

## NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND11.250	VND15.700	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 10/11/2022

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung tính</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

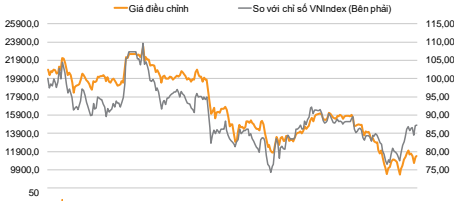
Consensus\*: Mua:4 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -29,8%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 24,2%.
- Tăng LN ròng giai đoạn 2022-2023 5,5%/0,9%.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	23.419
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.350
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	76.373
Thị giá vốn (tỷ VND)	16.991
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	4,52
P/B hiện tại (x)	0,82

### Cơ cấu sở hữu

Tổng Công ty Bưu điện Việt Nam	12,7%
H.T.H	5,0%
Ông Nguyễn Đình Thắng	3,6%
Khác	78,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

## Kết quả khả quan hơn kỳ vọng

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/22 tăng vọt 61,3% svck đạt 987 tỷ đồng. Lũy kế 9T22, LN ròng tăng trưởng 72,4% svck, đạt 89,7% dự báo cả năm.
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận ròng tăng 5,5%/0,9% giai đoạn 2022-2023, phản ánh NIM cao hơn kỳ vọng trong 9T22.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 15.700 đồng/cp do chúng tôi giảm P/B mục tiêu.

### Q3/22: tăng trưởng tốt nhờ NIM mở rộng

Q3/22 cho vay tăng trưởng 9,1% sv đầu năm, chỉ tăng 0,5% so với mức tăng 8,6% sv đầu năm cuối Q2/22. Tuy nhiên, NIM tăng trưởng 66 điểm cơ bản svck chủ yếu do lãi suất tiền gửi giảm từ 10 – 50 điểm cơ bản svck trong nửa đầu năm 2022, giúp thu nhập lãi (NII) tăng 58% svck. Thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng 18,3% svck chủ yếu nhờ thu nhập từ phí tăng 66,4% svck. Chi phí hoạt động chỉ tăng 8,4% svck, kéo CIR xuống mức 36,2%, thấp nhất kể từ năm 2016. Mặc dù LPB đã mạnh tay trích lập dự phòng (+238,3% svck) nhưng LN ròng vẫn tăng 61,1% svck. Lũy kế 9T22, LN ròng tăng 72,1% svck đạt 4.822 tỷ đồng, chủ yếu nhờ khoản thu nhập bất thường từ hoạt động chứng khoán trong Q2/22. Nếu loại khoản này ra, 9T22 lợi nhuận ròng tăng 59,4% svck.

### Chất lượng tài sản đang ở mức tốt nhất từ trước đến nay

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) được kiểm soát ở mức 1,4% trong 9T22. Kết quả hoạt động tốt trong 9T22 giúp ngân hàng xử lý tích cực hơn các khoản nợ xấu. Chúng tôi ước tính LPB đã xử lý xong 462 tỷ đồng nợ xấu và ghi nhận 1.876 tỷ đồng (+110,4% svck) trong 9T22, nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) lên mức cao nhất 143,1%, lần đầu gia nhập top 7 các ngân hàng niêm yết.

### Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận lên 5,5%/0,9% giai đoạn 2022-2023

Chúng tôi giảm tăng trưởng cho vay 2023 về 10,5% từ mức 11,5% do nhu cầu tín dụng toàn ngành có xu hướng chậm lại. Chúng tôi kỳ vọng NIM đạt 3,6% năm 2023 và 3,9% năm 2022. Chúng tôi giảm CIR xuống 40% từ mức 45% dự báo cũ khi ngân hàng đã quản lý chi phí tốt hơn trong 9T22. Chi phí dự phòng tăng 81,1%/56,7% giai đoạn 2022-2023 khi chúng tôi cho rằng nợ xấu có xu hướng gia tăng khi thông tư 14 hết hạn. Kết quả, dự phóng LN ròng tăng 5,5%/0,9% so với dự báo cũ giai đoạn 2022-2023.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 15.700 đ/cp

Chúng tôi nâng LN ròng giai đoạn 2022-2023, tuy nhiên chúng tôi giảm P/B về 1,0 lần từ mức 1,5 lần nhằm phản ánh giai đoạn khó khăn đối với ngành ngân hàng khi tín dụng thắt chặt, NIM bị nén và chi phí tín dụng ngày một tăng. Rủi ro giảm bao gồm tăng trưởng cho vay thấp hơn kỳ vọng và nợ xấu cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	9.017	11.640	12.250	14.089
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	3,9%	3,6%	3,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	10.051	13.529	13.783	15.840
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1.322)	(2.400)	(2.192)	(2.520)
LN ròng (tỷ)	2.873	4.516	4.528	5.140
Tăng trưởng LN ròng	54,3%	57,2%	0,3%	13,5%
EPS điều chỉnh	2.338	2.849	2.419	2.746
BVPS	13.960	13.621	16.231	19.194
ROAE	18,5%	22,3%	17,5%	16,7%

Nguồn: VND RESEARCH

**KẾT QUẢ KHẢ QUAN HƠN KỲ VỌNG**

**Q3/22 nhìn lại: NIM tăng trưởng bất ngờ**

**Hình 1: Kết quả kinh doanh Q3/22 và 9T22 (tỷ đồng)**

Kết quả kinh doanh	Q3/22		% sv quý trước		9T22		Dự báo năm 2022		% Dự báo VNDIRECT		Nhận xét
	Giá trị	% svck	Giá trị	%	Giá trị	% svck	Giá trị	%	Giá trị	%	
Thu nhập lãi	3.208	58,0%	3.045	5,3%	9.128	44,6%	10.378	88,0%	Cao hơn chúng tôi dự báo do NIM cao hơn chúng tôi kỳ vọng.		
Thu nhập ngoài lãi	249	18,3%	728	-65,8%	1.362	93,6%	1.889	72,1%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi		
Tổng thu nhập HĐKD	3.457	54,2%	3.773	-8,4%	10.490	49,5%	12.267	85,5%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do CIR 9T22 chỉ là 36,2%, thấp hơn so với chúng tôi kỳ vọng.		
Chi phí hoạt động	(1.305)	8,4%	(1.342)	-2,8%	(3.800)	14,3%	(5.520)	68,8%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi do ngân hàng đã tăng trích lập dự phòng trong Q3/22.		
Lợi nhuận trước dự phòng	2.152	107,5%	2.431	-11,5%	6.690	81,3%	6.747	99,1%	Cao hơn dự báo của chúng tôi.		
Chi phí dự phòng	(918)	238,3%	(637)	44,0%	(1.867)	110,4%	(1.325)	140,9%			
Lợi nhuận trước thuế	1.234	61,1%	1.793	-31,2%	4.822	72,1%	5.422	88,9%			
Lợi nhuận sau thuế	987	61,3%	1.435	-31,2%	3.842	72,4%	4.282	89,7%			

Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

**Hình 2: Các chỉ tiêu chính của LPB theo quý**

Các chỉ tiêu chính	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	85,3%	91,3%	77,9%	87,3%	89,9%	90,6%	90,8%	88,2%	80,7%	92,8%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	14,7%	8,7%	22,1%	12,7%	10,1%	9,4%	9,2%	11,8%	19,3%	7,2%
NIM (Dự phóng cả năm)	3,0%	3,6%	3,7%	3,5%	3,6%	3,3%	4,2%	4,1%	4,3%	4,3%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	72,8%	73,2%	89,6%	94,5%	96,5%	98,2%	110,7%	117,7%	121,3%	143,1%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	0,3%	0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	1,1%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	61,9%	57,6%	58,7%	43,7%	45,1%	53,7%	58,1%	35,4%	35,6%	37,7%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng	38,7%	12,5%	35,5%	15,9%	30,5%	26,2%	34,2%	14,8%	26,2%	42,7%

Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

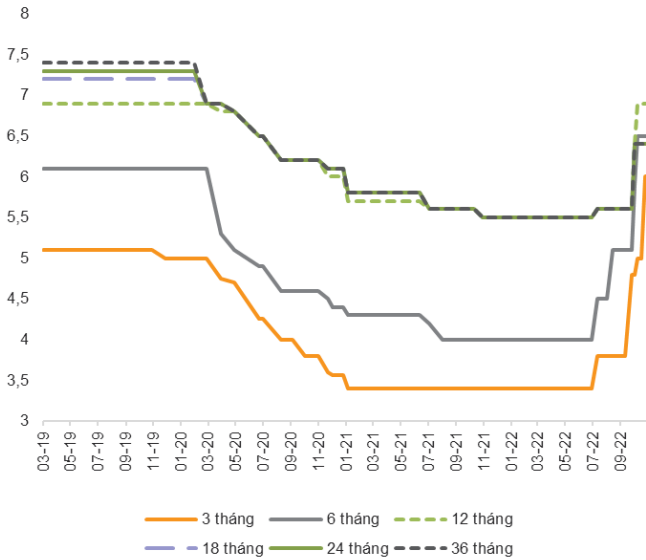
**LPB là một trong số các ngân hàng cải thiện NIM trong 9T22**

Cho vay tăng trưởng 9,1% sv đầu năm vào cuối Q3/22, thấp hơn mức 10,9% sv đầu năm trong 9T21 và 10,96% sv đầu năm của tín dụng toàn ngành. Chúng tôi dự báo hạn mức tăng trưởng tín dụng của LPB từ 10-11% cho năm 2023 do tỷ lệ an toàn vốn (CAR) khá thấp (~9%), và LDR cao (~83%) vào cuối Q3/22, theo ước tính của chúng tôi. Do đó, chúng tôi dự báo cho vay tăng trưởng 11,5%/10,5% svck trong giai đoạn 202-2023 (thấp hơn mức 18% svck trong năm 2021).

Trong 9T22, tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi tăng nhẹ 9 điểm cơ bản svck lên 8,44%. Chi phí vốn (CoF) giảm mạnh 72 điểm cơ bản svck về 4,58%, giúp LPB là một trong số các ngân hàng cải thiện NIM trong 9T22. Điều này có thể là do (1) LPB duy trì lãi suất huy động gần như không đổi trong 6T22 với mức lãi suất huy động thấp hơn từ 30-50 điểm cơ bản svck, và (2) LPB huy động vốn từ vay liên ngân hàng nhiều hơn với tỷ trọng vay liên ngân hàng chiếm đến 18% vào cuối Q3/22 từ mức 4,9% cuối Q2/21.

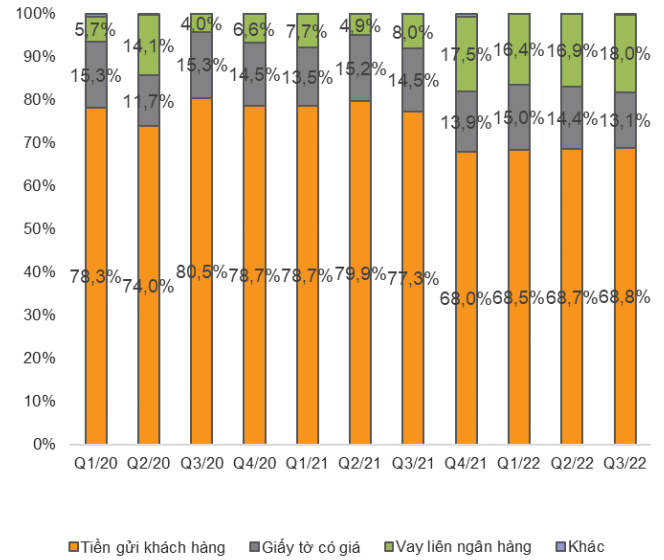
LPB đã nỗ lực tham gia vào việc tăng lãi suất huy động kể từ tháng 10/2022, trong khi lãi suất liên ngân hàng đã tăng kể từ tháng 7, điều này sẽ khiến COF từ Q4/22 sẽ cao hơn. Tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi sẽ khó tăng như tốc độ tăng của CoF. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ tích cực huy động vốn từ tiền gửi khi lãi suất huy động của ngân hàng đã tăng mạnh từ tháng 10/2022 (cao hơn từ 110-260 điểm cơ bản svck, 20-50 điểm cơ bản sv Q3/22). Do đó, chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm trong Q4/22 và giữ ở mức 3,9% cả năm 2022 (cao hơn mức 3,53% năm 2021) và 3,6% cho năm 2023.

Hình 3: Lãi suất huy động của LPB tăng từ tháng 7 với tất cả các kỳ hạn (%)



Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

Hình 4: Các khoản vay liên ngân hàng của LPB đã và đang mở rộng tỷ trọng trong cơ cấu nguồn vốn kể từ cuối năm 2021 (%)



Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

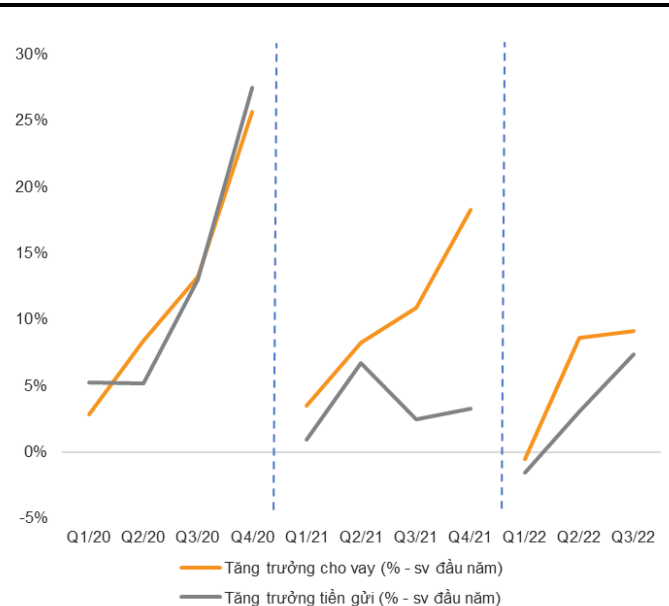
Hình 5: LPB là một trong số các ngân hàng cải thiện NIM (đơn vị: điểm cơ bản)

(Tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi: Asset yield)

	Asset yield	CoF	NIM
EIB	47	-68	110
MSB	66	-3	85
MBB	66	-7	75
LPB	-10	-71	65
HDB	54	-9	57
VIB	43	14	32
VCB	14	-3	16
STB	-18	-15	11
ACB	-26	-33	10
TCB	14	20	-10
BID	-30	-20	-12
CTG	-24	16	-16
TPB	-40	-4	-36
VPB	-68	-13	-44

Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 6: Tăng trưởng cho vay và tiền gửi (%)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

### Hoạt động kiểm soát chi phí của ngân hàng tốt hơn kỳ vọng

Trong 9T22, chi phí hoạt động chỉ tăng 14,3% svck, chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính cho việc này là ngân hàng đã giảm số lượng phòng giao dịch từ 613 cuối Q3/21 về 573 cuối Q3/22. CIR trong 9T22 đã giảm đột biến về 36,2% từ mức 47,4% trong 9T21, và mức 50% trong năm 2021. Nếu loại đi khoản thu nhập bất thường từ hoạt động chứng khoán, 9T22 CIR đạt 37,5%, mức thấp nhất từ trước đến nay của ngân hàng.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận ra CIR thường tăng trong nửa cuối năm đặc biệt là chi phí nhân công và chi phí quảng cáo. Bên cạnh đó, ngân hàng sẽ tập trung vào công nghệ, do đó chúng tôi cho rằng CIR cả năm 2022 sẽ ở mức 40%

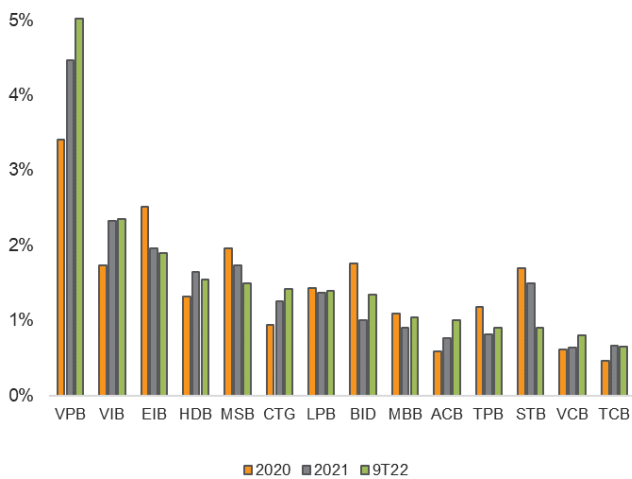
(~42% nếu không có khoản thu nhập bất thường). Trong năm 2023, chúng tôi dự báo CIR sẽ tăng nhẹ do ngân hàng không có khoản thu nhập bất thường, chúng tôi dự báo CIR đạt mức 43% trong năm 2023.

**Chất lượng tài sản đang ở mức tốt nhất**

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức 1,4% vào cuối Q3/22 và cuối Q2/22, thấp hơn mức 1,42% cuối Q1/22 nhưng cao hơn mức 1,37% cuối Q4/21 trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng lên mức 143,1% cuối Q3/22 từ mức 121,3% cuối Q2/22 và 117,7% cuối Q1/22, gia nhập top 7 ngân hàng có LLR cao nhất.

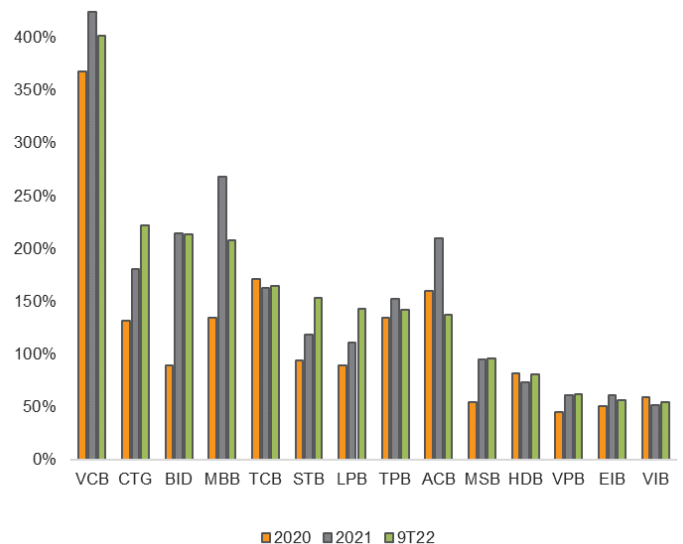
Ngân hàng cũng đã xóa nợ 462 tỷ đồng trong 9T22, điều này giúp tỷ lệ xóa nợ đạt 0,28% - thấp hơn mức 0,3% trong 9T21. Chúng tôi nhận ra nợ xấu nhóm 3 và 5 tăng 34,1% và 31,0% svck tương ứng vào cuối Q3/22. Ngân hàng cũng đã chủ động trích lập dự phòng với chi phí dự phòng tăng 110,4% svck, giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) lên mức 143,1% cuối Q3/22, cao nhất từ trước đến nay.

Hình 19: NPL giữa các ngân hàng



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 20: LLR giữa các ngân hàng



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Dự phóng KQKD giai đoạn 2022-2023**

Hình 7: Thay đổi dự phóng 2022-2023 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Thu nhập lãi	10.378	11.478	11.640	12.250	12,2%	6,7%	Chúng tôi ước tính LPB đạt khoảng 11% hạn mức tăng trưởng tín dụng trong tháng 9 năm 2022 và khoảng 10%-11% năm 2023 do ngân hàng có tỷ lệ an toàn vốn (CAR) thấp (~9%) và LDR cao (~83%) cuối Q3/22. Do đó chúng tôi giảm tăng trưởng cho vay từ 11,5%/12,5% svck về 11,5%/10,5% svck trong giai đoạn 2022-2023. Tuy nhiên chúng tôi nâng NIM từ 3,5%/3,4% dự báo cũ lên 3,9%/3,6% trong năm 2022-2023 do NIM trong 9T22 cao hơn chúng tôi kỳ vọng (4,16%).
Thu nhập ngoài lãi	1.889	1.634	1.889	1.533	0,0%	-6,2%	Chúng tôi dự báo thu nhập từ phí tăng trong năm 2023, non-IT sẽ tăng 18% nếu không có khoản thu nhập bất thường từ chứng khoán và thu hồi nợ xấu trong 9T22.
Tổng thu nhập HĐKD	12.267	13.112	13.529	13.783	10,3%	5,1%	
Chi phí hoạt động	(5.520)	(6.032)	(5.412)	(5.858)	-2,0%	-2,9%	Chúng tôi giảm CIR từ mức 45%/46% dự báo cũ sang 40%/43% nhằm phản ánh CIR ở mức thấp trong 9T22 (36,2%). Chúng tôi tin ngân hàng sẽ đầu tư vào công nghệ trong thời gian tới, do đó nâng CIR năm 2022 cao hơn 9T22.
Lợi nhuận trước dự phòng	6.747	7.081	8.117	7.925	20,3%	11,9%	
Chi phí dự phòng	(1.325)	(1.399)	(2.400)	(2.192)	81,1%	56,7%	Chúng tôi nâng chi phí dự phòng nhằm phản ánh cao hơn chúng tôi dự kiến trong 9T22, chúng tôi ước tính chi phí tín dụng đạt 1,09%/0,9% trong giai đoạn 2022-2023, cao hơn mức 0,69% năm 2021.
Lợi nhuận trước thuế	5.422	5.682	5.718	5.733	5,5%	0,9%	
Lợi nhuận sau thuế	4.282	4.487	4.516	4.528	5,5%	0,9%	Thay đổi do những điều chỉnh trên.

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 8: Các chỉ tiêu chính trên Bảng cân đối kế toán theo dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019 - CAGR 2022 -	
							21	24
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	193.333	231.197	280.267	317.708	354.906	398.637	20,4%	12,0%
% tăng trưởng	17,1%	19,6%	21,2%	13,4%	11,7%	12,3%		
Dư nợ cho vay	140.523	176.622	208.954	232.984	257.447	284.479	21,9%	10,5%
% tăng trưởng	17,9%	25,7%	18,3%	11,5%	10,5%	10,5%		
Cho vay liên ngân hàng	11.664	13.959	22.438	29.170	33.546	40.255	38,7%	17,5%
% tăng trưởng	128,3%	19,7%	60,7%	30,0%	15,0%	20,0%		
Đầu tư chứng khoán	35.142	33.653	38.939	44.780	51.497	59.222	5,3%	15,0%
% tăng trưởng	-3,3%	-4,2%	15,7%	15,0%	15,0%	15,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	183.982	221.746	264.995	292.740	334.705	382.770	20,0%	14,3%
% tăng trưởng	15,0%	20,5%	19,5%	10,5%	14,3%	14,4%		
Tiền gửi khách hàng	136.847	174.526	180.273	202.988	233.436	268.451	14,8%	15,0%
% tăng trưởng	9,5%	27,5%	3,3%	12,6%	15,0%	15,0%		
Giấy tờ có giá	28.156	32.251	36.738	38.758	42.634	46.897	14,2%	10,0%
% tăng trưởng	178,2%	14,5%	13,9%	5,5%	10,0%	10,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	17.533	14.745	46.281	50.910	58.546	67.328	62,5%	15,0%
% tăng trưởng	6,6%	-15,9%	213,9%	10,0%	15,0%	15,0%		
Tiền vay NHNN	28.156	32.251	36.738	38.758	42.634	46.897	14,2%	10,0%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	1.159	-	-	-	-	-		

\*CAGR = tăng trưởng kép  
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 9: Các chỉ tiêu chính trên Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh theo dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019 - CAGR 2022 -	
							21	24
Thu nhập từ lãi	6.061	6.720	9.017	11.640	12.250	14.089	22,0%	10,0%
Thu nhập từ phí thuần	393	627	858	1.029	1.184	1.361	47,7%	15,0%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	64	62	139	173	200	229	47,3%	15,0%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	(49)	172	3	344	50	55	-74,7%	-60,0%
Thu nhập khác	38	190	34	342	100	105	-5,6%	-44,6%
Tổng thu nhập hoạt động	6.507	7.771	10.051	13.529	13.783	15.840	24,3%	8,2%
% tăng trưởng	33,3%	19,4%	29,3%	34,6%	1,9%	14,9%		
Chi phí hoạt động	4.032	4.645	5.090	5.412	5.858	6.811	12,4%	12,2%
% tăng trưởng	32,3%	15,2%	9,6%	6,3%	8,2%	16,3%		
Lợi nhuận trước dự phòng	2.474	3.126	4.960	8.117	7.925	9.029	41,6%	5,5%
% tăng trưởng	35,1%	26,3%	58,7%	63,6%	-2,4%	13,9%		
Chi phí dự phòng	436	699	1.322	2.400	2.192	2.520	74,2%	2,5%
% tăng trưởng	-29,6%	60,6%	89,1%	81,5%	-8,7%	15,0%		
Lợi nhuận trước thuế	2.039	2.427	3.638	5.718	5.733	6.508	33,6%	6,7%
% tăng trưởng	68,1%	19,0%	49,9%	57,2%	0,3%	13,5%		
Lợi nhuận ròng	1.600	1.862	2.873	4.516	4.528	5.140	34,0%	6,7%
% tăng trưởng	66,7%	16,3%	54,3%	57,2%	0,3%	13,5%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: Dự báo một số chỉ tiêu chính (%)

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng cho vay (%)	17,9%	25,7%	18,3%	11,5%	10,5%	10,5%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9,5%	27,5%	3,3%	12,6%	15,0%	15,0%
NIM (%)	3,4%	3,2%	3,5%	3,9%	3,6%	3,7%
Cho vay / tiền gửi (%)	85,2%	85,4%	96,3%	96,4%	93,3%	90,2%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	1,4%	1,4%	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) (%)	84,7%	89,6%	122,3%	152,9%	164,3%	174,2%

Nguồn: VNDIRECT Research

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 15.700 đ/cp

Hiện tại, LPB đang giao dịch ở 0,8 lần P/B 2022, thấp hơn 35% so với mức trung bình 3 năm là 1,2 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là khá hấp dẫn với một ngân hàng như LPB duy trì được ROE ở mức 22,3%/17,5% giai đoạn 2022-2023.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp của phương pháp thu nhập thặng dư (Chi phí vốn: 15%, tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/B 1,0 lần cho năm 2023 với tỷ trọng tương đương. Chúng tôi giảm P/B mục tiêu về 1,0 lần phản ánh giai đoạn khó khăn với ngành ngân hàng khi tín dụng thắt chặt, NIM bị thu hẹp và chi phí tín dụng đang ngày một tăng.

Rủi ro giảm bao gồm tăng trưởng cho vay thấp hơn kỳ vọng và nợ xấu cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Hình 11: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	15.234	7.617
Hệ số P/B (1,0 lần cho năm 2023)	50%	16.231	8.116
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			15.733
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu làm tròn)			<b>15.700</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 12: Định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng dài hạn							3,0%

(tỷ VND)

Giá trị sổ sách đầu kỳ	16.802
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	5.241
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	4.386
Giá trị vốn chủ sở hữu	26.429
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.735
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	<b>15.234</b>

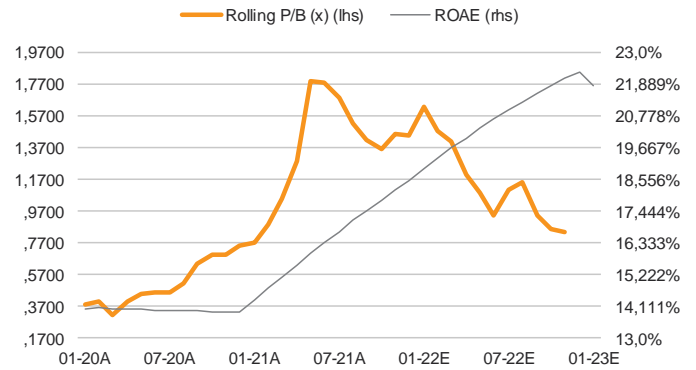
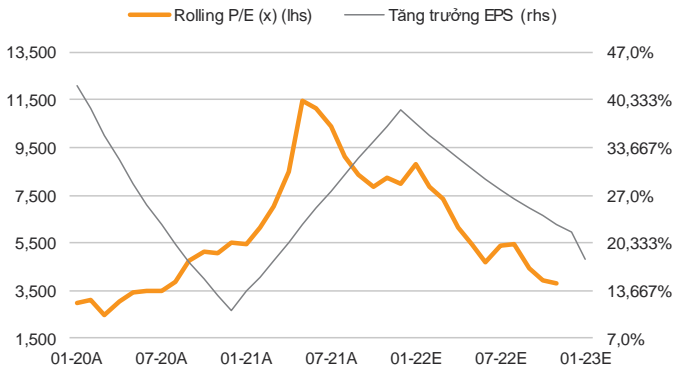
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 13: So sánh các ngân hàng Việt Nam (số liệu cập nhật ngày 10/11/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ USD)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE		ROA	
						2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
Techcombank	TCB VN	Khả quan	23.850	62.300	3,4	0,8	0,6	3,8	3,2	17,9%	22,0%	21,0%	3,7%	3,7%
VPBank	VPB VN	Khả quan	17.200	26.300	4,6	1,2	1,0	4,6	5,7	24,5%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%
NHTM CP Quân đội	MBB VN	Khả quan	16.800	30.600	3,1	1,0	0,8	4,3	4,1	21,7%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	20.500	30.000	2,8	1,2	1,0	4,7	4,8	17,1%	26,0%	22,5%	2,4%	2,1%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	19.800	38.500	1,3	1,0	0,8	5,4	4,4	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	18.000	34.400	1,5	1,1	1,0	4,4	4,3	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
<b>Trung bình</b>						<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>20,3%</b>	<b>24,3%</b>	<b>21,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,6%</b>
<b>NH TMCP Bưu điện Liên Việt</b>	<b>LPB VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>11.250</b>	<b>15.700</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>6,7%</b>	<b>22,3%</b>	<b>17,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>11.640</b>	<b>12.250</b>	<b>14.089</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>1.889</b>	<b>1.533</b>	<b>1.751</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>13.529</b>	<b>13.783</b>	<b>15.840</b>
Tổng chi phí hoạt động	(5.412)	(5.858)	(6.811)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>8.117</b>	<b>7.925</b>	<b>9.029</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(2.400)</b>	<b>(2.192)</b>	<b>(2.520)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.718</b>	<b>5.733</b>	<b>6.508</b>
Thuế	(1.202)	(1.205)	(1.368)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>4.516</b>	<b>4.528</b>	<b>5.140</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>4.516</b>	<b>4.528</b>	<b>5.140</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>232.984</b>	<b>257.447</b>	<b>284.479</b>
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>232.984</b>	<b>257.447</b>	<b>284.479</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	44.780	51.497	59.222
Các tài sản sinh lãi khác	40.122	46.140	55.113
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>317.886</b>	<b>355.085</b>	<b>398.814</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(5.086)</b>	<b>(6.666)</b>	<b>(8.121)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>228.076</b>	<b>250.961</b>	<b>276.535</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>312.800</b>	<b>348.419</b>	<b>390.694</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.971	3.269	3.595
Tổng đầu tư	341	375	413
Các tài sản khác	9.753	10.728	11.801
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>13.065</b>	<b>14.372</b>	<b>15.809</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>325.866</b>	<b>362.791</b>	<b>406.503</b>
Nợ khách hàng	202.988	233.436	268.451
Dư nợ tín dụng	38.758	42.634	46.897
Tài sản nợ chịu lãi	241.746	276.070	315.349
Tiền gửi	85	89	94
Tổng tiền gửi	241.831	276.159	315.442
Các khoản nợ lãi suất khác	50.910	58.546	67.328
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>292.740</b>	<b>334.705</b>	<b>382.770</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	9.495	(73)	(9.566)
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>9.495</b>	<b>(73)</b>	<b>(9.566)</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>302.236</b>	<b>334.633</b>	<b>373.204</b>
Vốn điều lệ và	17.348	17.348	17.348
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	4.098	8.626	13.766
Các quỹ thuộc VCSH	2.184	2.184	2.184
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>23.630</b>	<b>28.158</b>	<b>33.298</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>23.630</b>	<b>28.158</b>	<b>33.298</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>325.866</b>	<b>362.791</b>	<b>406.503</b>

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	12,6%	15,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	11,5%	10,5%	10,5%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	29,1%	5,2%	15,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	63,6%	(2,4%)	13,9%
Tăng trưởng LN ròng	57,2%	0,3%	13,5%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	12,9%	11,4%	12,1%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.074	2.610	2.963
BVPS (VND)	13.621	16.231	19.194
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	21,9%	(15,1%)	13,5%

**Các chỉ số chính**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>
<b>Tỷ lệ chi phí thu nhập</b>	<b>(40,0%)</b>	<b>(42,5%)</b>	<b>(43,0%)</b>
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,4%	1,5%	1,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,4%	1,6%	1,6%
LN/ TB cho vay	1,1%	0,9%	0,9%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	9,3%	9,7%	9,9%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,4%	93,3%	90,2%
<b>Biên lợi và độ đàn trải</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,6%	8,4%	8,5%
Chi phí cho các quỹ	5,1%	5,1%	5,0%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,8%	3,6%	3,7%
ROAE	22,3%	17,5%	16,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Lê Quốc Việt – Chuyên viên phân tích

Email: [viet.lequoc2@vndirect.com.vn](mailto:viet.lequoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>