

Ngành: Ngân hàng

Ngày 17/08/2017

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh Vượng (Mã cổ phiếu: VPB)
Khuyến nghị: Mua

Giá thị trường
(17/08/2017): 39.000

Giá kỳ vọng (VND): 49.200

Lợi nhuận kỳ vọng: 26%

Khuyến nghị:

Sau khi tiến hành phân tích cổ phiếu VPB theo mô hình CAMELS, chúng tôi đánh giá cao khả năng sinh lời, khả năng quản lý cũng như khả năng tự cân đối vốn tương đối tốt của VPB. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lo ngại về chất lượng tài sản và khả năng thanh khoản của ngân hàng này. Do đó chúng tôi đánh giá thận trọng P/E forward 2017 và P/B forward 2017 của VPB lần lượt ở mức 20,x lần và 1,x lần. Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VPB dựa trên 2 phương pháp định giá thông dụng là phương pháp P/E và P/B, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho VPB ở mức 49.200 đồng/cp, cao hơn 26% so với giá thị trường. Khuyến nghị: Mua. Tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Cập nhật KQKD:

KQKD năm 2016. Tổng tài sản của VPB đạt 228,77 nghìn tỷ đồng (+18% yoy). Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) đạt 13,2%. Tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,91%. LNTT đạt 4.929,3 tỷ đồng (+59,2% yoy). LNST đạt 3.935 tỷ đồng (+64,2% yoy). EPS năm 2016 đạt 4.485 đồng/cp.

KQKD 6 tháng đầu năm 2017. Tổng tài sản của VPB đạt 249 nghìn tỷ (+9% ytd). Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) đạt 12,17%. Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất ở mức 2,81%. LNTT đạt hơn 3.260 tỷ đồng (+107% yoy). LNST đạt hơn 2.600 tỷ đồng (+108% yoy). EPS 6 tháng đạt 2.598 đồng/cp.

Kế hoạch kinh doanh năm 2017. VPB dự kiến lợi nhuận trước thuế ở mức 6.800 tỷ đồng (+38% yoy). Tổng tài sản theo kế hoạch đạt mức 280.645 tỷ đồng, huy động khách hàng và phát hành giấy tờ có giá tăng 26,3% ước đạt 217.732 tỷ đồng. Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng ở mức 12% với mức cho vay khách hàng dự kiến là 182.433 tỷ đồng.

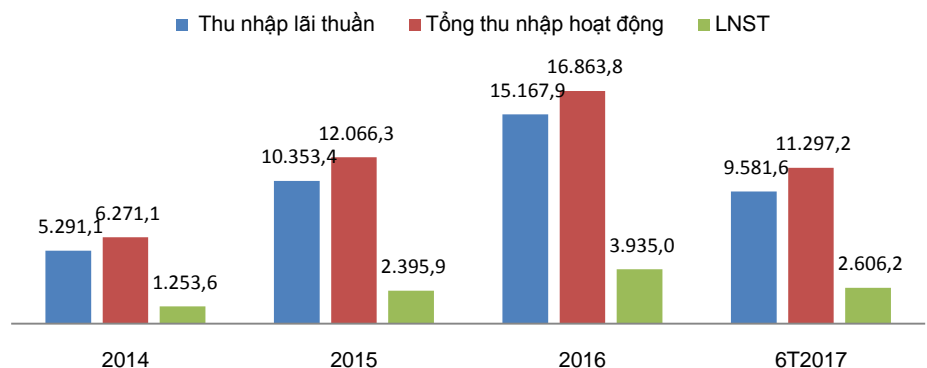
Moody's đánh giá triển vọng tín nhiệm dài hạn của VPBank giữ nguyên ở mức "Ổn định". Theo Moody's, xếp hạng tiền gửi bằng VND của VPBank ở mức B3, tương đương với mức xếp hạng của Moody's đối với các ngân hàng: BIDV, Vietinbank, MB, ACB, Techcombank, Sacombank. Về xếp hạng tiền gửi ngoại tệ, Moody's đánh giá VPBank ở mức B3, tương đương với mức xếp hạng đối với các ngân hàng: MB, ACB, Techcombank, Sacombank. Hệ số sức mạnh tài chính BFSR của VPBank được đánh giá ở mức E và mức đánh giá tín dụng cơ sở BCA là Caa1, tương đương với mức của 7 ngân hàng hàng đầu của Việt Nam được Moody's xếp hạng.

Thông tin cổ phần:	
Sàn giao dịch:	HoSE
Giá niêm yết lần đầu (VND):	39.000
EPS năm 2016 (VND):	4.485
P/E cơ bản:	n/a
Giá trị sổ sách 2016 (VND):	18.709
P/B:	n/a
KLGD bình quân 10 ngày:	n/a
KLCP (tính đến 17/08/2017):	1.332.689.035
Vốn hóa (tỷ đồng):	51.974,87

Cơ cấu sở hữu	
Sở hữu	Tỷ lệ
Sở hữu nhà nước	0,38%
Sở hữu nước ngoài	22,34%
Sở hữu khác	77,28%

Danh sách cổ đông (tính đến 31/12/2016)	
Cổ đông	Tỷ lệ
Bà Nguyễn Thị Mai Trinh	4,52%
Ông Ngô Chí Dũng	4,13%
Bà Nguyễn Quỳnh Anh	3,62%

Nguồn: VPB, Aseansc tổng hợp

Kết quả kinh doanh của VPB (Đơn vị: tỷ đồng)


Nguồn: VPB, Aseansc tổng hợp

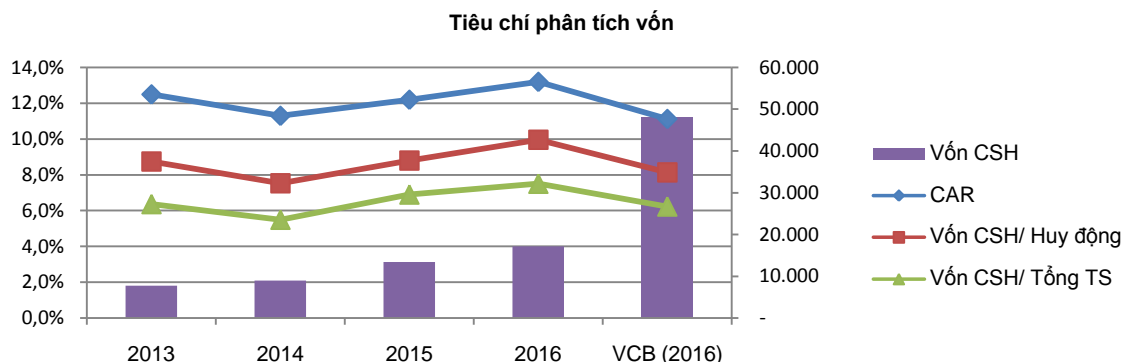
Phân tích CAMELS:
C - Vốn

CAMELS	2013	2014	2015	2016	VCB (2016)
CAR	12,50%	11,30%	12,20%	13,20%	11,13%
Vốn CSH/ Huy động	8,7%	7,5%	8,8%	10,0%	8,1%
Vốn CSH/ Tổng TS	6,4%	5,5%	6,9%	7,5%	6,2%
Vốn CSH	7.727	8.980	13.389	17.178	48.102

Nguồn: VPB, VCB, Aseansc tổng hợp

Khả năng tự cân đối vốn của VPB tương đối tốt so với VCB. Trong đó, tỷ lệ CAR của VPB đã được cải thiện rõ rệt trong năm năm qua. Chỉ số CAR tại 31.12.2016 là 13,20%, cao hơn nhiều so với mức yêu cầu an toàn vốn tối thiểu là 9%. So sánh với VCB, mặc dù quy mô vốn CSH thấp hơn nhưng các chỉ số CAR, Vốn CSH/Huy động, Vốn CSH/Tổng TS của VPB đều cao hơn VCB.

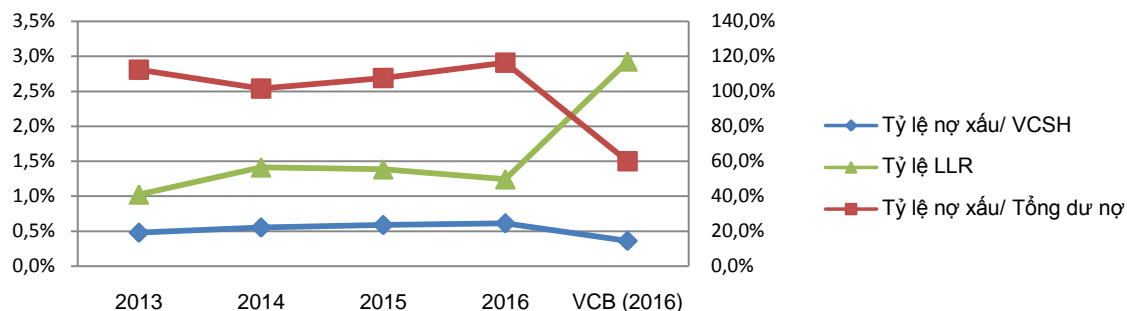
Chào bán riêng lẻ tối đa 5% vốn cho Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC). Theo Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông ngày 1/8/2017, VPBank dự kiến sẽ chào bán riêng lẻ tối đa 5% tổng số cổ phần phổ thông đang lưu hành tại thời điểm chuyển đổi cho Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) – thành viên của Ngân hàng Thế giới nhằm thực hiện quyền chuyển đổi khoản vay 57 triệu USD. Theo Bản cáo bạch vừa công bố của VPB, tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ cổ phần hiện nay là 22,34%. Chúng tôi cho rằng, việc chào bán riêng lẻ 5% vốn cho IFC sẽ là cơ hội tốt cho VPB gia tăng vốn và năng lực quản trị từ đối tác nước ngoài này.


A - Chất lượng tài sản

CAMELS	2013	2014	2015	2016	VCB (2016)
Tăng trưởng tài sản	18,1%	134,6%	18,8%	18,0%	16,9%
Tài sản sinh lãi/ Tổng tài sản	85,0%	90,1%	93,9%	93,3%	96,7%
Tỷ lệ nợ xấu/ VCSH	19,10%	22,10%	23,49%	24,49%	14,4%
Tỷ lệ nợ xấu/ Tổng dư nợ	2,81%	2,54%	2,69%	2,91%	1,5%
Tỷ lệ LLR	41,00%	56,50%	55,40%	49,70%	117,1%

Nguồn: VPB, VCB, Aseansc tổng hợp

Chất lượng tài sản của VPB kém hơn VCB và cho thấy sự suy giảm. Mặc dù tốc độ tăng trưởng tài sản của VPB liên tục duy trì ở mức trên 18% (cao hơn của VCB là 16,9%), tuy nhiên chất lượng tài sản của VPB lại cho thấy sự suy giảm (chất lượng tài sản kém hơn VCB). Trong đó, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của VPB có xu hướng tăng qua các năm. Tỷ lệ nợ xấu năm 2016 ở mức 2,91% (vẫn nằm trong phạm vi cho phép 3% của NHNN). Theo thông lệ thế giới, trích lập dự phòng rủi ro trên nợ xấu (LLR) của ngân hàng ngưỡng an toàn phải là trên 100%, nhưng tỷ lệ LLR của VPB năm 2016 chỉ ở mức 49,7% (và đang trong xu hướng giảm). Điều này cho thấy ngân hàng cần phải tăng trích lập dự phòng nhiều hơn để giải quyết nợ xấu. Nợ xấu của VPB liên tục tăng được lý giải là do ngân hàng tham gia vào một số phân khúc cho vay có độ rủi ro cao hơn như tín dụng tiêu dùng, cho vay tín chấp, hay cho vay một số doanh nghiệp vừa và nhỏ.

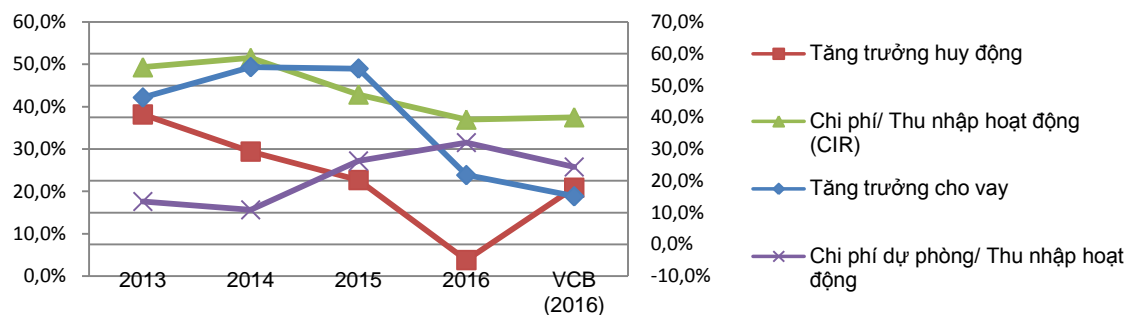
Tiêu chí phân tích chất lượng tài sản


M - Khả năng quản lý

CAMELS	2013	2014	2015	2016	VCB (2016)
Tăng trưởng cho vay	42,2%	49,4%	49,0%	23,9%	18,8%
Tăng trưởng huy động	40,9%	29,2%	20,2%	-5,0%	17,8%
Chi phí/ Thu nhập hoạt động (CIR)	55,8%	58,7%	47,2%	39,3%	40,0%
Chi phí dự phòng/ Thu nhập hoạt động	17,6%	15,6%	27,2%	31,5%	25,7%

Nguồn: VPB, VCB, Aseansc tổng hợp

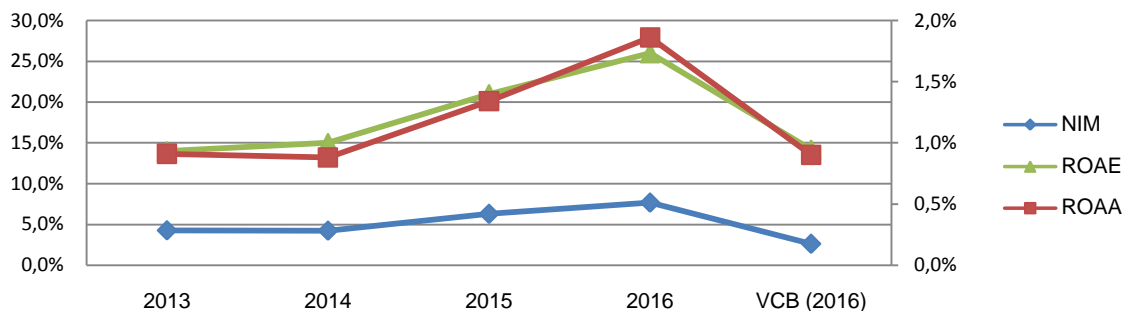
Chúng tôi đánh giá cao khả năng quản lý của đội ngũ lãnh đạo VPB thông qua tốc độ tăng trưởng cho vay, huy động, cũng như khả năng tạo ra thu nhập hoạt động và cắt giảm chi phí hoạt động. (1) Tốc độ tăng trưởng cho vay liên tục duy trì trên 40% trong giai đoạn 2013-2015, tuy nhiên sau đó đã điều chỉnh về mức 23,9% trong năm 2016. (2) Tăng trưởng huy động có xu hướng giảm qua các năm, năm 2016, tăng trưởng huy động giảm 5%, cho thấy ngân hàng đang gặp khó khăn trong huy động vốn, đặc biệt là ngoại tệ khi lãi suất huy động USD về 0%. (3) Tỷ lệ chi phí/Thu nhập hoạt động (CIR) của VPB giảm dần từ 55,8% năm 2013 xuống 39,3% năm 2016, cho thấy công tác quản lý chi phí của VPB ngày càng hiệu quả và đã ngang ngửa với VCB. Chi phí dự phòng có xu hướng tăng qua các năm, năm 2016, chi phí dự phòng/ Thu nhập hoạt động ở mức 31,5%, cao hơn so với VCB, do chất lượng tài sản kém và nợ xấu ở mức cao. Tuy nhiên, VPBank đã có hệ thống kiểm soát và quản lý rủi ro để đảm bảo tỷ lệ này dưới phạm vi cho phép là 3%.

Tiêu chí phân tích khả năng quản lý


E - Lợi nhuận

CAMELS	2013	2014	2015	2016	VCB (2016)
NIM	4,3%	4,2%	6,3%	7,7%	2,6%
ROAA	0,91%	0,88%	1,34%	1,86%	0,9%
ROAE	14%	15%	21%	26%	14,2%

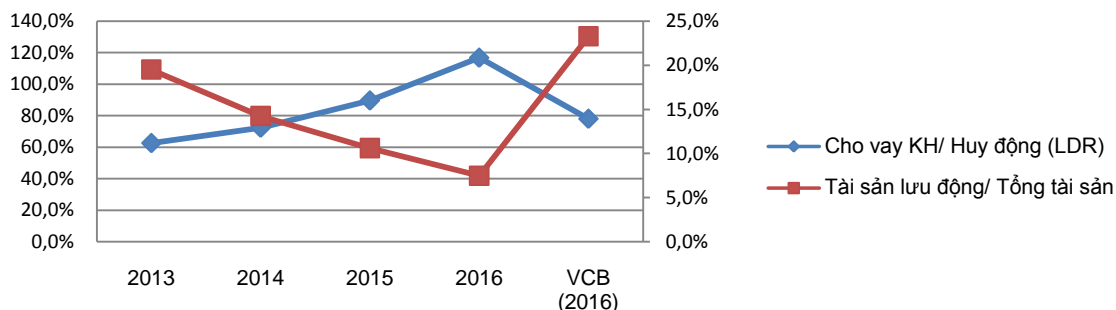
Khả năng sinh lời của VPB được đánh giá khá tốt, vượt xa VCB và nằm ở vị trí hàng đầu trong thị trường cận biên thế giới. Cụ thể, NIM của VPB liên tục tăng qua các năm, năm 2016, NIM của VPB ở mức 7,7% (cao hơn nhiều so với mức 2,6% của VCB). ROAA và ROAE liên tục cải thiện, ROAA và ROAE năm 2016 lần lượt ở mức 1,86% và 26% (cao hơn mức 0,9% và 14,2% của VCB). Có được điều này một phần nhờ ngân hàng kinh doanh thuận lợi, phần khác không thể phủ nhận là nhờ “bảo bối” Fe Credit – công ty tài chính tiêu dùng đang nắm hơn 50% thị phần ở Việt Nam. Trong tổng số 4.929 tỷ đồng LNTT hợp nhất năm 2016, FE Credit đóng góp khoảng 2.400 tỷ đồng tương đương gần 50% tổng LNTT của VPBank. Bên cạnh đó, tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM) của FE Credit được ước tính lên tới 27,27%. Chúng tôi cho rằng với khả năng sinh lời khá cao của FE Credit sẽ giúp VPB bù đắp rủi ro từ hoạt động cho vay, khi phần lớn dự phòng rủi ro của ngân hàng đến từ Fe Credit (gần 70%).

Phân tích khả năng sinh lời


L - Thanh khoản

CAMELS	2013	2014	2015	2016	VCB (2016)
Cho vay KH/ Huy động (LDR)	62,6%	72,3%	89,7%	116,9%	78,0%
Tài sản lưu động/ Tổng tài sản	19,5%	14,2%	10,6%	7,5%	23,3%

Khả năng thanh khoản của VPB là khá thấp. Để đánh giá tính thanh khoản của ngân hàng, chúng tôi xem xét tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) và tỷ lệ tài sản lưu động trên tổng tài sản. Tỷ lệ LDR của VPB liên tục tăng từ 62,6% lên 116,9% trong giai đoạn 2013-2016 và sau đó đã giảm dần còn 83% năm 2013. Mặc dù tỷ lệ LDR của các ngân hàng thương mại không được vượt quá 80% theo quy định trong Thông tư 36/2014/TT-NHNN, nhưng tỷ lệ LDR của VPB vẫn lớn hơn 100%. Nguyên nhân là do LDR của công ty tài chính, cụ thể là Fe Credit rất cao, tuy nhiên hoạt động của nhóm này không chịu sự điều chỉnh của các quy định khắt khe như đối với ngân hàng thương mại. Tỷ lệ tài sản lưu động/ tổng tài sản của VPB liên tục giảm từ 19,5% xuống 7,5% trong giai đoạn 2013-2016 (thấp hơn so với VCB 23,3%, trong đó ngưỡng an toàn khoảng 20%). Do đó, chúng tôi đánh giá khả năng thanh khoản của VPB là khá thấp.

Phân tích khả năng thanh khoản


Diễn giải

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Nắm giữ	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -15% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường dưới -15%

Khuyến cáo**Khuyến cáo**

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. ASEAN SECURITIES cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. ASEAN SECURITIES sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và ASEAN SECURITIES hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Hội sở chính

Trụ sở: 18 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm, Tp. Hà Nội
Tel: (84 - 4) 6 275 3844;
VICline: 19006636
Fax: (84 - 4) 6 275 3816
Tổng đài đặt lệnh: (84 - 4) 6 275 8888

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Trụ sở: Lầu 11, số 78 – 80 Cách Mạng Tháng 8, Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: (84 - 8) 3 824 6468
Fax: (84 - 8) 3 824 6550
Tổng đài đặt lệnh: (84 - 8) 3 829 9090