

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (VPB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND29.400	VND44.400	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 05/08/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

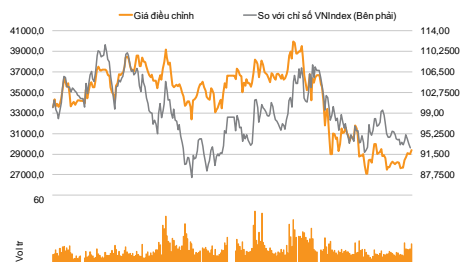
Consensus*: Mua:13 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -2,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 3,1%.
- Tăng EPS giai đoạn 2022-2024 40,1%/9,3%/5,9%.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	39.950
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	312.213
Thị giá vốn (tỷ VND)	128,919
Free float (%)	73
P/E trượt (x)	11,2
P/B hiện tại (x)	1,69

Cơ cấu sở hữu

Ông Ngô Chí Dũng	4,5%
Ông Bùi Hải Quân	2,3%
Ông Lô Bằng Giang	0,1%
Khác	93,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

Q2/22 trầm lắng sau Q1/22 bùng nổ

- Lợi nhuận (LN) ròng hợp nhất Q2/22 giảm 12,7% svck về 3.508 tỷ đồng do chi phí quản lý và chi phí dự phòng tăng cao.
- Lợi nhuận trước thuế 6T22 tăng 67,9% svck đạt 15.323 tỷ đồng phần lớn nhờ khoản phí độc quyền ghi nhận trong Q1/22.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.400đ/cp do chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu.

Q2/22: Dự phòng tăng làm giảm đà tăng trưởng

Thu nhập lãi (NII) hợp nhất tăng 13,4% svck chủ yếu nhờ cho vay tăng trưởng 26,3% svck và NIM giảm nhẹ trong Q2/22. Thu nhập ngoài lãi (non-II) gần như không đổi nhờ thu nhập từ phí tăng lên bù trừ với phần giảm từ hoạt động đầu tư chứng khoán. Chi phí hoạt động tăng 25,1% svck do tăng trưởng thu nhập trung bình và số lượng nhân viên, kéo tỷ lệ CIR lên 26,5% trong Q2/22, cao hơn mức 16,4% trong Q1/22 và 23,4% trong Q2/21. Chi phí dự phòng tăng mạnh 33% svck, nâng chi phí tín dụng lên 5,8% trong Q2/22, cao hơn mức 5,1% trong Q2/21.

Trong 6T22, VPB ghi nhận LN trước thuế đạt 15.323 tỷ đồng (+67,9% svck), chủ yếu nhờ khoản phí độc quyền ghi nhận trong Q1/22 với giá trị ước tính là 5.500 tỷ đồng. Cho vay tăng trưởng 10,5% sv đầu năm, cao hơn mức 6,9% sv đầu năm trong 6T21 trong khi NIM giảm 145 điểm cơ bản svck về 7,6%.

FE Credit có vẻ chưa được như kế hoạch ban đầu

Theo ước tính của chúng tôi, FE Credit tín dụng giảm nhẹ 2,1% sv quý trước trong Q2/22, và gần như không đổi so với mức cuối năm 2021. Chi phí dự phòng tăng 14,9% kéo lợi nhuận trước thuế giảm 222% svck trong Q2/22. FE Credit ghi nhận lợi nhuận trước thuế 6T22 khoảng 130 tỷ đồng (giảm 89% svck), còn khá xa so với kế hoạch ban đầu đạt từ 4.000 – 5.000 tỷ đồng.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm

Theo ước tính của chúng tôi, trong 6T22, FE Credit ghi nhận nợ xấu tăng 113% svck, nâng tỷ lệ nợ xấu (NPL) lên khoảng 15,1% vào cuối Q2/22. NPL hợp nhất lên 5,25% vào cuối Q2/22 từ mức 4,83% cuối Q1/22 và 4,47% cuối Q4/21. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) được cải thiện lên mức 62,6% vào cuối Q2/22 từ mức 60,9% vào cuối Q4/21

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 44.400 đồng/cp

Chúng tôi nâng điều chỉnh EPS giai đoạn 2022-2024 để phản ánh khoản phí độc quyền 5.500 tỷ đồng được ghi nhận trong Q1/22. Tuy nhiên, chúng tôi giảm P/B mục tiêu về 2,0 từ mức 2,2 trước đó nhằm phản ánh bối cảnh tín dụng bị thắt chặt. Rủi ro giảm bao gồm lạm phát và nợ xấu cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	32.346	34.349	40.548	48.687
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	8,7%	7,6%	7,3%	7,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	39.033	44.302	58.614	61.647
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(14.622)	(19.002)	(17.701)	(19.272)
LN ròng (tỷ)	10.414	11.808	21.242	20.585
Tăng trưởng LN ròng	26,1%	13,4%	79,9%	(3,1%)
EPS điều chỉnh	4.116	2.621	4.665	4.520
BVPS	20.867	17.413	21.893	26.414
ROAE	21,9%	18,0%	23,8%	18,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Q2/22 TRẦM LẮNG SAU Q1/22 BÙNG NỔ

Luận điểm đầu tư

Khuyến nghị Khả quan của chúng tôi dựa trên:

(1) Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng mẹ VPB sẽ có được hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn trong nửa cuối năm 2022 (~ 23% theo dự báo của chúng tôi) nhờ tỷ lệ an toàn vốn (CAR) cao (12,7%) và tỷ lệ LDR thấp (70,8%) vào cuối Q2/22. Bên cạnh đó, nếu phát hành riêng lẻ cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược thành công sẽ giúp tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng lên hơn 17% (theo ước tính của chúng tôi), điều này sẽ giúp ngân hàng tiếp tục duy trì hạn mức tăng trưởng tín dụng cao trong những năm tiếp theo. Trong buổi gặp gỡ với chuyên viên phân tích vào ngày 28/7/2022, ngân hàng cho biết sẽ đặt mục tiêu hoàn tất thương vụ này trong năm nay.

(2) Chúng tôi dự báo FE Credit sẽ phục hồi mạnh trong nửa cuối năm 2022 nhờ nhu cầu tiêu dùng cao, đặc biệt nhờ những sự kiện sản phẩm công nghệ mới vào Q3/22. Kết quả, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của FE Credit có thể đạt hơn 1.500 tỷ đồng trong năm nay.

(3) Chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ ở mức 42,6%/22,2%/21,5% svck giai đoạn 2022-2024 (đã loại đi khoản phí độc quyền bảo hiểm).

VPB đang giao dịch ở mức 1,3 lần P/B (trung bình ngành là 1,5 lần) – thấp hơn mức trung bình 3 năm khoảng 19%.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 44.400 đồng/cp

Chúng tôi giảm P/B mục tiêu về mức 2,0 từ mức 2,2 trước đó nhằm phản ánh bối cảnh tín dụng bị thắt chặt và chi phí vốn tăng.

Rủi ro giảm bao gồm lạm phát và nợ xấu cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Hình 1: Định giá giá mục tiêu

Định giá	
Tổng nguồn vốn trong năm 2022 (tỷ đồng)	99.700
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành trong năm 2022 (triệu cp)	4.494
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	22.187
Hệ số P/B (2,0 lần)	2,0
Giá mục tiêu (VND/cp)	44.374
Giá mục tiêu (VND/cp, làm tròn)	44.400

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (số liệu cập nhật ngày 4/8/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE (%)		ROA (%)	
						2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	82.500	95.600	15,0	2,5	2,2	16,0	13,3	20,8%	20,5%	20,3%	1,8%	1,9%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	28.850	41.700	6,0	1,3	1,2	11,3	9,5	16,3%	16,3%	16,9%	1,0%	1,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	38.400	66.400	5,7	1,2	1,0	5,9	4,9	20,6%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	26.950	40.800	4,3	1,4	1,1	6,6	5,5	21,7%	24,5%	24,1%	2,5%	2,6%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.000	33.400	3,6	1,2	1,0	5,7	4,8	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	26.100	34.400	2,4	1,5	1,4	6,3	6,0	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
	TPB VN	Khả quan	28.800	41.100	1,9	1,4	1,1	7,3	6,0	21,0%	20,9%	20,6%	2,0%	2,2%
Trung bình						1,5	1,3	8,4	7,1	19,4%	22,3%	21,6%	2,2%	2,3%
VPBank	VPB VN	Khả quan	29.400	44.400	5,3	1,3	1,1	8,6	6,2	8,5%	23,8%	18,7%	3,6%	2,6%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

Q2/22 nhìn lại: Chi phí tín dụng kéo LN ròng giảm

Hình 3: Kết quả kinh doanh Q2/22 và 6T22 (tỷ đồng)

	Q2/22	% svck	Q1/22	% sv quý trước	6T22	%svck	Dự báo VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	10.466	13,4%	9.888	5,8%	20.353	10,9%	43.314	47,0%	Thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi.
Thu nhập ngoài lãi	2.821	0,2%	8.382	-66,3%	11.203	136%	11.645	96,2%	Cao hơn do VPB ghi nhận phí độc quyền bảo hiểm trong Q1/22.
Tổng thu nhập HDKD	13.286	10,3%	18.270	-27,3%	31.556	37%	54.959	57,4%	
Chi phí hoạt động	(3.524)	25,1%	(2.991)	17,8%	(6.515)	20%	(15.553)	41,9%	Ngân hàng đã quản lý chi phí tốt hơn so với dự báo của chúng tôi, CIR chỉ ở mức 20,5% trong 6T22 (25% nếu không có phí độc quyền), thấp hơn mức dự báo của chúng tôi là 28,5%.
LN trước dự phòng	9.762	5,8%	15.279	-36,1%	25.041	42%	39.406	63,5%	
Chi phí dự phòng	(5.586)	33,0%	(4.132)	35,2%	(9.718)	12%	(20.452)	47,5%	Thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận trước thuế	4.177	-17,0%	11.146	-62,5%	15.323	70%	18.954	80,8%	
Lợi nhuận sau thuế	3.508	-12,7%	8.672	-59,5%	12.180	69%	15.163	80,3%	Cao hơn dự báo của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

Hình 4: Các chỉ tiêu chính của VPB theo quý

Các chỉ số chính	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HDKD	84,0%	82,2%	81,0%	86,1%	83,2%	81,6%	82,5%	76,6%	73,8%	77,0%	54,1%	78,8%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HDKD	16,0%	17,8%	19,0%	13,9%	16,8%	18,4%	17,5%	23,4%	26,2%	23,0%	45,9%	21,2%
NIM (dự phóng cả năm)	9,3%	9,3%	8,9%	8,7%	8,5%	8,9%	9,1%	8,9%	6,9%	7,2%	7,6%	7,6%
Cho vay/Huy động (Thông tư 36)	83,7%	79,7%	78,7%	79,9%	79,5%	82,6%	81,9%	81,9%	78,2%	81,3%	82,3%	79,8%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	3,5%	3,4%	3,0%	3,2%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%	4,0%	4,5%	4,8%	5,3%
Dự phòng/Nợ xấu (LLR)	49,6%	46,4%	52,0%	48,8%	47,9%	45,3%	43,9%	44,7%	48,9%	60,9%	63,6%	62,0%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	5,6%	5,6%	5,7%	4,9%	5,1%	5,3%	6,0%	5,5%	6,3%	6,4%	4,5%	5,8%
Chi phí/Thu nhập (CIR)	34,7%	34,0%	33,1%	28,6%	29,4%	25,8%	23,5%	23,4%	24,2%	25,8%	16,4%	26,5%
Dự phòng/Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	55,2%	54,2%	56,0%	42,5%	57,9%	54,4%	52,6%	45,5%	64,9%	65,4%	27,0%	57,2%

Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

Ngân hàng mẹ: Kỳ vọng hạn mức tín dụng khả quan hơn

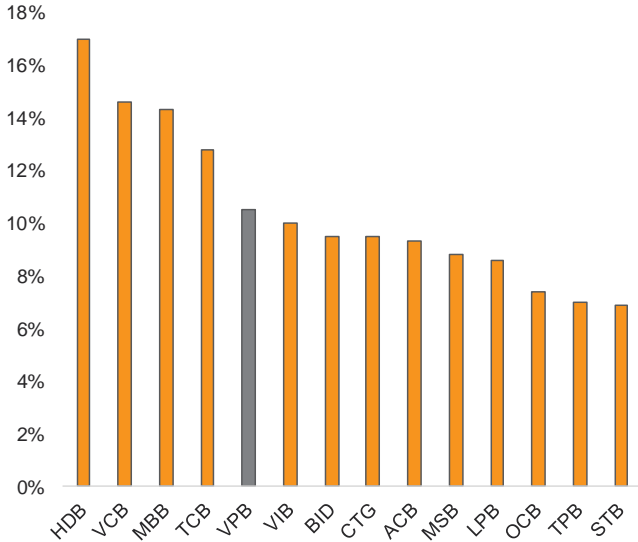
Thu nhập lãi (NII) Q2/22 ngân hàng mẹ tăng 26,9% svck đạt 6.450 tỷ đồng, nhờ cho vay tăng trưởng 12,9% svck nhưng NIM giảm (47 điểm cơ bản svck). Cho vay tăng trưởng mạnh đạt 10,5% so với đầu năm – cao hơn mức tăng trưởng toàn ngành là 9,35% so với đầu năm. Cho vay bán lẻ tăng trưởng 23,5% so với đầu năm, đóng góp 54% trong tổng cho vay, trong khi đó cho vay SME cũng đạt mức tăng trưởng 11,9% so với đầu năm. Với tỷ lệ an toàn vốn (CAR) cao (12,7%) và LDR (70,8%) vào cuối Q2/22, chúng tôi dự báo ngân hàng mẹ sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao, khoảng 23% trong năm nay.

Việc tập trung vào những lĩnh vực cho vay phân khúc rủi ro cao hơn giúp ngân hàng mẹ duy trì tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi cao (9% trong Q2/22). Bên cạnh đó, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) tiếp tục được cải thiện lên mức 19,2% trong Q2/22, cao hơn mức 18,8% trong Q2/21, nhờ vào việc ngân hàng nâng cao nền tảng số hóa của mình, điều này giúp giảm chi phí sử dụng vốn (CoF), từ đó tăng trưởng NIM từ Q3/21. NIM ngân hàng mẹ đạt 5,42% trong Q2/22, cao hơn mức 5,08% trong Q4/21 nhưng vẫn thấp hơn mức 5,9% trong Q2/21.

Chúng tôi dự báo tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi giảm từ 20 – 50 điểm cơ bản svck trong năm 2022. Mặc dù ngân hàng sẽ tiếp tục giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 nhưng ngân hàng có thể cải thiện một phần giảm nhờ việc tiếp tục mở rộng cho vay bán lẻ và SME. Về mặt lãi suất huy động, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng lãi suất tiền gửi có thể chậm lại trong Q3/22 do nhu cầu vốn thấp khi ngân hàng đã gần chạm hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp. Tuy nhiên, tốc độ tăng lãi suất tiền gửi sẽ tăng tốc trong Q4/22 khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) sẽ nói

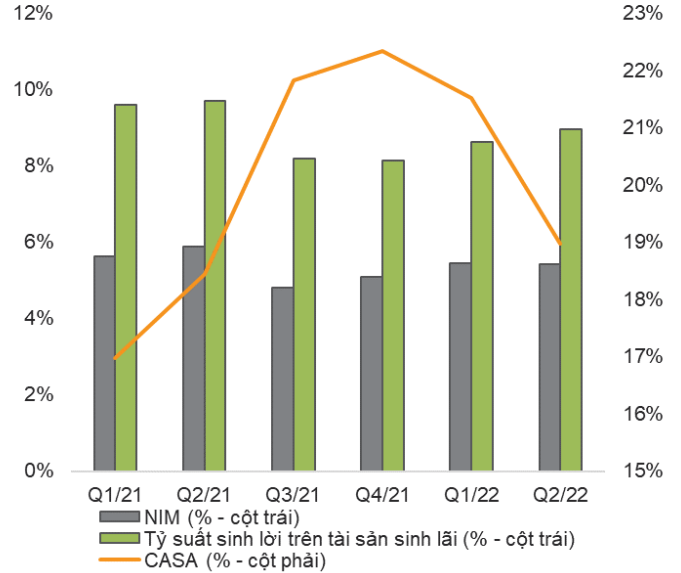
hạn mức tín dụng đối với ngân hàng. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ tăng từ 50 – 100 điểm cơ bản svck trong năm 2022.

Hình 5: VPB tăng trưởng cho vay đứng thứ 5 toàn ngành trong Q2/22 (% so với đầu năm)



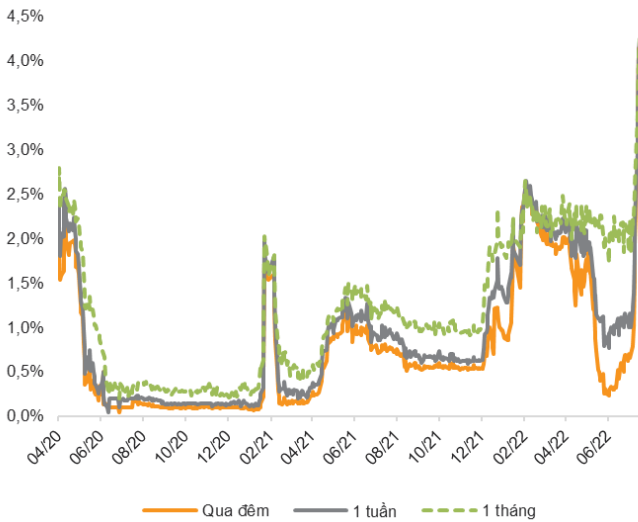
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo các ngân hàng

Hình 6: Tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi và tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao giúp NIM cải thiện từ Q3/21



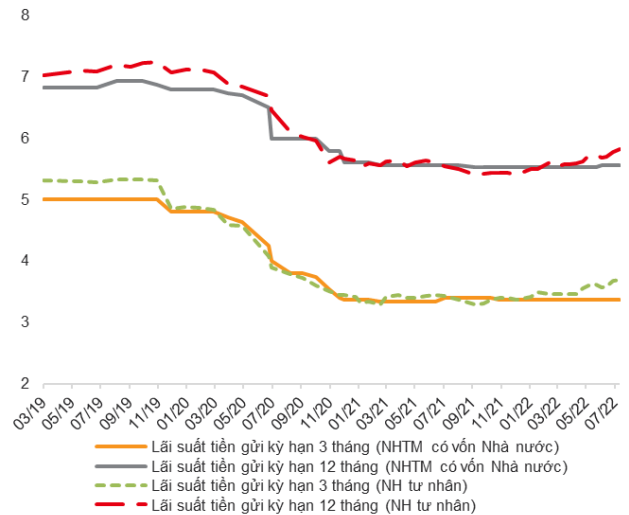
Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

Hình 7: Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh tháng 7/2022



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Hình 8: Lãi suất huy động bắt đầu tăng mạnh từ tháng 5/2022 (%)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

Thu nhập ngoài lãi (non-IL) giảm 21% svck về 2.309 tỷ đồng do thu nhập từ hoạt động chứng khoán giảm 74,9% svck bù trừ một phần với sự tăng của thu nhập khác (378% svck) và thu nhập từ phí (41,8% svck). Thu nhập từ phí tăng chủ yếu nhờ thu nhập từ hoạt động bảo hiểm tăng 37% svck và hoạt động dịch vụ tăng 116% svck.

Chúng tôi cho rằng việc VPB triển khai hai hợp đồng bảo hiểm: bảo hiểm nhân thọ với AIA và phi nhân thọ với OPES sẽ giúp thu nhập từ bảo hiểm sẽ tăng lên nhiều kể từ năm 2022. Chúng tôi nâng thu nhập khác trong năm 2022 để phản ánh khoản phí trả trước đã được ghi nhận và khả năng thu hồi nợ khó đòi cao hơn chúng tôi dự kiến trong 6T22. Kết quả là thu nhập ngoài lãi tăng 55,1% so với dự báo trước đó.

Ngân hàng mẹ tiếp tục quản lý chi phí hiệu quả với tỷ lệ CIR đạt 22,5% trong Q2/22 – mức thấp nhất trong số các ngân hàng Việt Nam trong khi chi phí tín dụng tăng 27,8% svck. Chi phí tín dụng tăng lên 2,9% vào cuối Q2/22 từ mức 2,8% vào cuối Q1/22 nhưng thấp hơn mức 4,2% vào cuối Q4/21.

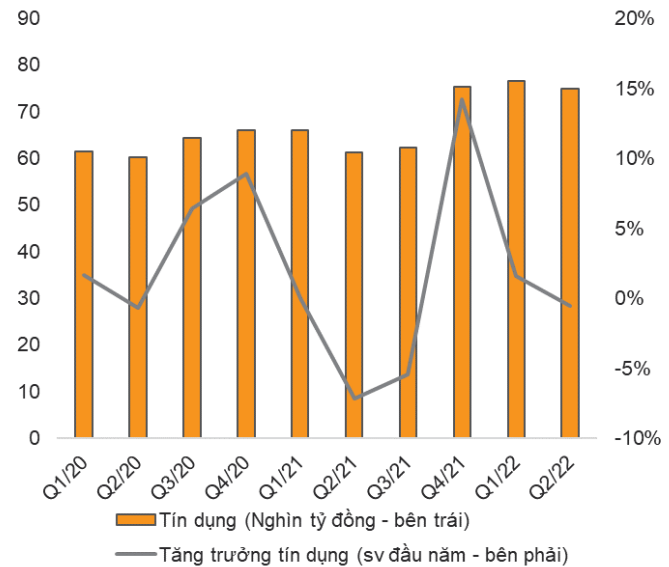
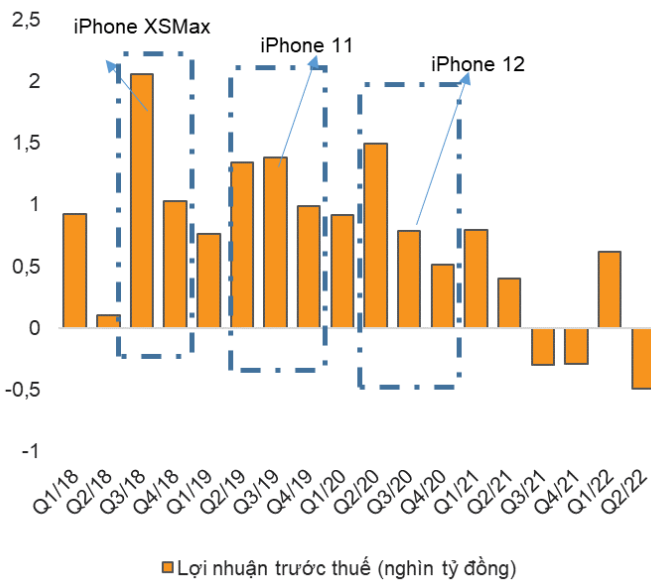
FE Credit: Chúng tôi kỳ vọng phục hồi trong nửa cuối năm 2022

Tín dụng Q2/22 gần như duy trì ở mức 70 nghìn tỷ đồng từ cuối Q4/21 (+23,3% svck, giảm 5% so với đầu năm) trong khi NIM giảm 5,2% svck, điều này làm thu nhập từ hoạt động kinh doanh (TOI) giảm về mức 4 nghìn tỷ đồng (giảm 4% svck). Tuy nhiên, chi phí dự phòng tăng mạnh (15% svck, 50% so với quý trước) kéo lợi nhuận trước thuế giảm 222% svck, theo ước tính của chúng tôi.

Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu dùng trong việc cập nhật xu hướng với các mẫu điện thoại mới là một yếu tố thúc đẩy tăng trưởng tài chính tiêu dùng, đặc biệt với các khách hàng của FE Credit. Trước và sau thời điểm ra mắt iPhone mới khoảng một quý, nhu cầu tài chính cá nhân có vẻ tăng lên đáng kể, giúp lợi nhuận trước thuế của FE Credit tăng trưởng mạnh hơn so với quãng thời gian trước đó. Với mẫu iPhone 14 dự kiến ra mắt vào Q3/22, chúng tôi cho rằng đây là một yếu tố giúp tăng trưởng tín dụng của FE Credit trong năm. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng tín dụng của FE Credit trong cả năm 2022 là 5% svck.

Hình 9: Lợi nhuận trước thuế của FE Credit khi iPhone mới ra mắt

Hình 10: Tín dụng và tốc độ tăng trưởng tín dụng của FE Credit

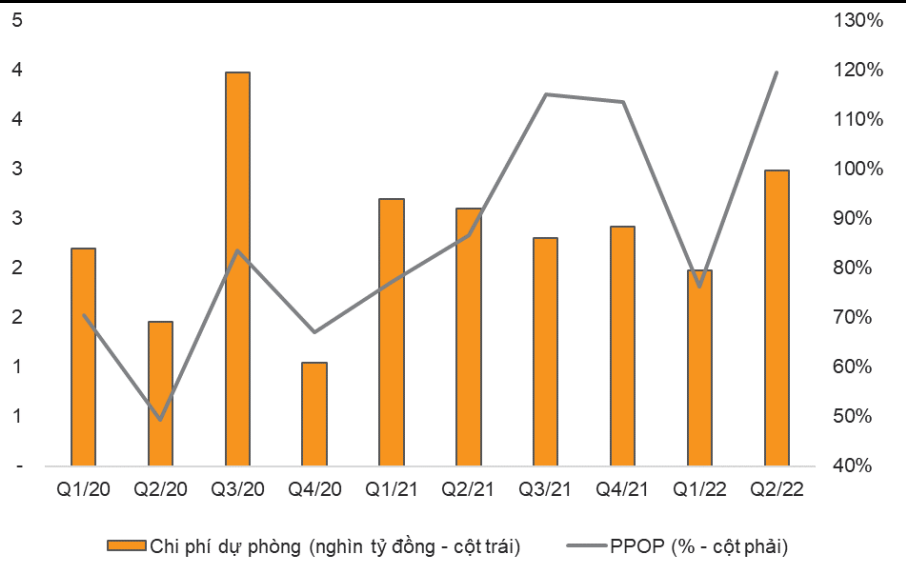


Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

Chúng tôi nhận thấy Covid-19 đã ảnh hưởng nặng nề đến người lao động – đối tượng khách hàng chính của FE Credit, điều này dẫn đến chi phí tín dụng tăng mạnh vào Q2/22. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chi phí này sẽ giảm trong nửa sau của năm 2022 nhờ: 1) kinh tế phục hồi sẽ giúp ổn định và tăng trưởng thu nhập của người lao động, 2) FE Credit đã trích lập dự phòng từ trước nhằm nâng cao chất lượng tài sản, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt khoảng 60% trong Q2/22 – mức cao nhất theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi dự báo tỷ lệ dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng đạt 85% trong năm 2022, thấp hơn mức 94,3% trong năm 2021 theo ước tính của chúng tôi.

Hình 11: Chi phí dự phòng/Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) từ năm 2020



Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

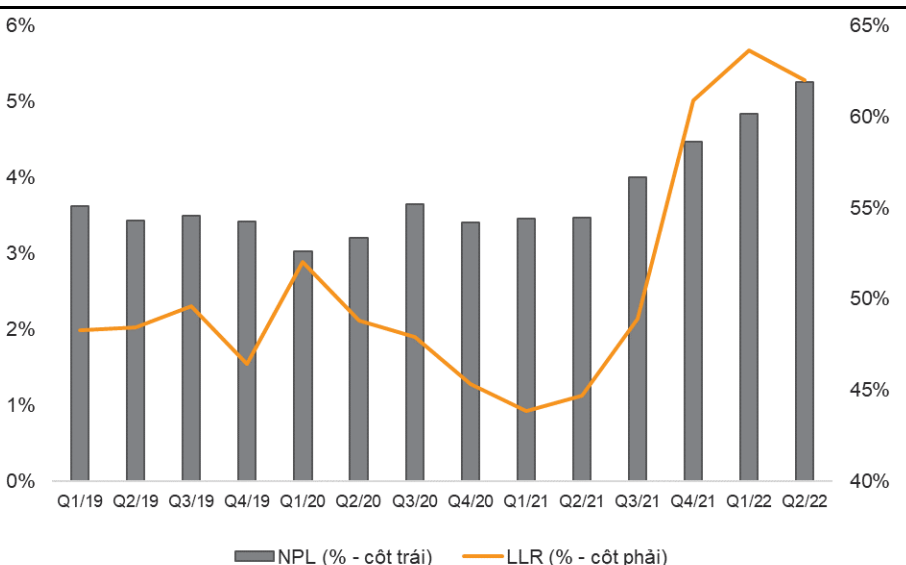
Cùng với sự phục hồi mạnh mẽ từ nhu cầu tín dụng tài chính tiêu dùng sau dịch và sự hỗ trợ từ SMBC, chúng tôi dự báo FE Credit có thể phục hồi trong vài quý tới. Chúng tôi dự báo LN trước thuế của FE Credit có thể đạt hơn 1.500 tỷ đồng trong năm nay nhờ cho vay tăng trưởng 5% svck và NIM đạt 21.4%.

Tuy nhiên chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm

NPL lên mức 5,25% vào cuối Q2/22, cao hơn mức 4,83% cuối Q1/22 và 4,5% cuối Q4/21 trong khi LLR đạt 62% vào cuối Q2/22, thấp hơn mức 63,6% cuối Q1/22 nhưng cao hơn 60,9% cuối Q4/21. Trong đó, nợ xấu FE Credit tăng 113,1% svck đạt khoảng 11.821 tỷ đồng, chiếm 57,3% tổng nợ xấu hợp nhất, theo ước tính của chúng tôi.

Một điểm sáng là khoảng 97% khách hàng được tái cơ cấu nợ vay đã trả nợ từ Q1/22 và nợ tái cấu trúc đã giảm 22,7% so với quý trước, từ mức 12,7 nghìn tỷ trong Q1/22 về mức 9,8 nghìn tỷ trong Q2/22. Thêm vào đó, chúng tôi dự báo cho vay bán lẻ và SME sẽ phục hồi sau đại dịch sẽ giúp VPB giảm chi phí tín dụng về mức 4,5%/4,1%/4,1% giai đoạn 2022-2024.

Hình 12: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) và tỷ lệ nợ xấu (NPL) từ năm 2019



Nguồn: VNDIRECT Research, VPB

Dự phóng giai đoạn 2022-2024

Chúng tôi giữ nguyên dự báo về NII của ngân hàng mẹ, nhưng giảm NIM của FE Credit xuống mức 21,4%/21,5%/21,7% giai đoạn 2022-2024, chúng tôi tin FE Credit sẽ giảm lãi suất để hỗ trợ cũng như kích cầu tiêu dùng. Kết quả, thu nhập từ lãi giảm 6,4%/6,8%/7,3% so với dự báo cũ.

Chúng tôi nâng thu nhập ngoài lãi của ngân hàng mẹ lên 18.067 tỷ đồng nhằm phản ánh khoản phí độc quyền ghi nhận vào Q1/22 và thu hồi nợ xấu cao hơn chúng tôi dự kiến trong Q1/22. Chúng tôi ước tính giá trị khoản phí độc quyền này là khoản 5.500 tỷ đồng và thu hồi nợ xấu tăng khoảng 28% svck trong năm 2022.

Chúng tôi cũng giảm tỷ lệ CIR về 27% từ mức 28% trước đó (không tính khoản phí độc quyền) khi chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ vẫn tiếp tục đầu tư vào công nghệ trong giai đoạn 2022-2024, điều này sẽ dẫn đến CIR các quý sau sẽ cao hơn Q1/22.

Chúng tôi tin khách hàng cá nhân và SME sẽ phục hồi sau những ảnh hưởng từ dịch Covid 19, điều này giúp VPB giảm chi phí tín dụng về mức 4,5%/4,1%/4,1% giai đoạn 2022-2024. Điều này giúp chi phí dự phòng giảm 13,4%/17,2%/14,4% so với dự báo cũ.

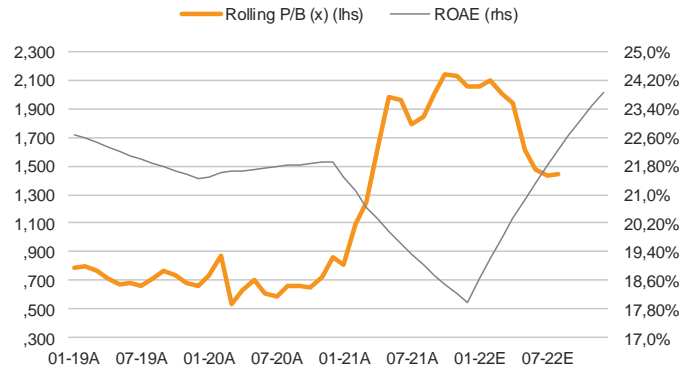
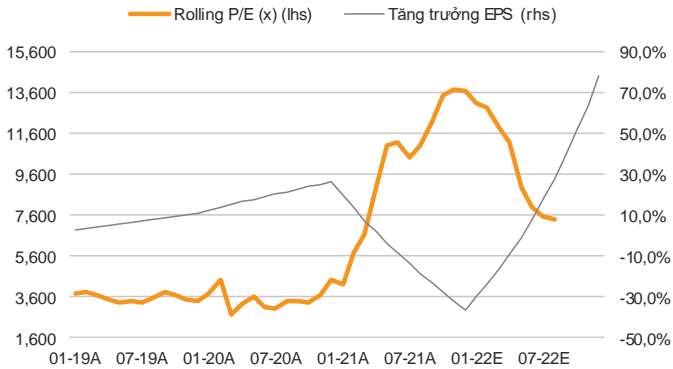
Kết quả, lợi nhuận ròng tăng 40,1%/9,3%/5,9% giai đoạn 2022-2024 so với dự báo cũ.

Hình 13: Thay đổi dự phóng cho giai đoạn 2022 – 2024 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Thu nhập lãi	43.314	52.215	65.778	40.548	48.687	60.994	-6,4%	-6,8%	-7,3%	Chúng tôi dự báo tín dụng FE Credit tăng 5% svck và NIM đạt 21,4% trong năm 2022.
Thu nhập ngoài lãi	11.645	13.263	15.191	18.067	12.961	14.612	55,1%	-2,3%	-3,8%	Chúng tôi nâng thu nhập ngoài lãi lên phản ánh việc ghi nhận phí độc quyền bảo hiểm trong Q1/22 và thu hồi từ nợ xấu đã xử lý cao hơn chúng tôi kỳ vọng trong 6T22.
Tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh	54.959	65.478	80.969	58.614	61.647	75.606	6,7%	-5,9%	-6,6%	
Chi phí hoạt động	(15.553)	(18.661)	(23.481)	(14.360)	(16.645)	(20.414)	-7,7%	-10,8%	-13,1%	Chúng tôi giảm CIR từ mức 28% về mức 24,5% (tương đương 27% nếu không có khoản phí độc quyền) phản ánh việc kiểm soát chi phí hiệu quả hơn chúng tôi kỳ vọng trong 6T22.
Lợi nhuận trước dự phòng	39.406	46.817	57.488	44.254	45.003	55.192	12,3%	-3,9%	-4,0%	
Chi phí dự phòng	(20.452)	(23.267)	(27.948)	(17.701)	(19.272)	(23.917)	-13,4%	-17,2%	-14,4%	Chúng tôi giảm chi phí tín dụng về mức 4,5%/4,1%/4,1% giai đoạn 2022-2024.
Lợi nhuận trước thuế	18.954	23.550	29.540	26.553	25.731	31.275	40,1%	9,3%	5,9%	
Lợi nhuận ròng	15.163	18.840	23.632	21.242	20.585	25.020	40,1%	9,3%	5,9%	Thay đổi do những điều chỉnh ở trên.

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	34.349	40.548	48.687
Thu nhập lãi suất ròng	9.953	18.067	12.961
Tổng lợi nhuận hoạt động	44.302	58.614	61.647
Tổng chi phí hoạt động	(10.719)	(14.360)	(16.645)
LN trước dự phòng	33.583	44.254	45.003
Tổng trích lập dự phòng	(19.002)	(17.701)	(19.272)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	14.581	26.553	25.731
Thuế	(2.930)	(5.311)	(5.146)
Lợi nhuận sau thuế	11.651	21.242	20.585
Lợi ích cổ đông thiểu số	157	0	0
LN ròng	11.808	21.242	20.585

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	355.281	423.422	517.917
Cho vay các ngân hàng khác	67.965	84.957	97.700
Tổng cho vay	423.247	508.379	615.617
Chứng khoán - Tổng cộng	83.007	96.288	105.917
Các tài sản sinh lãi khác	959	0	0
Tổng các tài sản sinh lãi	507.213	604.667	721.534
Tổng dự phòng	(9.912)	(12.824)	(15.892)
Tổng cho vay khách hàng	345.607	410.790	502.236
Tổng tài sản sinh lãi ròng	497.300	591.843	705.642
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.346	2.627	2.942
Tổng đầu tư	250	280	313
Các tài sản khác	47.627	53.342	59.743
Tổng tài sản không sinh lãi	50.222	56.249	62.999
Tổng tài sản	547.523	648.092	768.641
Nợ khách hàng	241.837	285.039	334.819
Dư nợ tín dụng	81.296	91.163	95.721
Tài sản nợ chịu lãi	323.133	376.202	430.540
Tiền gửi	123.073	132.013	131.852
Tổng tiền gửi	446.206	508.215	562.393
Các khoản nợ lãi suất khác	104	104	104
Tổng các khoản nợ lãi suất	446.310	508.319	562.497
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	14.865	40.072	85.859
Tổng nợ không lãi suất	14.865	40.072	85.859
Tổng nợ	461.175	548.392	648.356
Vốn điều lệ và	45.057	45.057	45.057
Thặng dư vốn cổ phần	77	77	77
Cổ phiếu quỹ	(1.761)	(1.761)	(1.761)
LN giữ lại	22.500	43.742	64.327
Các quỹ thuộc VCSH	12.585	12.585	12.585
Vốn chủ sở hữu	78.458	99.700	120.285
Lợi ích cổ đông thiểu số	7.890	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	86.348	99.700	120.285
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	547.523	648.092	768.641

	12-21A	12-22E	12-23E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	3,6%	17,9%	17,5%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	22,2%	19,2%	22,3%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	6,2%	18,0%	20,1%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	21,5%	31,8%	1,7%
Tăng trưởng LN ròng	13,4%	79,9%	(3,1%)
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	27,9%	19,0%	19,2%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.621	4.665	4.520
BVPS (VND)	17.413	21.893	26.414
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	(36,3%)	78,0%	(3,1%)

Các chỉ số chính

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	7,6%	7,3%	7,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(24,2%)	(24,5%)	(27,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	2,8%	2,4%	2,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	2,9%	2,4%	2,9%
LN/ TB cho vay	5,9%	4,5%	4,1%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	109,9%	112,6%	120,3%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	11,3%	11,4%	11,7%
Chi phí cho các quỹ	4,1%	4,8%	5,5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	7,1%	6,8%	6,9%
ROAE	18,0%	23,8%	18,7%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

KHUYẾN CÁO

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

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

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

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Quốc Việt – Chuyên viên phân tích

Email: viet.lequoc2@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>