

Giá hiện tại: 19,800 VND

Giá kỳ vọng: 23,100 VND

Khuyến nghị: Mua + 16.7%

Mã cổ phiếu	VPB
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	21.6
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	18.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	157,091
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	14,451,956
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	7,933.6
Beta	1.05
P/E	14.17
P/B	1.14

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp:

Sau hơn 30 năm hình thành và phát triển, VPBank được biết đến là một trong những ngân hàng có nền tảng vốn vững chắc nhất tại Việt Nam, với hệ số CAR cao vượt trội trong hệ thống ngân hàng, vượt xa các quy định an toàn vốn, qua đó khẳng định tình hình tài chính vững mạnh và tạo dư địa tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.

TĂNG TRƯỞNG CAO TRÊN NỀN LỢI NHUẬN THẤP ĐIỂM CÙNG KỲ NĂM TRƯỚC

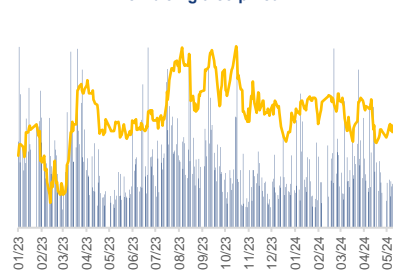
Luận điểm đầu tư

- Triển vọng bứt phá tăng trưởng dựa trên: (i) nền lợi nhuận thấp điểm cùng kỳ; (ii) tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao; (iii) NIM tiếp tục xu hướng hồi phục; (iv) FE CREDIT có lãi trở lại và đóng góp ngày càng lớn từ VPBankS.
- Nợ xấu sẽ có sự cải thiện giúp giảm bớt áp lực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng.
- Kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn.
- Định giá hấp dẫn khi P/B hiện thấp hơn trung vị ngành và P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu.

Rủi ro

- Chất lượng tài sản không thực sự tốt khi tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 đều thuộc nhóm dẫn đầu trong ngành.
- VPB là ngân hàng có khẩu vị rủi ro rất cao khi tăng trưởng tín dụng tập trung vào các nhóm khách hàng/lĩnh vực có mức độ rủi ro cao hơn so với mặt bằng chung.

Diễn biến giá cổ phiếu VPB



Nguồn: VPB, NHSV Research tổng hợp

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024E
Thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	44,301	57,797	49,739	66,585
Tăng trưởng (%YoY)	13%	30%	-14%	34%
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	34,349	41,021	38,175	52,557
Tăng trưởng (%YoY)	6%	19%	-7%	38%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,953	16,776	11,565	14,027
Tăng trưởng (%YoY)	49%	69%	-31%	21%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	11,477	16,909	8,494	15,419
Tăng trưởng (%YoY)	10%	47%	-50%	82%
Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	18.7%	25.0%	25.6%	22.7%
Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	19.0%	22.7%	48.3%	21.5%
Biên thu nhập lãi thuần-NIM (%)	7.6%	7.5%	5.6%	6.2%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	4.6%	5.7%	5.0%	4.0%
ROAA (%)	2.4%	3.1%	1.4%	1.7%
ROAE (%)	16.9%	19.1%	8.2%	10.7%

Nguồn: VPB, NHSV Research

THÔNG TIN CHUNG

Giới thiệu về doanh nghiệp

VPBank là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần được thành lập sớm nhất tại Việt Nam với lịch sử hình thành và phát triển bền vững trong hơn 30 năm. VPBank hiện đang là một trong những ngân hàng thương mại hàng đầu tại Việt Nam xét về sự hiệu quả và lợi nhuận kinh doanh.

VPBank có hệ số CAR (Tỷ lệ an toàn vốn) xấp xỉ 17%, vượt xa các quy định an toàn vốn. Điều này tạo dư địa tăng trưởng mạnh mẽ cho bảng cân đối tài chính và đảm bảo tính ổn định của ngân hàng trong tương lai.

Ngành nghề kinh doanh

- Huy động, nhận tiền gửi và cho vay đối với các tổ chức và cá nhân.
- Đầu tư chứng khoán.
- Cung cấp dịch vụ thanh toán, ví điện tử.
- Thực hiện các giao dịch ngoại tệ.
- Cấp tín dụng dưới hình thức tái chiết khấu công cụ chuyển nhượng và giấy tờ có giá khác.
- Dịch vụ quản lý tài sản.

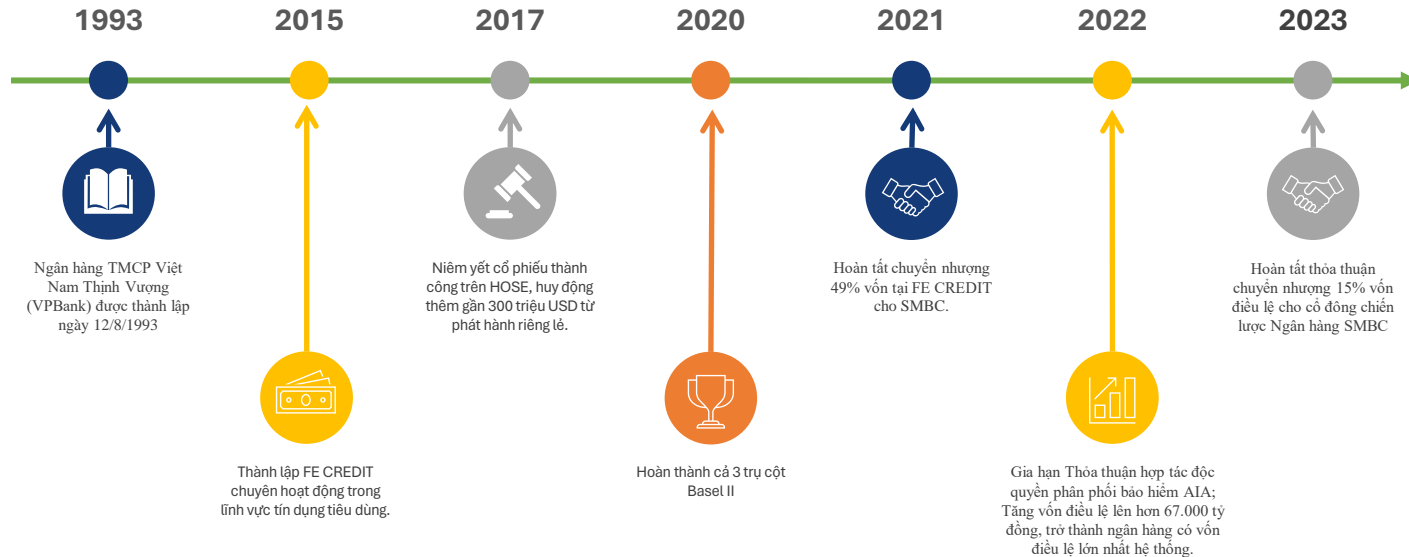
Địa bàn kinh doanh

Đến cuối năm 2023, VPBank có 1 Hội sở, 76 chi nhánh và 187 phòng giao dịch hoạt động trên khắp các tỉnh thành trên cả nước.

I. TỔNG QUAN

LỊCH SỬ HOẠT ĐỘNG

Hoàn tất thỏa thuận chuyển nhượng 15% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược Ngân hàng SMBC trong năm 2023



Nguồn: VPB, NHSV Research tổng hợp

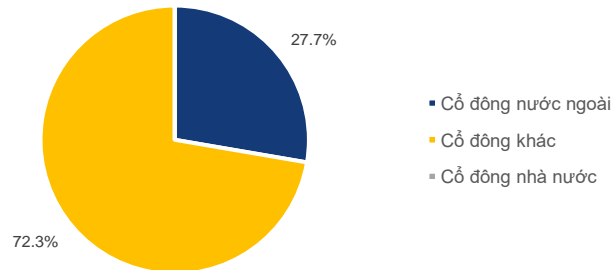
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

SMBC trở thành cổ đông lớn nhất của VPB sau thương vụ bán vốn thành công

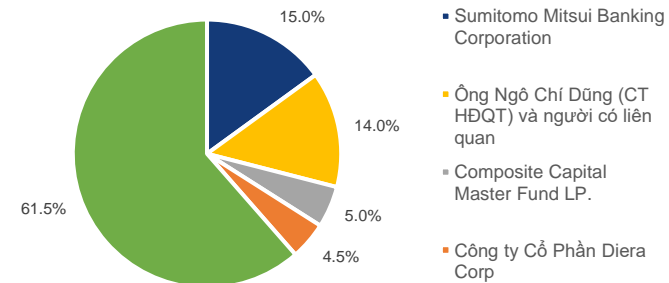
VPBank hiện có ba cổ đông lớn/nhóm cổ đông lớn, quan trọng, bao gồm Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC), Ông Ngô Chí Dũng (Chủ tịch HĐQT) và những người có liên quan, cùng với Composite Capital Master Fund LP với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 15%, 14% và 5%. Đặc biệt, SMBC là cái tên mới gia nhập danh sách cổ đông lớn của VPB trong năm 2023, ngay sau khi VPB hoàn tất thỏa thuận chuyển nhượng 15% vốn điều lệ cho đơn vị này. Thỏa thuận này đã nâng vốn điều lệ của VPB lên gần 79.34 nghìn tỷ đồng và vốn chủ sở hữu lên gần 140 nghìn tỷ đồng, lần lượt đứng đầu và đứng thứ hai trong hệ thống ngân hàng. Tỷ lệ an toàn vốn của VPB đạt 17%, cao nhất trong các ngân hàng tại Việt Nam.

I. TỔNG QUAN

Cơ cấu sở hữu của VPB theo phân nhóm nhà đầu tư (%)



Cơ cấu sở hữu của VPB theo nhóm cổ đông lớn (%)



Nguồn: VPB, NHSV Research

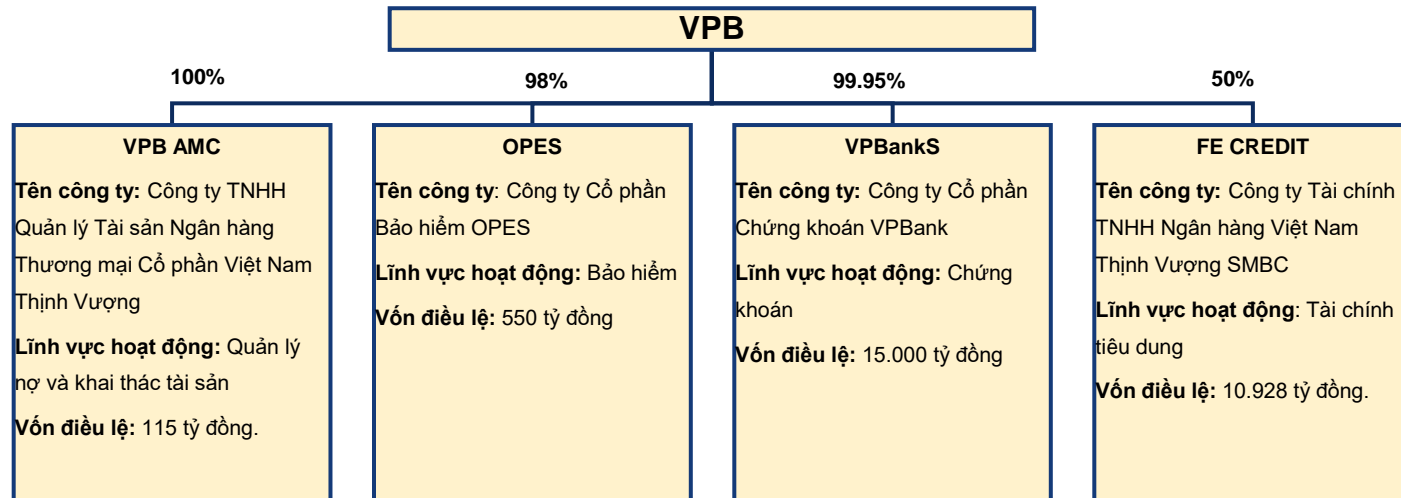
Nguồn: VPB, NHSV Research

CÔNG TY CON, CÔNG TY LIÊN KẾT

VPBankS và FE CREDIT là những cái tên đáng chú ý trong hệ sinh thái của VPB

VPB hiện có 4 công ty con gồm: Công ty TNHH Quản lý Tài sản Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB AMC); Công ty cổ phần bảo hiểm OPES (OPES), Công ty cổ phần Chứng khoán VPBANK (VPBankS) và Công ty Tài chính TNHH MTV Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (FE CREDIT) với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 100%, 98%, 99.95% và 50%. Trong đó, FE CREDIT nổi tiếng với thương vụ VPB bán 49% vốn cho SMBC với mức giá 1.4 tỷ USD trong năm 2021. Đây cũng là một trong những thương vụ mua bán cổ phần doanh nghiệp có giá trị cao nhất trong ngành ngân hàng trong nhiều năm trở lại đây.

I. TỔNG QUAN



Lợi nhuận Q1-24 tăng trưởng đột phá trên nền thấp điểm cùng kỳ và tín dụng tăng trưởng nhanh

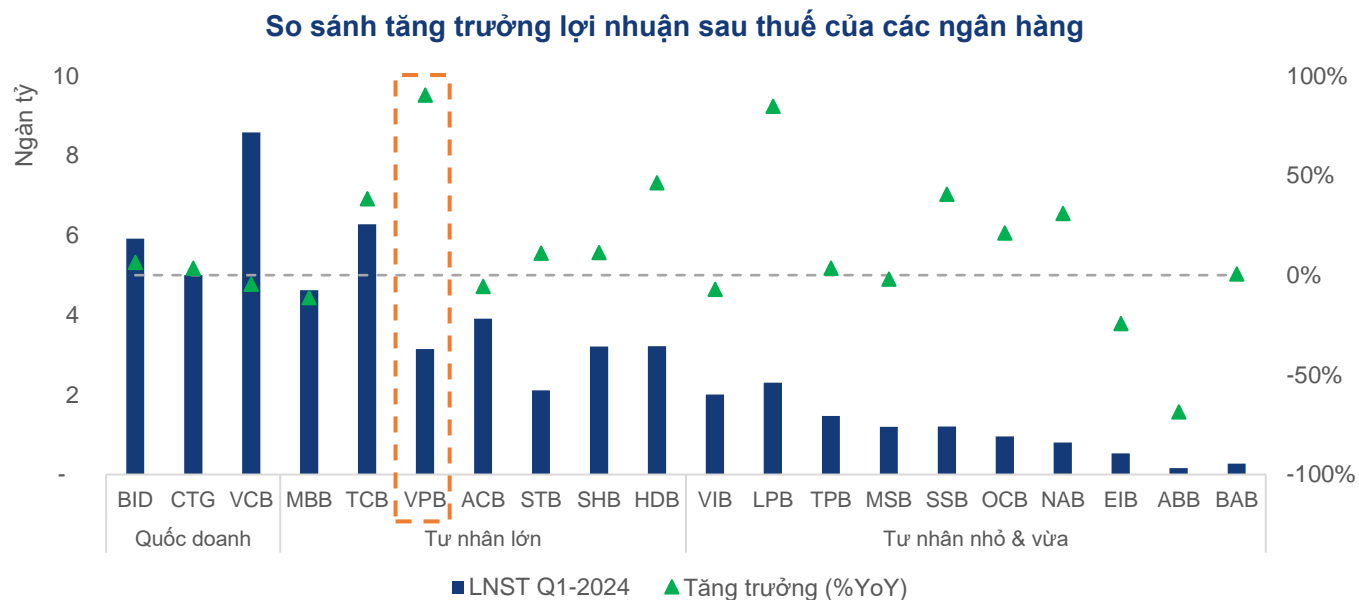
- **Thu nhập hoạt động** Q1-24 tăng nhẹ 8.5%YoY, trong đó:
 - Thu nhập lãi thuần tăng khá (+18.8%YoY) chủ yếu nhờ dư nợ cho vay khách hàng mở rộng mạnh so với cùng kỳ (+25.7%YoY), trong khi NIM (BQ quy) chỉ ở mức 5.9%, thấp hơn khá nhiều so với cùng kỳ (6.3%).
 - Thu nhập ngoài lãi giảm khá mạnh (-26.1%YoY) do thu nhập từ dịch vụ giảm nhẹ (-7%YoY), cộng hưởng với sự suy giảm mạnh của thu nhập từ hoạt động kinh doanh chứng khoán (-96%YoY).
- **Chi phí hoạt động** tăng nhẹ 1.3%YoY, thấp hơn mức tăng trưởng của thu nhập hoạt động (8.5%YoY), do đó CIR được cải thiện, xuống chỉ còn ở mức 25.8% so với 27.7% cùng kỳ.
- **Chi phí dự phòng:** Áp lực từ nợ xấu giảm bớt cũng giúp cho chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm 9.8%YoY và cũng giảm 17.9% QoQ.
- **Lợi nhuận sau thuế:** Tổng hợp các yếu tố nêu trên giúp VPB ghi nhận 3.142 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong Q1-24, tăng 90.4%YoY và tăng 48.8%QoQ.

Kết quả kinh doanh	2023	YoY	Q1-2024	YoY	Các chỉ tiêu chính	2023	YoY	Q1-2024	YoY
Thu nhập hoạt động	49,739	-13.9%	13,411	8.5%	Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	25.6%	+54 đcb	2.1%	-280 đcb
Thu nhập lãi thuần (NII)	38,175	-6.9%	11,323	18.8%	Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	48.3%	+2560 đcb	1.5%	-915 đcb
Thu nhập ngoài lãi	11,565	-31.1%	2,087	-26.1%	NIM	5.6%	-190 đcb	5.9%	-45 đcb
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	7,212	12.0%	1,554	-6.9%	YEA	11.2%	-14 đcb	10.1%	-193 đcb
TNT hoạt động FX	(806)	-30.4%	304	187.8%	COF	6.6%	+219 đcb	5.0%	-150 đcb
TNT hoạt động chứng khoán	630	75.3%	5	-96.3%	CASA	17.4%	-30 đcb	14.4%	+34 đcb
TNT hoạt động khác	4,529	-57.3%	225	-83.7%	Tỷ lệ nợ xấu	5.0%	-71 đcb	4.8%	-141 đcb
Chi phí hoạt động	13,941	-1.2%	3,467	1.3%	Phí suất tín dụng (Credit cost)	5.0%	-68 đcb	4.1%	-168 đcb
Chi phí dự phòng	24,994	11.3%	5,762	-9.8%	LLR	52.1%	-235 đcb	53.4%	+740 đcb
Lợi nhuận sau thuế	8,494	-49.8%	3,142	90.4%	CIR	28.0%	+361 đcb	25.8%	-185 đcb

VPB là một trong những ngân hàng tăng trưởng mạnh nhất Q1-2024

Dựa trên số liệu thống kê của 27 ngân hàng niêm yết, đến hết Q1-2024, toàn ngành có 15/27 ngân hàng ghi nhận tăng trưởng LNST dương. Mặt khác, cũng có tới 13/27 ngân hàng ghi nhận LNST giảm tốc so với cùng kỳ trong Q1-2024. Trong đó, VPB là một trong những ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng LNST cao nhất, ở mức +90%YoY, cao thứ 2 trong toàn hệ thống ngân hàng và chỉ đứng sau một ngân hàng duy nhất có quy mô khá nhỏ như BVB.

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

Tăng trưởng tín dụng Q1 khiêm tốn nhưng tích cực hơn so với mặt bằng chung toàn ngành

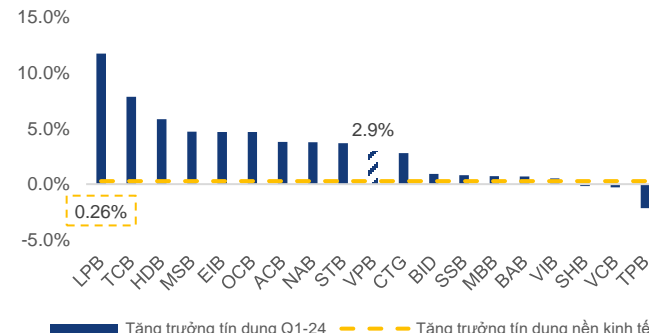
Tín dụng Q1-24 tăng trưởng cao hơn bình quân toàn ngành

Hết Q1-24, tín dụng cho vay khách hàng của VPB tăng trưởng không quá ấn tượng, chỉ +2.9%YTD. Tuy nhiên, đây vẫn được coi là một mức tăng trưởng tín dụng rất tích cực khi so với mặt bằng chung toàn ngành. Trong bối cảnh khả năng hấp thụ tín dụng của nền kinh tế đang khá yếu, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế đến hết Q1-24 mới chỉ dừng lại ở mức 0.26%, thậm chí tăng trưởng tín dụng đã âm liên tiếp trong 2 tháng đầu năm trước khi bật tăng trở lại trong tháng 3.

Tăng trưởng dư nợ Q1-24 chủ yếu đến từ ngân hàng mẹ và công ty chứng khoán VPBankS

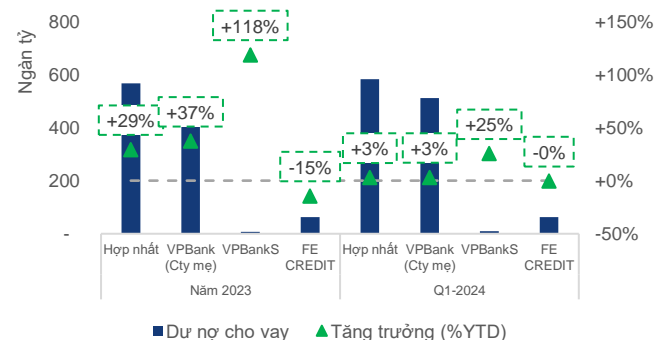
Đến hết Q1-24, dư nợ tín dụng hợp nhất toàn ngân hàng đã tăng 2.9%YTD, trong đó, tín dụng tại ngân hàng mẹ tăng 3.0%, tại VPBankS tăng mạnh 25.5% nhưng tín dụng tại FE CREDIT lại giảm nhẹ 0.4%. FE CREDIT cũng là đơn vị duy nhất trong hệ thống ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng âm trong năm 2023.

Tăng trưởng tín dụng Q1-24 của các ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

Tăng trưởng dư nợ của VPB và các công ty con



Nguồn: VPB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng tín dụng tập trung chủ yếu tại nhóm khách hàng doanh nghiệp và trong lĩnh vực bất động sản

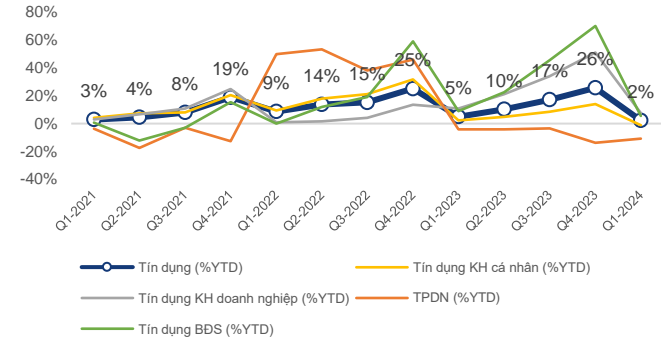
Tín dụng cho vay doanh nghiệp là động lực tăng trưởng chính của VPB trong năm 2023 và Q1-2024

Tính đến hết Q1-24, tín dụng nhóm khách hàng doanh nghiệp là động lực tăng trưởng chính của ngân hàng khi tăng thêm 7.5%YTD. Trong khi đó tín dụng tiêu dùng giảm nhẹ 1.3%YTD và trái phiếu doanh nghiệp giảm khá mạnh (-10.9%YTD). Mặt khác, tín dụng trong lĩnh vực bất động sản cũng đã tăng thêm 5.5%, cao hơn gấp đôi so với mức tăng trưởng tín dụng bình quân của toàn ngân hàng trong Q1-24.

VPB đứng thứ 2 trong ngành về tỷ trọng dư nợ cho vay trong lĩnh vực bất động sản

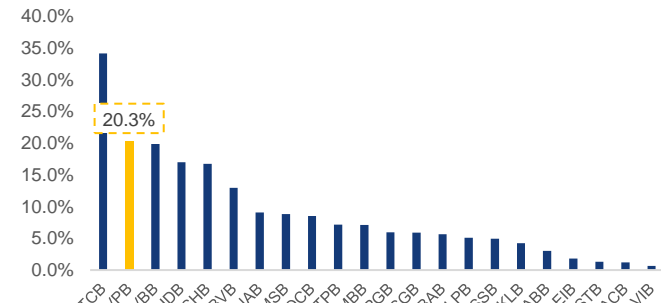
Theo dữ liệu thống kê trên báo cáo tài chính của các ngân hàng, tính đến cuối năm 2023, VPB đứng thứ 2 trong hệ thống ngân hàng về tỷ lệ tín dụng cho vay trong lĩnh vực bất động sản với 20.3% tổng dư nợ tín dụng, chỉ xếp sau TCB với 34.1%.

Cấu trúc tăng trưởng tín dụng của VPB



Nguồn: VPB, NHSV Research

Tỷ trọng dư nợ tín dụng cho vay lĩnh vực bất động sản năm 2023



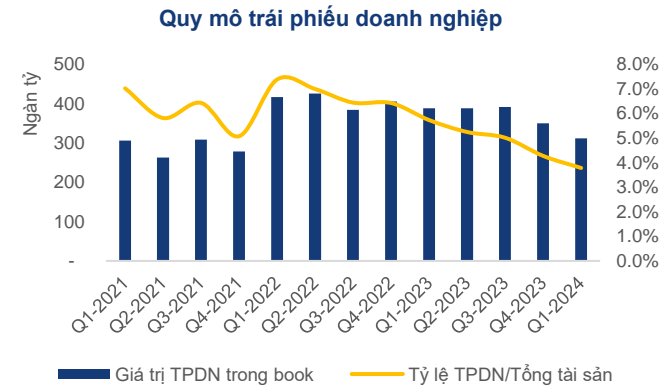
Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research



Quy mô trái phiếu doanh nghiệp trong book giảm mạnh nhưng vẫn ở mức cao

Trái phiếu doanh nghiệp trong book liên tục giảm mạnh

Tính đến 31/03/2024, tổng quy mô trái phiếu doanh nghiệp trong book của VPB chỉ còn quanh mức 31.000 tỷ đồng và đang trong xu hướng giảm khá mạnh trong nhiều quý trở lại đây, cả về quy mô lẫn tỷ lệ nắm giữ.



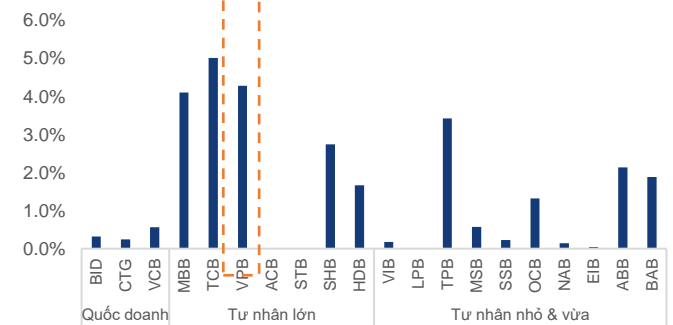
Nguồn: VPB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

...nhưng vẫn ở mức cao so với mặt bằng chung toàn ngành

Mặc dù vậy, tỷ lệ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp/tổng tài sản của VPB vẫn đang ở mức rất cao khi VPB vẫn đang là 1 trong số những ngân hàng dẫn đầu về cả quy mô lẫn tỷ lệ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp trong toàn ngành.

Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp/tổng tài sản cuối năm 2023



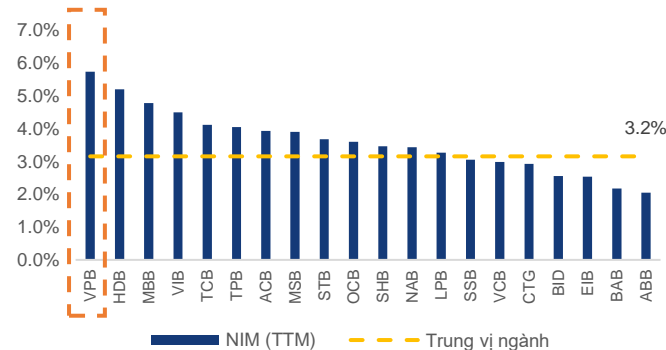
Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

NIM cao nhất ngành và đang tiếp tục phục hồi kể từ vùng đáy thấp nhất

VPB duy trì vị trí dẫn đầu về NIM cho vay

Tính đến hết Q1-24, VPB vẫn là ngân hàng có hiệu quả sinh lời từ hoạt động huy động & cho vay cao nhất trong hệ thống ngân hàng với NIM bình quân trong 4 quý gần nhất ở mức 5.7%, cao nhất trong hệ thống các ngân hàng thương mại.

So sánh NIM (TTM) của các ngân hàng đến Q1-24

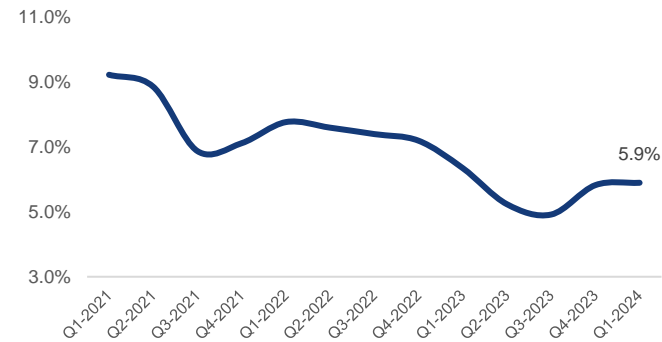


Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

...và đang cho thấy dấu hiệu phục hồi từ đáy

NIM của ngân hàng cũng đang cho thấy những dấu hiệu phục hồi kể từ vùng đáy thấp nhất (Q3-23). Điều này cho thấy giai đoạn kinh doanh khó khăn nhất của ngành Ngân hàng nói chung và VPB nói riêng đã dần trôi qua.

NIM (TTM) của VPB theo quý



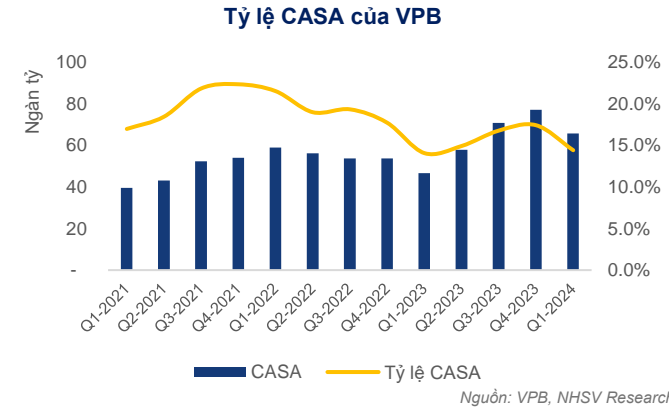
Nguồn: VPB, NHSV Research

I. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

CASA sụt giảm mạnh, về mức thấp so với vị thế và quy mô hiện tại của ngân hàng

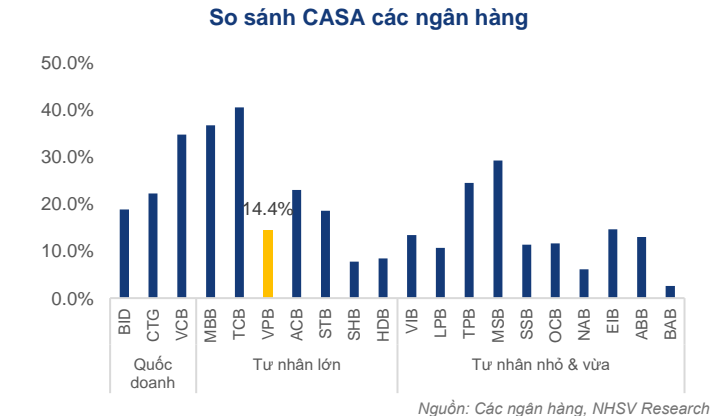
Tỷ lệ CASA bất ngờ sụt giảm mạnh trong những tháng đầu năm 2024

Đến cuối Q1-24, tỷ lệ CASA của VPB giảm mạnh về mức 14.4%, so với 17.4% hồi đầu năm. Đây cũng là tỷ lệ CASA gần thấp nhất của VPB trong vài năm trở lại đây.



...về mức thấp so với vị thế và quy mô của Ngân hàng

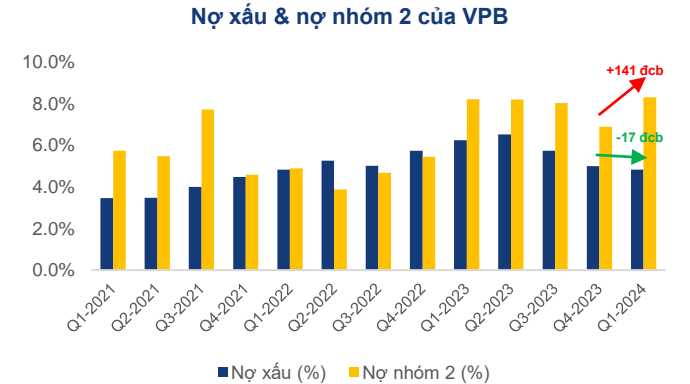
Với tỷ lệ CASA chỉ ở mức 14.4%, VPB hiện là một trong những ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp nhất trong nhóm các ngân hàng có quy mô và vị thế dẫn đầu trong ngành ngân hàng.



VPB là một trong những ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao nhất ngành Ngân hàng

Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ nhưng nợ nhóm 2 lại tăng rất mạnh

Tính đến 31/03/24, tỷ lệ nợ xấu của VPB giảm nhẹ 17 điểm cơ bản so với đầu năm, xuống 4.84%. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 đã tăng khá mạnh (+141 điểm cơ bản), lên 8.3%. Như vậy, mặc dù tỷ lệ nợ xấu có cải thiện nhưng tỷ lệ nợ nhóm 2 lại gia tăng mạnh hơn, cho thấy tình hình tài chính của một bộ phận khách hàng của VPB vẫn đang có dấu hiệu xấu đi.

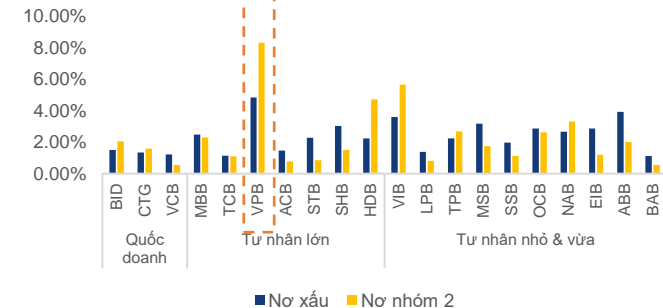


Nguồn: VPB, NHSV Research

VPB vẫn nằm trong danh sách TOP đầu về tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 trong ngành

Trong 27 ngân hàng niêm yết, VPB là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu cao thứ 2 (4.8%), chỉ xếp sau NVB. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 là mức cao nhất ngành (8.3%). Điều này cho thấy chất lượng tài sản của VPB ở mức thấp so với mặt bằng chung toàn ngành. Việc chấp nhận tỷ lệ nợ xấu ở mức cao để đổi lấy NIM cho vay (TOP 1 ngành) cho thấy VPB là một ngân hàng có khẩu vị rủi ro rất cao.

So sánh tỷ lệ nợ xấu và nợ cần chú ý ngành Ngân hàng Q1-24



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research



**I. CẬP NHẬT
TÌNH HÌNH TÀI
CHÍNH**

VPB lựa chọn tăng vốn để bù đắp điểm yếu về chất lượng tài sản

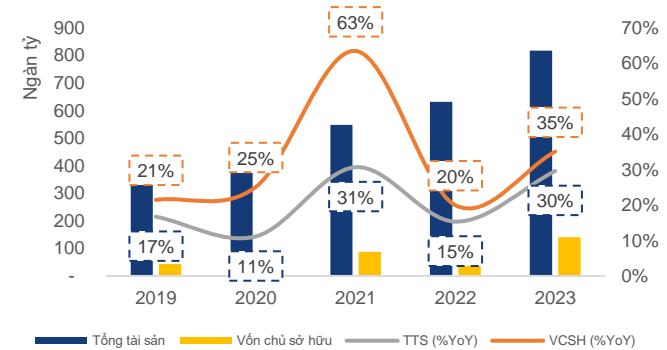
Quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu đều tăng trưởng rất mạnh trong hơn 1 năm trở lại đây

Trong năm 2023, cả tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của VPB đều ghi nhận mức tăng trưởng rất mạnh, lần lượt +30%YTD và +35%YTD sau khi ngân hàng này hoàn tất thương vụ phát hành riêng lẻ 15% cổ phần cho cổ đông chiến lược SMBC - tập đoàn tài chính lớn thứ 2 Nhật Bản, qua đó đưa VPB vươn lên đứng vị trí số 2 về quy mô vốn chủ sở hữu (chỉ sau VCB) và đứng thứ 6 về quy mô tổng tài sản trong ngành.

Hệ số an toàn vốn (CAR) cao vượt trội so với toàn ngành

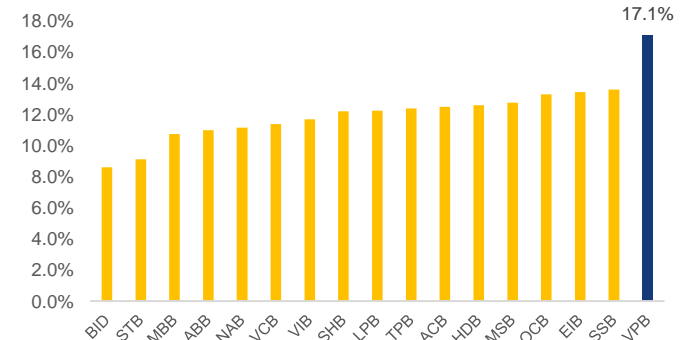
Đến cuối năm 2023, hệ số an toàn vốn (CAR) của VPB tăng mạnh lên mức 17.1%, so với chỉ 14.9% cuối năm trước và vượt trội hoàn toàn so với mặt bằng chung toàn ngành hiện nay. Có thể thấy, VPB lựa chọn phương án tăng vốn để đảm bảo an toàn thanh khoản khi hoạt động cho vay luôn hướng tới các nhóm khách hàng có mức lợi tức & rủi ro cao hơn.

Quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu hàng năm



Nguồn: VPB, NHSV Research

So sánh CAR ngành ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

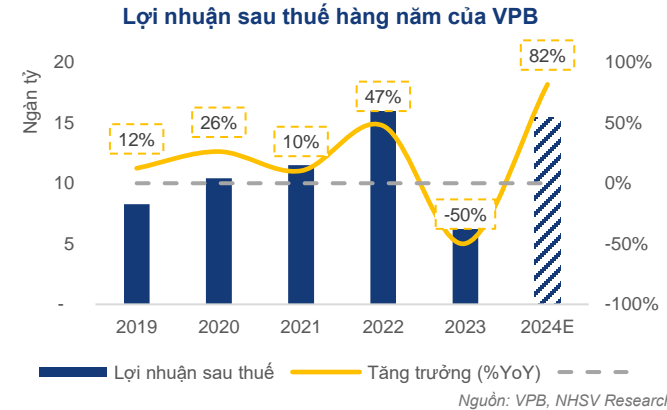


I. CẬP NHẬT
TÌNH HÌNH TÀI
CHÍNH

Triển vọng bứt phá tăng trưởng dựa trên mức nền lợi nhuận thấp điểm cùng kỳ

Lợi nhuận sau thuế kỳ trước là mức thấp điểm nhất trong nhiều năm trở lại đây

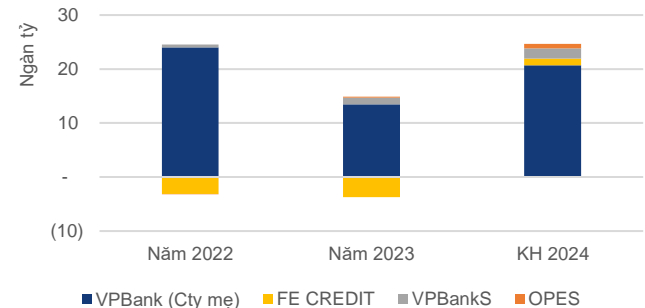
Trước áp lực suy giảm NIM cho vay và nợ xấu tăng cao, VPB ghi nhận kết quả kinh doanh năm 2023 tương đối tệ hại khi thu nhập hoạt động thu hẹp 14%YoY trong khi lợi nhuận sau thuế giảm mạnh, chỉ còn 1 nửa so với năm trước. Lợi nhuận sau thuế cả năm 2023 đạt 8.494 tỷ đồng, là mức lợi nhuận thấp điểm nhất của VPB trong nhiều năm trở lại đây.



VPB lên kế hoạch lợi nhuận tăng hơn gấp đôi so với thực hiện năm 2023

VPB lên kế hoạch lợi nhuận tăng hơn gấp đôi (+114%) so với thực hiện năm 2023 với điểm nhấn là sự đóng góp trở lại của FE CREDIT vào lợi nhuận của toàn Ngân hàng sau 2 năm liên tục thua lỗ rất nặng (lần lượt âm 3.121 tỷ và âm 3.699 tỷ đồng trong năm 2022 và 2023).

Kế hoạch lợi nhuận trước thuế theo bộ phận của VPB

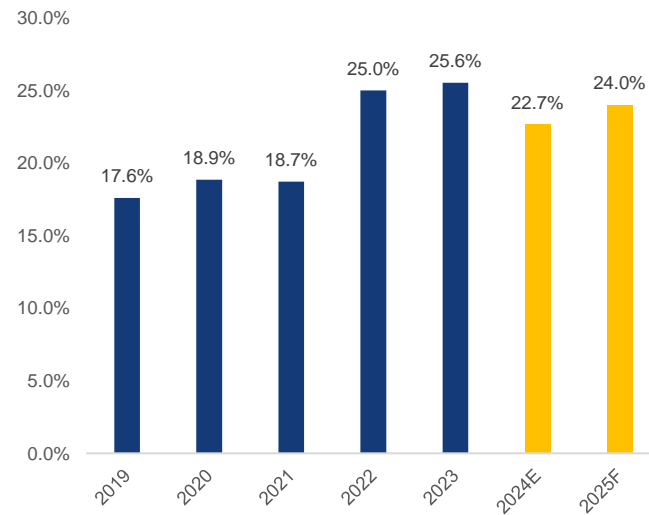


Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 của VPB sẽ ở quanh mức +23%YTD dựa trên các lập luận sau đây:

- VPB vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng khá mạnh gần đây khi tăng trưởng tín dụng trong 2 năm gần nhất liên tục ở trên mức 25%. Trong kế hoạch kinh doanh năm 2024 trình ĐHĐCĐ thông qua, VPB tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 ở mức 25%.
- Sự phục hồi của thị trường bất động sản kéo theo nhu cầu tín dụng mua nhà tăng cao. Các ngân hàng có tỷ trọng tín dụng cho vay bất động sản cao như VPB sẽ có lợi thế lớn trong giai đoạn này.
- VPB sở hữu nền tảng tài chính vững mạnh sau khi tăng vốn, hệ số an toàn vốn (CAR) trên mức 17%, cao nhất toàn ngành, qua đó tạo dựa địa lớn cho thúc đẩy tăng trưởng tín dụng một cách dài hạn.
- Mặt bằng lãi suất cho vay toàn thị trường duy trì ở mức thấp thúc đẩy nhu cầu tín dụng dần hồi phục.

Tăng trưởng tín dụng (%YTD)



Nguồn: VPB, NHSV Research dự phóng

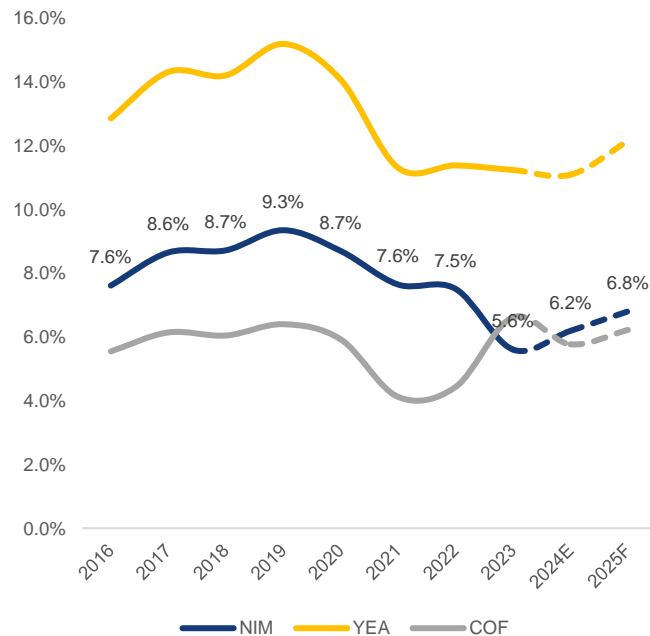
III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

NIM tiếp tục xu hướng hồi phục

Chúng tôi kỳ vọng NIM của VPB sẽ có sự cải thiện nhẹ trong năm 2024, với mức tăng nhẹ 60 điểm cơ bản so với năm 2023, về quanh mức 6.2%, dựa trên các lập luận sau đây:

- Về lợi tức của tài sản sinh lãi (YEA): Chúng tôi dự báo YEA sẽ giảm nhẹ/đi ngang trong năm 2024 do chịu áp lực giảm lãi suất cho vay để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, phục hồi kinh tế theo chỉ đạo của Chính Phủ và NHNN. Tuy nhiên, trong bối cảnh nền kinh tế đang dần hồi phục, nhu cầu tín dụng cũng sẽ có sự cải thiện, đặc biệt là tín dụng tiêu dùng sẽ giúp YEA gia tăng trở lại.
- Về chi phí huy động (COF): Mặt bằng lãi suất huy động đang trong xu hướng điều chỉnh giảm và tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2024 khi chính phủ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để thúc đẩy quá trình phục hồi tăng trưởng kinh tế.

Dự báo NIM của VPB



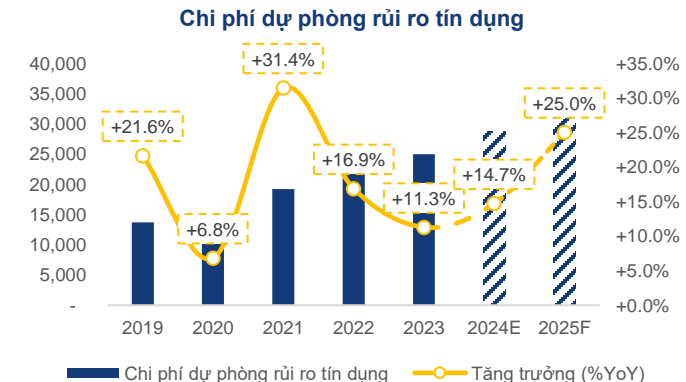
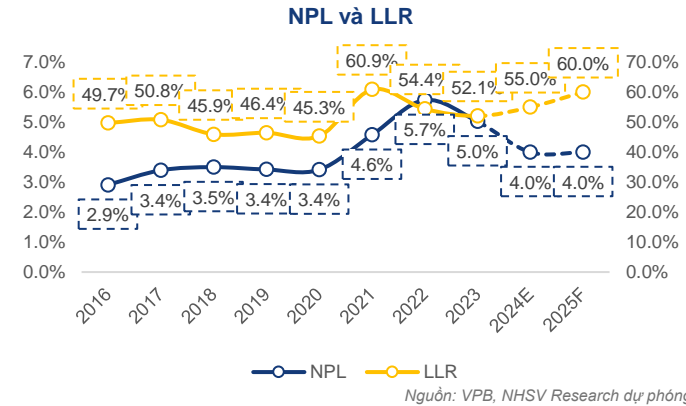
Nguồn: VPB, NHSV Research dự phóng

Nợ xấu sẽ có sự cải thiện giúp giảm bớt áp lực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trong thời gian tới

Chúng tôi cho rằng áp lực nợ xấu sẽ không còn quá đáng ngại trong năm 2024 do tình hình hoạt động kinh doanh của hầu hết doanh nghiệp đã trở lại mức bình thường và dòng tiền cũng đang dần ổn định trở lại.

Do đó, chúng tôi dự phóng NPL của VPB đến hết năm 2024 sẽ điều chỉnh giảm 1%, xuống mức 4%.

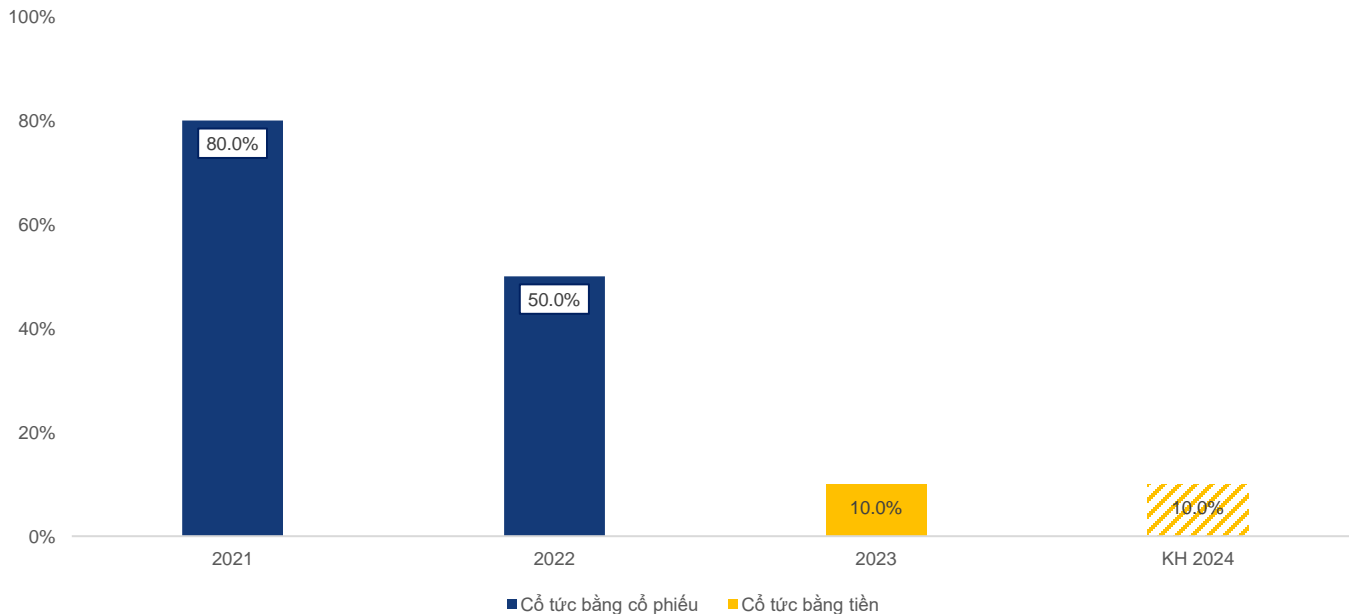
Áp lực trích lập dự phòng rủi ro tín dụng cũng vì thế mà giảm bớt gánh nặng. Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng rủi ro tín dụng chỉ còn tăng ~15%YoY trong năm 2024E, thấp hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng (~23%). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đến cuối năm 2024 sẽ về quanh mức 55% trước khi tăng lên mức 60% từ năm 2025 trở đi.



Kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn

Trong quý II hoặc quý III năm nay, VPB dự kiến sẽ chia cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông với tỷ lệ 10%. Như vậy, với mỗi một cổ phiếu đang nắm giữ, cổ đông sẽ nhận được 1.000 đồng tiền cổ tức bằng tiền mặt. Tổng số lợi nhuận VPB dự kiến sử dụng để chia cổ tức là hơn 7.900 tỷ đồng.

Lịch sử chi trả cổ tức của VPB



Nguồn: VPB, NHSV Research

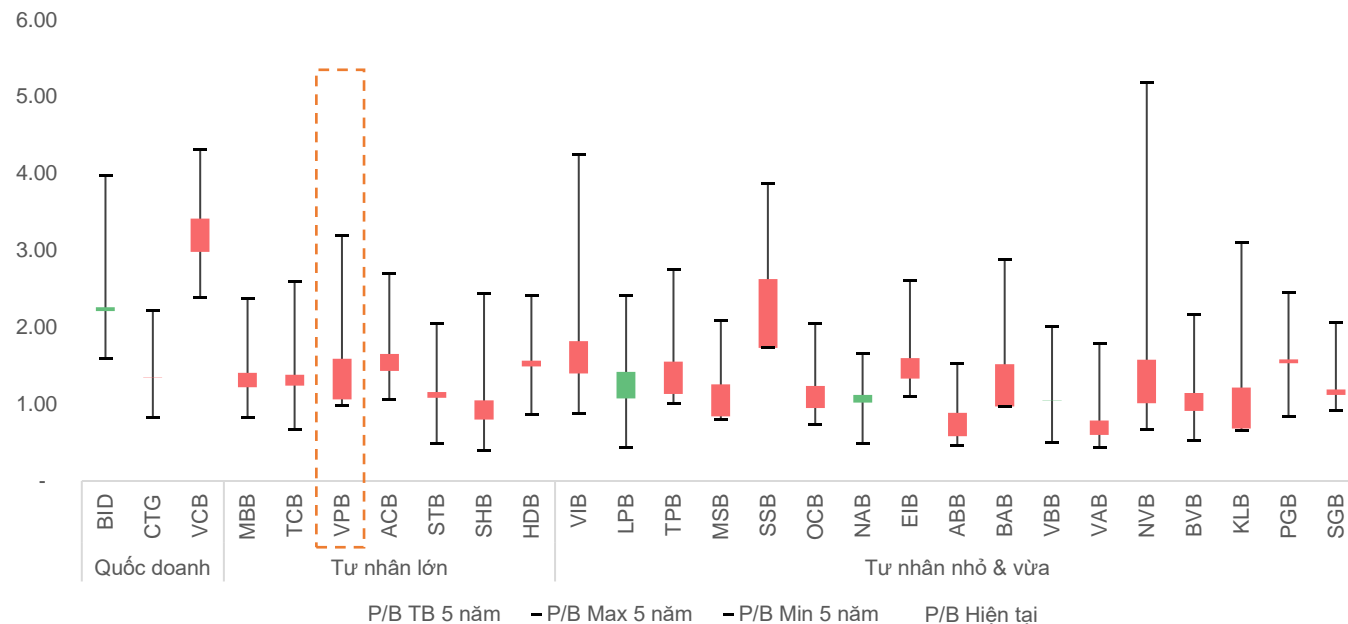


Định giá thấp hơn trung vị ngành và lịch sử định giá của cổ phiếu

Cổ phiếu VPB hiện đang giao dịch quanh vùng định giá P/B khoảng 1.0x lần, thấp hơn ~33% so với mức P/B trung bình của cổ phiếu trong 5 năm gần nhất và cũng thấp hơn ~5% so với mức P/B trung vị ngành hiện nay (khoảng 1.1x lần).



So sánh định giá cổ phiếu ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

Chúng tôi dự phóng thu nhập hoạt động/lợi nhuận sau thuế năm 2024E của VPB ước đạt **66,585 tỷ đồng (+33.9% YoY)/15,419 tỷ đồng (+81.5% YoY)** dựa trên kỳ vọng đà tăng trưởng tín dụng tích cực của doanh nghiệp tiếp tục được duy trì, cùng với đó là NIM cho vay sẽ có sự cải thiện tốt hơn và doanh nghiệp đang nỗ lực để xử lý nợ xấu, với mục tiêu đưa tỷ lệ nợ xấu về dưới mức 3% trong năm nay (theo như chia sẻ của ban lãnh đạo doanh nghiệp trong cuộc họp ĐHĐCĐ năm 2024).

Bảng tổng hợp kết quả dự phóng

Chỉ tiêu	2022	2023	2024E	2025F	Ghi chú
Thu nhập hoạt động	57,797	49,739	66,585	86,180	<ul style="list-style-type: none"> • Thu nhập lãi thuần: Chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của VPB sẽ tăng trưởng mạnh (+37.7% YoY) trong năm 2024 dựa trên dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 tiếp tục duy trì ở mức cao (+22.7% YTD) và NIM có sự cải thiện, lên mức 6.2% trong năm 2024, so với chỉ 5.6% trong năm 2023.
%yoy	30.5%	-13.9%	33.9%	29.4%	
Thu nhập lãi thuần	41,021	38,175	52,557	69,885	<ul style="list-style-type: none"> • Thu nhập ngoài lãi, động lực tăng trưởng đến từ: <ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng thu nhập thuần từ dịch vụ duy trì ổn định quanh mức +20%YoY, tương đương mức tăng trưởng bình quân trong 5 năm trở lại đây. - Hoạt động kinh doanh ngoại hối & vàng sẽ có sự tăng trưởng mạnh nhờ thoát khỏi tình trạng thua lỗ kéo dài nhiều năm qua. Tính đến hết Q1-24, hoạt động này đang mang lại 304 tỷ đồng thu nhập thuần cho VPB, rất tích cực khi so với mức lỗ 806 tỷ đồng trong năm 2023.
%yoy	19.4%	-6.9%	37.7%	33.0%	
Thu nhập ngoài lãi thuần	16,776	11,565	14,027	16,295	<ul style="list-style-type: none"> • Chi phí hoạt động tăng trưởng tương ứng với tốc độ tăng của thu nhập hoạt động với giả định CIR duy trì ở mức 28%, tương đương năm 2023.
%yoy	68.6%	-31.1%	21.3%	16.2%	
Chi phí hoạt động	14,116	13,941	18,644	23,269	<ul style="list-style-type: none"> • Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tiếp tục duy trì ở mức cao nhưng mức tăng sẽ chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng tín dụng nhờ tỷ lệ nợ xấu đang trong xu hướng điều chỉnh giảm sau khi đã đạt đỉnh kể từ Q2-23.
%yoy	31.7%	-1.2%	33.7%	24.8%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	22,461	24,994	28,667	35,834	
%yoy	16.9%	11.3%	14.7%	25.0%	
Tổng lợi nhuận trước thuế	21,220	10,804	19,273	27,077	
Lợi nhuận sau thuế	16,909	8,494	15,419	21,662	
%yoy	47.3%	-49.8%	81.5%	40.5%	

Nguồn: NHSV Research tổng hợp và dự phóng

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Giá mục tiêu của VPB là 23,100 đồng/cp, upside +16.7% từ mức 19,800 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VPB với giá mục tiêu là 23,100 VNĐ/cổ phiếu (+16.7% so với mức giá đóng cửa ngày 20/05/2024 là 19,800 đồng) dựa theo phương pháp P/B và thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50%.

Định giá theo phương pháp P/B



Nguồn: NHSV Research tổng hợp

Phương pháp so sánh P/B

Lợi nhuận ròng 2024E	15,419	tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	7,934	triệu cổ phiếu
BVPS 2024E	17,912	đồng
P/B mục tiêu	1.12	lần
Giá mục tiêu	20,018	đồng/cổ phiếu

Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Chi phí sử dụng vốn

Hệ số Beta	1.05
Lãi suất phi rủi ro	3.00%
Phần bù rủi ro	9.00%
Chi phí sử dụng VCSH	12.45%

Phương pháp thu nhập thặng dư

PV của thu nhập thặng dư (2024E-2028F)	20,313	tỷ đồng
PV của giá trị tiếp tục (từ 2029 trở đi)	44,604	tỷ đồng
Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu	142,937	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của vốn chủ sở hữu	207,854	tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	7,934	triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	26,198	đồng/cổ phiếu

Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá hợp lý	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	50%	26,198	13,099 đồng/cổ phiếu
P/B	50%	20,018	10,009 đồng/cổ phiếu
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)			23,100 đồng/cổ phiếu

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2023	2024E	2025F
Thu nhập hoạt động	49,739	66,585	86,180
Thu nhập lãi thuần	38,175	52,557	69,885
Thu nhập ngoài lãi thuần	11,565	14,027	16,295
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	7,212	8,654	10,385
TNT hoạt động FX	(806)	403	443
TNT hoạt động chứng khoán	630	441	485
TNT hoạt động khác	4,529	4,529	4,982
Chi phí hoạt động	13,941	18,644	23,269
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	24,994	28,667	35,834
Tổng lợi nhuận trước thuế	10,804	19,273	27,077
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	2,310	3,855	5,415
Lợi nhuận sau thuế	8,494	15,419	21,662
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,480)	-	-
Lợi nhuận sau thuế Ngân hàng mẹ	9,974	15,419	21,662

CHỈ SỐ CHÍNH

	2023	2024E	2025F
Tăng trưởng tín dụng	25.6%	22.7%	24.0%
NIM	5.6%	6.2%	6.8%
YEA	11.2%	11.1%	12.1%
COF	6.6%	5.8%	6.2%
Tỷ lệ CASA	17.4%	16.0%	17.5%
Nợ xấu	5.0%	4.0%	4.0%
LLR	52.1%	55.0%	60.0%
CIR	28.0%	28.0%	27.0%
ROA	1.4%	1.7%	2.0%
ROE	8.2%	10.7%	13.7%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2023	2024E	2025F
Tổng tài sản	817,567	960,789	1,171,003
Tài sản sinh lãi	775,701	922,187	1,132,898
Cho vay khách hàng	566,271	707,839	884,799
Cho vay TCTD khác	12,795	15,993	19,992
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước	8,423	7,382	8,489
Tiền gửi tại các TCTD khác	81,299	73,368	84,373
Chứng khoán	106,913	117,605	135,245
Dự phòng rủi ro tín dụng	(14,799)	(15,572)	(21,235)
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,285	2,513	2,513
Tài sản khác	54,380	51,661	56,827
Tổng nguồn vốn	817,567	960,789	1,171,003
Nợ phải trả	677,771	813,509	1,002,061
Tiền gửi của khách hàng	442,368	545,769	672,266
Tiền gửi của các TCTD khác	83,235	92,830	114,345
Vay nợ	77,240	95,737	117,927
Phát hành giấy tờ có giá	47,787	55,490	68,351
Các khoản phải trả khác không chịu lãi	27,141	23,683	29,172
Vốn chủ sở hữu	139,796	147,280	168,942
Vốn điều lệ	79,339	79,339	79,339
Thặng dư vốn cổ phần	23,993	23,993	23,993
Quỹ của tổ chức tín dụng	12,233	14,546	17,795
Lợi nhuận chưa phân phối lũy kế	19,066	24,238	42,650
Lợi ích của cổ đông thiểu số	5,164	5,164	5,164
Nguồn và quỹ khác	-	-	-

Nguồn: VPB, NHSV Research



Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.