

NH TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

Chất lượng tài sản cải thiện tốt hơn kỳ vọng

- LNST Q4/2023 tăng 85.1% svck nhờ chi phí trích lập dự phòng và chi phí hoạt động giảm lần lượt 4.1% và 11.1% svck.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST 2024 xuống 7.6% do điều chỉnh NIM giảm 50 điểm cơ bản và tăng chi phí trích lập dự phòng thêm 37.4% so với báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VPB và nâng giá mục tiêu 12 tháng lên mức **22,250 đ/cp**. Mức định giá gia tăng chủ yếu nhờ khoản tăng lên của nguồn VCSH nhờ thực hiện thành công thương vụ bán 15% vốn cho SMBC.

Q4/2023: LNST tăng 85.1% svck nhờ chi phí trích lập dự phòng và chi phí hoạt động giảm lần lượt 4.1% và 11.1% svck.

Tổng thu nhập hoạt động Q4/2023 tăng 4.5% svck nhờ thu nhập lãi thuần tăng 7.4% svck trong khi đó thu nhập ngoài lãi giảm 7.5% svck. Đây là quý duy nhất trong năm 2023 ghi nhận thu nhập hoạt động và thu nhập lãi thuần tăng trưởng dương svck. Luỹ kế cả năm 2023, thu nhập hoạt động giảm 13.9% svck. Chi phí trích lập dự phòng tăng 10.6% svck kéo LNST giảm 48.9% svck đạt 8,640 tỷ đồng. Mức LNST này chỉ đạt 45.8% kế hoạch cả năm và 68.2% dự báo gần nhất của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo TOI 2024 tăng 42.7% svck nhờ thu nhập lãi thuần và ngoài lãi tăng mạnh lần lượt 47.1% và 28.2% svck trên nền thấp của 2023. Chi phí trích lập dự báo tăng 22.8% svck giúp LNST đạt 16,422 tỷ đồng (+90.1% svck).

Chất lượng tài sản có sự cải thiện so với các quý trước

Tại thời điểm cuối năm 2023, tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của VPB ở mức lần lượt 5.0% và 6.9%, cải thiện đáng kể so với Q1/2023: 6.2% và 8.2%, Q2/2023: 7.4% và 8.2%. Trong đó, nợ xấu của FE Credit ước tính ở mức 17.8% tại cuối 2023, giảm đáng kể so với cuối Q1/2023: 22.6% và Q2/2023: 28.4%. Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) của ngân hàng đạt mức 51.7%, giảm nhẹ so với cuối 2022: 54.4%. NPL được dự báo sẽ giảm về mức 4.8% tại cuối năm 2024.

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với VPB và điều chỉnh định giá lên mức 22,250đ/cp.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với VPB với mức định giá được nâng lên mức 22,250. Mức định giá này gia tăng chủ yếu phản ánh sự tăng lên khoảng 24.8% của VCSH nhờ thương vụ phát hành thành công 15% vốn điều lệ cho SMBC. Chúng tôi duy trì mức P/B mục tiêu là 1.1x cho VPB mặc dù chất lượng tài sản tại cuối 2023 được cải thiện đáng kể nhưng tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tổng thu nhập hoạt động	57,797	49,743	70,999	89,888
Thu nhập lãi thuần	41,021	38,175	56,172	71,540
NIM	7.47%	5.58%	6.43%	6.68%
Chi phí dự phòng	22,461	24,844	30,503	32,892
LNST	16,924	8,641	16,423	25,331
Tăng trưởng LNST	47.5%	-48.9%	90.1%	54.2%
Tăng trưởng tín dụng	25.0%	25.6%	24.5%	18.3%
Tăng trưởng huy động	15.8%	27.5%	25.5%	21.2%
Giá trị sổ sách	12,206	16,980	18,847	21,726
P/B	1.6x	1.2x	1.0x	0.9x

Nguồn: VPB, MBS Research

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

22,250 VND/cp

Tiềm năng tăng giá

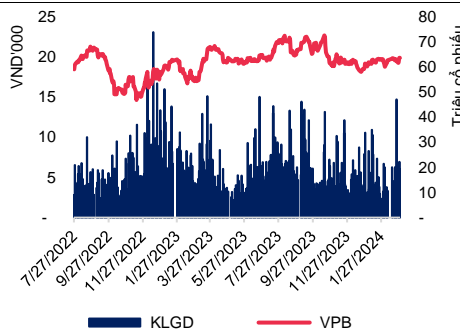
13.5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Tăng giá mục tiêu: 15.9%;

Giảm dự báo LNST 2024 xuống 7.6%.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	19,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	22,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,000
Vốn hóa (tỷ VND)	157,885
P/E (TTM)	13.7x
P/B (TTM)	1.2x
Tỷ suất cổ tức (%)	5.1%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	16.12%

Nguồn: FiinPro, VSD, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (31/12/2022)

SMBC	15.01%
Composite Capital Master Fund LP	5.00%
Ông Ngô Chí Dũng	4.87%
Bà Hoàng Anh Minh	4.85%
Bà Vũ Thị Quyên	4.83%

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG

Cập nhật kết quả kinh doanh Q4/2023 và cả năm 2023

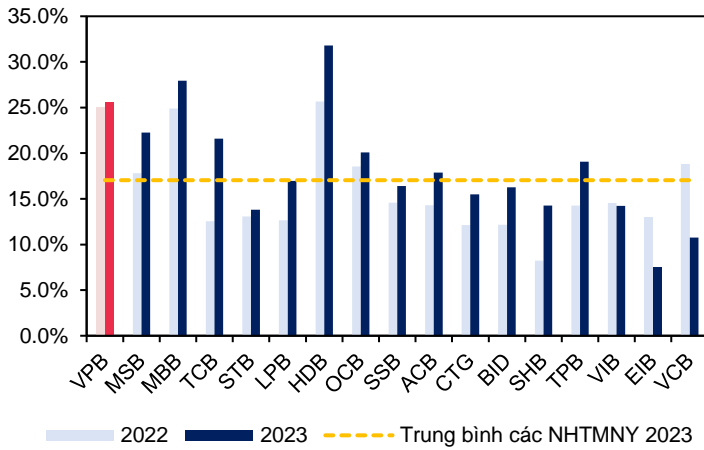
LNST cả năm 2023 giảm 48.9% svck và chỉ đạt 45.8% kế hoạch cả năm

Hình 2: So sánh KQKD Q4/2023 và cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

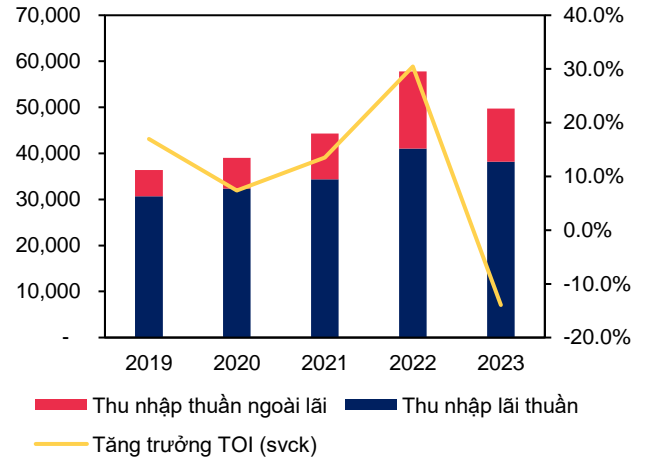
Các tiêu chí KQKD	4Q2022	4Q2023	Tăng trưởng (yoy)	FY2022	FY2023	Tăng trưởng (yoy)	So với dự báo của MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	12,768	13,341	4.5%	57,797	49,743	-13.9%	92.0%	
Thu nhập lãi thuần	10,283	11,042	7.4%	41,021	38,175	-6.9%	91.2%	Tăng trưởng tín dụng đạt hơn 25.5% so với cuối năm 2022, nằm trong nhóm NHTM có mức TTTD cao nhất ngành nhưng NIM suy giảm mạnh là nguyên nhân chủ yếu khiến thu nhập lãi giảm.
Thu nhập thuần ngoài lãi	2,485	2,299	-7.5%	16,776	11,569	-31.0%	94.6%	Việc sụt giảm thu ngoài lãi do không có khoản thu nhập bất thường như năm 2022.
Chi phí trích lập dự phòng	7,320	7,018	-4.1%	22,461	24,844	10.6%	109.0%	Chi phí trích lập giảm nhẹ trong 6 tháng cuối năm 2023 do NPL đã có những sự cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ cả năm 2023 vẫn cao hơn đáng kể so với ngành.
LNST	1,140	2,111	85.1%	16,924	8,641	-48.9%	68.3%	
NIM	7.2%	5.9%	-137 đcb	7.5%	5.6%	-189 đcb		NIM bị tác động tiêu cực bởi cả sự suy giảm của tỷ suất sinh lợi tài sản và sự gia tăng chi phí vốn, tuy nhiên tác động đến từ chi phí vốn là lớn hơn. Việc TTTD của FE Credit vẫn đang giảm khiến lợi suất của tài sản giảm nhẹ, đặc biệt trong nửa đầu 2023. Trong khi đó, chi phí vốn lại tăng mạnh từ mức 4.4% năm 2022 lên 6.6% trong năm 2023.
CIR	31.8%	27.1%	-474 đcb	24.4%	28.0%	354 đcb		
ROE	19.2%	5.9%	-1321 đcb	19.3%	7.5%	-1185 đcb		
Tăng trưởng tín dụng	25.0%	25.5%	49 đcb					Đóng góp chính vẫn chủ yếu đến từ ngân hàng mẹ (+37.3% svck). CTCK VPBankS và FE Credit đạt mức tăng trưởng tín dụng là 59.0% và -14.6% svck.
Tăng trưởng huy động	14.4%	28.5%	1407 đcb					TTTD cao trong những năm trước khiến LDR tăng mạnh, do đó VPB đã tích cực huy động tiền gửi và trên thị trường liên ngân hàng nhằm cân bằng LDR.
CASA	16.5%	17.0%	49 đcb					
NPL	5.7%	5.0%	-73 đcb					NPL bất ngờ giảm mạnh sau khi tạo đỉnh trong Q2/2023, tuy nhiên nợ nhóm 2 cuối năm 2023 vẫn tăng 63.7% svck. NPL của VPB vẫn nằm trong nhóm cao so với toàn ngành.
LLR	54.4%	51.7%	-272 đcb					

Nguồn: VPB, MBS Research

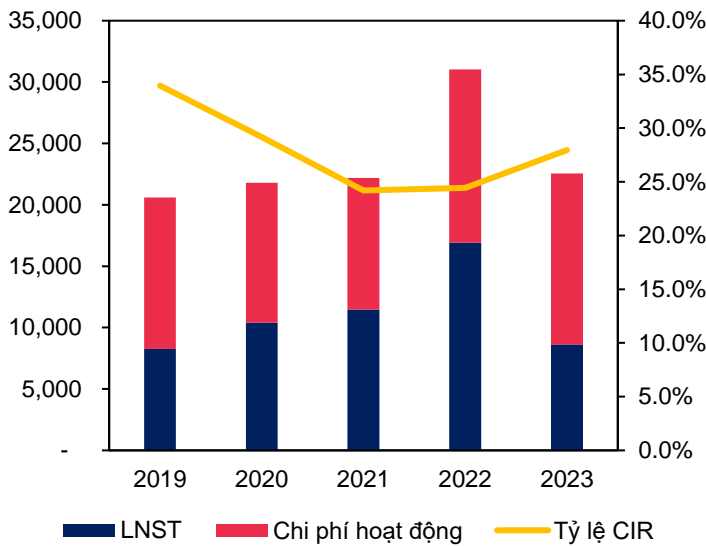
Hình 3: Tăng trưởng tín dụng các NHNY cuối năm 2023



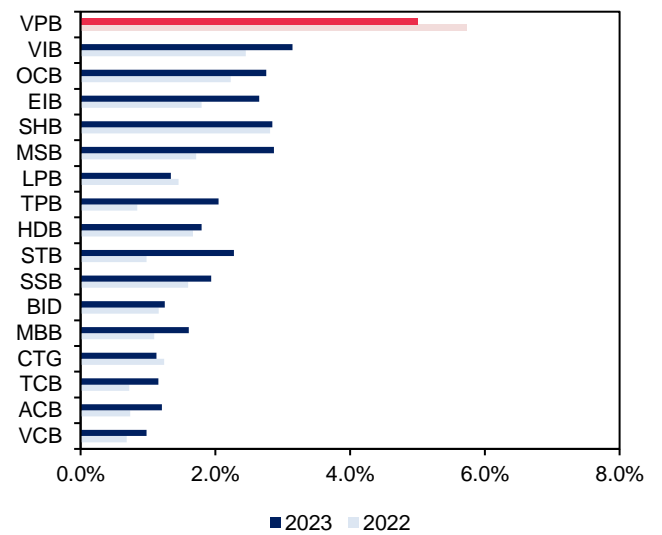
Hình 4: Cơ cấu Thu nhập hoạt động VPB theo năm (tỷ đồng)



Hình 5: KQKD theo năm của VPB (tỷ đồng)



Hình 6: Nợ xấu của các NHNY cuối năm 2023



Triển vọng lợi nhuận năm 2024

Chúng tôi dự báo tín dụng sẽ tăng trưởng 24.6% trong năm 2024

TTTT cả năm 2023 của VPB đạt 25.6%, đứng thứ 3 toàn ngành (sau HDB và MBB). Trong đó, ngân hàng mẹ vẫn là động lực chính khi dư nợ tăng 37.3% svck; công ty VPBankS (VPBS) cũng có dư nợ tăng trưởng ấn tượng 59.0% dù chỉ chiếm 1.2% tổng dư nợ hợp nhất. Ngược lại, FE Credit vẫn tiếp tục tăng trưởng âm khi dư nợ cuối năm 2023 giảm 14.6% svck; điểm tích cực là mức giảm này đã chậm lại so với cuối Q3/2023 (giảm 22.9% svck).

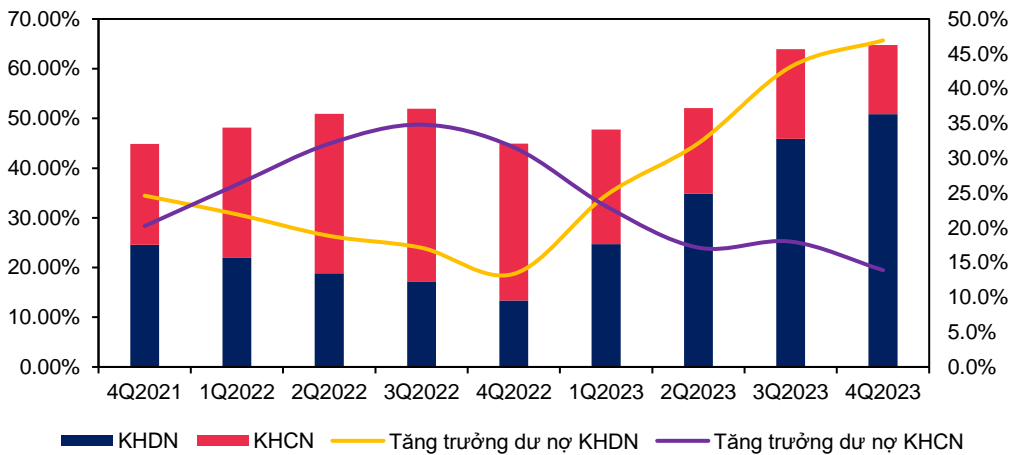
Trong cơ cấu dư nợ theo loại khách hàng, nhóm KHDN vẫn tiếp tục dẫn dắt TTTD trong Q4/2023. Dư nợ nhóm KHDN tại cuối 2023 tăng 46.9% svck và 11.9% so với quý trước, trong khi đó dư nợ nhóm KHCH tăng lần lượt 16.7% svck và 5.8% so với quý trước. Điểm tích cực trong cơ cấu cho vay của VPB là tăng trưởng dư nợ nhóm KHCH đang dần cải thiện qua từng quý. Tăng trưởng dư nợ KHCH trong Q1/2023 đạt 2.2% so với Q4/2022, và đã tăng lên mức 5.8% tại cuối năm 2023 so với Q3/2023.

Dư nợ TPDN/tổng dư nợ tín dụng của VPB lại cuối năm 2023 cũng giảm xuống mức 5.8% (2022: 8.5%), và là mức thấp nhất kể từ năm 2020. Việc giảm tỷ lệ

TPDN trong cơ cấu tín dụng cũng khiến lợi suất từ danh mục chứng khoán của VPB giảm mạnh từ mức 6.7% xuống còn 6.2%.

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo TTTD của VPB đạt 24.6%, trong đó tỷ trọng TPDN sẽ được nâng lên mức 6.8%. Với dự báo nhu cầu tín dụng bán lẻ vẫn chậm trong 6T2024, nhóm KHDN vẫn sẽ tiếp tục hút được tín dụng nhiều hơn so với nhóm KHCN. Trong đó, chúng tôi dự báo dư nợ nhóm BDS vẫn sẽ khả quan (+22.0% so với 2023) khi thị trường BĐS đang có những dấu hiệu phục hồi kể từ giữa năm 2023. Dư nợ cho vay liên quan đến BĐS của VPB tăng 70.0% svck trong năm 2023.

Hình 7: Tăng trưởng cho vay theo nhóm KH (so với cùng kỳ)



Nguồn: VPB, MBS Research

NIM 2024 sẽ có sức bật lớn nhờ chi phí vốn cải thiện

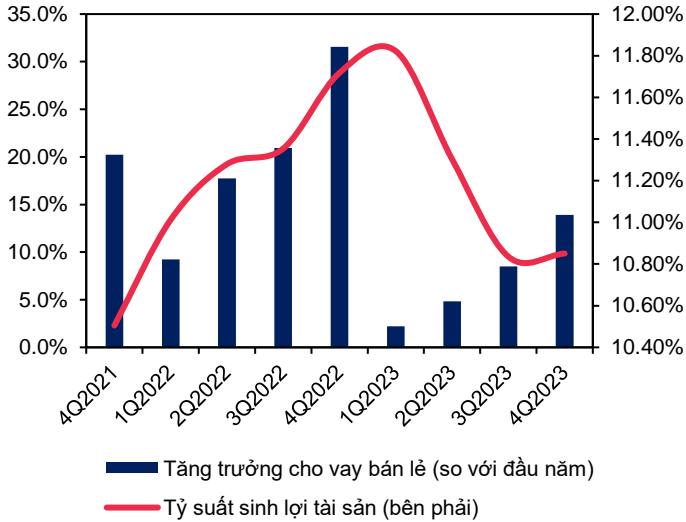
VPB là ngân hàng có NIM bị suy giảm mạnh nhất trong số các ngân hàng niêm yết (NHNY) với mức giảm 189 điểm cơ bản trong năm 2023. Điều này bị tác động từ cả sự suy giảm của tỷ suất sinh lợi tài sản và sự gia tăng mạnh của chi phí vốn. Tỷ suất sinh lợi tài sản giảm nhẹ 10 điểm cơ bản chủ yếu do các mảng cho vay có lợi suất cao như cho vay tiêu dùng và cho vay KHCN tăng trưởng chậm hơn so với các khoản vay dành cho nhóm KHDN, với mức lợi suất thấp hơn. Ngược lại, chi phí vốn lại tăng mạnh 220 điểm cơ bản, đặc biệt trong 9T2023. Chi phí vốn đã tăng từ mức 4.4% trong Q3/2022 lên mức đỉnh 6.6% trong Q2/2023 và giảm mạnh xuống còn 5.6% trong Q4/2023 nhờ mức lãi suất huy động thấp bắt đầu được phản ánh.

Theo tính toán của chúng tôi, lãi suất cho vay trung bình của VPB đã giảm nhẹ từ mức 14% trong Q1/2023 xuống 13.5% trong Q4/2023. Điều này phù hợp với chính sách hỗ trợ nền kinh tế của NHNN, tuy nhiên với việc chi phí vốn giảm mạnh trong quý cuối năm 2023, NIM của VPB bật tăng mạnh 90 điểm cơ bản so với Q3/2023.

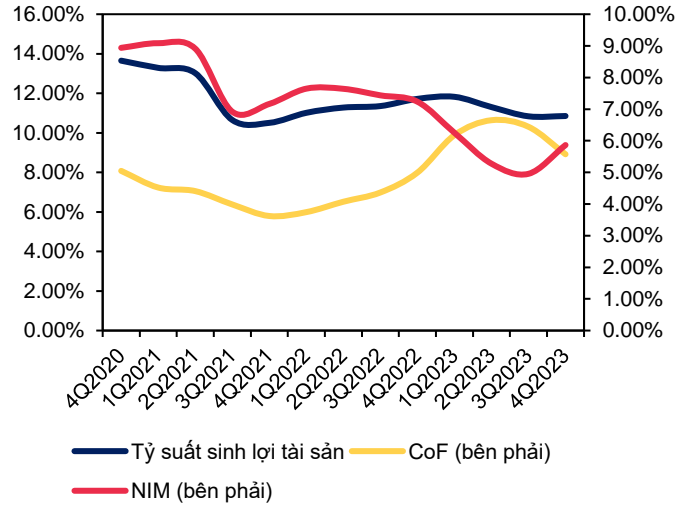
Chi phí vốn được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2024 khi các ngân hàng liên tục giảm lãi suất huy động và hiện đã thấp hơn mức đáy của giai đoạn Covid-19. Điều này sẽ giúp mặt bằng lãi suất cho vay toàn thị trường giảm theo giúp kích cầu tín dụng, nhưng sẽ giúp NIM của VPB phục hồi mạnh mẽ hơn. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo mảng cho vay KHCN và cho vay tiêu dùng sẽ tăng trưởng mạnh trở lại kể từ nửa sau của năm 2024, giúp lợi suất tài sản của VPB gia tăng.

Chúng tôi dự báo NIM cả năm 2024 của VPB sẽ đạt 6.4%, tăng 87 điểm cơ bản so với năm 2023 với kỳ vọng lợi suất của tài sản sẽ đi ngang và chi phí vốn sẽ giảm 110 điểm cơ bản so với cùng kỳ.

Hình 8: Tỷ suất sinh lợi tài sản bắt đầu phục hồi khi tỷ lệ cho vay bán lẻ tăng lên trong quý cuối năm 2023



Hình 9: Tỷ suất sinh lợi tài sản bắt đầu phục hồi khi tỷ lệ cho vay bán lẻ tăng lên trong quý cuối năm 2023



Nguồn: VPB, MBS Research

Nguồn: VPB, MBS Research

Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện trong 2024

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 của VPB tại cuối năm 2023 đạt lần lượt 5.0% và 6.9%, giảm lần lượt 73 và 114 điểm cơ bản so với Q3/2023. So sánh với cuối năm 2022, mặc dù nợ xấu giảm 68 điểm cơ bản nhưng nợ nhóm 2 lại tăng 145 điểm cơ bản. Điểm tích cực đến từ việc nợ nhóm 2 và nợ xấu đều cải thiện đáng kể so với mức đỉnh được thiết lập trong Q2/2023. Tổng nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) tại cuối Q2/2023 đạt 15.6%, trong khi con số này tại cuối năm 2023 chỉ là 11.9%. Điều này cũng giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VPB tăng từ mức 37.7% lên 51.7% trong cùng giai đoạn.

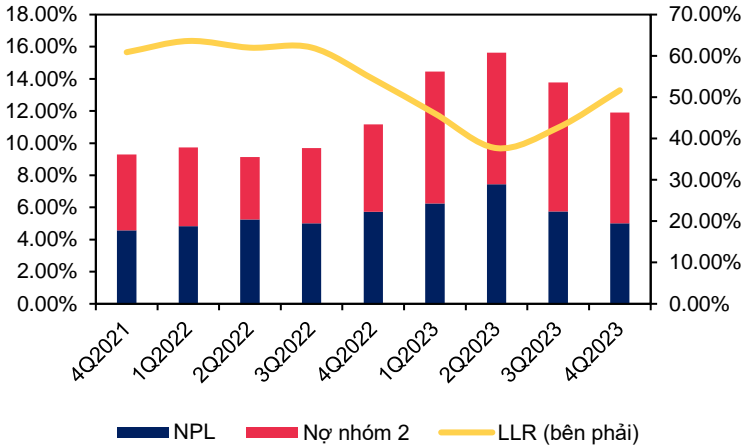
NPL và LLR có sự cải thiện đáng kể nhờ hoạt động xử lý nợ và trích lập dự phòng được thúc đẩy trong cả năm 2023. Lũy kế cả năm, VPB đã trích lập dự phòng 24,798 tỷ đồng (+10.4% svck, gấp 2.3 lần LNTT) và dự dụng 96.1% tổng số trích lập cho hoạt động xử lý nợ xấu. Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ cả năm 2023 đạt 4.1%, giảm 56 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Ngoài ra, tỷ lệ trích lập theo quý cũng đang cho thấy xu hướng giảm dần khi đạt mức 1.5%/quý trong Q4/2022 giảm dần về mức 1.2% trong Q4/2023.

Theo quan sát của chúng tôi, NPL có xu hướng cải thiện hoặc giảm tốc khi mảng cho vay bán lẻ tăng trưởng chậm hơn so với mảng cho vay KHDN và ngược lại. NPL tăng từ mức 4.8% tại cuối Q1/2022 lên mức đỉnh 7.4% tại cuối Q2/2023 trong giai đoạn dư nợ cho vay bán lẻ tăng trưởng trung bình 29.5% svck /quý, trong khi mức tăng của nhóm KHDN chỉ là 20.0%. Trong 3 quý cuối năm 2023, khi dư nợ nhóm KHDN tăng trưởng trung bình 42% svck/quý và dư nợ nhóm KHCN chỉ tăng 16.1% svck/quý thì NPL được cải thiện từ mức đỉnh về lại mức 5.0%. Điều này hàm ý rằng nợ xấu của VPB có thể sẽ gia tăng trở lại nếu các hoạt động cho vay bán lẻ được thúc đẩy.

Do đó, với kỳ vọng mảng KHDN sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong nửa đầu năm 2024 và nửa năm còn lại sẽ đẩy mạnh cho vay bán lẻ, nợ xấu tại cuối 2024 của

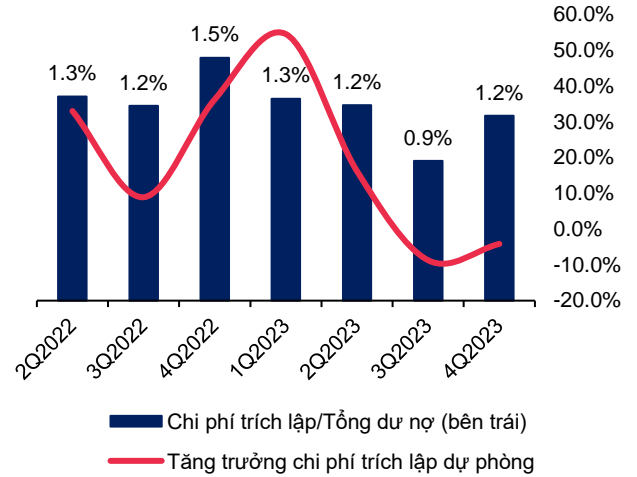
VPB được kỳ vọng giảm nhẹ 20 điểm cơ bản so với cuối 2023 xuống mức 4.8%. Mức dự báo này giảm 70 điểm cơ bản so với dự báo gần nhất do sự cải thiện tốt hơn kỳ vọng chất lượng tài sản của VPB tại cuối năm 2023. Chúng tôi cũng kỳ vọng VPB sẽ giữ nguyên tỷ lệ trích lập tương đương năm 2023 và sẽ sử dụng khoảng 96% trích lập để xử lý nợ xấu nhằm đưa NPL về mức dưới 5%. LLR do đó cũng giảm nhẹ xuống còn 49.7%.

Hình 10: Chất lượng tài sản của VPB theo quý



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 11: Tình hình trích lập dự phòng của VPB



Nguồn: VPB, MBS Research

FE Credit: kỳ vọng tìm lại đà tăng trưởng trong năm 2024

Những dấu hiệu hồi phục đang dần xuất hiện trong KQKD Q4/2023 của FECredit (FEC) sau những quý liên tục thua lỗ với gánh nặng trích lập dự phòng. Trong Q4/2023, FEC ghi nhận 4,234 tỷ đồng thu nhập hoạt động, giảm 6.9% svck và tăng 0.6% so với quý liền trước. Mức giảm này đã cải thiện rất đáng kể so với mức giảm 15.4% và 27.1% svck trong Q2 và Q3/2023. Chi phí hoạt động trong quý giảm 32.8% svck và giảm 10.2% so với quý trước.

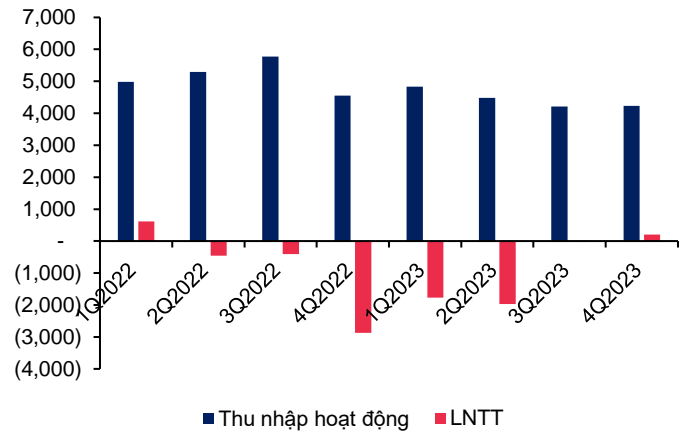
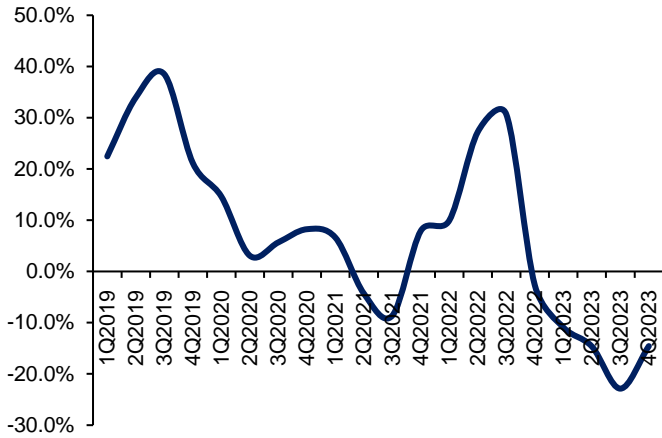
Chi phí trích lập dự phòng trong Q4/2023 đạt 2,162 tỷ đồng giảm 53.4% svck và tăng 1.7% so với quý trước. Đáng chú ý, đây là quý thứ 2 liên tiếp FEC ghi nhận chi phí trích lập giảm svck. Nhờ đó, LNTT Q4/2023 đạt mức 208 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ ghi nhận khoản lỗ 1,774 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2023, FEC ghi nhận thu nhập hoạt động đạt 17,756 và tỷ đồng, giảm 13.8% svck và lỗ trước thuế 3,529 tỷ đồng, cao hơn 408 tỷ đồng so với mức lỗ của năm 2022. Chi phí hoạt động và chi phí trích lập dự phòng giảm lần lượt 10.1% và 10.4% svck.

Nợ xấu và nợ nhóm 2 tại cuối năm 2023 của FEC đạt lần lượt 11.9% và 17.8%, tăng nhẹ lần lượt 90 và 10 điểm cơ bản so với Q3/2023. Chất lượng tài sản của FEC đã cải thiện đáng kể và có dấu hiệu tạo đáy kể từ Q2/2023 (NPL và nợ nhóm 2 đạt lần lượt 28.4% và 10.3%).

Chúng tôi cho rằng việc FEC ghi nhận mức LNTT dương trong 2 quý liên tiếp và chất lượng tài sản có dấu hiệu tạo đáy cho thấy áp lực trích lập trong những quý tiếp theo sẽ giảm dần. Ngoài ra, đà giảm của tăng trưởng dư nợ cũng bắt đầu chậm lại và tạo đáy trong Q3/2023 (như dự báo gần nhất) cũng gia tăng thêm kỳ vọng FEC có thể lấy lại đà tăng trưởng dương trong năm 2024 và đóng góp đáng kể vào khả năng sinh lợi của VPB. Chúng tôi dự báo dư nợ của FEC có thể đạt 16.1% trong năm 2024.

Hình 12: Tăng trưởng dư nợ theo quý của FEC (so với cùng kỳ)

Hình 13: KQKD theo quý của FEC (tỷ đồng)

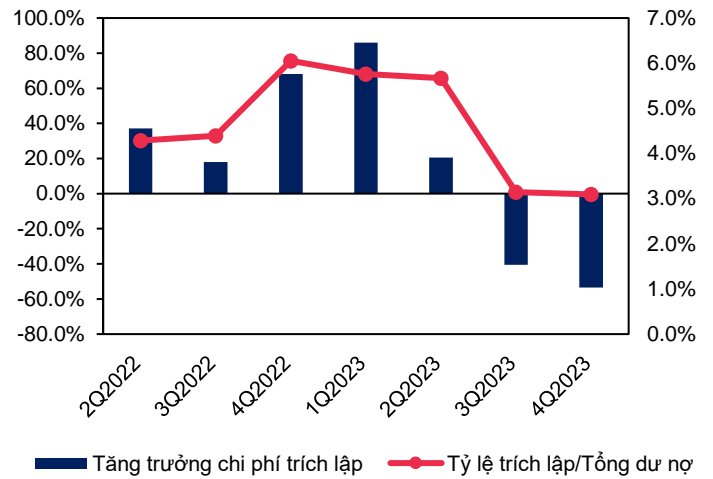
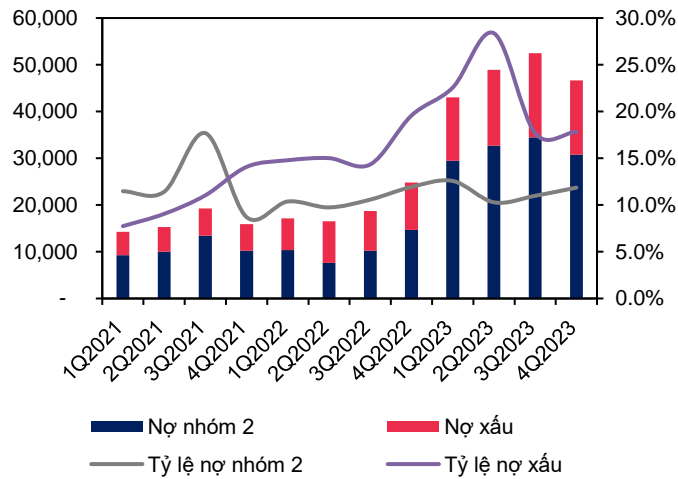


Nguồn: VPB, MBS Research

Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 14: Chất lượng tài sản FECredit

Hình 15: Tình hình trích lập dự phòng FECredit (tỷ đồng)



Dự báo KQKD 2024 & 2025

Hình 16: Tóm tắt dự báo KQKD 2024/2025

Các tiêu chí KQKD	2023F	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	49,743	70,999	42.7%	89,888	26.6%	
Thu nhập lãi thuần	38,175	56,172	47.1%	71,540	27.4%	Với kỳ vọng NIM sẽ bật tăng mạnh 85 điểm cơ bản và tốc độ TTTD được duy trì quanh mức 25%, thu nhập lãi thuần được dự báo sẽ tăng mạnh trên nền thấp của năm 2023.
Thu nhập thuần ngoài lãi	11,569	14,827	28.2%	18,348	23.7%	Hoạt động thu phí được dự báo sẽ tăng 37.9% svck trong năm 2024 nhờ (i) mảng kinh doanh bảo hiểm sẽ phục hồi và đạt mức tăng trưởng khoảng 15%; (ii) hoạt động thu phí khác được thúc đẩy khi mảng cho vay bán lẻ được gia tăng trong nửa cuối năm.
Chi phí trích lập dự phòng	24,844	30,503	22.8%	32,892	7.8%	Việc thúc đẩy tăng trưởng dư nợ mảng cho vay bán lẻ sẽ kéo theo rủi ro gia tăng nợ xấu khi các quan sát cho thấy diễn biến cùng chiều của 2 biến số này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ tiếp tục duy trì chính sách trích lập thận trọng trong năm 2024 và 2025. Chi phí trích lập 2024 được dự báo tăng 22.8% svck (2023: tăng 10.6% svck) trước khi giảm tốc còn 7.8% svck.
LNST	8,641	16,423	90.1%	25,331	54.2%	Mức LNST tăng đột biến chủ yếu do nền thấp của năm 2023. Mức LN này vẫn thấp hơn 2.9% so với năm 2022.
NIM	5.6%	6.4%	85 đcb	6.7%	25 đcb	
CIR	28.0%	28.0%	3 đcb	28.0%	0 đcb	
ROE	7.5%	11.6%	409 đcb	15.7%	418 đcb	ROE sụt giảm mạnh xuống dưới 10% trong năm 2023 và là mức thấp kỷ lục của ngân hàng. Lý do chủ yếu đến từ việc gia tăng VCSH quá nhanh cùng với KQKD kém khả quan. Với kỳ vọng KQKD 2024 khả quan hơn, ROE có thể quay lại mức trên 10% và sẽ tiến về mức 20% trong năm 2026.
Tăng trưởng tín dụng	25.6%	24.5%	-101 đcb	18.3%	-619 đcb	
Tăng trưởng huy động	27.5%	25.5%	-195 đcb	21.2%	-429 đcb	Tăng trưởng tín dụng cao liên tục từ năm 2022 đến nay khiến LDR của VPB đang ở mức tương đối căng thẳng, do đó chúng tôi cho rằng việc gia tăng huy động cao sẽ được thúc đẩy trong những năm tiếp theo nhằm đưa LDR trở về mức ổn định hơn.
CASA	15.4%	15.0%	-38 đcb	13.9%	-110 đcb	
NPL	5.0%	4.8%	-21 đcb	4.5%	-30 đcb	Chúng tôi kỳ vọng VPB dùng khoảng 96% tổng trích lập trong năm 2024 để xử lý nợ xấu, tương đương với cả năm 2023. Nhờ đó NPL sẽ được đưa về mức 4.8% tại cuối 2024. Chúng tôi cũng dự báo NPL có thể trở lại mức 4.5% tại năm 2025 với những nỗ lực xử lý nợ xấu và trích lập mạnh mẽ trong 2 năm tới.
LLR	51.7%	49.7%	-202 đcb	55.9%	626 đcb	LLR được dự báo sẽ giảm trong năm 2024 khi phần lớn trích lập sẽ dùng nhằm đưa NPL về dưới 5%.

Nguồn: VPB, MBS Research

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VPB và điều chỉnh tăng giá mục tiêu tăng 15.9% so với báo cáo trước đó lên mức 22,250 VND/cp.

- VCSH tại cuối năm 2023 được bổ sung một khoản xấp xỉ 24 nghìn tỷ đồng giúp giá trị sổ sách tăng lên khoảng 24.8% so với đầu năm. Điều này giúp mức định giá của VPB được nâng lên đáng kể.
- Mặc dù LNST 2024 được dự báo giảm 7.6% so với báo cáo gần nhất nhưng LNST 2024 vẫn được dự báo tăng 90.1% svck do nền so sánh thấp của năm 2023. Ngoài ra, chất lượng tài sản cải thiện tốt hơn cũng là một điểm cộng. Chi phí trích lập dự phòng được dự báo giảm tốc kể từ 2025.

Rủi ro đầu tư

- Định giá được dựa trên cơ sở các hoạt động cho vay bán lẻ có thể được phục hồi tốt kéo theo những mảng cho vay chủ lực của VPB như cho vay tiêu dùng gia tăng mạnh vào nửa cuối 2024, giúp tỷ suất sinh lợi gia tăng. Tuy nhiên, điều này có thể diễn ra chậm hơn hoặc yếu hơn so với dự báo của chúng tôi có thể ảnh hưởng đáng kể đến NIM và TTTD trong 2024.
- Chất lượng tài sản mặc dù đã có sự cải thiện đáng kể, song vẫn nằm trong nhóm có mức nợ xấu cao so với toàn ngành. Điều này có thể khiến định giá của VPB thấp hơn tương đối nếu các ngân hàng có cùng quy mô có mức độ cải thiện chất lượng tài sản cao hơn, từ đó khiến định giá của VPB tiếp tục xuống thấp.

Định giá

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B:

- Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.1x lần áp dụng cho giá trị sổ sách cuối năm 2024. Mức P/B này thấp hơn 7.8% so với mức 1.2x hiện tại của VPB.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi nhận thấy rằng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư chỉ chiếm 2.2% tổng giá trị của ngân hàng. Điều này cho thấy áp lực tăng trưởng lớn của lợi nhuận khi quy mô VCSH gia tăng rất mạnh mẽ trong 2 năm gần đây nhờ những thương vụ bán vốn rất thành công. ROE cũng sụt giảm xuống mức 7.5%, mức thấp kỷ lục của ngân hàng này.

Hình 17: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Beta	1.23	1.23	1.23	1.23	1.23
Chi phí vốn cổ phần	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	(7,126)	(2,182)	3,822	6,825	11,162
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	(6,207)	(1,656)	2,526	3,928	5,596
VCSH đầu kỳ	134,714				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	4,188				
GTHT terminal value	48,814				
Giá trị VCSH cuối kỳ	187,716				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,934				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	23,700				

Hình 18: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 04/03/2024)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
BID	53,500	281,031	2,300,814	13.0x	10.2x	2.4x	1.9x	19.8%	18.3%	1.0%	1.0%
CTG	36,000	190,098	2,032,690	9.5x	9.3x	1.5x	1.4x	17.1%	15.9%	1.0%	1.0%
VCB	96,000	504,136	1,839,223	15.3x	13.7x	3.0x	2.6x	21.7%	20.8%	1.8%	1.8%
MBB	24,200	124,877	944,954	6.0x	5.2x	1.4x	1.1x	24.5%	22.0%	2.5%	2.4%
VPB	19,600	157,092	817,700	13.7x	9.5x	1.2x	1.0x	8.7%	6.2%	1.4%	10.9%
TCB	41,850	137,026	849,482	7.6x	6.5x	1.1x	1.0x	14.8%	14.9%	2.3%	2.4%
ACB	27,800	107,588	718,795	6.7x	5.6x	1.5x	1.2x	24.8%	22.6%	2.4%	2.4%
HDB	23,300	67,541	602,315	6.7x	3.5x	1.5x	1.1x	24.7%	22.6%	2.0%	2.4%
STB	31,750	57,876	674,390	7.5x	8.3x	1.3x	1.0x	18.3%	18.5%	1.2%	1.3%
VIB	22,000	55,810	409,881	6.5x	7.2x	1.5x	1.3x	24.3%	27.8%	2.3%	2.7%
TPB	19,600	41,391	356,637	9.3x	6.5x	1.3x	1.1x	13.7%	22.7%	1.3%	1.7%
Trung bình loại trừ SOEs		93,650	671,769	8.0x	6.5x	1.3x	1.1x	19.2%	19.7%	1.9%	3.3%
<i>Trung bình</i>		<i>156,770</i>	<i>1,049,716</i>	<i>9.3x</i>	<i>7.8x</i>	<i>1.6x</i>	<i>1.3x</i>	<i>19.3%</i>	<i>19.3%</i>	<i>1.7%</i>	<i>2.7%</i>

Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 19: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	23,700	50%	11,850
So sánh P/B (P/B mục tiêu=1.1x)	20,800	50%	10,400
Giá mục tiêu			22,250

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Tỷ số tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Thu nhập lãi thuần	41,021	38,175	56,172	71,540	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	6,438	7,096	9,785	12,215	Tổng tài sản	15.3%	29.6%	21.5%	20.6%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	(618)	(806)	(703)	(146)	Cho vay và CK	20.8%	27.2%	29.6%	18.4%
Lãi thuần từ CKKD	(149)	380	547	468	Tiền gửi KH & GTCG	13.5%	33.6%	31.2%	28.4%
Lãi thuần từ CKĐT	509	250	513	1,086	LNTT	47.7%	-48.2%	87.6%	54.4%
Lãi thuần từ HĐ khác	10,584	4,646	4,684	4,725	An toàn vốn				
Tổng thu nhập hoạt động	57,797	49,743	70,999	89,888	CAR	14.9%	17.8%	N/A	N/A
Chi phí hoạt động	14,116	13,912	19,880	25,169	VCSH/Tổng tài sản	16.4%	17.1%	15.7%	15.2%
Chi phí DPRRTD	22,461	24,844	30,503	32,892	Đòn bẩy tài chính	119.6%	120.6%	118.7%	117.9%
LNTT	21,220	10,987	20,616	31,827	Chất lượng tài sản				
Chi phí thuế TNDN	4,296	2,346	4,193	6,496	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	5.7%	5.0%	4.8%	4.5%
LNST	16,924	8,641	16,423	25,331	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.4%	6.9%	8.0%	5.5%
LN cổ đông thiểu số	(1,251)	1,412	1,609	2,482	LLR	54.4%	51.7%	49.7%	55.9%
LNST cho Ngân hàng	18,175	7,229	14,813	22,848					
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Thanh khoản				
Tiền và tương đương tiền	2,658	2,285	2,947	3,269	LDR	94.4%	93.0%	92.3%	90.1%
Tiền gửi tại NHNN	9,935	8,423	14,149	19,785	TS thanh khoản/TTS	93.6%	95.2%	97.5%	97.7%
Tiền gửi và cho vay TCTD	47,965	94,094	79,281	114,967	TS thanh khoản/tiền gửi KH	194.8%	176.1%	173.4%	169.0%
Chứng khoán kinh doanh	7,793	12,326	13,962	8,263	Khả năng sinh lợi				
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-	ROA	2.9%	1.2%	1.8%	2.3%
Hoạt động mua nợ	893	822	-	-	ROE	19.3%	7.5%	11.6%	15.7%
Cho vay khách hàng	438,338	566,271	701,097	830,094	NIM	7.5%	5.6%	6.4%	6.7%
Dự phòng cho vay	(13,676)	(14,649)	(16,714)	(20,892)	NII/TOI	71.0%	76.7%	79.1%	79.6%
Chứng khoán đầu tư	83,076	94,587	157,766	195,095	CIR	24.4%	28.0%	28.0%	28.0%
Đầu tư dài hạn khác	189	189	183	195	Định giá				
Tài sản cố định	1,858	1,924	1,931	1,950	EPS cơ bản (VND)	2,291	911	1,867	2,880
BDS đầu tư	-	-	-	-	Giá trị sổ sách (VND)	12,206	16,980	18,847	21,726
Tài sản Có khác	51,981	51,428	39,312	46,053	P/E	8.6x	21.5x	10.5x	6.8x
TỔNG TÀI SẢN	631,013	817,700	993,913	1,198,780	P/B	1.6x	1.2x	1.0x	0.9x
Nợ NHNN, Chính phủ	1,929	4,118	2,795	3,466					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	140,249	156,357	168,263	157,718					
Tiền gửi của khách hàng	303,151	442,368	559,022	693,230					
Phái sinh và các CCTC khác	15	0	0	0					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	47	22	168	158					
Phát hành giấy tờ có giá	63,700	47,787	84,132	132,815					
Các khoản nợ khác	18,419	27,100	23,163	29,692					
NỢ PHẢI TRẢ	527,511	677,753	837,544	1,017,080					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	103,502	139,947	156,369	181,700					
Vốn điều lệ	67,434	79,339	79,339	79,339					
Thặng dư vốn cổ phần	-	23,993	23,993	23,993					
Cổ phiếu quỹ	-883	0	0	0					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quỹ của TCTD	13,535	12,233	16,956	23,428					
LN chưa phân phối	16,752	19,149	29,239	45,616					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	6,664	5,232	6,842	9,324					
TỔNG NỢ VÀ VCSH	631,013	817,700	993,913	1,198,780					

Nguồn: BCTC VPB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

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

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn