lý cắt giảm lương nhân viên xuống 19,5% svck. Ngoài ra, chi phí dự phòng giảm 17,5% svck (tăng 158% sv quý trước) từ mức cao trong năm ngoái do tỷ lệ NPL tăng mạnh trong Q2/23. Điều này dẫn đến lợi nhuận trước thuế của LPB tăng vọt gấp 3,5 lần svck và vượt kỳ vọng của chúng tôi.

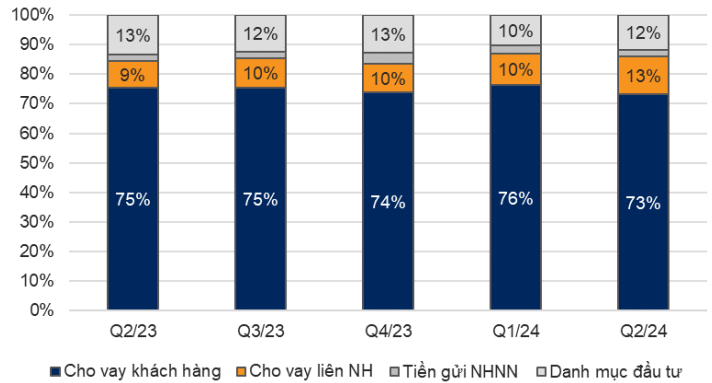
**NPL tăng nhanh hơn mức trung bình ngành**

Tỷ lệ NPL giảm 50 điểm cơ bản svck nhưng tăng 34 điểm cơ bản sv quý trước. Tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ giảm 12 điểm cơ bản svck nhưng tăng 34 điểm cơ bản sv quý trước. Một số khoản vay tại LPB đã suy giảm chất lượng, có thể do ngân hàng mở rộng cho vay trong các lĩnh vực nông nghiệp và bất động sản trong 6T24. Tuy nhiên, LPB có thể xóa nợ xấu, điều mà ngân hàng đã không thực hiện trong hai quý đầu năm 2024, để giảm tỷ lệ NPL vào cuối năm 2024.

**Hình 6: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của LPB**

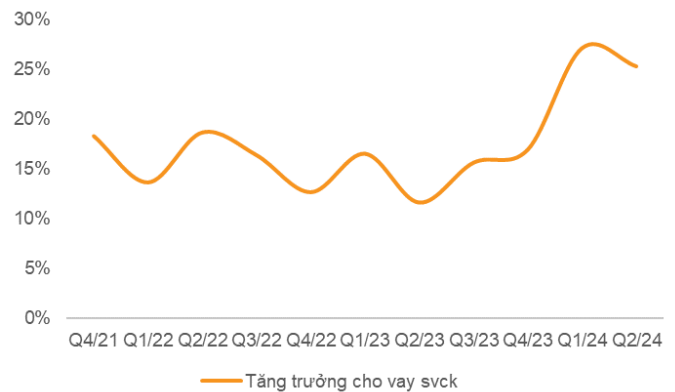
**Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Đẩy mạnh cho vay liên ngân hàng do lãi suất liên ngân hàng tăng cao**

- Tổng tài sản sinh lãi tăng 7,7% sv quý trước (+29,1% svck) trong Q2/24, chậm hơn một chút so với mức tăng 8% sv quý trước trong Q1/24, được thúc đẩy bởi cho vay liên ngân hàng và cho vay khách hàng.
- Cho vay khách hàng, vẫn chiếm phần lớn tài sản sinh lãi, tăng 3,2% sv quý trước (+25,3% svck), nhưng đây là mức tăng chậm lại so với mức tăng 11,7% sv quý trước trong Q1/24.
- Trong khi đó, tỷ trọng cho vay liên ngân hàng tăng lên 13% trong Q2/24, tăng 32,6% sv quý trước (+84,1% svck). LPB đã đẩy mạnh cho vay liên ngân hàng nhằm tận dụng lãi suất liên ngân hàng tăng trên 5% kể từ tháng 5/2024.



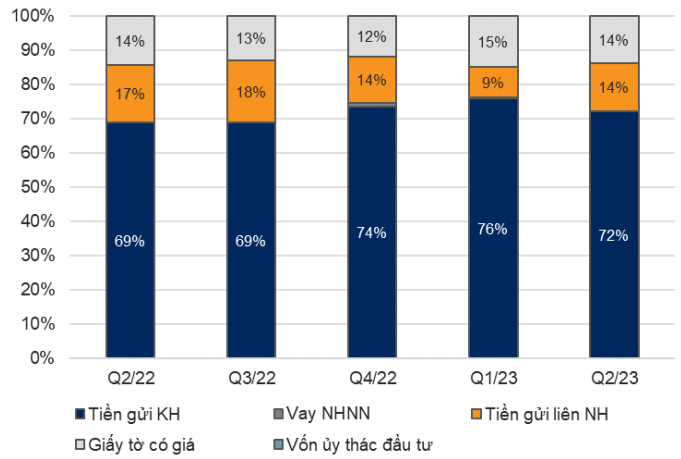
**Tăng trưởng cho vay: Chậm lại so với Q1/24**

- Sau khi tăng trưởng cho vay mạnh đạt 11,7% sv quý trước trong Q1/24, tốc độ tăng đã chậm lại còn 3,2% sv quý trước (+25,3% svck) trong Q2/24. Tuy nhiên, đây vẫn là mức tăng trưởng mạnh thứ hai kể từ Q2/21.
- Tăng trưởng tín dụng trong Q2/24 chủ yếu được thúc đẩy bởi cho vay khách hàng doanh nghiệp, chiếm 63% tổng dư nợ. Trong cơ cấu cho vay, lĩnh vực sản xuất và nông nghiệp mở rộng nhiều nhất (xem Hình 8 bên dưới).



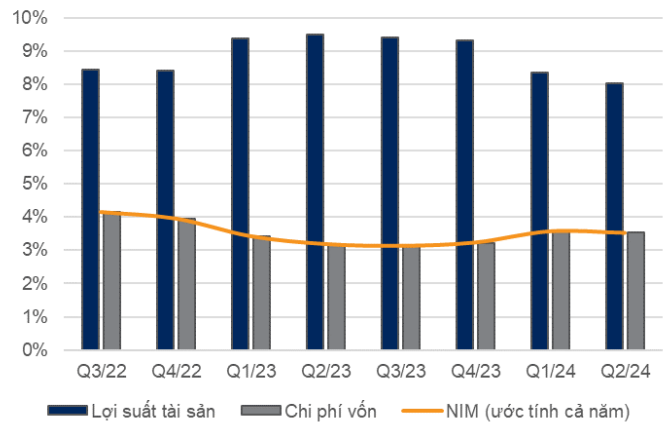
**Cơ cấu nguồn vốn: Tiền gửi khách hàng vẫn là nguồn vốn chính**

- Nhìn chung, cơ cấu nguồn vốn của LPB trong Q1/24 không có nhiều thay đổi so với quý trước, với tiền gửi khách hàng chiếm 73,4% tổng cơ cấu. Đến cuối Q2/24, tổng huy động của LPB tăng 8,7% sv quý trước (+26,2% svck).
- Tiền gửi khách hàng tăng 10,0% sv quý trước (+28,5% svck) do LPB tăng lãi suất để thu hút thêm khách hàng. LDR đã được cải thiện từ 85% trong Q1/24 xuống còn 80,5% trong Q2/24.
- Nhờ nỗ lực tăng nguồn vốn thông qua tiền gửi khách hàng và tốc độ tăng trưởng cho vay chậm hơn, LPB không gặp áp lực thanh khoản đáng kể. Tiền gửi liên ngân hàng không thay đổi so với quý trước, nhưng tăng 13,7% svck.



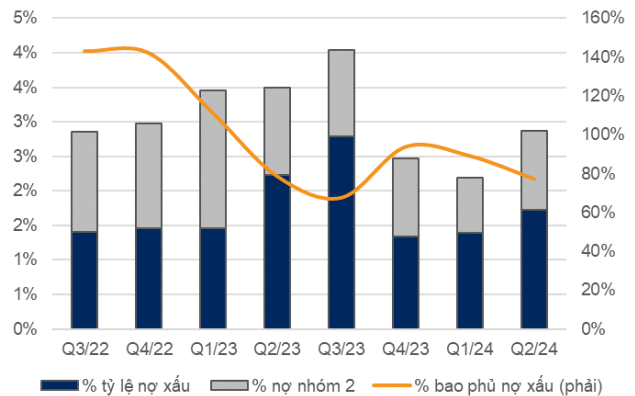
**Diễn biến NIM: Tiếp tục mở rộng svck nhưng với tốc độ chậm hơn**

- NIM dự phóng cả năm của LPB giảm 5 điểm cơ bản sv quý trước (+34 điểm cơ bản svck) xuống còn 3,53% trong Q2/24, do chi phí vốn và lợi suất tài sản đều giảm sv quý trước.
- Lợi suất tài sản tiếp tục xu hướng giảm, mặc dù với tốc độ chậm hơn so với quý trước, giảm 31 điểm cơ bản sv quý trước (giảm 145 điểm cơ bản svck). Sự giảm chi phí vốn cũng chậm lại, chỉ giảm 32 điểm cơ bản sv quý trước (-185 điểm cơ bản svck) trong Q2/24.
- Tỷ lệ CASA giảm 1,5 điểm % sv quý trước xuống còn 10,1% trong Q2/24, nhưng vẫn cao hơn mức 7,3% của Q2/23. Mặc dù vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 21,0%, LPB đã và đang nỗ lực cải thiện tỷ lệ CASA bằng cách cung cấp các khoản vay với điều kiện khách hàng duy trì số dư nhất định trong tài khoản thanh toán.



**Tỷ lệ NPL tăng nhanh hơn dự kiến sv quý trước**

- Trong Q2/24, tỷ lệ nợ xấu của LPB tăng 34 điểm cơ bản sv quý trước (-50 điểm cơ bản svck) lên 1,73%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ cũng tăng 34 điểm cơ bản sv quý trước (-12 điểm cơ bản svck) lên 1,14%.
- Mặc dù tỷ lệ nợ xấu thấp hơn mức trung bình ngành là 2,21%, tốc độ tăng của nó cao hơn nhiều (34 điểm cơ bản so với 4,5 điểm cơ bản của mức trung bình ngành).
- Tỷ lệ NPL trong Q2/24 thấp hơn mức trung bình ngành là 2,21%. Tuy nhiên, tốc độ hình thành nợ xấu của LPB là cao thứ tư trong số các ngân hàng cùng ngành, nhanh hơn nhiều so với dự đoán của chúng tôi. Điều này có thể liên quan đến việc ngân hàng đã tăng cường hoạt động cho vay trong các lĩnh vực nông nghiệp và bất động sản trong 6T24. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ hình thành nợ xấu của LPB sẽ tăng trong năm 2025.



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng năm 2024: Tăng trưởng tín dụng vững chắc thúc đẩy thu nhập lãi

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng KQKD (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Thu nhập lãi	13.046	15.691	13.763	16.205	5,5%	3,3%	Chúng tôi kỳ vọng LPB sẽ đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp trong nửa đầu năm 2024, dẫn đến NIM thấp hơn so với cho vay bán lẻ. Chúng tôi giảm dự phóng NIM trong năm 2025 để phản ánh sự lo ngại về việc LPB có thể phải tăng lãi suất huy động do mức LDR tại cuối Q1/24 rất cao (85%)
Thu nhập ngoài lãi	4.203	2.526	4.205	2.354	0,0%	-6,8%	Chúng tôi tăng dự phóng thu nhập từ phí do LPB đã ghi nhận khoản up-front cao hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng NH sẽ ghi nhận tổng cộng khoảng 1.500 tỷ phí up-front trong thời gian còn lại của năm 2024
Tổng thu nhập hoạt động	17.250	18.218	17.968	18.558	4,2%	1,9%	
Chi phí hoạt động	(6.097)	(6.394)	(5.636)	(5.987)	-7,5%	-6,4%	
LN trước dự phòng	11.153	11.824	12.331	12.571	10,6%	6,3%	
Chi phí dự phòng	(1.783)	(1.244)	(1.867)	(2.090)	4,7%	68,0%	Giảm dự phóng chi phí dự phòng thêm 0,1 điểm % xuống còn lần lượt 0,6/0,4% trong năm 24-25, do chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu sẽ giảm trong giai đoạn này, dẫn đến chi phí dự phòng giảm. Chúng tôi kỳ vọng NH sẽ tiếp tục sử dụng bộ đệm dự phòng để xử lý nợ xấu trong năm 2024-25
LN trước thuế	9.370	10.580	10.464	10.481	11,7%	-0,9%	
LN ròng	7.486	8.464	8.357	8.385	11,6%	-0,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi đã hạ dự phóng lợi nhuận năm 2025 cho LPB.

Chúng tôi đã tăng dự phóng thu nhập lãi ròng cho năm 2024 do kỳ vọng NIM và tăng trưởng tín dụng cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi đã giảm dự phóng NIM cho giai đoạn 2025-2028 do sự dịch chuyển sang cho vay doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ làm giảm lợi suất cho vay.

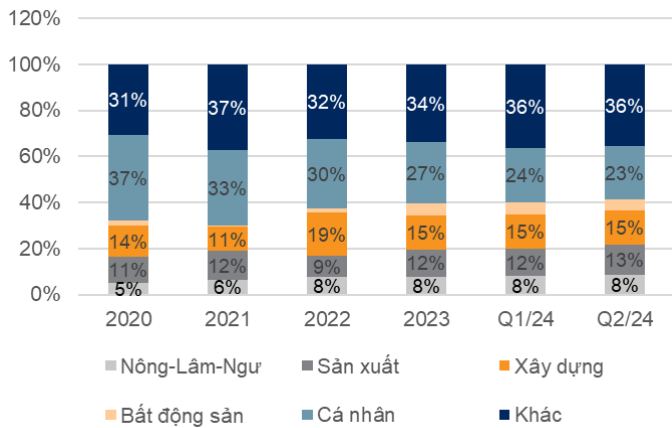
Chúng tôi đã giảm dự phóng thu nhập ngoài lãi do sự phục hồi chậm hơn dự kiến của thu nhập bảo hiểm ngân hàng. Nhu cầu bảo hiểm nhân thọ vẫn yếu trong giai đoạn 2024-2025, và ngân hàng đang tập trung nhiều hơn vào các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ. Chúng tôi cũng đã tăng dự phóng chi phí dự phòng do sự hình thành nợ xấu cao hơn, phản ánh mối lo ngại về chất lượng danh mục cho vay của LPB.

### Triển vọng tăng trưởng gần như đã phản ánh đầy đủ.

Kể từ đầu năm nay, LPB đã chuyển hướng tập trung vào cho vay trong lĩnh vực nông nghiệp và bất động sản. Chiến lược này đã giúp LPB đạt được mức tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong 6T24, nhưng cũng làm dấy lên lo ngại về khả năng thanh toán của người vay. Vào T3/24, LPB đã công bố khoản vay 5.000 tỷ đồng cho HAG. Vào T12/23, LPB và LPBS cũng đầu tư 1.500 tỷ đồng vào HAG thông qua phát hành riêng lẻ. Đến cuối Q2/24, cho vay cho HAG đã đạt 1.528 tỷ đồng, chiếm 0,5% tổng dư nợ cho vay.

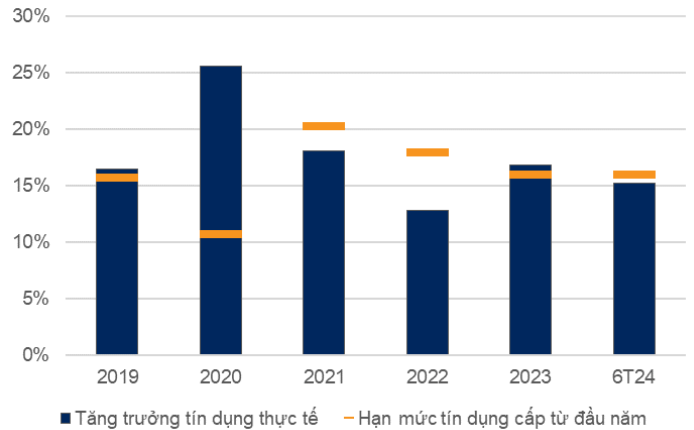
Chúng tôi dự đoán tăng trưởng tín dụng của LPB sẽ đạt 20% trong năm nay, do chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ cung cấp thêm hạn mức tín dụng cho các ngân hàng có thể đẩy nhanh tăng trưởng tín dụng. Năm 2020, LPB đã sử dụng hết hạn mức tín dụng 10,7% trong 6T24, và dư nợ tín dụng của ngân hàng đã tăng 25,7% vào cuối năm 2020.

**Hình 8: LPB tăng cường cho vay đối với các ngành Bất động sản - Xây dựng và Nông nghiệp, đồng thời thu hẹp cho vay cá nhân trong 6T24**



Nguồn: FiinPro, LPB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Tăng trưởng tín dụng và hạn mức tín dụng của LPB trong quá khứ**



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù lợi thế của LPB trong cho vay bán lẻ vẫn được giữ nguyên với ưu điểm mạng lưới chi nhánh rộng khắp khu vực nông thôn và các thành phố hạng 2, chúng tôi cho rằng LPB sẽ tập trung vào cho vay doanh nghiệp trong năm 2024. Cho vay bán lẻ có thể bắt đầu phục hồi từ năm 2025 trở đi, do (1) nhu cầu tiêu dùng cao hơn và (2) gói cho vay hấp dẫn, bao gồm gói vay mua nhà với lãi suất ưu đãi.

Chúng tôi dự đoán NIM sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2024, và cải thiện trong năm 2025 trở đi, do các yếu tố sau:

Ngân hàng đã chuyển hướng sang cho vay doanh nghiệp, vốn thường tạo ra lợi suất thấp hơn so với cho vay bán lẻ.

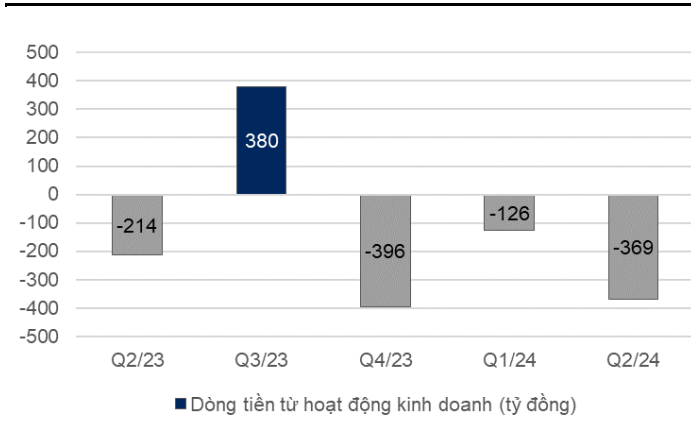
Giảm lợi suất cho vay do các chính sách hỗ trợ khách hàng.

Khó có thể giảm thêm chi phí huy động vốn, do LPB đã tăng lãi suất tiền gửi để thu hút thêm tiền gửi của khách hàng.

### **Khả năng thanh toán nợ của người vay cần được theo dõi chặt chẽ.**

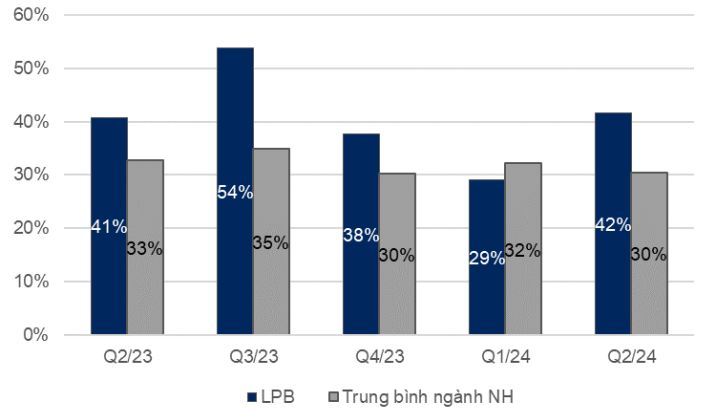
Ban lãnh đạo LPB đã thiết lập mối quan hệ với HAG và các tên tuổi khác trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng, như Tập đoàn Hưng Thịnh. Lo ngại về khả năng thanh toán nợ của HAG ngày càng tăng do công ty này đã có dòng tiền hoạt động ròng âm kể từ Q2/23. Đến Q2/24, các khoản lãi và phí phải thu của LPB đã tăng 50,7% sv quý trước (+52,1% svck) lên 6.078 tỷ đồng, chiếm 42% tổng thu nhập lãi ròng. Con số này cũng cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh (xem hình 11 bên dưới), làm dấy lên lo ngại về khả năng không thu hồi được các nghĩa vụ nợ.

**Hình 10: HAG đã ghi nhận dòng tiền hoạt động ròng âm trong ba quý liên tiếp gần đây**



Nguồn: HAG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Lãi và phí phải thu so với tổng thu nhập lãi ròng của LPB cao hơn nhiều so với các ngân hàng khác**



\*ngành bao gồm top 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất

Nguồn: LPB, các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng rằng khoản nợ HAG, có thể lên tới 5.000 VND, được phân loại là khoản vay nhóm 1. Tuy nhiên, chúng tôi thực hiện phân tích trường hợp khoản vay của HAG bị chuyển xuống nhóm 5, điều này sẽ làm tăng dự phòng chi phí dự phòng và ảnh hưởng đến giá mục tiêu của chúng tôi đối với LPB. Chúng tôi trình bày chi tiết kịch bản này bên dưới.



## Định giá: Hạ khuyến nghị xuống Kém khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 25.400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi tăng giá mục tiêu vì chi phí vốn chủ thấp hơn say khi điều chỉnh phần bù rủi ro. Chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro lên 2,79% (so với trước đó là 2,63%) và phần bù rủi ro vốn thấp hơn xuống 7,78% (so với trước đó là 9,0%), điều chỉnh theo cập nhật từ NYU Stern vào tháng 7/2024. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau để đưa ra mức giá mục tiêu là 25.400 đồng cho LPB.

Chúng tôi cho rằng P/B hiện tại là 1,9x đã định giá quá cao so với dự phóng lợi nhuận của chúng tôi cho năm 2024. Mặc dù LPB từng giao dịch ở mức chiết khấu 19% so với ngành (hình 18), khi triển vọng của ngân hàng thay đổi, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu trên không thể phản ánh giá một cách hợp lý.

Giá trị P/B mục tiêu của chúng tôi là 1,4x, dựa trên tính toán P/B hợp lý với giá định ROE dài hạn bằng với ROE trung bình trong giai đoạn 2016-23 là 15,8% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 3%.

Các yếu tố thúc đẩy tăng giá mục tiêu bao gồm (1) sự phục hồi sớm hơn dự kiến của mảng cho vay bán lẻ, và (2) sự hình thành nợ xấu thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 12: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Giá định chính	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Phần bù rủi ro	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
ROE (%)	21,8%	18,0%	17,2%	17,6%	17,6%	15,8%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ đồng)</i>						
Vốn chủ sở hữu	34.117	42.474	50.859	60.444	65.121	74.867
Thu nhập thặng dư	4.219	3.235	3.417	3.742	4.407	30.140
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	3.763	2.573	2.424	2.367	2.486	17.007
Giá trị sổ sách đầu kỳ	34.117					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	13.614					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	17.007					
Giá trị vốn chủ sở hữu	64.738					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.558					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>25.312</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Giá mục tiêu theo ước tính của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	25.312	12.656
Hệ số P/B (1,4 lần bình quân giá trị sổ sách 2024-25)	50%	25.545	12.772
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			25.428
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>25.400</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong trường hợp khoản cho HAG vay 5.000 tỷ đồng không được thu hồi và trở thành nợ xấu, chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng trong giai đoạn 2025-2028 sẽ tăng lần lượt 0,3/2,0/1,1/0,1 điểm %. Chúng tôi cũng hạ dự phóng ROE trong giai đoạn 2025-2028, do đó mục tiêu P/B của chúng tôi giảm xuống 1,35x. Trong trường hợp này, giá mục tiêu của chúng tôi đối với LPB sẽ giảm xuống còn 23.400 đồng; giảm 24,2% so với giá hiện tại vào ngày 16/08/2024.

Hình 14: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, trong trường hợp khoản vay của HAG trở thành nợ xấu

Giả định chính	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Phần bù rủi ro	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
ROE (%)	21,8%	16,1%	13,3%	15,8%	17,5%	15,8%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ đồng)</i>						
Vốn chủ sở hữu	34.117	42.474	49.896	56.988	59.796	68.461
Thu nhập thặng dư	4.113	2.139	887	2.115	3.785	24.395
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	3.658	1.692	624	1.323	2.106	13.575
Giá trị sổ sách đầu kỳ	34.117					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	9.404					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	13.575					
Giá trị vốn chủ sở hữu	57.096					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.558					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>22.324</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giá mục tiêu, trong trường hợp khoản vay của HAG trở thành nợ xấu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	22.324	11.162
Hệ số P/B (1,4 lần P/B 2024)	50%	24.378	12.189
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			23.351
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>23.400</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: So sánh các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu tại ngày 15/08/2024)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Vốn hóa triệu USD	NIM	NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm %	ROA (%)		ROE (%)		
				12T	2024	12T	2024	12T	2024		12T	2024	12T	2024	
Vietcombank	VCB VN	20.364,7	3,1%	3,0%	1,2%	0,9%	2,8	2,5	15,2	14,3	15,5%	1,8%	1,8%	20,0%	19,0%
VietinBank	CTG VN	7.154,2	3,0%	2,9%	1,3%	1,4%	1,3	1,2	8,8	10,8	14,4%	1,0%	1,0%	16,0%	16,2%
NHTMCP Việt Nam															
Thịnh Vượng	VPB VN	5.921,8	5,8%	5,4%	4,8%	4,4%	1,1	1,1	12,3	10,8	22,4%	1,4%	1,4%	9,8%	9,9%
Techcombank	TCB VN	6.177,1	3,9%	4,1%	1,1%	0,9%	1,1	1,0	7,2	6,7	15,5%	2,6%	2,5%	16,6%	16,0%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	5.163,7	4,6%	4,7%	2,5%	1,6%	1,3	1,1	6,0	6,5	4,6%	2,4%	2,1%	23,4%	20,1%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	4.319,7	3,9%	3,9%	1,5%	1,2%	1,4	1,3	6,6	6,5	8,2%	2,3%	2,2%	23,9%	21,8%
NHTMCP HDBank	HDB VN	3.132,3	5,6%	5,1%	2,2%	1,8%	1,5	1,4	6,4	6,3	13,6%	2,2%	1,9%	27,0%	24,6%
NHTMCP Quốc tế															
VIB	VIB VN	2.178,5	4,2%	4,2%	3,6%	3,3%	1,4	1,2	7,1	5,7	20,0%	1,9%	2,2%	21,4%	23,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	1.550,5	4,3%	4,1%	2,2%	2,3%	1,1	1,0	8,1	6,5	11,4%	1,3%	1,6%	14,2%	17,0%
<i>Trung bình</i>															
NHTMCP Bưu điện															
Liên Việt	LPB VN	3.202,2	3,1%	3,3%	1,4%	1,1%	2,1	2,7	9,4	10,4	3,1%	2,1%	2,0%	26,1%	21,8%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

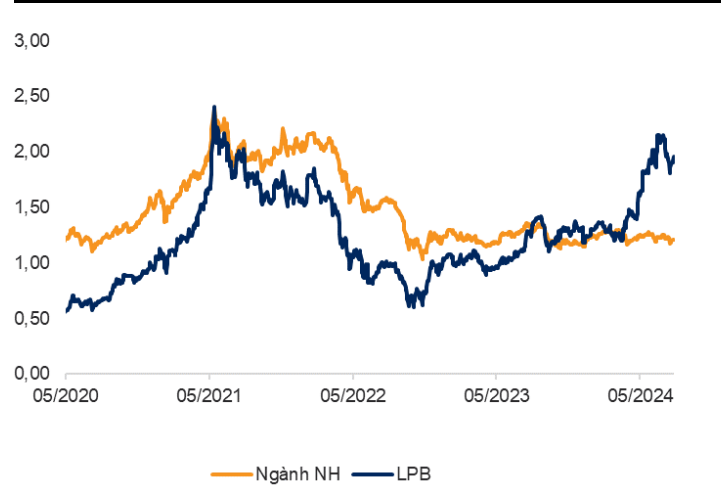
Hình 17: Diễn biến P/B của LPB kể từ khi niêm yết



Dữ liệu ngày 15/08/2024

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

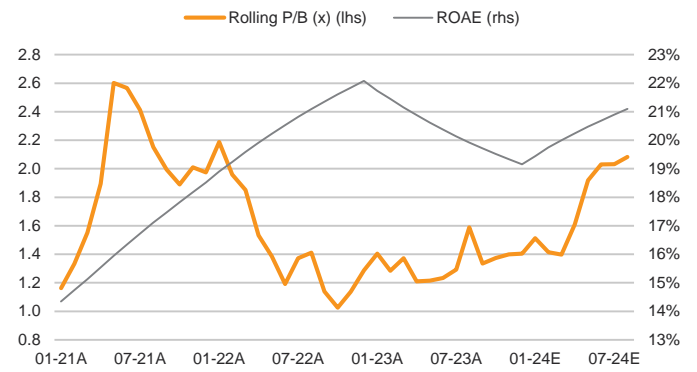
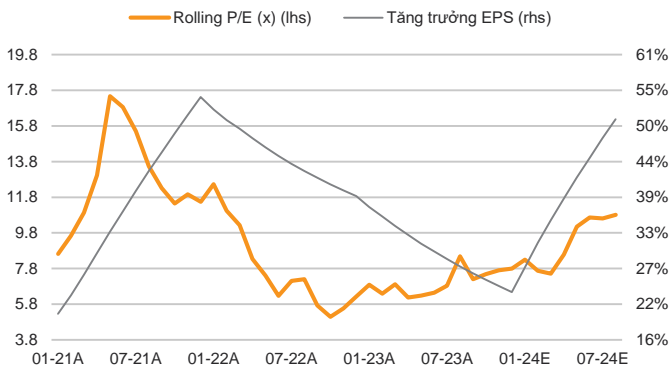
Hình 18: P/B của LPB so với P/B trung bình ngành ngân hàng



Dữ liệu ngày 15/08/2024

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Valuation**



**Báo cáo KQ HDKD**

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>11.203</b>	<b>13.763</b>	<b>16.205</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>4.422</b>	<b>4.205</b>	<b>2.354</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>15.625</b>	<b>17.968</b>	<b>18.558</b>
Tổng chi phí hoạt động	(5.760)	(5.636)	(5.987)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>9.865</b>	<b>12.331</b>	<b>12.571</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(2.826)</b>	<b>(1.867)</b>	<b>(2.090)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>7.039</b>	<b>10.464</b>	<b>10.481</b>
Thuế	(1.467)	(2.108)	(2.096)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5.572</b>	<b>8.357</b>	<b>8.385</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>5.572</b>	<b>8.357</b>	<b>8.385</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>275.431</b>	<b>330.217</b>	<b>386.308</b>
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>275.431</b>	<b>330.217</b>	<b>386.308</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	47.425	51.562	49.530
Các tài sản sinh lãi khác	50.128	67.356	72.904
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>372.984</b>	<b>449.136</b>	<b>508.742</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(3.458)</b>	<b>(2.593)</b>	<b>(2.172)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>271.973</b>	<b>327.624</b>	<b>384.136</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>369.525</b>	<b>446.542</b>	<b>506.570</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.383	2.023	2.295
Tổng đầu tư	349	505	573
Các tài sản khác	10.606	9.529	10.810
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>13.338</b>	<b>12.057</b>	<b>13.677</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>382.863</b>	<b>458.599</b>	<b>520.248</b>
Nợ khách hàng	237.392	299.277	381.289
Dư nợ tín dụng	47.910	50.818	56.625
Tài sản nợ chịu lãi	285.301	350.096	437.914
Tiền gửi	90	59	12
Tổng tiền gửi	285.391	350.155	437.926
Các khoản nợ lãi suất khác	50.188	60.918	72.736
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>335.579</b>	<b>411.073</b>	<b>510.662</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	13.166	5.052	(41.274)
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>13.166</b>	<b>5.052</b>	<b>(41.274)</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>348.746</b>	<b>416.125</b>	<b>469.388</b>
Vốn điều lệ và	25.576	25.576	25.576
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	4.845	13.202	21.587
Các quỹ thuộc VCSH	3.696	3.696	3.696
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.117</b>	<b>42.474</b>	<b>50.859</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.117</b>	<b>42.474</b>	<b>50.859</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>382.863</b>	<b>458.599</b>	<b>520.248</b>

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	10,0%	26,1%	27,4%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	17,0%	19,9%	17,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	(5,9%)	22,8%	17,7%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	11,3%	25,0%	1,9%
Tăng trưởng LN ròng	23,5%	50,0%	0,3%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	17,0%	20,8%	13,4%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.021	3.267	3.279
BVPS (VND)	11.210	16.607	19.885
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	23,5%	61,7%	0,3%

**Các chỉ số chính**

	12-23A	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,3%	3,4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(36,9%)	(31,4%)	(32,3%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,8%	2,0%	2,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,8%	2,1%	2,1%
LN/ TB cho vay	1,1%	0,6%	0,6%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,2%	13,5%	13,6%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,5%	94,3%	88,2%
<b>Biên lợi và độ đàn trải</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	9,3%	7,8%	7,4%
Chi phí cho các quỹ	6,7%	4,9%	4,2%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,2%	3,3%	3,3%
ROAE	19,2%	21,8%	18,0%



## 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.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

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** Định nghĩa:

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

**Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích**

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

**Võ Minh Chiến – Trưởng phòng**

Email: [chien.vominh@vndirect.com.vn](mailto:chien.vominh@vndirect.com.vn)

**Trần Kim Phượng – Chuyên viên phân tích**

Email: [phuong.trankim@vndirect.com.vn](mailto:phuong.trankim@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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