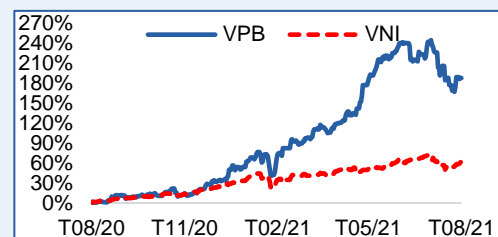


Ngành	Ngân hàng		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	13/08/2021	TT LN trước dự phòng	15,1%	18,6%	16,1%	19,9%
Giá hiện tại	63.600VND	TT LNST	26,1%	33,9%	24,6%	15,7%
Giá mục tiêu hiện tại	86.200VND	TT EPS	26,5%	27,9%	6,4%	13,4%
Giá mục tiêu gần nhất	85.700VND	NIM	8,69%	8,71%	8,85%	9,24%
TL tăng	+35,5%	Nợ xấu/cho vay	3,41%	3,33%	3,33%	3,23%
Lợi suất cổ tức	0,0%	CIR	29,2%	30,0%	31,0%	31,0%
Tổng mức sinh lời	+35,5%	P/B	3,0x	1,8x	1,4x	1,2x
		P/E	15,0x	11,6x	10,6x	9,0x



			VPB	Peers	VNI
GT vốn hóa	6,8 tỷ USD	P/E (trượt)	12,6x	10,8x	16,5x
Room KN	0USD	P/B (hiện tại)	2,6x	2,1x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	41,0tr USD	ROE (trượt)	23,0%	21,5%	16,2%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROA (trượt)	2,9%	1,8%	2,7%
SL cổ phiếu lưu hành	2,455 tỷ				
Pha loãng	2,456 tỷ				

### Tổng quan công ty:

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng là một Ngân hàng thương mại tại Việt Nam sở hữu hoàn toàn một công ty con - công ty quản lý tài sản (VPBank AMC) - và sở hữu 51% công ty tài chính tiêu dùng FE Credit. VPB có khoảng 30% thu nhập ròng hợp nhất từ FE Credit vào năm 2020

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc**  
Chuyên viên

**Ngô Hoàng Long**  
Phó Giám đốc

## Triển vọng rủi ro giảm; định giá hấp dẫn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và tăng giá mục tiêu thêm 0,6% dành cho Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) do nâng dự báo lợi nhuận ròng tổng cho giai đoạn 2021-2025 thêm 2,2%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng thu nhập ròng năm 2021 (trước CĐTTS) 1% so với dự báo trước đó xuống 13,9 nghìn tỷ đồng (+33,9% YoY) do (1) giả định chi phí dự phòng tăng 2,4% và (2) giả định thu nhập từ lãi (NII) của chúng tôi giảm 1,3% để bù đắp tác động của việc cắt giảm lãi suất cho vay trong 6 tháng cuối năm. LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 dự báo tăng 29,8% YoY.
- Chúng tôi nâng giả định tỷ lệ CASA năm 2021 thêm 1 điểm % lên 18,5% và giảm dự báo tỷ lệ tăng trưởng huy động năm 2021 từ 15% YoY xuống 13% YoY, dẫn đến chi phí vốn hợp nhất năm 2021 giảm 99 điểm cơ bản còn 4,94%.
- Các khoản cho vay tái cơ cấu hợp nhất tại VPB có xu hướng giảm từ 7,5 nghìn tỷ đồng trong quý 1/2021 xuống 6,6 nghìn tỷ đồng trong quý 2/2021, trong đó 6,2 nghìn tỷ đồng từ ngân hàng mẹ và 400 tỷ đồng từ FE Credit (FEC). Theo Ban lãnh đạo, VPB sẽ ghi nhận chi phí dự phòng bổ sung 367,5 tỷ đồng cho các khoản vay tái cơ cấu trong năm 2021, vượt mức yêu cầu tối thiểu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN).
- Rủi ro: Việc không chốt được nhà đầu tư chiến lược có thể làm cho dự báo tăng CASA dự kiến, nguồn vốn từ nước ngoài và tăng trưởng tín dụng của chúng tôi khó đạt được; dịch COVID-19 kéo dài dẫn đến nợ xấu cao hơn - đặc biệt là tại FEC.

**VPB - đặc biệt là FEC - thể hiện mức độ chủ động cao trong việc quản lý dư nợ cho vay trong quý 2/2021 để giảm thiểu rủi ro chi phí tín dụng tăng đột biến vào cuối năm 2021.** Mặc cho vay tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo (TSĐB) có khả năng chịu ảnh hưởng bởi các biện pháp giãn cách xã hội - đặc biệt khi một phần đáng kể của lĩnh vực sản xuất gặp khó khăn trong việc duy trì sản xuất. Do các biện pháp giãn cách xã hội ở các tỉnh thành phía Nam bắt đầu có tác động vào tháng 6 năm 2021, chúng tôi cho rằng báo cáo tài chính cuối tháng 6 cho thấy mức giảm QoQ trong các khoản phải thu thuần cuối kỳ ở FEC là 7,1% QoQ và 10,0% QoQ khi so sánh dư nợ vay truyền thống (FEC đã bổ sung 1,6 nghìn tỷ đồng QoQ của các khoản vay tổ chức vào dư nợ vay của mình trong quý 2/2021, chiếm tổng cộng 7,7% trong dư nợ vay và bao gồm các đặc điểm rủi ro khác nhau so với các phân khúc cho vay truyền thống của công ty) và cho thấy phản ứng nhanh chóng. Tăng trưởng cho vay hợp nhất vẫn đi đúng hướng với mức tăng trưởng 6,9% trong 6 tháng năm 2021. Chúng tôi duy trì dự báo năm 2021 cho tăng trưởng cho vay hợp nhất là 14,7% YoY.

**Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức hệ số dự phóng cao nhất là 2,3 lần mà chúng tôi áp dụng cho các ngân hàng TMCP tư nhân cho VPB và cho rằng mức định giá hiện tại của VPB là hấp dẫn sau đợt bán vốn gần đây.** Chúng tôi cho rằng các quý tới sẽ mang đến một dòng thông tin tích cực cho VPB với vị thế tiềm năng cho nhà đầu tư chiến lược. Kinh nghiệm cho thấy những diễn biến như vậy là sự kiện để đánh giá lại tích cực cho các ngân hàng niêm yết của Việt Nam. Chúng tôi cho rằng

việc phê duyệt theo quy định pháp lý đối với việc bán 49% cổ phần FEC cho Tập đoàn tài chính Sumitomo Mitsui (SMFG) sẽ được thực hiện vào quý 3/2021. Trong báo cáo này, chúng tôi tăng dự báo tỷ lệ CASA cuối năm từ 17,5 % đến 18,5%. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tất cả các sự kiện nói trên là những yếu tố then chốt để đưa VPB đến một vị thế cạnh tranh hơn về mặt cơ cấu để có được nguồn vốn giá rẻ trong 3 năm tới.

## Báo cáo Tài chính

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi	52.362	56.051	64.367	75.495
Chi phí lãi vay	(20.016)	(18.395)	(19.735)	(21.226)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>32.346</b>	<b>37.656</b>	<b>44.632</b>	<b>54.269</b>
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	3.356	5.100	5.847	6.636
Thu nhập ngoài lãi khác	3.331	4.068	4.673	5.247
Tổng thu nhập ngoài lãi	6.687	9.168	10.520	11.883
<b>Tổng thu nhập từ HĐKD</b>	<b>39.033</b>	<b>46.824</b>	<b>55.151</b>	<b>66.152</b>
Chi phí ngoài lãi	(11.392)	(14.047)	(17.097)	(20.507)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(11.392)	(14.047)	(17.097)	(20.507)
<b>LN từ HĐKD trước dự phòng</b>	<b>27.641</b>	<b>32.777</b>	<b>38.054</b>	<b>45.645</b>
Chi phí dự phòng	(14.622)	(15.342)	(16.332)	(20.516)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>13.019</b>	<b>17.435</b>	<b>21.723</b>	<b>25.129</b>
Thuế	(2.606)	(3.489)	(4.348)	(5.029)
<b>LN ròng</b>	<b>10.414</b>	<b>13.946</b>	<b>17.375</b>	<b>20.100</b>
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	0	(432)	(2.606)	(2.776)
<b>LN ròng được chia</b>	<b>10.414</b>	<b>13.514</b>	<b>14.769</b>	<b>17.324</b>
Số CP lưu hành	2.438	2.474	2.542	2.630
EPS (VND)	4.271	5.463	5.810	6.587
DPS (VND)	0	0	0	0

TỶ LỆ (%)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng cho vay	13,1	14,7	18,9	26,0
Tăng trưởng tiền gửi	9,1	13,0	20,0	25,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	7,4	20,0	17,8	19,9
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	15,1	18,6	16,1	19,9
Tăng trưởng LNST	26,1	33,9	24,6	15,7
<b>Chất lượng tài sản</b>				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	5,15	5,50	5,50	5,50
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	3,41	3,33	3,33	3,23
Dự phòng thất thoát vốn vay (LLR)	45,3	55,3	54,7	55,5
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	5,03	4,60	4,12	4,10
<b>Thanh khoản</b>				
CAR theo BASEL II	11,8	17,1	19,2	18,3
Cho vay/ tiền gửi quy định	76,9	78,5	83,9	88,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tiền đương tiền	3.283	3.699	3.313	4.289
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	5.780	6.404	5.931	5.977
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	19.555	35.580	28.402	20.986
Đầu tư ngắn hạn	76.383	95.052	104.532	109.758
Cho vay khách hàng	286.319	327.513	389.626	491.207
Chứng khoán đầu tư - HTM	854	854	854	854
Đầu tư dài hạn	239	170	170	170
Tài sản và trang thiết bị	1.863	1.956	2.054	2.156
Tài sản khác	24.752	31.029	35.716	40.013
<b>Tổng tài sản</b>	<b>419.027</b>	<b>502.258</b>	<b>570.599</b>	<b>675.410</b>
Nợ NHNN	14	16	19	25
Huy động và vay liên ngân hàng	56.511	59.337	66.732	87.780
Vốn cho vay và ủy thác khác	187	187	206	226
Tiền gửi khách hàng	233.428	263.774	316.528	395.660
Công cụ tài chính khác	140	0	0	0
Giấy tờ có giá	62.845	69.130	48.391	36.293
Nợ khác	13.107	13.500	13.905	14.322
Vốn CSH của cổ đông	52.794	86.997	115.348	130.326
Lợi ích CĐTS	0	9.317	9.469	10.776
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>419.027</b>	<b>502.258</b>	<b>570.599</b>	<b>675.410</b>

TỶ LỆ (%)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	8,69	8,71	8,85	9,24
Lợi suất tài sản sinh lãi	14,07	12,96	12,77	12,86
Chi phí huy động	5,92	4,94	4,79	4,46
Chi phí / thu nhập	29,2	30,0	31,0	31,0
<b>Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)</b>				
NII	8,12	8,17	8,32	8,71
Dự phòng	-3,67	-3,33	-3,04	-3,29
NIM sau dự phòng	4,45	4,84	5,28	5,42
Thu nhập ngoài lãi	1,68	1,99	1,96	1,91
Chi phí hoạt động	-2,86	-3,05	-3,19	-3,29
Thuế	-0,65	-0,85	-1,30	-1,25
ROAA	2,62	2,93	2,75	2,78
Tổng tài sản trên vốn cổ phần	8,4	6,2	4,9	4,7
ROAE	21,9	18,1	13,4	13,0

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC. Chúng tôi giả định 15 triệu cổ phiếu sẽ được phát hành thông qua ESOP vào năm 2021, 60 triệu cổ phiếu sẽ được bán vào năm 2021 (đều từ số dư cổ phiếu quỹ) và 172 triệu cổ phiếu sơ cấp sẽ được phát hành cho nhà đầu tư chiến lược vào giữa năm 2022. Chúng tôi giả định VPB sẽ nhận được số tiền thu được từ việc bán 49% cổ phần của FEC vào cuối năm 2021.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Huỳnh Thị Hồng Ngọc xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.