

VPBANK (VPB)

Khả quan

Tài chính

Giá hiện tại	VND19.000
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND20.545/17.186
Giá mục tiêu	VND23.800
Giá mục tiêu trước đó	VND23.700
Consensus	2%
Tiềm năng tăng giá	25,3%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	25,3%

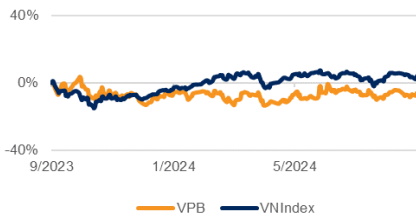
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Mua

Thị giá vốn (tr USD)	6.006,4
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	15,9
Sở hữu NN (tr USD)	272,3
Số CP lưu hành (tr)	7.933,9
Số CP sau pha loãng (tr)	7.933,9

	VPB	Ngành	VNIndex
P/E trượt	12,8	9,5	13,8
P/B hiện tại	1,2	1,3	1,7
ROA	1,5%	1,6%	2,1%
ROE	9,5%	17,7%	12,3%

* dữ liệu ngày 24/9/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
VPB	1,4%	0,3%	-7,0%
Tương quan VNIndex	1,0%	-1,1%	4,4%

Cơ cấu sở hữu

Ban lãnh đạo	26%
Sumitomo Mitsui Banking Corporation	15%
Quý Compositie Capital Master Fund	2%
CTCP Diera Corp	4%
Khác	53%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1993, VPB hiện là ngân hàng TMCP lớn thứ 8 về tài sản. Tốc độ tăng trưởng nhanh gần đây của ngân hàng là nhờ công ty con – công ty tài chính tiêu dùng FE Credit.

Chuyên viên phân tích:



Trần Kim Phượng

phuong.trankim@vndirect.com.vn

NIM mở rộng và tăng thu hồi nợ sẽ thúc đẩy thu nhập tăng trưởng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị với tiềm năng tăng giá 25,3%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 0,8% sau khi giá cổ phiếu đã tăng 1% kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi giảm dự phóng chi phí vốn và điều chỉnh mô hình định giá sang năm 2025; tuy nhiên, điều này cũng bù lại dự phóng chi phí dự phòng cao hơn cho năm 2024-25.
- P/B hiện tại là 1,1 lần phản ánh hợp lý mức ROE của công ty trong 2024, nhưng chưa thể hiện hết tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

Tiêu điểm tài chính

- LNTT Q2/24 tăng mạnh 72% svck (+7,4% sv quý trước) lên 4.492 tỷ đồng nhờ mở rộng biên lãi thuần và tăng thu nhập từ phí thuần (+13,6% svck).
- Tỷ lệ nợ xấu của NH mẹ đi ngang sv quý trước (-57 điểm cơ bản svck) ở mức 3,3%, cho thấy vẫn còn những thách thức trong việc kiểm soát nợ xấu
- Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2024 cải thiện lên 11%, đến từ NIM và thu nhập ngoài lãi cao hơn so với năm ngoái, theo ước tính của chúng tôi

Luận điểm đầu tư

NIM mở rộng là động lực cho tăng trưởng thu nhập lãi

Chúng tôi ước tính NIM hợp nhất tại Q2/24 đạt 6,16% (VPB ước tính là 6,4%), tăng 36 điểm cơ bản sv quý trước và 89 điểm cơ bản svck, vượt kỳ vọng. Điều này được hỗ trợ bởi tỷ lệ CASA cải thiện, tăng 351 điểm cơ bản sv quý trước, đạt 17,5% vào cuối Q2/24. Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ tiếp tục cải thiện tỷ lệ CASA trong năm 2024, giúp giữ vững mức NIM hiện tại, nhờ vào việc bán chéo các giải pháp thanh toán cho khách hàng doanh nghiệp và sự phục hồi thu nhập cá nhân, dẫn đến lượng tiền gửi cao hơn trong tài khoản thanh toán.

Cho vay KH SME và FDI hỗ trợ tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vay vốn mạnh mẽ tại phân khúc SME, đặc biệt là cho vay hộ gia đình và tiêu dùng, cũng như phân khúc FDI, sẽ khiến tín dụng tăng trưởng 20% tại cuối năm. Lợi thế cạnh tranh của VPB bao gồm: 1) quan hệ đối tác với SMBC giúp cung cấp tệp khách hàng nước ngoài; 2) giải pháp thanh toán đa dạng cho các KH SME. Việc bán chéo sẽ giúp duy trì dòng tiền NH, cải thiện tỷ lệ CASA.

Nỗ lực thu hồi nợ xấu mạnh mẽ giúp đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi

Ngân hàng đã thực hiện các phương pháp mạnh mẽ và có hệ thống nhằm thu hồi nợ xấu, bao gồm nhận diện nhanh chóng các khoản nợ có rủi ro trễ hạn, triển khai bộ phận thu hồi nợ chuyên biệt và tăng cường đàm phán với con nợ. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ thu hồi nợ xấu sẽ đạt khoảng 0,8% vào cuối năm 2024.

Tín hiệu tích cực từ quá trình phục hồi của FE Credit

FE Credit đạt LNTT Q2/24 là 145 tỷ đồng, giảm tổng lỗ cho 6T24 xuống còn 707 tỷ. Dư nợ cho vay tăng 3,5% từ đầu năm, với mức giải ngân mới tăng 9% sv quý trước vào cuối Q2/24. Kết quả của việc tái cấu trúc FE Credit phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Tổng quan tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	-46,5%	52,7%	37,9%	31,5%
Tăng trưởng tín dụng svck	25,3%	20,2%	24,1%	22,5%
NIM	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%
Tỷ lệ CASA	17,4%	18,0%	18,0%	18,0%
Tỷ lệ nợ xấu	5,0%	4,9%	4,6%	4,4%
Tỷ lệ bao nợ xấu LLR	51,7%	45,1%	45,5%	54,6%
ROE trung bình	8,4%	10,8%	13,5%	15,4%
P/B	1,1	1,1	0,9	0,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank) là một trong những ngân hàng tư nhân lớn tại Việt Nam. Được thành lập vào năm 1993, VPBank đã phát triển mạnh mẽ, cung cấp đa dạng các sản phẩm và dịch vụ tài chính cho cả khách hàng cá nhân và doanh nghiệp. VPB đã đạt được mức tăng trưởng tín dụng nhanh chóng trong 5 năm qua để trở thành một trong những ngân hàng bán lẻ tốt nhất Việt Nam, đặc biệt tập trung vào mảng tài chính tiêu dùng, cho vay tín chấp thông qua công ty tài chính tiêu dùng FECredit.

FE Credit là công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu tại Việt Nam, chiếm gần 46% thị phần vào năm 2021. Được thành lập như một công ty con của VPBank, FE Credit nhắm tới các phân khúc người lao động thu nhập trung bình – thấp với nhiều sản phẩm đa dạng như: vay tiền mặt, vay mua ô tô, vay mua hàng tiêu dùng và thẻ tín dụng. Vào năm 2021, VPBank đã chuyển nhượng 49% vốn điều lệ của FE Credit cho Công ty Tài chính Tiêu dùng SMBC, một công ty con của SMBC Finance (Nhật Bản) với định giá 2,8 tỷ USD. Năm 2023, VPBank bán thêm 15% cổ phần cho SMBC, nâng tổng vốn chủ sở hữu lên 140 nghìn tỷ đồng – đứng thứ hai trong 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất. Chiến lược tấn công mở rộng mạnh mẽ vào mảng tài chính tiêu dùng là con dao hai lưỡi. Một mặt, nó giúp VPBank đạt NIM cao nhất trong ngành trong giai đoạn 2019-2023. Mặt khác, những cá nhân có thu nhập thấp - khách hàng chính của FE Credit, bị ảnh hưởng nặng nề về thu nhập trong thời kỳ Covid-19. Điều này dẫn đến tỷ lệ nợ xấu tăng và lỗ ròng của FE Credit trong năm 2022-2023.

Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng dài hạn của VPBank vẫn vững chắc nhờ lợi thế về vốn dồi dào (tỷ lệ CAR là 17% trong năm 2023, cao nhất trong ngành); và mở rộng ra ngoài lĩnh vực cho vay truyền thống thông qua các công ty con trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng (FE Credit), môi giới chứng khoán (VPBank Securities), và bảo hiểm phi nhân thọ (OPES).

Hình 1: Mô hình kinh doanh Canvas



MÔ HÌNH KINH DOANH

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: NIM mở rộng khiến cho thu nhập lãi tăng trưởng mạnh mẽ

Hình 2: So sánh KQKD (tỷ đồng trừ khi có ghi chú khác)

	Q2/24	Q2/23	% svck	Q1/24	% sv quý trước	6T24	6T23	% svck	Dự báo	
									2024 của VND	% dự báo VND Nhận xét
Thu nhập lãi	12.408	8.762	42%	11.323	10%	23.732	18.296	30%	47.156	50% Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	3.729	4.019	-7%	2.087	79%	5.816	6.844	-15%	10.668	Cao hơn dự phóng của chúng tôi do thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý cao hơn dự tính. Tỷ lệ nợ thu hồi tăng 108% svck trong Q2/24 nhờ những nỗ lực của VPB trong việc thu hồi nợ xấu đã xử lý
Tổng thu nhập HĐKD	16.137	12.782	26%	13.411	20%	29.548	25.140	18%	57.824	51%
Chi phí hoạt động	(3.331)	(3.679)	-9%	(3.467)	-4%	(6.798)	(7.102)	-4%	(14.810)	46% Thấp hơn dự báo của chúng tôi do chi phí hoạt động thấp hơn dự kiến
LN trước dự phòng	12.806	9.103	41%	9.944	29%	22.750	18.039	26%	43.013	53%
Chi phí dự phòng	(8.313)	(6.490)	28%	(5.762)	44%	(14.076)	(12.876)	9%	(25.304)	56%
Lợi nhuận trước thuế	4.492	2.613	72%	4.182	7%	8.674	5.162	68%	17.709	49%
LN ròng	3.567	3.062	16%	3.567	0%	7.134	5.598	27%	13.964	51% Phù hợp với dự phóng

Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Các chỉ số chính của VPB theo quý (BCTC hợp nhất) theo ước tính của chúng tôi

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 HĐKD	78,8%	77,1%	80,5%	77,1%	68,6%	78,5%	82,8%	84,4%	76,9%	
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	21,2%	22,9%	19,5%	22,9%	31,4%	21,5%	17,2%	15,6%	23,1%	
NIM (12T gần nhất)	7,6%	7,4%	7,2%	6,3%	5,3%	5,0%	5,9%	5,8%	6,2%	
LDR (hợp nhất)	79,8%	84,6%	87,1%	84,0%	79,7%	80,9%	87,8%	89,1%	88,9%	
LDR (ngân hàng mẹ)	69,5%	74,2%	76,6%	76,9%	72,1%	74,2%	80,7%	82,1%	82,5%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	5,3%	5,0%	5,7%	6,2%	6,5%	5,7%	5,0%	4,8%	5,1%	
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	62,0%	62,0%	54,4%	46,0%	43,0%	42,7%	51,7%	53,4%	48,1%	
Chi phí tín dụng	5,8%	5,5%	7,0%	5,7%	5,5%	3,9%	5,2%	4,0%	5,5%	
Chi phí / Thu nhập (CIR)	26,5%	26,2%	31,8%	27,7%	28,8%	28,4%	27,1%	25,8%	20,6%	
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	57,2%	54,6%	84,1%	71,5%	71,3%	61,4%	72,2%	57,9%	64,9%	
ROAA (12T gần nhất)	3,1%	3,2%	2,9%	1,6%	1,4%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	
ROAE (12T gần nhất)	22,2%	22,2%	20,3%	12,9%	12,0%	10,3%	9,3%	9,6%	9,4%	
Tỷ lệ CASA (%)	18,1%	18,2%	16,6%	13,6%	14,6%	16,4%	17,0%	14,0%	17,5%	

Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Tín dụng và NIM tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng TOI

Theo ước tính của chúng tôi, dư nợ tín dụng của VPB đã tăng 6,2% sv quý trước và 8,5% svck trong 6 tháng đầu năm 2024, cao hơn mức 6% của toàn ngành. NIM theo quý tại Q2/24 tăng 89 điểm cơ bản svck (36 điểm cơ bản sv quý trước) lên 6,2% nhờ tỷ lệ CASA tăng khoảng 3 điểm %. Do đó, chi phí vốn giảm 253 điểm cơ bản svck (-59 điểm cơ bản sv quý trước), nhiều hơn mức giảm 149 điểm cơ bản svck (-10 điểm cơ bản sv quý trước) của lợi suất tài sản.

Thu nhập ngoài lãi giảm 7,2% svck (+78,6% sv quý trước), chủ yếu là do thu nhập khác giảm. Tuy nhiên, một khía cạnh tích cực là sự phục hồi của thu nhập từ thu hồi nợ đã xử lý, tăng gấp đôi svck lên 1.302 tỷ đồng. Tỷ lệ thu hồi nợ xấu trong Q2/24 tăng lên 0,83%, mức cao nhất kể từ năm 2023.

FE Credit ghi nhận lãi trong Q2/24, góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận

FE Credit ghi nhận LNTT khoảng 145 tỷ đồng trong Q2/24, giảm lỗ lũy kế trong 6T24 xuống còn 707 tỷ đồng. Ngoài ra, chi phí hoạt động giảm 9,4% svck trong khi TOI tăng, dẫn đến tỷ lệ chi phí/thu nhập giảm còn 20,7%. Do đó, LN ròng trong Q2/24 tăng 16.5% svck lên 3.567 tỷ đồng, không đổi sv quý trước. LN ròng lũy kế 6T24 tăng mạnh 27,4% svck lên 7.134 tỷ đồng.

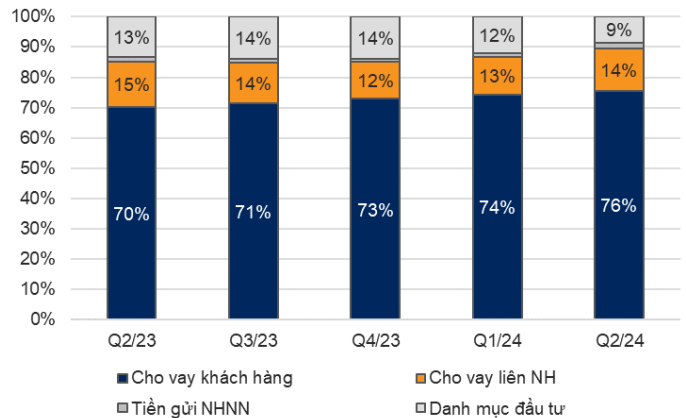
Tăng cường xử lý nợ xấu khiến tỷ lệ NPL giảm svck

Tỷ lệ NPL hợp nhất giảm 236 điểm cơ bản svck nhưng tăng 24 điểm cơ bản sv quý trước lên 5,1%. Tỷ lệ nợ nhóm 2/tổng dư nợ giảm 37 điểm cơ bản svck và 48 điểm cơ bản sv quý trước. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu hình thành từ nợ nhóm 2 quý trước tăng lên 24% trong Q2/24 (so với 13% trong Q1/24), cho thấy tốc độ khá mạnh, nhưng vẫn chậm hơn so với mức tăng 36% của Q2/23. VPB đã thực hiện xử lý nợ xấu mạnh mẽ trong Q2/24 lên tới 8.313 tỷ đồng, nâng tỷ lệ xóa nợ lên 5,51%, mức cao nhất kể từ Q1/23. Nhìn chung, mặc dù tỷ lệ hình thành NPL cao hơn sv quý trước, nhưng vẫn có xu hướng giảm.

Hình 4: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của VPB (BC hợp nhất)

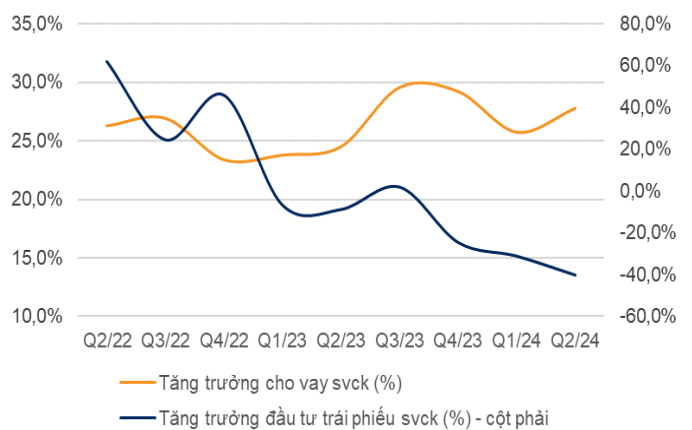
Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Cho vay khách hàng tăng mạnh trong Q2/24

- Tổng tài sản sinh lãi tăng 5,4 sv quý trước (+18,7% svck) trong Q2/24, cải thiện sv mức 1,1% sv quý trước trong Q1/24, chủ yếu nhờ cho vay khách hàng và cho vay liên ngân hàng.
- Trong Q2/24, cho vay khách hàng tăng 7,1% sv quý trước (+27,8% svck) tăng mạnh từ mức 2,9% sv quý trước trong Q1/24, nhờ lãi suất cho vay thấp hơn và ngành công nghiệp và dịch vụ phục hồi, dẫn đến nhu cầu tín dụng cao hơn.
- Cho vay liên ngân hàng tăng 17,6% sv quý trước (+10,3% svck), do nhu cầu tín dụng tăng trong khi NHNN rút ròng thanh khoản trong hệ thống trong tháng 5 – tháng 6.



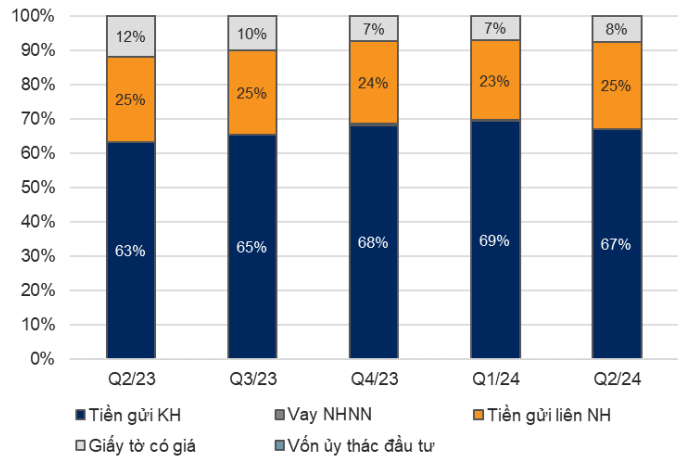
Tăng trưởng cho vay: Cải thiện sv quý trước

- Cho vay khách hàng tăng 7,1% sv quý trước trong Q2/24, cải thiện sv mức tăng 2,9% sv quý trước của Q1/24. Tỷ trọng khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân lần lượt là 50,1% và 48,3% trong tổng dư nợ cho vay, cho thấy nhu cầu tín dụng mạnh hơn ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong bối cảnh ngành công nghiệp phục hồi mạnh mẽ.
- Trong Hình 6 bên dưới, cho vay hộ kinh doanh (+7,0% sv quý trước) và bất động sản (+15,8% sv quý trước) chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu cho vay, lần lượt là 30,8% và 22,5%. Điều này chủ yếu do 1) VPB hạ lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ khách hàng, đặc biệt là phân khúc SME, và 2) nhu cầu vay nợ từ các nhà phát triển bất động sản vẫn là động lực cho tăng trưởng tín dụng.
- Ban lãnh đạo VPB cho biết sẽ giới hạn cho vay bất động sản ở mức 25% tổng danh mục cho vay tại cuối năm. Do đó, chúng tôi dự phóng động lực tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm 2024 sẽ đến từ phân khúc doanh nghiệp và bán lẻ, trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng tăng lên vào dịp cuối năm.



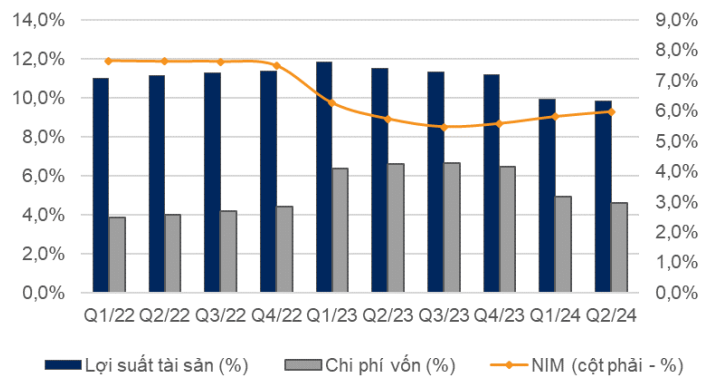
Cơ cấu nguồn vốn: Tiền gửi của khách hàng và liên ngân hàng vẫn đóng góp nhiều nhất

- Trong khi tiền gửi khách hàng vẫn chiếm phần lớn trong cơ cấu nguồn vốn, tiền gửi liên ngân hàng tăng vọt 16,1% sv quý trước (+16,2% svck). Đây là động lực chính cho tổng huy động tăng 7,4% sv quý trước (+14,6% svck) trong Q2/24.
- Tiền gửi khách hàng tăng nhẹ 3,4% sv quý trước (+21,6% svck). Tính đến cuối Q2/24, tỷ lệ LDR của ngân hàng mẹ là 82,5% và LDR hợp nhất là 88,9%, do FE Credit không thể huy động vốn từ tiền gửi khách hàng cá nhân. Tuy nhiên, VPB có thể sẽ tiếp tục tăng lãi suất huy động để thu hút tiền gửi khách hàng trong nửa cuối năm 2024. Đến cuối T8/24, lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng tại quầy của VPB là 5,4%, nằm trong nhóm cao nhất so với các ngân hàng khác.
- Tiền gửi liên ngân hàng tăng 16,1% sv quý trước (+16,2% svck), do cho vay ngắn hạn đã tăng 9,3% sv quý trước (+40,6% svck). Đến cuối Q2/24, tỷ lệ huy động ngắn hạn/cho vay dài hạn là 23,5%, thấp hơn ngưỡng 30% .



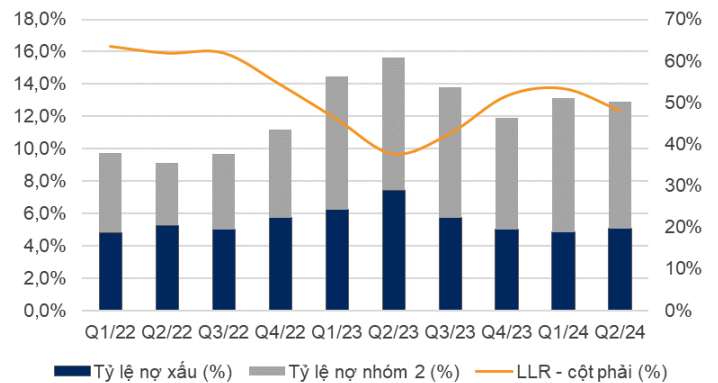
Diễn biến NIM: Cải thiện cao hơn kỳ vọng của chúng tôi

- Chúng tôi ước tính NIM hợp nhất theo năm của VPB tăng 16 điểm cơ bản sv quý trước (+24 điểm cơ bản svck), đạt 5,97% trong Q2/24, do chi phí vốn giảm 33 điểm cơ bản sv quý trước (giảm 203 điểm cơ bản svck) trong khi lợi suất tài sản chỉ giảm 9 điểm cơ bản sv quý trước (-169 điểm cơ bản svck).
- Đà giảm của lợi suất tài sản đã chậm lại trong Q2/24. Mặc dù lợi suất cho vay trung bình giảm 44 điểm cơ bản sv quý trước, nhưng được bù đắp một phần bởi sự gia tăng của cho vay liên ngân hàng.
- Tỷ lệ CASA tăng 351 điểm sv quý trước (+298 điểm cơ bản svck) lên 17,5% trong Q2/24. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm 2024, nhờ vào việc bán chéo các giải pháp thanh toán cho khách hàng, giúp củng cố sự trung thành của khách hàng.



Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện rõ nét hơn tại Q4/24

- Trong Q2/24, tỷ lệ nợ xấu hợp nhất của VPB tăng nhẹ 24 điểm cơ bản sv quý trước (-236 điểm cơ bản svck) lên 5,08%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ hợp nhất giảm 48 điểm cơ bản sv quý trước (-37 điểm cơ bản svck) xuống còn 7,8%.
- Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ không đổi trong Q2/24, giữ nguyên ở mức 3,31%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 của ngân hàng mẹ tăng 18 điểm cơ bản sv quý trước (+14 điểm cơ bản svck) lên 7,98%.
- Tỷ lệ hình thành nợ xấu từ nợ nhóm 2 quý trước và tỷ lệ xoá nợ hợp nhất đều tăng trong Q2/24, cho thấy sự cải thiện về khả năng trả nợ của khoản vay còn chậm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện thực sự vào Q4/24, nhờ sự phục hồi thu nhập của khách hàng và lãi suất cho vay giảm.



Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2024-25: Thu nhập cải thiện, chất lượng tài sản dần phục hồi

Hình 5: Thay đổi dự phóng (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Tăng trưởng (svck)			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
Thu nhập lãi	47.153	58.455	70.253	48.274	58.564	70.814	2%	0%	1%	26%	21%	21%	Chúng tôi tăng nhẹ dự phóng NIM năm 2024 do tăng dự phóng về tỷ lệ CASA năm 2024
Thu nhập ngoài lãi	10.661	13.121	15.072	12.932	12.711	13.928	21%	-3%	-8%	14%	-2%	10%	Chúng tôi đã nâng dự báo năm về thu nhập từ việc thu hồi nợ xấu trong năm 2024, do VPB đã triển khai mạnh mẽ các chiến lược thu hồi nợ xấu. Trong Q2/24, tỷ lệ thu hồi nợ xấu tăng lên 0,83%, vượt mức trung bình năm ngoài là 0,5%
Tổng thu nhập từ HĐKD	57.814	71.575	85.326	61.206	71.275	84.742	6%	0%	-1%				
Chi phí hoạt động	(14.808)	(18.150)	(21.405)	(14.786)	(18.309)	(21.505)	0%	1%	0%				
Lợi nhuận trước dự phòng	43.006	53.425	63.920	46.420	52.966	63.237	8%	-1%	-1%				
Chi phí dự phòng	(25.304)	(27.671)	(27.618)	(27.980)	(27.202)	(29.354)	11%	-2%	6%				Chúng tôi đã tăng dự báo chi phí dự phòng năm 2024 thêm 0,4 điểm % để phản ánh sự phục hồi chậm hơn dự kiến về chất lượng tài sản của ngân hàng.
Lợi nhuận trước thuế	17.702	25.754	36.302	18.440	25.764	33.883	4%	0%	-7%				
Lợi nhuận ròng	14.973	20.745	29.144	14.849	20.482	26.944	-1%	-1%	-8%	53%	38%	32%	

Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi giảm dự phóng lợi nhuận cho năm 2024-25 cho VPB

Chúng tôi nâng dự phóng NIM và thu nhập ngoài lãi trong năm 2024 như đã giải thích ở trên. Tuy nhiên, chúng tôi tăng dự phóng chi phí dự phòng trong năm 2024, do những khó khăn trong việc cải thiện chất lượng tài sản.

Chúng tôi cũng điều chỉnh dự phóng thu nhập ngoài lãi cho năm 2025-26 do thị trường bancassurance còn trì trệ trong năm 2024, dẫn đến việc giảm dự phóng thu nhập từ phí thuần trong năm 2025-26.

Tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong nửa cuối năm 2024 nhờ phân khúc SME và FDI

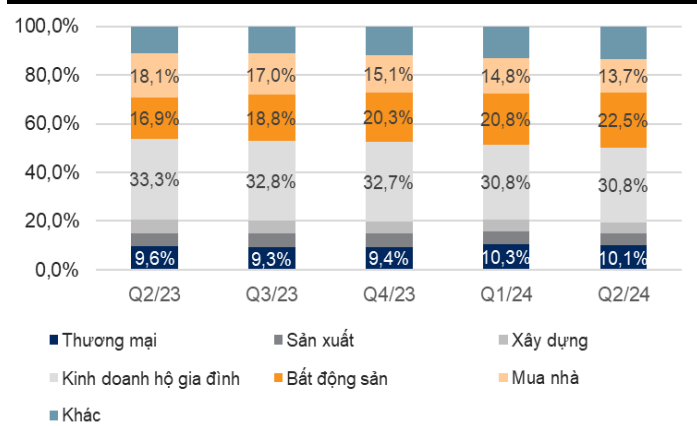
Chúng tôi dự phóng dư nợ tín dụng của VPB tăng 20,2%/24,1% svck trong năm 2024/25. Tính đến cuối Q2/24, dư nợ tín dụng tăng 8,5% kể từ đầu năm, được thúc đẩy bởi cho vay doanh nghiệp (chiếm 50,8% tổng dư nợ cho vay). Chúng tôi kỳ vọng VPB đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp ít nhất đến hết Q3/24 để duy trì quy mô cho vay trong khi chờ nhu cầu tiêu dùng phục hồi.

Cho vay kinh doanh (+2,2% sv đầu năm) và thẻ tín dụng (+5,6% sv đầu năm) là những phân khúc tăng trưởng mạnh nhất tại Q2/24 trong lĩnh vực cho vay bán lẻ. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng phục hồi trong Q4/24 sẽ thúc đẩy phân khúc cho vay bán lẻ của ngân hàng mẹ. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng phân khúc cho vay mua nhà tăng trưởng ở mức vừa phải trong năm 2024 và sẽ phục hồi rõ ràng hơn trong năm 2025. Với 60-65% nợ xấu trong Q2/24 đến từ phân khúc cho vay mua nhà, kết hợp với nhu cầu cho vay nhà ở dự án tăng trưởng chậm, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ thận trọng hơn trong việc mở rộng danh mục cho vay mua nhà trong nửa cuối năm 2024.

Đối với phân khúc cho vay doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng VPB có thể đẩy mạnh cho vay khách hàng SME bằng cách cung cấp các gói cho vay lãi suất thấp. Bên cạnh đó, VPB cung cấp nhiều dịch vụ giải pháp thanh toán cho SME

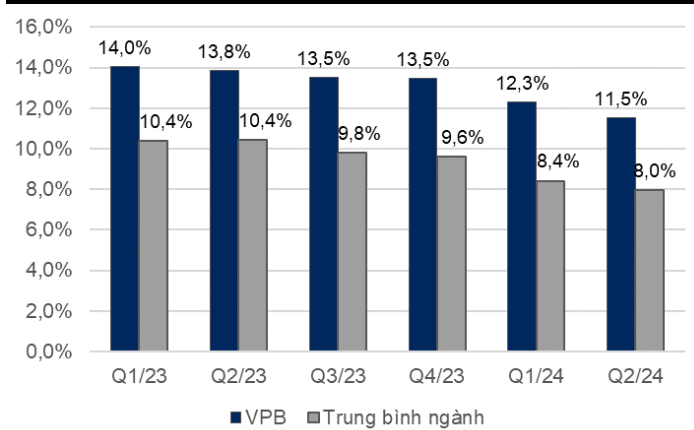
và khách hàng cá nhân, điều này có thể làm tăng thu nhập từ phí và tỷ lệ CASA của ngân hàng. Theo ban lãnh đạo VPB, đến cuối Q2/24, có khoảng 500 khách hàng FDI từ Nhật Bản, Mỹ và các quốc gia khác. Chúng tôi cho rằng cho vay phân khúc FDI vẫn là thị trường tiềm năng, trong bối cảnh vốn FDI thực hiện tại Việt Nam tăng 8% svck trong 8T24.

Hình 6: Cho vay bất động sản và hộ kinh doanh mở rộng trong Q2/24



Nguồn: BCTC, FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Lợi suất cho vay bình quân giảm dần

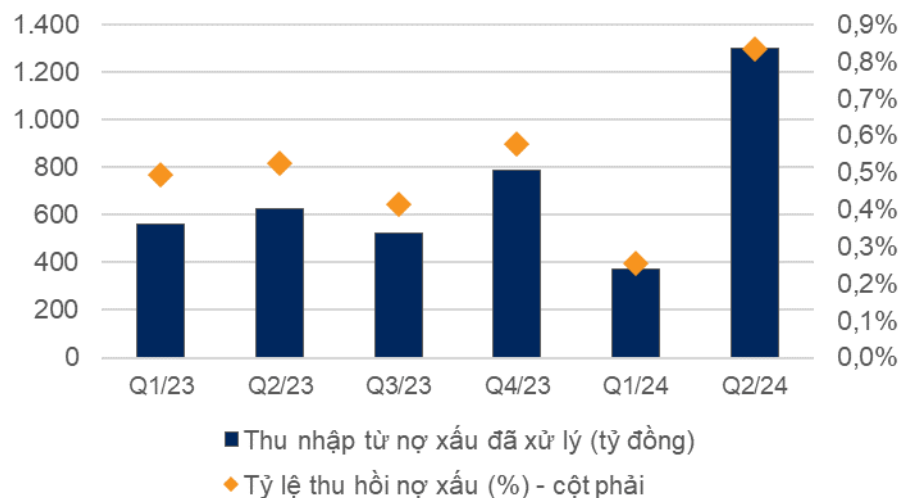


Nguồn: BCTC, FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Nỗ lực thu hồi nợ xấu mạnh mẽ sẽ thúc đẩy thu nhập ngoài lãi tăng trưởng

Ngân hàng đã có một chiến lược thu hồi nợ xấu tích cực và có hệ thống, bằng cách sử dụng các biện pháp thu hồi nghiêm ngặt và tăng cường đàm phán với con nợ. Chiến lược này bao gồm đẩy nhanh xử lý các khoản nợ có rủi ro cao và triển khai bộ phận thu hồi nợ chuyên biệt với hơn 2.500 nhân sự. Đã có hơn 10 triệu cuộc gọi thu hồi nợ xấu và khoảng 200.000 lượt liên hệ trực tiếp với khách hàng. Kết quả là, thu nhập từ việc thu hồi nợ xấu tăng vọt 108% svck (+249% sv quý trước) trong Q2/24. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ đẩy nhanh quy trình thu hồi nợ xấu và giúp giám sát nợ xấu chặt chẽ hơn.

Hình 8: Tỷ lệ thu hồi nợ xấu cải thiện trong Q2/24



Nguồn: BCTC, VNDIRECT RESEARCH

Tín hiệu tích cực từ quá trình tái cấu trúc FE Credit

FE Credit ghi nhận LNTT trong Q2/24 là 145 tỷ, giảm lỗ lũy kế 6T24 xuống còn 707 tỷ VND. Dư nợ cho vay tăng 3,5% từ đầu năm, đạt khoảng 56.000 tỷ đồng, với dư nợ giải ngân mới tăng 9% sv quý trước tính đến cuối Q2/24. Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu của FEC tăng 5 điểm % lên khoảng 22% trong Q2/24, cho thấy các khoản vay gặp vấn đề từ trước vẫn tiếp tục ảnh hưởng đến chất lượng tài sản. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng quá trình “làm sạch” các khoản vay này đang dần hoàn tất. Nhìn về nửa cuối năm 2024, FEC có thể mở rộng danh mục cho vay khách hàng đồng thời giảm chi phí tín dụng sau khi đã trích lập dự phòng cho các khoản vay gặp vấn đề.

Định giá: Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu 23.800 đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn với lãi suất phi rủi ro thấp hơn là 2,63% (so với trước đó là 2,7%) và phần bù rủi ro thấp hơn là 7,79%, sau khi cập nhật các điều chỉnh từ [NYU Stern](#) vào tháng 1/2024. Chúng tôi kết hợp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng tương đương nhau (50%) để đưa ra mức giá mục tiêu là 23.800 đồng cho VPB.

Chúng tôi đưa ra hệ số P/B mục tiêu là 1,15x cho năm 2024-25. Trong quá khứ, VPB thường giao dịch cùng mức với P/B trung bình ngành. Tuy nhiên, kể từ đầu năm nay, VPB giao dịch ở mức chiết khấu 13% so với ngành, phần lớn là do lo ngại về chất lượng tài sản của ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng tình hình cho vay cải thiện trong nửa cuối năm sẽ giúp ROE tăng đạt 11%, cao hơn mức hiện tại. Vì vậy, chúng tôi dự phóng P/B mục tiêu là 1,15x, cao hơn so với mức 1,11x hiện tại. P/B mục tiêu này cũng phản ánh dự phóng của chúng tôi về ROE của VPB thấp hơn trung bình ngành cho năm 2024 (xem Hình 14).

Tiềm năng tăng giá bao gồm: (1) FE Credit phục hồi sớm hơn dự kiến và (2) tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) nợ xấu cao hơn dự kiến và (2) tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến

Hình 9: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%
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
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Long-run COE						14,5%
Vốn chủ sở hữu (cuối kì)	140.971	161.450	188.391	221.814	262.365	300.408
ROE (%)	10,8%	13,5%	15,4%	16,3%	16,8%	12,7%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	(1.076)	3.813	7.854	11.152	14.327	79.721
Tỷ lệ chiết khấu	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	(962)	3.050	5.617	7.132	8.195	45.597
Giá trị sổ sách đầu kỳ	134.631					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	23.031					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	45.597					
Giá trị vốn chủ sở hữu	203.259					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7.934					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	25.619					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	25.619	12.809
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2023)	50%	21.918	10.959
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			23.768
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			23.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đã thực hiện phân tích độ nhạy đối với chi phí vốn chủ sở hữu và giá trị ROE tại năm cuối. ROE tại năm cuối được tính dựa trên ROE trung bình của giai đoạn 2024-28, nhằm phản ánh quan điểm của chúng tôi về tác động của sự phục hồi của FE Credit trong giai đoạn 2025-28 đến ROE hợp nhất của VPB.

Hình 11: Phân tích độ nhạy đối với COE và ROE tại năm cuối

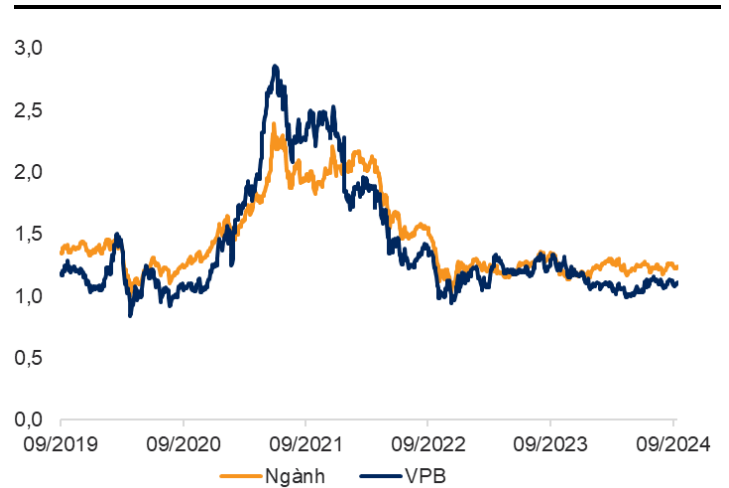
Chi phí vốn		ROE				
		12,5%	13,5%	14,5%	15,5%	16,5%
9,8%		27.170	27.310	27.382	27.455	27.529
10,8%		25.180	25.320	25.392	25.465	25.540
11,8%		23.523	23.663	23.735	23.808	23.883
12,8%		22.122	22.262	22.334	22.407	22.482
13,8%		20.922	21.062	21.134	21.207	21.282

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Hệ số P/B hiện tại so với quá khứ của VPB



Hình 13: Hệ số P/B so với trung bình ngành của VPB

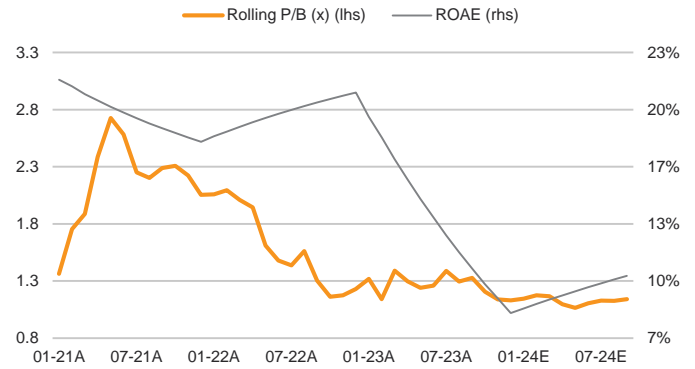
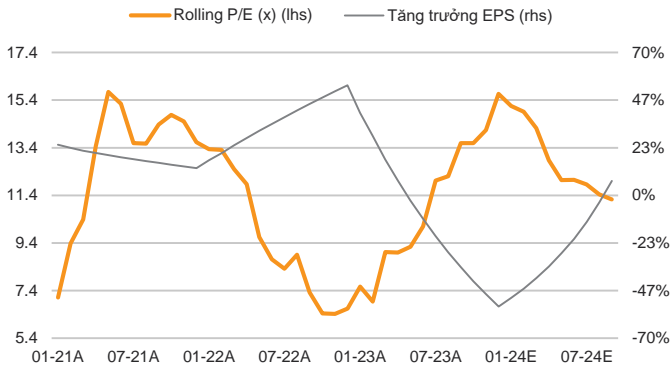


Hình 14: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 23/09/2024)

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	12T	2024
Vietcombank	VCB VN	20.646	3,1%	3,0%	1,2%	0,9%	2,8	2,5	15,3	14,5	13,8%	1,8%	1,8%	20,0%	18,9%
VietinBank	CTG VN	7.621	3,0%	2,9%	1,3%	1,4%	1,4	1,3	9,3	11,4	14,5%	1,0%	1,0%	16,0%	16,2%
NHTMCP Đầu tư và Phát triển VN	BID VN	11.338	2,6%	2,3%	1,5%	1,5%	2,2	2,0	12,3	13,0	29,1%	1,0%	1,0%	19,1%	18,8%
Techcombank	TCB VN	6.527	3,9%	4,1%	1,1%	0,9%	1,2	1,1	7,5	7,1	25,0%	2,6%	2,5%	16,6%	16,0%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	5.239	4,6%	4,7%	2,5%	1,6%	1,3	1,1	6,0	6,6	9,0%	2,4%	2,1%	23,4%	20,1%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	4.446	3,9%	3,9%	1,5%	1,2%	1,5	1,3	6,7	6,6	12,2%	2,3%	2,2%	23,9%	21,8%
NHTMCP HDBank	HDB VN	3.136	5,6%	5,1%	2,2%	1,8%	1,5	1,4	6,4	6,3	16,4%	2,2%	1,9%	27,0%	24,6%
NHTMCP Quốc tế VIB	VIB VN	2.199	4,2%	4,2%	3,6%	3,3%	1,4	1,0	7,1	4,8	19,9%	1,9%	2,2%	21,4%	23,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	1.634	4,3%	4,1%	2,2%	2,3%	1,1	1,1	8,5	6,7	11,4%	1,3%	1,6%	14,2%	17,0%
NHTMCP Lộc Phát	LPB VN	3.168	3,1%	3,3%	1,4%	1,1%	2,0	1,8	9,2	9,4	7,8%	2,1%	2,0%	26,1%	21,8%
Trung bình			4,0%	3,9%	2,1%	2,0%	1,6	1,4	9,0	8,5	19,0%	1,8%	1,8%	19,6%	19,2%
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	6.032	5,8%	5,7%	4,8%	4,9%	1,1	1,1	12,4	10,0	40,5%	1,4%	1,6%	9,8%	10,8%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Thu nhập lãi thuần	38,175	48,274	58,564
Thu nhập lãi suất ròng	11,315	12,923	12,708
Tổng lợi nhuận hoạt động	49,489	61,197	71,273
Tổng chi phí hoạt động	(13,941)	(14,786)	(18,311)
LN trước dự phòng	35,548	46,411	52,962
Tổng trích lập dự phòng	(24,994)	(27,980)	(28,042)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	10,554	18,431	24,920
Thuế	(2,310)	(3,844)	(4,984)
Lợi nhuận sau thuế	8,244	14,587	19,936
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,480	253	(129)
LN ròng	9,724	14,841	19,807

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tổng cho vay khách hàng	566,271	701,443	874,618
Cho vay các ngân hàng khác	94,094	120,539	130,476
Tổng cho vay	660,365	821,982	1,005,094
Chứng khoán - Tổng cộng	107,132	74,710	77,743
Các tài sản sinh lãi khác	9,244	15,797	15,797
Tổng các tài sản sinh lãi	776,741	912,489	1,098,634
Tổng dự phòng	(15,017)	(15,499)	(18,447)
Tổng cho vay khách hàng	551,472	686,127	856,362
Tổng tài sản sinh lãi ròng	761,723	896,990	1,080,187
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2,285	2,871	3,457
Tổng đầu tư	189	209	252
Các tài sản khác	53,369	55,254	66,539
Tổng tài sản không sinh lãi	55,844	58,333	70,247
Tổng tài sản	817,567	955,323	1,150,434
Nợ khách hàng	442,368	524,781	694,811
Dư nợ tín dụng	47,787	56,389	61,038
Tài sản nợ chịu lãi	490,156	581,170	755,849
Tiền gửi	160,475	186,183	201,499
Tổng tiền gửi	650,631	767,354	957,348
Các khoản nợ lãi suất khác	22	1,039	1,039
Tổng các khoản nợ lãi suất	650,653	768,393	958,386
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	27,118	48,985	42,100
Tổng nợ không lãi suất	27,118	48,985	42,100
Tổng nợ	677,771	817,377	1,000,486
Vốn điều lệ và	79,339	79,339	79,339
Thặng dư vốn cổ phần	23,993	23,993	23,993
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	19,066	18,030	29,903
Các quỹ thuộc VCSH	12,233	11,675	11,675
Vốn chủ sở hữu	134,631	133,037	144,910
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,164	4,909	5,038
Tổng vốn chủ sở hữu	139,796	137,946	149,948
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	817,567	955,323	1,150,434

	12-23A	12-24E	12-25E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	45.9%	18.6%	32.4%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	29.2%	23.9%	24.7%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	(6.9%)	26.5%	21.3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	(18.6%)	30.6%	14.1%
Tăng trưởng LN ròng	(46.5%)	52.6%	33.5%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	32.6%	17.8%	20.4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	1,226	1,871	2,497
BVPS (VND)	16,969	16,768	18,265
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	(54.5%)	52.6%	33.5%

Các chỉ số chính

	12-23A	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5.6%	5.7%	5.8%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(28.2%)	(24.2%)	(25.7%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	5.0%	4.8%	4.5%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	5.1%	4.9%	4.6%
LN/ TB cho vay	5.0%	4.4%	3.6%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	87.8%	91.6%	91.5%
Thu nhập/ TS sinh lãi	11.2%	9.4%	9.7%
Chi phí cho các quỹ	6.6%	4.4%	4.5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5.3%	5.4%	5.6%
ROAE	8.4%	11.1%	14.3%

Nguồn: VND RESEARCH

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

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Trần Kim Phượng – Chuyên viên phân tích

Email: 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

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