

KHẢ QUAN

Báo cáo lần đầu (9/5/2018)

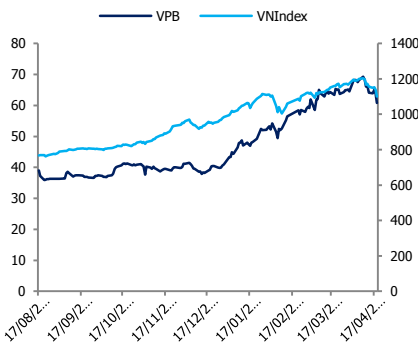
Giá mục tiêu	VND63.400
	(*)
Upside	18,5%
Giá thị trường (9/5/2018)	VND53.500
	(*)
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	80.111
Biến động giá trong 52 tuần (VND)	35.850 – 69.300
Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài (%)	22,38%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng & Định giá

Đơn vị : tỷ VND	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu hoạt động	16.864	25.026	33.285	41.241
Lợi nhuận trước dự phòng và thuế	10.242	16.131	21.968	27.219
Tăng trưởng n/n		57%	36%	24%
Chi phí dự phòng tín dụng	5.313	8.001	11.589	13.711
Tăng trưởng n/n		51%	45%	18%
Lợi nhuận trước thuế	4.929	8.130	10.379	13.509
Tăng trưởng n/n		65%	28%	30%
Lợi nhuận ròng	3.935	6.441	8.303	10.807
Tăng trưởng y-o-y		64%	29%	30%
EPS (basic) (VND)	4.658	4.301	5.545	7.217
BVPS (VND)	18.710	18.907	24.100	30.981
ROAA	1,9%	2,5%	2,7%	2,9%
ROEA	25,7%	27,5%	24,6 %	25,0%
P/E		n/a	11,4	8,8
P/B		n/a	2,63	2,05

Biến động giá cổ phiếu



Biến động giá	1T	3T	12T
VPB (%)	-18%	3%	37%
VN Index (%)	-10%	-6%	37%

Nguồn: Bloomberg

Cấu trúc sở hữu (trên 5%)

Ngo Chi Dung & người có liên quan	14,54%
Bùi Hải Quan & người có liên quan	7,26%
Lo Bang Giang & người có liên quan	8,11%
Những cổ đông khác	70,09%

Nguyễn Thị Quế Anh

Analyst

anh.nguyenthiqu@mb.com.vn

(*) Giá mục tiêu và giá khuyến nghị không được điều chỉnh theo sự pha loãng do chia cổ phiếu có tức 31% theo kế hoạch ĐHCĐ 2018 bởi vì giá mục tiêu chưa được điều chỉnh theo kế hoạch tăng vốn của ngân hàng.

Ngân Hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HOSE: VPB)

Tài chính tiêu dùng có tiềm năng trong ngắn hạn

Cơ Hội:

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho cổ phiếu VPB với khuyến nghị KHẢ QUAN và đưa ra giá mục tiêu là 63.400 đồng (+18,5 % so với giá thị trường hiện tại). Chúng tôi đánh giá cao hiệu quả hoạt động, lợi nhuận diễn biến tích cực và những lợi thế từ mảng tài chính tiêu dùng, đã tạo động lực tăng trưởng ấn tượng của VPB trong thời gian gần đây. ROEA của VPB cao nhất trong ngành ngân hàng, đạt 27,5% vào năm 2017 và chúng tôi dự đoán rằng ROEA sẽ tiếp tục ở mức 25% năm 2018. Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi phản ánh kỳ vọng tích cực của thị trường cho ngành ngân hàng trong năm 2018 và cho rằng năm nay tăng trưởng tín dụng vẫn tốt, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực cho tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu VPB.

Luận điểm đầu tư

- Lợi suất từ thị trường tài chính tiêu dùng hỗ trợ tích cực cải thiện NIM lên 9,42% năm 2018:** Với mức độ thâm nhập thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam khá thấp, sự thuận lợi của các quy định pháp lý hiện tại cũng như vị trí thống trị của FE Credit, chúng tôi giữ quan điểm rằng ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng có thể vẫn chiếm lĩnh thị trường ngách này trong ngắn hạn, đóng góp 27% vào tổng các khoản cho vay năm 2018 của ngân hàng (+39% n/n). **NIM tiếp tục tăng thêm 0.55% nhờ vào:** (i) Lãi suất cho vay tài chính tiêu dùng rất cao. (ii) Chi phí vốn vẫn không đổi nhờ vào việc lãi suất giảm nhẹ để kích cầu nền kinh tế và chi phí vốn thấp từ thị trường liên ngân hàng. (iii) Giảm tỷ trọng trái phiếu chính phủ trong danh mục đầu tư đồng thời gia tăng trái phiếu doanh nghiệp lợi suất cao hơn, từ đó tăng thu nhập lãi.
- Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng của VPB cũng đến từ đa dạng hóa các kênh cho vay** (Cho vay bán lẻ, doanh nghiệp vừa và nhỏ, tiểu thương, tín dụng tiêu dùng và CMB & CIB). Chúng tôi tin rằng động lực cho tăng trưởng tín dụng sẽ không chỉ đến từ tăng trưởng tín dụng của FE Credit +39% n/n mà còn từ những kênh cho vay khác của ngân hàng mẹ. Theo đó, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng tín dụng ở thị trường 1 sẽ tăng 26% n/n vào năm 2018.
- Gia tăng đóng góp thu nhập ngoài lãi trong tổng thu nhập hoạt động lên 20,2% (+52,7% n/n)** nhờ vào dự địa của thị trường Bancassurance (hợp đồng độc quyền 15 năm với AIA), ngân hàng số Timo, phục vụ tập trung khách hàng, bảo lãnh thương mại, các hợp đồng L/C và dịch vụ ngoại hối với các đối tác thương mại chiến lược nước ngoài.
- VPB là một ngân hàng có quy mô tài sản trung bình nhưng hoạt động hiệu quả rất cao.** Chúng tôi dự đoán ROEA vẫn giữ vững ở mức 25% vào năm 2018 nhờ vào tốc độ tăng trưởng doanh thu hoạt động cao hơn so với tăng trưởng chi phí hoạt động, CIR giữ ở mức thấp nhất 34% trong khi doanh thu hoạt động tăng 33% n/n. Ngân hàng đạt được ROEA ở mức cao 27,5% vào năm 2017, tăng từ mức 25,7% vào năm 2016, đây là tỷ lệ cao nhất trong toàn ngành trong suốt 2 năm liên tiếp.
- Cập nhật kết quả quý 1/2018:** LNTT đạt 2.618 tỷ VND (+36% cùng kỳ) và đóng góp 25,2% lợi nhuận dự phóng. Tăng trưởng thu nhập chủ yếu đến từ khoảng tăng đột biến của thu nhập ngoài lãi 183% và tăng trưởng thu nhập lãi 24,8% so với cùng kỳ. Tín dụng TT1 tăng 3.4% so với thời điểm cuối 2017 và chúng tôi cũng nhận thấy tỷ lệ nợ xấu NPL đã tăng nhẹ lên mức 4.1% đến từ khoảng tăng nợ xấu của cả ngân hàng mẹ và FE Credit. Với kết quả hoạt động khiêm tốn trong quý đầu năm 2018, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ có những bứt phá trong chất lượng tài sản và tăng trưởng tín dụng ở các quý tiếp theo.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với cổ phiếu VPB với mức tăng 18,5% từ giá hiện tại 53.500 đồng. Giá mục tiêu trong 12 tháng được định ở mức 63.400 đồng dựa trên phương pháp định giá P/B và phương pháp RI. Với phương pháp P/B, mức giá mục tiêu là 57.648 đồng với BVPS dự phóng ở mức 24.100 đồng và P/B 2,4x. Với phương pháp RI, giá cổ phiếu là 69.258 đồng với Re là 14% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Rủi ro chính

Tăng trưởng tiêu dùng chậm lại có thể làm giảm tốc độ tăng trưởng cho vay tiêu dùng trong dài hạn vì dự đoán tăng trưởng tín dụng của ngành sẽ kết thúc giai đoạn hồi phục vào năm 2019 và 2020. Thêm vào đó, NPL đã vượt mức trần 3% và được dự đoán sẽ giữ ở mức cao như vậy, chủ yếu từ NPL của FE Credit cao. Ngoài ra, tỷ lệ che phủ nợ xấu đang khá thấp, dẫn đến nguy cơ tăng trưởng đột biến chi phí dự phòng, ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận. VPB phù hợp với những nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro trung bình hoặc cao.

MỤC LỤC

Luận điểm đầu tư.....	3
Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư.....	3
NIM được kỳ vọng sẽ tăng cao nhất trong năm 2018 nhờ vào tín dụng tiêu dùng và thay đổi danh mục đầu tư đúng thời điểm.....	3
Tăng trưởng tín dụng đa dạng từ tất cả các mảng cho vay.....	6
Đa dạng hóa thu nhập ngoài lãi	7
VPB vẫn tiếp tục duy trì hiệu quả hoạt động cao nhất trong năm 2018 và 2019.	8
Rủi ro chính	10
Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng có thể gặp chững lại trong dài hạn.....	10
Nợ xấu đang tăng dần lên; tín dụng tiêu dùng có thể gây ra khả năng mất kiểm soát nợ xấu.	10
Mô hình lợi nhuận & định giá	12
Phân tích tài chính và dự phóng.....	13
Các giả định chính	13
Phân tích kết quả kinh doanh.....	15
Sơ bộ về doanh nghiệp	17

Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư

NIM được kỳ vọng sẽ tăng cao nhất trong năm 2018 nhờ vào tín dụng tiêu dùng và thay đổi danh mục đầu tư đúng thời điểm.

FE Credit sẽ vẫn chiếm ưu thế trong thị trường tài chính tiêu dùng trong các năm sau

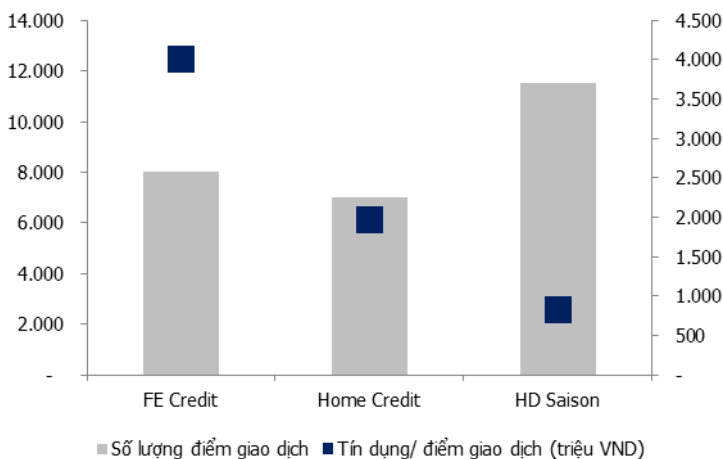
Lợi thế cạnh tranh chính của VPB FC đến từ: (i) sản phẩm cho vay bằng tiền mặt độc đáo (PL-Xsell và PL-NTB) và những khoản vay khách hàng thông qua thẻ tín dụng bên cạnh những sản phẩm cho vay điện máy và xe hơi, xe máy như những ngân hàng bán lẻ khác. Hiện tại, sản phẩm đầu ngành của FE Credits là những khoản cho vay bằng tiền mặt phù hợp với thói quen thanh toán bằng tiền mặt của người dân Việt Nam. (ii) FE Credit đã thiết lập rào cản gia nhập ngành trong vòng 6 năm và đây là lúc mà FE Credit bước vào giai đoạn gặt hái thể hiện qua:

Thị phần tín dụng của FE Credit đứng đầu và ngày càng mở rộng với 48% thị phần cho vay khách hàng năm 2016 (44% năm 2015). FE Credit vẫn tiếp tục giữ vị trí số 1 trong ba năm liên từ 2015 đến 2017. Nếu xem xét về số lượng điểm giao dịch, VPB nắm giữ vị trí số hai trong thị trường tài chính tiêu dùng với hơn 8.000 điểm giao dịch ở hơn 64 tỉnh thành trong năm 2016, chỉ sau HDSaison. Tuy nhiên, nếu xem xét về dư nợ trên một điểm giao dịch, VPB vượt trội hơn so với những ngân hàng khác với con số khá cao, đạt xấp xỉ 4 tỷ đồng/điểm giao dịch vì những sản phẩm của ngân hàng tập trung vào những khoản vay tiền mặt có giá trị cao, so với những khoản vay mua điện máy hay xe máy trong khi thị trường của những khoản vay này đã khá bão hòa. Do vậy, chúng tôi cho rằng hiệu quả hoạt động của FE Credit sẽ giữ vững trong những năm tới nhờ vào quản lý chi phí và tăng doanh số thông qua việc công ty không có mở rộng mạng lưới đáng kể nhưng tập trung nhiều hơn vào ứng dụng kỹ thuật số và cho vay thẻ tín dụng.

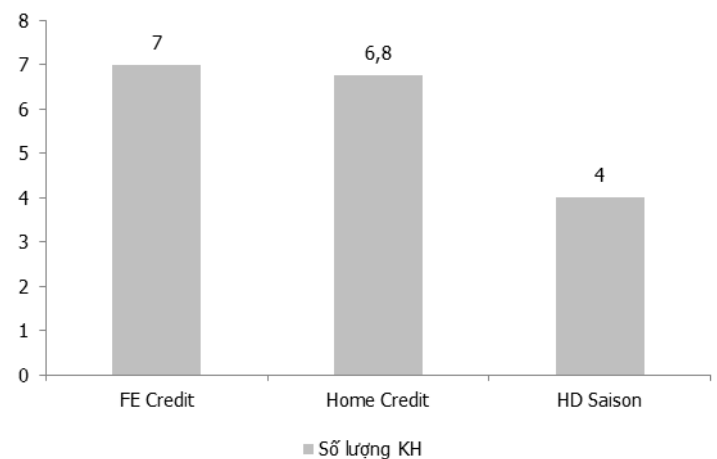
Trong năm 2017, CIR của FE Credit vẫn tiếp tục giảm xấp xỉ đến 31%, thấp hơn nhiều so với CIR của HD Saison vừa công bố ở mức hơn 60% nhờ vào hoạt động cho vay tiền mặt đơn thuần và hệ thống quản lý tốt ngày càng được mở rộng đáng kể. CIR được dự báo sẽ giảm trong năm 2018 và 2019 đến mức ít hơn 30% sau khi FE Credit giới thiệu thẻ tín dụng năm 2018 để giảm chi phí nhân sự phục vụ cho những khoản vay này.

Công ty Quản Lý Tài Sản (AMC) đã đi vào hoạt động song song cùng với FE Credit, trong khi những ngân hàng khác có công ty con là công ty tài chính tiêu dùng bắt đầu thành lập những công ty quản lý tài sản trong năm nay thì công ty quản lý tài sản của VPB đã đi vào hoạt động được ba năm với những kết quả đã được chứng minh như giảm nợ xấu nhiều hơn 6% trong năm 2016 và 5% trong năm 2017.

Bảng 1: Số Lượng Điểm Giao Dịch Và Giá Trị Khoản Vay/Điểm Giao Dịch



Bảng 2: Số Lượng Khách Hàng



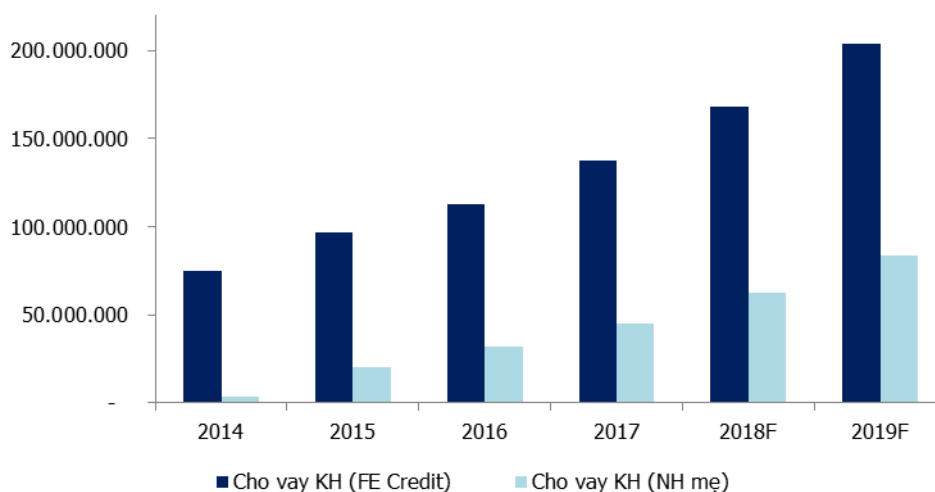
Nguồn: StoxPlus, BCTN VPB, MBS Research

Do đó, dưới áp lực cạnh tranh của thị trường cho vay tiêu dùng ở Việt Nam, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng VPBank có thể đạt được những con số ấn tượng trong mảng tài chính tiêu dùng trong những năm tới, đóng góp 27% trong tổng dư nợ cho vay của VPB năm 2018, tăng 39% n/n nhờ vào việc thiết lập rào cản gia nhập ngành và FE Credit hiện tại đang hưởng thành quả sau 6 năm xây dựng trong khi những đối thủ cạnh tranh khác vẫn trong giai đoạn xây dựng bước đầu.

Chúng tôi đánh giá cao đóng góp lớn của FE Credit trong giá trị tín dụng và dư địa còn lại của tín dụng tiêu dùng trong hai năm tới. CARG ba năm của những khoản vay tiêu dùng từ năm 2015 đến 2017 khá ấn tượng 67%, tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng khoản cho vay từ 32.104 tỷ (22% tín dụng hợp nhất) năm 2016 và 44.797 tỷ đồng (25% tín dụng hợp nhất) năm 2017.

Chúng tôi dự đoán rằng lãi suất cho vay của kênh tín dụng tiêu dùng không gặp áp lực giảm đáng kể bởi vì những sản phẩm cho vay tiền mặt độc đáo và CIR của FE Credit sau giai đoạn xây dựng ban đầu sẽ giảm xuống dưới 30%.

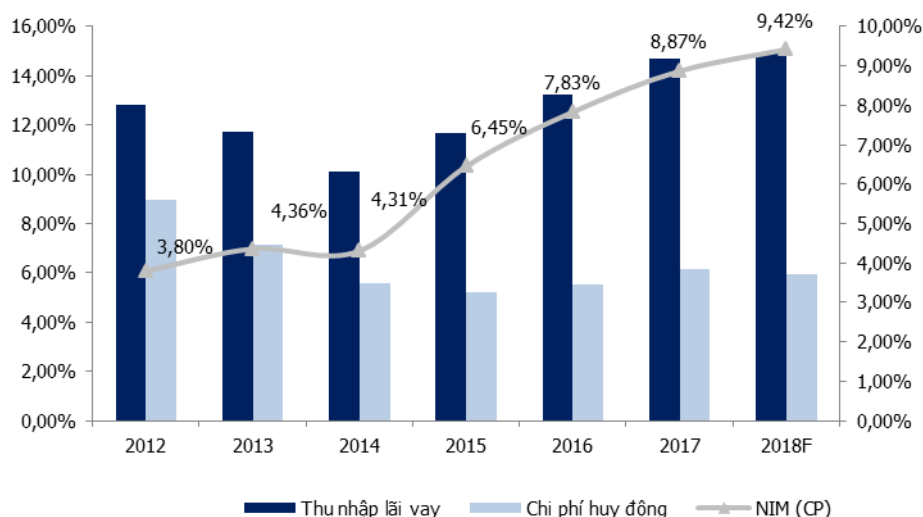
Bảng 3: Giá Trị Khoản Vay Của Ngân Hàng Mẹ VPB và FE Credit



Nguồn: BCTC VPB, MBS Research

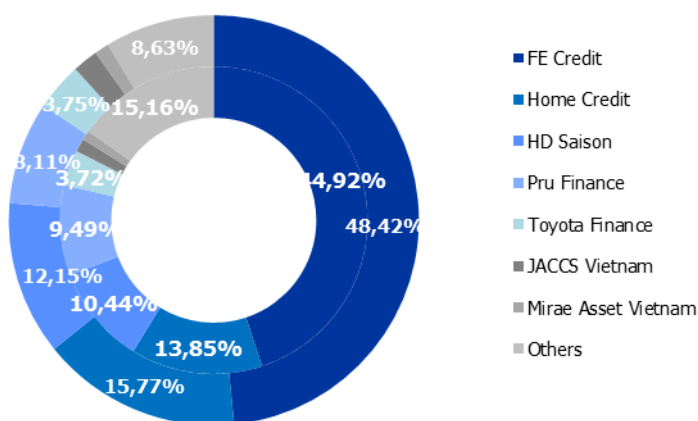
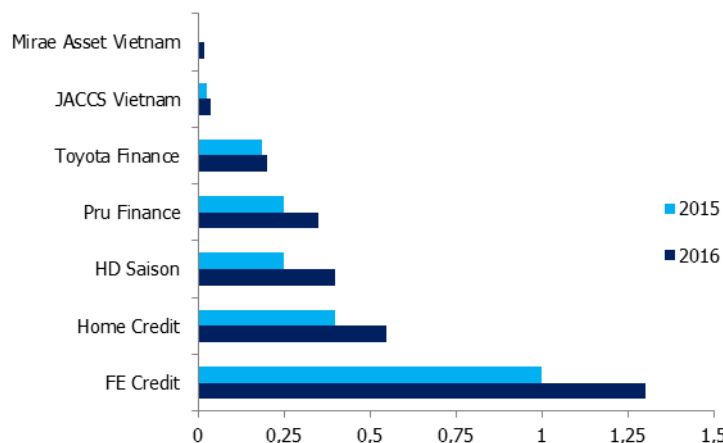
NIM cải thiện thêm 55 bpts năm 2018 nhờ vào:

- **Lãi suất cho vay đầu ra dự phóng tăng nhẹ trong năm 2018, từ 14,6% lên 14,9 %:** (i) Lãi suất cho vay của những sản phẩm tài chính tiêu dùng cao hơn so với lãi suất các khoản vay khác, xấp xỉ 40%/ năm. Với tỷ trọng tín dụng của FE Credit trong tổng cho vay khá khiêm tốn là 22%, FE Credit vẫn đóng góp lên đến 52% trong lợi nhuận ròng hợp nhất của VPB (đạt 3.358 tỷ đồng năm 2017, tăng 68% n/n). (ii) Tài chính tiêu dùng sẽ tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng dư nợ cho vay (27% giá trị cho vay khách hàng).
- **Chi phí vốn được dự báo sẽ vẫn giữ ở mức 5,5 %** bởi lãi suất được kỳ vọng sẽ không tăng hoặc có khả năng sẽ giảm nhẹ để kích cầu nền kinh tế. Ngân hàng cũng có ưu thế khi vay được lãi suất ưu đãi từ thị trường liên ngân hàng và các tổ chức tín dụng quốc tế (200 triệu USD từ quỹ IFC, Cathay United Bank,...)
- Ngân hàng cũng chủ động giảm tỷ trọng của trái phiếu chính phủ với lãi suất thấp trong tổng cơ cấu danh mục đầu tư và thay vào đó là đầu tư trái phiếu doanh nghiệp với trái tức cao hơn. Nhờ vậy, doanh thu lãi từ hoạt động đầu tư tăng 56% năm 2017 và mục tiêu là sẽ tiếp tục khẩu vị đầu tư như vậy trong năm 2018. **Do đó, chúng tôi nhận thấy những xu hướng tích cực về khả năng nâng cao NIM của VPB năm 2018, tăng từ 8,87% lên 9,42% n/n (+55 bpts)**

Bảng 4: Chênh lệch lãi suất

Nguồn: BCTC VPB, MBS Research

Dư địa tăng trưởng vẫn còn trong mảng tín dụng tiêu dùng

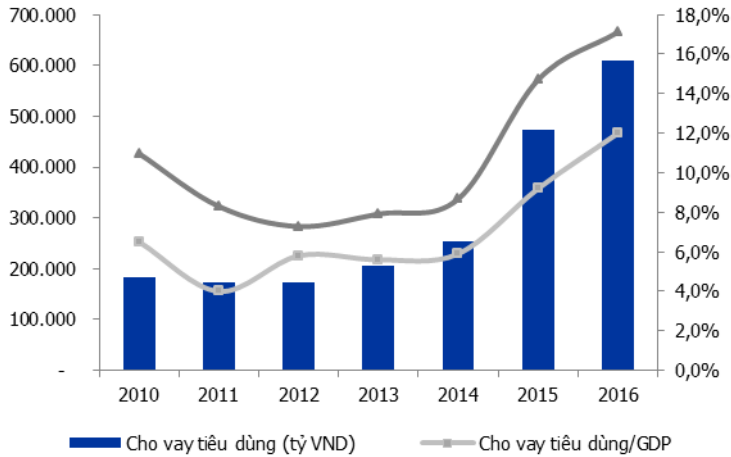
Bảng 5: Thị phần cho vay tiêu dùng ở Vietnam 2015, 2016**Bảng 6: Doanh thu phí bảo hiểm/ GDP Việt Nam**

Nguồn: StoxPlus, MBS Research

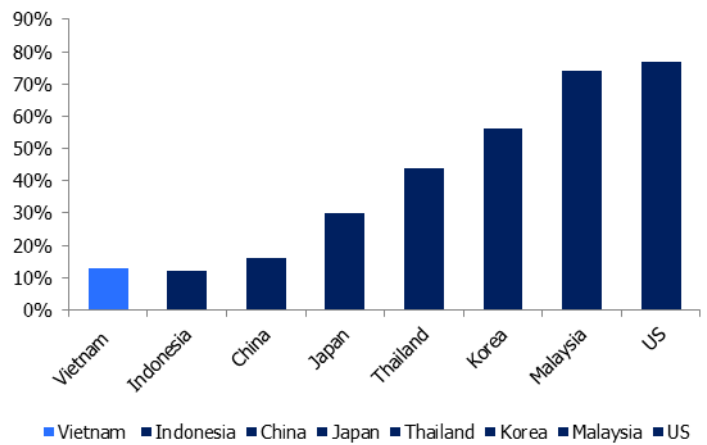
Trước tháng 12/ 2016, hệ thống pháp lý vẫn chưa có một quy định cụ thể nào hướng dẫn về hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty tài chính tiêu dùng. Thông tư mới nhất số 39/2016/TT-NHNN và thông tư số 43/2016/TT-NHNN cung cấp những quy định về hoạt động của một công ty tài chính tiêu dùng, tương tự như những định chế tài chính và có thể đưa ra những sản phẩm và dịch vụ như ngân hàng. Với những quy định này công ty trong ngành tài chính tiêu dùng có thể đẩy mạnh hoạt động cho vay và tuân thủ các quy định về rủi ro tín dụng sau này.

Ngành tín dụng tiêu dùng đã đạt được mức tăng trưởng ấn tượng, cao nhất là 85% n/n trong năm 2015 và năm 2016 tăng 30%, tốc độ tăng trưởng này cao hơn hẳn so với mức tăng trưởng tín dụng bình quân của hệ thống ngân hàng trong những năm tương ứng, dưới 20%. Tổng dư nợ cho vay giữa các công ty tài chính tiêu dùng tăng lên ở mức đáng kể. Chúng tôi cũng nhận thấy được nhu cầu sử dụng dịch vụ tài chính tiêu dùng tăng lên tại Việt Nam, được thể hiện bởi sự gia tăng tỷ lệ khoản vay tiêu dùng trên tổng tiêu thụ quốc gia năm 2016 và 2017 tương ứng là 9,2% và 12%. Mặt khác, mức độ thâm nhập của tín dụng tiêu dùng được tính bằng khoản cho vay tiêu dùng trên GDP vẫn còn thấp hơn so với các nước khác trong khu vực.

Bảng 7: Khả năng hấp thụ cho vay tiêu dùng ở Việt Nam



Bảng 8: Mức độ thâm nhập cho vay tiêu dùng năm 2016 ở các nước.



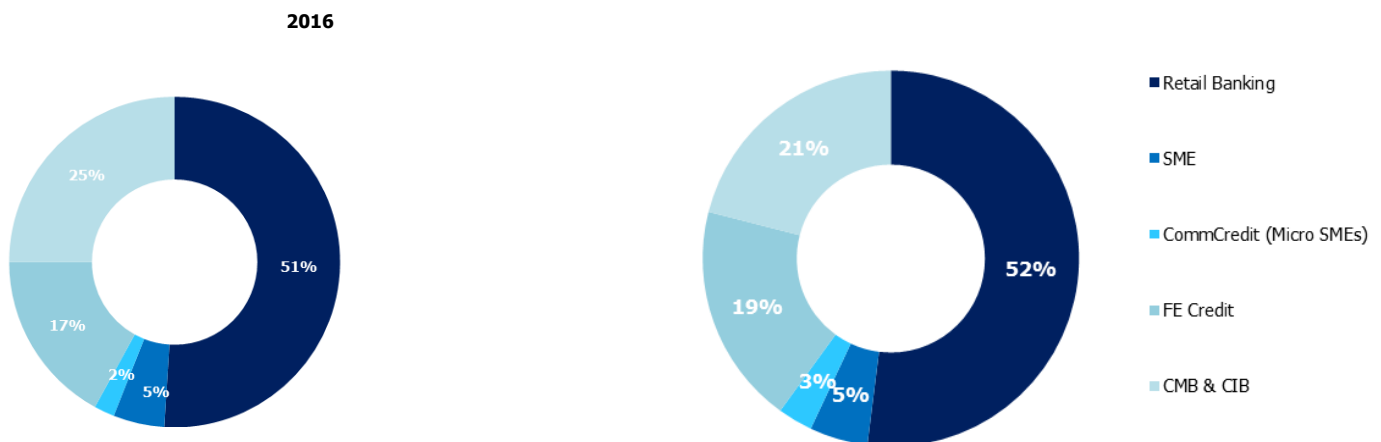
Nguồn: StoxPlus, GSO, NFSC, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng đa dạng từ tất cả các mảng cho vay

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng TT1 đạt 26% trong năm 2018. Chúng tôi tin rằng động lực tăng trưởng tín dụng không đến từ tăng trưởng tín dụng cao của FE Credit 39% mà còn đến từ những mảng cho vay khác của ngân hàng mẹ. Theo đó, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu hoạt động năm 2018 tiếp tục giữ tốc độ tăng trưởng trong năm 2017 (+48,4% n/n) và tăng 33% n/n.

VPB hiện tại đang phân bổ tín dụng thông qua nhiều mảng cho vay (Ngân hàng bán lẻ, doanh nghiệp vừa và nhỏ, khối tín dụng tiểu thương, tín dụng tài chính tiêu dùng và CMB & CIB), gia tăng độ bao phủ tín dụng khá tốt. Trong đó, mảng tín dụng tiêu dùng, chúng tôi dự phóng sẽ đóng góp tỷ trọng lớn (22% tổng cho vay, chiếm 19% tổng thu nhập hoạt động) và vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Đối với mảng ngân hàng bán lẻ, ngân hàng đang có định hướng trở thành ngân hàng số hàng đầu ở Việt Nam với việc đưa vào thương hiệu Timo năm 2016 thực hiện tất cả chức năng của một ngân hàng truyền thống nhưng không cần chi nhánh hiện hữu. Và vì những lí do trên, tổng thu nhập hoạt động của hệ thống ngân hàng bán lẻ (+66% n/n). Ngân hàng đang dự định mở thêm phân khúc cho vay tầng lớp thượng lưu (Affluent Banking) trong năm 2018.

Bảng 9: Tổng doanh thu theo từng mảng của VPB năm 2016 và 2017



Nguồn: BCTN VPB, MBS Research

Đa dạng hóa thu nhập ngoài lãi

Năm 2018, sau khi chúng tôi loại ra khoản doanh thu bất thường từ thu nhập hỗ trợ bảo hiểm ban đầu trong mô hình dự báo, thu nhập ngoài lãi vẫn sẽ tăng hơn 20,24% trong tổng doanh thu hoạt động (+52,68% n/n) nhờ vào:

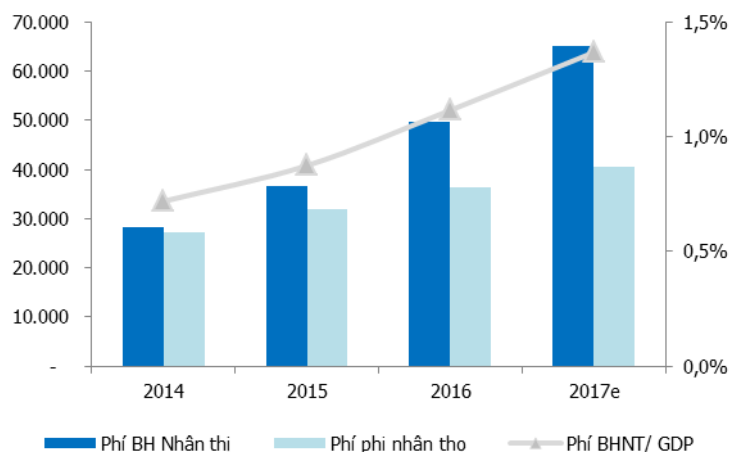
Bancassurance sẽ vẫn còn nhiều dư địa khai thác do mức độ thâm nhập của thị trường bảo hiểm ở Việt Nam đang thấp, chỉ 4% trên tổng dân số sở hữu một hợp đồng bảo hiểm. Hơn nữa, tốc độ tăng trưởng bình quân của thị trường bảo hiểm Việt Nam khá cao, xấp xỉ 23,8% n/n từ năm 2014 đến năm 2017, trong đó, doanh thu từ bảo hiểm nhân thọ tăng vọt xấp xỉ 32% n/n.

Trong khi đó, các công ty bảo hiểm có xu hướng chuyển từ kênh đại lý truyền thống sang kênh phân phối hiện đại hơn như Bancassurance, bán hàng qua điện thoại, v/v. Bancassurance đã được triển khai tốt ở khu vực châu Á Thái Bình Dương, đặc biệt là ở những thị trường mới nổi và đang phát triển như là Đài Loan, Hàn Quốc, Hồng Kong với tỷ trọng phí mới từ kênh này 40%. Tuy nhiên, kênh đại lý truyền thống vẫn dẫn đầu tại thị trường ở Việt Nam (98% kênh đại lý và 2% kênh Bancassurance). Mặc khác, kênh Bancassurance vẫn chứng tỏ được những lợi ích tương hỗ cho cả phía ngân hàng và công ty bảo hiểm đánh vào phân khúc khách hàng thu nhập cao, tiết kiệm được chi phí và gia tăng độ nhận diện thương hiệu. Do vậy, chúng tôi tin rằng kênh này sẽ có nhiều tiềm năng và hiện tại nhiều thỏa thuận độc quyền đã và đang được ký kết giữa các ngân hàng và công ty BHNT.

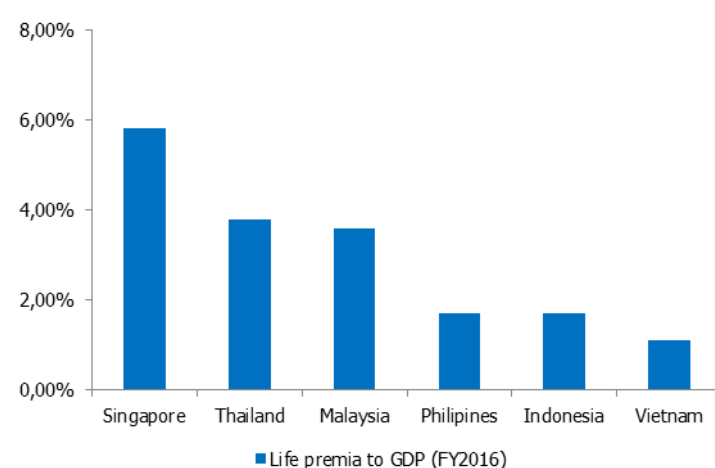
Năm 2017, VPB đã ký hợp đồng độc quyền với AIA, đem lại khoản hỗ trợ ban đầu 900 tỷ đồng và tăng danh thu phí bảo hiểm năm 2017 từ 1.509 tỷ đồng lên 2.206 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo rằng lợi nhuận từ Bancassurance sẽ tăng 50% n/n trong 2018 và 45% trong 2019 vì dư địa lớn từ thị trường này và triển khai thu phí bảo hiểm qua ứng dụng Mobile banking.

Thu nhập ngoài lãi tăng nhanh năm 2017 lên đến 160% n/n chủ yếu nhờ vào tỷ trọng của những khoản thu nhập từ phí của kênh Bancassurance (2.206 tỷ đồng), lãi nhận được từ việc bán trái phiếu Chính phủ năm 2017 (339 tỷ đồng) và kết quả thu hồi nợ xấu (1.098 tỷ đồng). Chúng tôi cũng nhận thấy rằng tỷ trọng của những khoản thu nhập ngoài lãi tăng, từ 10,6% năm 2016 lên 17,63% năm 2017.

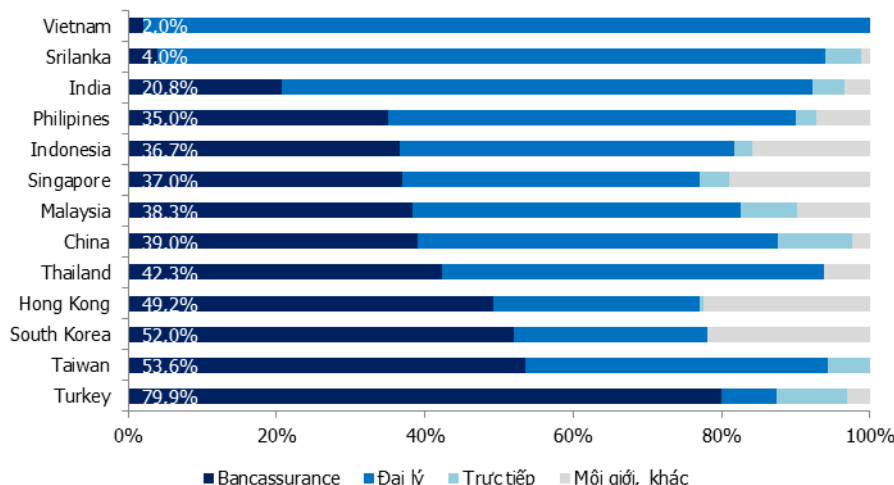
Bảng 10: Doanh thu phí bảo hiểm tại Việt Nam



Bảng 11: Doanh thu phí bảo hiểm/ GDP các nước năm 2016



Nguồn : Association Of Vietnamese Insurances, MBS Research

Bảng 12: Tỷ trọng phí kênh Bancassurance 2016

Nguồn: FALIA Bancassurance Survey 2016, Axco Insurance Market Report.

Bên cạnh đó, doanh thu dịch vụ thanh toán sẽ tăng cao (+30%/n) trong năm 2018 vì hoạt động của ngân hàng số như Timo và cải tiến thông qua mô hình một nhân viên quan hệ khách hàng phục vụ 1 khách hàng trên nhiều sản phẩm thông qua một gói dịch vụ phù hợp từng nhu cầu khách hàng. Ngân hàng cũng đẩy mạnh doanh thu từ việc bảo lãnh thương mại, L/C và dịch vụ ngoại hối để phục vụ cho những đối tác chiến lược nước ngoài.

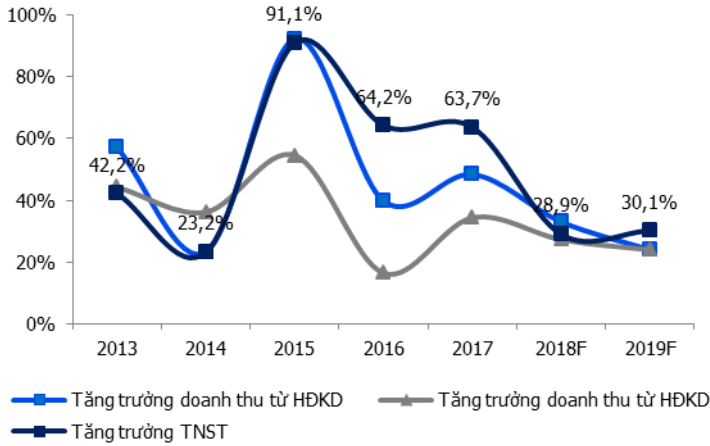
VPB vẫn tiếp tục duy trì hiệu quả hoạt động cao nhất trong năm 2018 và 2019.

Nhờ vào định hướng ngân hàng số và việc khai thác cơ sở dữ liệu khách hàng trong những năm tới, chúng tôi dự báo rằng CIR sẽ duy trì ở mức thấp khoảng 34% trong năm 2018 và 2019, giảm nhẹ so với CIR của năm 2017 vì chi phí hoạt động được dự báo sẽ tăng lên 27% trong khi doanh thu hoạt động sẽ tăng 33% n/n năm 2018.

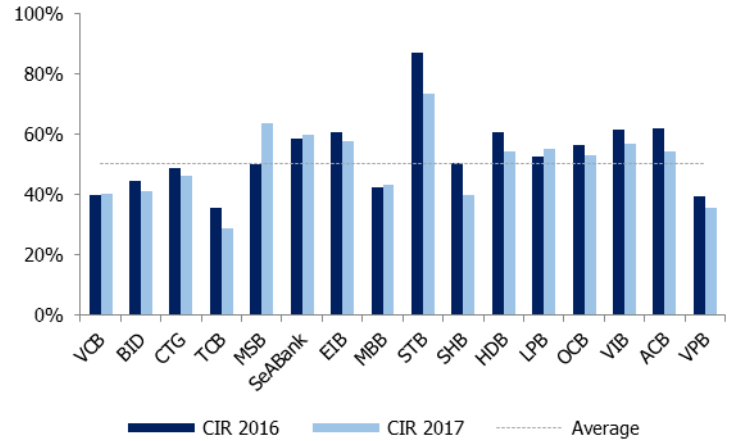
Bằng việc khai thác cơ sở dữ liệu khách hàng để hiểu rõ hành vi khách hàng và lực lượng bán hàng tập trung, ngân hàng kiểm soát được chi phí nhân sự hiệu quả nhưng vẫn gia tăng những trải nghiệm của khách hàng trong những giao dịch dịch vụ liên quan. CIR được giữ ở mức thấp, 35,5% trong năm 2017, thấp hơn so với trung bình ngành là 49,9%. Chúng tôi cũng theo nhận thấy CIR giảm từ mức 39,3% của năm 2016 xuống mức 35,5% năm 2017 là do doanh thu hoạt động tăng nhanh hơn so với năm 2016, tăng 48% trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng 30% n/n năm 2017.

Trong năm 2018, nhờ NIM cải thiện, thu nhập ngoài lãi tăng thông qua Bancassurance và thu nhập hoạt động đầu tư, từ đó thu nhập hoạt động được kỳ vọng tăng trưởng đến mức 33%/n và tốc độ này sẽ giảm nhẹ xuống còn 24%/n trong năm 2019 do khả năng tăng NIM được dự phóng thận trọng hơn. Trong khi đó, chi phí hoạt động sẽ được kiểm soát tăng đến tỷ lệ bình thường khoảng 25%/ năm. LNST sẽ tăng tương ứng 29%/n và 30%/n trong năm 2018 và 2019, đạt tới 8.303 tỷ đồng năm 2018.

Bảng 13: Tăng trưởng doanh thu và chi phí



Bảng 14: CIR các ngân hàng

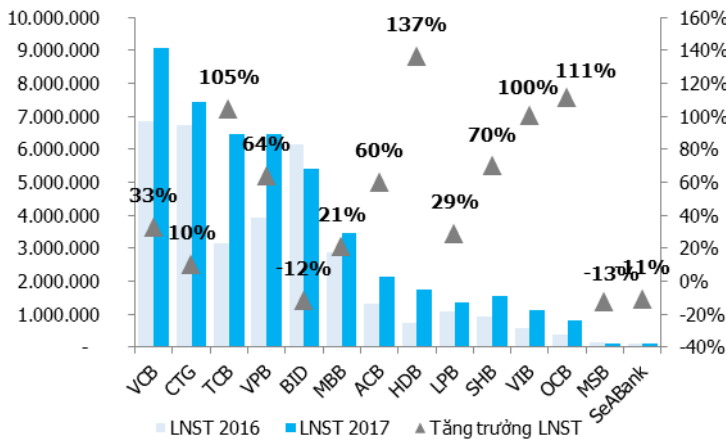


Nguồn: MBS Research

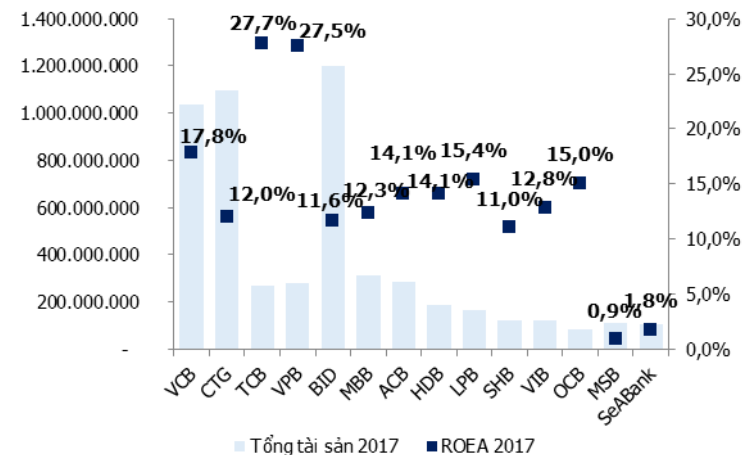
Từ năm 2012 đến năm 2017, tổng tài sản của VPB tăng một cách ấn tượng đạt 22,5% CAGR tương đương 227.752 tỷ đồng và được xếp vào nhóm ngân hàng có quy mô trung bình. Trong khi đó, ngân hàng ghi nhận hiệu quả hoạt động cao, đặc biệt là trong giai đoạn 2015-2017, ROEA đạt ở mức cao nhất trong ngành, liên tục trên 25%.

Dưới giả định rằng ngân hàng sẽ hưởng được thành quả sau khi nhận được những lợi thế từ tài chính tiêu dùng trong những năm gần đây, tăng trưởng tích cực thu nhập lãi của ngân hàng, và hệ số CAR cao xấp xỉ 15% n/n, chúng tôi nhận thấy rằng ngân hàng không phải chịu áp lực tăng vốn hay thu hẹp biên lợi nhuận. Dưới góc nhìn thận trọng tăng trưởng sẽ điều chỉnh giảm nhẹ trong năm 2018 và 2019, **ROEA sẽ vẫn ổn định và giữ ở mức cao 25% trong năm 2018 và 2019.**

Bảng 15: Tăng trưởng EAT giữa các ngân hàng



Bảng 16: Hiệu quả hoạt động giữa các ngân hàng



Nguồn: MBS Research

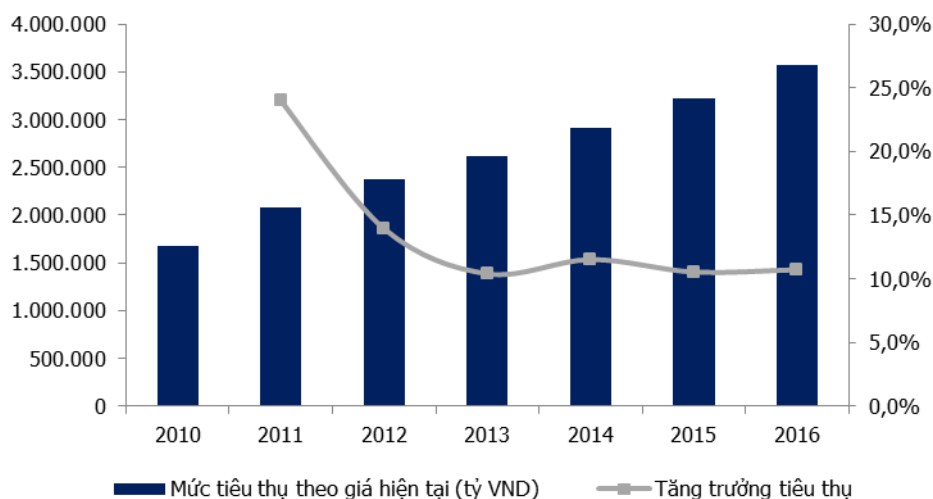
Rủi ro chính

Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng có thể chững lại trong dài hạn.

Chúng tôi cho rằng chu kỳ tăng trưởng kinh tế giúp nâng cao mức tiêu dùng và tạo cầu cho cho trường tài chính tiêu dùng trong ngắn hạn. Trong khi kinh tế Mỹ bước vào giai đoạn chững lại, Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ nâng lãi suất cơ bản và tăng trưởng GDP ở mức thấp, Việt Nam vẫn trong giai đoạn phục hồi và tăng trưởng kinh tế từ 3 năm trở lại đây, 2015 đến 2017. Nhờ vậy, cho vay tiêu dùng tăng trưởng rất cao trong suốt 3 năm, ở mức trên 30%, tuy nhiên, chúng tôi cũng lo ngại về tiềm năng của thị trường ngách này liệu có tiếp tục được duy trì trong cuộc đua dài hạn.

Tốc độ tăng trưởng tiêu dùng ở Việt Nam đã chững lại trong 3 năm gần đây, đạt trung bình ở mức 10%. Khi so sánh với những nước khác trong khu vực, tỷ lệ tiêu dùng trên GDP của Việt Nam cao hơn, đạt 67% vào năm 2016. Vì vậy, chúng tôi lo ngại về khả năng hấp thụ của mức tiêu dùng với tốc độ tăng trưởng các khoản cho vay tiêu dùng lên trên 40% trong 5 năm tới.

Bảng 17: Tốc độ tăng trưởng tiêu dùng ở Việt Nam



Nguồn: GSO, MBS Research

Trong 2018, vẫn với chính sách tiền tệ nới lỏng thông qua hạ mức lãi suất cơ bản, Việt Nam đang ở trong năm thứ 4 của giai đoạn phục hồi kinh tế với tốc độ tăng trưởng tín dụng và tốc độ tăng trưởng GDP. Và do đó, lãi suất cho vay của tín dụng tiêu dùng rất hấp dẫn, ở mức 40% trên tổng dư nợ cho vay. Tuy nhiên, theo lộ trình đi đến năm 2020, năm cuối của chu kỳ tăng trưởng tín dụng, chúng tôi kỳ vọng rằng lãi suất cho vay sẽ dần tăng lên trong những khoản thời gian trên, cho cả lãi suất cho vay tiêu dùng và do đó, nhu cầu cho vay tiêu dùng sẽ có xu hướng giảm khi chu kỳ này kết thúc.

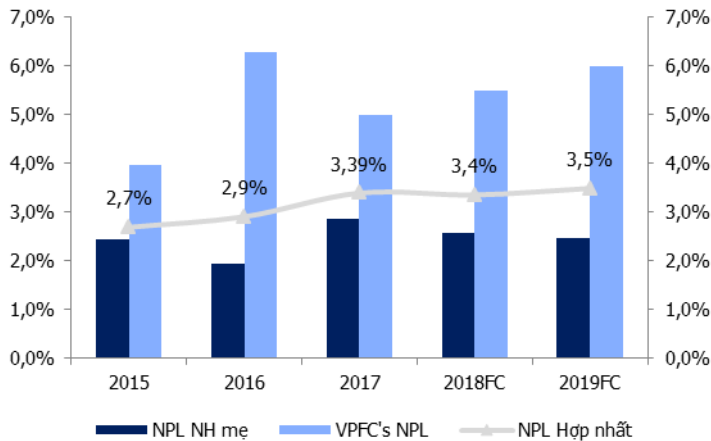
Như vậy, với dự phóng dài hạn, chúng tôi thận trọng hơn về tiềm năng của tín dụng tiêu dùng. Trong mô hình định giá, tăng trưởng tín dụng tiêu dùng sau năm 2019 được điều chỉnh giảm về mức tăng trưởng tín dụng bình thường của VPB xung quanh khoảng 25%.

Nợ xấu đang tăng dần lên; tín dụng tiêu dùng có thể gây ra khả năng mất kiểm soát nợ xấu.

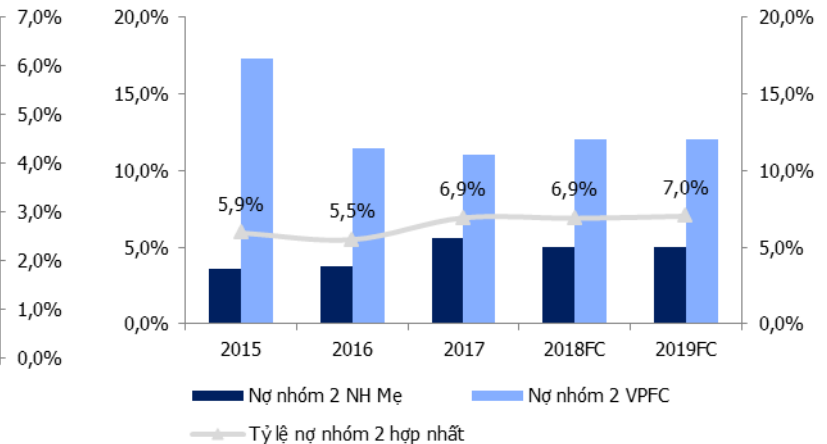
Lợi thế cạnh tranh của FE Credit đến từ cho vay tiền mặt không có mục đích rõ ràng, là khoản vay rủi ro hơn so với những khoản cho vay mua xe hay những khoản vay có tài sản đảm bảo, chúng tôi nhận thấy rằng tỷ lệ trích lập dự phòng của các khoản tài chính tiêu dùng cần cao hơn những khoản trích lập dự phòng thông thường. Hiện tại, hệ thống pháp lý vẫn chưa có những thông tư hay hướng dẫn cụ thể nào về cách xử lý đặc biệt đối với cho vay tiêu dùng và tỷ lệ trích lập dự phòng của những khoản vay này so với những khoản vay khác. Tuy vậy, chúng tôi nghĩ rằng rủi ro nợ xấu đã xuất hiện từ khi những khoản cho vay tiêu dùng bằng tiền mặt được xếp vào nợ nhóm 2 (quá trình thanh toán bị trì hoãn đến 3 tháng).

NPL hợp nhất của VPB là 3,39%, vượt mức giới hạn 3% trong năm 2017, tăng hơn so với tỷ lệ 2,9% năm 2016. Sau khi xem xét các khoản vay hợp nhất chia nhỏ của VPB, chúng tôi nhận thấy NPL của VPBFC tăng cao một cách nhanh chóng, đạt được mức 6,3% trong năm 2016 và giảm nhẹ về 5% trong năm 2017 trong khi NPL của ngân hàng mẹ vừa mới đạt được giới hạn 3% (của 2,9% trong năm 2017). Nhóm 2 của ngân hàng mẹ nhảy vọt từ 3,8% lên 5,6% trong khi ở VPBFC, tỷ lệ này chỉ vừa trên 10%.

Bảng 18: NPL ở VPB



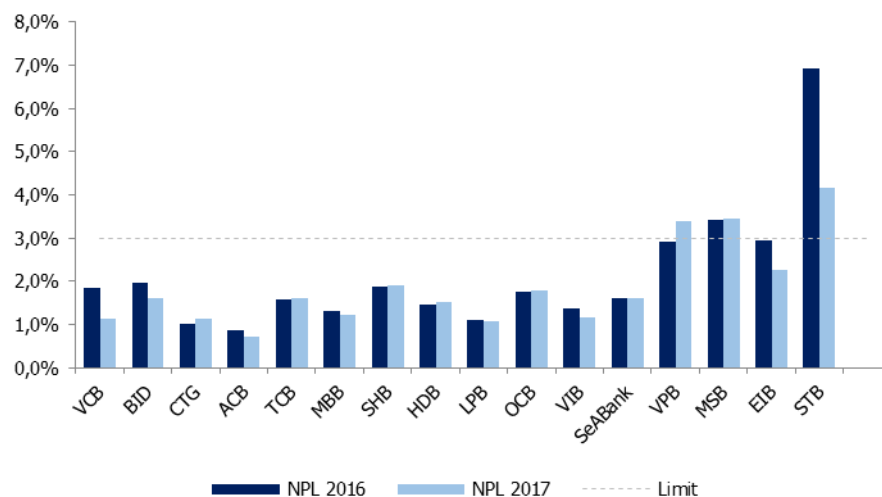
Bảng 19: Nợ nhóm 2 tại VPB



Nguồn: FS VPB, MBS Research

NPL của VPB là cao nhất trong ngành và đã vượt quá giới hạn 3% năm 2017. Trong khi trong giai đoạn năm 2015 đến 2017 đa số các ngân hàng trong ngành đều đặt mục tiêu giảm NPL trong tổng tài sản, NPL của VPB gia tăng cùng mức với những khoản vay tiêu dùng trong tổng tài sản. Với chiến lược năm 2018 là tiếp tục khai thác ngành rủi ro này, chúng tôi thấy NPL không có khả năng giảm trong năm 2018 và NPL dự phóng được dự báo vẫn giữ 3,3% trong đó NPL của ngân hàng mẹ giảm nhẹ đến 2,6% trong khi NPL của FE Credit tăng nhẹ đến 5,5% trong năm 2018.

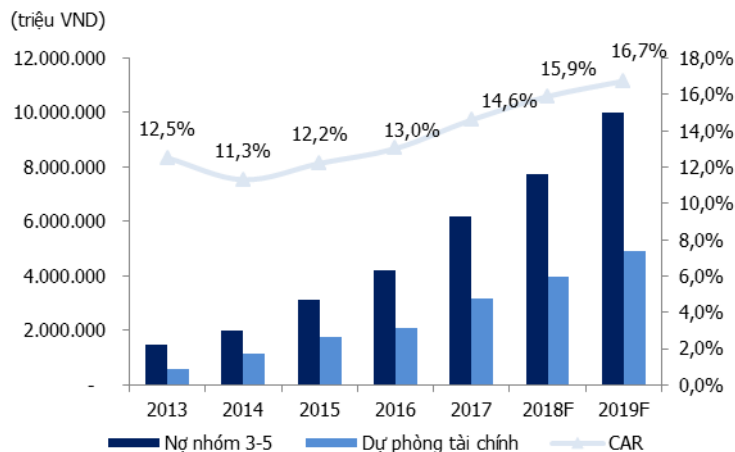
Bảng 20: NPL của từng ngân hàng năm 2017



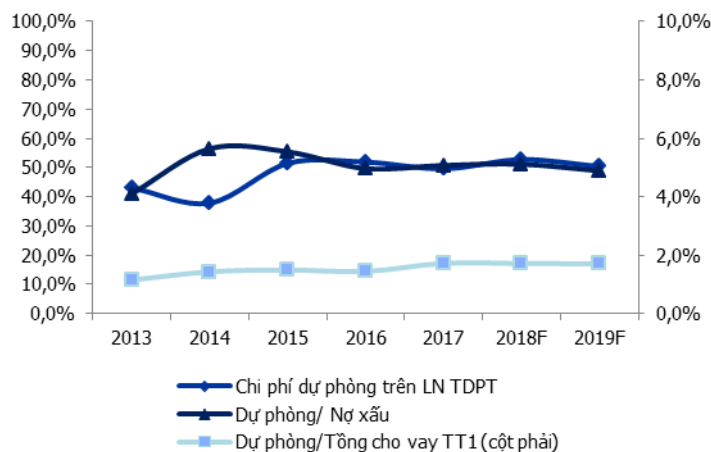
Nguồn: FS VPB, MBS Research

Tỷ lệ trích lập dự phòng/ nợ xấu, mặt khác, chỉ khoảng 50% những khoản nợ xấu trong các năm trước. LLR giảm từ 55% năm 2015 xuống xấp xỉ 50% trong năm 2016 và năm 2017. Ngân hàng mà có chất lượng tài sản tốt theo nghiên cứu của chúng tôi có LLR được duy trì xấp xỉ 90-100%. Do đó, chúng tôi dự phòng LLR sẽ tăng trong năm 2018 đến mức 51,2% và lo ngại rằng ngân hàng sẽ phải tăng đột ngột chi phí trích lập và làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của VPB trong dài hạn.

Bảng 21: Tỷ lệ trích lập dự phòng và hệ số CAR của VPB



Bảng 22: Chi phí dự phòng



Nguồn: FS VPB, MBS Research

Mô hình lợi nhuận & định giá

Với mức giá mục tiêu **63.400 VND**, VPB được dự phóng với chỉ số P/B bình quân của các ngân hàng có mức vốn hóa tương đương tại Việt Nam với tổng tài sản và ROEA xấp xỉ năm 2017. Giá mục tiêu dựa trên kết quả trung bình của hai phương pháp P/B và RI theo trọng số. Theo phương pháp P/B, giá mục tiêu là 57.648 đồng với BVPS dự phóng là 24.100 VND và P/B là 2,4x. Theo phương pháp RI, giá mục tiêu là 69.258 đồng với Re là 14% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Bảng 23: Tóm Tắt Kết Quả Định Giá

Phương pháp	Kết quả	Tỷ trọng	Đóng góp
RI	69.258	50%	34.629
P/B	57.648	50%	28.824
Giá dự phóng	63.453		

Nguồn: MBS Research

Bảng 24: Chỉ Số So Sánh Các Ngân Hàng Việt Nam

Mã cổ phiếu	Mức vốn hóa (tỷ VND)	Giá đóng cửa	P/E	ROE	P/B
ACB	45.982	42.400	19,7	14,1%	2,7
MBB	54.284	29.900	12,8	12,5%	1,8
HDB	41.987	42.800	18,8	14,1%	3,1
VIB	18.202	34.300	13,4	12,8%	2,1
TPB	16.761	30.200	14,3	15,6%	2,3
Bình quân					2,4

Giá được cập nhật 27/04/2018

Phương pháp giá trị sổ sách

Theo phương pháp định giá P/B, chúng tôi sử dụng P/B bình quân của ngành ngân hàng Việt Nam, các ngân hàng được chọn có giá trị tài sản tương đương, đang áp dụng mô hình tài chính tiêu dùng và đang đạt được ROEA khoảng 20%. P/B mục tiêu trong 12 tháng của năm 2018 là 2,4x

Các ngân hàng thương mại cổ phần của chính phủ có vốn hóa cao như CTG, VCB và BID là không phù hợp để đưa vào bảng so sánh vì thị trường kỳ vọng rất cao đối với cổ phiếu thuộc nhóm này, dẫn đến P/B tăng cao. Những ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng thấp hơn và có nhiều lợi thế về vốn.

Những ngân hàng có quy mô trung bình và nhỏ theo đuổi những chiến lược của ngân hàng bán lẻ, kết hợp tài chính tiêu dùng và những định hướng kỹ thuật số được sử dụng để so sánh. Chúng tôi nhận thấy rằng thị trường hiện đang mong đợi vào những mã cổ phiếu tiềm năng như ACB, HDB, MBB, VIB và TPB những mã cổ phiếu này được kỳ vọng có những chuyển biến giống như VPB.

Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp này do phần lớn giá trị chủ sở hữu (book value) chiếm bởi giá trị tại thời điểm định giá vì vậy giá trị chủ sở hữu được định giá sẽ phản ánh gần chính xác nhất giá trị thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng. Lợi nhuận thặng dư cho cổ đông khá khả quan và tăng lên nhưng khả năng sinh lời trong những năm sau hơi khiêm tốn (Suất chiết khấu **Re bằng 14%** và tốc độ tăng trưởng dài hạn **g bằng 2%**).

Bảng 25: Kết quả định giá RI

	2018F	2019F	2020F	2021F
<i>Đơn vị : triệu đồng</i>				
LNST sau trích quỹ khen thưởng phúc lợi	8.303.460	10.806.846	14.081.152	18.218.924
LN thặng dư (Residual value)	4.146.061	5.507.464	7.268.811	9.435.222
Giá trị kết thúc (Terminal value)				80.199.389
Chi phí chủ sở hữu				14%
Tốc độ tăng trưởng				2%
Giá trị chủ sở hữu tại 2018				108.777.763
Giá cổ phiếu (VND)				69.258

Phân tích tài chính và dự phóng

Các giả định chính

Cho vay khách hàng tăng trưởng trong năm 2017 là 26% và chúng tôi giả định ngân hàng sẽ vẫn tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2018 với tốc độ tăng trưởng là 26%, trong đó, chúng tôi dự phóng cho vay tiêu dùng từ FE Credit sẽ vẫn tăng bằng với tốc độ tăng trưởng năm trước là 39%. Trong những năm tới, tài chính tiêu dùng sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp hơn bởi vì cạnh tranh trên thị trường hiện tại và những lo ngại của chúng tôi về việc gia tăng nợ xấu như chúng tôi đã đề cập ở trên.

Huy động từ khách hàng sẽ tăng thấp hơn so với năm 2018 19% theo như mục tiêu của ngân hàng tại Đại hội cổ đông và tốc độ tăng trưởng huy động từ khách hàng năm 2019 sẽ là 25%. Gần đây, ngân hàng đã huy động vốn thông qua các loại giấy tờ có giá với số lượng lớn (+36% n/n) và kênh này mở ra mức lãi suất hấp dẫn hơn so với những khoản tiền gửi với lợi suất thấp và do vậy, chúng tôi dự phóng khoản mục này sẽ tăng 24% trong năm 2018.

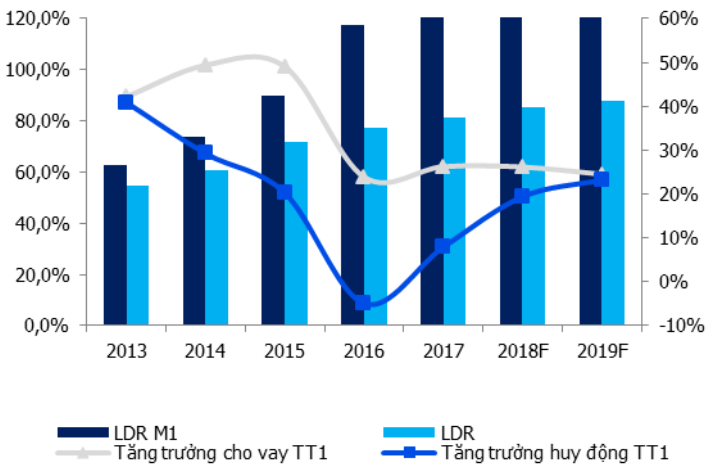
Doanh thu hoạt động: Vì ngân hàng có lượng doanh thu chủ yếu đến từ doanh thu lãi nên doanh thu từ lãi chiếm khá lớn, khoảng 77% và 84% doanh thu hoạt động tương ứng năm 2016 và 2017. Thu nhập từ lãi được dự đoán tăng 34% trong năm 2018 nhờ vào việc cải thiện NIM vì kết quả cải thiện tỷ lệ tín dụng từ mảng bán lẻ và huy động được nguồn vốn với lãi suất hấp dẫn từ thị trường liên ngân hàng.

NIM: Trong khi áp lực giảm NIM đáng lo ngại cho những ngân hàng có quy mô nhỏ và trung bình bởi vì áp lực cạnh tranh của thị trường ngân hàng bán lẻ, điều này dẫn đến chi phí huy động vốn cao hơn để thu hút những khoản tiền gửi cá nhân, chúng tôi dự đoán rằng gánh nặng tăng NIM không phải là mối lo ngại nghiêm trọng đối với VPB nhờ vào thị trường cho vay của ngân hàng (tài chính tiêu dùng, những doanh nghiệp tiểu thương) chiếm tỷ lệ tín dụng cao. Do đó, **NIM được dự báo sẽ tiếp tục tăng đến 55 btps trong năm 2018 tới 9,42%** nhờ vào:

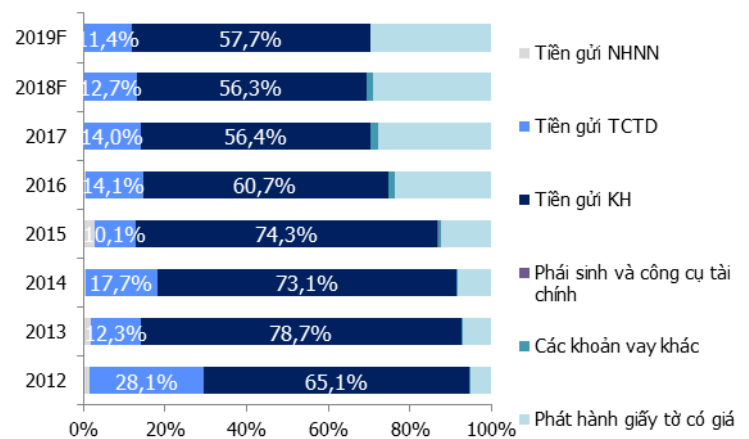
- **Lãi suất cho vay tăng nhẹ trong năm 2018, từ 14,6% lên 14,9% nhờ vào:** (i) Lãi suất cho vay bình quân của mảng tài chính tiêu dùng cao hơn, xấp xỉ hơn 40%/ năm theo như ngân hàng dự kiến. (ii) Danh mục cho vay được đa dạng theo nhiều mảng (doanh nghiệp vừa và nhỏ, các tiểu thương,...).(iii) Ngân hàng sẽ giảm tỷ trọng trái phiếu chính phủ có mức lợi suất thấp trong tổng tài sản đầu tư và thay thế bằng trái phiếu doanh nghiệp với lợi suất hấp dẫn, chính điều này đã làm cho doanh thu từ lãi đến từ tài sản đầu tư năm 2017 tăng 6% n/n và doanh thu này sẽ tiếp tục tăng trong năm 2018.
- **Lãi suất huy động được dự báo sẽ được duy trì ở mức 5,5%** bởi lãi suất được kỳ vọng sẽ không đổi thậm chí có khi sẽ giảm nhẹ để kích cầu nền kinh tế. Ngân hàng cũng có được ưu thế trong việc huy động vốn thấp từ thị trường liên ngân hàng và những tổ chức quốc tế khác (200 triệu USD từ IFC, Cathay United Bank,...)

Cho vay và tiền gửi: Chúng tôi tính toán tỷ lệ LDR trong những năm trước và kết quả là có sự khác biệt so với LDR quy định vì có một vài thông tin không được công bố. Chúng tôi cũng đưa giá trị sổ sách của trái phiếu doanh nghiệp vào những tài sản tín dụng để phản ánh vào tổng lượng cho vay trên thị trường. Do đó, tỷ lệ LDR theo tính toán của chúng tôi dùng để đánh giá phân tích tài sản và không được sử dụng để phản ánh những tình trạng tuân thủ theo quy định của ngân hàng. Ở thị trường 1, tăng trưởng huy động khách hàng thấp hơn so với những khoản vay khách hàng, điều này dẫn đến LDR của thị trường 1 hơn 100% trong 2 năm (ở mức 117% năm 2016 và 137% năm 2017). Tuy nhiên, **LDR được dự báo ở mức 85,2% năm 2018**, xung quanh mức trần 80%, tương ứng 77,2% và 81,5% trong năm 2016 và 2017, vì ngân hàng phụ thuộc nhiều vào tiền gửi huy động ở thị trường 2 và phát hành giấy tờ có giá.

Bảng 26: LDR



Bảng 27: Cơ cấu nguồn vốn huy động của ngân hàng



Nguồn: MBS Research

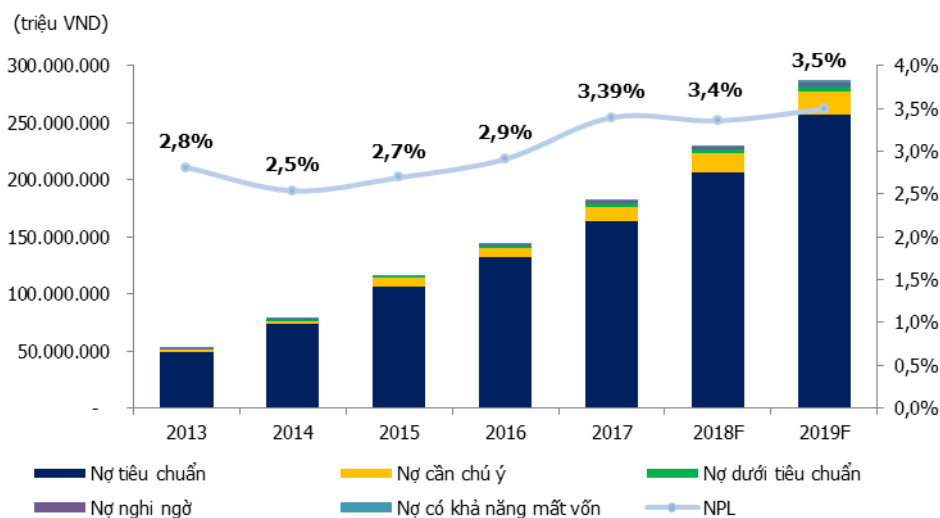
Thu nhập ngoài lãi được dự đoán tăng 53%, đạt 6.735 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng rằng ngân hàng sẽ đa dạng nguồn thu từ phí và dịch vụ khi doanh thu này tăng nhanh với tỷ trọng 7,2% năm 2016 lên 10,1% năm 2017, tăng 71% n/n. Do vậy, chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi sẽ chiếm 7% trong tổng thu nhập năm 2018 (+58% n/n) nhờ vào: (i) thu nhập từ phí thanh toán và giao dịch sẽ tăng trong năm 2018 nhờ ngân hàng số như Timo, phục vụ tập trung khách hàng. (ii) Doanh thu từ hoạt động Bancassurance ổn định từ nhờ vào những tiềm năng lớn từ kênh này và thỏa thuận hợp tác độc quyền. (iii) Ngân hàng cũng kiếm được doanh thu từ việc bảo lãnh thương mại, các hợp đồng L/C và những dịch vụ ngoại hối để phục vụ cho những đối tác chiến lược nước ngoài.

Dự phòng rủi ro cho vay trên tổng dư nợ khách hàng (Credit cost rate) sẽ tăng trong những năm tới từ 1,4% lên 1,7% trong năm 2018 sau giai đoạn dự phòng thấp bởi vì: (i) NPL vượt mức trần của ngân hàng nhà nước 3% trong năm trước (năm 2016 là 2,9% và năm 2017 là

3,4%). Chúng tôi dự đoán NPL sẽ tăng nhẹ do những rủi ro cao của tài chính tiêu dùng và NPL sẽ không giảm vào năm 2018 và 2019 (tương ứng ở mức 3,5% và 3,6%) (ii) Nợ nhóm 2 của ngân hàng mẹ sẽ tăng nhanh từ 3,8% lên 5,6% trong khi ở VPFC, tỷ lệ này đã chuẩn bị hơn 10%.

- Chúng tôi kỳ vọng rằng **chi phí trích lập dự phòng trên lợi nhuận hoạt động** năm 2018 sẽ tiếp tục tăng cao với tỷ lệ 50% vào năm 2018: (i) lo ngại về chất lượng tài sản (ii) trái phiếu đặc biệt VAMC với giá trị sổ sách là 4.408 tỷ đồng sẽ không được hoàn nhập vào năm 2018 và trích lập dự phòng cho loại tài sản này sẽ vẫn được duy trì theo tỷ lệ quy định.

Bảng 28: Nợ xấu



Nguồn: MBS Research

CIR sẽ giảm xuống 34% trong năm 2018 từ tỷ lệ 35% năm 2017 vì kế hoạch của ngân hàng là không mở rộng nhiều hệ thống mạng lưới chi nhánh năm 2018 và chi phí hoạt động được kỳ vọng ổn định so với năm 2017 trong khi tăng trưởng thu nhập từ lãi và thu nhập ngoài lãi đang được giữ ở mức ấn tượng. Ngân hàng cũng triển khai phòng nghiên cứu dữ liệu số từ tư vấn của McKinsey cùng những trang bị khác để phân tích dữ liệu lớn khách hàng nhằm giảm chi phí phục vụ khách hàng cá nhân trong khi vẫn hiểu được hành vi khách hàng và đưa ra những sản phẩm có chất lượng cải thiện.

Phân tích kết quả kinh doanh

NIM đã tăng ở mức tương ứng là 7,83% và 8,87% năm 2016 và năm 2017. Với tỷ lệ như vậy, NIM cao hơn rất nhiều mức bình quân của ngành là 2,5% và cũng trên cả những ngân hàng có công ty con làm bên mảng tài chính tiêu dùng như HDBank và MBB. Chi phí huy động và lãi suất cho vay diễn biến tương tự, trong đó lãi suất cho vay tăng 14,69% 145 bpts và chi phí huy động tăng nhẹ mức 61 bpts năm 2017. Không nghi ngờ gì rằng tài chính tiêu dùng mang lại tỷ lệ tín dụng hấp dẫn để không ngừng cải thiện NIM kể từ khi được thành lập.

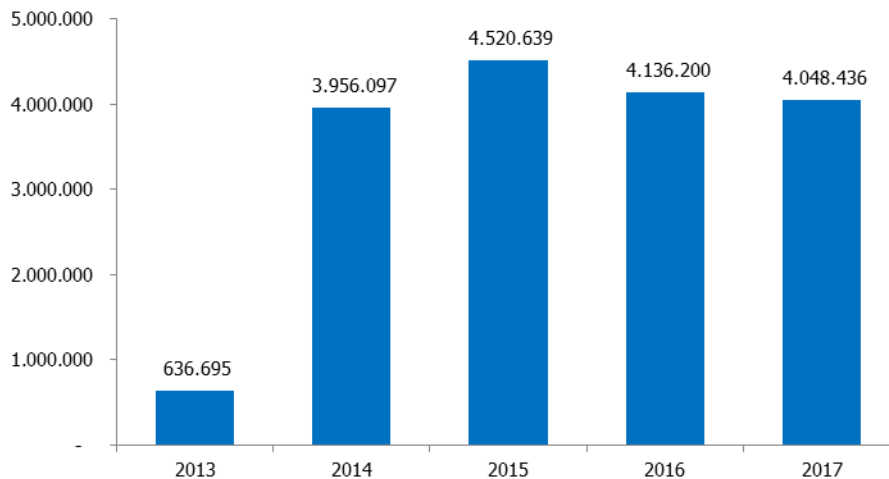
Lợi nhuận trước dự phòng và thuế tăng vọt đáng kể từ năm 2015:

Lợi nhuận tăng 61% và 57% tương ứng vào năm 2016 và 2017. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 đạt tới 6.440 tỷ đồng nhờ vào tăng trưởng thu nhập từ lãi tăng đạt được mức 35,9% n/n, thu nhập ngoài lãi tăng nhanh lên 160% nhờ vào việc phân phối của kênh Bancassurance (2.206 tỷ đồng), lãi thu được từ việc bán lãi trái phiếu chính phủ năm 2017 (339 tỷ đồng) và thu hồi nợ xấu (1.098 tỷ đồng).

NPL hợp nhất của VPBank đã vượt mức trần 3% năm 2017 (3,39%), tăng cao hơn mức 2,9% của năm 2016. Nếu tính riêng lẻ những khoản vay của VPFC, chúng tôi nhận thấy rằng NPL tăng đáng kể, đạt mức 6,3% năm 2016 và giảm đáng kể xuống còn 5% năm 2017 trong khi NPL của ngân hàng mẹ đã gần đạt tới mức trần là 3% (2,9% trong năm 2017). Nợ nhóm 2 tại ngân hàng mẹ đã tăng trong năm 2017 từ mức 3,8% lên 5,6% trong khi nợ nhóm 2 ở VPFC lại trên 10%.

Chi phí dự phòng trên nợ xấu (LLR) chiếm khoảng 50% những khoản nợ không chính thức trong những năm trước. LLR giảm 55% trong năm 2015 và xấp xỉ khoảng 50% năm 2016 và năm 2017. Trái phiếu VAMC duy trì ở mức 4.048 tỷ đồng và trích lập dự phòng cho loại trái phiếu này được giữ ở mức bằng với năm 2017.

Bảng 30: Tình trạng trái phiếu VAMC



Ngân hàng cũng ghi nhận mức nợ xấu thấp bằng cách sử dụng khoản trích lập dự phòng liên tục trong 5 năm trước với tỷ lệ năm 2016 và 2017 gần đây là gần 17%, dẫn đến việc nâng cao thu nhập khác năm 2016 và 2017.

Tỷ lệ CAR duy trì ở mức cao hơn tỷ lệ yêu cầu và có xu hướng giảm do tăng vốn liên tục. Tỷ lệ này ở mức 13% vào năm 2016 và 14,6% năm 2017, điều này cho thấy rằng ngân hàng đã sẵn sàng đáp ứng theo những yêu cầu của Basel II năm 2018.

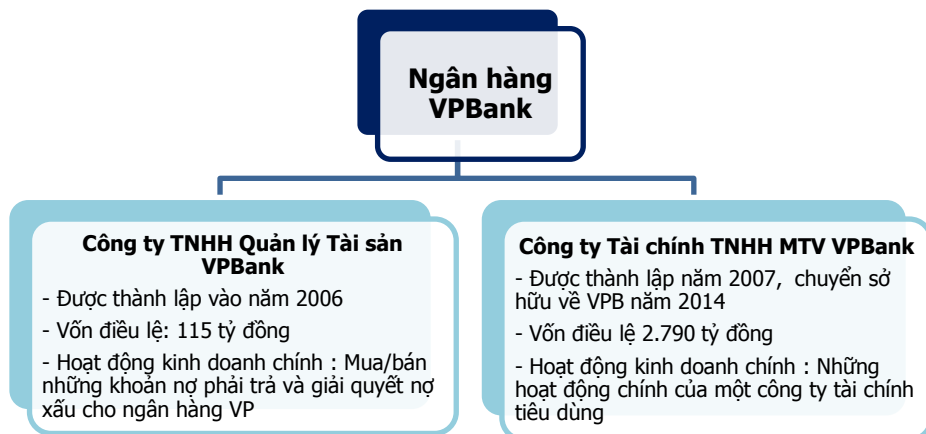
Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động (CIR) luôn ở mức thấp trong năm 2016 và 2017. Chi phí hoạt động tăng không đáng kể so với cùng kỳ năm trước (tăng 34% vào năm 2017) trong khi thu nhập từ hoạt động vẫn tăng mạnh, tăng 48% n/n, khiến CIR giảm vào năm 2016 và 2017.

Sơ bộ về doanh nghiệp

Ngân hàng được thành lập vào năm 1993 với vốn điều lệ là 20 tỷ đồng, VP đã nhanh chóng tăng thêm vốn là 15.706 tỷ đồng và đạt được mức vốn điều lệ là 27.752 tỷ đồng trên tổng tài sản năm 2017. Vào tháng 5 năm 2017, ngân hàng đã được tổ chức Moody xếp hạng BCA B3 trong đó tiền gửi có kỳ hạn và phát hành dài hạn được xếp hạng ở mức B2.

Vào ngày 17 tháng 8 năm 2017, 1,33 tỷ cổ phiếu được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) ở mức giá khởi điểm là 39.000 đồng với khối lượng giao dịch ấn tượng đạt 1.800 tỷ. Trong vòng 6 tháng niêm yết, cổ phiếu của VPB được giao dịch xung quanh mức giá 63.000 đồng và thanh khoản ở mức cao ở mức 1,8 triệu cổ phiếu/ phiên giao dịch

Hai công ty con hiện tại mà VPB sở hữu 100% là FE Credit (VPFC) và Công ty trách nhiệm hữu hạn quản lý tài sản của ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (VP AMC)



Các đợt tăng vốn lớn để đáp ứng an toàn vốn và đáp ứng những quy chế của Basel II

Từ vốn điều lệ khởi đầu là 20 tỷ đồng, ngân hàng đã trải qua 7 lần tăng vốn chính, để tăng vốn điều lệ lên 15.706 tỷ đồng năm 2017.

	1993	2004	2006	2007	2010	2015	2016	2017	2018P
Vốn điều lệ	20 tỷ VNĐ	194 tỷ VNĐ	750 tỷ VNĐ	2.000 tỷ VNĐ	4.000 tỷ VNĐ	8.056 tỷ VNĐ	9.181 tỷ VNĐ	14.059 tỷ VNĐ	27.799 tỷ VNĐ
Cách thức		Chia cổ tức	Chia cổ tức: 35%	Không	Chia cổ tức: 16-13,5% Chia cổ phiếu thưởng: 0,5-13,9%	Chia cổ tức: 9,53-14,7% Chia cổ phiếu thưởng: 0,35-13,9%	Chia cổ tức: 14,6% Chia cổ phiếu thưởng: 0,79%	Chia cổ tức: 13,1-31,84% Chia cổ phiếu thưởng: 0,99-5,7%	- Q2/2018: Chia cổ tức: 31,25% - Chia cổ phiếu thưởng và cổ phiếu quỹ từ cổ phần ưu đãi: 732 tỷ VNĐ - Q4/2018: Chia cổ phiếu thưởng 20,35%
		- Phát hành cho cổ đông hiện hữu: 23,5% mệnh giá	Phát hành cho cổ đông hiện hữu: 20,2-27,2% mệnh giá	Phát hành cho cổ đông hiện hữu: 31,7-100% mệnh giá	Phát hành cho cổ đông hiện hữu: 62,8%, ở mức 14.000 VNĐ	Phát hành cho cổ đông hiện hữu: 62,8%, ở mức 14.000 VNĐ	Không	Không	Không
		- Phát hành riêng lẻ: 10.000 VNĐ (*)	Phát hành riêng lẻ cho OCBC: 10.000 VNĐ (*)	Không	Phát hành riêng lẻ cho OCBC: 10.000 VNĐ (*)	Phát hành riêng lẻ: 27.584 VNĐ (*)	Không	Không	- Phát hành 15% cổ phần phổ thông
		Không	ESOP	ESOP 25 tỷ VNĐ BV	Không	Không	Không	Không	- Q2/2018: ESOP 25 tỷ VNĐ BV

Nguồn: AGM Materials 2018, Listing Note VPB, MBS Research

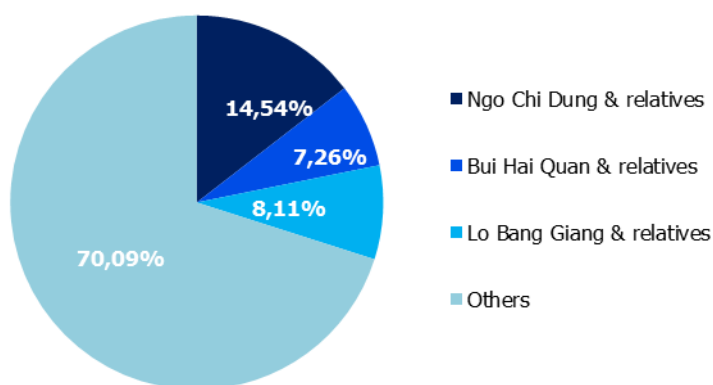
Năm 2018, mục tiêu của VPBank là tăng vốn điều lệ 5 lần từ 15.706 tỷ đồng lên thành 27.000 tỷ đồng trong năm 2018. 3.000 tỷ đồng sẽ được đầu tư cho 2 công ty con là VPBFC,

VPBAMC và những công ty con mới, 500 tỷ đồng sẽ được đầu tư cho cơ sở hạ tầng và hệ thống. Phần còn lại sẽ hỗ trợ cho việc tăng trưởng tín dụng vào những năm tiếp theo.

- Cổ phiếu thưởng và cổ tức cổ phiếu 60,39% vốn điều lệ, thực hiện tăng 2 lần trong quý 2 và quý 4 năm 2018.
- Kế hoạch ESOP 2,14% vốn điều lệ, tương đương 33,7 tỷ cổ phiếu vào quý 2 năm 2018.
- Phát hành riêng lẻ cho NĐT là 15% vốn điều lệ, tương đương 25 tỷ cổ phiếu trong quý 2 năm 2018 và trễ nhất là vào quý 3 năm 2018.
- Chuyển đổi 73,2 tỷ cổ phiếu ưu đãi thành cổ phiếu quỹ, mua lại cổ phiếu quỹ và phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện tại.

Theo như kết quả tăng vốn thành công từ những năm trước, tỷ lệ CAR của VP Bank năm 2016 và 2017 lần lượt là 13,02% và 14,6%, cao hơn so với tỷ lệ quy định là 8%. Không tính đến hiệu quả của việc tăng vốn đề xuất, CAR được dự báo ở mức 15,17% trong năm 2018. Nếu tăng vốn lên 12.000 tỷ đồng, CAR sẽ tăng trong tương lai và chúng tôi nhận thấy rằng mức an toàn vốn hiện tại của VPB có thể đáp ứng được những quy định của Basel II năm 2018.

Bảng 29: Cấu trúc sở hữu hiện tại



Nguồn: CafeF

Tổng kết tài chính và định giá

Hoạt động kinh doanh (triệu VND)	2017	2018F	2019F
Thu nhập từ lãi	20.614.426	26.549.411	33.325.576
Thu nhập từ phí và dịch vụ	1.461.544	2.314.040	3.462.052
Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	(158.842)	(135.016)	(114.763)
Thu nhập từ kinh doanh chứng khoán đầu tư	519.115	756.451	838.123
Thu nhập khác	2.536.280	3.786.501	3.272.692
Thu nhập từ đầu tư những tổ chức khác	53.568	13.726	457.518
TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	25.026.091	33.285.112	41.241.198
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(8.894.970)	(11.316.938)	(14.022.007)
Lợi nhuận trước dự phòng tài chính	16.131.121	21.968.174	27.219.191
Dự phòng tài chính	(8.001.058)	(11.588.849)	(13.710.633)
Lợi nhuận trước lãi	8.130.063	10.379.325	13.508.557
Tổng thuế	(1.689.296)	(2.075.865)	(2.701.711)
Lợi nhuận sau thuế	6.440.767	8.303.460	10.806.846
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận ròng	6.440.767	8.303.460	10.806.846

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
Tiền mặt	2.574.284	2.391.883	2.947.406
Tiền gửi của ngân hàng nhà nước	6.460.795	5.822.455	7.184.886
Tiền gửi và cho vay những tổ chức tín dụng khác	17.520.025	19.556.394	21.887.853
Kinh doanh chứng khoán	1.424.854	1.563.683	1.720.051
Phái sinh và tài sản tài chính khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	179.518.809	226.512.635	282.063.819
Cho vay khách hàng	182.666.213	230.468.272	286.961.430
Dự phòng	(3.147.404)	(3.955.638)	(4.897.610)
Đầu tư chứng khoán	53.558.049	57.559.284	63.553.171
Đầu tư dài hạn	152.506	152.506	152.506
Tài sản cố định	808.486	848.910	891.356
Tài sản cố định hữu hình	457.682	480.566	504.594
Tài sản cố định vô hình	350.804	368.344	386.761
Khoản mục đầu tư	-	-	-
Tài sản khác	15.734.506	18.732.536	23.306.603
TỔNG TÀI SẢN	277.752.314	333.140.285	403.707.651
Vay từ ngân hàng nhà nước	26.015	908.489	953.913
Tiền gửi và vay mượn từ những tổ chức tín dụng khác	33.200.418	35.873.672	38.663.735
Huy động từ khách hàng	133.550.812	159.458.850	196.493.702
Phái sinh và những tài sản tài chính	70.164.438	87.102.006	104.518.567
Nợ phải trả khác	11.114.921	11.944.538	14.418.157
VỐN CHỦ SỞ HỮU	29.695.710	37.852.731	48.659.576
- Vốn điều lệ	15.706.230	15.706.230	15.706.230
- Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
- Cổ phiếu quỹ	-	-	-
- Vốn khác	5.866.105	5.866.105	5.866.105
Quỹ dự trữ	3.558.265	6.879.649	11.202.387
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	4.565.110	9.400.747	15.884.854
Cổ đông thiểu số	-	-	-
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	277.752.314	333.140.285	403.707.651

Nguồn: BCTC VPB, MBS
Research

Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
An toàn vốn			
CAR	14,60%	15,89%	16,73%
Tổng vốn/Tổng tài sản	11%	11%	12%
Tổng tài sản/Tổng vốn	9,35	8,80	8,30
Chất lượng tài sản			
Nợ nhóm 3-5	3,4%	3,4%	3,5%
Nợ nhóm 2	6,9%	6,9%	7,0%
Trích lập dự phòng/Nợ nhóm 3-5 (LLR)	50,8%	51,2%	48,9%
Chi phí tín dụng	1,7%	1,7%	1,7%
Thanh khoản			
LDR	81,5%	85,2%	87,7%
Tốc độ tăng trưởng huy động khách hàng	7,9%	19,4%	23,2%
Tài sản có tính thanh khoản/Tổng tài sản	9,6%	8,3%	7,9%
Tài sản có tính thanh khoản/ Huy động khách hàng	19,9%	17,4%	16,3%
Hiệu quả hoạt động			
ROA	2,5%	2,7%	2,9%
ROE	27,5%	24,6%	25,0%
NIM	8,9%	9,4%	9,8%
Thu nhập lãi/Thu nhập hoạt động	82,4%	79,8%	80,8%
Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động	35,5%	34,0%	34,0%
Tăng trưởng			
Tăng trưởng tài sản	21,4%	19,9%	21,2%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	26,3%	26,2%	24,5%
Tăng trưởng huy động khách hàng	7,9%	19,4%	23,2%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng và thuế	57,5%	36,2%	23,9%
Tăng trưởng LNTT	64,9%	27,7%	30,1%
Định giá			
EPS (basic) (VND)	4.301	5.545	7.217
BVPS (VND)	18.907	24.100	30.981
P/E	14,75	11,44	8,79
P/B	3,36	2,63	2,05

Tình hình tài chính

(Tỷ đồng)		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu/ Chi phí	TỔNG DOANH THU HOẠT ĐỘNG	3.237.064	5.085.154	6.271.061	12.066.311	16.863.757	25.026.091
	Thu nhập từ lãi	3.063.033	4.151.665	5.291.087	10.353.437	15.167.859	20.614.426
	Thu nhập ngoài lãi	616.396	984.943	1.797.808	2.691.087	2.362.646	4.888.121
	CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	1.874.989	2.704.326	3.682.984	5.692.469	6.621.352	8.894.970
	Lợi nhuận trước chi phí dự phòng tài chính	1.362.075	2.380.828	2.588.077	6.373.842	10.242.405	16.131.121
	Chi phí dự phòng tài chính	413.052	1.025.982	979.474	3.277.640	5.313.094	8.001.058
	EBT	949.023	1.354.846	1.608.603	3.096.202	4.929.311	8.130.063
	NIM	3,8%	4,4%	4,3%	6,4%	7,8%	8,9%
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tăng trưởng tín dụng/huy động	Tăng trưởng cho vay khách hàng	26%	42%	49%	49%	24%	26%
	Tăng trưởng huy động khách hàng	102%	41%	29%	20%	-5%	8%
	LDR	48%	55%	61%	72%	77%	81%
Chất lượng tài sản	NPL	2,7%	2,8%	2,5%	2,7%	2,9%	3,4%
	Nợ nhóm 2/ Tổng nợ	7,9%	4,7%	2,8%	5,9%	5,5%	6,9%
	LLR	37,9%	41,0%	56,5%	55,4%	49,7%	50,8%

Nguồn: BCTC VPB, MBS Research

Liên hệ: Equity Research**MBS Equity Research**Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)**Ngân hàng**Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)**Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên**Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)**Hàng không**Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)**Dược phẩm**Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDanq@mbs.com.vn)**Hàng tiêu dùng**Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)**Chứng khoán**Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)**Dầu khí, Năng lượng**Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)**Logistics**Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

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	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

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:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- 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; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

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

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 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.