Ngày 30 tháng 8, 2024

Shinhan Securities



Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)

[Vietnam / Ngân Hàng]

Bloomberg Code (VPB VN) | Reuters Code (VPB.HM)

MUA

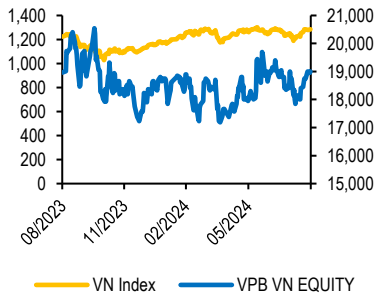
Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**25,000 VND**
Giá hiện tại (08/30/2024)	19,000 VND
Suất sinh lời (%)	31.6%

VNINDEX	1,285
PE forward 2024	12.1
Vốn hóa (tỷ VND)	150,745
SLCP lưu hành (triệu CP)	7,934
Tự do giao dịch (triệu CP)	7,091
52-tuần cao/thấp (VND)	23,150/17,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	19.71
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	411
Sở hữu nước ngoài (%)	25.91

Cổ đông lớn (%)	SMBC	15.00

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	5.8	-4.5	-8.7
So với VN-Index (%)	4.4	-7.1	-14.6



Phương Nguyễn

☎ (84-28) 6299-9004

✉ phuong.nd@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com





Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Điểm cuối của quá trình tái cơ cấu

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 25,000 VND

Được thành lập vào năm 1993, VPBank là ngân hàng theo đuổi chiến lược bán lẻ hiện đại. VPB đã phát triển mạnh mẽ nhờ khả năng mở rộng mạng lưới chi nhánh và điểm giao dịch trên toàn quốc, cùng với việc phát triển các sản phẩm đa dạng. FE Credit, công ty con của VPBank, hiện đang tới cuối quá trình tái cơ cấu danh mục vay. Với vị thế dẫn đầu về tài chính tiêu dùng, FE Credit kỳ vọng sẽ tăng trưởng dương trong 2024 và phục hồi rõ nét hơn trong 2025-2028. Đầu năm 2023, VPB đã đạt được thỏa thuận bán 15% vốn điều lệ cho ngân hàng SMBC thông qua hình thức phát hành riêng lẻ. Tỷ lệ an toàn vốn cuối năm 2023 của VPB đang ở mức cao nhất trong các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam. Hai công ty con khác là VPBankS (Chứng khoán) và OPES (Bảo hiểm) cũng đang dần đóng góp nhiều hơn vào hoạt động của ngân hàng. Dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 12 tháng tới của VPB ở mức 25,000 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 31.6%.

Bộ đệm vốn lớn hỗ trợ cho đà tăng trưởng sắp tới của VPB

Với triển vọng cho vay tiêu dùng phục hồi, FE Credit đang đến cuối của quá trình tái cơ cấu, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng của VPBank trong 2 năm tới có thể đạt ở mức trên 20%/năm. Tỷ lệ an toàn vốn cuối năm 2023 đạt hơn 17%, và khoảng hơn 15% vào thời điểm cuối Q2/2024, tỷ lệ thanh khoản phù hợp với quy định nhà nước ủng hộ cho giả định tăng trưởng trên. Với bộ đệm vốn lớn và tăng trưởng nội tại doanh nghiệp khả quan, VPBank có thể duy trì trả cổ tức tiền mặt trong 5 năm tới. Ngoài ra, ban lãnh đạo chia sẻ VPBank đã trình phương án và đang đợi được thông qua kế hoạch chi tiết liên quan tới đề án tái cơ cấu ngân hàng yếu kém GPBank, dự kiến được thông qua ngay trong năm 2024.

Nợ xấu còn neo cao nhưng dự kiến sẽ giảm dần trong các năm tới

Tỷ lệ hình thành nợ xấu có dấu hiệu đạt đỉnh, tuy vậy dư nợ nhóm 2 của VPBank cuối Q2/2024 vẫn đang ở mức cao so với lịch sử (7.83%). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu (NPL) 2024 của VPBank sẽ neo cao ở mức 5.1% (tương đương với mức cuối Q2/2024) và có thể giảm vào cuối năm 2025 khi nền kinh tế duy trì đà tăng trưởng khả quan.

Ước tính kết quả kinh doanh năm 2024-2028F

Các giả định chính cho giai đoạn 2024-2028F: Tổng tài sản tăng trưởng : 19.4%/năm; Tổng tín dụng tăng trưởng: 21.5%/năm; Vốn chủ sở hữu tăng trưởng: 12.9%/năm (trên giả định trả cổ tức tiền mặt 30% lợi nhuận năm); Hệ số CAR mục tiêu quanh mức 14%; Tỷ lệ nợ xấu đạt đỉnh 5.1% trước khi giảm dần đều về dưới 4%; Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng kiểm soát quanh mức 4.5-5%; NIM cải thiện dần về mức 7.5% cuối 2027-2028; LNTT tăng trưởng: 36.2%/năm

Rủi ro 1) Kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến có thể khiến cho áp lực nợ xấu tiếp tục duy trì; 2) Thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi chậm; 3) FE Credit phục hồi chậm hơn dự báo

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	34,349	41,021	38,175	53,001	73,585
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	9,953	16,776	11,569	11,623	14,183
Tổng thu nhập (tỷ VND)	**44,301**	**57,797**	**49,743**	**64,624**	**87,767**
Các chi phí hoạt động và dự phòng (tỷ VND)	(29,938)	(36,577)	(38,756)	(47,529)	(63,837)
LNTT (tỷ VND)	**14,364**	**21,220**	**10,987**	**17,095**	**23,930**
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7%	23.0%	25.4%	21.5%	24.4%
NIM (%)	7.91	7.50	5.58	6.36	7.41
ROE (%)	16.5	17.8	7.1	9.4	12.3

Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Việt Nam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng quan và lịch sử doanh nghiệp

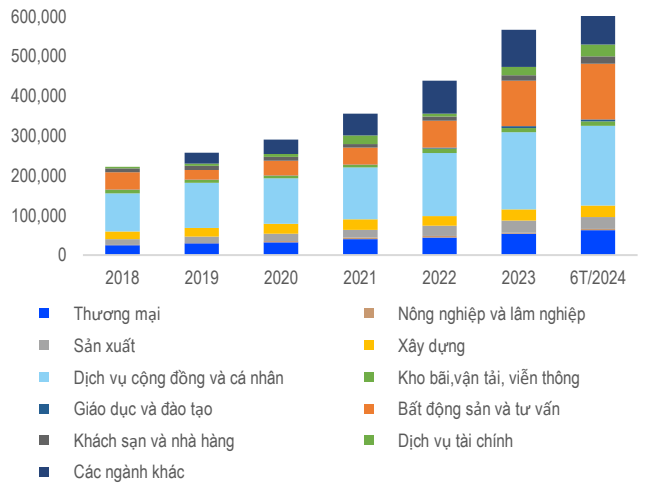
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank) được thành lập vào năm 1993. Năm 2010, VPB thực hiện chiến lược chuyển đổi sang mô hình ngân hàng bán lẻ hiện đại, trong giai đoạn này ngân hàng đã đẩy mạnh mở rộng mạng lưới chi nhánh, điểm giao dịch. Năm 2015, ngân hàng chuyển đổi mảng tín dụng tiêu dùng thành một pháp nhân độc lập với tên gọi Công ty Tài chính TNHH MTV Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (FE Credit). Năm 2017 là thời điểm VPB niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Sumitomo Mitsui (SMBC) đã có hai lần góp vốn đầu tư vào VPBank: Lần đầu là vào năm 2021 khi mua 49% cổ phần của FE Credit; Lần hai là vào năm 2023, SMBC mua 15% cổ phần của VPBank thông qua phát hành riêng lẻ.

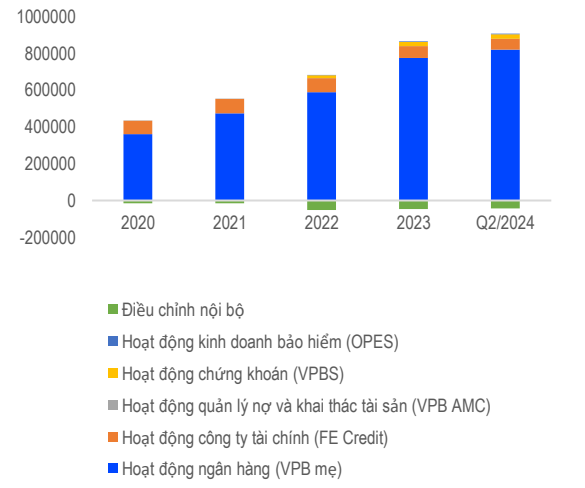
Cuối năm 2022, VPB mua lại 77.42% vốn tại Công ty chứng khoán ASC và đổi tên thành Công ty chứng khoán VPBank ("VPBankS"). Ngay trong năm, VPB nâng vốn cho công ty chứng khoán VPBankS lên 15,000 tỷ đồng. Ngoài VPBankS, VPBank đã mua lại 98% cổ phần của CTCP bảo hiểm OPES ("OPES").

Cơ cấu danh mục cho vay và chuỗi giá trị của VPB

Cơ cấu cho vay khách hàng theo nhóm ngành của VPBank (Tỷ đồng)

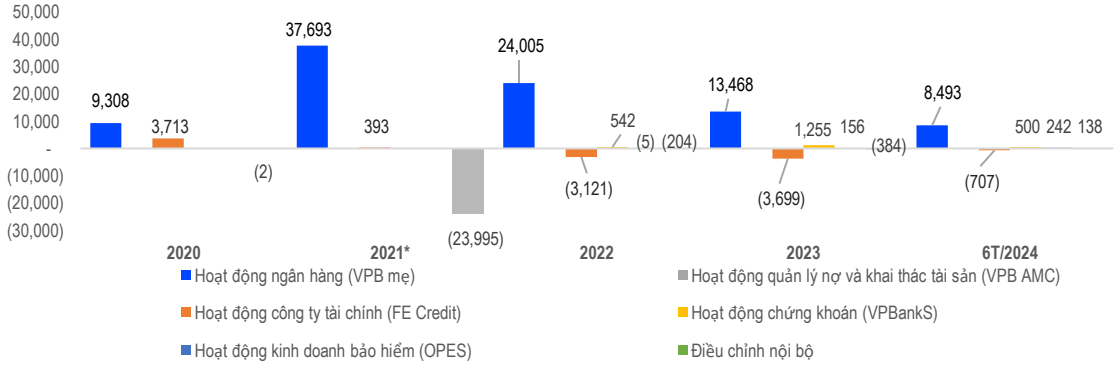


Cơ cấu tài sản của VPBank (Tỷ đồng)



Nguồn: VPB, Fiinpro BCTC doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận trước thuế của VPBank (mẹ) và các công ty con (Tỷ đồng)

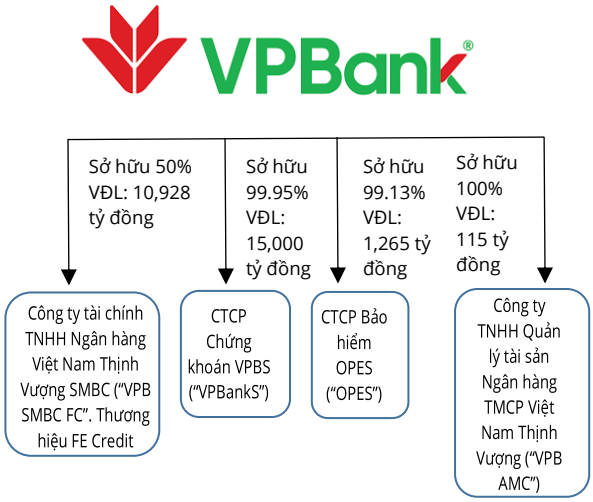


Nguồn: Báo cáo bộ phận của VPB qua các năm, Shinhan Securities Vietnam
*Năm 2021: Thương vụ bán FE Credit khiến phát sinh điều chỉnh nội bộ tại ngân hàng mẹ gần 24 nghìn tỷ đồng

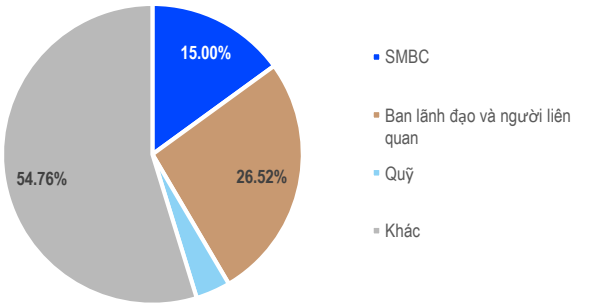
Cấu trúc sở hữu của VPB

- Tại thời điểm ngày 30/07/2024, về mặt cổ đông cá nhân, chủ tịch Ngô Chí Dũng nắm 4.14%. Ban lãnh đạo và người liên quan nắm hơn 26.52% trong cơ cấu sở hữu của VPB
- Cổ đông tổ chức ngoài cổ đông chiến lược SMBC (15%), Công ty cổ phần DIERACORP 4.3957%, quỹ ngoại Composite Capital MasterFund LP (2.7301%) và quỹ ngoại Vietnam EnterpriseInvestments Limited (1.2839%)

Hệ thống công ty con của VPBank



Cơ cấu cổ đông của VPBank cuối 07/2024 (%)



Nguồn: VPB

Quan điểm đầu tư

Ưu thế về vốn hỗ trợ tăng trưởng cho vay cho các năm tới

1. **Cho vay tăng trưởng đáng kể nhưng có sự phân hóa giữa KHDN và KHCN**

Tín dụng toàn nền kinh tế Việt Nam cuối năm 2023 đạt ở mức 13.6 triệu tỷ đồng, đạt mức tăng trưởng 13.71%. Giai đoạn 2018-2023, tăng trưởng tín dụng bình quân của Việt Nam đạt ở mức 13.5%/năm. Cuối năm 2023, Tổng tín dụng của Việt Nam chiếm khoảng 133%/GDP, trong đó 20% đến từ cho vay tiêu dùng. Cho vay hộ gia đình trên tổng GDP của Việt Nam cuối năm 2023 hiện chỉ đang ở mức 28%, thấp hơn so với mức bình quân của các nước đang phát triển ở mức 40% (Số liệu từ Worldbank). Điều này cho thấy mảng cho vay tiêu dùng vẫn còn tiềm năng lớn để phát triển trong tương lai.

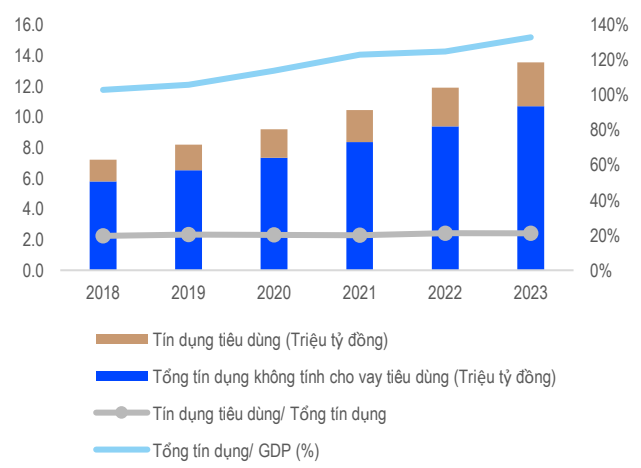
Xét trong cùng giai đoạn, tín dụng của VPBank tăng trưởng tốt hơn so với toàn ngành. Tín dụng hợp nhất của VPBank tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2018-2023 ở mức 20.7%/ năm. Việc VPBank tham gia đề án chuyển giao bắt buộc ngân hàng yếu kém (cụ thể là GPBank) là một động lực quan trọng giúp room tín dụng được NHNN ưu ái hơn trong giai đoạn gần đây. Xét theo quy mô dư nợ tín dụng của nhóm NHTMCP tư nhân, VPBank cùng với MBB và TCB là 3 ngân hàng có dư nợ tín dụng lớn nhất trong hệ thống .

Cho vay đối với khách hàng cá nhân dao động quanh mức 48%-55% trên tổng tín dụng của VPBank. Trong năm 2023-2024, tăng trưởng kinh tế chậm lại đã tác động mạnh vào nhu cầu đi vay của nhóm KHCN của ngân hàng. Nhóm KHCN dễ bị tổn thương hơn so với nhóm KHDN trong các giai đoạn kinh tế tăng trưởng không khả quan. Tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân của VPBank theo đó đã giảm mạnh từ 54.6% cuối năm 2022 xuống chỉ còn 48.2% vào cuối năm 2023.

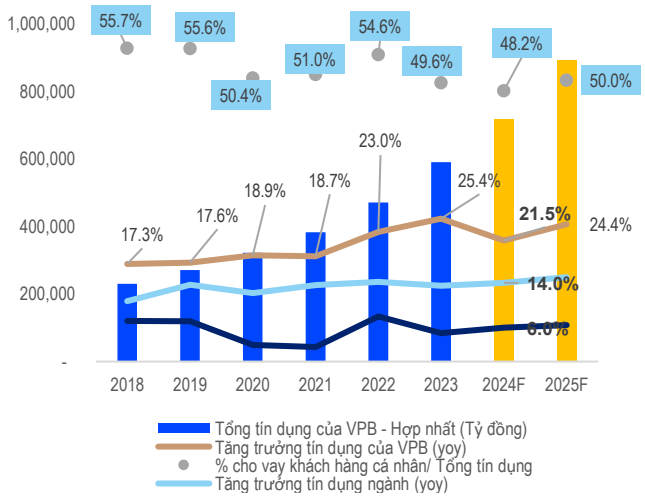
Trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp gặp nhiều bất lợi vào giai đoạn 2022-2023, VPBank đã chủ động giảm mạnh danh mục này, hiện tại chỉ đang chiếm khoảng 2% tổng tín dụng của ngân hàng. Mức hiện tại thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh 7%/tổng tín dụng vào thời điểm cuối năm 2022.

Dự báo tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2024-2025 có thể đạt trên 20%: Tăng trưởng kinh tế nhiều dấu hiệu khả quan, cho vay tiêu dùng phục hồi cùng với hệ số CAR trong top cao nhất hệ thống là những yếu tố nền tảng cho dự phóng tăng trưởng tín dụng của chúng tôi.

Tín dụng toàn nền kinh tế Việt Nam (%)

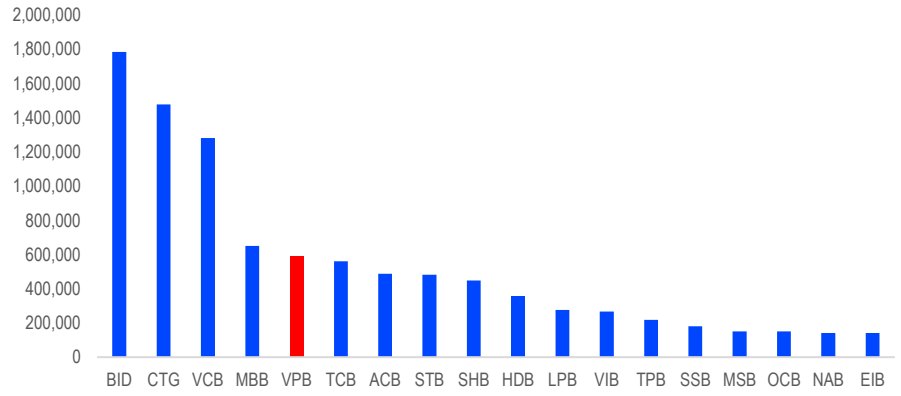


VPBank tăng trưởng tín dụng nổi bật so với trung bình ngành (%)



Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tín dụng của VPBank so với nhóm các ngân hàng niêm yết trên HOSE cuối năm 2023 (tỷ đồng)



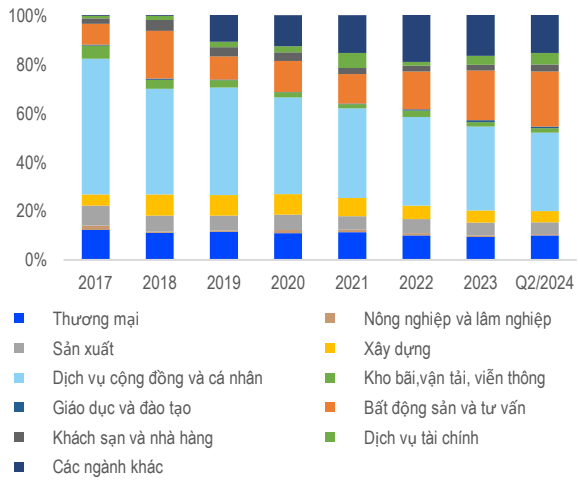
Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. VPBank cho vay tập trung nhiều cho kỳ hạn trung và dài hạn

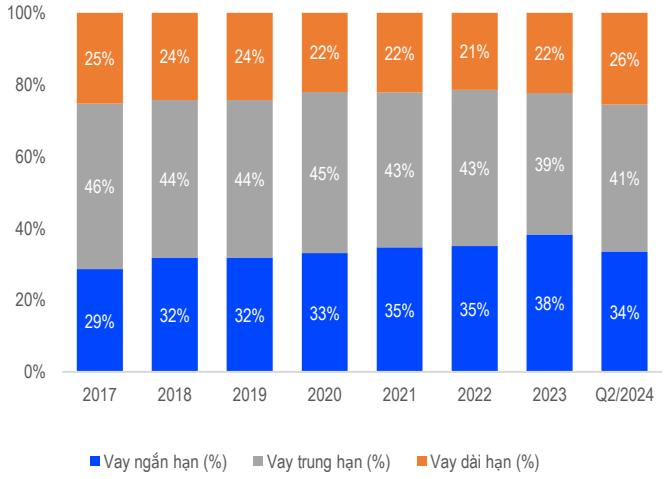
Trong những năm gần đây, VPBank có sự chuyển dịch về tỷ trọng ngành nghề cho vay. VPBank tăng cho vay cho ngành Kinh doanh bất động sản và xây dựng. Cuối Q2/2024, nhóm ngành này chiếm tỷ trọng 27%/Tổng danh mục cho vay của VPBank (tăng so với mức 19% vào thời điểm cuối 2021). Trong khi đó nhóm ngành cho vay cá nhân, hộ gia đình giảm mạnh như đã đề cập trước đó. Các nhóm ngành còn lại như thương mại, sản xuất, dịch vụ tài chính không có nhiều biến động trong cùng giai đoạn.

Xét về kỳ hạn, cuối Q2/2024, VPBank cho vay 41% cho kỳ trung hạn, 26% cho kỳ dài hạn và 34% đến từ cho vay ngắn hạn. So sánh với các ngân hàng khác, VPBank nằm trong nhóm cho vay trung và dài hạn cao nhất trong các ngân hàng niêm yết trên HOSE, bình quân 62%-68% trên tổng danh mục cho vay.

Cơ cấu cho vay theo nhóm ngành cuối Q2/2024 (%)

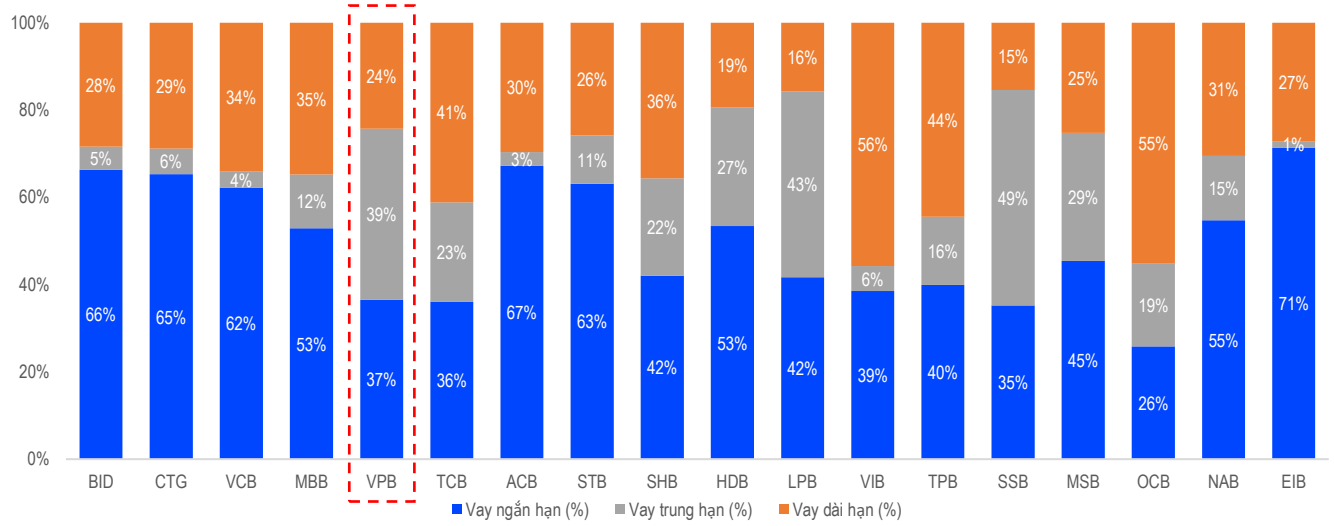


Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn (%)



Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE cuối 2023 (%)



Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

3. FE Credit tái cơ cấu và thu hẹp bảng cân đối trong 2 năm qua.

Dẫn đầu về thị phần tài chính tiêu dùng, tính đến cuối năm 2023 vẫn đang duy trì ở vị trí đầu ngành, thị phần khoảng 40% dư nợ cho vay tiêu dùng của nền kinh tế. Đứng sau đó là các đối thủ M-Credit, HD Saison và Home Credit. Các sản phẩm cho vay chính của FE Credit là cho vay tiền mặt và cho vay qua thẻ tín dụng.

Sau khi bán 49% cổ phần cho SMBC, dư nợ cho vay của FE Credit đạt đỉnh vào năm 2021 và suy giảm trong giai đoạn 2022-2023. Nợ xấu tăng mạnh là động lực cho quá trình tái cấu trúc toàn diện nhằm cải thiện quy trình quản lý cho FE Credit. Nợ xấu đã gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng của FE Credit, lợi nhuận trước thuế năm 2021 giảm mạnh từ mức 3,700 tỷ đồng năm 2020 về mức 610 tỷ đồng, trước khi lỗ 2 năm liên tiếp 2022 và 2023.

Dư nợ FE Credit giai đoạn 2018-2021 tăng trưởng CAGR khỏe mạnh ở mức 14%/năm. Năm 2022 là năm đầu tiên dư nợ tăng trưởng âm gần 9%. Sau khi SMBC tham gia sâu hơn vào VPB thông qua mua 15% cổ phần phát hành riêng lẻ đầu năm 2023. FE Credit đã chủ động hạn chế cho vay ra và ưu tiên xử lý giảm nợ xấu nội bảng. Dư nợ của doanh nghiệp cuối năm 2023 giảm hơn 18% so với cùng kỳ. FE Credit giai đoạn 2018-2021 chiếm tỷ trọng quanh mức 20-24% danh mục cho vay của VPB; Con số này cuối 2023 chỉ còn chiếm 10% danh mục vay của VPB.

Tại buổi hop Analyst Meeting Q2/2024, ban lãnh đạo cho biết FE Credit đã đến cuối của quá trình tái cơ cấu và dư nợ FE Credit đã tăng trưởng dương trở lại.

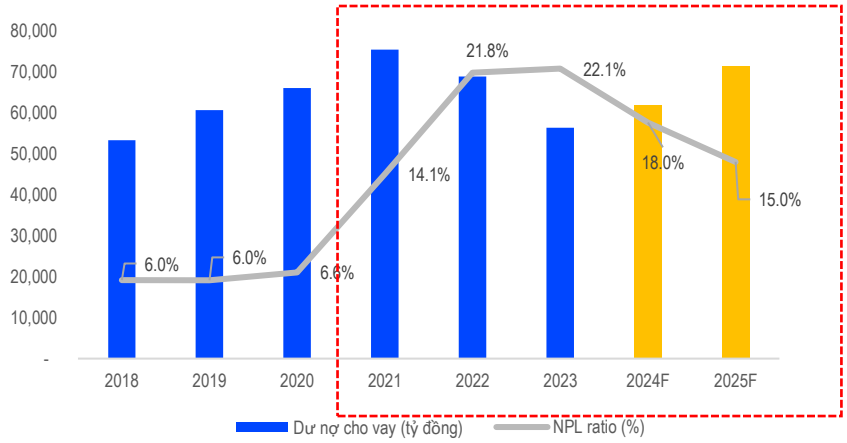
Về dài hạn, các yếu tố chính sau đây sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng mảng cho vay tiêu dùng cá nhân:

- Tăng trưởng GDP 5 năm tới của Việt Nam được dự báo đạt khoảng 6%-6.5%/năm.
- Tăng trưởng thu nhập và tỷ trọng tầng lớp trung lưu tăng nhanh. Theo báo cáo của Bộ Lao Động – Thương binh và Xã hội, tỷ lệ tầng lớp trung lưu dự báo tăng lên mức 26% vào cuối năm 2026 (từ mức 13% của năm 2023)
- Tỷ lệ cho vay hộ gia đình/GDP ở mức thấp so với các nước đang phát triển. Ước tính từ số liệu WorldBank, hiện tại chỉ số này của Việt Nam đang ở mức 28% vào cuối năm 2023, thấp hơn so với mức bình quân khoảng 79% của các nước đang phát triển.
- Sự hỗ trợ về mặt quy định từ phía NHNN. Thông tư 12/2024/TT-NHNN sửa đổi thông tư 39/2016/TT-NHNN, theo đó có bổ sung điều khoản cho vay tiêu dùng dưới 100 triệu đồng

không cần phương án sử dụng vốn khả thi. Sự thay đổi này giúp cho ngân hàng dễ tiếp cận nhóm khách hàng này hơn.

Chúng tôi dự phóng dư nợ cho vay của FE Credit sẽ tăng trưởng nhẹ dưới mức 10% trong năm 2024. Sau đó sẽ có sự phục hồi rõ nét hơn trong giai đoạn sau, bình quân giai đoạn 2024-2028F ở mức trên 20%, tập trung vào giai đoạn cuối 2025-2026.

Dư nợ cho vay và nợ xấu của FE Credit



Nguồn: VPB, Fiinpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam
Số liệu ước tính cho FE Credit, số liệu chi tiết không được VPB thông tin chia sẻ cụ thể sau 2021

4. Bảo hiểm OPES đạt nhiều bước tiến. VPBankS có nhiều tiềm năng nhưng cần thời gian

Bảo hiểm OPES được VPB mua lại vào cuối năm 2022. OPES cung cấp các gói bảo hiểm phi nhân thọ trên nền tảng số như bảo hiểm vật chất cho xe ôtô, bảo hiểm trách nhiệm dân sự cho xe máy và ôtô, bảo hiểm trễ máy bay, bảo hiểm nhà ở, gia đình... Trong năm 2023, bảo hiểm OPES đem về cho VPB 156.2 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. OPES đạt mục tiêu sẽ đặt 873 tỷ đồng năm 2024. Tới 6T/2024 OPES đã đạt được khoảng 28% kế hoạch năm. OPES đang cho thấy mức tăng trưởng tốt kể từ năm 2022, tuy vậy đóng góp LNTT lên VPBank vẫn còn tương đối khiêm tốn.

Công ty chứng khoán VPBankS hướng tới mục tiêu tăng thị phần môi giới, tăng cho vay margin và cung cấp sản phẩm wealth management. Nhờ vào mức vốn điều lệ 15,000 tỷ đồng từ VPB (mẹ) vào cuối năm 2022, dư nợ cho vay năm 2023 của VPBankS đã tăng trưởng 118.5%, đạt 7,168 tỷ đồng. Tính tới cuối Q2/2024, dư nợ cho vay của VPBankS đạt 9,000 tỷ đồng (+28% YTD) đem đến cho tập đoàn hơn 500 tỷ đồng LNTT. Tuy vậy, nếu so với kế hoạch lợi nhuân năm khoảng 1,902 tỷ đồng, VPBankS đang thực hiện kém hơn đáng kể. Quy mô cho vay của VPBankS vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng khi mà vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp này ở mức 16,445 tỷ đồng vào cuối 2023.

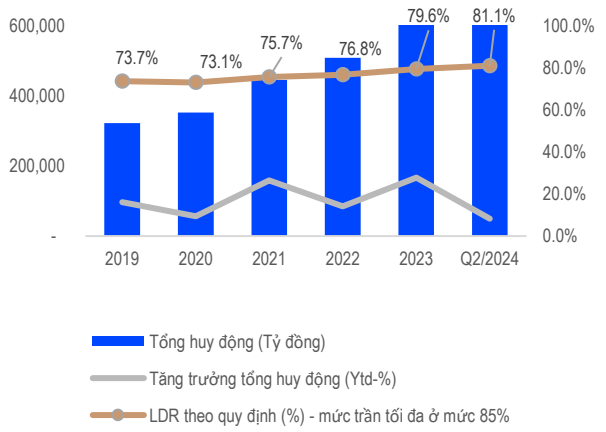
Tăng trưởng huy động vốn phù hợp với đà tăng mạnh tín dụng

Huy động tiền gửi khách hàng cải thiện lên mức 65-70%

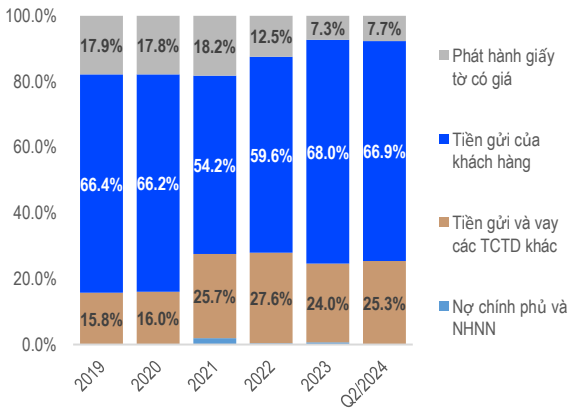
Nhờ vào giai đoạn lãi suất tiền gửi neo cao trong nửa đầu năm 2023 cùng với nhu cầu đi vay mở rộng kinh doanh giảm ở nhiều nhóm ngành, VPBank đã thành công trong việc hút lượng tiền gửi khách hàng vào hệ thống. Tỷ trọng tiền gửi khách hàng cuối năm 2022 ở mức 59.6%/tổng huy động thì cuối năm 2023 con số này đã tăng lên 68%/tổng huy động. Tỷ lệ LDR theo công bố của VPB (Mẹ) tới cuối Q2/2024 đang ở mức 81.1%, thấp hơn so với mức quy định 85% của NHNN. LDR của VPB (mẹ) đã tăng nhanh trong 2 năm gần đây, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới VPBank cần phải tiếp tục thu hút tiền gửi từ cả Thị trường 1 và 2 để hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng trong tương lai. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của VPB (mẹ) được kiểm soát tốt (23.5% cuối Q2/2024) và nằm dưới khá xa so với quy định của NHNN (30%).

Xét trong toàn ngành, VPBank có cơ cấu huy động tương đồng với nhiều ngân hàng tư nhân khác trong hệ thống.

Tổng huy động của VPBank giai đoạn 2019-2024

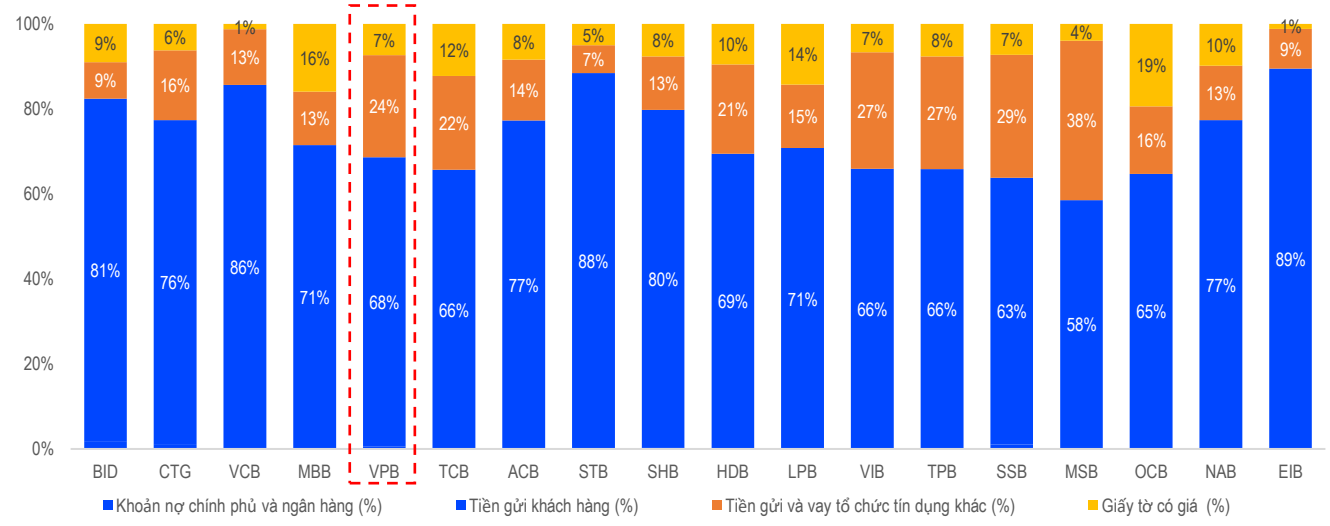


Cơ cấu tổng huy động của VPBank qua các năm(%)



Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu huy động của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE cuối 2023 (%)

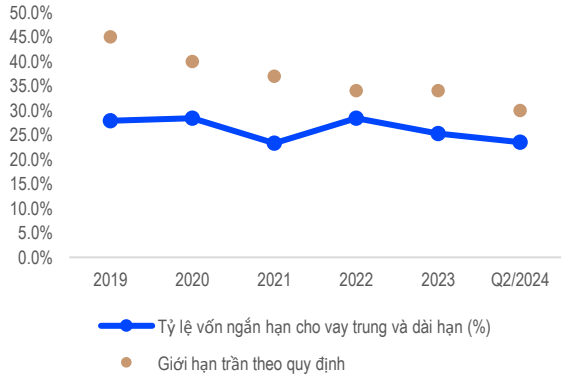


Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ LDR của VPB (Mẹ) (%)



Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của VPB (Mẹ) (%)



Nguồn: VPB, Fiinpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Kỳ vọng NIM cải thiện khi cho vay tiêu dùng tăng tốc

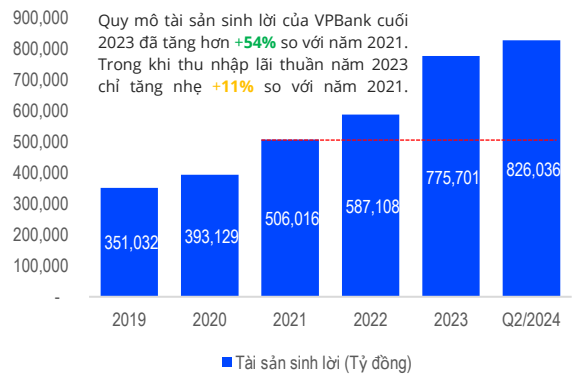
NIM thu hẹp nhanh khiến cho thu nhập lãi của VPBank gặp khó trong năm 2023

Bất chấp tài sản sinh lời tăng trưởng khả quan (+26%/năm), thu nhập lãi thuần của VPBank giai đoạn 2018-2023 trồi sụt và chỉ đạt mức tăng bình quân 9.1%/năm. Tuy nhiên, nếu tính riêng cho VPB (mẹ), mức tăng trưởng cùng giai đoạn đạt mức 20%/năm. Trong năm 2023, thu nhập lãi thuần của VPBank giảm nhẹ hơn 6.9% dù đây là một năm tăng trưởng tài sản sinh lời đạt hơn 32.1%.

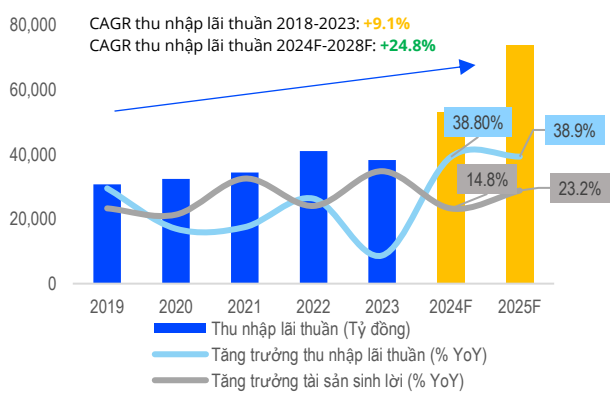
Sự tương phản này phản ánh kết quả kinh doanh đối lập giữa ngân hàng mẹ VPB (mẹ) và FE Credit. Tỷ trọng dư nợ cho vay của FE Credit/ Tổng dư nợ cho vay của VPBank đã giảm dần đều từ mức đỉnh 24.5% năm về mức chỉ khoảng 10%/Tổng dư nợ vay của VPBank. Thu nhập lãi thuần của FE Credit đạt đỉnh hơn 17,818 tỷ đồng vào năm 2019 (chiếm hơn 58% tổng thu nhập lãi thuần của VPBank) xuống chỉ còn 10,381 tỷ đồng năm 2023 (chiếm tỷ trọng hơn 27% tổng thu nhập lãi thuần của VPBank). Trong khi đó, hai công ty con mới được VPBank mua và sáp nhập vào kết quả kinh doanh từ năm 2022 là VPBankS và OPES chỉ đóng góp chưa tới 5% tổng thu nhập lãi của VPBank.

Về cơ cấu tài sản sinh lời, cho vay khách hàng bình quân quanh mức 70-76% tổng tài sản sinh lời. Ngoài cho vay khách hàng, chứng khoán nợ (bao gồm chủ yếu là danh mục trái phiếu chính phủ và chứng khoán nợ từ TCTD khác) cùng với thị trường liên ngân hàng và gửi NHNN sẽ được điều chỉnh linh hoạt tùy vào điều kiện thị trường.

Tài sản sinh lời của VPBank qua các năm (Tỷ đồng)



Thu nhập lãi thuần qua các năm 2019-2025F (Tỷ đồng)



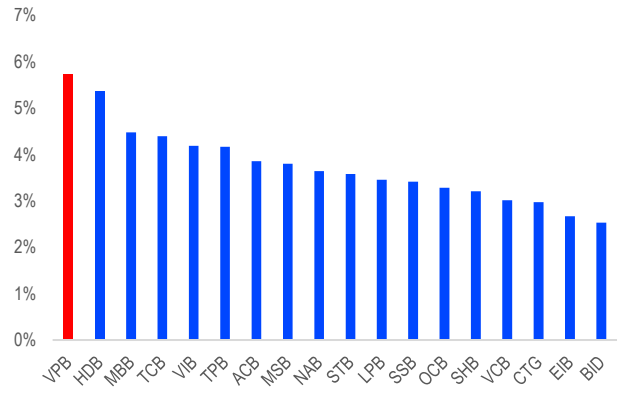
Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tài sản kết hợp cùng NIM nở rộng kỳ vọng giúp mảng kinh doanh lãi phục hồi

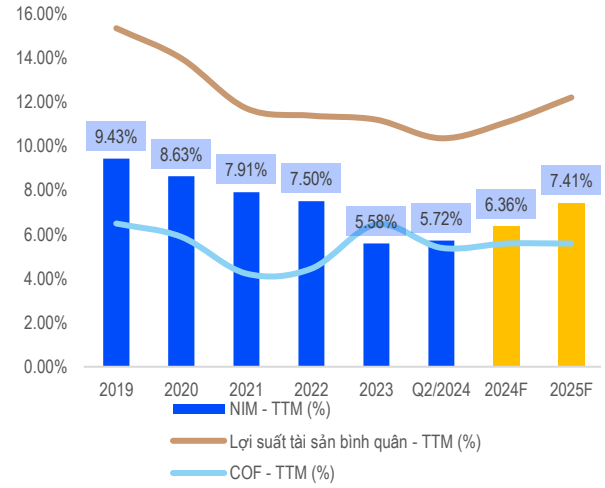
Với tỷ trọng cho vay tiêu dùng cao hơn các ngân hàng khác, nhóm khách hàng này thường có nợ xấu cao hơn nhiều so với nhóm KHDN. Do vậy, NIM hợp nhất của VPBank duy trì cao nhất trong nhóm các ngân hàng niêm yết trong nhiều năm. NIM hợp nhất của VPBank giảm liên tục 5 năm qua từ mức 9.43% cuối năm 2019 về mức 5.58% cuối năm 2023. Đà giảm mạnh này phần lớn đến từ sự suy giảm về NIM của FE Credit, từ mức 31.3% cuối năm 2019 về chỉ còn 14.3% vào cuối năm 2023. Trong khi đó, trừ năm 2023 (do diễn biến chung của toàn ngành), NIM của VPB (mẹ) tăng ổn định qua các năm.

Chúng tôi cho rằng việc FE Credit đi đến cuối của quá trình tái cấu trúc sẽ giúp cho mảng thu nhập lãi của VPBank tăng tích cực trong 2 năm tới. NIM đã có dấu hiệu tích cực khi tăng nhẹ trở lại về mức 5.7% vào cuối Q2/2024. Chúng tôi kỳ vọng NIM của tập đoàn có thể tăng về mức 6-7% trong giai đoạn này. Kết hợp với giả định tăng trưởng tài sản sinh lời 15% cho năm 2024 và 23.2% cho năm 2025, thu nhập lãi thuần của VPBank năm 2024F và 2025F có thể đạt mức tăng trưởng hơn 38% mỗi năm. Tài sản sinh lời cuối năm 2025 dự phóng tăng hơn gấp đôi so năm 2021.

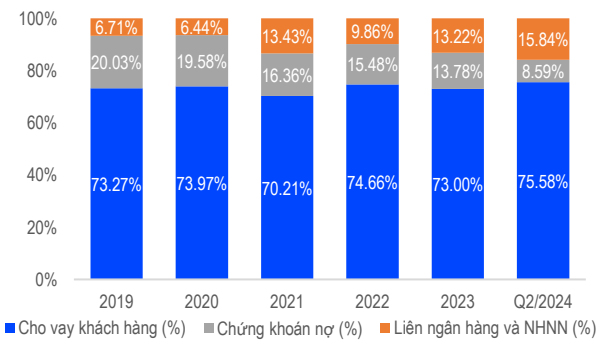
NIM (%) của VPBank so sánh với ngân hàng niêm yết trên HOSE Q2/2024



Biên lãi ròng (NIM), lợi suất tài sản (Asset yield) và chi phí vốn bình quân (COF) của VPBank (TTM)

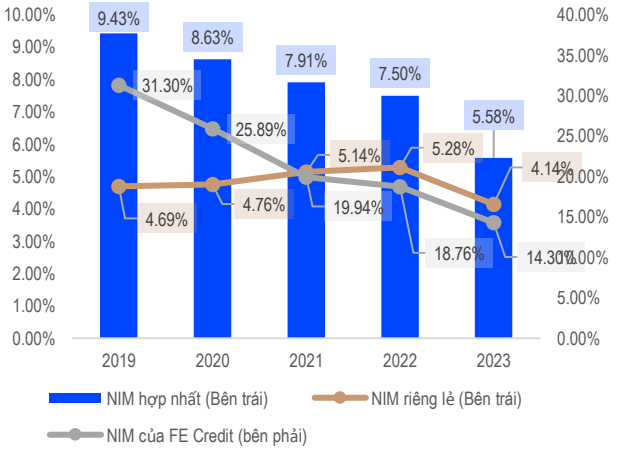


Cơ cấu tài sản sinh lời của VPBank (%)



Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biên lãi ròng (NIM), lợi suất tài sản (Asset yield) và chi phí vốn bình quân (COF) của VPB (mẹ) và FE (Credit) - (TTM)



Nguồn: Fiinpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Số liệu ước tính cho FE Credit, số liệu chi tiết không được VPB thông tin chia sẻ cụ thể sau 2021

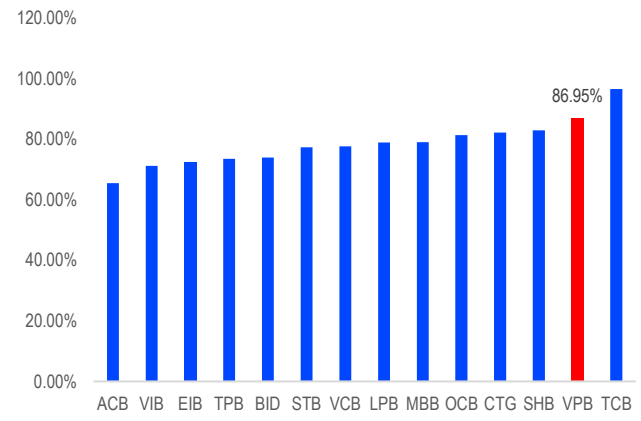
Chất lượng tài sản cho thấy nhiều dấu hiệu tích cực

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) ở mức cao nhất toàn ngành

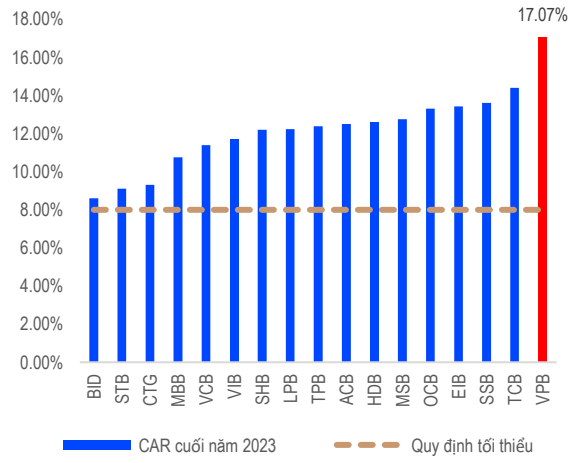
Sau khi nhận vốn từ SMBC, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của VPBank cuối năm 2023 cao nhất toàn ngành ở mức 17.07%. Đầu năm 2024, VPBank đã thực hiện chính sách trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông, CAR của VPBank giảm nhẹ và hiện tại đang ở mức trên 15%. VPBank cùng với TCB là 2 ngân hàng có Tài sản rủi ro tín dụng/tổng tài sản cao nhất, nhưng bộ đệm vốn của VPBank đủ dày để và vượt xa so với quy định 8% của NHNN.

Đi vào chi tiết, hệ số rủi ro cao của VPBank tập trung vào nhóm ngành như Bất động sản, xây dựng, sản xuất, đây là những nhóm ngành tập trung phần lớn là KHDN. Nhóm KHCN và SME, tập trung vào ngành cho vay cá nhân, vay mua nhà ở và dịch vụ/sản xuất hộ gia đình có hệ số rủi ro tín dụng bình quân thấp (75-80%). Với kỳ vọng mảng KHCN phục hồi trong thời gian tới, hệ số rủi ro tín dụng trong danh mục của VPBank sẽ giảm xuống và lợi thế CAR lớn tiếp tục duy trì trong 2 năm tới.

Tài sản rủi ro tín dụng/tổng tài sản tính đến cuối năm 2023

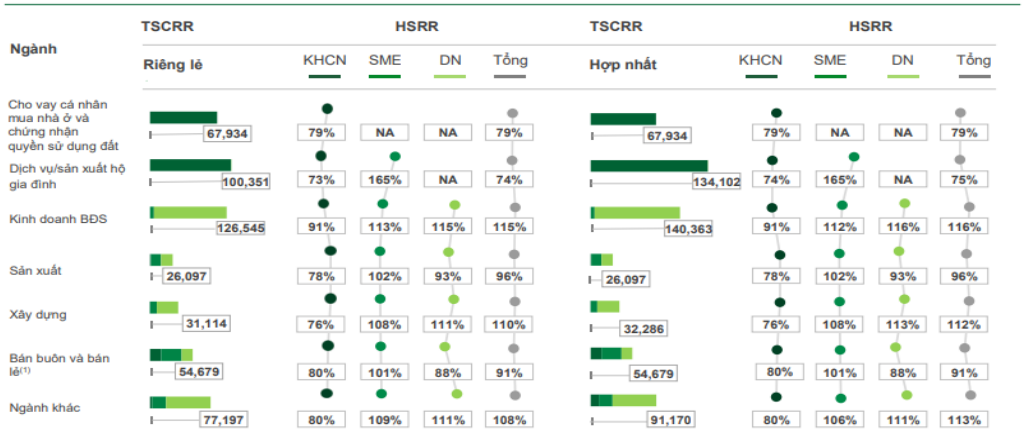


CAR của VPBank so với các ngân hàng khác cuối năm 2023



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Hệ số rủi ro tín dụng của VPBank theo báo cáo tỷ lệ an toàn vốn (%)



(1) Bán buôn và bán lẻ; Sửa chữa Ô tô, Mô tô, Xe máy và Xe có động cơ khác;

Nguồn: Báo cáo tỷ lệ an toàn vốn Q1/2024 của VPB, Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ nợ xấu công ty con kỳ vọng giảm, nhưng nợ xấu VPB (mẹ) tiếp tục neo cao

Tại ĐHĐCĐ năm 2024, VPB (mẹ) đặt mục tiêu sẽ kiểm soát nợ xấu tại ngân hàng mẹ dưới 3%. Chúng tôi cho rằng đây là mục tiêu tương đối thách thức cho ngân hàng mẹ trong bối cảnh dư nợ nhóm 2 cuối Q2/2024 ở mức 44,602 tỷ đồng (+43.4% Ytd), chiếm tỷ trọng 7.98% danh mục cho vay. Tỷ lệ nợ xấu của VPB (mẹ) hiện đang ở mức 3.31%, chúng tôi giả định tỷ lệ nợ xấu sẽ duy trì ở mức cao này đến hết năm 2024.

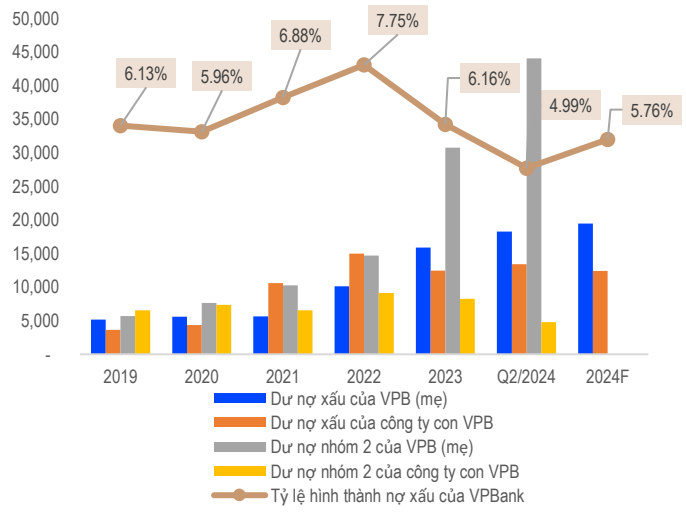
Tỷ lệ nợ xấu tại FE Credit không được ban lãnh đạo chia sẻ cụ thể con số mục tiêu. Dựa trên giả định của chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu của FE Credit sẽ về dưới 20% cuối năm 2024 và 15% trong năm 2025.

Tỷ lệ nợ xấu của cả tập đoàn theo đó sẽ duy trì ở mức 5.1% trong năm 2024, trước khi giảm vào năm 2025. Con số tỷ lệ nợ xấu ở trên không tính đến nợ xấu tái cơ cấu theo Thông tư 02/2023/TT-NHNN hết hạn vào cuối năm 2024, VPBank cho biết đã trích lập đầy đủ chi phí dự phòng cho nhóm nợ này theo quy định của NHNN.

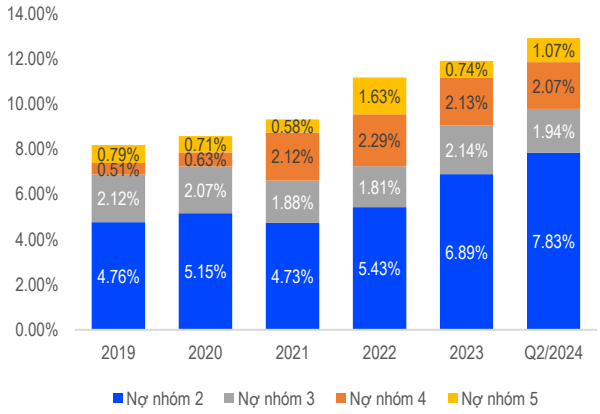
Về tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VPBank, ngân hàng cho biết sẽ tiếp tục duy trì chính sách trích lập như hiện tại. LLR của VPBank thường biến động quanh trong khoảng 45-55%, chúng tôi giả định tỷ lệ này sẽ duy trì 52% cuối năm 2024 và tăng lên 55% năm 2025. Lý do VPBank có thể trích lập dự phòng ở mức quanh 50% đến từ tỷ lệ Loan-to-Value (LTV) ở mức thấp khoảng 37% vào Q2/2024. Trong đó, đối với các khoản vay mua nhà tỷ lệ LTV ở mức 50%, và các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản có tỷ lệ LTV quanh mức 30%. *

Với dự phóng về nợ xấu và trích lập dự phòng, chúng tôi cho rằng VPB sẽ tiếp tục chịu áp lực tăng chi phí trích lập trong 2 năm tới để thực hiện xóa và xử lý nợ xấu nội bảng.

Dư nợ nhóm 2 và dư nợ xấu NPL của VPBank (%)

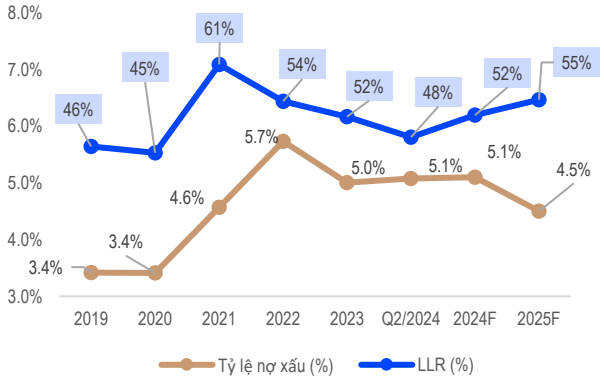


Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 của VPBank (%)

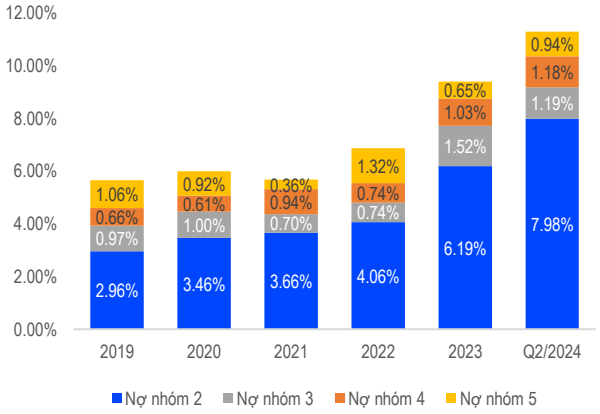


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Chi phí rủi ro tín dụng, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB (hợp nhất)



Nợ nhóm 2-5 của VPB (mẹ) (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

**Theo quy định, các TCTD sẽ phải trích lập dự phòng cụ thể theo công thức (công thức chi tiết có quy định trong Nghị định 86/2024/NĐ-CP):*

(Dư nợ gốc –giá trị khấu trừ tài sản đảm bảo) x Tỷ lệ trích lập dự phòng cụ thể

Tỷ lệ trích lập dự phòng cụ thể Nhóm 1: 0%; Nhóm 2: 5%; Nhóm 3: 20%; Nhóm 4: 50%; Nhóm 5: 100%

Dự phòng chung sẽ phải trích 0.75% nợ từ nhóm 1 đến nhóm 4

Thu nhập ngoài lãi vẫn còn gặp nhiều khó khăn

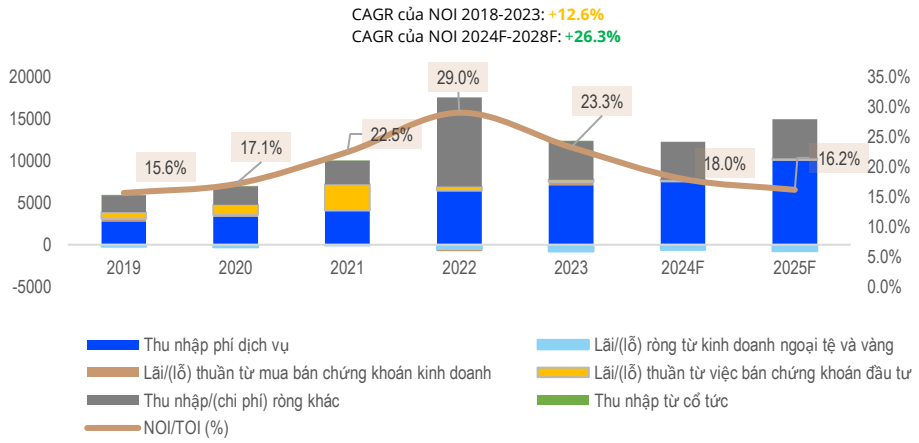
Tăng trưởng trở lại từ mức nền thấp

Tương tự với nhiều ngân hàng khác, mảng thu nhập phí dịch vụ của VPB trong 2 năm gần nhất chịu ảnh hưởng bởi sự ảm đảm của mảng bảo hiểm nhân thọ. Tuy vậy, xu thế thanh toán không sử dụng tiền mặt giúp phí dịch vụ liên quan tới thanh toán và thẻ tăng trưởng khả quan. Trong Q2/2024, mảng phí dịch vụ bảo hiểm giảm tới 54% YoY; mảng thẻ và thanh toán tăng trưởng lần lượt 20.2% và 13.7% YoY. Thông tư 34/2024/TT-NHNN mới được ban hành đã bỏ thông qua quy định cấm ngân hàng thực hiện đại lý bảo hiểm đối với sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng mảng

bancasurance trong phần còn lại của năm 2024 nhiều khả năng sẽ tiếp tục ảm đạm và chỉ tăng trưởng nhẹ trở lại trong năm 2025.

Thu nhập ngoài lãi năm 2024 được chúng tôi dự phóng ở mức 11,623 tỷ đồng, đi ngang so với 2023, và tăng trưởng ở mức 22% cho năm 2025, đạt 14,183 tỷ đồng. Ngoài mảng thu nhập phí dịch vụ, VPBank đang đẩy mạnh thu hồi nợ, với dư nợ xấu ở mức cao trong 2 năm gần đây, chúng tôi cho rằng VPBank có thể tăng trưởng thu nhập khác liên quan tới xử lý tài sản từ nợ xấu.

Thu nhập ngoài lãi (NOI) của VPBank (Tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

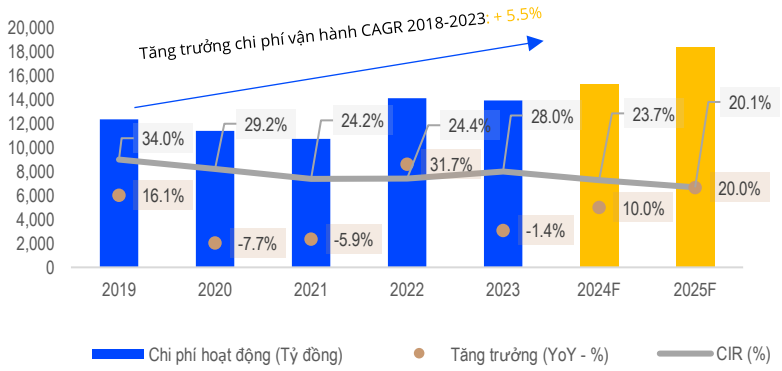
* Năm 2022, VPB ghi nhận lợi nhuận khác đột biến hơn 8,000 tỷ đồng từ ký kết phân phối độc quyền Bancasurance với AIA

Tỷ lệ chi phí/ tổng thu nhập (CIR) đặt dự phóng kiểm soát quanh 20-25%

1. Chi phí hoạt động tăng trưởng phù hợp với tốc độ tăng trưởng của VPBank

Chi phí hoạt động: năm 2023, số lượng nhân sự theo báo cáo của VPBank đã giảm hơn 4,000 nhân sự, nhờ vậy chi phí vận hành trong năm giảm nhẹ. Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động của VPBank sẽ tăng ở mức 10% cho năm 2024F và tăng 20% cho năm 2025, phù hợp với giả định phục hồi mảng tín dụng KHCN vào năm 2025.

Chi phí hoạt động và CIR (%)

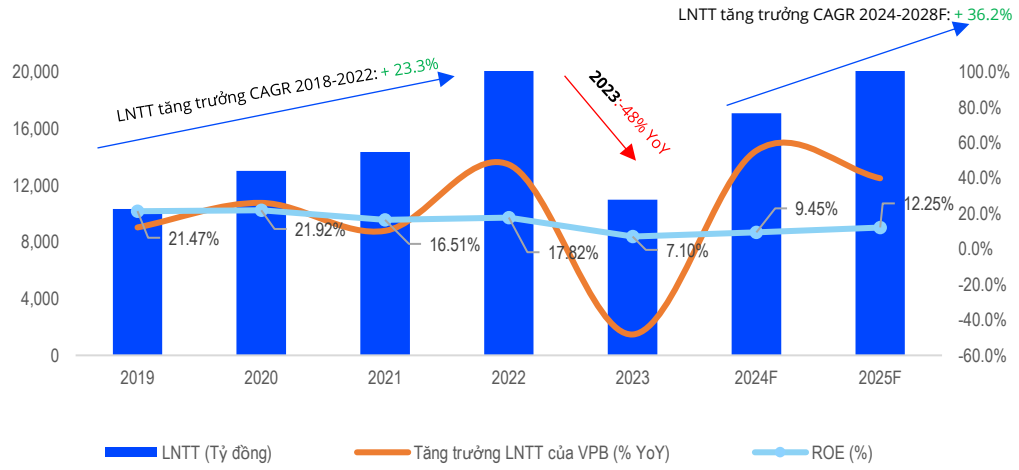


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng quay lại đà tăng trưởng kể từ sau 2024

Với những giả định đã được đề cập ở những phần trước của báo cáo, chúng tôi cho rằng LNTT của VPBank đã tạo đáy tại năm 2023 và kỳ vọng sẽ tăng trưởng khả quan trong các năm tiếp theo. Trong năm 2024, LNTT được chúng tôi dự phóng đạt 17,095 tỷ đồng (+55.6% YoY), thấp hơn với kế hoạch mục tiêu năm của doanh nghiệp ở mức 23,165 tỷ đồng. Năm 2025, LNTT của VPBank kỳ vọng sẽ tiếp đà phục hồi và tăng ở mức 40%. Xét bình quân cho giai đoạn 2024-2028F, tăng trưởng bình quân lợi nhuận được chúng tôi dự báo có thể đạt 36.12%/năm. (mức nền thấp do LNTT năm 2023 giảm sâu).

LNTT và ROE của VPBank qua các năm



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024-2028

Tổng hợp giả định dự phóng kết quả kinh doanh

Giả định tăng trưởng cho giai đoạn 2024-2028F:

- Tổng tài sản tăng trưởng : 19.4%/năm
- Tổng tín dụng tăng trưởng: 21.5%/năm
- Vốn chủ sở hữu tăng trưởng: 12.9%/năm (trên giả định trả cổ tức tiền mặt 30% lợi nhuận năm)
- Hệ số CAR mục tiêu quanh mức 14%
- Tỷ lệ nợ xấu đạt đỉnh 5.1% trước khi giảm dần đều về dưới 4%
- Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng kiểm soát quanh mức 4.5-5%
- NIM cải thiện dần về mức 7.5% cuối năm 2028
- LNTT tăng trưởng: 36.2%/năm

Một số chỉ tiêu chính	2022	2023	YoY	2024F	YoY	2025F	YoY
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN) (tỷ đồng)	471,230	590,947	+25.4%	717,941	+21.5%	893,306	24.4%
Tiền gửi khách hàng (tỷ đồng)	303,151	442,368	+45.9%	508,724	+15.0%	635,905	25.0%
NPL (%)	5.73	5.01		5.10		4.5	
NIM (%)	7.50	5.58		6.36		7.41	
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,021	38,175	-6.9%	53,001	+38.8%	73,585	39.0%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	16,776	11,569	-31.0%	11,623	+0.5%	14,183	22.0%
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	**57,797**	**49,743**	**-13.9%**	**64,624**	**+29.9%**	**87,767**	**35.8%**
Chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(22,461)	(24,844)	+10.6%	(32,226)	+29.7%	(45,474)	+41.1%
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	(14,116)	(13,912)	-1.4%	(15,303)	+10.0%	(18,364)	+20%
LNTT (tỷ đồng)	**21,220**	**10,987**	**-48.8%**	**16,170**	**+55.6%**	**23,930**	**40.0%**

Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng LNTT của VPBank ở mức 16,170 tỷ đồng (+55.6% YoY). Kết thúc 6T/2024, LNTT của VPBank đạt được ở mức 8,493 tỷ đồng, đạt 52.5% dự phóng năm của chúng tôi. Trong năm 2025, mức LNTT của VPBank kỳ vọng đạt 23,930 tỷ đồng (+40% YoY).

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 25,000

Chúng tôi đưa ra định giá ban đầu về Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 25,000 đồng, tiềm năng tăng giá là 31.6%.

Phương pháp định giá

Phương pháp định giá so sánh P/B: Với giả định VPB sẽ về mức CAR tối ưu quanh 14% vào năm 2026, chúng tôi lấy P/B mục tiêu 1.5x trên mức nền năm 2026 (mức trung bình các ngân hàng niêm yết trên HOSE, trừ nhóm NHTMCP Nhà nước). P/B mục tiêu tương đương tại thời điểm ra báo cáo ở mức 1.3x. Với BVPS năm 2024 ở mức 18,846 đồng/cp, mức giá cổ phiếu VPB mục tiêu 12 tháng tới tới tương ứng ở mức 24,584 đồng/cp

Với phương pháp Thặng dư thu nhập (Residual Income), giá trị cổ phiếu mục tiêu của VPB được ước tính ở mức 25,357 đồng/cp.

Chi phí vốn	
Chi phí vốn (%)	**13.2**
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.9
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.00
Beta	1.15

Phương pháp RI

(Đơn vị: tỉ VND)	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Chi phí vốn (%)	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
Chi phí vốn sau 2028					13.2%
LNST	13,676	19,144	28,852	38,468	47,014
Lợi nhuận thặng dư (RI)	-5,501	-1,555	5,927	12,421	17,003
Giá trị hiện tại RI	**-5,169**	**-1,290**	**4,343**	**8,036**	**9,713**

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	**171,165**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

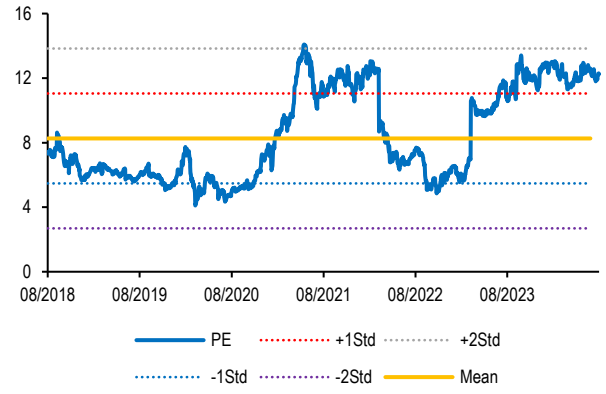
Giá trị hiện tại dài hạn	97,778
Giá trị hiện tại RI	15,632
Vốn ban đầu	138,067
Chiết khấu do tính chất phức tạp của tập đoàn (%)	20%
Tổng giá trị	201,182
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	7.93
Giá mục tiêu (VND)	**25,357**

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	25,357
P/B target (1.3x)	40%	24,584
Giá mục tiêu (VND)	**25,048**	

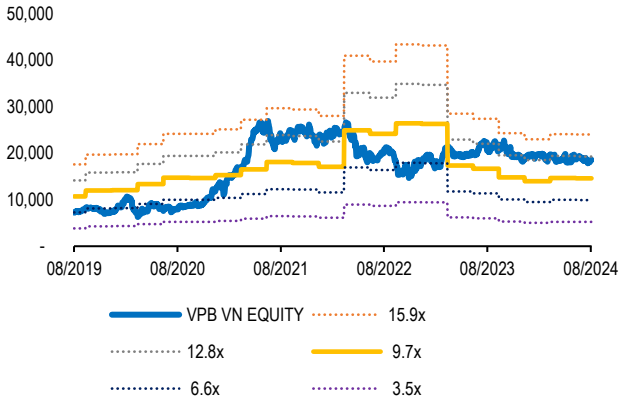
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

PER của VPB



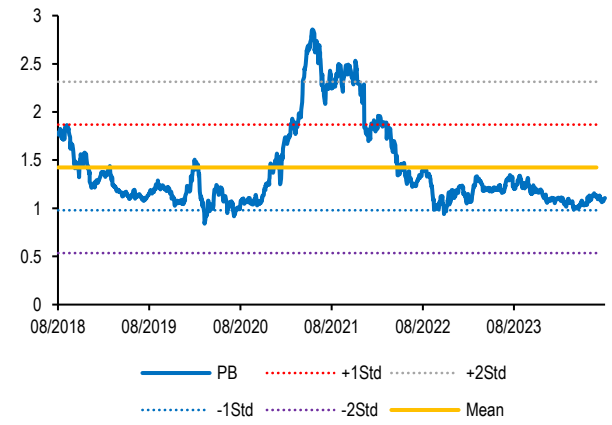
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER Band của VPB



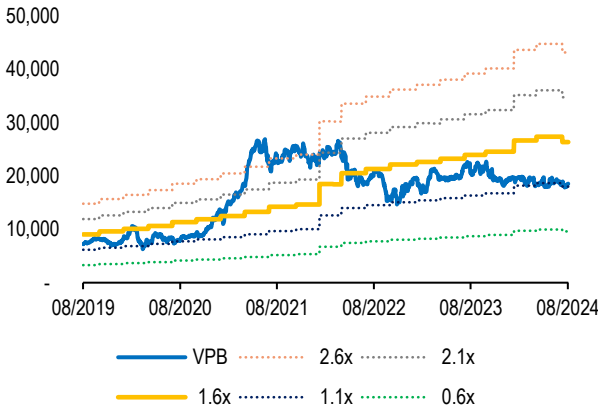
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VPB



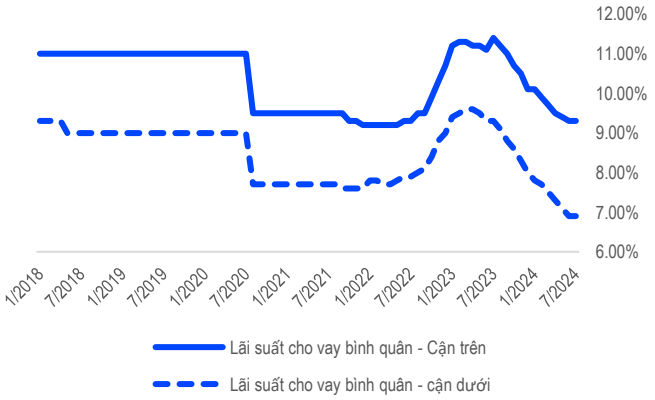
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR Band của VPB



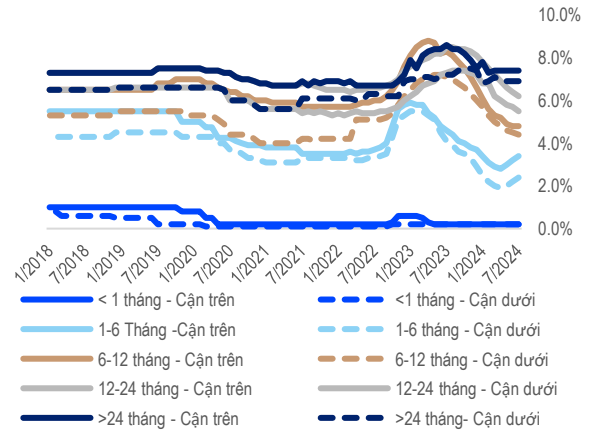
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam



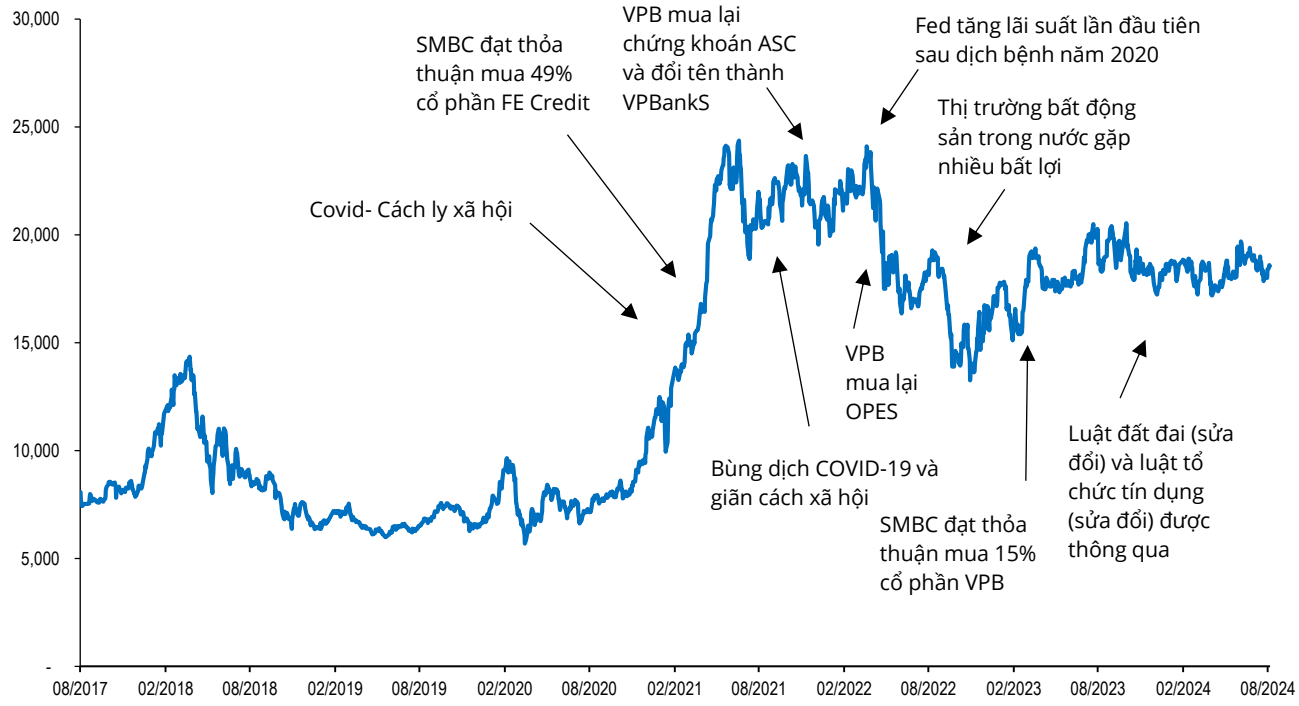
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất tiền gửi bình quân tại Việt Nam



Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của VPB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro suy thoái/suy thoái kinh tế

Tăng trưởng tín dụng của VPBank trong năm 2024-2025 thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức > 20% do nhu cầu vay vốn của doanh nghiệp và cá nhân yếu. Lãi suất tiền gửi tăng nhanh hơn dự kiến có thể tác động tiêu cực lên NIM của VPBank.

Nguy cơ nợ xấu gia tăng

Nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến, chất lượng tài sản suy yếu khiến chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng nhanh hơn dự kiến. Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến cũng khiến cho quá trình thu hồi và thanh lý tài sản gặp nhiều khó khăn hơn.

FE Credit tăng trưởng không như kỳ vọng sau khi tái cơ cấu

Thị trường cho vay tiêu dùng không phục hồi như dự báo của chúng tôi. Với đóng góp đáng kể vào thu nhập lãi của VPBank, việc FE Credit không thể tăng trưởng và đánh mất thị phần có thể ảnh hưởng tiêu cực lên kết quả kinh doanh của VPB.

Appendix: Financial statements

Cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tổng tài sản	**547,409**	**631,013**	**817,700**	**937,658**	**1,151,256**
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,346	2,658	2,285	2,544	3,180
Tiền gửi tại NHNN	10,861	9,935	8,423	10,174	12,718
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	57,105	47,965	94,094	72,335	92,706
Chứng khoán kinh doanh	6,971	7,793	12,326	16,048	20,886
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	103	-	-	-	-
Cho vay khách hàng	345,390	424,662	551,622	673,972	843,977
Hoạt động mua nợ	959	893	822	822	822
Chứng khoán đầu tư	75,798	83,076	94,587	100,507	106,841
Góp vốn, đầu tư dài hạn	250	189	189	189	189
Tài sản cố định	1,873	1,858	1,924	1,924	1,924
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Tài sản Có khác	45,754	51,981	51,428	59,142	68,014
Tổng nợ	**461,131**	**527,511**	**677,753**	**788,138**	**988,336**
Nợ chính phủ và NHNN	8,454	1,929	4,118	4,118	4,118
Tiền gửi và vay các TCTD khác	114,619	140,249	156,357	194,966	251,922
Tiền gửi của khách hàng	241,837	303,151	442,368	508,724	635,905
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	104	62	22	22	22
Phát hành giấy tờ có giá	81,296	63,700	47,787	47,787	57,345
Các khoản nợ khác	14,821	18,419	27,100	32,520	39,024
Vốn chủ sở hữu	**86,278**	**103,502**	**139,947**	**149,520**	**162,921**
Vốn của tổ chức tín dụng	43,374	66,551	103,332	103,332	103,332
Quỹ của tổ chức tín dụng	12,559	13,535	12,233	15,545	18,273
Lợi nhuận chưa phân phối	22,439	16,752	19,149	25,136	34,852
Lợi ích của cổ đông thiểu số	7,906	6,664	5,232	5,506	6,463
Tổng cộng nguồn vốn	**547,409**	**631,013**	**817,700**	**937,658**	**1,151,256**

Kết quả hoạt động

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi	50,827	62,200	76,557	92,252	121,141
Chi phí lãi	(16,478)	(21,179)	(38,383)	(39,252)	(47,557)
Thu nhập lãi thuần	**34,349**	**41,021**	**38,175**	**53,001**	**73,585**
Từ hoạt động dịch vụ	4,059	6,438	7,096	7,543	10,104
Từ hoạy động kinh doanh ngoại hối vàng	(76)	(618)	(806)	(629)	(777)
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	9	(149)	380	-	-
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	3,151	509	250	195	207
Từ hoạt động khác	2,808	10,584	4,646	4,506	4,641
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	2	13	3	8	8
Tổng thu nhập ngoài lãi	**9,953**	**16,776**	**11,569**	**11,623**	**14,183**
Tổng thu nhập hoạt động	**44,301**	**57,797**	**49,743**	**64,624**	**87,767**
Chi phí hoạt động	(10,719)	(14,116)	(13,912)	(15,303)	(18,364)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	33,583	43,681	35,832	49,321	69,404
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(19,219)	(22,461)	(24,844)	(32,226)	(45,474)
Tổng lợi nhuận trước thuế	**14,364**	**21,220**	**10,987**	**17,095**	**23,930**
Thuế TNDN	(2,887)	(4,311)	(2,346)	(3,419)	(4,786)
Tổng lợi nhuận sau thuế	**11,477**	**16,909**	**8,641**	**13,676**	**19,144**
LNST thuộc về công ty mẹ	11,721	18,168	10,053	13,402	18,187

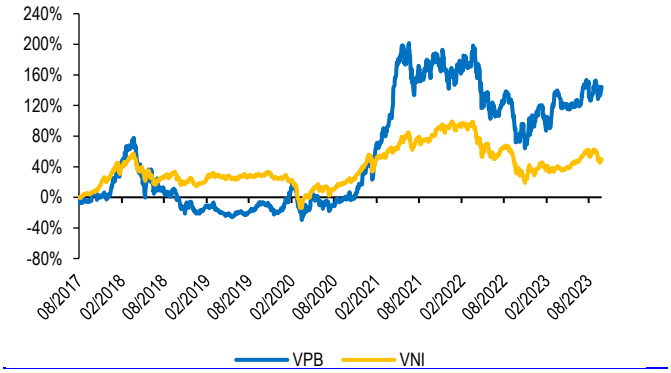
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	22.17	23.38	29.19	22.00	25.00
Tiền gửi của khách hàng	3.60	25.35	45.92	15.00	25.00
Vốn chủ sở hữu	63.43	19.96	35.21	6.84	8.96
Tổng tài sản	30.64	15.27	29.59	14.67	22.78
Thu nhập lãi thuần	6.19	19.42	(6.94)	38.84	38.84
Thu nhập ngoài lãi	48.83	68.56	(31.04)	0.47	22.02
PPOP	21.49	30.07	(17.97)	37.65	40.72
LNTT	10.33	47.73	(48.22)	55.59	39.99
LNST	10.21	47.33	(48.90)	58.27	39.99
Lợi nhuận (%)					
NIM	7.91	7.50	5.58	6.36	7.41
ROA	2.4	2.9	1.2	1.6	1.8
ROE	16.5	17.8	7.1	9.4	12.3
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	146.91	144.59	128.01	135.80	135.80
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	6.34	6.10	5.84	6.27	7.07
Tỷ lệ NPL (%)	4.57	5.73	5.01	5.10	4.50
Tỷ lệ LLR (%)	60.89	54.40	51.68	51.94	54.67
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	5.95	5.66	4.95	5.13	5.85
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	5.45	5.26	4.68	34.93	37.54
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	2,547	2,507	1,089	1,724	2,413
BPS	19,149	15,349	17,639	18,846	20,535
PPOB/Share	7,453	6,478	4,516	6,216	8,748

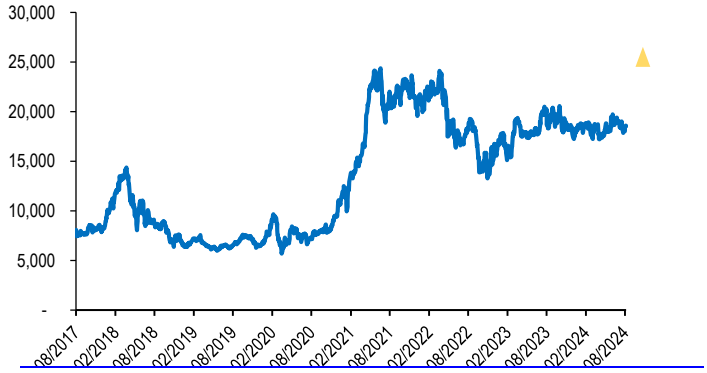
Source: Company data, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
30/08/2024 (Báo cáo lần đầu)	MUA	25,000	21.9	10/40

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Phuong Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VPB VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from Nguồns deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang,Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, HCM City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000