

NHTMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND22.750	VND26.000	0,00%	TRUNG LẬP	Tài chính

Ngày 27/08/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Trung lập

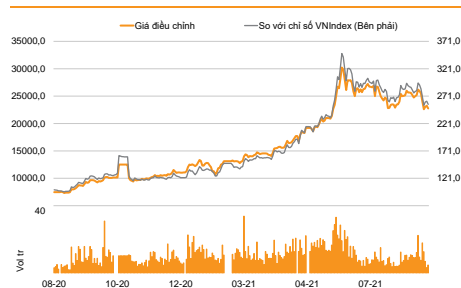
Consensus*: Mua:3 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: -2,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	30.223
Thấp nhất 52 tuần (VND)	7.304
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	304.674
Thị giá vốn (tỷ VND)	27.983
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	12,5
P/B hiện tại (x)	1,72

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Post	12,7%
H.T.H Ltd. Co.	5,0%
Ông Nguyễn Đình Thắng	3,6%
Khác	78,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

Kiểm soát chi phí tốt hơn mong đợi

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/21 tăng vọt 130,9% svck đạt 740 tỷ đồng, nhờ nền cơ sở thấp ở Q2/20. LN ròng 6T21 tăng lên gấp đôi, đạt 60% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Giữ đánh giá Trung lập với giá mục tiêu không đổi 26.000 đồng/cp.

6T21: Tăng trưởng mọi mặt

6T21 cho vay tăng 25,5% svck và 8,3% sv cuối năm trước, cao hơn mức tăng 3,5% sv cuối năm trong 6T20. NIM cải thiện 63 điểm cơ bản svck đạt mức 3,6% nhờ chi phí vốn (COF) giảm sâu hơn so với lợi suất tài sản. Lợi suất tài sản giảm về 8,51% trong 6T21 từ mức 8,61% trong 6T20 do LPB hạ lãi suất để hỗ trợ khách hàng trong khi CoF giảm về 5,2% trong 6T21 từ mức 6,0% trong 6T20 do giảm lãi suất từ 50-90 điểm cơ bản svck đối với tất cả các kỳ hạn. Kết quả, thu nhập lãi thuần tăng 45,8% svck đạt 4.231 tỷ đồng. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi tăng 75,2% svck đạt 544 tỷ đồng chủ yếu nhờ tăng trưởng 86,4% svck của lãi thuần từ hoạt động dịch vụ. Tỷ lệ chi phí trên doanh thu (CIR) giảm về 44,4% trong 6T21 từ mức 62% trong 6T20, tốt hơn mức kỳ vọng của chúng tôi, nhờ giảm chi phí nhân viên và hoạt động công vụ. LN ròng 6T21 tăng 100,6% svck lên tới 1.617 tỷ đồng, đạt 60% dự báo cả năm.

Chất lượng tài sản đang được cải thiện

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm xuống 1,34% tại cuối Q2/21 từ mức 1,43% cuối Q1/21 và 1,43% cuối Q4/20 khi ngân hàng xóa nợ 415 tỷ đồng (~7.003% svck), kéo theo tỷ lệ xóa nợ lên 0,2% trong 6T21 – cao nhất từ năm 2018. Ngân hàng cũng ghi nhận chi phí dự phòng tăng 185% svck, dẫn đến tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng tới 96,5% tại cuối Q2/21 từ mức 94,5% tại cuối Q1/21.

Chúng tôi nâng nhẹ dự báo LN ròng năm 2021 – 2022 thêm 1,6%/1,9%

Trong giai đoạn 2021 - 2022, chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm dần trong 6 tháng cuối năm khi ngân hàng hạ lãi suất nhằm hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Do đó, chúng tôi giữ mức dự báo cũ với NIM đạt 3,28%/3,24%. Chúng tôi giảm CIR về mức 48%/54% từ mức dự báo trước là 55%, khi ngân hàng kiểm soát chi phí tốt hơn mong đợi trong 6T21. Mặt khác, chúng tôi nâng chi phí dự phòng năm 2021 thêm 83,6% so với dự báo trước đó khi ngân hàng chủ động với những khoản nợ xấu mới. Kết quả, LN ròng năm 2021 - 2022 tăng nhẹ thêm 1,6%/1,9% so với dự báo trước đó.

Giữ đánh giá Trung lập với giá mục tiêu không đổi 26.000 đồng/cp

Chúng tôi giữ đánh giá Trung lập với giá mục tiêu không đổi 26.000 đồng/cp dựa trên định giá thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14,6%; tăng trưởng dài hạn: 3,0%) và mục tiêu P/B đạt 1,6x cho năm 2021. Tiềm năng tăng giá đến từ sự thành công của đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài và chi phí trả trước cho hợp đồng banca độc quyền cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đến từ việc chi phí tín dụng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	6.720	8.137	9.465	10.833
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	7.771	9.080	10.577	12.150
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(699)	(653)	(688)	(879)
LN ròng (tỷ)	1.862	2.678	3.176	4.053
Tăng trưởng LN ròng	16,3%	43,8%	18,6%	27,6%
EPS điều chỉnh	1.610	2.174	2.578	3.290
BVPS	13.243	15.735	18.690	22.461
ROAE	13,9%	17,2%	17,2%	18,3%

Nguồn: VND RESEARCH

KIỂM SOÁT CHI PHÍ TỐT HƠN MONG ĐỢI

6T21: Tăng trưởng mọi mặt

Hình 1: So sánh KQKD (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q2/21	svck %	Q1/21	sv quý		Dự báo		% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
				trước %	6T21	svck %	năm 2021		
Thu nhập lãi	2.180	48,9%	2.051	6,3%	4.231	45,8%	8.137	52,0%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi. Cao hơn dự báo của chúng tôi, khi thu nhập từ phí tăng trưởng 56,6% svck, chủ yếu nhờ đẩy mạnh phát triển các sản phẩm mới về thẻ và bảo hiểm, ngoại hối nhờ thị trường thuận lợi.
Thu nhập ngoài lãi	246	-2,9%	298	-17,5%	544	75,2%	944	57,6%	
Tổng thu nhập HDKD	2.425	41,3%	2.349	3,2%	4.775	48,6%	9.080	52,6%	
Chi phí hoạt động	(1.094)	2,9%	(1.027)	6,5%	(2.121)	6,5%	(4.994)	42,5%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do LPB giảm mạnh CIR từ 62% vào cuối Q2/20 xuống còn 45% vào cuối Q2/21 do chi phí nhân viên và chi phí quản lý công vụ thấp hơn nhờ cải thiện hiệu quả công tác quản lý.
Lợi nhuận trước dự phòng	1.331	103,6%	1.322	0,7%	2.653	117,4%	4.086	64,9%	
Chi phí dự phòng	(406)	60,2%	(210)	93,3%	(616)	185,1%	(653)	94,3%	Cao hơn dự báo của chúng tôi do LPB tăng trích lập dự phòng trong Q2/21.
Lợi nhuận trước thuế	925	131,0%	1.112	-16,8%	2.037	102,9%	3.433	59,4%	
Lợi nhuận sau thuế	740	130,9%	877	-15,6%	1.617	100,6%	2.678	60,4%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Điều chỉnh năm 2021 - 2022

Trong năm 2021-2022, chúng tôi nâng nhẹ LN ròng bởi việc bù trừ giữa giảm CIR và tăng chi phí dự phòng. Chúng tôi giữ nguyên các tiêu chí quan trọng khác.

Hình 2: Thay đổi dự phóng

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Thu nhập lãi thuần	8.137	9.465	8.137	9.465	0,0%	0,0%	
Thu nhập ngoài lãi	944	1.112	944	1.112	0,0%	0,0%	
Tổng thu nhập HDKD	9.080	10.577	9.080	10.577	0,0%	0,0%	
Chi phí hoạt động	(4.994)	(5.817)	(4.395)	(5.739)	-12,0%	-1,3%	Chúng tôi giảm CIR xuống lần lượt là 48% và 54% cho năm 2021 và 2022, theo kết quả kiểm soát chi phí thực tế tốt hơn dự kiến của ngân hàng. Chúng tôi tin rằng CIR có khả năng tăng trở lại 54% do ngân hàng sẽ tiếp tục chuyển đổi các văn phòng bưu điện thành phòng giao dịch ngân hàng.
Lợi nhuận trước dự phòng	4.086	4.760	4.685	4.838	14,7%	1,6%	
Chi phí dự phòng	(653)	(688)	(1.199)	(688)	83,6%	0,0%	Chúng tôi đã nâng chi phí dự phòng năm 2021 nhằm phản ánh sự chuẩn bị của ngân hàng đối với các khoản nợ xấu có thể gia tăng trong thời gian tới. Do đó, LLR dự kiến sẽ tăng lên 102% vào cuối năm 2021, tương đương với LLR trung bình của các ngân hàng tư nhân niêm yết.
Lợi nhuận trước thuế	3.433	4.071	3.486	4.150	1,6%	1,9%	
Lợi nhuận sau thuế	2.678	3.176	2.719	3.237	1,6%	1,9%	Lợi nhuận cao hơn nhờ kết quả của sự bù trừ giữa việc giảm chi phí hoạt động và tăng chi phí dự phòng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu không đổi 26.000 đồng/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và P/B để định giá LPB với tỷ trọng tương đương của mỗi phương pháp. Phương pháp thu nhập thặng dư dựa trên dự báo của chúng tôi về thu nhập và tăng trưởng của LPB cũng như các yếu tố về nguồn vốn và chiến lược kinh doanh của ngân hàng. Đối với định giá P/B, cách tiếp cận này cho phép chúng tôi đánh giá LPB so với toàn bộ các ngân hàng khác của Việt Nam.

Chúng tôi giữ P/B mục tiêu 1,6 lần trên BVPS của năm 2021. Kết hợp 2 phương pháp định giá thu nhập thặng dư và định giá P/B với tỷ trọng tương đương, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho LPB đạt 26.000 đồng/cp.

Hình 3: Định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2021	2022	2023	2024	2025	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ VND)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	14.232					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	3.914					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	10.525					
Giá trị vốn chủ sở hữu	28.672					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.075					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)						26.680

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tính toán giá mục tiêu của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	26.680	13.340
Hệ số P/B (1,6 lần cho năm 2021)	50%	25.238	12.619
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			25.959
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			26.000

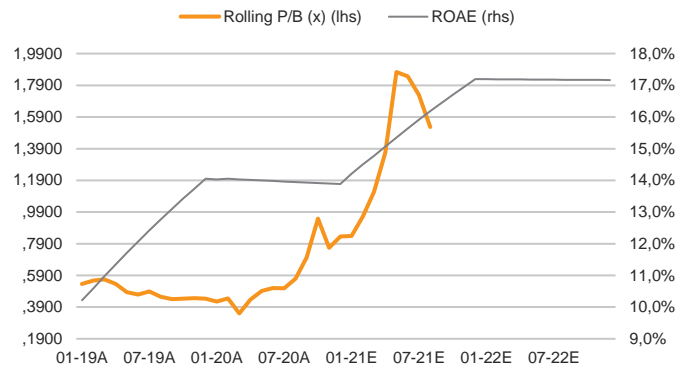
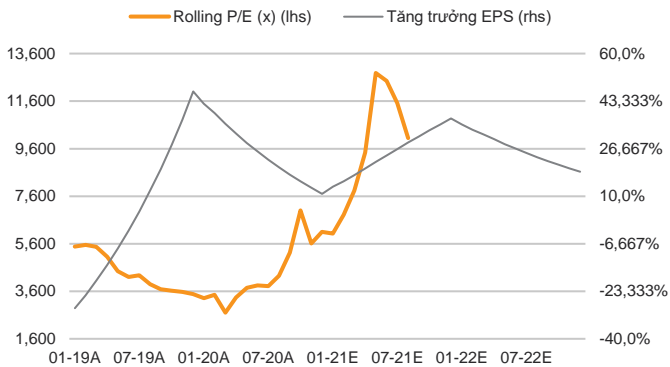
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 26/08/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (triệu đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE %		ROA %	
						2021	2022	2021	2022		2021	2022	2021	2022
Techcombank	TCB VN	Khả quan	48.300	57.200	7.428	1,9	1,6	10,9	9,2	19,5%	19,2%	18,9%	3,3%	3,4%
VPBank	VPB VN	Khả quan	60.800	75.000	6.589	2,5	1,7	12,8	9,3	19,5%	21,9%	20,1%	2,9%	2,8%
NHTM CP Quân đội	MBB VN	Khả quan	28.100	31.400	4.659	1,6	1,3	8,9	7,4	24,2%	21,5%	21,8%	2,1%	2,3%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	31.950	41.800	3.788	2,2	1,8	11,4	9,9	16,0%	22,0%	20,5%	1,9%	1,9%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	36.300	48.100	2.474	3,2	2,4	13,0	10,5	18,9%	28,3%	26,6%	2,2%	2,1%
Trung bình						2,3	1,8	11,4	9,3	19,6%	22,6%	21,6%	2,5%	2,5%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Trung lập	22.750	26.000	1.201	1,4	1,2	9,0	7,6	22,1%	17,4%	17,4%	1,0%	1,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	8.137	9.465	10.833
Thu nhập lãi suất ròng	944	1.112	1.317
Tổng lợi nhuận hoạt động	9.080	10.577	12.150
Tổng chi phí hoạt động	(4.994)	(5.817)	(6.075)
LN trước dự phòng	4.086	4.760	6.075
Tổng trích lập dự phòng	(653)	(688)	(879)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	3.433	4.071	5.196
Thuế	(755)	(896)	(1.143)
Lợi nhuận sau thuế	2.678	3.176	4.053
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	2.678	3.176	4.053

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	203.115	233.582	268.619
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	203.115	233.582	268.619
Chứng khoán - Tổng cộng	38.701	44.507	51.183
Các tài sản sinh lãi khác	22.627	24.902	28.637
Tổng các tài sản sinh lãi	264.443	302.990	348.439
Tổng dự phòng	(2.859)	(3.393)	(3.966)
Tổng cho vay khách hàng	200.429	230.365	264.831
Tổng tài sản sinh lãi ròng	261.584	299.597	344.473
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.709	4.006	4.407
Tổng đầu tư	335	362	398
Các tài sản khác	10.172	10.985	12.084
Tổng tài sản không sinh lãi	14.216	15.353	16.888
Tổng tài sản	275.800	314.950	361.361
Nợ khách hàng	200.705	232.818	270.068
Dư nợ tín dụng	35.476	39.733	45.694
Tài sản nợ chịu lãi	236.181	272.551	315.762
Tiền gửi	235	247	260
Tổng tiền gửi	236.417	272.798	316.022
Các khoản nợ lãi suất khác	16.220	19.139	22.010
Tổng các khoản nợ lãi suất	252.636	291.937	338.032
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	6.254	2.928	(808)
Tổng nợ không lãi suất	6.254	2.928	(808)
Tổng nợ	258.891	294.865	337.223
Vốn điều lệ và	10.746	10.746	10.746
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	4.410	7.586	11.639
Các quỹ thuộc VCSH	1.753	1.753	1.753
Vốn chủ sở hữu	16.909	20.085	24.138
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	16.909	20.085	24.138
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	275.800	314.950	361.361

	12-21E	12-22E	12-23E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,0%	16,0%	16,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	15,0%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	21,1%	16,3%	14,5%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	30,7%	16,5%	27,6%
Tăng trưởng LN ròng	43,8%	18,6%	27,6%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14,3%	14,5%	15,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.492	2.955	3.771
BVPS (VND)	15.735	18.690	22.461
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	37,3%	18,6%	27,6%

Các chỉ số chính

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,3%	3,3%	3,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(55,0%)	(55,0%)	(50,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,6%	1,7%	1,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,6%	1,7%	1,7%
LN/ TB cho vay	0,3%	0,3%	0,4%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	8,2%	8,3%	8,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	86,0%	85,7%	85,1%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,9%	9,1%	9,2%
Chi phí cho các quỹ	5,9%	6,0%	6,1%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,1%	3,2%	3,2%
ROAE	17,2%	17,2%	18,3%

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

Lê Quốc Việt – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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