

KHẢ QUAN

Cập nhật: Giảm mức giá mục tiêu (8/8/2018)

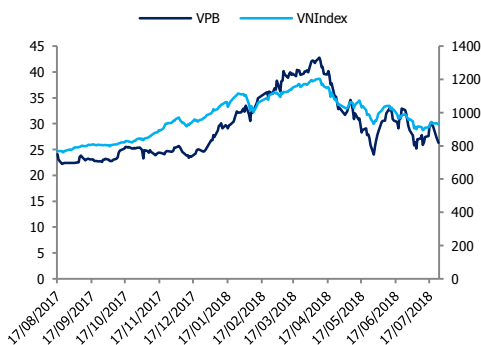
Giá mục tiêu	VNĐ31.300
Upside	18,9%
Giá mục tiêu trước	VNĐ 41.000
Giá thị trường (8/8/2018)	VNĐ26.300
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	63.730
Biến động giá trong 52 tuần (VNĐ)	22.200 – 42.800
Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài (%)	22,38%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng & Định giá

Đơn vị : tỷ VNĐ	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu hoạt động	16,864	25,026	31,973	37,113
Lợi nhuận trước dự phòng và thuế	10,242	16,131	21,582	24,866
Tăng trưởng n/n		57%	34%	15%
Chi phí dự phòng tín dụng	5,313	8,001	11,490	13,121
Tăng trưởng n/n		51%	44%	14%
Lợi nhuận trước thuế	4,929	8,130	10,092	11,745
Tăng trưởng n/n		65%	24%	16%
Lợi nhuận ròng	3,935	6,441	8,073	9,396
Tăng trưởng y-o-y		64%	25%	16%
EPS (basic) (VNĐ)	4,658	4,301	3,332	3,878
BVPS (VNĐ)	20,331	19,831	15,527	18,836
ROAA	1.9%	2.5%	2.7%	2.6%
ROEA	25.7%	27.5%	24.0%	22.2%
P/E (giá mục tiêu)		n/a	9.4	8.1
P/B (giá mục tiêu)		n/a	2.01	1.66
P/E			7.9	6.8
P/B			1.69	1.40

Biến động giá cổ phiếu



Biến động giá

	1T	3T	12M
VPB (%)	-19%	-20%	9%
VN Index (%)	-6%	-11%	21%

Nguồn: Bloomberg

Cấu trúc sở hữu (trên 5%)

Ngo Chi Dung & người có liên quan	14.54%
Bùi Hai Quan & người có liên quan	7.26%
Lo Bang Giang & người có liên quan	8.11%
Những cổ đông khác	70.09%

Nguyễn Thị Quế Anh

Analyst

anh.nguyenthique@mbs.com.vn

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

Thu Nhập Ngoài Lãi & Chi Phí Hoạt Động Hỗ Trợ Lợi Nhuận

Cơ Hội

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN và điều chỉnh giá mục tiêu xuống 31.300 VNĐ (+18,9% upside) từ mức giá 41.000 VNĐ do tín dụng tiêu dùng giảm tốc và thu nhập ngoài lãi tăng trưởng chậm hơn dự phóng. Thay vào đó, lợi nhuận sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào ngân hàng mẹ. Thu phí và dịch vụ, các khoản thu từ thu hồi nợ xấu và tiết kiệm chi phí hoạt động sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong 6 tháng cuối năm. Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi phản ánh mức điều chỉnh giá với cổ phiếu ngành ngân hàng giai đoạn vừa qua.

Luận điểm đầu tư

▪ **Tín dụng tiêu dùng vẫn là nguồn thu quan trọng, tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng kém quả quan hơn.** Chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng tín dụng của FE Credit cho năm 2018 và 2019 xuống mức 27% và 24% từ mức 39% và 34% theo kế hoạch gần đây của ngân hàng cho 6 tháng cuối năm 2018. Trong 1H2018, tăng trưởng tín dụng mảng này đạt 4% so với cuối 2017. Tăng trưởng tín dụng cao hơn trong 6 tháng cuối năm là xu hướng của tín dụng tiêu dùng nhờ bán mới từ các khoản cho vay điện máy đáo hạn vào Q3/2018, khai thác khách hàng tiềm năng và cải thiện tỷ lệ khai thác khách hàng hiện hữu. Trong 6 tháng đầu năm, tín dụng hợp nhất tăng trưởng 7% so với cuối 2017, đạt 210.048 tỷ VNĐ. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ tăng trưởng tín dụng hợp nhất xuống 23% n/n, trong đó, tăng trưởng của ngân hàng mẹ giữ nguyên.

▪ **Rủi ro chất lượng tài sản và lợi nhuận chịu ảnh hưởng từ trích lập nợ xấu.** Chi phí dự phòng trong quý này tăng trưởng ở mức cao hơn tăng trưởng thu nhập hoạt động trong khi LLR ở mức 65% trong 6 tháng đầu năm, thấp hơn bình quân các kỳ trước. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng LLR sẽ trở lại tăng bình thường và chi phí dự phòng sẽ tăng ở mức 43% n/n trong 2018. NPL hợp nhất trong 6 tháng đầu năm tăng lên mức 4,1% từ mức 3,4% cuối 2017 và tăng ở cả ngân hàng mẹ và FE Credit. Riêng với FE Credit, tỷ lệ này tăng do giảm hiệu quả thu hồi nợ, khó khăn tuyển dụng và việc xử lý truyền thông trong tháng 5, 6/2018.

▪ **Tự động hóa và ứng dụng công nghệ là động lực cải thiện lợi nhuận.** Chúng tôi cho rằng động lực cải thiện lợi nhuận của VPB trong 6 tháng cuối năm đến từ tiết kiệm chi phí. Trong 6 tháng đầu năm, chi phí hoạt động tăng ở mức 16% n/n nhờ chi phí nhân sự không đổi nhờ tự động hóa các quy trình thủ tục. Chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ CIR xuống mức 32.5% từ mức 34% nhằm phản ánh động lực này.

▪ **Thu nhập ngoài lãi hỗ trợ lợi nhuận.** Tăng trưởng thu nhập phí và dịch vụ trong 2018 được điều chỉnh giảm từ mức 45% xuống mức 29% n/n do tăng trưởng khiêm tốn của doanh thu bancassurance trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, ngân hàng cũng có những cải thiện rõ nét trong thu nhập từ thu hồi nợ xấu đạt 724 tỷ VNĐ (+79% n/n) trong 6 tháng đầu năm.

▪ **Lợi nhuận kế hoạch 2018 vẫn khả thi, đóng góp nhiều hơn từ ngân hàng mẹ.** Chúng tôi giảm lợi nhuận dự phóng trong 2018 xuống mức 10.091 tỷ VNĐ (-3%) từ mức 10.379 tỷ VNĐ nhằm việc giảm tỷ trọng đóng góp của FE Credit và ngân hàng mẹ sẽ đóng góp nhiều hơn để đạt kế hoạch 2018. Trong 6 tháng đầu năm, LNTT của VPB đạt 4.375 tỷ VNĐ (+34% n/n), đóng góp 40,5% LN mục tiêu 10.800 tỷ VNĐ theo ĐHCĐ. Trong đó, đóng góp từ FE Credit giảm mạnh xuống mức 36% trong 6 tháng đầu năm từ mức 45% tại cuối 2017. ROE trong 6 tháng đầu năm giảm xuống mức 22,4% từ mức 27,5% tại 2017. ROE dự phóng đạt 24% loại trừ việc chào bán chiến lược trong năm nay.

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh P/B định giá xuống mức 2,01x nhằm phản ánh điều chỉnh thị trường. Trong phương pháp RI, chúng tôi tăng mức Re lên 14,5% nhằm phản ánh mức tăng chi phí huy động vốn gần đây.

Rủi ro chính

Chi phí dự phòng trong 6 tháng cuối năm 2018 và 2019 có khả năng tăng về mức bình quân các năm do việc giảm LLR và tăng NPL trong 6 tháng đầu năm.

Luận điểm đầu tư

Kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm

(tỷ VNĐ)		1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018	n/n 1H2017	n/n 1H2018	Nguyên nhân
Thu nhập/chi phí	Tổng doanh thu	7.675	9.208	11.297	13.726	14.511	47,2%	28,4%	Thu nhập hoạt động tăng trưởng chậm trong 6 tháng đầu năm do:
	Thu nhập lãi thuần	6.808	8.302	9.582	11.043	12.187	40,7%	27,2%	- Giảm tốc tín dụng tiêu dùng dù NIM có cải thiện. - Lỗ mua bán CK kinh doanh. - Không còn các khoản hỗ trợ bảo hiểm ban đầu lớn như 2017.
	Thu nhập ngoài lãi	1.443	1.609	2.460	4.475	3.899	70,5%	58,5%	Tuy nhiên, thu hồi từ nợ xấu khả quan vẫn là động lực tăng trưởng cho 6 tháng cuối năm.
	Chi phí hoạt động	2.802	3.826	4.038	4.857	4.689	44,1%	16,1%	- Tự động hóa quy trình giữ chi phí hoạt động ổn định.
	Lợi nhuận trước dự phòng	4.872	5.381	7.259	8.869	9.822	49,0%	35,3%	
	Chi phí dự phòng	3.296	2.002	3.995	4.007	5.446	21,2%	36,3%	- NPL cao làm tăng chi phí dự phòng.
	Lợi nhuận trước thuế	1.576	3.380	3.264	4.862	4.375	107,1%	34,1%	
		1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018	n/n 1H2017	n/n 1H2018	
Tăng trưởng tín dụng/huy động	Tăng trưởng tín dụng	1,1%	22,7%	12,0%	14,2%	8,8%			Tín dụng tiêu dùng trong 6 tháng đầu năm luôn đi kèm với mức tăng trưởng thấp hơn 6 tháng cuối năm. Tuy nhiên, khoản vay khách hàng 6 tháng đầu năm đã giảm xuống còn 8,8% n/n do tài chính tiêu dùng giảm tốc.
	Tăng trưởng huy động	-9%	4%	5%	3%	13%			
Chất lượng tài sản	NPL	3,0%	2,9%	2,8%	3,4%	4,1%			NPL tiếp tục tăng do các biến động nhân sự và các vấn đề truyền thông trong tháng 4 và tháng 5/2018.
	Nợ nhóm 2/tổng dư nợ	6,3%	5,5%	7,2%	6,9%	6,7%			
	LLR	51,3%	55,4%	57,2%	50,8%	43,9%			LLR giảm về dưới 50% và VPB đặt mục tiêu đưa tỷ lệ này về mức bình thường trong 6 tháng cuối năm.

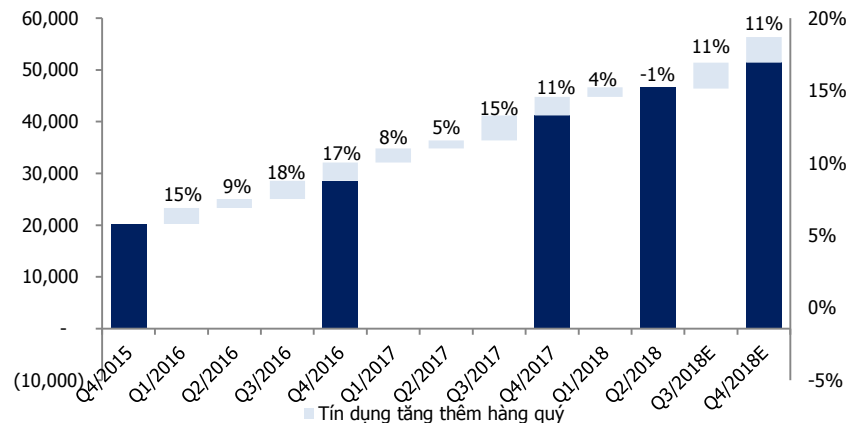
Điểm nhấn và tiêu điểm đầu tư

Điều chỉnh giảm tăng trưởng tín dụng tiêu dùng.

Chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng tăng trưởng tín dụng của FE Credit trong năm 2018 và 2019 xuống 27% và 24%. VPFC (FE Credit) sẽ cần tăng cho vay khách hàng thêm 10 nghìn tỷ VNĐ trong 6 tháng cuối năm, cộng với 1 nghìn tỷ VNĐ (+ 4% n/n) trong 6 tháng đầu năm, tổng giá trị cho vay của FE Credit năm 2018 được ước tính tăng 27% n/n.

Chúng tôi cho mức tăng thêm 10 nghìn tỷ VNĐ là khả thi trong 6 tháng cuối năm nhờ khoản vay điện máy đáo hạn và được khai thác thêm trong Q3/2018, chiến lược khai thác khách hàng tốt, tỷ lệ chuyển đổi khách hàng cao hơn và tăng doanh thu bán chéo. Hơn nữa, trong nửa đầu 2018, tăng trưởng tín dụng tiêu dùng luôn có tốc độ chậm hơn so với nửa sau.

Biểu 1: Tăng trưởng tín dụng theo quý của FE Credit



Nguồn: BCTC VPB, MBS Research

Tín dụng hợp nhất tăng 19% n/n đạt 210.048 tỷ VNĐ trong 6 tháng đầu năm (+7% so với cuối 2017). Chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm trong tăng trưởng cho vay khách hàng trong 6 tháng đầu năm, đạt 8,8% (so với mức tăng 12% n/n trong 1H2017). Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng tín dụng khách hàng hợp nhất trong năm 2018 xuống 23% n/n từ 26% n/n, trong đó tăng trưởng tín dụng cho ngân hàng mẹ sẽ duy trì trong khi tín dụng tiêu dùng sẽ giảm tốc.

Huy động khách hàng hợp nhất tăng 8% từ cuối 2017 lên 15.613 tỷ VNĐ trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi nhận thấy thanh khoản của VPB khá tốt với tỷ lệ LDR ở mức thấp 73% trong 6 tháng đầu năm. Hơn nữa, ngân hàng tập trung chủ yếu từ giấy tờ có giá với kỳ hạn dài hơn và do đó tỷ lệ giữ cho vay ngắn hạn từ trung và dài hạn đã giảm nhẹ từ cuối 2017 ở mức 30,3% xuống còn 29,3%.

Rủi ro chất lượng tài sản và lợi nhuận đến từ NPL cao và LLR thấp hơn bình quân.

Như đề cập trong báo cáo lần đầu, chúng tôi dự báo rằng LLR chưa bao gồm nợ đã xóa sổ vào khoảng 50% trong năm 2018. Theo VPB, LLR sau khi bổ sung nợ xóa sổ giảm xuống 64,6% trong 6 tháng đầu năm từ 75% trong 1H2017. Do đó, chúng tôi cho rằng LLR sẽ tăng lại về mức bình thường trong 6 tháng cuối năm 2018 ở mức gần 75%. Ngoài ra, chi phí dự phòng trong 6 tháng đầu năm nay tăng lên 5.446 tỷ đồng (+ 36% n/n), tỷ lệ trên thu nhập hoạt động tăng từ 35% lên 38% n/n. Do chi phí dự phòng đang tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn thu nhập hoạt động trong giai đoạn này, chúng tôi dự báo tăng trưởng chi phí dự phòng sẽ tương tự như dự báo của chúng tôi ở mức 43% n/n trong năm 2018.

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất trong 6 tháng đầu năm tăng lên 4,1% từ 3,4% tại cuối 2017, trong đó nợ xấu của ngân hàng mẹ tăng nhẹ lên 3,4% trong khi tỷ lệ nợ xấu của FE tiếp tục tăng mạnh 0,5% lên 6,4%. Xu hướng này khá mâu thuẫn với xu hướng nợ xấu theo quý trong các năm qua, trong đó VPFC có mức nợ xấu cao trong quý 1 và vấn đề sẽ được giải quyết trong các quý sau. Theo VPB, thách thức về hiệu quả thu hồi nợ trong tháng 4, biến động tuyển dụng nhân sự và các vấn đề truyền thông trong tháng 5 và đầu tháng 6 sẽ được khắc phục trong nửa cuối năm 2018 sau khi đàm phán quá trình QA. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm rằng nợ xấu tăng sẽ là rủi ro lớn FE Credit gặp phải do rủi ro cao từ khoản cho vay tiền mặt được phân loại vào Nhóm 2 và ngân hàng khó có

thể giảm NPL về mức dưới 4%. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự phóng tỷ lệ nợ xấu của FE sẽ cao hơn năm 2017 0,5% (ở mức 5,5% năm 2018) với kỳ vọng ngân hàng sẽ giảm nhẹ tỷ lệ nợ xấu từ mức cao nhất trong 6 tháng đầu năm nay.

Tự động hóa và ứng dụng kỹ thuật số giúp tiết kiệm chi phí.

Chúng tôi dự báo rằng động lực tăng trưởng lợi nhuận của VPB trong 6 tháng đầu năm nhờ tiết kiệm chi phí, không hoàn toàn từ FE Credit. Trong 6 tháng đầu năm, chi phí hoạt động chỉ tăng 16% n/n nhờ tự động hóa quy trình hoạt động, trong đó ngân hàng tự động hóa 75% khâu thẩm định khách hàng cho các khoản vay không có tài sản bảo đảm (mục tiêu tự động 90% quy trình cho 2018). VPB cũng lên kế hoạch cho 6 tháng cuối năm để khởi động quá trình robot tự động hóa các công đoạn thủ công nhằm giảm thời gian xử lý hồ sơ và chi phí hoạt động. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh tỷ lệ CIR trong dự báo của mình từ 34% xuống còn 32% để phản ánh tác động tích cực từ kế hoạch này.

Thu nhập ngoài lãi sẽ hỗ trợ lợi nhuận.

Tăng trưởng thu nhập phí và dịch vụ trong năm 2018 được điều chỉnh giảm từ mức dự kiến 45% xuống 29% n/n do khoản thu nhập này giảm 4% n/n trong 1H2018 so với 1H2017. Cụ thể hơn, doanh thu của Bancassurance trong nửa đầu năm nay đạt 604 tỷ đồng (bằng 26% kế hoạch trước đó của chúng tôi). Trong số đó, Bancassurance trong ngân hàng mẹ đã đạt được 70% doanh thu mục tiêu của công ty. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng thu nhập này tăng đáng kể trong 6 tháng cuối năm 2018. Chúng tôi dự báo tăng trưởng mạnh mẽ trong doanh thu này có thể không đạt được trong năm 2018 do giảm thu nhập hỗ trợ từ kênh Bancassurance, nhưng vẫn ở tốc độ tăng trưởng ổn định.

Tổng số tiền thu hồi nợ xấu trong 1H2018 tăng 79% n/n lên 724 tỷ đồng. Chúng tôi giữ tỷ lệ thu hồi dự báo của chúng tôi từ số tiền đã xóa là 20% vào năm 2018.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng thu nhập ngoài lãi dự phóng tăng trưởng ở mức 43% n/n sẽ hỗ trợ VPB đạt được mục tiêu 2018. Dù thu nhập phí và hoa hồng điều chỉnh giảm, chúng tôi nhận thấy VPB đã đạt được kết quả đáng kể trong việc thu hồi nợ xấu.

Lợi nhuận đóng góp chính từ ngân hàng mẹ.

Trong 1H2018, VPB đạt 4.375 tỷ LNTT (+34% n/n), đóng góp 40,5% doanh thu mục tiêu của công ty là 10.800 tỷ đồng. Chúng tôi đã điều chỉnh LNTT mục tiêu (giảm 2,8%) trong năm 2018 xuống 10.091 tỷ đồng. Trong đó, chúng tôi giảm tăng trưởng thu nhập lãi thuần 4% xuống 24,5% n/n trong năm 2018 so với mục tiêu trước đây và thu nhập ngoài NII sẽ tăng 42% n/n, thấp hơn mức tăng trưởng dự kiến ban đầu 53% n/n.

Cụ thể, đóng góp của FE Credit vào tổng thu nhập giảm mạnh từ 51,6% tại YE2017 xuống còn 36% trong 1H2018. Theo thu nhập mục tiêu của FE Credit trong trường hợp cơ bản và trường hợp tốt nhất (sau khi bổ sung thu nhập từ tiết kiệm chi phí hoạt động và doanh thu bổ sung từ sản phẩm bán chéo trên khách hàng hiện hữu và cho vay tiền mặt cá nhân), LNTT từ VPFC sẽ đóng góp 36% và 47% cho mỗi trường hợp và lợi nhuận còn lại sẽ đến từ ngân hàng mẹ trong năm 2018. LNTT của ngân hàng mẹ tăng 44% từ nửa đầu năm 2017 lên 2.807 tỷ đồng trong 1H2018. Ngân hàng xác nhận rằng sẽ không có thay đổi đáng kể về lợi nhuận mục tiêu.

ROE trong 6 tháng đầu năm giảm xuống 22,4% từ 27,5% tại cuối 2017. ROE dự phóng ở mức 24% trong năm 2018, chưa bao gồm khoảng tăng vốn từ phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư bên ngoài.

Mô hình lợi nhuận & Định giá

Biểu 2: Điều chỉnh dự phóng VPB

(tỷ VNĐ, %)	Mới		Trước đó		Thay đổi (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Tổng thu nhập hoạt động	31.973	37.113	33.285	41.241	-3,9%	-10%
Thu nhập lãi thuần	25.668	30.055	26.549	33.326	-3,3%	-10%
Thu nhập ngoài lãi	6.305	7.058	6.736	7.916	-6,4%	-11%
Chi phí hoạt động	10.391	12.247	11.317	14.022	-8,2%	-13%
Chi phí dự phòng	11.490	13.121	11.589	13.711	-0,9%	-4%
LNTT	10.092	11.745	10.379	13.509	-2,8%	-13%
NIM	9,2%	9,1%	9,4%	9,8%	-0,2%	-0,7%

Source: MBS Research

Chúng tôi định giá VPB với giá mục tiêu 31.268 VNĐ, dự phóng với chỉ số P/B bình quân của các ngân hàng có mức vốn hóa tương đương tại Việt Nam với tổng tài sản và ROEA xấp xỉ năm 2017. Giá mục tiêu dựa trên kết quả trung bình của hai phương pháp P/B và RI theo trọng số. Theo phương pháp P/B, giá mục tiêu là 31.271 VNĐ với BVPS dự phóng là 15.527 VNĐ và P/B là 2,01x. Theo phương pháp RI, giá mục tiêu là 31.264 VNĐ với Re là 14,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Biểu 3: Tóm Tắt Kết Quả Định Giá

Method	Result	Weight	Contribution
RI	31.264	50%	15.632
P/B	31.271	50%	15.636
Target price (VNĐ)	31.268		

Biểu 4: Chỉ Số So Sánh Các Ngân Hàng Việt Nam

Ticker	Mkt Cap (VNĐ)	Closing Price	P/E	ROE	P/B
ACB VN	36,87T	34.000	13,2	17,6%	2,2
MBB VN	47,53T	22.000	10,4	15,2%	1,6
HDB VN	32,86T	33.500	17,0	14,9%	2,3
VIB VN	14,22T	26.800	13,4	12,8%	1,7
TPB VN	17,58T	26.400	15,4	16,0%	2,3
Average					2,01

Price as at 25/07/2018

Phương pháp giá trị sổ sách

Chúng tôi cập nhật P/B bình quân của các ngân hàng theo mức điều chỉnh toàn ngành đến từ tăng trưởng lợi nhuận của ngành ngân hàng dự phóng sẽ chứng lại hơn trong 6 tháng cuối năm và 2019 so với 2017. P/B mục tiêu được điều chỉnh giảm xuống mức 2,0x từ mức trước đó 2,4x.

Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Chúng tôi điều chỉnh Re từ 14% lên 14.5% do tăng lãi suất huy động trong giai đoạn gần đây.

Biểu 5: Kết quả định giá RI

	2018F	2019F	2020F	2021F
Đơn vị: tỷ VNĐ				
LNST sau trích quỹ khen thưởng phúc lợi	8.073	9.396	11.257	13.955
LN thặng dư (Residual value)	3.767	3.941	4.439	5.505
Giá trị kết thúc (Terminal value)				80.199
Chi phí chủ sở hữu				14,5%
Tốc độ tăng trưởng				2%
Giá trị chủ sở hữu tại 2018				78.044
Giá cổ phiếu (VNĐ)				31.264

Tổng kết tài chính và định giá

Hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	2017	2018F	2019F
Thu nhập từ lãi	20.614	25.668	30.055
Thu nhập từ phí và dịch vụ	1.462	1.884	2.704
Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	(159)	(135)	(115)
Thu nhập từ kinh doanh chứng khoán đầu tư	519	756	838
Thu nhập khác	2.536	3.787	3.174
Thu nhập từ đầu tư những tổ chức khác	54	14	458
TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	25.026	31.973	37.113
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(8.895)	(10.391)	(12.247)
Lợi nhuận trước dự phòng tài chính	16.131	21.582	24.866
Dự phòng tài chính	(8.001)	(11.490)	(13.121)
Lợi nhuận trước lãi	8.130	10.092	11.745
Tổng thuế	(1.689)	(2.018)	(2.349)
Lợi nhuận sau thuế	6.441	8.073	9.396
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận ròng	6.441	8.073	9.396

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
Tiền mặt	2.574	2.353	2.786
Tiền gửi của ngân hàng nhà nước	6.461	5.728	6.789
Tiền gửi và cho vay những tổ chức tín dụng khác	17.520	19.314	21.362
Kinh doanh chứng khoán	1.425	1.564	1.720
Phái sinh và tài sản tài chính khác	-	-	-
Cho vay khách hàng	179.519	221.227	269.427
Cho vay khách hàng	182.666	225.093	274.069
Dự phòng	(3.147)	(3.866)	(4.642)
Đầu tư chứng khoán	53.558	57.559	63.553
Đầu tư dài hạn	153	153	153
Tài sản cố định	808	849	891
Tài sản cố định hữu hình	458	481	505
Tài sản cố định vô hình	351	368	387
Khoản mục đầu tư	-	-	-
Tài sản khác	15.735	18.303	21.650
TỔNG TÀI SẢN	277.752	327.050	388.332
Vay từ ngân hàng nhà nước	26	908	954
Tiền gửi và vay mượn từ những tổ chức tín dụng khác	33.200	35.685	37.939
Huy động từ khách hàng	133.551	156.895	185.750
Phái sinh và những tài sản tài chính	70.164	87.102	104.519
Nợ phải trả khác	11.115	8.837	12.151
VỐN CHỦ SỞ HỮU	29.696	37.623	47.019
- Vốn điều lệ	15.706	24.963	24.963
- Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
- Cổ phiếu quỹ	-	-	-
- Vốn khác	5.866	5.866	5.866
Quỹ dự trữ	3.558	6.788	10.546
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	4.565	6	5.644
Cổ đông thiểu số	-	-	-
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	277.752	327.050	388.332

Nguồn: BCTC VPB, MBS
Research

Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
An toàn vốn			
CAR	14,60%	16.10%	16.85%
Tổng vốn/Tổng tài sản	11%	12%	12%
Tổng tài sản/Tổng vốn	9,35	8.69	8.26
Chất lượng tài sản			
Nợ nhóm 3-5	3,4%	3.3%	3.4%
Nợ nhóm 2	6,9%	6.8%	6.8%
Trích lập dự phòng/Nợ nhóm 3-5 (LLR)	50,8%	51.7%	50.0%
Chi phí tín dụng	1,7%	1.7%	1.7%
Thanh khoản			
LDR	81,5%	84.1%	86.8%
Tốc độ tăng trưởng huy động khách hàng	7,9%	17.5%	18.4%
Tài sản có tính thanh khoản/Tổng tài sản	9,6%	8.4%	8.0%
Tài sản có tính thanh khoản/ Huy động khách hàng	19,9%	17.5%	16.7%
Hiệu quả hoạt động			
ROA	2,5%	2.7%	2.6%
ROE	27,5%	24.0%	22.2%
NIM	8,9%	9.2%	9.1%
Thu nhập lãi/Thu nhập hoạt động	82,4%	80.3%	81.0%
Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động	35,5%	32.5%	33.0%
Tăng trưởng			
Tăng trưởng tài sản	21,4%	17.7%	18.7%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	26,3%	23.2%	21.8%
Tăng trưởng huy động khách hàng	7,9%	17.5%	18.4%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng và thuế	57,5%	33.8%	15.2%
Tăng trưởng LNTT	64,9%	24.1%	16.4%
Định giá			
EPS (basic) (VNĐ)	4.301	3.332	3.878
BVPS (VNĐ)	19.831	15.527	18.836
P/E		7,9	6,8
P/B		1,69	1,40
P/E (giá mục tiêu)	n/a	9,4	8,1
P/B (giá mục tiêu)	n/a	2,01	1,66

LIÊN HỆ: Trung tâm nghiên cứu

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU MBS

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) – Văn phòng chính
Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Mức đánh giá cổ phiếu: Khuyến nghị dựa trên sự chênh lệch giữa giá mục tiêu 12 tháng và giá hiện tại:

Mức đánh giá	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KHÔNG KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG QUẢN ĐỘI (MBS)

Được thành lập vào tháng 5 năm 2000, MBS là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên hoạt động ở Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán dẫn đầu tại Việt Nam, cung cấp nhiều dịch vụ bao gồm : môi giới, nghiên cứu, tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và bảo lãnh phát hành. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của MBS vẫn không ngừng mở rộng và hoạt động hiệu quả tại những thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng và những khu vực trọng yếu khác. Khách hàng của MBS chủ yếu là những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, những định chế tài chính và doanh nghiệp. Là một trong những thành viên của tập đoàn MB, bao gồm MB Land, AMC, MB Capital, công ty chứng khoán VIET R.E.M, MB Finance. MBS có thể tận dụng nguồn nhân lực, tài chính và công nghệ đáng kể để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà ít công ty chứng khoán ở Việt Nam có thể cung cấp.

MBS tự hào khi được công nhận:

- Công ty dẫn đầu môi giới – đứng đầu trong thị phần môi giới kể từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu nổi tiếng với đội ngũ chuyên viên phân tích giàu kinh nghiệm cung cấp những sản phẩm nghiên cứu và bình luận về thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế.
- Công ty cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư đáng tin cậy cho những khách hàng doanh nghiệp.

TRỤ SỞ CHÍNH CỦA MBS

Tòa nhà MB, 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600
Website: www.mbs.com.vn

LƯU Ý: Bản quyền. MBS 2014, TẤT CẢ ĐỀU ĐƯỢC BẢO QUYỀN. Những nghiên cứu được các tác giả thu nhập từ những nguồn đáng tin. Đối với quan điểm của MBS, các quan điểm được trình bày trong báo cáo là của mỗi tác giả và không nhất thiết liên quan. Không có bất kỳ thông tin cũng như ý kiến nào được viết cho mục đích quảng cáo hoặc khuyến nghị mua / bán bất kỳ chứng khoán nào. Không thể sao chép, lưu trữ bất kỳ phần nào của ấn phẩm này, được lưu trữ trong hệ thống truy xuất, hoặc truyền đi, dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, ghi âm điện tử, cơ khí, photocopy hoặc nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của MBS.