

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (VPB)

KỶ VỌNG PHỤC HỒI TỪ NỬA CUỐI 2021

Bộ phận Phân tích Doanh nghiệp

Tel: (+84)24 3573 0073

Email: research@ivs.com.vn

VPB

Ngành: Ngân hàng

Ngày báo cáo: 29/04/2021

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ**

Giá hiện tại: VND 58,500

Giá mục tiêu: VND 53,000

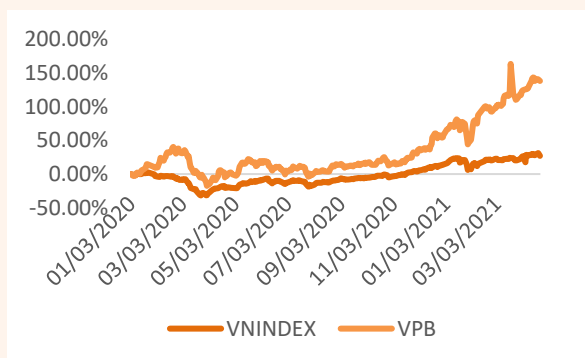
Tổng quan

VPB thuộc khối ngân hàng TMCP tư nhân, tập trung vào phân khúc bán lẻ, tín dụng tiêu dùng. VPB sở hữu 100% cổ phần tại FE Credit, công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất và chiếm 50% thị phần tài chính tiêu dùng tại Việt Nam. Hiện tại, VPB chiếm khoảng 3% thị phần dư nợ toàn hệ thống.

Thông tin cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng)	125,142
SL CP lưu hành (triệu)	2,458
KLGD tb 1 tháng (triệu cp)	8.096
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	22.77%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%

Diễn biến giá



Biến động giá cổ phiếu

	YTD	3M	1Y
Absolute (%)	22.7%	11.6%	139.6%
Relative to benchmark (%)	34.2%	18.6%	202.0%
Average share price	32,264	39,064	26,730

Bảng KQKĐKD

	Q12020	Q12021
Thu nhập lãi thuần	8,021	9,120
Thu nhập ngoài lãi	1,884	1,931
TOI	9,905	11,051
Chi phí hoạt động	3,282	2,592
Chi phí DPRRTD	3,711	4,453
PBT	2,313	3,201

Bảng CĐKT

	2020A	Q12021
Tín dụng hợp nhất	318,494	332,032
Cho vay khách hàng	290,816	301,172
Tiền gửi khách hàng	233,428	233,427
Chỉ tiêu tài chính		
ROA	2.62%	3.0%
ROE	21.92%	23.5%
NIM	8.72%	9.09%
CIR	29.19%	23.5%
NPL (Cir02)	2.90%	3.01%

Điểm nhấn kết quả kinh doanh quý 1/2021

- Quý 1/2021, VPB tiếp tục duy trì tăng trưởng thu nhập so với quý 1/2020 với PBT+37.6%yoy chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí hoạt động. Đây cũng là mức tăng trưởng khá thấp so với mặt bằng chung toàn ngành trong quý 1.
- Ở chiều thu nhập, FE Credit chưa thể phục hồi khiến tín dụng chỉ tăng trưởng hơn 2%, thu nhập từ lãi nhích nhẹ 0.68%yoy. COF giảm mạnh là động lực chính giúp cải thiện thu nhập lãi thuần. Trong khi đó, tăng thu nhập dịch vụ (+42%) và thu từ xử lý nợ xấu (+75%) là động lực chính thúc đẩy thu nhập ngoài lãi (+2.5%yoy).
- Diễn biến xử lý nợ xấu và nợ tái cơ cấu theo TT01 tích cực khi quy mô dư nợ tái cơ cấu chỉ còn 7.5 nghìn tỷ (2.2% tổng dư nợ).

Khuyến nghị:

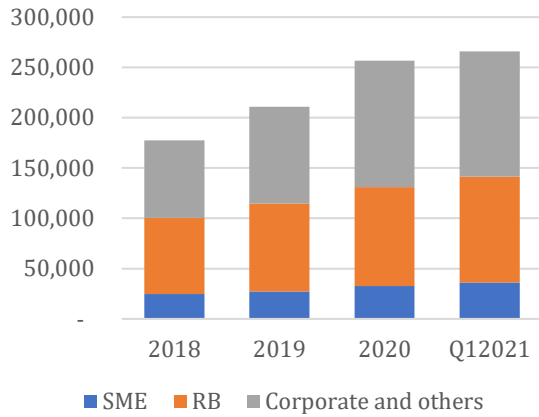
Cổ phiếu VPB đang giao dịch quanh ngưỡng 58,000VND/cp, tương ứng với P/B 2.41, cao hơn hầu hết ngân hàng trong khối (chỉ sau VCB) và cao hơn 10%-20% các ngân hàng nhóm TMCP cùng quy mô.

IVS đánh giá "TRUNG LẬP" với cổ phiếu VPB khi mức giá hiện tại đã phản ánh các kỳ vọng về thoái vốn FE Credit cũng như triển vọng kinh doanh của ngân hàng.

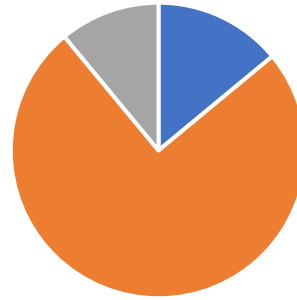
KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ I/2021

Tăng trưởng dư nợ vẫn đang chịu ảnh hưởng bởi Covid-19, đặc biệt tại FE Credit

Tín dụng ngân hàng mẹ tăng 3,56% nhờ động lực từ nhóm SME và retail



Quy mô cho vay FE Credit giảm nhẹ 0.1% khi chưa mở rộng cho vay và tập trung vào nhóm khách hàng hiện tại



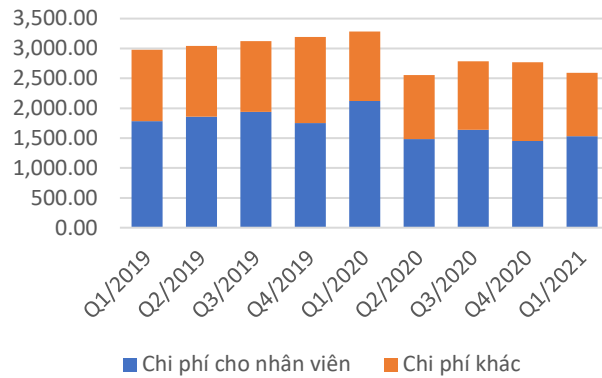
■ Sales finance loans ■ Personal loans ■ Credit card

Nguồn: VPB, IVS Research

Cắt giảm chi phí giúp duy trì tăng trưởng

Bên cạnh COF giảm mạnh, chi phí hoạt động tiếp tục xu hướng giảm kể từ quý 2/2020 sau khi dịch Covid-19 bùng nổ giúp VPB duy trì tăng trưởng lợi nhuận, chủ yếu liên quan đến việc cắt giảm chi phí lương thưởng của nhân viên.

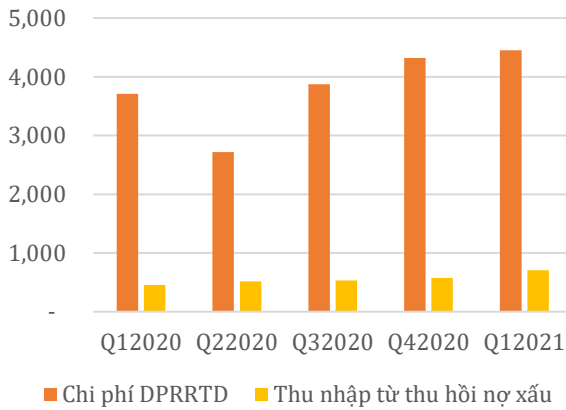
Chi phí hoạt động



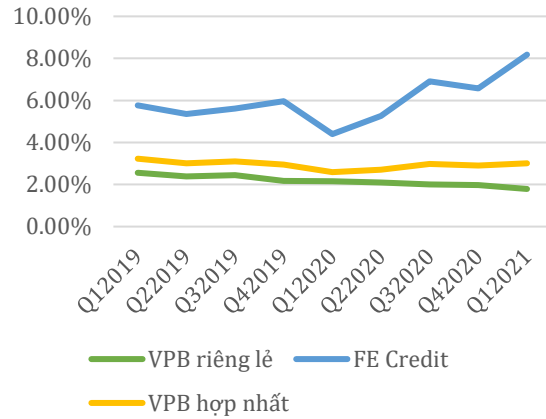
Nguồn: Fiiipro, IVS Research

Nợ xấu từ Fe Credit vẫn đang gây áp lực lên chất lượng tài sản

Chi phí DPRRTD (+20%yoy) và thu nhập từ thu hồi nợ xấu (+55.7%)



Diễn biến nợ xấu VPB (TT02)

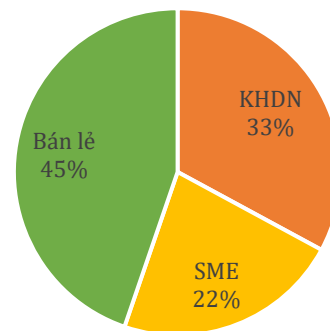


Nguồn: VPB, IVS Research

Nợ tái cơ cấu theo TT01/2021 có diễn biến tích cực

- Tổng dư nợ tái cơ cấu giảm mạnh, chỉ còn 7.5 nghìn tỷ đồng (1.7 nghìn tỷ đồng từ FE Credit) nhờ 2/3 số dư nợ khách hàng đã có thể trả nợ đúng hạn (khách hàng doanh nghiệp và cá nhân).
- 2.6% dư nợ tái cơ cấu (500 tỷ đồng) bị quá hạn tính đến cuối quý 1/2021 và được ghi nhận vào nợ nhóm 5.
- TT03/2021 giúp giải tỏa áp lực trích lập dự phòng trong ngắn hạn. VPB kế hoạch trích lập khoảng 1.12 nghìn tỷ đồng dự phòng cho khoản dư nợ tái cơ cấu trong vòng 3 năm (2021 là 340 tỷ đồng, 2022: 330 tỷ đồng và 2023: 450 tỷ đồng).

Nợ tái cơ cấu Q1/2021



Nguồn: VPB, IVS Research

Đánh giá về quan điểm xử lý nợ xấu của VPB: trích lập chi phí dự phòng xử lý nợ xấu cao đồng thời sử dụng con số tương đương về dự phòng cụ thể để xử lý nợ xấu=> VPB hạn chế tiếp tục tái cơ cấu nợ xấu mà xóa luôn nợ xấu bằng dự phòng.

ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- Mặc dù có kế hoạch thoái vốn tại Fe Credit, Fe Credit sẽ vẫn là trụ cột chính trong mô hình tăng trưởng của VPB. Triển vọng của ngân hàng được kỳ vọng sẽ sáng hơn từ quý 3 đi kèm kỳ vọng từ hoạt động kinh doanh của Fe Credit hồi phục và tăng trưởng trên 10% trong năm 2021. Qua đó, nâng tăng trưởng ngân hàng hợp nhất năm 2021 lên 18%.
- VPB có thể tiếp tục hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp giúp tiếp tục tăng biên lãi thuần trong ít nhất 2-3 quý tới trước khi đảo chiều.

- Hiện tại thu nhập của VPB chủ yếu phụ thuộc vào Fe Credit và hoạt động cho vay trong khi đóng góp từ hoạt động ngoài lãi còn rất khiêm tốn (khoảng 10%TOI). Cũng chính vì vậy là thu nhập VPB dễ bị tổn thương hơn do ảnh hưởng bởi Covid. Dù đã có những nỗ lực đẩy mạnh hoạt động ngoài lãi, tốc độ tăng trưởng ở mảng này tới thời điểm hiện tại còn khá khiêm tốn trong khi đó là vấn đề cốt yếu giúp VPB phát triển bền vững hơn trong dài hạn.
- Về quản lý chi phí hoạt động: mặc dù đã có những nỗ lực từ áp dụng số hóa giúp cắt giảm chi phí, chúng tôi cho rằng diễn biến này chỉ là xu hướng ngắn hạn và sẽ sớm đảo chiều trong tương lai khi ngân hàng, đặc biệt Fe Credit có khả năng hồi phục từ nửa cuối 2021.
- Hoạt động xử lý nợ xấu và nợ tái cơ cấu đã có những bước tiến rất tích cực giúp phần nào gỡ bỏ quan ngại về chất lượng tài sản của ngân hàng. Mặc dù vậy, khẩu vị rủi ro đi kèm với chiến lược theo đuổi tăng trưởng khiến chi phí dự phòng của ngân hàng sẽ vẫn ở mức cao trong tương lai.
- VPB vừa chốt bán 49% cổ phần Fe Credit với mức định giá 2.8 tỷ USD, tương ứng với P/B 3.4x, cao hơn so với các thương vụ M&A công ty tài chính tiêu dùng trước đó, cho thấy mức sẵn lòng chi trả của nhà đầu tư đối với công ty tài chính tiêu dùng đứng đầu Việt Nam. Mặc dù chưa rõ về điều khoản thanh toán giữa VPB và Sumitomo Mitsui, thông qua thỏa thuận này, VPB đạt được những lợi ích đáng kể: (1) củng cố bộ đệm vốn nhờ dòng tiền thu về, (2) việc hợp tác với đối tác Nhật nhiều kinh nghiệm giúp FE Credit củng cố nguồn vốn và tiếp cận được kinh nghiệm từ tập đoàn này.
- Kết luận: bài toán tăng trưởng của VPB trong tương lai gặp nhiều thách thức khi Fe Credit đã chiếm thị phần khá lớn và khó khăn về trong việc mở rộng số dư cuối kỳ - ENR (cả về quy mô và pháp lý). Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của VPB trong việc giải quyết bài toán tăng trưởng khi FE Credit đang chuẩn bị đưa mô hình Ubank vào vận hành với nhiều kỳ vọng mới. Tính thích ứng và hiệu quả của mô hình này tại thị trường Việt Nam sẽ là căn cứ để thị trường định giá lại cổ phiếu VPB cùng những kỳ vọng mới trong tương lai.

KHUYẾN NGHỊ

Cổ phiếu VPB đang giao dịch quanh ngưỡng 58,000VND/cp, tương ứng với P/B 2.41, cao hơn hầu hết trong khối (chỉ sau VCB) và cao hơn 10%-20% các ngân hàng nhóm TMCP cùng quy mô.

IVS đánh giá “TRUNG LẬP” với cổ phiếu VPB khi mức giá hiện tại đã phản ánh các kỳ vọng về thoái vốn FE Credit cũng như triển vọng kinh doanh của ngân hàng.

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

 Chỉ số tham chiếu: **VN - Index.**

 Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

 Chỉ số tham chiếu: **VN - Index**

 Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Khả quan	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém khả quan	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của người viết về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. IVS Securities không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu tổng thể của công ty, bao gồm doanh thu từ/trong số các đơn vị kinh doanh khác. IVS và cán bộ, giám đốc, nhân viên có thể có mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong tài liệu này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Báo cáo này đã được chuẩn bị trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. IVS không tuyên bố hay bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tổ chức và khách hàng cá nhân của IVS tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng cho quốc gia nơi báo cáo này được phân phối không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện ủy quyền của IVS. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

IVS RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

Thành viên	Vị trí	Phụ trách	Email	Ext.
Võ Thế Vinh	Trưởng phòng	Phân tích & Chiến lược Đầu tư	vinhvt@ivs.com.vn	704
Đỗ Trung Nguyên	Phó phòng	Chiến lược đầu tư	nguyendt@ivs.com.vn	703
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Ngân hàng	nhungtth@ivs.com.vn	706
Đình Quang Đạt	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Tiêu dùng	datdq@ivs.com.vn	
Phí Công Linh	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Bất Động sản	linhpc@ivs.com.vn	709

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ VIỆT NAM	LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
 VIETNAM INVESTMENT SECURITIES COMPANY	Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073 Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999 Email: ivs@ivs.com.vn Website: www.ivs.com.vn	P9-10, tầng 1, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội Điện thoại: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Điện thoại: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696