

Ngân Hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng

(HOSE: VPB)

Kỳ vọng phục hồi

MUA

(Bảo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
VNĐ45,300
LNKV: +20.2%
CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyen Nguyen, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

Điểm lại KQKD 2021

Chịu áp lực lớn từ COVID-19

- Năm 2021, tổng tài sản ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB) tăng 30.7% CK lên 547.6 nghìn tỷ, phần lớn đến từ tăng trưởng các tài sản có tính thanh khoản cao và ít rủi ro như cho vay liên ngân hàng (+192%), TPCP (+1,313%), và tiền và các khoản tương đương tiền (+45.7%).
- Cho vay khách hàng tăng 20.7% trong năm 2021, nhờ vào mức tăng trưởng ấn tượng trong quý 4/2021 với hơn 11% so với quý trước (QoQ), đạt 345.6 nghìn tỷ. Biên lãi thuần (NIM) tiếp tục suy giảm với -1%p CK xuống 7.8%. Chất lượng danh mục cho vay giảm đáng kể. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng lần lượt lên mức 4.5% (+1.1%p) và 9.1% (+0.5%p). Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn ở mức thấp với 61% (+15.6% CK).
- LNTT của VPB ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2021 với 12% CK so với mức tăng trưởng tài sản, do dịch bệnh ảnh hưởng đến mảng ngân hàng bán lẻ của VPB.

Điểm nhấn đầu tư

Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cao

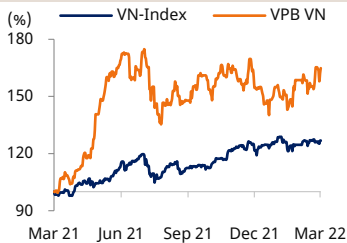
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VPB sẽ hồi phục đáng kể trong năm 2022 dựa trên cả giả định sau: 1) NPL và chi phí tín dụng đã đạt đỉnh trong năm 2021, và sẽ giảm dần trong các năm tiếp theo; 2) Lợi suất từ danh mục cho vay phục hồi nhờ kết thúc các gói hỗ trợ và mức giải ngân cao từ quý 4/2021; 3) Khả năng NIM tăng trở lại cao nhờ kỳ vọng phục hồi của FE Credit và tăng trưởng tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA); và 4) Khả năng duy trì chi phí hoạt động thấp.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) cao sẽ là động lực cho tăng trưởng tín dụng trong trung hạn. Hết năm 2021, CAR của VPB đạt 14.3%, nằm trong nhóm có tỷ lệ CAR cao nhất toàn ngành. Ngoài ra, kế hoạch phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược nước ngoài cũng sẽ thúc đẩy CAR của VPB, giúp giảm thiểu các rủi ro liên quan đến vấn đề thanh khoản khi tăng trưởng tín dụng cao.

Định giá

Tăng khuyến nghị lên Mua với giá mục tiêu 45,300 đồng

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho VPB lên mức 45,300, tương đương 2.1x lần GTSS dự phóng. Các động lực tăng giá chính trong ngắn hạn bao gồm lợi nhuận phục hồi và thương vụ phát hành riêng lẻ cho đối tác ngoại. Ngược lại, khả năng tăng lãi suất điều hành sẽ là áp lực chung đối với định giá của toàn ngành. Thêm vào đó, các vấn đề bất ổn địa chính trị có thể ảnh hưởng tiêu cực đến các dòng vốn ngoại đối với các thị trường mới nổi (EM), dẫn đến rủi ro rút vốn ngoại tại các thị trường này. Lợi nhuận không đạt kỳ vọng cũng dẫn đến suy giảm các chỉ tiêu định giá.

Dữ liệu



Giá hiện tại (07/03/2022, VND)	37,700	Vốn hóa (tỷ đồng)	167,594
Index	1,499	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	4,445
Tăng trưởng EPS (22F, %)	50.9	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	70
P/E (22F, x)	9.7	Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	22,222
P/E Index (22F, x)	17.1	Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	40,722

Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.9	9.5	62.3
Tương đối	1.5	-3.0	34.1

Lợi nhuận và mức định giá các năm

FY (31/12)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	24,702	30,670	32,346	34,349	46,594	53,763
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6,384	5,685	6,687	9,953	8,324	12,504
LNHĐ (tỷ đồng)	9,199	10,324	13,019	14,580	25,472	32,706
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	7,356	8,260	10,414	11,808	17,821	22,275
EPS (VNĐ)	2,994	3,388	4,242	2,656	4,009	5,011
P/E (x)	13.0	11.1	9.2	14.7	9.7	7.8
GTSS (VNĐ)	14,579	17,996	22,187	17,891	21,955	27,035
P/B (x)	2.7	2.1	1.8	2.2	1.8	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research dự phóng

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES AND DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Ngân Hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HOSE: VPB)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu từ lãi	52,362	50,827	69,440	79,295
Chi phí lãi vay	20,016	16,478	22,846	25,531
Thu nhập lãi thuần	32,346	34,349	46,594	53,763
Doanh thu thuần từ dịch vụ	3,356	4,059	4,558	4,987
Doanh thu thuần khác	3,331	5,894	3,767	7,517
Thu nhập từ HĐKD	39,033	44,301	54,919	66,267
Chi phí hoạt động	11,392	10,719	14,502	17,443
Lợi nhuận trước dự phòng	27,641	33,583	40,416	48,824
Tổng chi phí dự phòng	14,622	19,002	14,944	16,118
LNTT	13,019	14,580	25,472	32,706
Thuế TNDN	2,606	2,930	5,119	6,572
LNST	10,414	11,651	20,353	26,134
Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)	10,414	11,808	17,821	22,275

Phân tích DuPont (%)

	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Thu nhập từ lãi	13.15	10.52	11.91	12.13
Chi phí lãi	5.03	3.41	3.92	3.91
Lợi nhuận từ lãi	8.12	7.11	7.99	8.23
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.84	0.84	0.78	0.76
Thu nhập ròng khác	0.84	1.22	0.65	1.15
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	9.80	9.17	9.42	10.14
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	2.86	2.22	2.49	2.67
PPOP	6.94	6.95	6.93	7.47
Tổng chi phí dự phòng	3.67	3.93	2.56	2.47
Lợi nhuận trước thuế	3.27	3.02	4.37	5.00
Thuế TNDN	0.65	0.61	0.88	1.01
LNST (cổ đông không kiểm soát)	0.00	-0.03	0.43	0.59
ROA	2.62	2.44	3.06	3.41
Đòn bẩy (x)	8.38	6.94	6.03	5.45
ROE	21.9	17.0	18.4	18.6
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	3.4	4.5	2.8	2.5
Tỷ lệ nợ xấu rộng	8.6	9.1	6.8	6.4
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	45.3	60.9	51.8	50.4
Dự phòng trên tổng dư nợ	0.6	1.2	0.7	0.6
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	5.0	5.3	3.6	3.4
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	4.0	4.3	2.8	2.7
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)				
EPS (theo báo cáo)	4,271			
EPS (trung bình)	4,242	2,656	4,009	5,011
GTSS	22,187	17,891	21,955	27,035
LNST/CP	11,260	7,554	9,092	10,983

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Cân đối kế toán (tóm tắt)

(tỷ đồng)	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Tiền và các khoản tương đương	3,283	2,346	2,580	2,787
Chứng khoán	76,979	82,769	88,306	93,853
Cho vay	305,874	402,712	475,546	541,282
Tài sản cố định hữu hình	1,212	1,217	1,149	1,079
Tài sản khác	31,679	58,582	51,004	49,497
Tổng tài sản	419,027	547,626	618,586	688,498
Tiền gửi	233,428	241,837	273,495	299,406
Nợ vay	56,713	123,177	139,647	154,929
GTCG	62,845	81,296	82,962	84,762
Khoản nợ khác	13,247	14,865	15,677	16,462
Tổng nợ	366,233	461,175	511,781	555,559
Vốn góp chủ sở hữu	25,300	45,057	45,057	45,057
Thặng dư vốn cổ phần	366	77	77	77
Lợi nhuận giữ lại	17,415	22,500	38,756	59,247
Quỹ dự trữ	9,713	10,824	12,389	14,173
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	7,993	10,526	14,385
Tổng vốn chủ sở hữu	52,794	86,451	106,805	132,939

Các chỉ số tăng trưởng/định giá

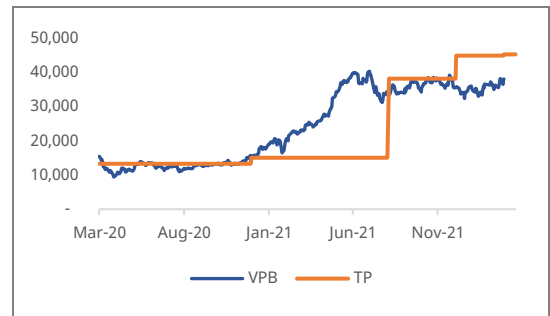
	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Tăng trưởng (CK)				
Cho vay	13.1	20.7	18.6	14.1
Cho vay và phải thu	12.0	31.7	18.1	13.8
Tiền gửi	9.1	3.6	13.1	9.5
Vốn chủ sở hữu	25.1	63.8	23.5	24.5
Tổng tài sản	11.1	30.7	13.0	11.3
Thu nhập ròng từ lãi	5.5	6.2	35.7	15.4
Thu nhập dịch vụ	20.2	20.9	12.3	9.4
LNTDP	15.1	21.5	20.3	20.8
Lợi nhuận HĐKD	26.1	12.0	74.7	28.4
LNST	26.1	13.4	50.9	25.0
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	8.3	7.4	8.2	8.1
NIM	8.8	7.8	8.7	8.9
Biên LNTDP	52.8	66.1	58.2	61.6
ROA	2.62	2.44	3.06	3.41
ROE	21.9	17.0	18.4	18.6
Thanh khoản				
LDR (loại trừ GTCG)	122.7	142.9	149.9	156.2
Cho vay trên tài sản	68.3	63.1	66.3	67.9
Tỷ Lệ An Toàn Vốn				
CAR	11.7	14.3		
Tier 1	11.4	13.7		
Tier 2	0.3	0.6		
Hiệu quả hoạt động kinh doanh				
Chi phí trên thu nhập	29.2	24.2	26.4	26.3
Chi phí trên tài sản	2.7	2.0	2.3	2.5

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Tên công ty	Ngày	Khuyến nghị	TP (VND)
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	14/05/2020	Năm Giữ	13,300
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	04/12/2020	Năm Giữ	15,100
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	28/08/2021	Tăng Tỷ Trọng	38,200
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	08/12/2021	Tăng Tỷ Trọng	44,900
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	07/03/2022	Mua	45,300



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Ratings distribution and investment banking services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Ratings distribution				
Investment banking services				

* Based on recommendations over the 12 months through

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other

financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336