

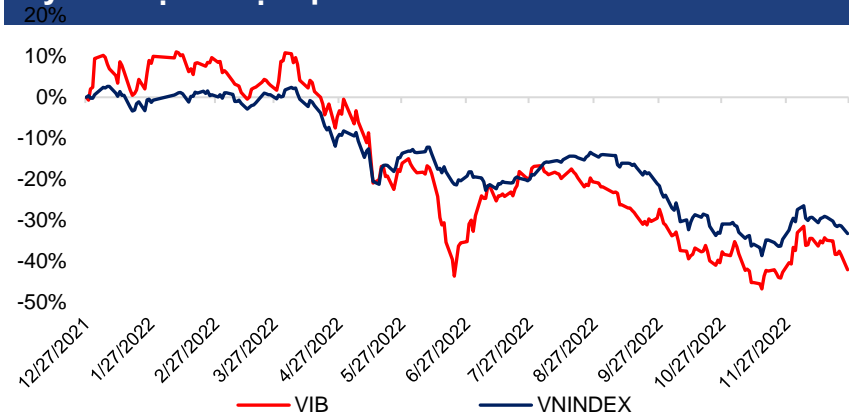
BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ VIB

11/1/2023



Tóm tắt đầu tư	HSX: VIB
Giá mục tiêu (VND)	29,700
Thị giá hiện tại (11/01/2023)	21,200
Tỷ suất lợi nhuận	40.09%
Khoảng giá 52 tuần	16,200 – 36,300
Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND)	80
Giới hạn sở hữu nước ngoài (%)	20.5%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	20.5%
Tỷ lệ free-float (%)	44.42%

Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



Luận điểm đầu tư

Luận điểm đầu tư

- Mảng cho vay bán lẻ có tỷ suất sinh lợi cao tiếp tục là động lực tăng trưởng
- Ngân hàng Số là đầu mối giúp phát triển các mảng kinh doanh cốt lõi và cải thiện hiệu quả hoạt động
- Định giá hấp dẫn so với giá trị và tốc độ phát triển
- Nới room nước ngoài cho cổ đông chiến lược lên 30% là một động lực giúp cổ phiếu tăng giá

Rủi ro

(1) Lạm phát cao và lãi suất cao có thể ảnh hưởng đến nhu cầu của nhóm bán lẻ; (2) CoF có thể cao hơn dự tính do khả năng huy động vốn ngắn hạn khó khăn; (3) Chất lượng tài sản suy yếu liên quan mảng cho vay BĐS và mua xe

Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu VIB được xác định ở mức **29,700 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá P/B kỳ vọng kết hợp với Phương pháp Thu nhập thặng dư RI.

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	9M2022
Thu nhập lãi thuần	4,825	6,213	8,496	11,816	11,051
Thu nhập ngoài lãi thuần	735	1,797	2,389	2,742	2,349
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	6,086	8,152	11,216	14,891	13,371
LN trước thuế và DPRRTD	3,396	4,715	6,751	9,609	8,740
LNST	2,194	3,266	4,642	6,410	6,252
% tăng trưởng	95.14%	48.88%	42.12%	38.07%	46.34%

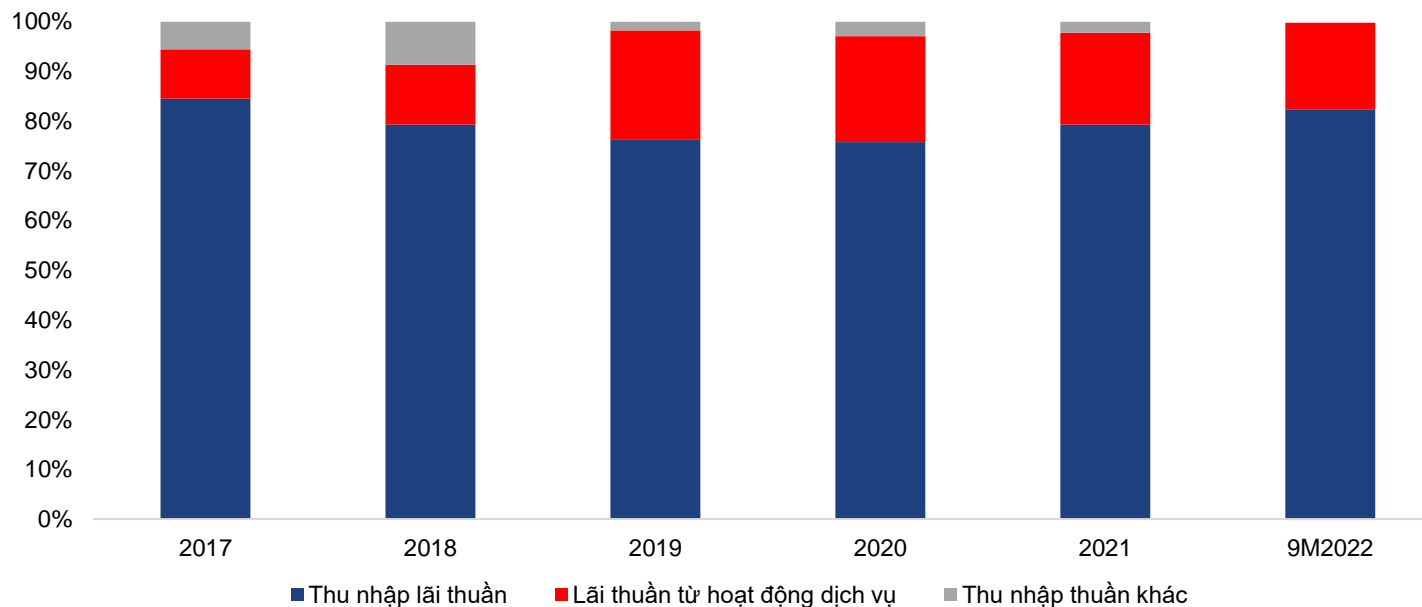
Tổng quan doanh nghiệp	HSX: VIB
Ngành nghề kinh doanh	Ngân hàng
Vốn CSH	30,477 tỷ
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	44,682 tỷ
Tăng trưởng TOI 3 năm (CAGR)	34.75%
Tăng trưởng LNST 3 năm	45.96%
ROE bình quân 3 năm	29%
PB Trailing	1.39x

Cơ cấu cổ đông	
Commonwealth Bank of Australia	19.90%
BLĐ và người có liên quan	35.68%
Khác	44.42%
Gới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài	20.50%

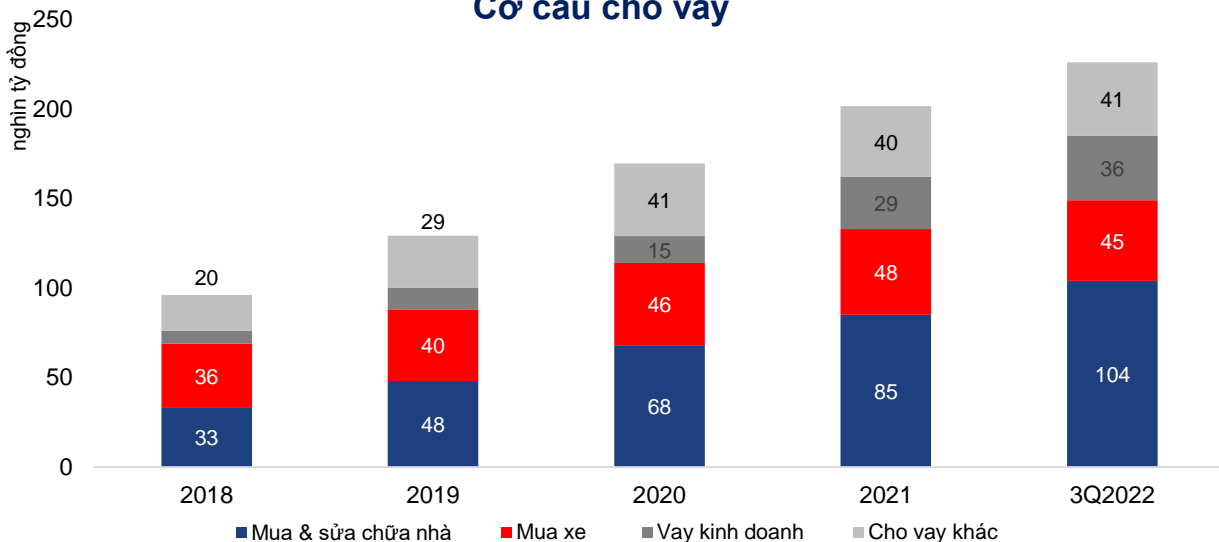
Lược sử công ty

- ❖ VIB được thành lập ngày 18.09.1996 tại Hà Nội với số vốn điều lệ là 50 tỷ đồng.
- ❖ Năm 2010, VDL là 4,000 tỷ đồng với Ngân hàng Commonwealth Bank of Australia (CBA) làm cổ đông chiến lược sở hữu 15%.
- ❖ Năm 2011, CBA nâng sở hữu lên 20%.
- ❖ Năm 2017, bắt đầu chương trình chuyển đổi trong 10 năm với định vị “Trở thành Ngân hàng Bán lẻ hàng đầu Việt Nam về chất lượng và quy mô”
- ❖ Năm 2019, là ngân hàng đầu tiên hoàn thành BASEL II tại Việt Nam
- ❖ VIB là một trong 3 ngân hàng có kế hoạch chia cổ tức tiền mặt trở lại trong năm sau

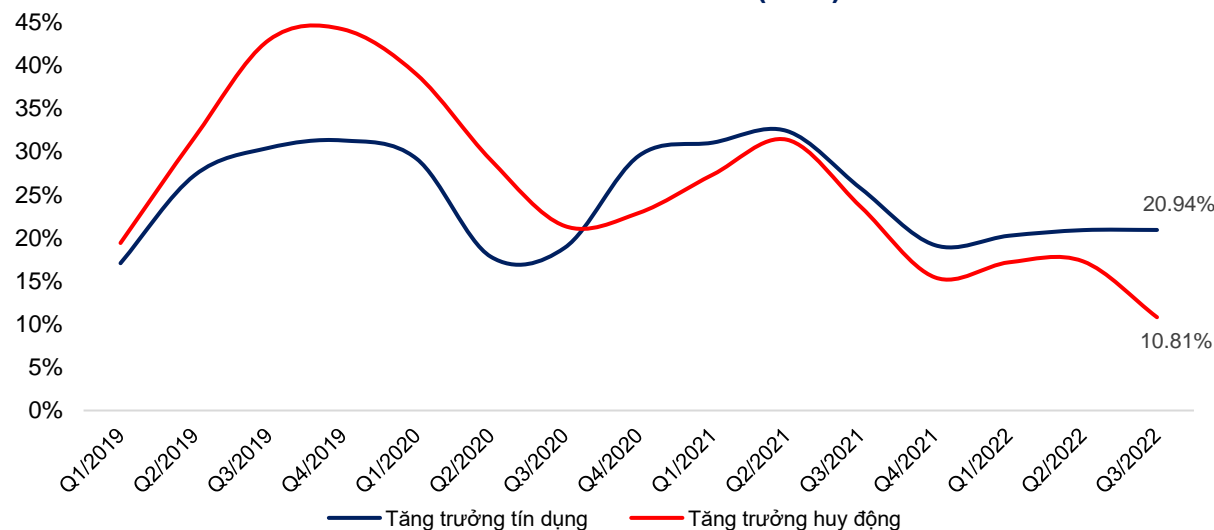
Cơ cấu thu nhập



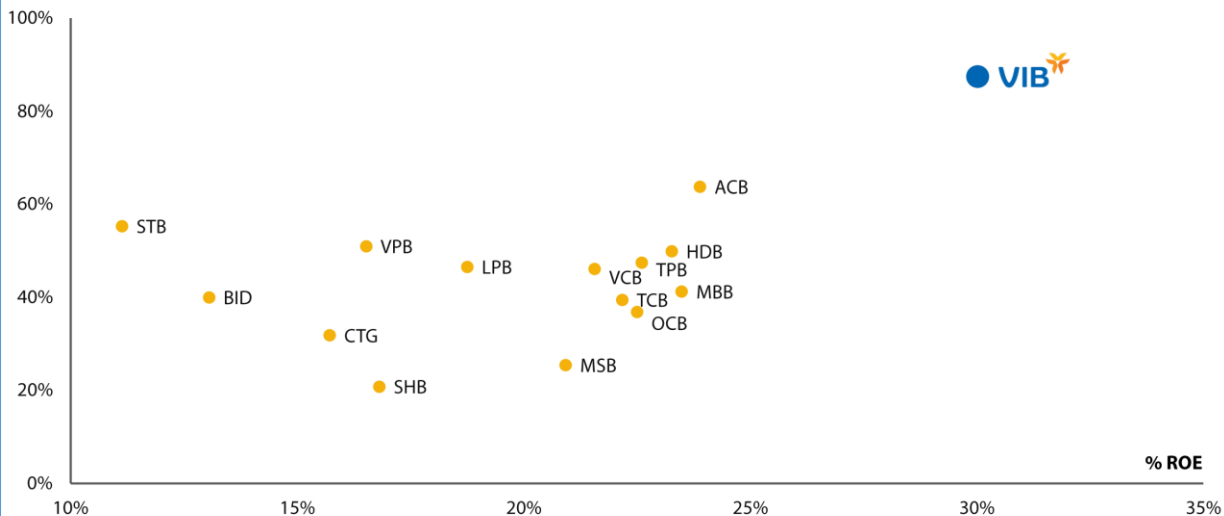
Cơ cấu cho vay



Tình hình TTTD và TTHĐ (YoY)



% Cho vay bán lẻ/Tổng tín dụng

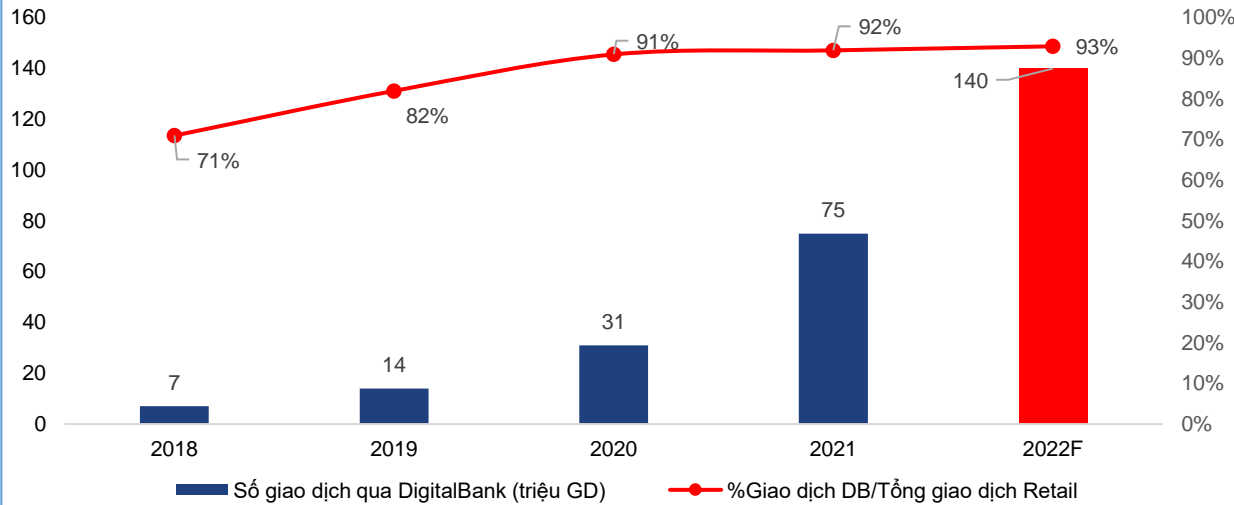


Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng 2021

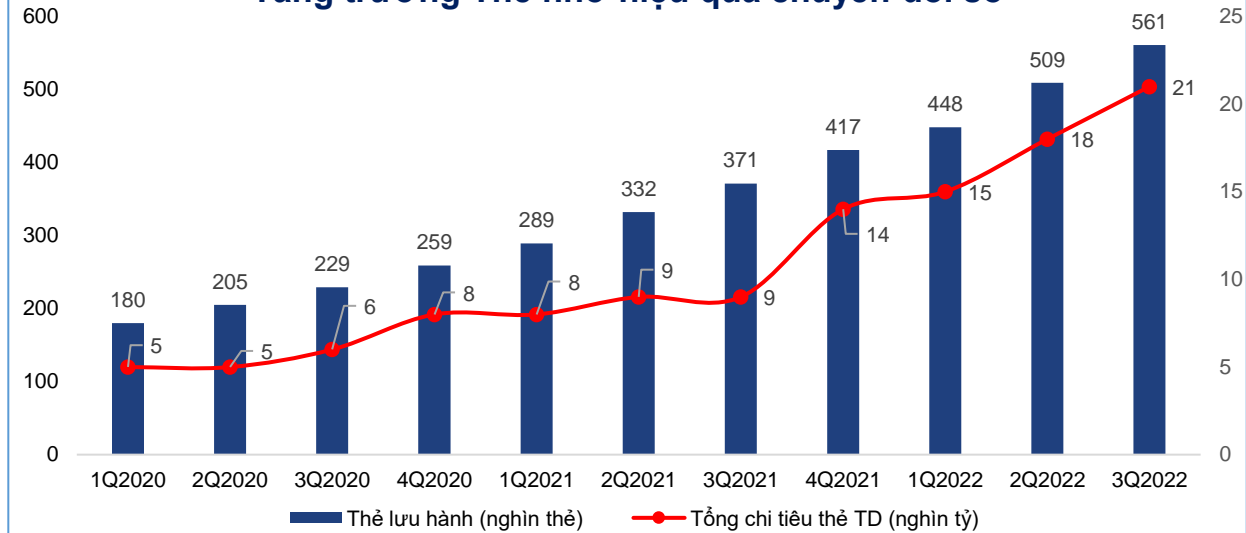
VIB là ngân hàng có tỷ trọng cho vay mảng bán lẻ trên tổng cho vay cao nhất toàn ngành (gần 90%), trong đó:

- ❖ **45% là cho vay mua và sửa chữa nhà dân dụng**, không cho vay BĐS dự án. Chúng tôi đánh giá mặc dù cho vay BĐS, danh mục VIB tương đối an toàn hơn so với các ngân hàng khác do ticket size không quá lớn (~1.5 tỷ/KH). Tuy nhiên đứng trước tình trạng khó khăn thị trường BĐS, khả năng NHNN sẽ không cấp nhiều room tín dụng cho VIB vào năm 2023
- ❖ **Mảng cho vay mua xe bảo hòa**, nhường chỗ cho vay kinh doanh và vay tín chấp qua thẻ tín dụng.
- ❖ **Cho cá nhân vay kinh doanh và cho vay tín chấp qua thẻ tăng trưởng ấn tượng. Chúng tôi kỳ vọng mảng thẻ tín dụng sẽ là một trong những thế mạnh mới của VIB và có tiềm năng tăng trưởng cao trong tương lai nhờ chuyển đổi số hiệu quả.**

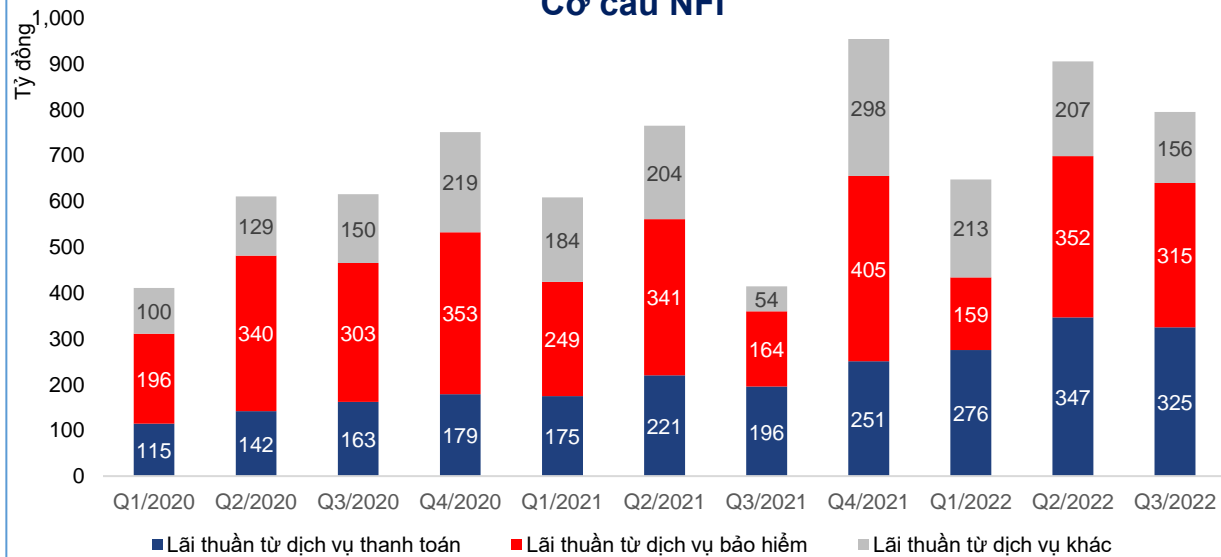
Hiệu quả Digital Banking



Tăng trưởng Thẻ nhờ hiệu quả chuyển đổi số



Cơ cấu NFI



❖ VIB có hoạt động Thẻ nổi bật trong thời gian gần đây và có độ nhận diện thương hiệu ngày càng cao sau chương trình “The Masked Singer Vietnam”. Bên cạnh đó, Ngân hàng Số thúc đẩy nhiều mảng kinh doanh của VIB phát triển: cho vay qua thẻ tín dụng, Dịch vụ thanh toán, cho vay mua nhà, mua xe qua app, bancassurance và giảm áp lực lên chi phí hoạt động.

❖ Lãi thuần từ dịch vụ thanh toán của VIB cũng có tốc độ tăng trưởng đáng kể và dần đóng góp nhiều nhất vào cơ cấu NFI của VIB.

Doanh nghiệp vốn Nhà nước



Doanh nghiệp Cổ phần



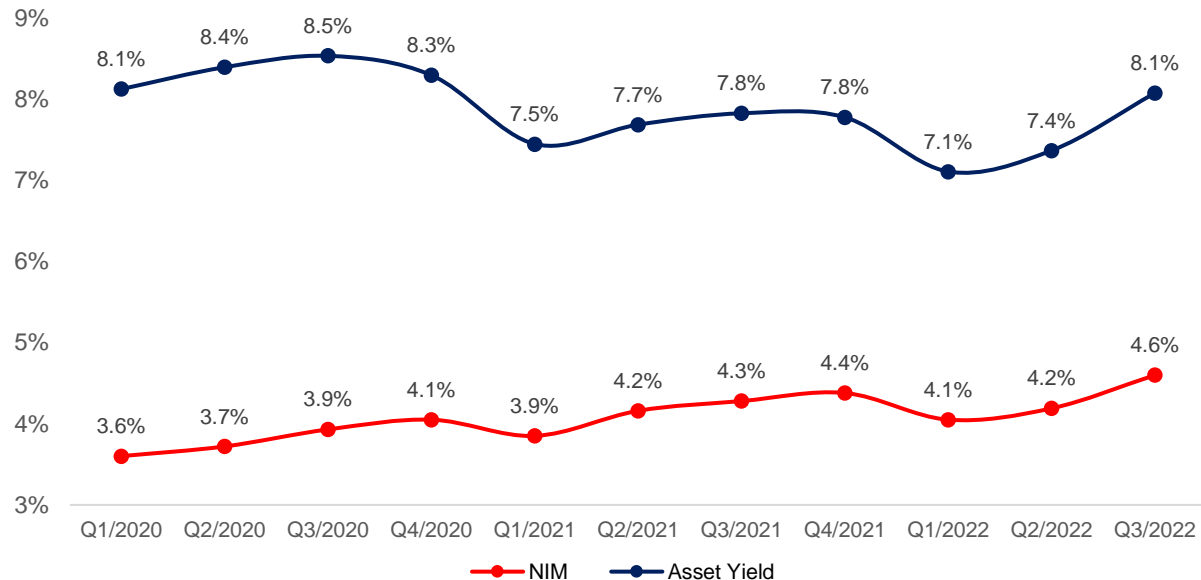
Doanh nghiệp vốn nước ngoài



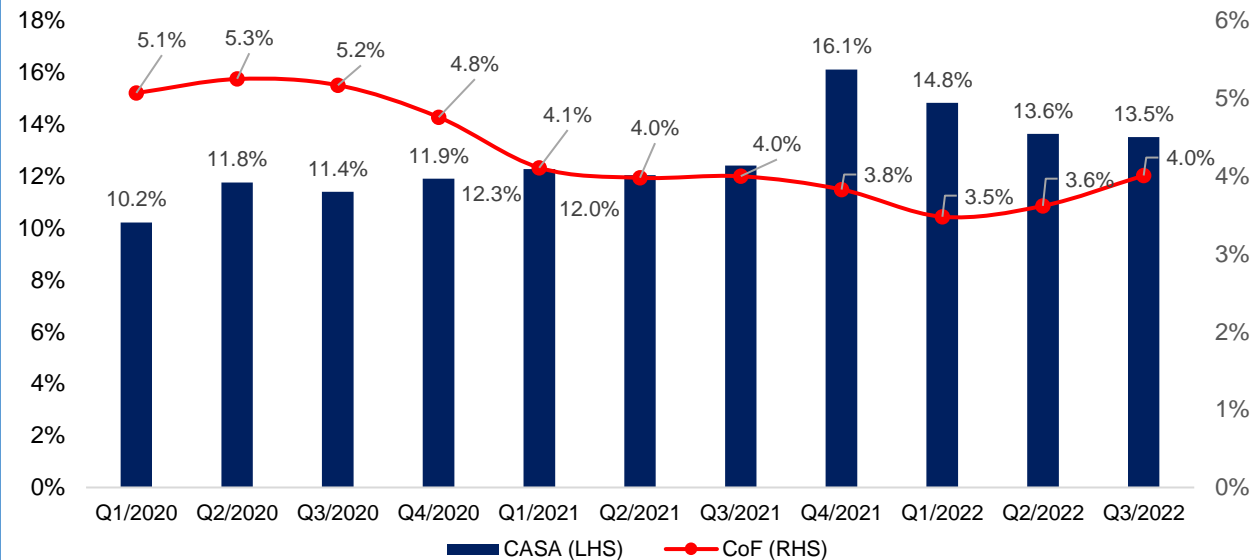
Dịch vụ cung cấp:

- Dịch vụ giao dịch và thanh toán (Cash solution, Trade, Fee-based services)
- Short-term financing

NIM và Asset Yield của VIB



Tương quan giữa CASA và CoF của VIB



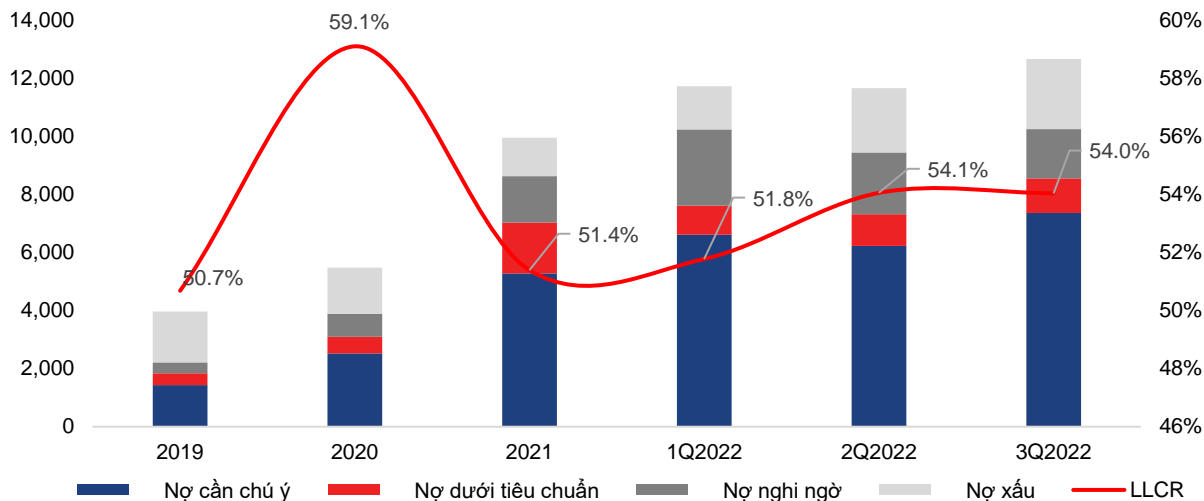
❖ NIM của VIB có xu hướng cải thiện nhờ khả năng pass-through CoF qua khách hàng (nhóm retail vốn ít khả năng đàm phán về lãi suất đi vay). Hiện tại danh mục cho vay của VIB chuyển dần từ nhóm cho vay mua xe (LS ~10-12%/năm) sang nhóm vay tiêu dùng (~15-15.5%/năm) giúp mở rộng NIM dù tỷ suất sinh lời của tài sản có lãi ở mức trung bình năm 2020.

❖ Tuy nhiên, khi lãi suất đầu ra không thể tăng mãi và chi phí đầu vào có xu hướng tăng thì NIM kỳ vọng sẽ thu hẹp về mức ~4.2-4.4% vào năm 2023.

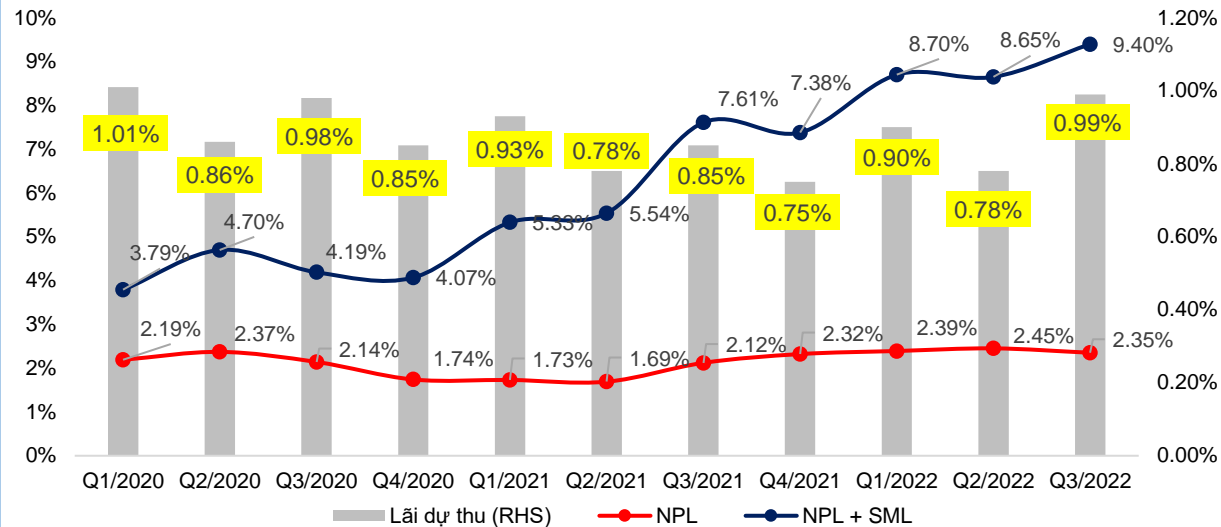
❖ (1) Hoạt động Ngân hàng Số tốt; (2) Danh mục cho vay lãi suất cao hơn và (3) Khả năng huy động vốn nước ngoài từ IFC/ADB/CBA là 3 luận điểm giúp VIB duy trì mức NIM cao trong thời gian tới.

RỦI RO TÍN DỤNG VÀ CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN CÓ KHẢ NĂNG XẤU ĐI ...

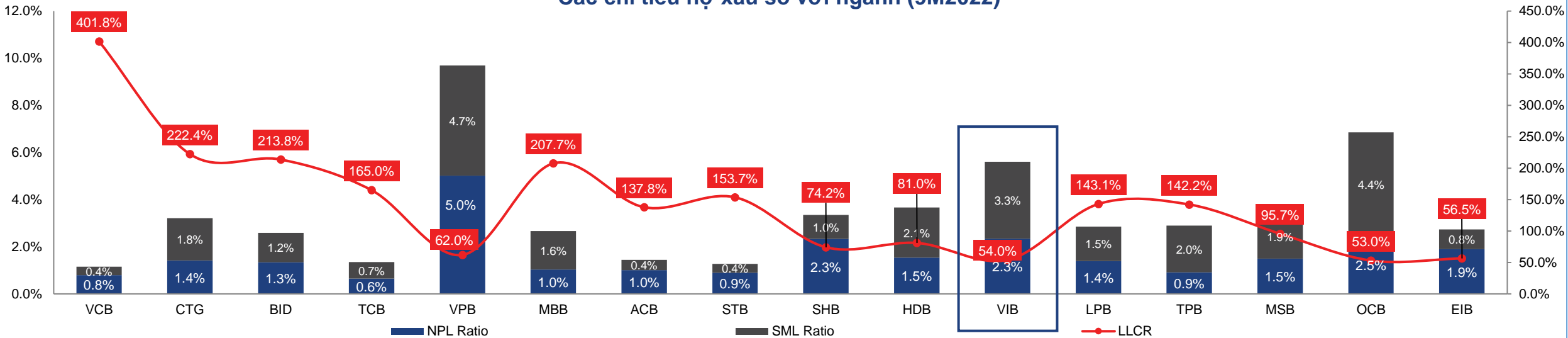
Cơ cấu nợ xấu



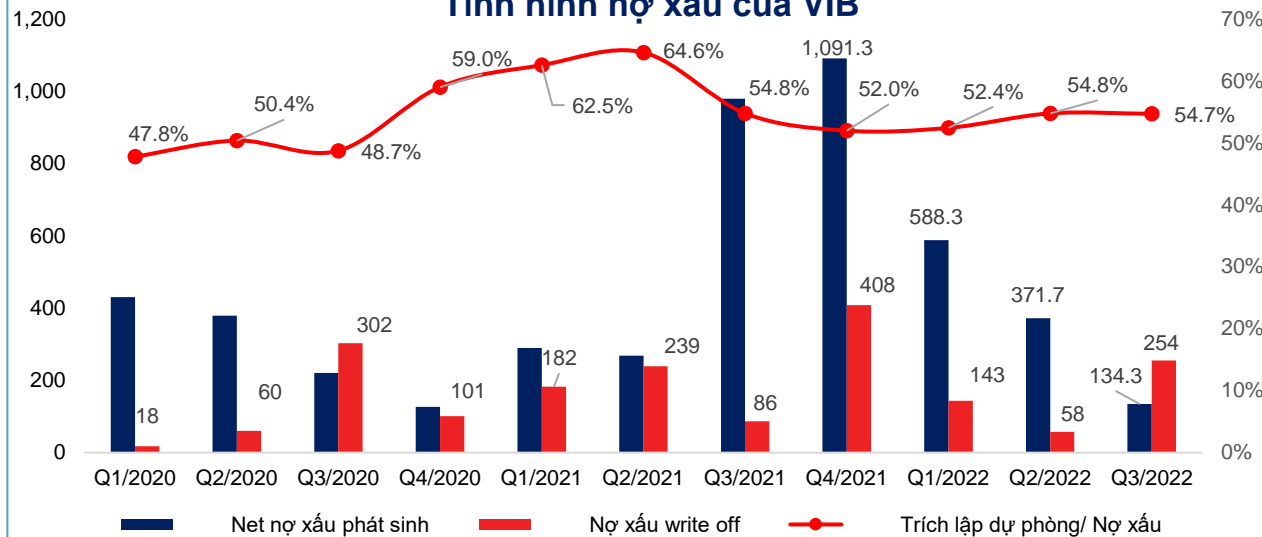
Rủi ro chất lượng tài sản suy yếu do nợ nhóm 2 tăng cao



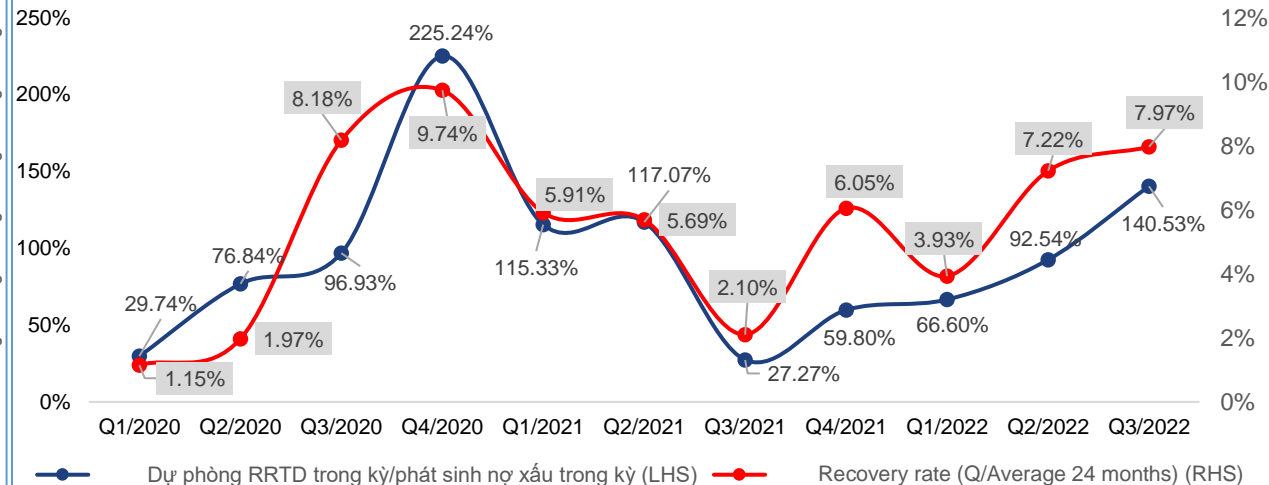
Các chỉ tiêu nợ xấu so với ngành (9M2022)



Tình hình nợ xấu của VIB

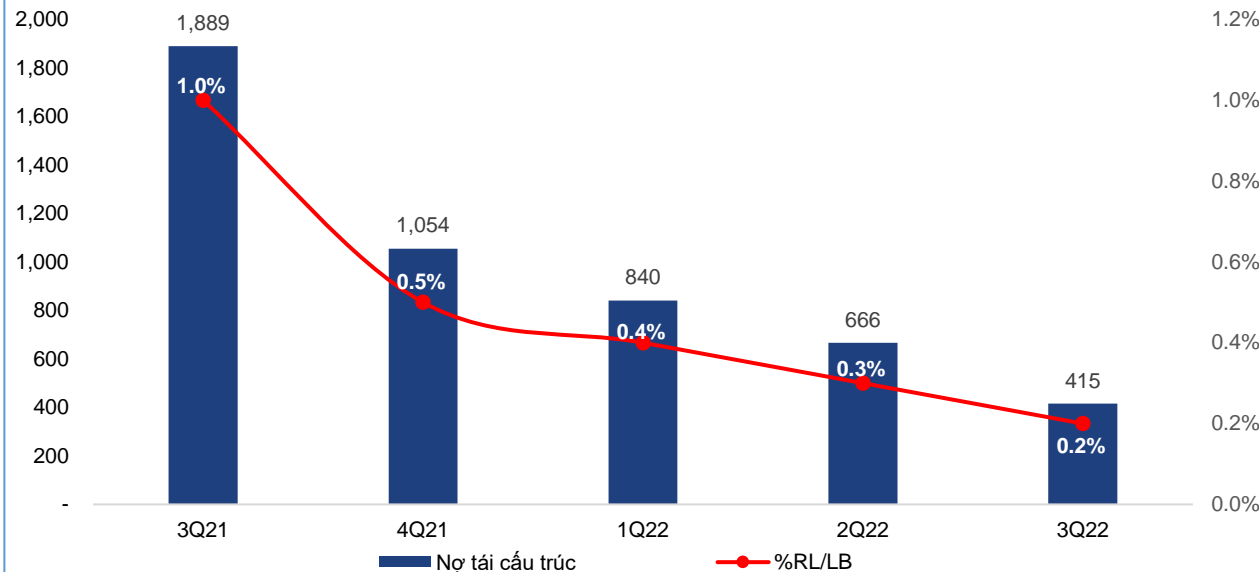


VIB chủ động trích lập DPRRTD và tăng thu hồi nợ xấu

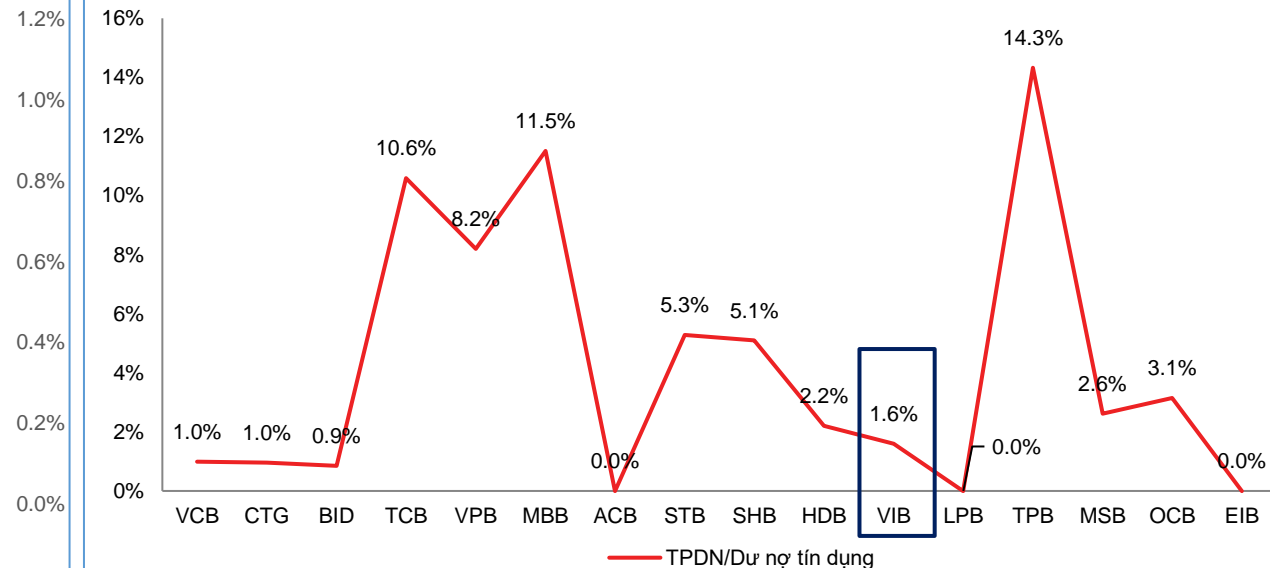


- ❖ Tỷ lệ NPL duy trì quanh 2.4% và nợ xấu phát sinh trong kỳ giảm rõ rệt, nhưng nợ nhóm 2 có xu hướng tăng mạnh trong năm. Do đó nhiều khả năng nợ xấu VIB năm 2023 sẽ tăng, một phần đến từ rủi ro từ BĐS chưa hoàn toàn phục hồi và tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn.
- ❖ Tuy nhiên VIB cũng đã chủ động trích lập DPRRTD trước khi nợ xấu phản ánh lên ngoại bảng. Điều này sẽ giúp giảm áp lực lên trích lập dự phòng và lợi nhuận trong năm kế tiếp, cho thấy sự thận trọng của VIB.

Nợ tái cấu trúc (tỷ đồng)



Tỷ lệ TPDN so với dư nợ tín dụng tương đối thấp



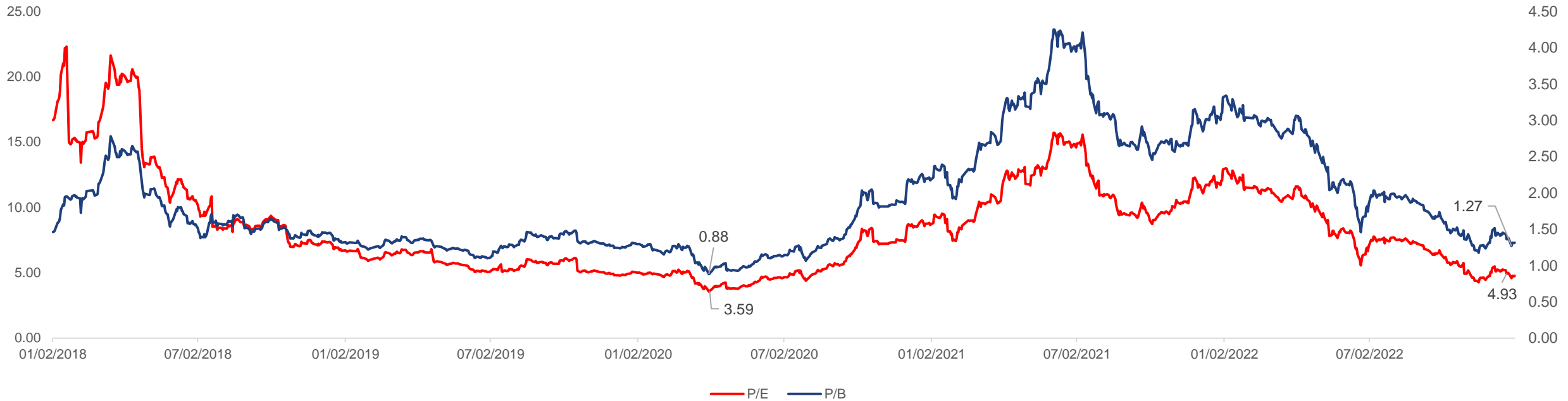
❖ Nợ tái cấu trúc của VIB sắp xử lý xong, tác động lên KQKD sẽ không nhiều.

❖ VIB có tỷ lệ đầu tư TPDN ở mức tương đối thấp theo cơ cấu cho vay. Thêm nữa danh mục TPDN không có trái phiếu BĐS nên rủi ro tập trung cũng không quá lớn.

ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN SO VỚI CÁC NGÂN HÀNG BÁN LẺ TRONG KHU VỰC

Tên Ngân hàng	Mã	Quốc gia	Marketcap (Bn USD)	ROE % (Ave 5y)	ROA% (Ave 5y)	P/E (Ave 3y)	P/B Ave 3y
UOB Bank	UOBH	Singapore	37.67B	9.84%	0.97%	3.3	1.1
Bank of Philippines Islands	BPI PM	Philippines	8.55B	10.03%	1.2%	3.2	1.34
BDO Unibank Inc	BDO PM	Philippines	10.77B	10.5%	1.2%	2.3	1.24
Public Bank Bhd	PBK MK	Myanmar	19.02B	11.86%	1.3%	4.2	1.7
Bank Rakyat Indonesia Persero	BRIS IJ	Indonesia	44.01B	16.3%	2.4%	3.1	1.8
Bank Mandiri Persero Tbk PT	BRMI IJ	Indonesia	28.50B	13.85%	2.01%	2.7	1.7
ICICI Bank Ltd	ICICIBC IN	India	73.78B	9.52%	1.07%	5.1	2.9
China Merchants Bank Co Ltd	600036 CH	China	89.08B	16.11%	1.28%	2.5	1.6
VIB	VIB VN	Vietnam	1.96B	24.47%	1.96%	8.4	1.9
Average						3.9	1.7

P/E và P/B lịch sử của VIB



Chúng tôi định giá VIB dựa trên các giả định chính sau:

- ❖ Tăng trưởng tín dụng năm 2022/23/24 lần lượt là 13/10/15% do ảnh hưởng của danh mục cho vay BĐS nhiều dù các chỉ số tài chính lành mạnh
- ❖ NIM duy trì ở mức trung bình 4,52% trong 2 năm tiếp theo do VIB có (1) danh mục retail chủ yếu vay dài hạn có thể pass-through CoF cho KH; (2) Danh mục cho vay hiệu quả hơn khi dịch chuyển tỷ trọng dần sang cho vay thẻ; (3) Khả năng huy động vốn nước ngoài từ IFC/ADB/CBA giá rẻ
- ❖ Ngân hàng chia 10% cổ tức năm 2022 bằng tiền mặt theo kế hoạch vào năm 2023, 12.5% cổ tức năm 2023 bằng tiền mặt vào năm 2024 (Dividend Ratio = 50%)

Chúng tôi định giá VIB bằng cách kết hợp 2 phương pháp: Thu nhập thặng dư – RI (50%) và P/B (50%)

Cost of Equity Assumptions

Cost of Equity	15.5%
Perpetuity growth rate	4.0%

Number of shares

Number of shares	2,107,672,000
Shares buy back	
Shares outstanding	2,107,672,000

Residual Income Valuation	2021	2022F	2023F	2024F	Terminal
NI	6,410	8,136	7,407	10,406	
Beginning Equity	17,974	24,291	32,426	37,726	
Cost of Equity	2,786	3,765	5,026	5,847	
Residual	3,624	4,371	2,381	4,558	41,222.3
PV of residual value (end of 2022)	3,624	4,371	2,061	34,318	
BV		32,426			
Equity Value		68,804			
Price/ share		32,645			

Phân tích độ nhạy

32,645	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%
2.0%	34,350	32,867	31,498	30,233	29,058	27,965	26,946
3.0%	35,965	34,289	32,754	31,342	30,040	28,835	27,717
4.0%	37,904	35,983	34,237	32,645	31,186	29,844	28,606
5.0%	40,273	38,033	36,018	34,195	32,540	31,029	29,644
6.0%	43,235	40,566	38,194	36,073	34,164	32,439	30,871

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá kỳ vọng
RI	50%	32,645
P/B (ở mức 1.5x)*	50%	26,849
Giá trị hợp lý		29,747

*Chúng tôi cho rằng mức P/B mục tiêu 1.5x là rẻ khi so với các Ngân hàng Bán lẻ trong khu vực và tỷ suất ROE. Tuy nhiên định giá của chúng tôi vẫn mang tính thận trọng vì các yếu tố vĩ mô chưa ủng hộ trong năm 2023.

Trình tự	Luật ràng buộc	Nội dung	Tình trạng
Thông qua Nghị quyết HĐQT	Luật Doanh nghiệp 2020: quy định tổ chức ĐHCĐ Điều 7, Nghị định 01/2014/NĐ-CP: quy định về tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài	Thông qua điều chỉnh Tỷ lệ sở hữu tối đa của NĐTNN nhỏ hơn hoặc bằng 30%	Đã thông qua. Hạn chót thực hiện mở room nước ngoài: 31/12/2023
Xin phép NHNN chấp thuận việc mua cổ phần của NĐTNN	Điều 15,17 Thông tư 50/2018/NHNN về trình tự, thủ tục thay đổi tỷ lệ sở hữu nước ngoài	Cung cấp hồ sơ liên quan đến tổ chức mua cổ phần và các hồ sơ liên quan. <ol style="list-style-type: none"> Trong vòng 7 ngày làm việc kể từ ngày nhận hồ sơ, NHNN có văn bản thông báo nhận đủ hoặc yêu cầu bổ sung hồ sơ Trong thời hạn 75 ngày làm việc kể từ ngày nhận đủ hồ sơ, NHNN có văn bản chấp thuận hoặc không chấp thuận Văn bản chấp thuận của NHNN có giá trị thực hiện trong vòng 03 tháng kể từ ngày ký 	Chúng tôi cho rằng VIB đã tìm được đối tác nước ngoài (có thể là CBA) và đang trong quá trình làm thủ tục để được NHNN chấp thuận.
Thông báo về việc mở room lên UBCKNN	Điều 142, Nghị định 155/2020/ND-CP hướng dẫn Luật chứng khoán: hướng dẫn trình tự, thủ tục thông báo tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa của các công ty đại chúng	Trong thời hạn tối đa 09 ngày làm việc kể từ ngày nhận được hồ sơ đầy đủ và hợp lệ, VSD thực hiện cập nhật, điều chỉnh trên hệ thống về TLSHNN tối đa của công ty đại chúng.	

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities
THANHCÔNG
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn