

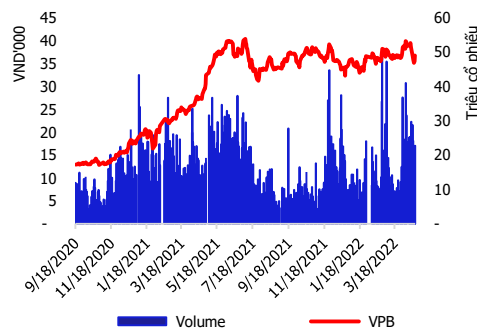
BÁO CÁO ĐẦU TƯ

Bứt phá ngoạn mục, VPBank vững bước
tới kỷ nguyên tăng trưởng mới

 VPBank

MUA

Ngày viết báo cáo	10/05/2022
Giá thị trường hiện tại	33,300 VND
Giá mục tiêu	57,100 VND
Tăng/giảm (%)	+71.5%
Bloomberg	VPB VN
Vốn hóa (tỷ VND)	148,923
Biến động 52 tuần (VND/cp)	27,200-40,400
GTGDBQ 12T (tỷ VND)	678
Giới hạn Sở hữu NĐTNN (%)	17.5%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	17.03%

Diễn biến giá cổ phiếu

	1T	3T	12T
VPB (%)	-0.1%	7.3%	35.2%
VNIndex (%)	-8.3%	-6.4%	12.3%

Cổ đông

	Tỷ lệ sở hữu
Dragon Capital	5.12%
Ông Ngô Chí Dũng	4.81%
Bà Hoàng Anh Minh	4.78%
Bà Vũ Thị Quyên	4.77%
Bà Kim Ngọc Cẩm Ly	4.20%

Đỉnh Công Lý

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Dương Thiện Chí

Chi.duongthien@mbs.com.vn

Trần Thái Bình

Binh.tran thai@mbs.com.vn

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)**BÚT PHÁ NGOẠN MỤC, VPBANK VỮNG BƯỚC TỚI KỶ NGUYÊN TĂNG TRƯỞNG MỚI**

Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **VPB** với mức giá mục tiêu **57,100 VND/cp** (+71.5% upside) dựa trên: (i) kế hoạch kinh doanh tham vọng từ nền tảng vốn tăng trưởng mạnh mẽ; (ii) thu nhập ngoài lãi tăng đột biến nhờ khoản phí hỗ trợ từ hợp đồng banca với AIA; (iii) mảng cho vay tiêu dùng hồi phục mạnh mẽ và đóng góp đáng kể vào KQKD chung; (iv) hiệu quả hoạt động được nâng lên tầm cao mới; (v) quy mô và trải nghiệm khách hàng được nâng cao nhờ chuyển đổi số.

Luận điểm đầu tư

Kế hoạch kinh doanh tham vọng từ nền tảng vốn tăng trưởng mạnh mẽ. VPBank đã công bố kế hoạch kinh doanh năm 2022 với mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ toàn diện. Ngoài kế hoạch LNTT 29,662 tỷ đồng (+107% so với thực hiện 2021), tăng trưởng tín dụng mục tiêu năm 2022 của ngân hàng là 35%, trong đó động lực chủ yếu đến từ mảng cho vay bán lẻ bao gồm KHCN và SME của ngân hàng mẹ. Chúng tôi cho rằng điều này hoàn toàn có cơ sở khi mà hiện tại mức CAR của ngân hàng này đã đạt 15.3% vào cuối Q1/2022 và đạt tăng trưởng tín dụng hơn 8.6% trong quý.

Tăng trưởng vững chắc từ các khối chiến lược trong bối cảnh quy mô và trải nghiệm khách hàng được nâng cao nhờ chuyển đổi số. Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ tại ngân hàng mẹ đạt 10.3% đóng góp chủ yếu từ các khối chiến lược (RB và SMEs) song hành cùng tăng trưởng huy động 11.5%, giúp đảm bảo tốt các tỷ lệ an toàn thanh khoản. Chuyển đổi số được xem là yếu tố then chốt trong quá trình tăng trưởng vượt bậc của các khối RB và SMEs, giúp ngân hàng này không chỉ gia tăng nhanh chóng quy mô tập khách hàng mà còn nâng cao hiệu quả hoạt động. Hiện nay, tổng số khách hàng VPBank (cả ngân hàng mẹ và các công ty con) đã cán mốc gần 20 triệu khách hàng. Số lượng khách hàng mới đăng ký sử dụng dịch vụ qua kênh số hóa trong quý 1 đạt 90%, tăng 13% so với thời điểm cuối năm 2021. Ngoài ra, việc liên tiếp cho ra đời các sản phẩm số hóa mang tính sáng tạo đã giúp gia tăng đáng kể trải nghiệm người dùng với các dịch vụ số hóa của ngân hàng.

Mảng cho vay tiêu dùng bước đầu hồi phục và đóng góp vào KQKD chung.

Trong Q1/2022, ước tính FE Credit đã ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng dương so với cuối năm 2021 và đóng góp 6% trong tổng LNTT hợp nhất của VPBank. FE Credit có cơ sở vững vàng để hoàn thành kế hoạch kinh doanh với LNTT đạt từ 5,000-6,000 tỷ đồng trong năm 2022 bên cạnh việc ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng trong năm 2021 khi các khoản nợ của người đi vay dần được cải thiện trong điều kiện nền kinh tế hồi phục, đồng thời tăng trưởng tín dụng của công ty tài chính số 1 Việt Nam cũng sẽ bứt phá trong năm nay khi nhu cầu bị nén lại khá nhiều do đại dịch.

Thu nhập ngoài lãi tăng đột biến nhờ khoản phí hỗ trợ từ hợp đồng banca với AIA.

KQKD Q1/2022 của VPBank có nhiều điểm nhấn, trong đó phải kể đến việc ghi nhận khoản phí hỗ trợ từ hợp đồng bancassurance với AIA giúp thu nhập ngoài lãi của ngân hàng này tăng hơn 4 lần so với cùng kỳ năm 2021. Điều này không chỉ giúp gia tăng KQKD của ngân hàng trong năm 2022, mà còn cho thấy cam kết cao của VPBank trong việc cung cấp toàn diện các dịch vụ tài chính tới khách hàng của mình. Kể từ khi ký kết thỏa thuận lần đầu năm 2017, VPBank luôn nằm trong nhóm các ngân hàng có doanh số bán bảo hiểm nhân thọ cao nhất và trong Q1 vừa qua đang đứng thứ 6 toàn thị trường. Cho đến nay, hoạt động phân phối bảo hiểm AIA đã được triển khai ở 237 chi nhánh của VPBank.

Duy trì hiệu quả hoạt động hàng đầu ngành. Hiệu quả hoạt động tiếp tục là yếu tố nổi bật trong KQKD Q1/2022 của VPBank khi đạt mức thấp kỷ lục 16.4%. Điều này đạt được nhờ đóng góp của khoản phí hỗ trợ từ hợp đồng bancassurance giúp TOI tăng trưởng mạnh. Nếu loại bỏ khoản phí ghi nhận một lần này, CIR hợp nhất đạt 23.4%, tương đương với mức thấp trong Q4/2021. Điều này cho thấy VPBank vẫn duy trì hiệu quả hoạt động rất cao so với các ngân hàng khác và sẽ tiếp tục tối ưu CIR thông qua số hóa và tự động hóa. Chúng tôi dự phóng mức CIR của ngân hàng sẽ đạt 24.5% trong năm 2022 với kỳ vọng ngân hàng gia tăng mạnh OPEX trong năm nhằm thực hiện chiến

lược mở rộng các mảng kinh doanh. Ngoài ra, ROA và ROE cũng tăng trưởng mạnh lên mức 3.9% và 26.0% trong Q1/2022 so với mức chỉ 2.5% và 19.8% của năm 2021.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **57,100 VND/cp** dựa trên 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI) và định giá tương đối (so sánh P/B và P/E). Chúng tôi sử dụng chi phí sử dụng vốn cổ phần (Re) ở mức 13.5% cho phương pháp RI và mức P/B 2.0x cũng như P/E 11.8x cho phương pháp định giá tương đối (so sánh P/B và P/E).

Bảng 1: Tóm tắt

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021A	2022F	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	39,033	44,301	65,413	77,718
LN trước thuế và DPRRTD	VND bn	27,641	33,583	49,387	58,677
Tăng trưởng (%)	%	15.1%	21.5%	47.1%	18.8%
Chi phí DPRRTD	VND bn	14,622	19,219	19,265	27,201
Tăng trưởng (%)	%	6.8%	31.4%	0.2%	41.2%
Tăng trưởng (%)	%	26.1%	10.3%	109.7%	4.5%
LNST	VND bn	10,414	11,477	24,069	25,151
Tăng trưởng (%)	%	26.1%	10.2%	109.7%	4.5%
EPS cơ bản (VND)	VND	4,271	2,647	4,486	4,386
Giá trị sổ sách (VND)	VND	20,867	17,394	26,454	30,840
ROAA (%)	%	2.6%	2.4%	3.8%	3.1%
ROAE (%)	%	21.9%	16.5%	20.6%	15.8%
P/E	times	7.8x	12.6x	7.4x	7.6x
P/B	times	1.6x	1.9x	1.3x	1.1x

Nguồn: VPB FS, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Cập nhật ĐHĐCD 2021

Ngày 29/04/2022, VPBank đã tổ chức ĐHĐCD 2021 với nội dung chính: (1) đề xuất kế hoạch kinh doanh cho năm 2022, (2) xin ý kiến chấp thuận để mua lại Công ty Bảo hiểm OPES và tăng mức đầu tư tối đa cho Công ty chứng khoán lên 20.000 nghìn tỷ và (3) đề xuất kế hoạch tăng vốn. Kế hoạch tăng vốn bao gồm (1) phát hành ESOP 30 triệu cổ phiếu (tương đương 0,675% số cổ phiếu đang lưu hành) với giá phát hành dự kiến là 10.000 đồng/cổ phiếu, được lấy từ 60,2 triệu cổ phiếu quỹ hiện tại và dự kiến phát hành vào Q2/2022, (2) chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 50% (dự kiến thực hiện Q2-Q3/2022), (3) phát hành riêng lẻ 15% cổ phần cho cổ đông chiến lược nước ngoài.

Kế hoạch năm 2022 bao gồm tăng trưởng tín dụng 35% YoY (con số tăng trưởng chính thức tùy thuộc vào quyết định của Ngân hàng Nhà nước NHNN về việc phân bổ hạn mức tín dụng), tăng trưởng nguồn huy động (bao gồm tiền gửi của khách hàng và giấy tờ có giá) là 28 %YoY, Nợ xấu riêng lẻ theo TT11 được giữ ở mức dưới 2% và Lợi nhuận trước thuế (LNTT) là 29,7 nghìn tỷ đồng (+107% YoY).

Đáng chú ý, Ban lãnh đạo VPBank dự kiến đề xuất chia cổ tức bằng tiền mặt tối đa 30% LNST vào ĐHĐCD năm sau. Với tiềm lực tài chính vững vàng cũng như tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ dựa trên kế hoạch kinh doanh tham vọng và nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư nước ngoài vào cuối năm nay, chúng tôi cho rằng VPBank có đủ cơ sở tài chính để đảm bảo tăng trưởng cao theo kế hoạch trong 5 năm tới, đồng thời vẫn đủ nguồn để chia cổ tức bằng tiền mặt lên tới 30% lợi nhuận sau thuế hàng năm, theo kế hoạch HĐQT dự kiến sẽ trình ĐHĐCD năm tới.

Cập nhật KQKD Q1/2022

Kết thúc quý 1/2022, LNTT hợp nhất đạt 11.146 tỷ đồng, gần gấp 3 lần so với cùng kỳ năm 2021 và xuất sắc dẫn đầu ngành về tốc độ tăng trưởng trong quý. Từ 2016, trung bình lợi nhuận quý 1 chiếm 23% lợi nhuận cả năm. Riêng năm nay, lợi nhuận quý 1 đã đạt 37% kế hoạch năm 2022. Đây sẽ là bước chạy đà hoàn hảo để ngân hàng đạt mục tiêu tham vọng đã đề ra. LNTT tăng trưởng mạnh cũng giúp đưa quy mô vốn chủ sở hữu (VCSH) VPBank lên hơn 95.000 tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ và đưa hệ số CAR hợp nhất lên hơn 15%.

KQKD Q1/2022 của VPBank cũng cho thấy kết quả kinh doanh cốt lõi đang tăng trưởng rất tích cực với động lực từ cả thu nhập lãi và ngoài lãi bên cạnh khoản phí bancassurance kỷ lục. Cụ thể, VPBank ghi nhận tổng thu nhập hoạt động hợp nhất (TOI) đạt 18,270 tỷ đồng, tăng 65.3% so với cùng kỳ, trong đó TOI của ngân hàng mẹ đạt 14,175 tỷ đồng, tăng trưởng 133% so với cùng kỳ. Thu nhập thuần từ lãi hợp nhất đạt 9,888 tỷ đồng, tăng trưởng 8.4% so với cùng kỳ trong khi đó thu nhập ngoài lãi đạt 8,381 tỷ đồng, cao hơn 4 lần so với cùng kỳ năm 2021 nhờ khoản phí hỗ trợ từ thỏa thuận hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm giữa VPBank và công ty bảo hiểm nhân thọ AIA Việt Nam. Thu nhập phí dịch vụ hợp nhất cũng tăng trưởng 26.5% so với cùng kỳ đến từ các hoạt động thu phí thanh toán, thẻ và các dịch vụ khác. Đối với ngân hàng, thu nhập từ lãi và thu nhập từ phí đều đạt mức tăng trưởng 30% so với cùng kỳ, cho thấy được các hoạt động kinh doanh cốt lõi của VPBank vẫn đang tỏ ra cực kỳ hiệu quả. Với hiệu quả hoạt động hàng đầu cũng như khoản thu nhập từ phí hỗ trợ từ hợp đồng bancassurance đã giúp VPBank đạt được hệ số CIR thấp kỷ lục (16.4%), ROA và ROE lần lượt đạt 26% và 3.9%. Nếu loại bỏ khoản thu nhập từ phí ghi nhận một lần này thì CIR của ngân hàng vẫn giữ ở mức hiệu quả hàng đầu ngành (23.4%). Trong năm 2022, VPBank dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư nhằm đẩy mạnh kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh cũng như tiếp tục số hóa và tự động hóa để tối ưu CIR. Với kế hoạch này, chi phí hoạt động trong năm nay sẽ kỳ vọng gia tăng và theo đó chúng tôi cho rằng CIR của ngân hàng trong năm 2022 sẽ đạt mức 24.5%.

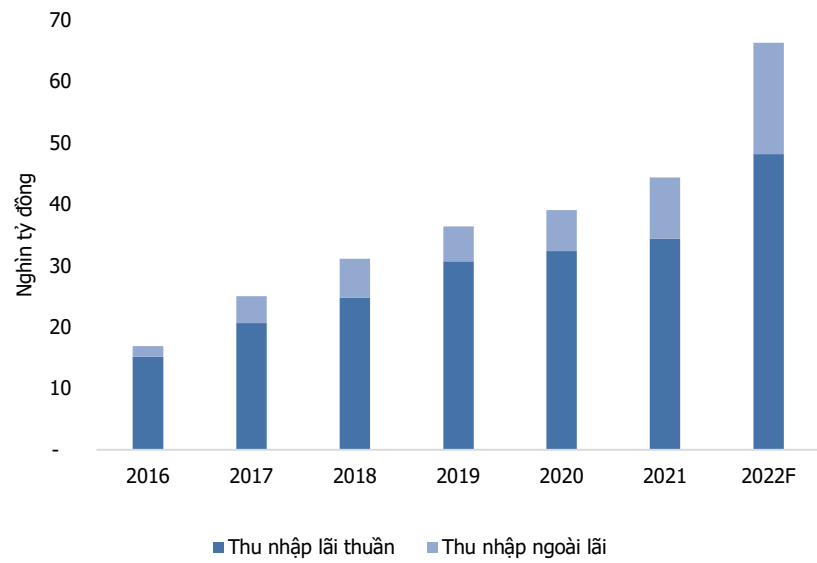
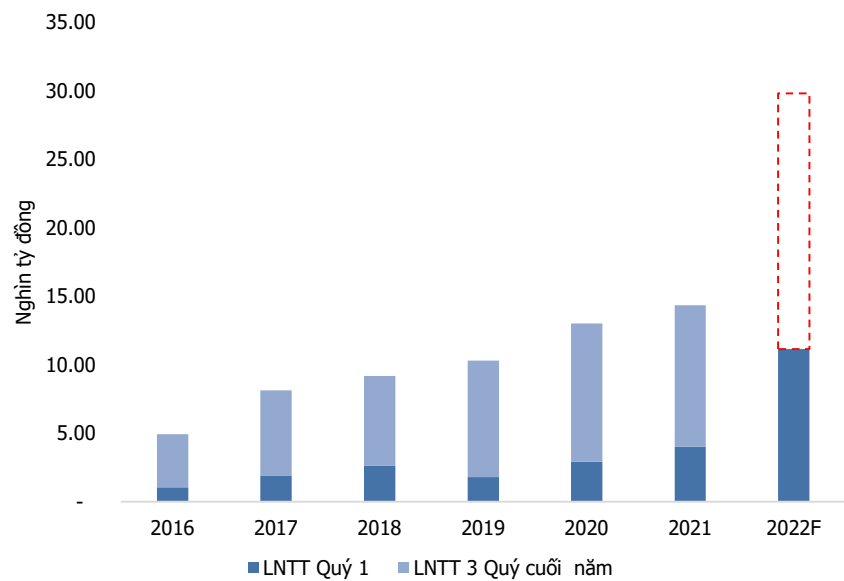
Trong quý đầu năm 2022, ngân hàng mẹ đạt mức tăng trưởng tín dụng 10.3%, cao gấp đôi so với mức trung bình ngành và là một trong những ngân hàng có mức tăng

trường tín dụng cao nhất toàn ngành. Trong đó, các phân khúc khách hàng chiến lược như RB và SMEs tiếp tục đóng góp chính vào kết quả này. Bên cạnh đó, tăng trưởng huy động cũng đạt 11.5% nhằm đảm bảo các yêu cầu về an toàn thanh khoản của ngân hàng. Trong đó, huy động từ khách hàng gia tăng mạnh với tỷ trọng tại thời điểm cuối quý 1/2022 là 67% (quý 4/2021: 60.4%) cho thấy ngân hàng đặt trọng tâm vào nguồn huy động từ khách hàng cá nhân.

Đối với mảng tài chính tiêu dùng, FE Credit đã bước đầu phục hồi tăng trưởng tích cực, đóng góp lợi nhuận vào kết quả hợp nhất và tăng trưởng tín dụng dương so với cuối năm 2021. Với thế mạnh tiên phong và dẫn đầu trong thị trường tài chính tiêu dùng cùng với chiến lược linh hoạt và nền tảng số hóa toàn diện, năm 2022 là cơ hội để FE chuyển mình và bứt phá trong thời gian tới.

Ngân hàng đã và đang tích cực kiểm soát nhằm cải thiện tốt chất lượng tài sản, trong đó hơn 80% khách hàng nợ cơ cấu trả nợ tốt và dư nợ cơ cấu tiếp tục xu hướng giảm dần. Cụ thể, tỷ lệ nợ xấu của VPBank tiếp tục kiểm soát tương đương tại thời điểm cuối năm 2021 với tỷ lệ NPL cuối Q1/2022 hợp nhất đạt 3.76% (Q4/2021: 3.65%) và ngân hàng riêng lẻ là 1.64%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cũng được ngân hàng duy trì và cải thiện tốt với mức LLR tại thời điểm cuối Q1/2022 đạt 68% (Q4/2021: 64.8%).

Trong năm 2022, VPBank đang đặt ra mục tiêu LNTT tăng gấp đôi so với năm ngoái (29,859 tỷ đồng) với tăng trưởng tín dụng tăng 35%. Nếu NHNN phê duyệt hạn mức tín dụng như kế hoạch là 35% thì đây là mức tăng trưởng tín dụng hợp nhất cao gần gấp đôi so với năm 2021 (đạt 18.9%). Như vậy, với kịch bản lãi suất sẽ được giữ ở mức ổn định để hỗ trợ phát triển kinh tế thì VPBank hoàn toàn đủ khả năng đạt được mức tăng trưởng thu nhập từ lãi mạnh mẽ hơn nhiều so với 2021. Bên cạnh đó, kịch bản cơ sở với mức tăng trưởng quy mô khoảng 20 – 23% cũng được ngân hàng xây dựng. Với chiến lược kinh doanh linh hoạt cùng tiềm lực tài chính mạnh mẽ với kế hoạch 2 đợt nâng vốn, chúng tôi cho rằng dù trong kịch bản nào thì mức lợi nhuận dự phóng cuối năm cũng không thay đổi đáng kể so với mục tiêu đặt ra.

Hình 1: Thu nhập hoạt động của VPB**Hình 2: LNTT Q1/2016 – Q1/2022**

Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

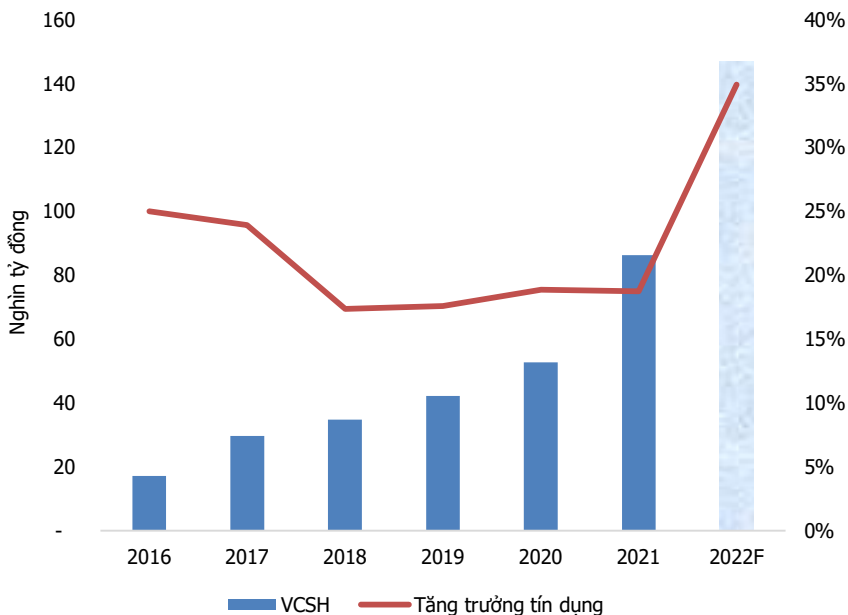
Kế hoạch kinh doanh tham vọng từ nền tảng vốn gia tăng mạnh mẽ

Hạn mức hoạt động cao nhờ tiềm lực tài chính được nâng lên đáng kể

Tính đến cuối quý 1/ 2022, quy mô VCSH của VPBank đạt hơn 95,202 tỷ đồng (+70% YoY) nhờ KQKD rực rỡ trong quý 1 vừa qua, bên cạnh nguồn vốn dồi dào từ thương vụ chuyển nhượng 50% vốn điều lệ FE Credit cho đối tác SMBC và một đối tác khác trong Q4/2021. Điều này giúp tỷ lệ CAR của ngân hàng đạt 15.3%, là một trong những ngân hàng có mức CAR cao nhất. Trong năm 2022, ngân hàng sẽ tiếp tục tăng vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu với tỷ lệ rất cao. Cụ thể, VPBank dự kiến tiếp tục tăng vốn điều lệ theo phương án bao gồm 2 đợt. Đợt đầu tiên sẽ tiến hành chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 50%, giúp nâng vốn điều lệ của ngân hàng lên hơn 67,000 tỷ đồng. Đợt 2 sẽ tiến hành phát hành tối đa 15% vốn điều lệ cho cổ đông chiến lược nhằm nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa của VPBank lên 30%. Ngoài ra, ngân hàng cũng có phương án phát hành cổ phiếu ESOP với số lượng dự kiến là 30 triệu cổ phiếu từ nguồn cổ phiếu quỹ và số cổ phiếu này sẽ bị hạn chế quyền chuyển nhượng trong 3 năm với thời gian dự kiến thực hiện vào Quý 2/2022. Với lộ trình này, mức vốn điều lệ của ngân hàng sẽ lên mức hơn 79,000 tỷ đồng, và là mức vốn điều lệ cao nhất toàn ngành đồng thời cũng trở thành ngân hàng có CAR lớn nhất ngành. Đây là một trong những cơ sở để NHNN chấp thuận hạn mức tín dụng 35% mà ngân hàng đã đề ra theo kế hoạch kinh doanh năm 2022.

Chúng tôi cho rằng, việc VPBank nhận được một hạn mức tăng trưởng cao trong năm 2022 là rất khả thi với tiềm lực tài chính mạnh mẽ trong bối cảnh những mối lo từ đại dịch đã dần lùi về sau. Việc mở cửa trở lại nền kinh tế vào đầu Q4/2021 đã mang lại nhiều dấu hiệu tích cực cho việc phục hồi kinh tế cũng như nhu cầu tín dụng, đặc biệt trong lĩnh vực tín dụng bán lẻ và tín dụng tiêu dùng. Điều này sẽ phần nào hỗ trợ quyết định gia tăng hạn mức tín dụng của ngân hàng trong 2022.

Hình 3 : VCSH và Tăng trưởng tín dụng (2016-2022F)



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Tăng trưởng vững chắc từ các khôi chiến lược trong bối cảnh quy mô và trải nghiệm khách hàng được nâng cao nhờ chuyển đổi số

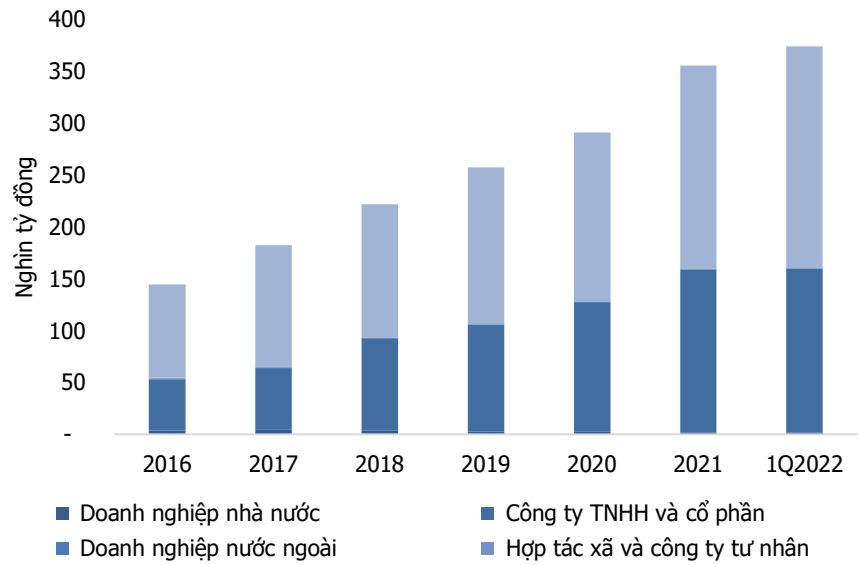
Trong cuối quý 1/2022 ngân hàng mẹ ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng vượt trội so với các đối thủ cùng ngành, đạt 10.3% so với thời điểm cuối năm 2021. Đây là mức tăng trưởng gấp đôi so với trung bình ngành cho thấy sự bứt phá mạnh mẽ của ngân hàng. Tuy nhiên, để đảm bảo chất lượng tài sản ngân hàng vẫn thận trọng trong tăng trưởng tín dụng thể hiện qua tốc độ tăng trưởng các khoản cho vay tín chấp chỉ đạt 0.9% QoQ, trong khi các khoản vay thế chấp có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn đạt 11.5% QoQ. Điều này dẫn đến tỷ trọng cho vay tín chấp có phần suy giảm trong quý 1/2022 (Q1/2022: 10.7%; Q4/2021: 11.8%), tuy nhiên trong dài hạn ngân hàng vẫn sẽ tiếp tục đẩy mạnh và tìm kiếm cơ hội phát triển các khoản cho vay tín chấp vì đây được ngân hàng nhận định góp phần đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng TOI cho ngân hàng qua tối đa hóa NIM.

Bên cạnh đó, các tỷ lệ về an toàn thanh khoản cũng được đảm bảo khi mức tăng trưởng huy động ghi nhận đạt 11.5%. Ngân hàng đang cho thấy sự tăng trưởng bền vững nhờ các mảng kinh doanh trụ cột từ nhóm KH SMEs và RB. Cụ thể, 2 mảng cho vay SMEs và RB đạt mức tăng trưởng +10.7% QoQ và chiếm 58.3% tổng danh mục cho vay. Đây là 2 phân khúc chủ lực của ngân hàng và trong thời gian tới VPBank sẽ tiếp tục đẩy mạnh nhằm tăng tỷ trọng 2 phân khúc chiến lược này. Với việc sở hữu nhiều ưu thế cạnh tranh, chúng tôi cho rằng VPBank hoàn toàn có khả năng đạt được thị phần lớn hơn trong mảng cho vay này. Thứ nhất, lợi thế tập khách hàng lớn với gần 20 triệu khách hàng giúp ngân hàng dễ dàng triển khai các sản phẩm cho nhiều đối tượng khác nhau, từ đó tối đa hóa lợi nhuận. Thứ hai, nguồn vốn được gia tăng mạnh mẽ giúp VPBank có nhiều nguồn lực phát triển các cơ sở hạ tầng phục vụ nhóm khách hàng này. Thứ ba, chiến lược mở rộng hệ sinh thái của VPB cũng giúp đẩy mạnh các hoạt động bán chéo và từ đó gia tăng độ phủ của VPBank trong nhóm KHCN và SMEs. Cuối cùng, công nghệ là yếu tố then chốt giúp cạnh tranh trong phân khúc này và về yếu tố này thì VPBank đang là một trong những ngân hàng có hiệu quả công nghệ đi đầu với nhiều giải pháp sáng tạo.

Cụ thể, đối với nỗ lực số hóa, VPBank đã cho ra mắt hàng loạt các sản phẩm sáng tạo với mục tiêu tăng cường nâng cao trải nghiệm khách hàng trên kênh số hóa như tài khoản iNICK và cải tiến nền tảng eKYC mới...tăng mức độ số hóa các hành trình trải nghiệm khách hàng trên các sản phẩm cho vay. Nhờ vậy, tỷ lệ giải ngân trực tuyến đạt mức 80% - 90%.

Các hoạt động chuyển đổi số mang lại những kết quả rất tích cực và phát huy hiệu quả lớn trong việc củng cố các mảng cho vay chủ lực. Cụ thể, lũy kế đến cuối Q1/2022, khách hàng đăng ký sử dụng VPBank NEO cán mốc 3.3 triệu, với trung bình hơn 14 triệu giao dịch/tháng, gấp 1.7 lần so với cùng kỳ năm 2021. Đây là một lợi thế giúp mảng cho vay bán lẻ của ngân hàng có được mức tăng trưởng cao trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng mảng cho vay bán lẻ sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 25%/năm kể từ sau năm 2022 dựa trên cơ sở VPBank tiếp tục đẩy mạnh hơn nữa chuyển đổi số nhờ vào những nguồn vốn mới dồi dào.

Hình 4: Cơ cấu tín dụng



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Mảng tài chính tiêu dùng FE Credit bước đầu phục hồi tăng trưởng tích cực

Trong năm 2021, công ty tài chính tiêu dùng số 1 Việt Nam này đã bị ảnh hưởng khá nhiều bởi đại dịch và đóng góp khá khiêm tốn vào kết quả chung của toàn tập đoàn. Dù vậy, FE Credit vẫn nắm giữ thị phần hàng đầu trong thị trường cho vay tiêu dùng và cùng thế mạnh tiên phong và dẫn đầu trong thị trường tài chính tiêu dùng cùng với chiến lược linh hoạt và nền tảng số hóa toàn diện, năm 2022 là cơ hội để FE chuyển mình và bứt phá trong thời gian tới. Trong Q1/2022, tăng trưởng tín dụng của FE Credit dương, đóng góp gần 20% vào danh mục hợp nhất và đạt hơn 600 tỷ đồng lợi nhuận, gấp hơn 1,5 lần lợi nhuận cả năm 2021.

Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tích cực của ngành tài chính tiêu dùng nhờ vào những yếu tố vĩ mô thuận lợi với dự báo Việt Nam vẫn sẽ là một trong những nền kinh tế tăng trưởng cao sau đại dịch (Theo IMF dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam là 6% năm 2022 và 7,2% năm 2023. Tỷ lệ lạm phát năm 2022 của Việt Nam được dự báo sẽ đạt mức 3,9%, rất gần với mục tiêu kiểm soát được đặt ra trước đó là 4%). Đồng thời, việc các công ty tài chính tích cực chuyển đổi số nhằm gia tăng tập khách hàng nhanh chóng cùng với hoạt động M&A của các công ty tài chính quốc tế đã cho thấy tiềm năng còn rất lớn đối với mảng cho vay này.

Trong năm 2022, với sự mở cửa và phục hồi của nền kinh tế thì các hoạt động bán lẻ và tiêu dùng vốn dĩ đã bị nén lại trong thời gian đại dịch sẽ có sự bùng nổ trong thời gian tới, kéo theo nhu cầu cho vay tiêu dùng tăng cao tạo điều kiện thúc đẩy cho sự tăng trưởng lợi nhuận của FE Credit. Chúng tôi cho rằng, việc tiếp tục duy trì vị thế số 1 về thị phần cho vay tiêu dùng đi cùng với sự tham gia của SMBC, bên có kinh nghiệm về phát triển hoạt động cho vay tiêu dùng tại nhiều thị trường cũng như có khả năng sắp xếp các nguồn vốn với chi phí thấp, FE Credit sẽ tiếp tục có được sự tăng trưởng cao nhằm duy trì vị thế của mình đồng thời gia tăng biên lợi nhuận và đóng góp vào kết quả chung cho VPBank.

Thu nhập ngoài lãi tăng đột biến nhờ khoản phí hỗ trợ từ hợp đồng banca với AIA

NoII (Nguồn thu ngoài lãi) được đẩy mạnh từ hợp đồng banca mới ...

Bên cạnh thu nhập từ lãi tăng trưởng tích cực, VPBank tiếp tục chủ động tăng cường các nguồn thu ngoài lãi (NoII) nhằm đạt được KQKD khả quan trong quý 1/2022. Thu nhập ngoài lãi ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội đóng góp đáng kể vào tổng thu nhập của ngân hàng. Cụ thể, ngân hàng đã thành công khi đàm phán lại phí hỗ trợ từ việc điều chỉnh thỏa thuận hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm thời hạn từ 15 năm theo dự định ban đầu thành 19 năm với AIA. Sự thành công từ thỏa thuận này (trị giá hơn 5,000 tỷ đồng) đóng góp đáng kể giúp ngân hàng đạt gần 8,4 nghìn tỷ đồng thu nhập ngoài lãi, tăng hơn 4 lần so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, thu nhập từ nợ đã xử lý cũng đạt kết quả rất tích cực, ngân hàng hợp nhất đạt 714 tỷ, tăng 21.3% so với quý 4.2021.

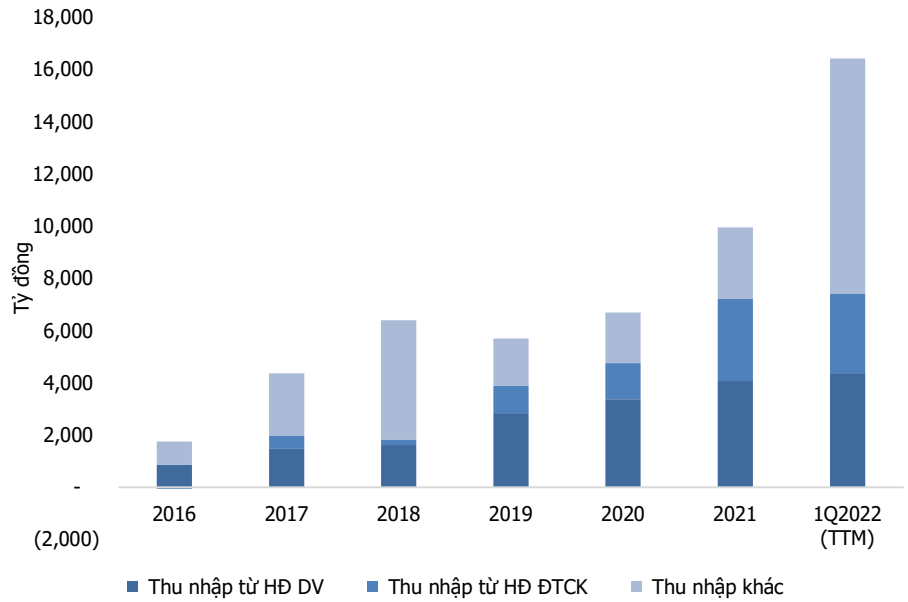
VPBank hiện đang đứng thứ 6 về doanh thu phí bảo hiểm banca, với doanh số phí bảo hiểm nhân thọ trong Quý 1/2022 tăng trưởng 40% so với cùng kỳ. Kể từ khi ký kết thỏa thuận lần đầu năm 2017, VPBank luôn nằm trong nhóm các ngân hàng có doanh số bán bảo hiểm nhân thọ cao nhất. Mục tiêu phấn đấu của VPBank là vào top 3 bền vững, thậm chí vươn lên top 1 trong năm 2022 và 2023.

... bên cạnh triển vọng tăng trưởng NoII mạnh mẽ từ hệ sinh thái toàn diện

Chiến lược củng cố và mở rộng hệ sinh thái đang tạo thêm lợi thế trong kinh doanh và cung cấp sản phẩm dịch vụ cho khách hàng VPBank. Công ty chứng khoán ASC đã đi vào hoạt động từ tháng 1.2022 và đóng góp doanh thu vào ngân hàng hợp nhất, và có kế hoạch trình tăng vốn điều lệ hơn 20,000 tỷ đồng trong năm 2022 để tăng cường năng lực kinh doanh. Nếu được thông qua, ASC sẽ trở thành công ty chứng khoán có mức vốn điều lệ top 3 thị trường. Việc thâm nhập vào thị trường đang rất hấp dẫn này sẽ giúp ngân hàng tận dụng triệt để nền tảng số hóa của ngân hàng mẹ. Bên cạnh cho vay margin, các hoạt động môi giới, tư vấn, ngân hàng đầu tư và quản lý tài sản cũng được kỳ vọng đóng góp đáng kể vào thu nhập ngoài lãi của cả tập đoàn.

Đối với OPES, đây là một công ty chuyên về các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ, bảo hiểm sức khỏe và quản lý quỹ,... được xem là một mảng kinh doanh đầy hứa hẹn đối với các thị trường mới nổi như Việt Nam, khi tỷ lệ mua bảo hiểm trong dân cư còn đang rất thấp và còn rất nhiều dư địa so với các nước trong khu vực và thế giới. OPES được kỳ vọng sẽ hoàn thiện dòng sản phẩm bảo hiểm của VPBank với sản phẩm bảo hiểm nhân thọ từ AIA và bảo hiểm phi nhân thọ từ OPES. Với mục tiêu tập trung phát triển cơ sở khách hàng với đầy đủ các phân khúc, từ thượng lưu, trung lưu, hộ kinh doanh đến cận trung lưu thông qua mô hình bán hàng trực tiếp (áp dụng chính thức vào đầu năm 2023) cùng câu chuyện chuyển đổi số và khai thác hệ sinh thái cũng như nỗ lực khai thác sâu danh mục khách hàng hiện hữu, chiến lược bán chéo của VPBank được kỳ vọng sẽ thành công rực rỡ với tệp khách hàng khổng lồ gần 20 triệu khách hàng của mình.

Hình 5: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi hợp nhất



Nguồn: VPB, MBS tổng hợp

Hiệu quả hoạt động được nâng lên tầm cao mới

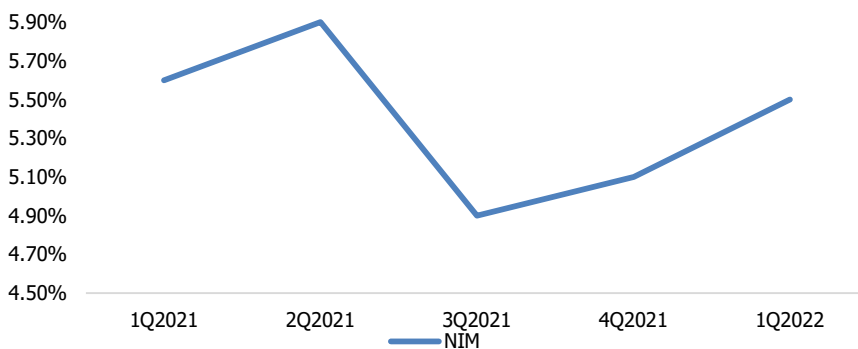
NIM dẫn đầu ngành

Phân khúc bán lẻ bao gồm KHCN và SME trong danh mục cho vay của ngân hàng tại thời điểm quý 1/2022 đạt hơn 198 nghìn tỷ đồng chiếm hơn 48% tỷ trọng danh mục, bên cạnh đó mảng cho vay tiêu dùng của FE Credit chiếm hơn 18%. Điều này đã giúp mức lãi suất cho vay trung bình của VPBank cao hơn nhiều so với mức bình quân toàn ngành và theo đó NIM của ngân hàng luôn ở mức xấp xỉ 8%, cao hơn so với trung bình ngành 4-5%.

NIM của ngân hàng tại thời điểm cuối quý 1/2022 ghi nhận số hợp nhất là 7.46%, đồng thời NIM ngân hàng mẹ đạt 5.5% tăng nhẹ so với quý 4/2021 (+37bps). NIM nhìn chung đã bắt đầu có dấu hiệu phục hồi mạnh từ giai đoạn cuối quý 3/2021. Bên cạnh đó, NIM của ngân hàng mẹ trong kỳ được cải thiện do được hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất của thị trường gia tăng cũng như ngân hàng đã thu hồi được các khoản lãi treo trong quý 1/2022.

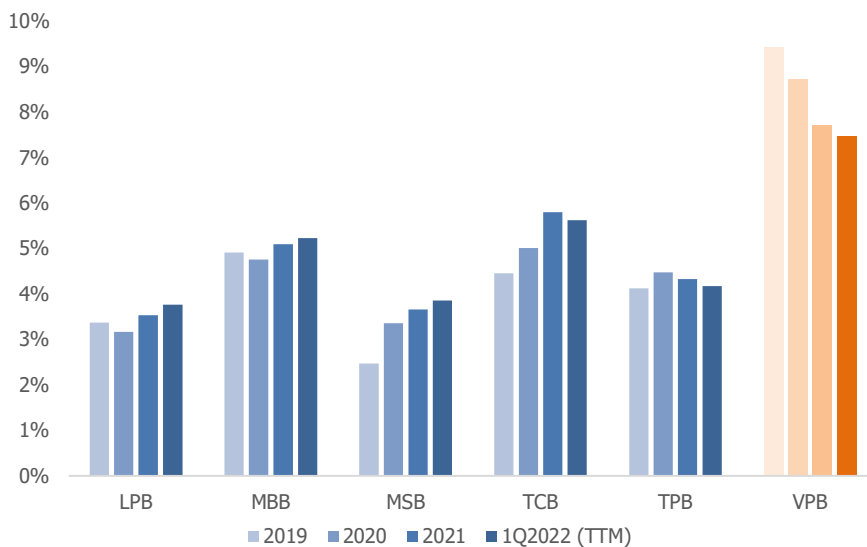
Với sự phục hồi từ nền kinh tế cũng như nhu cầu tiêu dùng từ người dân được đẩy mạnh, từ đó kéo theo sự phục hồi của FE Credit nói riêng cũng như tăng trưởng của VPBank nói chung. Chúng tôi kỳ vọng NIM hợp nhất sẽ tiếp tục cải thiện, đạt mức 8.5% và chi phí vốn tăng nhẹ lên mức 4.17% trong 2022.

Hình 6: NIM Ngân hàng mẹ



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Hình 7: NIM hợp nhất của một số ngân hàng niêm yết



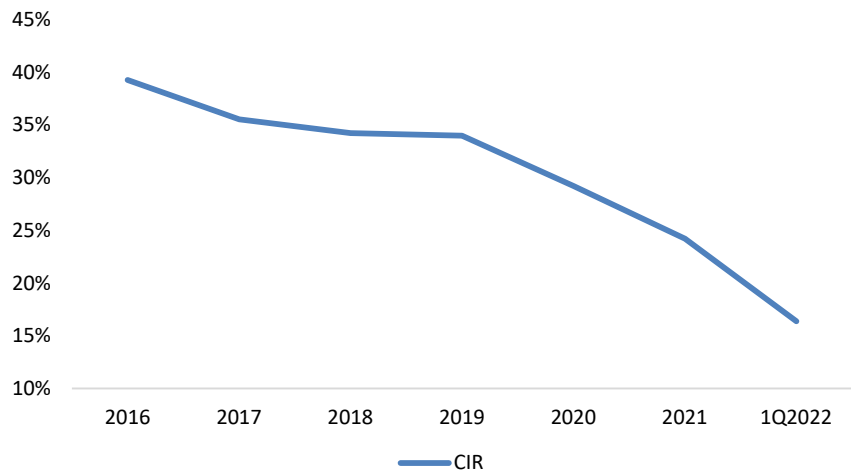
Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Tỷ lệ CIR thấp nhất ngành ngân hàng

Trong quý 1/2022, VPBank ghi nhận chi phí hoạt động 2,991 tỷ đồng trong bối cảnh hiệu quả số hóa được nâng lên mạnh mẽ thông qua tốc độ tăng trưởng các giao dịch online cũng như các khoản giải ngân trực tuyến đang chiếm tỷ trọng ngày càng lớn. Với mức tăng trưởng đột biến từ thu nhập ngoài lãi (trong đó động lực chính đến từ khoản phí hỗ trợ hơn 5000 tỷ đồng) đã đưa CIR của ngân hàng đạt con số thấp kỷ lục 16.4%, dù vậy kể cả khi loại trừ khoản phí này CIR của ngân hàng vẫn đạt mức 23.4% tương đương Q1/2021 (23.5%); đây cũng là mức thấp nhất của toàn ngành.

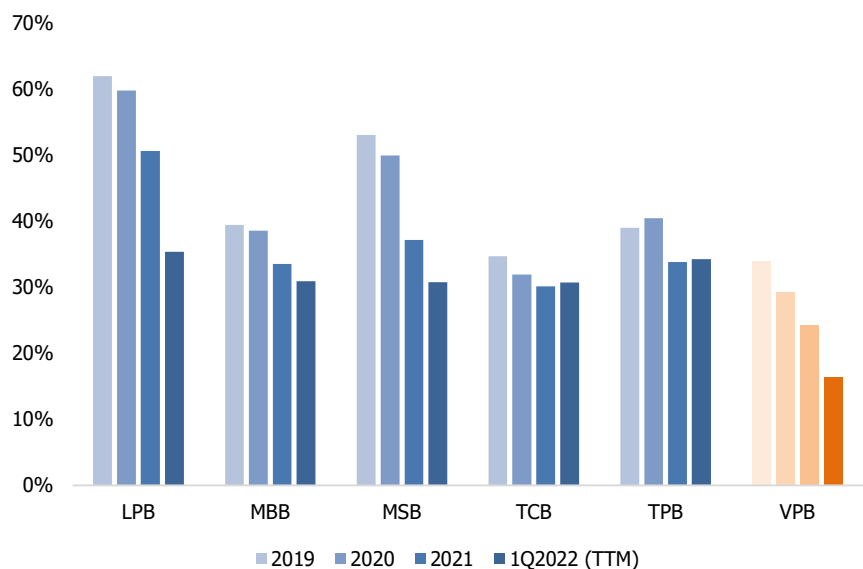
Với kỳ vọng ngân hàng mẹ sẽ là nền tảng số hóa để phát triển các mảng kinh doanh mới trong hệ sinh thái chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CIR tiếp tục được tối ưu thông qua số hóa và tự động hóa. Trong năm 2022, VPBank dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư nhằm đẩy mạnh kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh cũng như tiếp tục số hóa và tự động hóa để tối ưu CIR. Với kế hoạch này, chúng tôi cho rằng CIR của ngân hàng trong năm 2022 sẽ đạt mức 24.5%.

Hình 8: CIR hợp nhất



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Hình 9: CIR hợp nhất của các ngân hàng niêm yết quý 1/2022



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

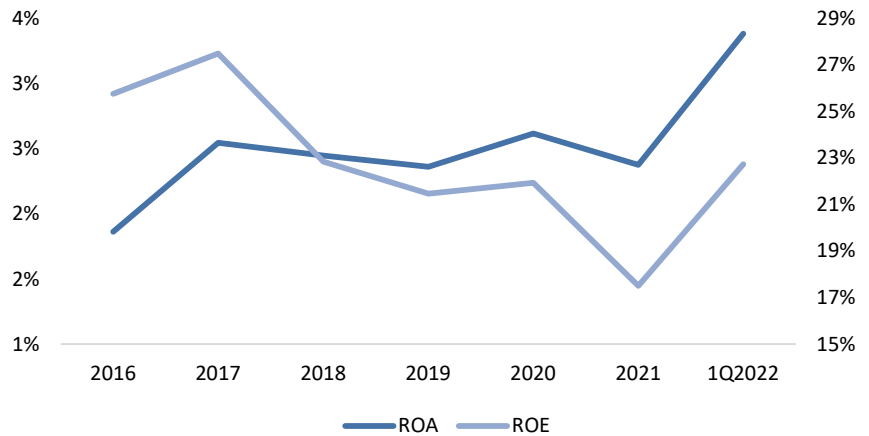
VCSH tăng mạnh gây áp lực lên ROE nhưng ROA vẫn trong đà tăng trưởng

VPBank là một trong những ngân hàng có quy mô VCSH tăng nhanh nhất cả ngành với quy mô VCSH đã tăng lên 70% so với cùng kỳ 2021, đạt tổng quy mô VCSH hợp nhất đến tận cuối Q1.2022 hơn 95.2 nghìn tỷ. Tuy nhiên, VPBank vẫn duy trì mức ROE xấp xỉ 20% kể từ năm 2015 và luôn nằm trong top những ngân hàng có ROE cao nhất ngành trong khi ROA Q1/2022 vẫn lên mức 3.9%. Điều này đạt được nhờ tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của VPBank rất cao dựa trên mức NIM cao cùng với tăng trưởng tín dụng cao và chuyển đổi số hiệu quả giúp giảm tỷ lệ CIR xuống mức thấp hơn nhiều so với ngành.

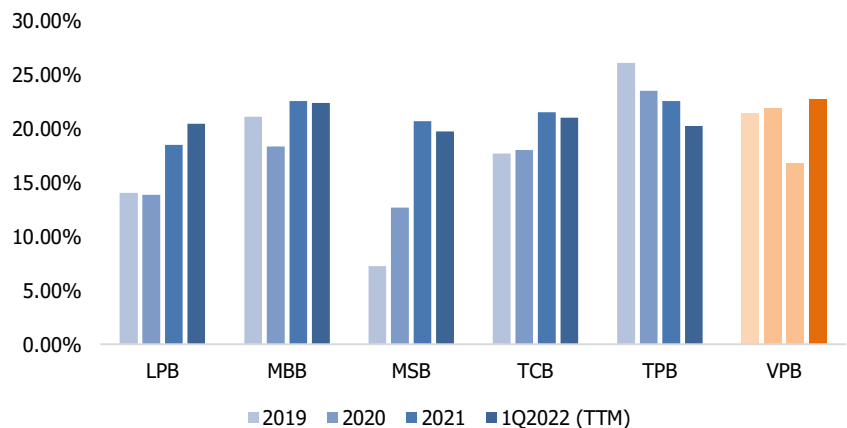
Trong năm 2022 với 2 đợt tăng vốn bằng chia cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 50% và phát hành tối đa 15% cho cổ đông chiến lược, mức vốn điều lệ của VPBank sẽ đạt hơn 79.000 tỷ đồng, và là mức vốn điều lệ cao nhất toàn ngành. Chúng tôi cho rằng, việc gia tăng nhanh chóng quy mô VCSH sẽ đặt ra bài toán tăng trưởng cho ngân hàng cũng như thách thức trong việc duy trì mức ROE cao. Tuy nhiên, với việc sử dụng nguồn vốn mới nhằm đạt được hạn mức tăng trưởng cao hơn và tăng cường các nguồn thu từ hệ sinh thái sẽ giúp VPBank có được mức lợi nhuận cao trong tương lai, từ đó giữ vững mức ROE thuộc top các ngân hàng sinh lợi hàng đầu mặc dù vốn chủ sở hữu đã tăng lên thuộc top 4 của ngành (tại Q1/2022) với tốc độ gia tăng vốn VCSH cao nhất ngành (Q1/2022: 70%).

Chúng tôi kỳ vọng mức ROE của ngân hàng sẽ đạt 20% trong năm 2022 và dù trong vài năm sau chỉ số ROE sẽ chùng xuống nhưng ngân hàng lại có cơ sở để nắm bắt các cơ hội kinh doanh tốt sẽ bùng nổ trong các năm tới và theo đó giá trị cho cổ đông sẽ được tối ưu hóa trong trung dài hạn.

Hình 10: ROE và ROA hợp nhất



Hình 11: ROE hợp nhất một số ngân hàng niêm yết năm 2021



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng niêm yết, MBS Tổng hợp

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **57,100 VND/cp** bằng 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI-Residual Income) và định giá tương đối (so sánh P/B và P/E) với các Ngân hàng niêm yết khác dựa trên một số dự phóng và giả định như sau:

1. Tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2022 đạt 34.9%.
2. Tăng trưởng tiền gửi trong năm 2022 dự phóng đạt 27.4%, trong đó tỷ lệ CASA đạt mức 24.6%.
3. Tỷ suất sinh lợi tài sản bình quân đạt 12.1% cho cả năm 2022, chi phí vốn vẫn duy trì ở mức thấp 4.2% giúp NIM được cải thiện lên mức 8.6%.
4. Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ vay đạt mức 4.6% trong năm 2022 so với mức 5.9% trong năm 2021 đưa chi phí DPRRTD đạt 19,264 tỷ đồng (+0.2% YoY)
5. TOI hợp nhất dự kiến đạt 65,412 tỷ đồng (+47.7% YoY), LNTT đạt 30,121 tỷ đồng (+109.7% YoY), bằng 100% kế hoạch năm 2022. Thu nhập ngoài lãi đóng góp 26.4% TOI. Tỷ lệ CIR được kỳ vọng đạt 24.5%, tương đương năm 2021.
6. Chi phí vốn cổ phần được sử dụng là 13.5%. Tốc độ tăng trưởng cuối kỳ $g=5\%$.
7. EPS và BVPS dự phóng năm 2022 lần lượt đạt 4,486 VND/cp và 26,408 VND/cp. Mức P/E và P/B trung bình ngành được sử dụng lần lượt là 11.8x và 2.0x tại thời điểm hiện tại.

Bảng 2: Định giá VPB

Đơn vị: tỷ đồng	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LNST	21,709,799	22,685,801	30,242,335	41,615,510	62,781,065
LN thặng dư	5,901,887	1,054,555	4,636,470	10,613,507	23,939,442
Terminal value					294,093,950
Chi phí VCSH					13.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					5.0%
Giá trị hiện tại VCSH					262,436,693
SLCP					4,505,692,987
Giá cổ phiếu (VND/cp)					58,200

Tóm tắt KQĐG	%	Giá trị
Thu nhập thặng dư	80%	58,200
So sánh P/E	10%	52,900
So sánh P/B	10%	52,800
Giá mục tiêu		57,100

Liên hệ: **Khối Nghiên cứu**

Kiểm soát - Bộ phận nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Chứng khoán, Ngân hàng, Bất động sản

Trần Thái Bình

(Binh.TranThai@mbs.com.vn – Tel: 0336154669)

Vật liệu xây dựng, Ngân hàng

Dương Thiện Chí

(Chi.DuongThien@mbs.com.vn – Tel: 0934 977 100)

Nhựa, Ngân hàng

Đình Công Luyện

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn – Tel: 0978877784)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

1. Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
2. Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
3. Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

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

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.