

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT – LPB

Khả quan

Tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm tốc trong 2 năm tới

Giá mục tiêu (12 tháng)

VND17.400

Tài chính | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:4 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: 7%

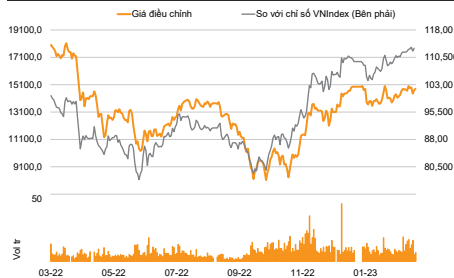
Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng lợi nhuận ròng 2023-24 lần lượt 7%/8%
- Tăng giá mục tiêu 11%

Khuyến nghị cũ

Giá mục tiêu cũ	VND15.700
Giá thị trường	VND14.800
Cao nhất 52 tuần (VND)	18.131
Thấp nhất 52 tuần (VND)	8.131
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	135.918
Thị giá vốn (tỷ VND)	25.418
Free float	92%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	5,6
P/B hiện tại (x)	1,1

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Tổng công ty Bưu điện Việt Nam	8,1%
Khác	91,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay của LPB sẽ giảm nhẹ xuống 12% svck trong 2023-24 từ mức gần 13% svck trong 2022.
- NIM chịu áp lực giảm và rủi ro tín dụng gia tăng sẽ là những khó khăn lớn nhất cho ngân hàng. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận (LN) ròng sẽ giảm tốc xuống 8%/14% svck trong 2023-24, từ mức 57% trong 2022.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 17.400 đồng/cp.

2023-24: LN vẫn tăng trưởng bất chấp khó khăn liên quan đến NIM/dự phòng

Trong 2 năm tới, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của LPB sẽ đạt 12%/năm và NIM sẽ giảm 25 điểm cơ bản xuống ~3,8% từ ~4,0% trong 2022 (mức cao nhất được ghi nhận trong 5 năm qua). Chúng tôi đưa khoản phí trả trước từ thương vụ banca vào mô hình, đồng thời tăng dự phóng chi phí dự phòng trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều thách thức. Tựu lại, chúng tôi tăng dự phóng LN ròng trong 2023-24 thêm 7-8% lên lần lượt 4,9 nghìn tỷ đồng/5,6 nghìn tỷ đồng. Với dự phóng mới, tăng trưởng LN vẫn tương đối tốt ở mức 8%/14% từ nền cao năm 2022.

Cho đến cuối 2022, chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt

Tỷ lệ nợ xấu chỉ tăng 6 điểm cơ bản sv quý trước và 13 điểm cơ bản svck lên 1,5% vào cuối 2022. Trong cả 2022, ngân hàng đã sử dụng dự phòng để xử lý 1,4 nghìn tỷ đồng nợ xấu (+237% svck), tương ứng với tỷ lệ 0,6% trên dư nợ cho vay (+42 điểm cơ bản svck). Gần 70% tổng giá trị nợ xấu được xử lý nằm trong Q4/22; và chúng tôi cho rằng LPB đã tận dụng khoản phí trả trước để xử lý nợ xấu mạnh tay hơn. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tiếp tục ổn định ở mức 142% vào cuối 2022 sv 114% vào cuối 2021. LPB hiện không đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và hạn chế cấp tín dụng cho các DN bất động sản (0,42% tổng dư nợ vào Q2/22). Tuy nhiên, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng vẫn sẽ cao trong 2023-24 ở mức 3,0 nghìn tỷ đồng/3,2 nghìn tỷ đồng, tương ứng với ~1,2% dư nợ cho vay (sv 1,4% trong 2022).

LPB có thể mất phòng giao dịch bưu điện sau khi VNPost thoái vốn

VNPost dự kiến bán đấu giá 140,5 triệu cổ phần LPB (tương đương 8,1% vốn điều lệ) vào ngày 21/04/23. Theo một số hãng tin, NHNN đã công bố dự thảo thông tư quy định khi VNPost giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 5%, các phòng giao dịch (PGD) bưu điện của LPB sẽ không được nhận tiền gửi tiết kiệm và phải có biện pháp chi trả hết tiền gửi tiết kiệm của khách hàng đã nhận trước đó. Các PGD bưu điện sẽ đóng cửa sau khi các khoản tiền gửi được chi trả. Dựa trên dữ liệu năm 2021, LPB vận hành 613 PGD bưu điện, một con số đáng kể, bên cạnh 76 chi nhánh và 480 PGD thông thường. Chúng tôi lưu ý rằng các PGD bưu điện từ lâu đã được coi là một trong những lợi thế cạnh tranh lớn nhất của LPB. Chúng tôi không rõ hiện có bao nhiêu tiền gửi nằm ở các PGD bưu điện này để đánh giá toàn bộ tác động nhưng chúng tôi kỳ vọng ban lãnh đạo sẽ chia sẻ rõ hơn tại kỳ họp ĐHCĐ sắp tới.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 17.400 đồng/cp

LPB hiện đang giao dịch ở mức P/B năm 2023 chỉ 0,9 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,2 lần. Ở mức định giá này, chúng tôi tiếp tục nhận thấy giá trị dài hạn của cổ phiếu. Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 17.400 đồng/cp. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) NIM cao hơn kỳ vọng và (2) phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến và (2) dự phòng nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	9.017	11.900	12.618	14.102
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	4,0%	3,7%	3,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	10.051	14.170	14.563	16.179
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1.322)	(3.174)	(2.999)	(3.190)
LN ròng (tỷ)	2.873	4.510	4.866	5.558
Tăng trưởng LN ròng	54,3%	57,0%	7,9%	14,2%
EPS điều chỉnh	1.857	2.575	2.518	2.875
BVPS	12.139	13.912	16.726	19.941
ROAE	18,5%	22,1%	18,4%	17,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm tốc trong 2023-24

Tóm tắt KQKD Q4/22 và năm 2022: Thu nhập lãi và thu nhập từ phí tốt hơn nhưng chi phí dự phòng lại cao hơn dự phóng

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q4/22 và cả năm 2022 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q4/22	Q4/21	% svck	Q3/22	% sv quý		2022	2021	% svck	Dự báo năm 2022	% dự báo VNDIRECT	T Nhận xét
					trước	2022						
Thu nhập lãi	2.772	2.756	1%	3.208	-14%	11.900	9.017	32%	11.640	102%	Cao hơn một chút so với dự kiến nhờ NIM / tăng trưởng tín dụng tốt hơn	
Thu nhập ngoài lãi	909	279	226%	249	265%	2.270	1.034	120%	1.889	120%	Cao hơn dự kiến khả năng cao là do 1 phần phí trả trước đã được ghi nhận trong Q4/22	
Tổng thu nhập HĐKD	3.681	3.035	21%	3.457	6%	14.170	10.051	41%	13.529	105%		
Chi phí hoạt động	(1.507)	(1.765)	-15%	(1.305)	15%	(5.307)	(5.090)	4%	(5.412)	98%		
Lợi nhuận trước dự phòng	2.174	1.270	71%	2.152	1%	8.863	4.960	79%	8.117	109%		
Chi phí dự phòng	(1.306)	(435)	200%	(918)	42%	(3.174)	(1.322)	140%	(2.400)	132%	Tỷ lệ nợ xấu / xử lý nợ xấu cao hơn dự kiến	
Lợi nhuận trước thuế	867	836	4%	1.234	-30%	5.690	3.638	56%	5.718	100%		
Lợi nhuận sau thuế	668	645	4%	987	-32%	4.510	2.873	57%	4.516	100%		

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 2: Các chỉ số tài chính của LPB theo quý

Các chỉ số chính	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	96%	85%	91%	78%	87%	90%	91%	91%	88%	81%	93%	75%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	4%	15%	9%	22%	13%	10%	9%	9%	12%	19%	7%	25%
NIM (Dự phóng cả năm)	3,0%	3,0%	3,6%	3,7%	3,5%	3,6%	3,3%	4,2%	4,1%	4,3%	4,3%	3,5%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,4%	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	82%	73%	73%	90%	94%	96%	98%	114%	118%	121%	143%	142%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	0,0%	0,3%	0,3%	0,9%	0,5%	0,9%	0,6%	0,9%	0,6%	1,2%	1,6%	2,2%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	62%	62%	58%	59%	44%	45%	54%	58%	35%	36%	38%	41%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	-7%	39%	13%	36%	16%	30%	26%	34%	15%	26%	43%	60%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Tăng trưởng cho vay sẽ ổn định nhờ nền tảng vốn vững chắc trong 2023-24; tuy nhiên, NIM sẽ chịu áp lực

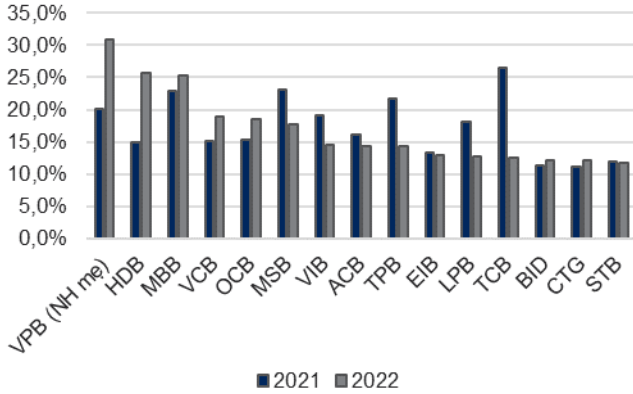
Trong 2022, LPB đạt mức tăng trưởng tín dụng 12,8% svck, kém hơn tăng trưởng hệ thống là 14,5% và thấp hơn nhiều ngân hàng khác trong coverage của chúng tôi. Ngược lại về mặt huy động vốn, tiền gửi khách hàng tăng 19,3% svck, tốt hơn phần lớn các ngân hàng khác. LPB ghi nhận huy động tăng trưởng tốt từ cả khách hàng doanh nghiệp và cá nhân, lần lượt ở mức 21,1% và 17,4% svck. Vào cuối Q4/22, tiền gửi cá nhân chiếm 65% tổng tiền gửi của LPB, cao hơn mức 50% của toàn hệ thống. Tăng trưởng tiền gửi cao cho thấy sức mạnh thương hiệu của LPB và mạng lưới chi nhánh và PGD rộng lớn trên toàn quốc. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, ngân hàng có thể mất lợi thế PGD bưu điện sau khi VNPost thoái vốn trong thời gian tới. Tỷ lệ CASA giảm 1,2đ% svck xuống 8,8% vào cuối Q4/22 nhưng được cải thiện đáng kể thêm 2,5đ% sv quý trước.

Trong 2023-24, chúng tôi ước tính LPB sẽ đạt mức tăng trưởng cho vay khoảng 12,0%/năm, hỗ trợ bởi tăng trưởng tiền gửi khách hàng ở mức 10,9%/năm. Có khả năng LPB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn kỳ vọng hiện tại của chúng tôi khi LPB ngân hàng đã phát hành 3 nghìn tỷ đồng cổ phiếu và LN cao trong 2022 đã giúp cải thiện tỷ lệ an toàn vốn lên mức 13% vào cuối Q4/22 theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý rằng LPB vẫn có kế hoạch tăng vốn trong thời gian tới thêm 3 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành mới cho cổ đông.

LPB đã cải thiện được NIM thêm ~40 điểm cơ bản svck lên 4,0% trong 2022 do lợi suất tài sản tăng ~10 điểm cơ bản svck lên 8,5% và chi phí vốn (COF) giảm 20 điểm cơ bản svck xuống còn 4,9%. Việc LPB không phải tăng lãi suất huy động cho đến cuối năm ngoài nhờ vị thế thanh khoản vững chắc cũng giúp ngân hàng kiểm soát COF tốt hơn. Việc tăng vốn 3 nghìn tỷ đồng và mua lại 10,5 nghìn tỷ đồng giấy tờ có giá trước hạn trong 2022 cũng góp phần làm tăng NIM. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy NIM đang có dấu hiệu gặp nhiều áp lực khi COF

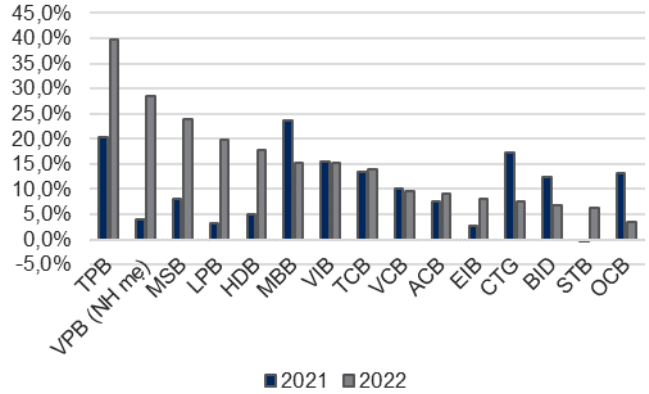
tăng mạnh 50 điểm cơ bản trong Q4/22 sv quý trước do lãi suất huy động cao hơn và tiền gửi của khách hàng tăng mạnh 11,6% sv quý trước trong khi cho vay chỉ tăng 3,3%. Vì vậy, trong 2023-24, chúng tôi ước tính NIM của LPB sẽ giảm khoảng 25 điểm cơ bản từ mức ~4,0% trong 2022 xuống còn ~3,8%.

Hình 3: Tăng trưởng tín dụng trong 2022 của LPB đạt 13%, ở mức dưới trung bình trong coverage của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 4: Tuy nhiên, tăng trưởng tiền gửi trong năm 2022 của LPB lại cao hơn so với đa số các ngân hàng khác



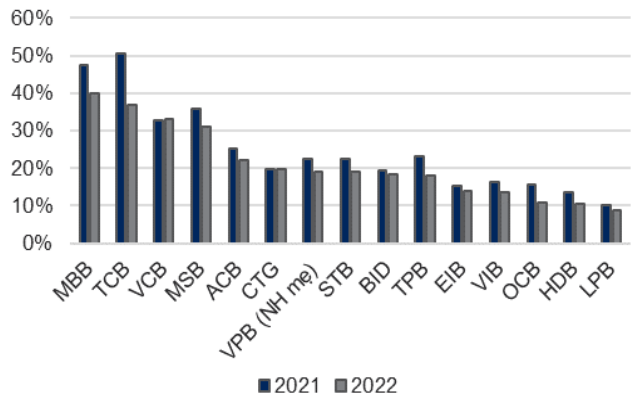
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 5: LPB đã cải thiện NIM khá đáng kể trong năm 2022 (đơn vị: điểm cơ bản)

Ngân hàng	Asset yield	CoF	NIM
EIB	72	-36	106
STB	69	13	72
MSB	100	44	71
MBB	76	25	70
HDB	110	39	63
LPB	7	-20	38
VIB	65	52	34
OCB	63	31	34
ACB	28	3	25
VCB	16	5	24
VPB (NH mẹ)	40	50	20
BID	-5	-2	2
CTG	7	35	-3
TPB	7	43	-34
TCB	22	66	-41

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Về tỷ lệ CASA trong năm 2022, LPB vẫn nằm trong nhóm có tỷ lệ CASA thấp



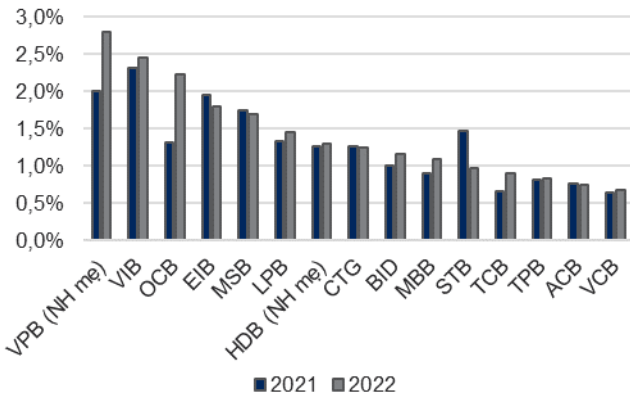
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt

Chất lượng tài sản của LPB suy giảm nhẹ trong 2022 với tỷ lệ nợ xấu tăng ~15 điểm cơ bản svck lên 1,5% vào cuối 2022. Tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ tăng đáng kể hơn ở mức ~70 điểm cơ bản svck lên 1,5% vào cuối năm 2022 nhưng không thay đổi sv quý trước. Tỷ lệ LLR cũng đi ngang sv quý trước nhưng đã được cải thiện 28đ% svck lên 142%, mức trung bình trong coverage của chúng tôi. Tỷ lệ LLR cao hơn sẽ giúp ngân hàng giảm thiểu gánh nặng dự phòng trong các kịch bản bất lợi.

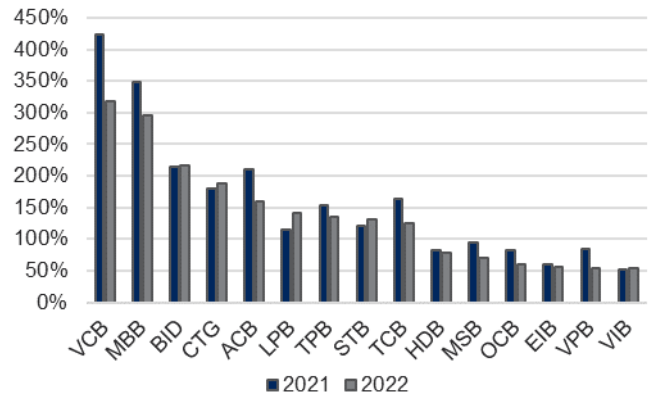
Một điểm tích cực khác liên quan đến chất lượng tài sản của LPB là ngân hàng này không đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và có tỷ trọng cho vay thấp đối với lĩnh vực bất động sản, đặc biệt là các doanh nghiệp phát triển BĐS (chỉ chiếm 0,42% tổng dư nợ cho vay) vốn đang gặp khó khăn về dòng tiền. Tuy vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng chi phí dự phòng của LPB sẽ ở mức cao trong vài quý tới khi nền kinh tế Việt Nam đang trải qua một giai đoạn hết sức khó khăn. Trong 2023-24, chúng tôi hiện dự phóng chi phí dự phòng lần lượt ở mức 3,0 nghìn tỷ đồng/3,2 nghìn tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ 1,2%/1,1% dư nợ cho vay bình quân, so với 1,4% trong năm 2022.

Hình 7: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của LPB ở mức trung bình trong coverage của chúng tôi ...



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 8: ... tương tự như tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Thu nhập từ phí, đặc biệt là banca, đang trở thành nguồn thu quan trọng

LPB ghi nhận thu nhập từ phí tăng trưởng kép 62% trong 2019-22, cao hơn so với mức tăng trưởng kép 30% của tổng thu nhập hoạt động trong cùng thời gian. Trong 2022, thu nhập từ phí chiếm 12% tổng thu nhập hoạt động, so với chỉ 6% trong 2019. Hoạt động banca là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ phí cho LPB. Chỉ trong 6T22, thu nhập banca đạt 389 tỷ đồng, chiếm 75% thu nhập từ phí. Trong khi đó, thu nhập banca chỉ đạt 273 tỷ đồng cho cả năm 2019 (chiếm 69% thu nhập từ phí). Trong 2023-24, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nhập banca sẽ chậm lại do nền kinh tế suy yếu sẽ ảnh hưởng đến thu nhập và nhu cầu của người tiêu dùng đối với bảo hiểm nhân thọ cũng như việc các cơ quan quản lý đang sự giám sát chặt chẽ hơn hoạt động banca.

Tháng 11 năm ngoái, LPB đã ký thỏa thuận độc quyền mới với Dai-ichi Life có thời hạn 15 năm, bắt đầu từ tháng 12/2022. Ngân hàng không tiết lộ số phí trả trước hay cách ghi nhận khoản phí này. Dựa trên so sánh với VPB, ngân hàng đã nhận được 5,5 nghìn tỷ đồng phí trả trước từ thương vụ với AIA vào năm ngoái, chúng tôi ước tính phí trả trước của LPB có thể ở khoảng 2,0 nghìn tỷ đồng. Trong 2019-21, tổng phí bảo hiểm gốc và doanh thu khai thác mới qua LPB bằng khoảng một nửa so với VPB. Tuy nhiên, VPB có quy mô và lượng khách hàng lớn hơn nhiều so với LPB nên khả năng cao VPB sẽ nhận được khoản phí trả trước hậu hĩnh hơn so với LPB. Do đó, chúng tôi ước tính phí trả trước của LPB sẽ thấp hơn một nửa so với VPB nhận được. Trong mô hình, chúng tôi giả định tổng ~2,0 nghìn tỷ đồng sẽ được ghi nhận đều mỗi năm trong khoảng thời gian 3 năm từ 2022 đến 2024. Tựu lại, chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng thu nhập từ phí hàng năm sẽ là hơn 6%/năm trong 2023-24.

Điều chỉnh dự phóng thu nhập năm 2023-24

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng thu nhập 2023-24 (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Thu nhập lãi	12.250	14.089	12.618	14.102	3,0%	0,1%	Tăng dự phóng tăng trưởng cho vay trong 2023-24 lên 12% từ 11%
Thu nhập ngoài lãi	1.533	1.751	1.944	2.077	26,8%	18,6%	Giả định phí trả trước khoảng 2.000 tỷ đồng được ghi nhận đều mỗi năm trong vòng 3 năm từ 2022 đến 2024
Tổng thu nhập hoạt động	13.783	15.840	14.563	16.179	5,7%	2,1%	
Chi phí hoạt động	(5.858)	(6.811)	(5.481)	(6.042)	-6,4%	-11,3%	Giảm dự báo CIR do kết quả năm 2022 tốt hơn so với dự báo
LN trước dự phòng	7.925	9.029	9.082	10.137	14,6%	12,3%	
Chi phí dự phòng	(2.192)	(2.520)	(2.999)	(3.190)	36,8%	26,6%	Dự báo trích lập dự phòng thận trọng hơn do tỷ lệ nợ xấu / xử lý nợ xấu cao hơn dự kiến Q4/22 và môi trường vĩ mô nhiều khó khăn
LN trước thuế	5.733	6.508	6.083	6.947	6,1%	6,7%	
LN ròng	4.528	5.140	4.866	5.558	7,5%	8,1%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 17.400 đồng/cp

Ở mức giá cổ phiếu hiện tại, LPB đang giao dịch ở mức P/B 2023 là 0,9 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,2 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá hiện tại mang lại giá trị hấp dẫn cho nhà đầu tư trong dài hạn với ROE ổn định trong khoảng 17-18% trong vài năm tới.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 17.400 đồng dựa trên tỷ trọng 50/50 của định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư và định giá P/B mục tiêu là 1,0 lần (không đổi) trên giá trị sổ sách năm 2023. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho (các) nhà đầu tư nước ngoài. Rủi ro giảm giá bao gồm tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến và nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	18.036	9.018
Hệ số P/B (1,0 lần P/B 2023)	50%	16.726	8.363
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			17.381
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			17.400

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 11: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phân bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	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%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	24.055					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	4.733					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	2.399					
Giá trị vốn chủ sở hữu	31.187					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.729					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	18.036					

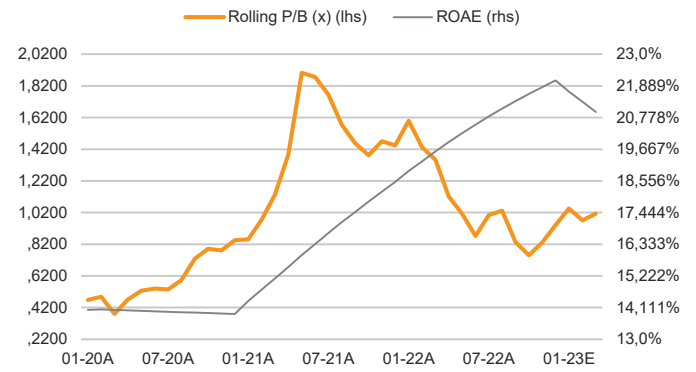
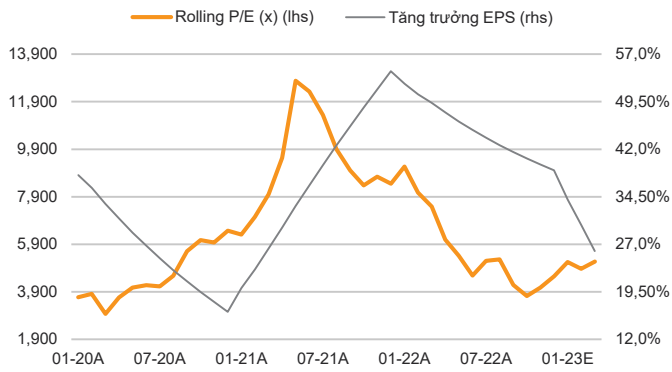
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 12: So sánh các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 22/03/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép	ROE		ROA	
						2023	2024	2023	2024	2021-24	2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	87.400	84.600	17,4	2,6	2,2	14,4	12,6	14,3%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	28.550	36.200	5,8	1,1	1,0	7,5	6,4	15,2%	16,4%	15,5%	1,0%	1,0%
VPBank	VPB VN	Khả quan	21.050	25.700	5,8	1,2	1,0	8,2	6,6	21,5%	16,3%	17,0%	2,8%	3,0%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	26.450	44.000	3,9	0,7	0,6	3,7	3,3	16,4%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.350	30.000	3,5	1,1	0,9	5,6	5,0	19,3%	22,5%	20,1%	2,4%	2,3%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.500	29.300	3,3	0,8	0,7	4,1	3,6	20,6%	22,5%	21,0%	2,4%	2,4%
HDBank	HDB VN	Khả quan	17.700	25.000	1,9	1,0	0,8	4,9	4,1	21,7%	23,2%	22,4%	2,2%	2,2%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	20.800	27.000	1,9	1,2	0,9	4,6	3,9	20,8%	29,3%	26,2%	2,6%	2,7%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	21.850	31.000	1,5	0,9	0,7	5,0	4,2	19,0%	19,4%	18,9%	2,0%	2,2%
Trung bình						1,2	1,0	6,4	5,5	18,8%	21,1%	19,9%	2,3%	2,3%
NHTMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	14.750	17.400	1,1	0,9	0,7	5,3	4,6	24,6%	18,4%	17,5%	1,4%	1,4%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HDKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	11.900	12.618	14.102
Thu nhập lãi suất ròng	2.270	1.944	2.077
Tổng lợi nhuận hoạt động	14.170	14.563	16.179
Tổng chi phí hoạt động	(5.307)	(5.481)	(6.042)
LN trước dự phòng	8.863	9.082	10.137
Tổng trích lập dự phòng	(3.174)	(2.999)	(3.190)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	5.690	6.083	6.947
Thuế	(1.179)	(1.217)	(1.389)
Lợi nhuận sau thuế	4.510	4.866	5.558
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	4.510	4.866	5.558

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	235.507	263.692	295.277
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	235.507	263.692	295.277
Chứng khoán - Tổng cộng	42.574	46.083	49.882
Các tài sản sinh lãi khác	42.549	46.940	51.786
Tổng các tài sản sinh lãi	320.630	356.714	396.944
Tổng dự phòng	(4.870)	(4.870)	(4.870)
Tổng cho vay khách hàng	230.637	258.822	290.407
Tổng tài sản sinh lãi ròng	315.760	351.844	392.074
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.984	3.325	3.705
Tổng đầu tư	316	352	392
Các tài sản khác	8.686	9.679	10.786
Tổng tài sản không sinh lãi	11.986	13.356	14.883
Tổng tài sản	327.746	365.200	406.957
Nợ khách hàng	215.888	239.316	265.286
Dư nợ tín dụng	35.048	37.937	41.065
Tài sản nợ chịu lãi	250.936	277.253	306.350
Tiền gửi	3.077	3.077	3.077
Tổng tiền gửi	254.013	280.330	309.427
Các khoản nợ lãi suất khác	39.702	43.819	48.364
Tổng các khoản nợ lãi suất	293.715	324.149	357.791
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	9.976	12.130	14.687
Tổng nợ không lãi suất	9.976	12.130	14.687
Tổng nợ	303.691	336.279	372.478
Vốn điều lệ và	17.291	17.291	17.291
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	3.904	8.770	14.328
Các quỹ thuộc VCSH	2.860	2.860	2.860
Vốn chủ sở hữu	24.055	28.922	34.479
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	24.055	28.922	34.479
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	327.746	365.200	406.957

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	19,8%	10,9%	10,9%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	12,7%	12,0%	12,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	32,0%	6,0%	11,8%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	78,7%	2,5%	11,6%
Tăng trưởng LN ròng	57,0%	7,9%	14,2%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14,0%	11,4%	11,4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.879	2.814	3.214
BVPS (VND)	13.912	16.726	19.941
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	38,7%	(2,2%)	14,2%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	3,7%	3,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(37,5%)	(37,6%)	(37,3%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,5%	1,7%	1,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,5%	1,7%	1,8%
LN/ TB cho vay	1,4%	1,2%	1,1%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,2%	13,5%	13,8%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	93,9%	95,1%	96,4%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,4%	9,2%	8,9%
Chi phí cho các quỹ	4,8%	6,0%	5,7%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,9%	3,6%	3,7%
ROAE	22,1%	18,4%	17,5%

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

Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: quan.vuthe@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

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