

VPBank (HSX: VPB)

KQKD hồi phục mạnh mẽ trong 9T2024 hướng tới triển vọng lạc quan

- Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận cao trong 9T2024, nhưng chúng tôi dự báo rằng VPB chỉ có khả năng đạt khoảng 83% kế hoạch cả năm.
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và tỷ lệ nhóm 2 dự kiến sẽ đạt lần lượt 4.8% và 6.5% vào cuối năm 2024, giảm nhẹ so với năm trước.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với VPB nhưng giảm giá mục tiêu xuống còn **22,150 VND/cổ phiếu** do điều chỉnh giảm dự báo LNST năm 2025.

Tăng trưởng lợi nhuận vượt kỳ vọng trong 9T2024 nhờ CIR cải thiện mạnh

VPB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 44,602 tỷ VND trong 9T2024 (+22.5% svck) nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của thu nhập lãi thuần (NII) tăng 32.3%, trong khi thu nhập ngoài lãi (NolI) giảm nhẹ 6.0% svck. NIM trong 9T2024 đạt 6.0%, cao hơn đáng kể so với 5.6% của năm trước. Tăng trưởng tín dụng (TTTD) cuối Q3/2024 đạt 8.7% so với đầu năm, thấp hơn nhiều so với 17.1% trong 9T2023. Chi phí dự phòng đạt 20,200 tỷ VND (+13.3% svck). CIR là điểm sáng khi đạt 23.7%, thấp nhất trong nhóm các ngân hàng trong 9T2024, giúp PAT đạt 10,939 tỷ VND, tăng trưởng 67.5% svck.

Trong Q4/2024, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ giữ ở mức tương đương 3Q2024, cùng với NIM ở mức 6.0%, giúp PAT đạt 5,400 tỷ VND, tăng 3.8% so với quý trước và tăng 114.3% svck nhờ nền thấp của năm trước. Trong năm tài chính 2025/2026, chúng tôi kỳ vọng PAT sẽ tăng trưởng lần lượt 26.0% và 33.4% nhờ biên lãi ròng tăng mạnh.

Chất lượng tài sản tại cuối 2024 cải thiện so với 2023

NPL và nợ nhóm 2 lần lượt đạt 4.8%/7.0% vào cuối Q3/2024, giảm nhẹ so với quý trước (5.1%/7.8%). Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) không thay đổi so với cuối năm 2023. TTTD bán lẻ thấp là nguyên nhân chính cho xu hướng này. VPB còn dư địa tín dụng lớn để tăng trưởng trong Q4/2024 nhờ sự phục hồi của ngân hàng bán lẻ, giúp giảm áp lực tăng nợ xấu. Do đó, chúng tôi dự báo NPL cuối năm 2024 sẽ duy trì mức 4.8%, trong khi nợ nhóm 2 giảm xuống 6.5%.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 22,150 VND/cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 12 tháng xuống 22,150 VND/cổ phiếu (giảm 10.0% so với báo cáo trước) do giảm dự báo LNST 2025 xuống 14.8%. P/B mục tiêu được giữ ở mức 1.1x lần, áp dụng cho BVPS bình quân của năm 2024/2025 với tỷ lệ trọng 25%/75% thay vì chỉ BVPS năm 2024. Chúng tôi tin rằng P/B 1.1x lần là mức hấp dẫn cho VPB trong dài hạn với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trên 22%/năm; vì vậy, khuyến nghị **KHẢ QUAN** được duy trì.

Hình 1: Chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ VND)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	49,739	60,204	75,288	101,324
Thu nhập lãi thuần	38,175	49,714	61,983	86,977
NIM	5.7%	6.0%	6.3%	7.0%
Chi phí dự phòng	24,994	26,221	32,202	43,603
LNST	8,494	15,320	19,311	25,752
Tăng trưởng LNST	-49.8%	80.4%	26.0%	33.4%
Tăng trưởng tín dụng	25.6%	15.6%	23.1%	23.2%
Tăng trưởng huy động	27.5%	16.1%	26.1%	29.4%
BVPS	16,969	17,786	20,101	23,188
P/B	1.1x	1.1x	1.0x	0.8x

Nguồn: VPB, MBS Research

KHẢ QUAN

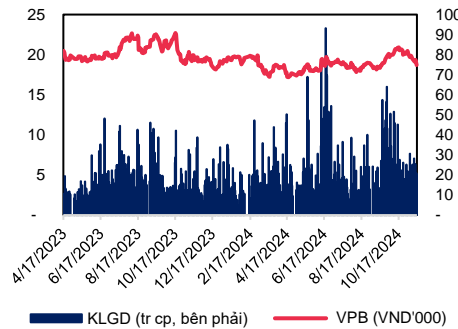
Giá mục tiêu 22,150 VND/cp

Tiềm năng tăng giá +18.7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 10% do hạ dự báo LNST năm 2025 giảm 14.8% so với dự báo trước đó.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	18,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	20,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,185
Vốn hóa (tỷ VND)	7,933.92
P/E (TTM)	1.0x
P/B (TTM)	11.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	25.32%

Nguồn: FiinproX, VSD

Cơ cấu sở hữu (19/07/2024)

SMBC	15.00%
Diera Corp.	4.40%
Ông Ngô Chí Dũng	4.14%
Ông Bùi Hải Quân	1.97%
Ông Nguyễn Đức Vinh	1.32%

Nguồn: FiinProX, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

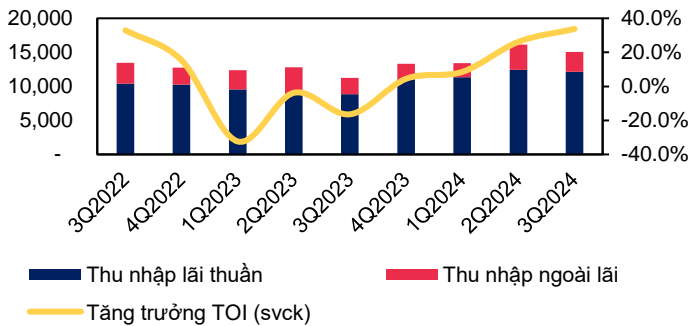
Hồi phục mạnh mẽ trong 9T2024 hướng tới triển vọng lạc quan

Hình 2: Cập nhật KQKD Q3/2024 và 9T2024 (Đơn vị: tỷ VND,%)

	3Q2024	% svck	9T2024	% svck	% sv dự báo gần nhất	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	15,063	33.8%	44,602	22.5%	62.8%	
Thu nhập lãi thuần	12,156	37.6%	35,887	32.3%	63.9%	NII tăng trưởng tích cực trong Q3/2024 nhờ NIM tăng đáng kể và mức nền so sánh thấp của năm trước. Mặc dù tăng trưởng tín dụng thấp, NIM đạt mức 6.0% (+44 đcb svck), là yếu tố chính đóng góp vào tăng trưởng NII trong 9T2024.
Thu nhập thuần ngoài lãi	2,907	19.9%	8,714	-6.0%	58.8%	Dù Noll ghi nhận tăng trưởng tích cực trong Q3/2024, chủ yếu nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu cao hơn, nhưng Noll trong 9T2024 giảm nhẹ 6.0%, chủ yếu do giảm NFI 12.1% svck.
Chi phí trích lập dự phòng	6,125	23.7%	20,201	13.3%	66.2%	Việc đẩy nhanh trích lập dự phòng trong 9T2024 là nguyên nhân chính giúp ổn định NPL.
LNST	4,164	71.5%	10,939	67.5%	66.6%	LNST trong 9T2024 chỉ đạt 59% kế hoạch cả năm.
NIM	5.9%	93 đcb	6.0%	44 đcb		
CIR	24.9%	-347 đcb	23.7%	-463 đcb		CIR trong 9T2024 thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết.
ROE	10.4%	70 đcb				
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	8.7%	-834 đcb				Thấp hơn nhiều so với toàn hệ thống ngân hàng (+11.2% so với đầu năm).
Tăng trưởng huy động (YTD)	5.7%	-2131 đcb				
CASA	13.6%	-277 đcb				
NPL	4.8%	-93 đcb				Sự sụt giảm mạnh tỷ lệ nợ xấu của FE Credit đã góp phần đáng kể vào việc giảm tỷ lệ NPL của VPBank tại cuối Q3/2024.
LLR	50.7%	804 đcb				

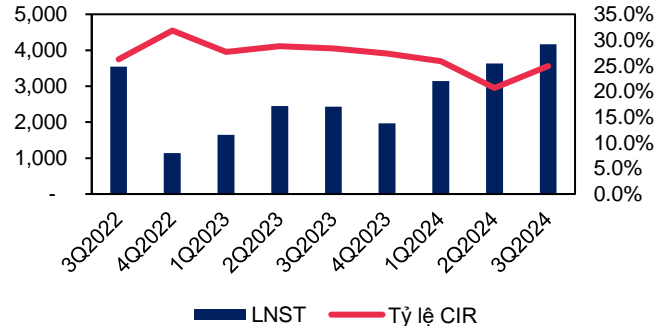
Nguồn: VPB, MBS Research.

Hình 3: KQKD hàng quý của VPB (Đơn vị: tỷ VND, %)



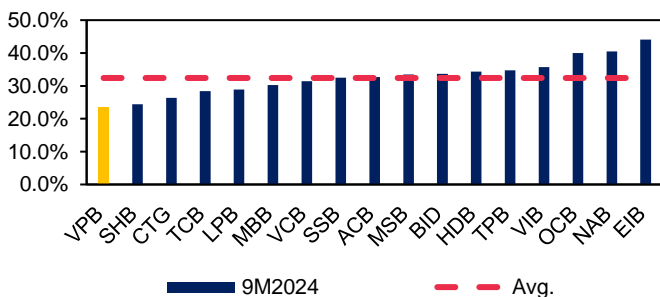
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 4: LNST và CIR hàng quý (%), tỷ VND)



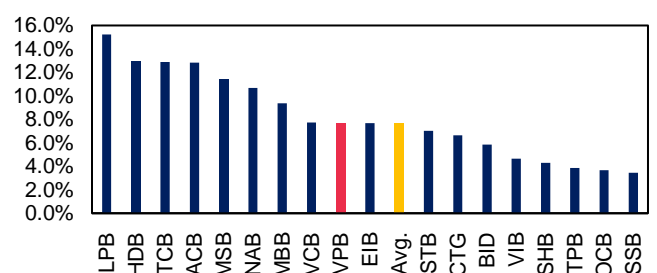
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 5: CIR của NHNY trong 9T2024 (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 6: TTTD của các NHNY tại cuối Q3/2024 (svđn, %)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chúng tôi điều chỉnh dự báo LNST năm 2024/2025 tăng 4.3% và giảm 14.8% so với dự báo trước đó.

TTTTD chậm lại trong năm 2024 và phục hồi mạnh mẽ vào năm 2025.

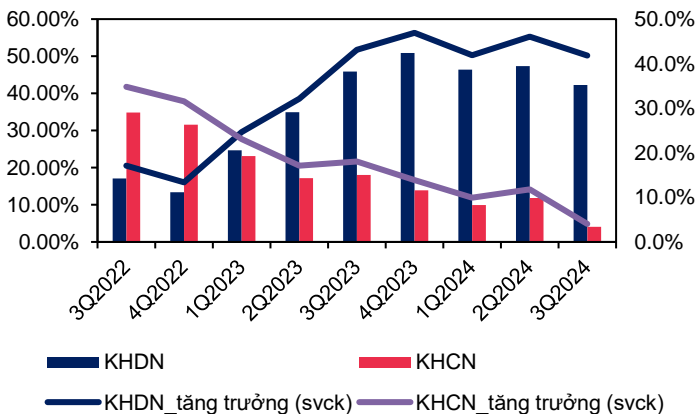
Đến cuối Q3/2024, tăng trưởng tín dụng của VPB đạt 8.7% so với đầu năm (svdn), cao hơn mức trung bình của toàn hệ thống (7,78%) nhưng thấp hơn các ngân hàng niêm yết (11,2%). Chúng tôi nhận định rằng mức tăng trưởng tín dụng này thấp hơn nhiều so với kỳ vọng trước đó, chỉ sử dụng khoảng 55% hạn mức tín dụng.

Tương tự như xu hướng chung của ngành ngân hàng, TTTD của VPB trong 9T2024 chủ yếu tập trung vào khách hàng doanh nghiệp (KHDN) với mức tăng 7.7% svdn, trong khi mảng ngân hàng bán lẻ giảm 4,2% svdn do nhu cầu tín dụng thấp. Tăng trưởng mảng ngân hàng bán lẻ chủ yếu được thúc đẩy bởi thẻ tín dụng (+9,6% svdn) và cho vay mua ô tô (+8,6% svdn, chiếm 60% thị phần), trong khi cho vay thế chấp giảm 1,2% svdn. Ngoài ra, tăng trưởng chậm ở mảng bán lẻ còn do áp lực cao từ nợ xấu tăng khiến các ngân hàng e ngại cho vay.

Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ sử dụng hết hạn mức tín dụng, chủ yếu nhờ nhu cầu phục hồi của ngân hàng bán lẻ. Cho vay thế chấp dự kiến sẽ không tăng nhanh hơn so với 9T2024 do nguồn cung bất động sản hạn chế, vì vậy các động lực chính của mảng bán lẻ sẽ đến từ cho vay mua ô tô, thẻ tín dụng và cho vay tiêu dùng. Trong 9T2024, FE Credit (FEC) ghi nhận tăng trưởng tín dụng -1.3% so với đầu năm, mức cao nhất kể từ 4Q2022. Chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của FEC sẽ không âm trong năm 2024.

Vào năm 2025, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của VPB sẽ vượt 20%, dẫn dắt bởi mảng ngân hàng bán lẻ, chủ yếu đến từ tỷ lệ cho vay thế chấp cao hơn kết hợp với sự ổn định của hoạt động phát hành thẻ tín dụng và cho vay tiêu dùng.

Hình 7: TTTD theo quý của VIB theo từng nhóm KH



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 8: Asset yield và tăng trưởng cho vay bán lẻ (%)

Nguồn: VPB, MBS Research

NIM giữ ở mức 6.0% trong năm 2024 và đạt 6.3% vào năm 2025

VPB ghi nhận biên lãi ròng (NIM) đạt 6.0% trong Q3/2024, giảm 30 đcb so với quý trước nhưng tăng 93 đcb svck. Trong 9T2024, NIM đạt 6.0%, tăng 44 đcb svck. Theo thống kê của chúng tôi, sự giảm mạnh của chi phí vốn (COF) là yếu tố chính góp phần giúp NIM tăng trong 9T2024. COF trong 9T2024 ở mức 4.4%,

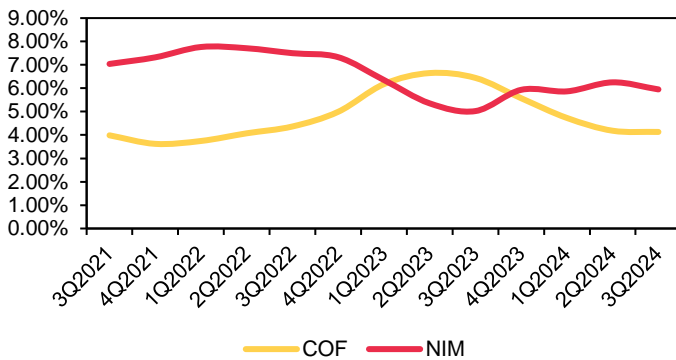
giảm 209 đcb svck, trong khi lợi suất tài sản giảm 168 đcb svck. Ngoài ra, số liệu của chúng tôi cho thấy lãi suất cho vay bình quân của VPB giảm 230 đcb svck trong Q3/2024 và đã duy trì xu hướng giảm kể từ Q1/2023. Nguyên nhân chính của xu hướng này là do tăng trưởng tín dụng chậm lại của FE Credit (FEC).

Chúng tôi nhận định rằng NIM khó có khả năng đạt lại mức cao như trước năm 2023 do sự thay đổi chiến lược của VPB trong mảng tài chính tiêu dùng. Cụ thể, VPB sẽ tập trung vào nhóm khách hàng chất lượng cao hơn, những khách hàng này thường có lãi suất cho vay thấp hơn nhưng cũng mang lại chi phí dự phòng thấp hơn. Điều này sẽ củng cố sự tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của FECredit.

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong Q4/2024. Trong khi đó, lãi suất cho vay được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức thấp để thu hút tín dụng. Do đó, chúng tôi tin rằng NIM của VPB trong quý cuối năm nay sẽ không cao hơn quý trước, nghĩa là NIM năm 2024 sẽ đạt 6.0%, tăng 34 đcb svck. Ngoài ra, tỷ lệ CASA không phải là lợi thế của VPB trong việc cải thiện COF. Tỷ lệ CASA cuối Q3/2024 là 13.6%, giảm nhẹ so với đầu năm, nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình của ngành là 20.1%.

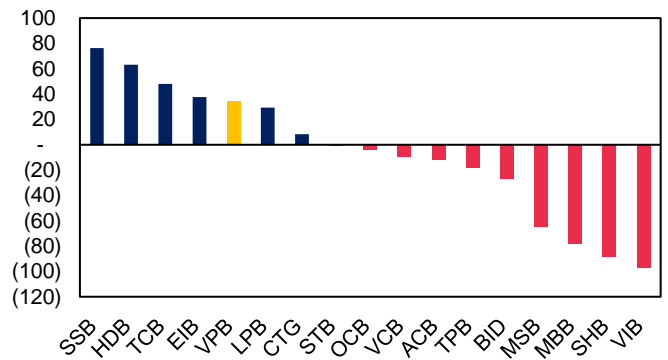
Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay bán lẻ và tài chính tiêu dùng sẽ nhanh hơn năm 2024, phần nào bù đắp cho sự gia tăng của COF do lãi suất huy động cao hơn. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ chỉ đạt mức 6.3% cho cả năm 2025.

Hình 9: NIM và COF của VPB (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM của các NHNY trong 9T2024 (đcb)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

FECredit khó có khả năng hoàn thành mục tiêu không lỗ trong năm 2024

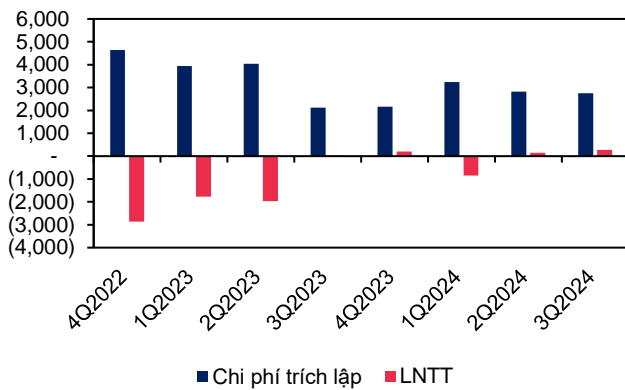
Tổng thu nhập hoạt động (TOI) của FECredit (FEC) đạt 4,759 tỷ VND trong Q3/2024, tăng 13.1% svck và tăng 1.3% so với quý trước, đánh dấu 2 quý liên tiếp tăng trưởng. Tăng trưởng tín dụng tính đến cuối Q3/2024 giảm 1.3% svck và 0.9% so với đầu năm, mức giảm thấp nhất kể từ năm 2022. Chi phí hoạt động giảm 16.2% svck, tăng 0,5% so với quý trước, nhưng chi phí dự phòng tăng 29.5% svck, giảm 2.5% so với quý trước. Lợi nhuận trước thuế (PBT) trong Q3/2024 của FEC đạt 270 tỷ VND, mức cao nhất theo quý kể từ Q2/2022.

Lũy kế trong 9T2024, TOI của FEC đạt 13,578 tỷ VND, tăng 0.4% svck, cải thiện đáng kể so với mức tăng trưởng -5.3% trong 6T2024 và -15.8% trong 9T2023. Nhờ chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm lần lượt 27.3% và 12.8% svck, mức lỗ trong 6T2024 giảm mạnh 88.3% svck, xuống còn 437 tỷ VND.

Chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể bất chấp tăng trưởng tín dụng thấp. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 của FEC lần lượt là 14.4% và 12.8% vào cuối 3Q2024, giảm 340 đcb và tăng 90 đcb svdn, giảm 420 đcb và tăng 610 đcb svck. Nhìn chung, tỷ lệ nợ nhóm 2-5 giảm nhẹ svdn nhưng vẫn cao hơn nhiều so với quý trước.

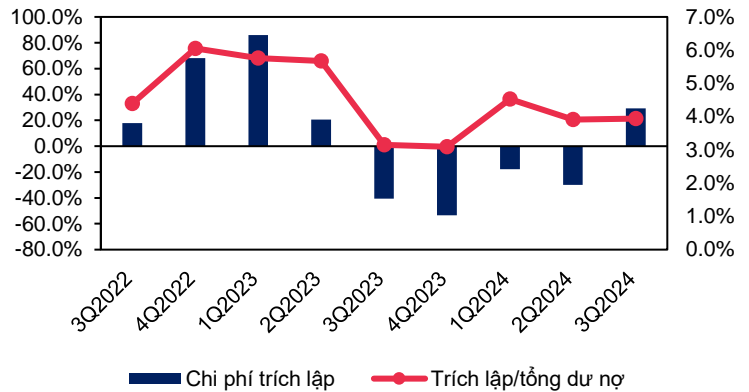
Kết quả kinh doanh của FEC đã cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ kể từ năm 2022 và vẫn phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng FEC khó có khả năng đạt được mục tiêu không lỗ trong năm 2024 do nhu cầu tài chính tiêu dùng thấp và áp lực chi phí dự phòng vẫn còn cao. Chúng tôi kỳ vọng FEC có thể giảm mức lỗ xuống dưới 200 tỷ VND trong năm 2024.

Hình 11: KQKD của FECredit theo quý (tỷ VND)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 12: Tình hình trích lập của FECredit theo quý (tỷ đồng)



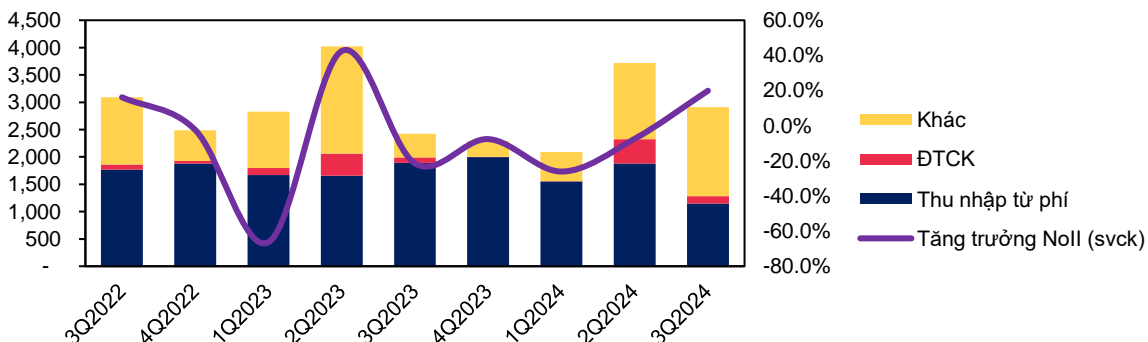
Nguồn: VPB, MBS Research

Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi vẫn gặp thách thức do sự phục hồi yếu của thu nhập từ phí.

Thu nhập ngoài lãi (Noll) của VPB trong Q3/2024 đạt 2,907 tỷ VND, tăng 19.9% svck nhưng giảm 21.8% so với quý trước, chủ yếu nhờ vào thu nhập từ thu hồi nợ. Trong 9T2024, Noll giảm 6.0% svck, đạt 8,714 tỷ VND, nguyên nhân chủ yếu do sự sụt giảm nghiêm trọng của thu nhập từ thu hồi nợ và thu nhập từ phí. Thu nhập từ phí ròng (NFI) trong 9T2024 giảm 12.1% svck do thu nhập từ phí thanh toán giảm mạnh.

Chúng tôi nhận định rằng cuộc khủng hoảng kinh doanh bancassurance do nhu cầu thấp và các hạn chế pháp lý đối với toàn ngành ngân hàng sẽ tác động tiêu cực đến NFI của VPB trong các quý sắp tới. Bên cạnh đó, thu nhập từ phí thanh toán vẫn đang phục hồi chậm do nhu cầu từ ngân hàng bán lẻ yếu, điều này sẽ tiếp tục là một trở ngại cho Noll của VPB trong năm 2025.

Hình 13: Cơ cấu Noll theo quý (tỷ VND)



Nguồn: VPB, MBS Research

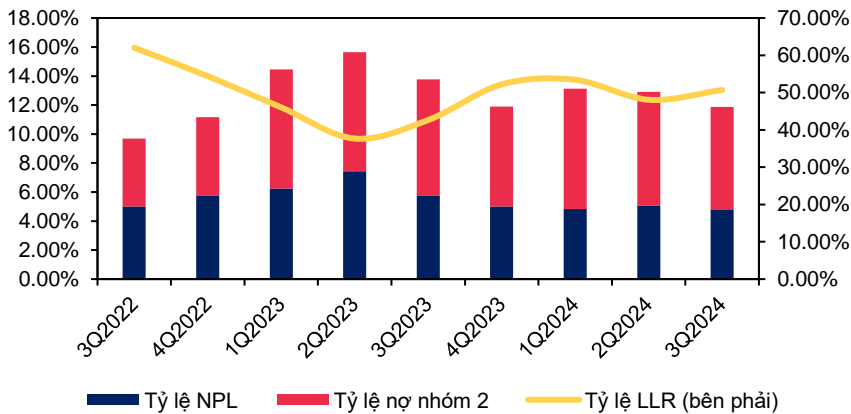
Tỷ lệ nợ xấu dự kiến sẽ giảm trong 2 năm tới

NPL và nợ nhóm 2 của VPB lần lượt đạt 5.8% và 7.1% vào cuối Q3/2024, tăng nhẹ so với cuối năm 2023 (5.0% và 6.8%). Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới tiêu chuẩn (nhóm 2-5) đã giảm so với quý trước và không đổi so với đầu năm.

Trong Q3/2024, VPB ghi nhận chi phí dự phòng ở mức 6,125 tỷ VND, tăng 23.7% svck nhưng giảm 26.3% so với quý trước do mức nền cao ở quý trước. Lũy kế 9T2024, chi phí dự phòng đạt 20,200 tỷ VND, tăng 13.3% svck. Tỷ lệ dự phòng/tổng tín dụng đạt 3.07%, thấp hơn mức 3.18% của 9T2023. Nhờ tỷ lệ sử dụng dự phòng giảm xuống 96.6% trong 9T2024 (so với 105.1% trong 9T2023) kết hợp với tỷ lệ nợ xấu giảm, LLR vào cuối Q3/2024 đã phục hồi lên 50.7%.

Chúng tôi ước tính rằng NPL vào cuối năm 2024 sẽ duy trì ở mức tương đương cuối Q3/2024 do các hoạt động trích lập và sử dụng dự phòng trong Q4/2024 được duy trì. Sang năm 2025, chúng tôi dự phóng NPL sẽ giảm nhẹ xuống còn 4.7% với giả định VPB tiếp tục duy trì chính sách dự phòng tương tự năm 2024, bù đắp cho sự gia tăng nợ xấu do TTTD bán lẻ cao hơn.

Hình 14: Chất lượng tài sản theo các quý (%)



Nguồn: VPB, MBS Research

Dự phóng KQKD

Hình 15: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

	2023F	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	49,739	60,204	21.0%	75,288	25.1%	
Thu nhập lãi thuần	38,175	49,714	30.2%	61,983	24.7%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	11,565	10,490	-9.3%	13,305	26.8%	
Trích lập dự phòng	24,994	26,221	4.9%	32,193	22.8%	Dự phòng /tổng dư nợ sẽ được duy trì ở mức 4.0% vào năm 2025, tương đương với năm 2024, do NPL đã cho thấy sự cải thiện như kỳ vọng.
LNST	8,494	15,320	80.4%	19,318	26.1%	LNST dự kiến sẽ hoàn thành 82.3% kế hoạch năm 2024. Chúng tôi giảm kỳ vọng LNST năm 2025 xuống 14.8% so với dự báo trước đó.
NIM	5.7%	6.0%	34 đcb	6.3%	24 đcb	
CIR	28.0%	24.5%	-353 đcb	25.0%	50 đcb	
ROE	7.3%	11.1%	377 đcb	12.9%	174 đcb	
Tăng trưởng tín dụng	25.6%	15.6%	-995 đcb	23.1%	750 đcb	Tăng trưởng tín dụng sẽ được đẩy mạnh vào năm 2025 khi cho vay bán lẻ được thúc đẩy và cho vay doanh nghiệp được duy trì với tốc độ tương tự như năm 2024. Động lực chính của cho vay bán lẻ có thể đến từ mảng cho vay thế chấp, dự kiến sẽ phục hồi nhanh hơn các lĩnh vực khác. Bên cạnh đó, tài chính tiêu dùng cũng được kỳ vọng sẽ phục hồi nhanh hơn vào năm 2025 nhờ nhu cầu cao hơn do mức tiêu dùng cải thiện.
Tăng trưởng huy động	27.5%	16.1%	-1141 đcb	26.1%	1003 đcb	
CASA	15.4%	15.7%	30 đcb	14.6%	-108 đcb	
NPL	5.0%	4.8%	-19 đcb	4.7%	-13 đcb	NPL giảm xuống dưới 5.0% vào cuối năm 2025 nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn kết hợp với tăng trưởng lợi nhuận tích cực, giúp VPBank đẩy nhanh thu hồi nợ xấu.
LLR	52.2%	51.3%	-96 đcb	48.7%	-259 đcb	

Nguồn: VPB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 12 tháng xuống còn **22,150 VND/cổ phiếu** cho VPB so với báo cáo trước đó do giảm dự phóng lợi nhuận ròng năm 2025 xuống 14.8%. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho VPB trong dài hạn dựa trên:

- Mặc dù vẫn còn khó khăn tuy nhiên kết quả kinh doanh đã vượt qua vùng đáy và có dấu hiệu phục hồi. Chúng tôi ước CAGR của lợi nhuận ròng trong 5 năm tới đạt 22.0%/năm, cao hơn so với mức 8.0% trong 5 năm qua.
- Vị trí dẫn đầu ngành về tỷ lệ CAR đã giúp VPB có hạn mức tín dụng cao hơn so với các ngân hàng khác trong những năm gần đây, thúc đẩy tăng trưởng trong các năm tới khi nhu cầu tín dụng phục hồi. Bên cạnh đó, vốn chủ sở hữu dồi dào hỗ trợ mạnh mẽ VPB hoàn thiện hệ sinh thái bằng cách mở rộng sang lĩnh vực chứng khoán và bảo hiểm, từ đó Noll trong dài hạn.
- FECredit vẫn đứng đầu thị trường tài chính tiêu dùng, trong khi tỷ lệ tiếp cận tài chính tiêu dùng tại Việt Nam vẫn còn thấp so với các quốc gia khác trong Đông Nam Á và châu Á, tạo tiềm năng tăng trưởng dài hạn cao.

Tóm tắt giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB bằng cách kết hợp 2 phương pháp: Thu nhập thặng dư (RI) và P/B:

- P/B: Chúng tôi sử dụng tỷ lệ P/B mục tiêu là 1.1x áp dụng cho BVPS bình quân 25%/75% lần lượt trong năm 2024/2025. Mức P/B này tương đương P/B hiện tại của VPB nhưng thấp hơn một chút so với các ngân hàng thương mại so sánh như ACB, MBB, TCB.
- Phương pháp thu nhập thặng dư: Tỷ trọng giá trị sổ sách trong thành phần định giá đạt 98.8%, phản ánh những thách thức về tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn.

Rủi ro đầu tư

- Cho vay thế chấp đối mặt với thách thức do thị trường bất động sản phục hồi chậm, đặc biệt ở thị trường sơ cấp. Điều này có thể làm tăng trưởng tín dụng bán lẻ của VPB chậm hơn dự báo trong năm 2025.
- Chúng tôi lo ngại rằng sự phục hồi chậm của bancassurance sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến tăng trưởng Noll của toàn ngành trong 12-18 tháng tới.

Định giá

Hình 16: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

Giả định	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
Chi phí vốn cổ phần	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.02				
<i>(Đơn vị: tỷ VND)</i>					
Thu nhập thặng dư	(4,105)	(1,877)	1,356	4,043	7,744
Giá trị hiện tại của RI	(3,636)	(1,472)	942	2,488	4,220
VCSH đầu kỳ	134,631				
Tổng Giá trị hiện tại (5 năm)	2,542				
GTHT Terminal Value	39,454				
EV	176,626				
SLCP đang lưu hành (tr cổ)	7,934				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	22,300				

Nguồn: MBS Research

Hình 17: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 15/11/2024)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hóa (tỷ VND)	Tổng tài sản (tỷ VND)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
BID	44,700	270,201	2,575,981	11.5x	10.2x	2.0x	1.7x	18.5%	18.3%	1.0%	1.0%
VCB	91,700	517,550	1,932,362	15.0x	14.8x	2.7x	2.5x	19.4%	15.9%	1.9%	1.0%
CTG	33,100	188,218	2,229,791	8.7x	7.9x	1.3x	1.2x	16.3%	20.8%	1.0%	1.8%
MBB	23,500	129,740	1,028,819	6.0x	6.0x	1.2x	1.1x	21.6%	22.0%	2.2%	2.4%
VPB	18,700	156,298	858,885	11.8x	5.4x	1.1x	0.9x	9.7%	6.2%	1.6%	10.9%
TCB	22,450	165,206	927,053	7.3x	12.2x	1.2x	1.3x	16.5%	14.9%	2.5%	2.4%
ACB	24,400	110,550	777,393	6.8x	5.9x	1.4x	1.3x	21.7%	22.6%	2.2%	2.4%
STB	32,400	65,700	702,986	7.5x	7.2x	1.3x	1.1x	18.0%	22.6%	1.3%	2.4%
HDB	24,700	75,872	629,569	5.8x	5.4x	1.5x	1.3x	26.8%	18.5%	2.1%	1.3%
LPB	31,450	82,867	455,805	8.4x	9.7x	2.0x	1.9x	25.9%	27.8%	2.3%	2.7%
MSB	11,300	30,680	300,701	7.0x	5.2x	0.9x	0.8x	13.2%	27.8%	1.5%	2.7%
VIB	18,150	55,114	445,378	7.6x	6.0x	1.4x	1.1x	18.6%	27.8%	1.7%	2.7%
OCB	10,350	26,384	265,502	8.6x	4.2x	0.9x	0.6x	10.3%	27.8%	1.3%	2.7%
TPB	15,600	43,724	385,352	9.0x	6.5x	1.2x	1.0x	14.0%	22.7%	1.3%	1.7%
Trung bình (trừ SOEs)		85,649	616,131	7.8x	6.7x	1.3x	1.1x	17.8%	21.9%	1.8%	3.1%
<i>Trung bình</i>		<i>137,007</i>	<i>965,398</i>	<i>8.6x</i>	<i>7.6x</i>	<i>1.4x</i>	<i>1.3x</i>	<i>17.9%</i>	<i>21.1%</i>	<i>1.7%</i>	<i>2.7%</i>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 18: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	%	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	22,300	50%	11,150
P/B (P/B mục tiêu 1.1x)	22,000	50%	11,000
Giá mục tiêu			22,150

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2023A	2024F	2025F	2026F	Tỷ số tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	38,175	49,714	61,983	86,977	Tăng trưởng				
Thu nhập từ dịch vụ	7,212	5,885	7,418	8,502	Tổng tài sản	29.6%	12.8%	23.9%	27.8%
Thu nhập từ vàng và ngoại hối	(806)	858	497	1,263	Cho vay và CK	27.7%	20.4%	22.7%	23.3%
Lãi/Lỗ từ CKKD	380	123	85	131	Tiền gửi KH & GTCG	27.8%	15.7%	26.1%	29.4%
Lãi/Lỗ từ CKĐT	250	149	173	233	LNST	-49.8%	80.4%	26.1%	33.4%
Lãi thuần từ HĐ khác	4,526	3,475	5,133	4,218					
Tổng thu nhập hoạt động	49,739	60,204	75,288	101,324	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	13,941	14,750	18,822	25,331	CAR	17.1%	15.8%	N/A	N/A
LN trước dự phòng và thuế	35,798	45,454	56,466	75,993	VCSH/Tổng tài sản	16.8%	16.5%	15.2%	13.8%
Chi phí DPRRTD	24,994	26,221	32,193	43,570	Đòn bẩy tài chính	5.95	6.06	6.58	7.26
LNTT	10,804	19,233	24,274	32,423					
Chi phí thuế TCDN	2,310	3,913	4,956	6,646	Chất lượng tài sản				
LNST	8,494	15,320	19,318	25,778	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	5.0%	4.8%	4.7%	4.5%
LN cổ động thiểu số	(1,480)	901	947	1,263	Tỷ lệ nợ nhóm 2	6.9%	6.5%	6.0%	5.5%
LNST cho cổ đông ngân hàng	9,974	14,419	18,371	24,515	LLR ratio	52.2%	51.3%	48.7%	48.5%
Cân đối kế toán (tỷ VND)	2023A	2024F	2025F	2026F	Thanh khoản				
Tiền và tương đương tiền	2,285	2,776	2,709	3,040	LDR	93.0%	92.6%	90.4%	86.1%
Tiền gửi tại NHNN	8,423	13,241	18,048	22,619	TS thanh khoản/TTS	26.0%	24.5%	25.5%	28.4%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	94,094	75,484	105,841	181,235	TS thanh khoản/tiền gửi KH	35.3%	32.7%	35.4%	40.4%
Chứng khoán kinh doanh	12,326	13,437	8,228	10,083					
Hoạt động mua nợ	822	-	-	-	Khả năng sinh lợi				
Cho vay khách hàng	566,271	674,757	826,641	1,013,926	ROE	7.3%	11.1%	12.9%	15.0%
Dự phòng cho vay	(14,799)	(16,659)	(18,873)	(21,900)	ROA	1.2%	1.8%	1.9%	2.0%
Chứng khoán đầu tư	94,587	121,475	157,084	197,743	NIM	5.7%	6.0%	6.3%	7.0%
Đầu tư dài hạn khác	189	183	195	214	NII/TOI	76.7%	82.6%	82.3%	85.8%
Tài sản cố định	1,924	1,931	1,950	1,972	CIR	28.0%	24.5%	25.0%	25.0%
BDS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	51,446	35,970	41,088	51,630	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	817,567	922,593	1,142,911	1,460,562	EPS cơ bản (VND)	1,257	1,817	2,316	3,090
NỢ PHẢI TRẢ	677,771	775,411	976,412	1,268,285	Giá trị sổ sách (VND)	16,969	17,786	20,102	23,192
Nợ NHNN, Chính phủ	4,118	2,604	3,127	3,847	P/E	15.2x	10.5x	8.2x	6.2x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	156,357	168,689	196,741	252,468	P/B	1.1x	1.1x	1.0x	0.8x
Tiền gửi của khách hàng	442,368	520,879	625,414	769,380					
Phái sinh và các CCTC khác	0	0	0	0					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	22	169	197	252					
Phát hành giấy tờ có giá	47,787	60,728	123,996	202,785					
Các khoản nợ khác	27,118	22,342	26,937	39,553					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	139,796	147,182	166,500	192,277					
Vốn điều lệ	79,339	79,339	79,339	79,339					
Thặng dư vốn cổ phần	23,993	23,993	23,993	23,993					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quý của TCTD	12,233	16,608	21,457	26,902					
LN chưa phân phối	19,066	21,176	34,699	53,769					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	5,164	6,065	7,012	8,275					
TỔNG NỢ VÀ VCSH	817,567	922,593	1,142,911	1,460,562					

Nguồn: VPB Financial Statements, 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	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

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Lý

Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly