

BÁO CÁO ĐẦU TƯ

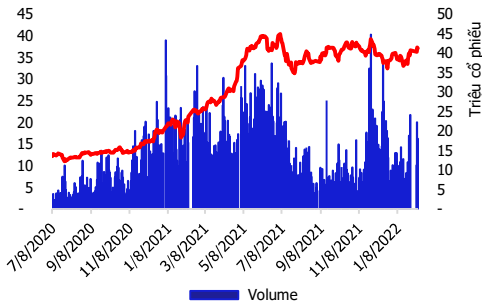
VPBank – Củng cố nền tảng – Sẵn sàng
sức bật 2022

Chuyên gia: Trần Thái Bình

 VPBank

MUA

Ngày viết báo cáo	11/02/2022
Giá thị trường hiện tại	36,600 VND
Giá mục tiêu	54,100 VND
Tăng/giảm (%)	+47.8%
Bloomberg	VPB VN
Vốn hóa (tỷ VND)	168,928 tỷ đồng
Biến động 52 tuần (VND/cp) (Giá sau điều chỉnh)	18,400-40,400
GTGD BQ 12T (tỷ VND)	643,146
Giới hạn Sở hữu NĐTNN (%)	17.5%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	17.03%

Diễn biến giá cổ phiếu

	1T	3T	12T
VPB (%)	2.9%	0.3%	101.4%
VNIndex (%)	-1.3%	1.6%	40.0%

Cổ đông

	Tỷ lệ sở hữu
Dragon Capital	5.12%
Ông Ngô Chí Dũng	4.81%
Bà Hoàng Anh Minh	4.78%
Bà Vũ Thị Quyên	4.77%
Bà Kim Ngọc Cẩm Ly	4.20%

Đinh Công Luyện

(+84) 978 877 784

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn**Dương Thiện Chí**

(+84) 934 977 100

Chi.duongthien@mbs.com.vn**Trần Thái Bình**

(+84) 33 615 4669

Binh.tran thai@mbs.com.vn**NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)****TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ NHỜ NGUỒN VỐN DỒI DÀO VÀ CỘNG HƯỞNG TỪ CÁC MẢNG KINH DOANH CHIẾN LƯỢC MỚI****Cơ hội đầu tư**

Chúng tôi lập lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VPB** với mức giá mục tiêu **54,100 VND/cp** (+47.8% upside) dựa trên: (i) tăng trưởng cao nhờ nguồn vốn gia tăng mạnh mẽ; (ii) tăng trưởng cao từ nền tảng của ngân hàng mẹ; (iii) chất lượng tài sản được nâng cao nhờ chú trọng kiểm soát rủi ro; (iv) CASA tăng trưởng mạnh nhờ chuyển đổi số; (v) nguồn thu ngoài lãi được củng cố bởi hợp đồng banca mới với AIA.

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhờ nguồn vốn gia tăng mạnh mẽ. Trong năm 2022, VPB kế hoạch sẽ phát hành thêm 15% vốn cho cổ đông, chúng tôi kỳ vọng sẽ mang lại cho ngân hàng một khoản thặng dư vốn hơn 33 ngàn tỷ đồng, đưa mức CAR của ngân hàng đạt 17% trở thành ngân hàng có CAR lớn nhất ngành. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của VPB (hợp nhất) sẽ đạt trên 23% trong năm 2022.

Tăng trưởng vững chắc nhờ nền tảng từ ngân hàng mẹ. Sự tăng trưởng vượt trội của ngân hàng mẹ trong thời gian đại dịch là minh chứng rõ nhất cho thấy ngân hàng đang nâng cao năng lực cạnh tranh, giảm chi phí hoạt động và đặc biệt nâng cao đáng kể năng lực tiếp cận và cung cấp dịch vụ không tiếp xúc. Ngoài ra, nền tảng số hóa của ngân hàng mẹ sẽ là bộ phận hỗ trợ giảm chi phí vốn và tăng trưởng hiệu quả.

Tăng cường trích lập dự phòng đảm bảo chất lượng tài sản. Mặc dù mảng cho vay tiêu dùng bị ảnh hưởng khiến chất lượng tài sản hợp nhất của VPB có phần suy giảm nhưng xét riêng ngân hàng mẹ, chất lượng tài sản vẫn được cải thiện rõ rệt. Chủ động ứng phó với rủi ro từ đại dịch, ngân hàng đã chủ động trích lập dự phòng nhằm đảm bảo tỷ lệ LLR đủ để xử lý các khoản nợ xấu. Đồng thời, ngân hàng mẹ còn gia tăng đáng kể tỷ lệ LLR so với năm 2020.

Tăng trưởng CASA khả quan nhờ hiệu quả chuyển đổi số. Tỷ lệ CASA đạt hơn 22% trong năm 2021, thể hiện sự tăng trưởng rõ rệt so với 1 năm trước đó nhờ vào những sản phẩm sáng tạo cùng với hiệu quả chuyển đổi số đi đầu giúp lượng tiền gửi online cũng như việc gia tăng lượng khách hàng trực tuyến ngày càng được đẩy mạnh. Trong những năm sau, với việc phát triển hệ sinh thái của mình VPB được kỳ vọng gia tăng mạnh mẽ CASA nhằm đảm bảo lợi thế chi phí vốn của mình. Bên cạnh đó, việc nhận được khoản vay hợp vốn trị giá 300 triệu USD cũng cho thấy ngân hàng đang từng bước tiếp cận và nâng cao uy tín trên thị trường vốn quốc tế đồng thời đây được kỳ vọng sẽ mở ra nguồn vốn mới với chi phí hợp lý hơn cho ngân hàng đặc biệt trong bối cảnh có sự hỗ trợ từ đối tác chiến lược của ngân hàng mẹ.

Duy trì khả năng sinh lợi hàng đầu trong ngành ngân hàng. Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng cao sau khi các hoạt động tăng vốn được diễn ra theo đúng kế hoạch sẽ giúp gia tăng nhanh chóng lợi nhuận của ngân hàng. Bên cạnh đó, tỷ lệ CIR thấp nhất toàn ngành cũng được kỳ vọng sẽ duy trì trong những năm tiếp theo khi mà hiệu quả chuyển đổi số của ngân hàng còn rất nhiều dư địa để phát huy. Thu nhập ngoài lãi được củng cố bởi việc đàm phán lại hợp đồng banca và các dịch vụ từ các công ty con trong hệ sinh thái cũng là yếu tố giúp ngân hàng giải quyết bài toán tăng trưởng và duy trì tỷ lệ ROE cao trong bối cảnh nguồn vốn dồi dào từ các Thương vụ chuyển nhượng vốn và phát hành riêng lẻ.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **54,100 VND/cp** dựa trên 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI) và định giá tương đối (so sánh P/B và P/E). Chúng tôi sử dụng chi phí sử dụng vốn cổ phần (Re) ở mức 13.1% cho phương pháp RI và mức P/B 2.4x cũng như P/E 14.3x cho phương pháp định giá tương đối (so sánh P/B và P/E).

Bảng 1: Tóm tắt

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021A	2022F	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	39,033	44,301	56,795	73,333
LN trước thuế và DPRRTD	tỷ đồng	27,641	33,583	43,165	55,733
Tăng trưởng (%)	%	15.1%	21.5%	28.5%	29.1%
Chi phí DPRRTD	tỷ đồng	14,622	19,002	22,652	28,239
Tăng trưởng (%)	%	6.8%	30.0%	19.2%	24.7%
LNTT	tỷ đồng	13,019	14,580	20,512	27,494
Tăng trưởng (%)	%	26.1%	12.0%	40.7%	34.0%
LNST	tỷ đồng	10,414	11,651	16,390	21,969
Tăng trưởng (%)	%	26.1%	11.9%	40.7%	34.0%
EPS cơ bản (VND)	VND	4,271	2,666	3,055	3,831
Giá trị sổ sách (VND)	VND	21,507	19,447	25,333	29,164
ROAA (%)	%	2.6%	2.4%	2.8%	3.0%
ROAE (%)	%	21.9%	16.7%	14.4%	14.5%
P/E	lần	14.4x	12.8x	11.2x	10.0x
P/B	lần	3.0x	2.0x	1.4x	1.3x

Nguồn: VPB FS, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Cập nhật KQKD Q4/2021 và FY2021

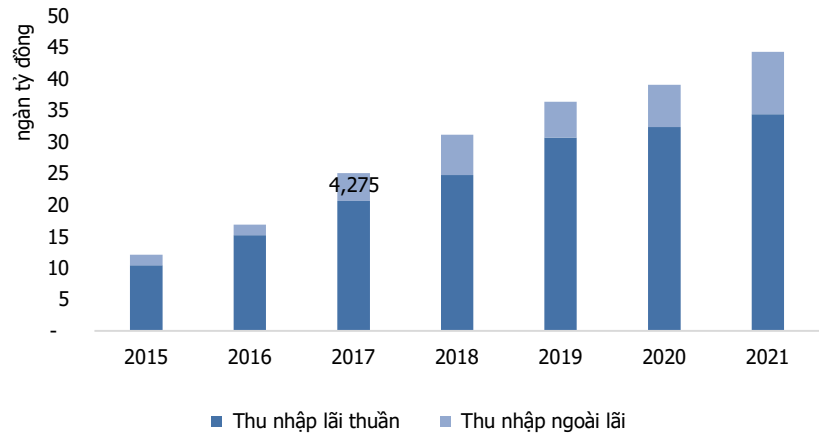
Trong Q4/2021, VPB đạt tổng thu nhập hoạt động (TOI) hợp nhất 11,070 tỷ đồng (+3.4% YoY), trong đó thu nhập thuần từ lãi (NII) đạt 8,523 tỷ đồng (-2.5% YoY), chiếm 77.0% TOI. Mặc dù tăng trưởng cho vay có sự bùng nổ khi đạt mức tăng hơn 12% so với Q3/2021, nhưng hoạt động hỗ trợ giảm lãi suất cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 của VPB đã khiến NIM của ngân hàng có sự sụt giảm xuống còn 7.39% trong Q4/2021. Tuy vậy thu nhập ngoài lãi (NoII) có sự bùng nổ khi đạt 2,548 tỷ đồng (+29.5% YoY) nhờ các hoạt động dịch vụ và bảo hiểm được phục hồi khi nền kinh tế mở cửa trở lại.

Lũy kế cả năm 2021, TOI hợp nhất của VPB đạt 44,301 tỷ đồng (+13.5% YoY), trong đó NII và NoII đạt lần lượt 34,348 tỷ đồng (+6.2% YoY) và 9,953 tỷ đồng (+48.8%). Thu nhập ngoài lãi được hỗ trợ rất lớn từ hoạt động xử lý nợ với thu nhập gần 3,288 tỷ đồng (+54.5% YoY). Đặc biệt, với chi phí hoạt động trong cả năm 2021 đạt 10,719 tỷ đồng (-5.9% YoY), VPBank là một trong số ít các ngân hàng có chi phí hoạt động giảm so với cùng kỳ giúp đưa tỷ lệ CIR của ngân hàng xuống mức 24.2%, thấp hơn đáng kể so với mức 29.2% năm 2020, và đang là ngân hàng có tỷ lệ CIR thấp nhất toàn ngành. LNTT hợp nhất của VPB đạt 14,580 tỷ đồng (+12.0% YoY), hoàn thành 88% kế hoạch lợi nhuận năm 2021. Điều này là do đặc thù mảng cho vay chủ lực của ngân hàng là bán lẻ và cho vay tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Tuy vậy, ngân hàng vẫn đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực, đây có thể xem là một nỗ lực đáng ghi nhận của BLĐ ngân hàng.

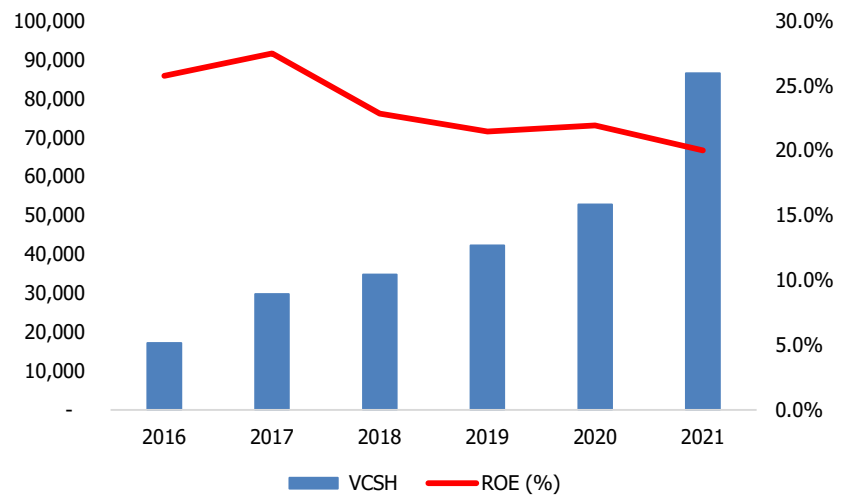
Tính đến cuối năm 2021, tăng trưởng tín dụng hợp nhất của VPB đạt 18.9%, đạt 102% so với kế hoạch đề ra. Con số này cao hơn ước tính của chúng tôi trong báo cáo trước đó, do vậy chúng tôi cho rằng đây là một trong những cơ sở vững chắc để ngân hàng có được hạn mức hoạt động cao hơn trong năm 2022. Tỷ trọng cho vay của FE Credit (FEC) giảm xuống còn 19.6% so với mức 20.5% trong năm 2020, khi mà các hoạt động cho vay tiêu dùng được hạn chế trong thời gian đại dịch nhằm đảm bảo chất lượng tài sản hợp nhất. Ngoài ra, ngân hàng cũng đã tích cực hỗ trợ cho khách hàng với mức miễn lãi xấp xỉ 1,000 tỷ đồng và tổng dư nợ tái cơ cấu hơn 16,100 tỷ đồng tính đến cuối Q4/2021. ROE (với VCSH đã điều chỉnh cho thu nhập từ Thương vụ chuyển nhượng FEC) đạt 20%, trong khi đó ROA vẫn duy trì ở mức 2.6%

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất của VPB đạt 3.58% (theo thông tư TT11), chủ yếu đến từ việc gia tăng nợ xấu của mảng cho vay tiêu dùng do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ được cải thiện về mức 1.51%, thấp hơn đáng kể so với mức 1.98% của năm 2020. Với việc gia tăng tỷ lệ nợ xấu hợp nhất, VPB cũng đồng thời gia tăng trích lập dự phòng nhằm đảm bảo chất lượng tài sản. Chi phí trích lập dự phòng đạt hơn 19,002 tỷ đồng (+30.0% YoY), điều này giúp LLR hợp nhất tăng lên 79%.

Hình 1: Thu nhập hoạt động của VPB



Hình 2: VCSH và ROE



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Tăng trưởng cao nhờ nguồn vốn gia tăng mạnh mẽ

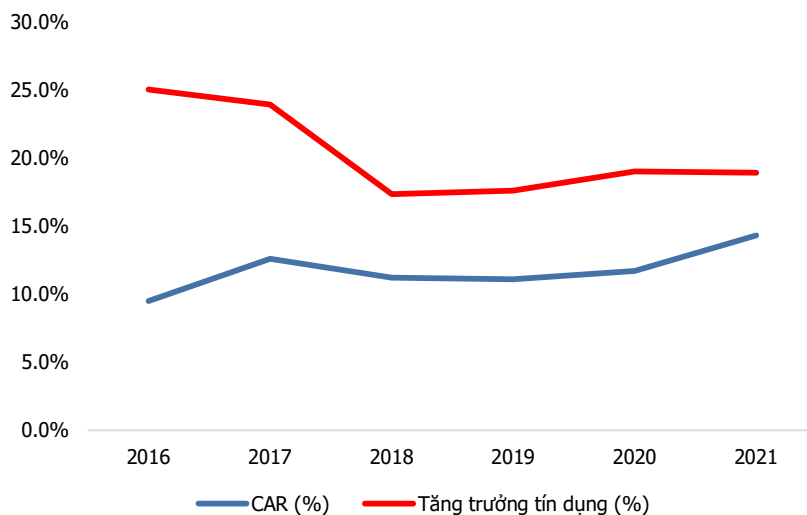
Hạn mức hoạt động cao nhờ CAR được nâng lên đáng kể

Tính đến cuối năm 2021, quy mô VCSH của VPBank đạt hơn 86,451 tỷ đồng (+63.8% YoY) nhờ được bổ sung một lượng lớn vốn từ thương vụ chuyển nhượng 49% vốn điều lệ FE Credit cho đối tác SMBC. Đây là mức tăng trưởng VCSH cao nhất toàn ngành. Điều này giúp tỷ lệ CAR của ngân hàng đạt 14.3%, là một trong những ngân hàng có mức CAR cao nhất. Ngoài ra, VPBank cũng đã phát hành cổ phiếu chia cổ tức và nâng vốn điều lệ với tỷ lệ 10:8 trong tháng 10/2021, đưa mức vốn điều lệ hiện tại của VPBank lên hơn 45 ngàn tỷ đồng. Đây là một trong những điều kiện rất quan trọng trong việc được gia tăng hạn mức hoạt động từ NHNN, giúp VPBank có được tăng trưởng cao hơn trong tương lai. Đồng thời, nguồn vốn mới cũng sẽ giúp VPBank có được cơ sở mở rộng hoạt động sang các mảng khác như quản lý tài sản, ngân hàng đầu tư theo chiến lược của Ngân hàng.

Chúng tôi cho rằng, việc VPBank nhận được một hạn mức tăng trưởng cao trong năm 2022 là rất khả thi khi mà tăng trưởng tín dụng trong Q4/2021 có sự bùng nổ, đạt hơn 10.8%, cao hơn con số 8.1% của 9T2021. Đây là thời điểm ngân hàng ghi nhận nguồn vốn bổ sung từ thương vụ FE Credit và được nới "room" tín dụng. Bên cạnh đó, việc mở cửa trở lại nền kinh tế vào đầu Q4/2021 đã mang lại nhiều dấu hiệu tích cực cho việc phục hồi kinh tế cũng như nhu cầu tín dụng, đặc biệt trong lĩnh vực tín dụng bán lẻ và tín dụng tiêu dùng. Điều này cũng phần nào hỗ trợ cho quyết định gia tăng hạn mức tín dụng của ngân hàng trong quý cuối năm 2021.

Trong năm 2022, VPB kế hoạch sẽ phát hành thêm 15% vốn cho đối tác chiến lược, chúng tôi kỳ vọng sẽ mang lại cho ngân hàng một khoản thặng dư vốn hơn 33 nghìn tỷ đồng, đưa mức CAR của ngân hàng đạt 17% trở thành ngân hàng có CAR lớn nhất ngành. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của VPB sẽ đạt trên 23% trong năm 2022.

Hình 3 : Tốc độ tăng trưởng tín dụng



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Tăng trưởng vững chắc nhờ nền tảng từ ngân hàng mẹ

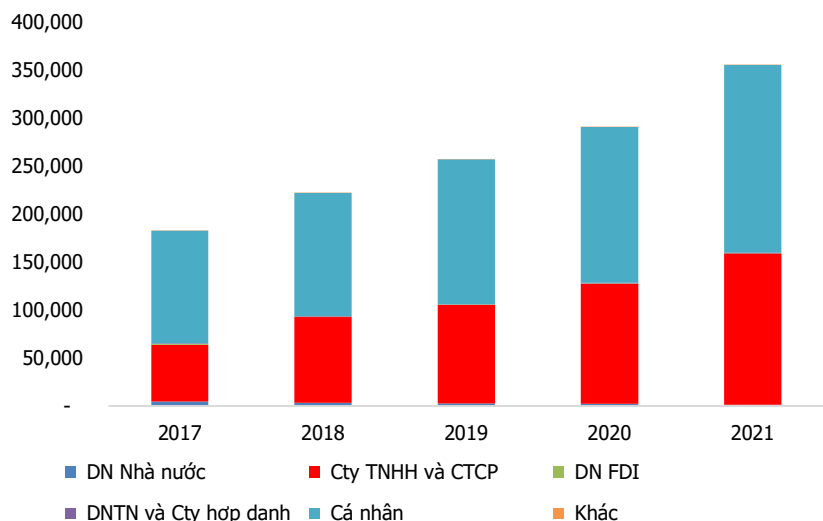
Trong năm 2021, VPBank đã chủ động thắt chặt tín dụng đối với các sản phẩm có rủi ro cao như cho vay tín chấp cá nhân và hộ kinh doanh do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Tuy nhiên, ngân hàng mẹ vẫn cho thấy được sự tăng trưởng bền vững nhờ các mảng kinh doanh trụ cột từ nhóm KH SMEs và RB. Cụ thể, 2 mảng cho vay SMEs và RB đạt mức tăng trưởng +33.0% YoY và chiếm 58% tổng danh mục cho vay của ngân hàng mẹ. Chúng tôi đánh giá đây được xem là một dấu hiệu tích cực cho VPB nhằm giảm bớt sự ảnh hưởng từ FE Credit nhằm đảm bảo ngân hàng đang có sự tăng trưởng bền vững và có khả năng phát triển các mảng kinh doanh khác trong tương lai như ngân hàng đầu tư, chứng khoán hay quản lý tài sản. Cụ thể, ngân hàng mẹ đạt tăng trưởng tín dụng hơn 20.2%. TOI và LNTT từ HDDK cốt lõi (không bao gồm phần LN ghi nhận từ Thương vụ chuyển nhượng vốn FE Credit) đạt lần lượt 27,918 tỷ đồng (+34.2% YoY) và 14,011 tỷ đồng (+50.6% YoY), chiếm hơn 96% tổng LNTT hợp nhất.

Nhờ vào nỗ lực số hóa, VPBank đã cho ra mắt hàng loạt các sản phẩm tập trung vào đối tượng khách hàng SME như eKYC, hay các giải pháp giải ngân online giúp khách hàng có được nguồn vốn vượt qua đại dịch. Điều này giúp doanh số giải ngân mảng RB và SMEs tăng lần lượt +37.9% và 35.3%. Đồng thời ngân hàng cũng gia tăng gấp đôi doanh số cho vay mua nhà và đứng đầu về doanh số giải ngân vay mua ô tô trong Q4/2021, giúp tăng trưởng tín dụng bùng nổ mà vẫn đảm bảo được chất lượng tài sản không bị ảnh hưởng quá nghiêm trọng.

Các hoạt động chuyển đổi số mang lại những kết quả rất tích cực và phát huy hiệu quả lớn trong việc củng cố các mảng cho vay chủ lực. Cụ thể, lũy kế đến cuối 2021 VPBank thu hút hơn 2,79 triệu khách hàng mới thông qua VPB NEO (+49.0% YoY), với tổng số lượng giao dịch hơn 124 triệu giao dịch (+89.0% YoY). Các khoản vay ô tô và vay mua nhà có tỷ lệ giải ngân trực tuyến đạt lần lượt 99% và 80%. Đồng thời, tính đến hết năm 2021, có khoảng 35% số hợp đồng giải ngân trực tuyến cho nhóm khách hàng SMEs. Đây là một lợi thế giúp mảng cho vay bán lẻ của ngân hàng có được mức tăng trưởng cao trong tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng mảng cho vay bán lẻ sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 25%/năm kể từ sau năm 2022 dựa trên cơ sở VPB tiếp tục đẩy mạnh hơn nữa chuyển đổi số nhờ vào những nguồn vốn mới dồi dào. Với tập khách hàng hơn 22 triệu khách hàng cùng nền tảng số hóa hiệu quả cao sẽ giúp VPB có cơ sở mở rộng sang các hoạt động ngân hàng đầu tư và quản lý tài sản nhằm duy trì đà tăng trưởng cao.

Hình 4: Cơ cấu tín dụng



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

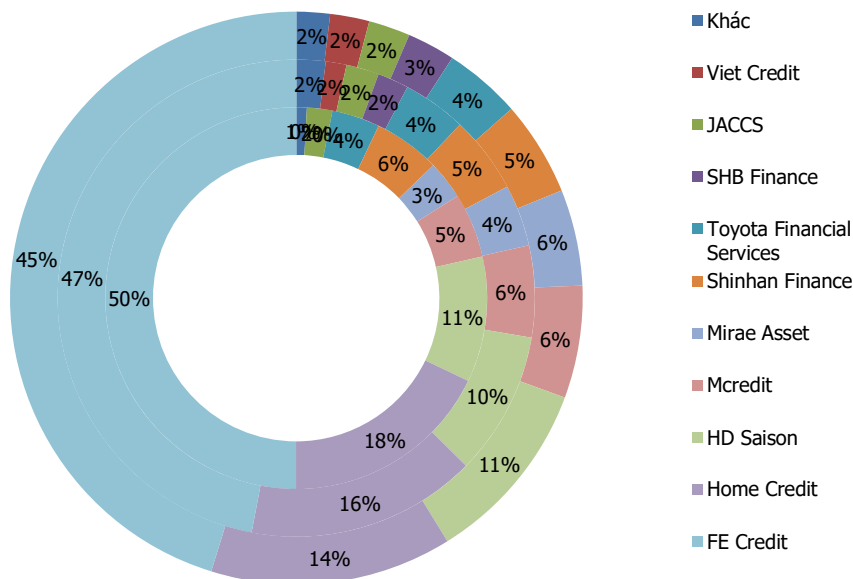
Duy trì vị thế dẫn đầu trong mảng cho vay tiêu dùng

Trong 9T2021, tăng trưởng tín dụng của FE Credit giảm -5.5% so với đầu năm do ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến VPBank hầu như chỉ tập trung vào kiểm soát chất lượng dư nợ và thắt chặt tín dụng tại công ty con này. Chúng tôi đánh giá cao cách tiếp cận thận trọng của VPBank khi chủ động giảm tăng trưởng dư nợ trong bối cảnh dịch bệnh, song song với việc củng cố hệ thống nền tảng chờ đến khi nền kinh tế phục hồi. Dù vậy, FE Credit vẫn nắm giữ thị phần hơn 50% trong thị trường cho vay tiêu dùng và vẫn có được mức tăng trưởng tín dụng cả năm dương nhờ các hoạt động cho vay tiêu dùng phục hồi mạnh trong Q4/2021. Cụ thể, trong khi doanh số giải ngân ghi nhận trong Q3/2021 chỉ đạt hơn 10 nghìn tỷ thì trong Q4 đã tăng mạnh trở lại đạt 17 nghìn tỷ. Tháng 12 cũng là tháng có mức giải ngân cao nhất với mức ghi nhận doanh thu đạt hơn 6 nghìn tỷ, hiệu suất thu hồi nợ cũng được cải thiện rõ rệt trong Q4.

Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tích cực của ngành tài chính tiêu dùng nhờ vào những yếu tố vĩ mô thuận lợi với dự báo Việt Nam vẫn sẽ là một trong những nền kinh tế tăng trưởng cao sau đại dịch. Đồng thời, việc các ngân hàng tích cực chuyển đổi số nhằm gia tăng tập khách hàng nhanh chóng cùng với hoạt động M&A của các công ty tài chính quốc tế đã cho thấy tiềm năng còn rất lớn đối với mảng cho vay này.

Trong năm 2022, mảng cho vay tiêu dùng dự kiến sẽ có sự bùng nổ sau thời gian dài bị kiểm soát chặt chẽ. Chúng tôi cho rằng, việc sở hữu hơn 50% thị phần cho vay tiêu dùng đi cùng với sự tham gia của SMBC, bên có kinh nghiệm về phát triển hoạt động cho vay tiêu dùng tại nhiều thị trường cũng như có khả năng sắp xếp các nguồn vốn với chi phí thấp, FE Credit sẽ tiếp tục có được sự tăng trưởng cao nhằm duy trì vị thế của mình đồng thời gia tăng biên lợi nhuận và đóng góp vào kết quả chung cho VPB.

Hình 5: Thị phần cho vay tiêu dùng



Nguồn: FinResearch, MBS Tổng hợp

Tăng cường trích lập dự phòng nhằm đảm bảo chất lượng tài sản

Chất lượng tài sản của VPBank bị ảnh hưởng trong năm 2021 với tỷ lệ NPL hợp nhất đạt 3.58%, chủ yếu chịu ảnh hưởng từ mảng cho vay tiêu dùng của FE Credit. Tuy nhiên, ngân hàng mẹ có sự cải thiện tỷ lệ nợ xấu từ mức 1.98% trong năm 2020 xuống còn 1.51% trong năm 2021.

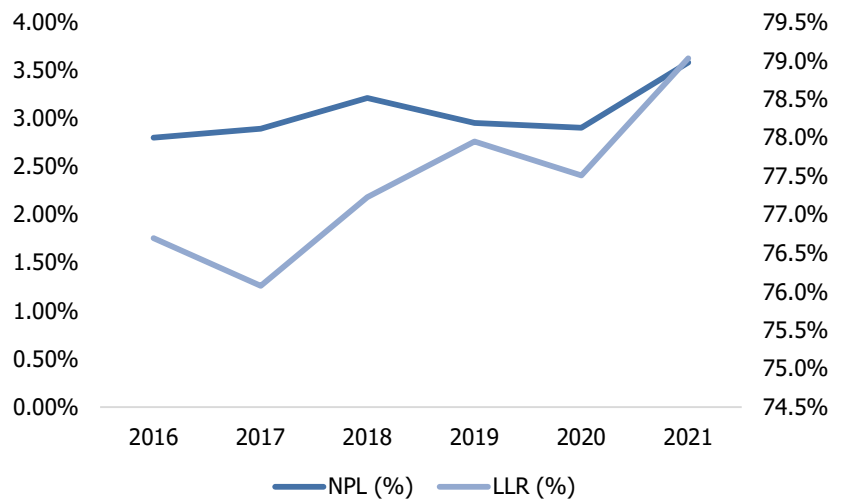
Nhằm kiểm soát tốt các khoản nợ xấu tiềm ẩn, ngân hàng đã liên tục trích lập dự phòng cũng như chủ động xóa nợ xấu trong kỳ bằng các khoản trích lập. Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ cho vay khách hàng đạt trên 5.5% trong năm 2021, giúp đưa tỷ lệ LLR hợp nhất đạt hơn 79%, cao hơn mức 77.5% trong năm 2020.

Việc xử lý nợ xấu cũng được ngân hàng thực hiện rất quyết liệt với tỷ lệ sử dụng dự phòng trong xử lý nợ xấu trung bình từ 2016-2020 đạt trên 90%. Trong năm 2021, tỷ lệ này là hơn 72%. Đây cũng là một yếu tố quan trọng giúp bổ sung các nguồn thu ngoài lãi cho ngân hàng do khi dự phòng không có nghĩa là thu nhập/ khoản vay bị mất đi mà sẽ được ngân hàng tích cực thu hồi nên sau đó các khoản này sẽ giúp ngân hàng gia tăng được thu nhập ngoài lãi. Cụ thể, thu nhập từ nợ đã xử lý rủi ro hợp nhất trong cả năm qua đạt hơn 3.200 tỷ, tăng 54,5% so với 2020 nhờ áp dụng các biện pháp thu hồi tiên tiến, tự động của ngân hàng.

Theo thông tư 14/2021/TT-NHNN, các NHTM có thể phân bổ trích lập dự phòng của các khoản nợ xấu trong vòng 3 năm, đến cuối năm 2023. Với thông tư này phần nào sẽ giúp các ngân hàng giảm bớt áp lực phải trích lập dự phòng ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận. Tuy nhiên, VPB hiện đang thận trọng trích lập dự phòng cho toàn bộ 16.1 nghìn tỷ đồng dư nợ tái cơ cấu nhằm giảm áp lực cho những năm sau.

Trong năm 2022, chúng tôi ước tính mức tỷ lệ NPL hợp nhất của ngân hàng sẽ đạt 3.3% (~ dưới 3% theo tiêu chuẩn của NHNN), đồng thời tỷ lệ LLR sẽ được gia tăng.

Hình 6: Tỷ lệ NPL và LLR



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

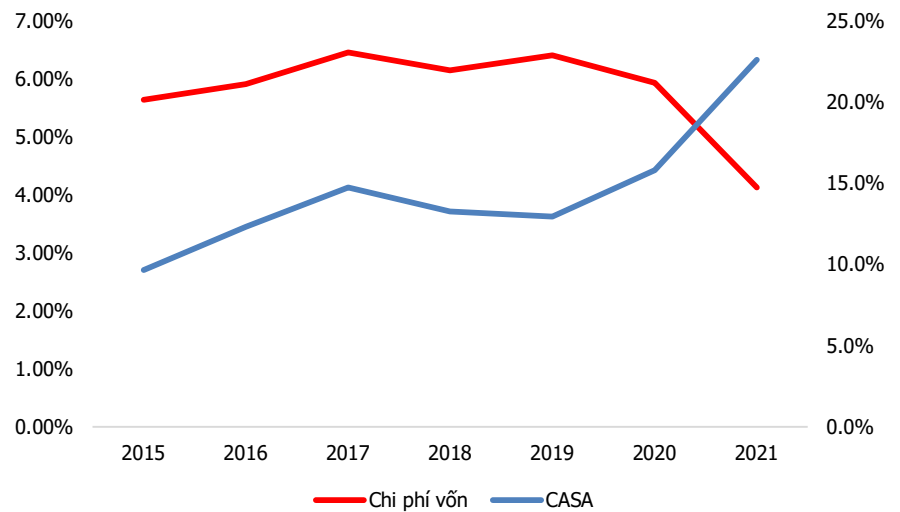
Chi phí vốn tối ưu đi cùng CASA được cải thiện đáng kể

Chi phí vốn hợp nhất của VPBank có sự cải thiện rất đáng kể từ mức 5.9% trong năm 2020 xuống còn 4.1% trong năm 2021 nhờ môi trường lãi suất thấp đi cùng với CASA được cải thiện mạnh mẽ. Trong đó, ngân hàng mẹ vẫn tiếp tục giảm CoF từ 4.8% cuối Q4/2020 xuống còn 3.3% cuối năm 2021, CASA tăng từ mức 15.8% lên 22.6% trong cùng khoảng thời gian.

So với mặt bằng chung của ngành thì tỷ lệ CASA của VPBank chưa phải là một con số quá cao, tuy nhiên nỗ lực nhằm cải thiện tỷ lệ này trong thời gian gần đây đã mang lại những tín hiệu rất tích cực nhờ vào những nỗ lực chuyển đổi số hiệu quả mà VPBank đang thực hiện giúp tỷ lệ tiền gửi trực tuyến gia tăng mạnh, đóng góp vào sự tăng trưởng của CASA.

Ngoài ra, sự tham gia của SMBC vào hoạt động của FE Credit cũng giúp VPBank có khả năng tiếp cận được các nguồn vốn quốc tế với chi phí rẻ. Trong Q4/2021, ngân hàng đã nhận được khoản vay dài hạn từ các tổ chức uy tín như JICA, SMBC, ... với tổng giá trị 300 triệu USD. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là điểm khởi đầu nhằm giúp VPBank tạo được uy tín trên thị trường vốn quốc tế và dần xây dựng lợi thế này cho riêng mình nhằm duy trì được chi phí vốn thấp, từ đó gia tăng lợi nhuận hoạt động

Hình 7: Chi phí vốn và CASA



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Khả năng sinh lợi hàng đầu

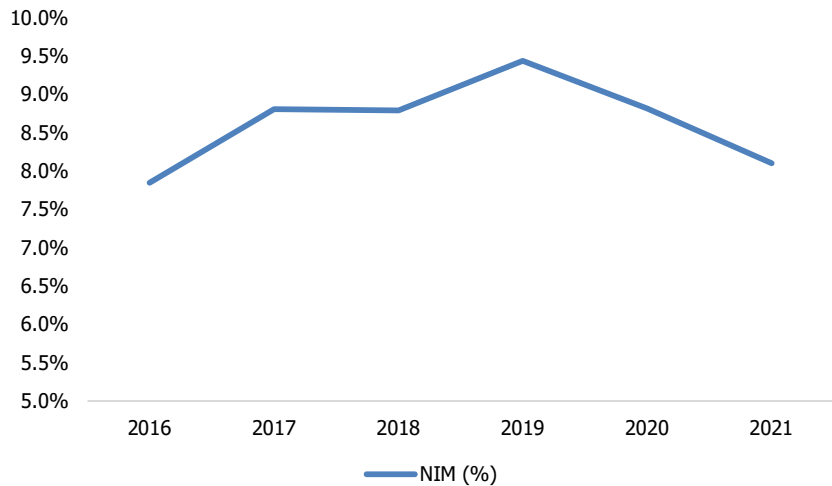
NIM dẫn đầu ngành

Với tỷ trọng cho vay tiêu dùng chiếm trung bình 20% trong tổng danh mục cho vay, cùng với đó tỷ lệ cho vay bán lẻ cũng chiếm hơn 58% tổng danh mục cho vay của ngân hàng mẹ, lãi suất cho vay trung bình của VPBank cao hơn nhiều so với mức bình quân ngành. Điều này dẫn tới NIM của VPB luôn dẫn đầu ngành với mức trung bình khoảng 8% so với trung bình ngành khoảng 4-5%.

NIM hợp nhất của ngân hàng có sự sụt giảm trong năm 2021 khi mảng cho vay tiêu dùng đóng góp không đáng kể vào kết quả chung. NIM hợp nhất năm 2021 đạt 8.1%, thấp hơn mức 8.8% của năm 2020. Tuy vậy, ngân hàng mẹ vẫn có sự tăng trưởng NIM từ mức 4.9% lên 5.3% nhờ các mảng cho vay chủ lực tăng trưởng cao và chi phí huy động được giảm mạnh.

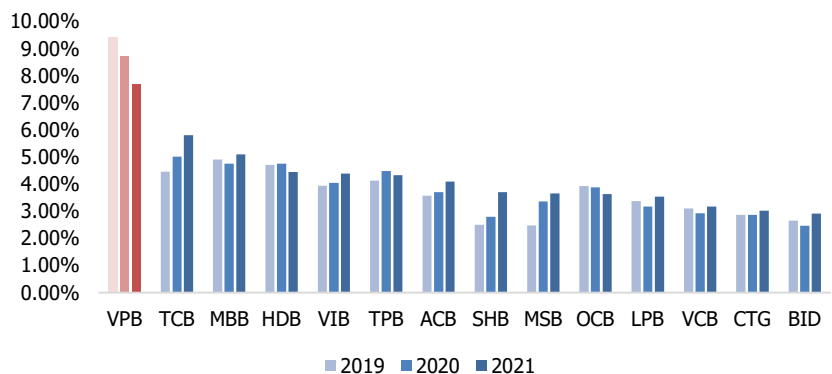
Trong năm 2022, với kỳ vọng mảng cho vay tiêu dùng sẽ lấy lại đà tăng trưởng khi rủi ro từ giãn cách xã hội gần như rất thấp, chúng tôi kỳ vọng NIM của VPB sẽ đạt mức 8.5% với chi phí vốn tăng nhẹ lên mức 4.3% và lãi suất cho vay trung bình của ngân hàng đạt 14.5%.

Hình 8: NIM hợp nhất



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Hình 9: NIM hợp nhất của một số ngân hàng niêm yết



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

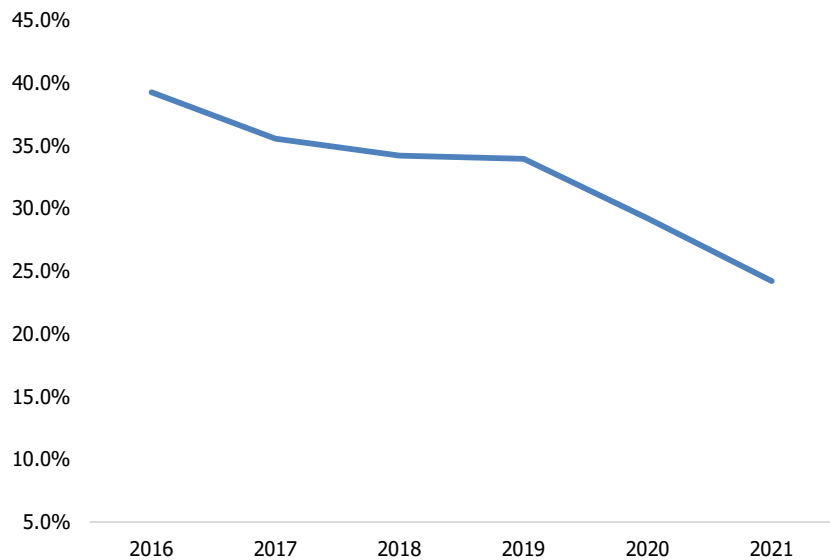
Tỷ lệ CIR thấp nhất ngành ngân hàng

Điểm nhấn lớn nhất trong KQKD của VPBank trong năm 2021 đến từ việc ngân hàng đã cắt giảm được chi phí hoạt động so với cùng kỳ dù doanh thu vẫn tăng trưởng dương, đây được xem như một minh chứng rõ nét trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của VPB nhờ vào chuyển đổi số, đặc biệt trong thời gian đại dịch.

Cụ thể, VPBank ghi nhận chi phí hoạt động 10,719 tỷ đồng (-5.9% YoY). Với hiệu quả số hóa được nâng lên mạnh mẽ thông qua việc tốc độ tăng trưởng các giao dịch online cũng như các khoản giải ngân trực tuyến đang chiếm tỷ trọng ngày càng lớn, VPBank đã giảm đáng kể chi phí hoạt động. Đối với ngân hàng mẹ, chi phí hoạt động cũng có sự cải thiện khi đạt 6,044 tỷ đồng (-4.8% YoY), điều này giúp CIR của ngân hàng mẹ đạt 21.6%, giảm gần 50% so với mức 30.5% của năm 2020 và đây cũng là mức thấp nhất của toàn ngành.

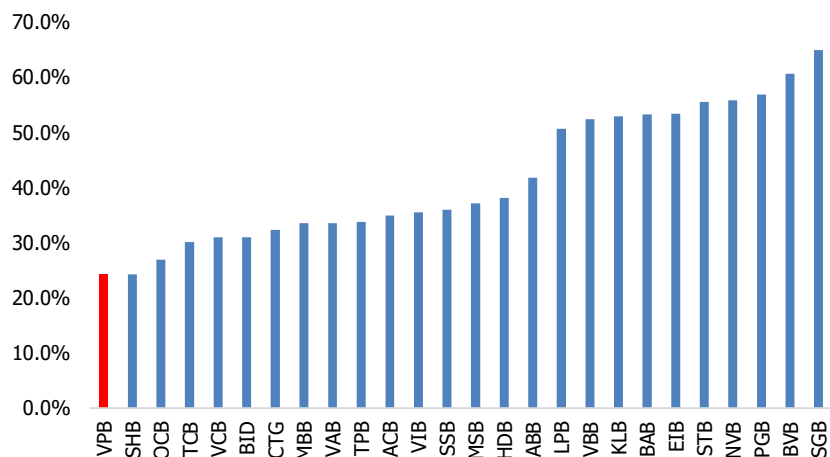
Với kỳ vọng ngân hàng mẹ sẽ là nền tảng số hóa để phát triển các mảng kinh doanh mới trong hệ sinh thái như chứng khoán, ngân hàng đầu tư,... chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CIR này tiếp tục được duy trì và cải thiện trong năm 2022 và những năm sau.

Hình 10: CIR hợp nhất



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Hình 11: CIR hợp nhất của các ngân hàng niêm yết năm 2021



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

NOI được đẩy mạnh từ hợp đồng banca mới và các cty con trong hệ sinh thái

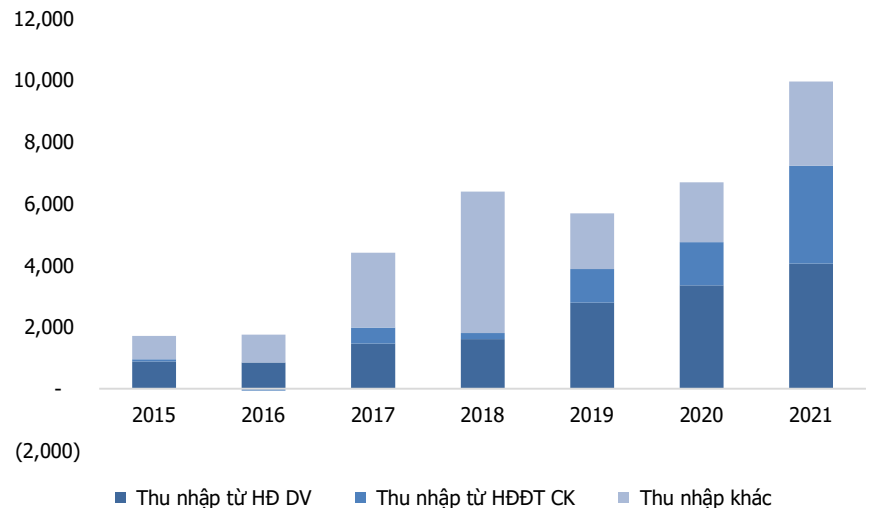
Với việc thu nhập từ lãi bị ảnh hưởng đáng kể bởi dịch Covid-19, VPBank đã chủ động tăng cường các nguồn thu ngoài lãi (NoII) nhằm đạt được KQKD khả quan trong năm 2021. Các nguồn thu ngoài lãi trong năm 2021 của VPBank chủ yếu đến từ các hoạt động đầu tư chứng khoán (+126.1% YoY), thu từ xử lý nợ (+22.7% YoY) và thu từ hoạt động dịch vụ (+18.9% YoY).

Trong cấu trúc thu nhập từ hoạt động dịch vụ của VPB, mảng bảo hiểm có sự suy giảm -18.5% YoY vì ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội, doanh thu bảo hiểm không đạt được mức cam kết làm ảnh hưởng đến hoa hồng và các khoản thưởng khác. Trong khi đó, với những sáng tạo trong việc chuyển đổi số, VPB đã có được tăng trưởng trong mảng thu phí cho các sản phẩm thẻ và các dịch vụ thanh toán.

VPB hiện đang đứng thứ 6 về doanh thu phí bảo hiểm banca, với phí bảo hiểm hàng năm tương đương (APE) là 83 tỷ đồng/tháng. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2022 VPB sẽ đàm phán lại hợp đồng thương vụ bancassurance độc quyền mới với AIA dự kiến sẽ mang lại khoản phí trả trước lớn hơn. Đây sẽ là nguồn thu quan trọng giúp gia tăng lợi nhuận trong năm 2022 của ngân hàng.

Bên cạnh đó, việc VPB tiến hành mua lại công ty chứng khoán ASC cũng sẽ giúp ngân hàng tận dụng triệt để nền tảng số hóa của ngân hàng mẹ nhằm phát triển mảng kinh doanh đang rất hấp dẫn này. Bên cạnh cho vay margin, các hoạt động môi giới, tư vấn, ngân hàng đầu tư và quản lý tài sản cũng được kỳ vọng đóng góp đáng kể vào thu nhập ngoài lãi của cả tập đoàn.

Hình 12: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi hợp nhất



Nguồn: VPB, MBS tổng hợp

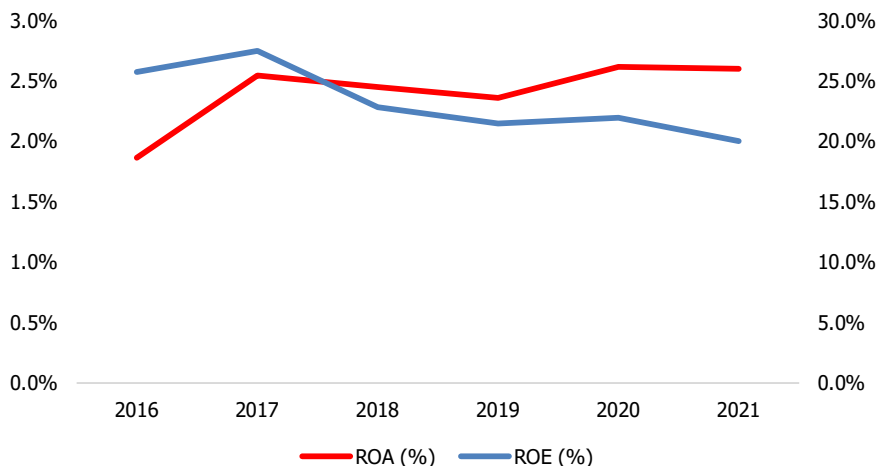
VCSH tăng mạnh gây áp lực lên ROE nhưng ROA vẫn trong đà tăng trưởng

VPBank là một trong những ngân hàng có quy mô VCSH tăng nhanh nhất trong 5 năm trở lại đây với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) hơn 30.6%. Tuy nhiên, VPB vẫn duy trì mức ROE trên 20% kể từ năm 2015 và luôn nằm trong top những ngân hàng có ROE cao nhất ngành. Điều này đạt được nhờ tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của VPBank rất cao dựa trên mức NIM cao cùng với tăng trưởng tín dụng cao và chuyển đổi số hiệu quả giúp giảm tỷ lệ CIR xuống mức thấp hơn nhiều so với ngành.

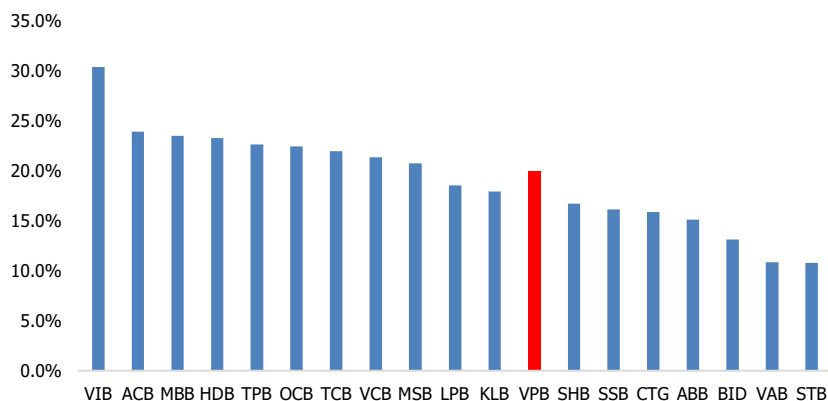
Trong năm 2021 với việc ghi nhận khoản thoái vốn FE Credit giúp gia tăng mạnh VCSH khiến cho ROE hợp nhất của VPB có sự sụt giảm so với năm 2020 khi chỉ đạt 20%. Đây cũng là năm đầu tiên ROE của VPB về mức 20% kể từ năm 2015. Chúng tôi cho rằng, việc gia tăng nhanh chóng quy mô VCSH sẽ đặt ra bài toán tăng trưởng cho ngân hàng cũng như thách thức trong việc duy trì mức ROE cao. Tuy nhiên, với việc sử dụng nguồn vốn mới nhằm đạt được hạn mức tăng trưởng cao hơn và tăng cường các nguồn thu từ hệ sinh thái sẽ giúp VPBank có được mức lợi nhuận cao trong tương lai, từ đó giữ vững mức ROE thuộc top các ngân hàng sinh lợi hàng đầu ngành bất chấp vốn chủ sở hữu đã gia tăng thuộc top 4 của ngành (tại cuối 2021) với tốc độ gia tăng vốn VCSH cao nhất ngành (2021: 63%).

Chúng tôi kỳ vọng mức ROE của ngân hàng sẽ đạt khoảng 15% trong năm 2022 và sẽ tiến dần về mức 20% trong năm 2024 khi các mảng kinh doanh mới đi vào ổn định và ngân hàng mẹ cũng có được mức tăng trưởng cao bền vững.

Hình 13: ROE và ROA hợp nhất



Hình 14: ROE hợp nhất một số ngân hàng niêm yết năm 2021



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng niêm yết, MBS Tổng hợp

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **54,100 VND/cp** bằng 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI-Residual Income) và định giá tương đối (so sánh P/B và P/E) với các Ngân hàng niêm yết khác dựa trên một số dự phóng và giả định như sau:

1. Tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2022 đạt 23.5%.
2. Tăng trưởng tiền gửi trong năm 2022 dự phóng đạt 15.4%, trong đó tỷ lệ CASA đạt mức 27.5%.
3. Lãi suất cho vay được dự báo ở mức 14.5% cho cả năm 2021, chi phí vốn vẫn duy trì ở mức thấp 4.3% giúp NIM được cải thiện lên mức 8.5%.
4. Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ vay đạt mức 5.5% trong năm 2022 so với mức 5.7% trong năm 2021 giúp chi phí DPRRTD đạt 18,147 tỷ đồng (+24.1% YoY)
5. Tổng TNHĐ dự kiến đạt 56,796 tỷ đồng (+28.2% svck), LNTT đạt 20,512 tỷ đồng (+40.7% svck). Thu nhập ngoài lãi đóng góp 20.1% tổng TNHĐ. Tỷ lệ CIR được dự báo đạt 24% tương đương với năm 2021.
6. Chi phí vốn cổ phần được sử dụng là 13.1% nhằm phản ánh rủi ro khi thị trường chứng khoán liên tục lập đỉnh mới. Tốc độ tăng trưởng $g=5\%$.
7. EPS và BVPS dự phóng năm 2022 lần lượt đạt 3,055 VND/cp và 25,631 VND/cp. EPS và BVPS đã được điều chỉnh cho số lượng cổ phiếu mới sau khi phát hành riêng lẻ 15%. Mức P/E và P/B trung bình ngành được sử dụng lần lượt là 14.3x và 2.4x tại thời điểm hiện tại.

Bảng 2: Định giá VPB

Đơn vị: tỷ đồng	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST	14,784	19,816	27,232	38,921
Terminal value				325,546,851
Chi phí VCSH				13.1%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn				5.0%
Giá trị hiện tại VCSH				277,360,961
SLCP				5,112,294,395
Giá cổ phiếu (VND/cp)				54,300

Tóm tắt KQĐG	%	Giá trị
Thu nhập thặng dư	80%	54,300
So sánh P/E	10%	43,900
So sánh P/B	10%	61,800
Giá mục tiêu		54,100

Financial Summary

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2021A	2022F	2023F	Tỷ số tài chính	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần	34,349	45,388	58,174	Tăng trưởng			
Thu nhập thuần từ HĐDV	4,059	6,404	8,247	Tăng trưởng tài sản	30.7%	17.2%	26.5%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	(76)	548	1,931	Tăng trưởng cho vay và đầu tư	18.9%	20.8%	25.0%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	9	80	25	Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	9.1%	8.2%	29.6%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	3,151	1,288	1,559	Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	21.5%	28.5%	29.1%
Lãi thuần từ HĐKD khác	2,808	3,089	3,397	Tăng trưởng LNTT	12.0%	40.7%	34.0%
Tổng thu nhập hoạt động	44,301	56,795	73,333	An toàn vốn			
Chi phí hoạt động	10,719	13,631	17,600	CAR	14.3%	N/A	N/A
LNTT và trước DPRRTD	33,583	43,165	55,733	VCSH/Tổng tài sản	15.8%	19.1%	20.9%
Chi phí DPRRTD	19,002	22,652	28,239	Đòn bẩy tài chính	6.33	5.24	4.79
LNTT	14,580	20,512	27,494	Chất lượng tài sản			
Chi phí thuế TNDN	2,930	4,122	5,525	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	4.47%	3.30%	2.90%
LNST	11,651	16,390	21,969	Tỷ lệ nợ nhóm 2	4.59%	5.00%	4.70%
LN cổ đông thiểu số	(157)	1,606	2,153	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	79.00%	92.95%	98.26%
LNST cho Ngân hàng	11,808	14,784	19,816	Thanh khoản			
				Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	103.5%	114.3%	108.7%
				TS thanh khoản cao/Tổng TS	28.1%	25.2%	26.2%
				TS thanh khoản/tiền gửi KH	42.2%	40.9%	43.6%
				Khả năng sinh lợi			
				ROA	2.4%	2.8%	3.0%
				ROE	16.7%	14.4%	14.5%
				NIM	7.8%	8.5%	8.9%
				TN lãi thuần/Tổng TNHD	77.5%	79.9%	79.3%
				Chi phí HĐ/Tổng TNHD (CIR)	24.2%	24.0%	24.0%
				Định giá			
				EPS cơ bản (VND)	2,666	3,055	3,831
				Giá trị sổ sách (VND)	19,447	25,333	29,164
				P/E	12.8x	11.2x	10.0x
				P/B	2.0x	1.4x	1.3x

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021A	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	2,346	3,378	2,195
Tiền gửi tại NHNN	10,861	9,785	16,241
Tiền gửi và cho vay các TCTD	57,105	57,941	81,361
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	6,971	2,188	2,733
Hoạt động mua nợ	959	-	-
Cho vay khách hàng	355,281	439,048	548,811
Dự phòng cho vay	(9,674)	(12,028)	(15,193)
Chứng khoán đầu tư	75,798	88,442	110,586
Đầu tư dài hạn khác	250	223	239
Tài sản cố định	1,873	1,724	1,569
BĐS đầu tư	-	-	-
Tài sản Cố khác	45,754	51,194	63,366
TỔNG TÀI SẢN	547,626	641,896	811,908
NỢ PHẢI TRẢ	461,175	501,263	649,306
Nợ NHNN, Chính phủ	8,454	17	21
Tiền gửi, vay các TCTD khác	114,619	115,969	139,163
Tiền gửi của khách hàng	241,837	279,061	349,490
Phải sinh và các công cụ TC khác	-	-	-
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	104	116	139
Phát hành giấy tờ có giá	81,296	87,810	137,203
Các khoản nợ khác	14,865	18,290	23,290
VỐN CHỦ SỞ HỮU	86,451	140,633	162,602
Vốn điều lệ	45,057	51,725	51,725
Thặng dư vốn cổ phần	77	33,418	33,418
Cổ phiếu quỹ	(1,761)	(1,761)	(1,761)
Vốn khác	-	-	-
Quỹ của TCTD	12,585	19,977	29,885
LN chưa phân phối	22,500	27,674	37,582
Lợi ích CĐ không kiểm soát	7,993	9,599	11,752
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	547,626	641,896	811,908

Liên hệ: **Khối Nghiên cứu**

Kiểm soát - Bộ phận nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Chứng khoán, Ngân hàng, Bất động sản

Trần Thái Bình

(Binh.TranThai@mbs.com.vn – Tel: 0336154669)

Vật liệu xây dựng, Ngân hàng

Dương Thiện Chí

(Chi.DuongThien@mbs.com.vn – Tel: 0934 977 100)

Nhựa, Ngân hàng

Đình Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn – Tel: 0978877784)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

1. Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
2. Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
3. Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.