

Bán ra (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ20,600 (từ VNĐ18,000)

Tiềm năng tăng/giảm: -35.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/11/2024)	31,850
Mã Bloomberg	LPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,800-33,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	31,570
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	81,460
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,204
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,558
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	128
Slg CP NN được mua (tr.đv)	115
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	5.00%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.52%
Tỷ lệ freefloat	83.2%
Cổ đông lớn	VNPost (6.54%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.47	0.47	106
So với chỉ số	5.38	3.01	77.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,019	2,713	11.3
2025F	2,734	2,909	(6.0)
2026F	3,369	3,211	4.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng LP là ngân hàng quy mô vừa, được thành lập vào năm 2008, tập trung cho vay bán lẻ và doanh nghiệp SME.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nâng giá mục tiêu dựa trên giả định định giá mới; giá cổ phiếu đã phản ánh đầy đủ

- HSC duy trì khuyến nghị Bán ra nhưng tăng 14,4% giá mục tiêu lên 20.600đ sau khi chúng tôi giảm 1% giá định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.
- Chúng tôi tăng 11,1% dự báo LNTT năm 2024 nhưng giảm 6% dự báo cho năm 2025. Theo dự báo mới, LNTT sẽ giảm 9,5% trong năm 2025 sau khi tăng trưởng 50,7% trong năm 2024, sau đó sẽ hồi phục 23,2% trong năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng qua, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,67 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân quá khứ và so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Với rủi ro tăng trưởng lợi nhuận suy giảm và mức định giá cao hiện nay, cổ phiếu LPB tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn là cơ hội.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng năm 2025

Cả lợi nhuận và giá cổ phiếu của LPB kể từ đầu năm đều ghi nhận diễn biến rất tích cực, khiến cổ phiếu này hiện đang được giao dịch tại mức định giá khá cao. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số rủi ro tiềm ẩn có thể tác động tiêu cực tới lợi nhuận trong năm tới, dẫn đến quyết định điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2025.

Tác động: Tăng 11% dự báo LNTT năm 2024, giảm 6% dự báo năm 2025

Tỷ lệ NIM mở rộng, chi phí hoạt động và chi phí dự phòng được kiểm soát là những động lực chính giúp đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng những động lực này nhiều khả năng sẽ trở thành vật cản đường lợi nhuận năm 2025. Tỷ lệ NIM được dự báo sẽ giảm nhẹ do chi phí huy động tăng lên và tình hình cạnh tranh gay gắt, trong khi đó chi phí dự phòng và chi phí hoạt động được dự phóng tăng lên từ mức nền thấp. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2025 giảm 9,5% sau khi nâng dự phóng lợi nhuận năm 2024 thêm 11.1% và giảm dự phóng lợi nhuận năm 2025 đi 6,0%. Lợi nhuận trước thuế năm 2026 kỳ vọng tăng trưởng trở lại ở mức 23,2%.

Lưu ý rằng HSC là CTCK duy nhất đưa ra dự báo cho LPB.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu LPB biến động trong khoảng 30.000-34.000đ kể từ giữa năm 2024, ở mức định giá khá cao. Sau khi giá cổ phiếu tăng 106% trong 12 tháng qua nhưng gần như đi ngang trong 1-3 tháng qua, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,67 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân kể từ năm 2020 ở mức 1 lần và bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1 lần.

Sau khi áp dụng giả định định giá mới, bao gồm: giảm 1 điểm phần trăm phần bù rủi ro vốn CSH (áp dụng cho toàn bộ cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC) và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025, HSC tăng 14,4% giá mục tiêu lên 20.600đ – tuy nhiên rủi ro giảm giá vẫn là 35%. Với những thách thức về tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới, cổ phiếu LPB chứa đựng nhiều rủi ro hơn là cơ hội, do đó chúng tôi khuyến nghị Bán ra.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,900	11,203	14,606 ▼	16,251 ▼	20,535
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	8,863	9,865	13,335	14,197 ▼	17,285
LN thuần (tỷ đồng)	4,510	5,572	8,485 ▲	7,683 ▼	9,469
EPS (đồng)	1,586	1,983	3,019 ▲	2,734 ▼	3,369
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	9,405	13,340	16,411	19,145	22,514
P/E (lần)	20.1	16.1	10.5	11.7	9.45
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	3.39	2.39	1.94	1.66	1.41
Tăng trưởng EPS (%)	53.4	25.0	52.2	(9.45)	23.2
ROAE (%)	22.1	19.2	22.3	16.9	17.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Động lực tăng trưởng năm 2024 trở thành lực cản trong năm 2025

LPB công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2024 ấn tượng với LNTT tăng 139,2% so với cùng kỳ nhờ tỷ lệ NIM hồi phục cùng với việc thắt chặt chi phí dự phòng và chi phí hoạt động. Tuy nhiên, những động lực này khó có khả năng duy trì trong năm 2025 và tăng trưởng lợi nhuận của Ngân hàng dự kiến sẽ gặp khó khăn. HSC tăng 11,1% dự báo LNTT năm 2024 nhưng giảm 6% dự báo cho năm 2025, dẫn đến lợi nhuận năm 2025 giảm 9,5% so với cùng kỳ. Sau khi điều chỉnh giả định định giá, chúng tôi tăng 14,4% giá mục tiêu lên 20.600đ nhưng rủi ro giảm giá vẫn là 35%. Với những khó khăn về tăng trưởng lợi nhuận và giá cổ phiếu đã cao hơn giá trị, HSC duy trì khuyến nghị Bán ra đối với LPB.

NIM, chi phí dự phòng và chi phí hoạt động là rào cản của lợi nhuận

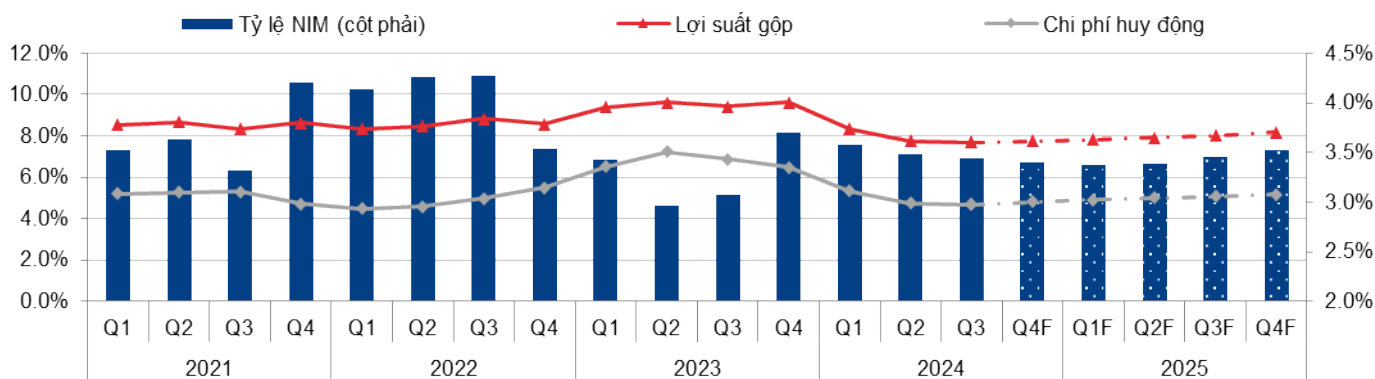
Chi phí huy động tăng lên cùng tình hình cạnh tranh gay gắt gây sức ép lên tỷ lệ NIM

Lưu ý rằng tỷ lệ NIM của LPB đã chịu ảnh hưởng nghiêm trọng trong năm 2023 do mất bằng lãi suất tiền gửi tăng mạnh, từ đó tạo ra mức nền thấp cho năm 2024. Cho năm 2025, triển vọng về tỷ lệ NIM của toàn ngành vẫn chưa chắc chắn do mất bằng lãi suất huy động đang tăng dần trong khi các NHTM chưa thể nâng lãi suất cho vay do nhu cầu thấp và cạnh tranh gay gắt. Tỷ lệ NIM của LPB cũng đã đạt đỉnh vào Q4/2023 và sụt giảm kể từ thời điểm đó.

Thời gian tới, HSC dự báo tỷ lệ NIM sẽ đi ngang trong Q4/2024 và nửa đầu năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo rằng tỷ lệ NIM sẽ tăng dần trong nửa cuối năm 2025 dựa trên kỳ vọng nhu cầu hồi phục nhờ tình hình cạnh tranh hạ nhiệt. Xét cho cả năm 2025, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ NIM, lợi suất gộp & chi phí huy động, LPB

Trong năm 2024, LPB hưởng lợi nhờ tỷ lệ NIM phục hồi và dự kiến sẽ duy trì gần như đi ngang trong năm 2025



Nguồn: LPB, HSC

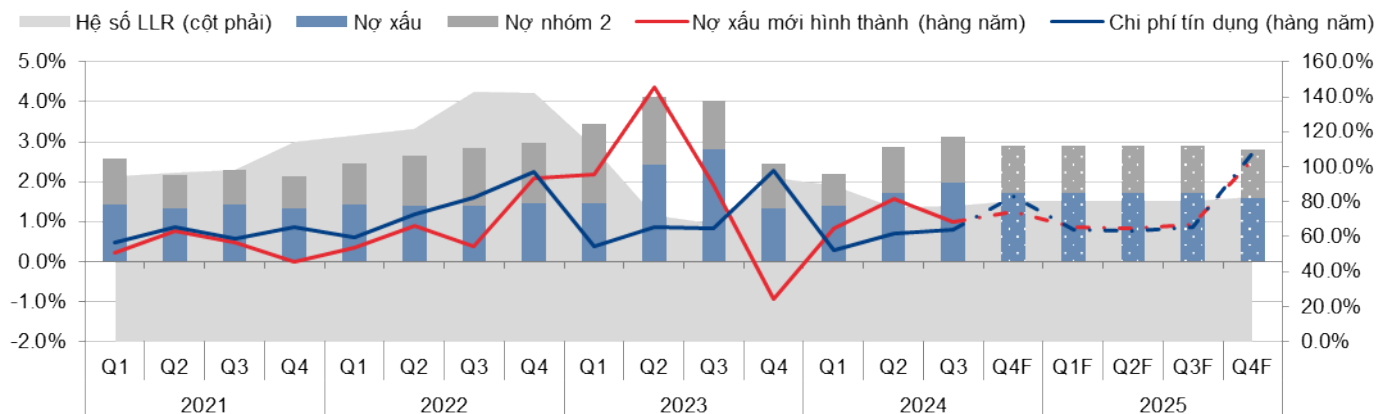
Chi phí tín dụng được dự báo sẽ tăng lên...

Do LPB đã sử dụng hết dự phòng dư thừa trong năm 2023 và chi phí tín dụng đã thấp hơn nợ xấu mới hình thành kể từ Q1/2024 khiến nợ xấu nội bảng của Ngân hàng tăng lên. Chúng tôi tin rằng chi phí tín dụng sẽ cần phải tăng lên trong những quý sắp tới nhưng điều này phụ thuộc nhiều vào quyết định của BLĐ.

LPB thường trích lập dự phòng đáng kể trong Q4 hàng năm và mức dự phòng được trích lập trong Q4/2024 nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng tới chi phí dự phòng trong cả năm 2025. Nếu LPB trích lập dự phòng mạnh tay trong Q4/2024, gánh nặng chi phí dự phòng năm sau sẽ giảm xuống và ngược lại. Theo kịch bản cơ sở, HSC dự báo chi phí dự phòng gần như đi ngang trong năm 2024 (tương đương chi phí dự phòng Q4/2024 sẽ thấp hơn so với Q4/2023) sau đó tăng mạnh trong năm 2025.

Biểu đồ 2: Nợ xấu & chi phí tín dụng, LPB

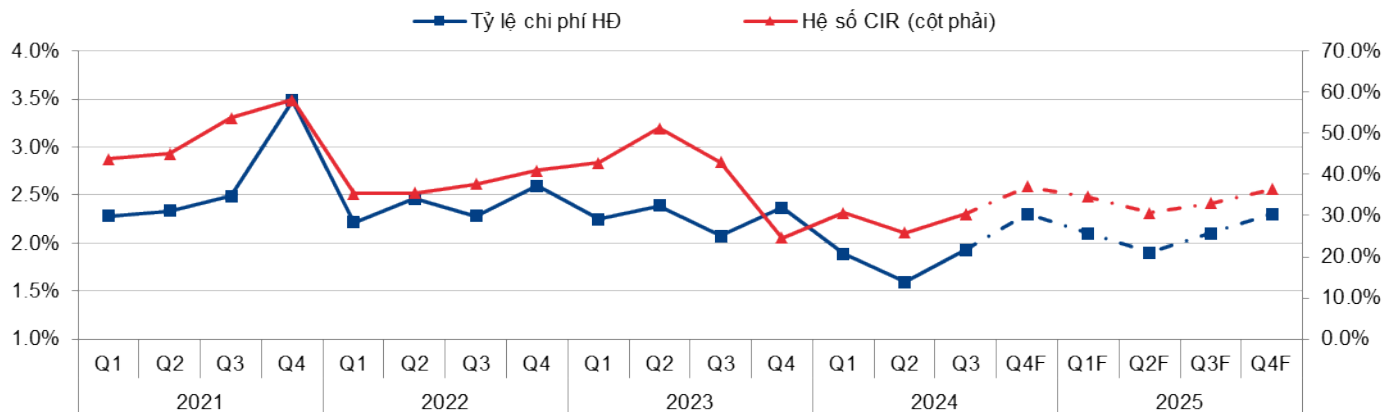
Chi phí tín dụng được dự báo tăng lên



Nguồn: LPB, HSC

Biểu đồ 3: Chi phí hoạt động, LPB

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LPB đã giảm đáng kể chi phí hoạt động

Ghi chú: Tỷ lệ chi phí HĐ = Chi phí HĐ / Tổng dư nợ tín dụng
Nguồn: LPB, HSC**...cùng với chi phí hoạt động**

Thắt chặt chi phí hoạt động là một động lực tăng trưởng lợi nhuận khác trong năm 2024, thể hiện ở tỷ lệ chi phí hoạt động giảm xuống dưới mức 2%. So với những NHTM tư nhân hàng đầu, như ACB và MBB, tỷ lệ này thường dao động trong khoảng 2-3% do những ngân hàng này cần đầu tư để thu hút nhân tài và nâng cấp công nghệ nhằm đẩy mạnh tăng trưởng trong dài hạn. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí hoạt động sẽ tăng mạnh trong năm 2025 từ mức nền thấp năm 2024.

Không có thương vụ đầu tư vào FPT trong kịch bản cơ sở

LPB đã được cổ đông thông qua kế hoạch mua 5% cổ phần của FPT (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 147.200đ) tại ĐHCĐ bất thường tổ chức ngày 16/11/2024; Ngân hàng hiện cần được NHNN chấp thuận trước khi đầu tư. Như đã phân tích trong báo cáo trước đó: [LPB đề xuất kế hoạch mua 5% cổ phần FPT](#), mặc dù Ngân hàng có đủ nguồn vốn để đầu tư, nhưng thương vụ này sẽ làm giảm hệ số CAR một cách đáng kể và đi ngược với định hướng của NHNN về việc nâng cao mức độ an toàn vốn toàn hệ thống. Do đó, theo dự báo hiện tại, chúng tôi giả định Ngân hàng sẽ không thực hiện khoản đầu tư này.

Bảng 4: Phân tích CAR liên quan đến thương vụ tiềm năng mua cổ phần của FPT, LPB

Khoản đầu tư mới này có thể làm giảm đáng kể hệ số CAR và tỷ lệ vốn cấp 1 của LPB

Tỷ đồng	Q2/2024	Mua 5% cổ phần của FPT
Giá trị khoản đầu tư mới		9,800
(-) 10% vốn điều lệ & quỹ dự trữ vốn điều lệ		2,681
Giảm vốn cấp I do khoản đầu tư mới		7,119
Vốn cấp I tại thời điểm cuối Q2/2024	38,338	38,338
(-) Giảm		7,119
Vốn cấp I sau điều chỉnh	38,338	31,219
Vốn cấp II	6,434	6,434
(-) Điều chỉnh khác	249	249
Tổng nguồn vốn	44,523	37,404
RWA điều chỉnh (bao gồm rủi ro thị trường & rủi ro HĐ)	364,637	364,637
Hệ số CAR	12.2%	10.3%
Tỷ lệ vốn cấp I	10.5%	8.6%

Nguồn: LPB, HSC

Dự báo mới

HSC tăng 11,1% dự báo LNTT năm 2024 sau KQKD mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm 2024 nhưng giảm 6% dự báo LNTT năm 2025. Chúng tôi tin rằng động lực tăng trưởng của năm 2024 sẽ là gánh nặng đối với lợi nhuận năm 2025, bao gồm tỷ lệ NIM thu hẹp, chi phí dự phòng & chi phí hoạt động tăng lên. Chúng tôi hiện dự báo LNTT năm 2025 giảm 9,5% so với cùng kỳ, sao khi tăng trưởng mạnh 50,7% trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi tăng 5% dự báo LNTT năm 2026 chủ yếu do hạ giả định chi phí tín dụng, dẫn đến LNTT được dự báo tăng trưởng 23,2% trong năm này.

Giả định và dự báo chính

HSC tăng 11,1% dự báo LNTT năm 2024 do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự báo nhưng giảm 6% dự báo năm 2025 do những rủi ro được phân tích ở trên. Theo dự báo mới, lợi nhuận dự phóng giảm 9,5% so với cùng kỳ trong năm 2025 sau khi tăng trưởng mạnh 50,7% trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng trở lại 23,2% trong năm 2026. Những điều chỉnh giả định chính bao gồm:

- Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024 do tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm 2024 đạt 16,1% và ngân hàng nhiều khả năng được cấp thêm hạn mức trong Q4.
- Hạ giả định tỷ lệ NIM cho năm 2024-2025 như đã phân tích ở trên.
- Hạ dự báo nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng cho giai đoạn 2024-2026 do chúng tôi cho rằng các khoản vay rủi ro cao của đội ngũ BLĐ mới sẽ mất một vài năm để phản ánh vào BCTC.
- Nâng dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ do kết quả thực hiện tốt hơn dự báo và hạ dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong một vài năm tới sau khi hạ giả định nợ xấu mới hình thành.

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi nằm ở mức lợi nhuận được ghi nhận trong Q4/2024. Như đã phân tích ở trên, nếu Ngân hàng hạch toán nhiều chi phí hơn trong Q4, gánh nặng chi phí trong năm 2025 sẽ giảm xuống và ngược lại. Giả định cho kịch bản cơ sở và dự báo của chúng tôi như sau:

Bảng 5: Các giả định quan trọng, LPB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM & giảm giả định tỷ lệ nợ xấu mới hình thành

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%		17.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	10.0%	21.8%	19.1%	19.2%		16.8%	22.1%	16.0%
Tỷ lệ NIM	3.23%	3.79%	3.84%	3.74%		3.64%	3.46%	3.72%
Tỷ lệ nợ xấu	1.34%	1.40%	1.40%	1.40%		1.70%	1.60%	1.50%
Chi phí tín dụng	1.11%	1.45%	1.53%	1.64%		0.91%	1.32%	1.35%
Nợ xấu mới hình thành	1.91%	1.70%	1.70%	1.80%		1.30%	1.40%	1.50%
Tỷ lệ chi phí hoạt động	2.25%	2.09%	2.30%	2.30%		2.01%	2.10%	2.30%
Hệ số CIR	36.9%	30.9%	33.8%	34.0%		31.1%	34.0%	34.9%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo tỷ lệ NIM, LPB

Điều chỉnh chính là hạ giả định tỷ lệ NIM trong năm 2024-2025

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Lợi suất gộp	9.33%	8.20%	7.98%	7.99%		8.25%	8.03%	8.19%
Điều chỉnh						5.6 điểm cơ bản	5.6 điểm cơ bản	19.8 điểm cơ bản
Chi phí huy động	6.72%	4.92%	4.62%	4.74%		5.12%	5.07%	4.98%
Điều chỉnh						20.3 điểm cơ bản	44.6 điểm cơ bản	24.4 điểm cơ bản
Tỷ lệ NIM	3.23%	3.79%	3.84%	3.74%		3.64%	3.46%	3.72%
Điều chỉnh						-15.2 điểm cơ bản	-37.9 điểm cơ bản	-2.3 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận, LPB

Chúng tôi điều chỉnh tăng 11,1% dự báo LNTT năm 2024 nhưng giảm 6% dự báo LNTT năm 2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	11,203	15,421	18,434	21,238	14,606	16,251	20,535
Tăng trưởng		37.6%	19.5%	15.2%	30.4%	11.3%	26.4%
Điều chỉnh					-5.3%	-11.8%	-3.3%
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,422	4,654	5,014	5,827	4,736	5,268	6,036
Tăng trưởng		5.2%	7.7%	16.2%	7.1%	11.2%	14.6%
Điều chỉnh					1.8%	5.1%	3.6%
Tổng thu nhập HĐ	15,625	20,075	23,448	27,066	19,341	21,519	26,572
Tăng trưởng		28.5%	16.8%	15.4%	23.8%	11.3%	23.5%
Điều chỉnh					-3.7%	-8.2%	-1.8%
Chi phí HĐ	-5,760	-6,212	-7,937	-9,207	-6,007	-7,322	-9,286
Tăng trưởng		7.8%	27.8%	16.0%	4.3%	21.9%	26.8%
Điều chỉnh					-3.3%	-7.7%	0.9%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	9,865	13,863	15,511	17,859	13,335	14,197	17,285
Tăng trưởng		40.5%	11.9%	15.1%	35.2%	6.5%	21.8%
Điều chỉnh					-3.8%	-8.5%	-3.2%
Chi phí dự phòng	-2,826	-4,311	-5,291	-6,578	-2,724	-4,593	-5,449
Tăng trưởng		52.6%	22.7%	24.3%	-3.6%	68.6%	18.6%
Điều chỉnh					-36.8%	-13.2%	-17.2%
LNTT	7,039	9,551	10,220	11,280	10,611	9,604	11,836
Tăng trưởng		35.7%	7.0%	10.4%	50.7%	-9.5%	23.2%
Điều chỉnh					11.1%	-6.0%	4.9%
Lợi nhuận thuần	5,572	7,626	8,176	9,024	8,485	7,683	9,469
Tăng trưởng		36.9%	7.2%	10.4%	52.3%	-9.4%	23.2%
Điều chỉnh					11.3%	-6.0%	4.9%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Dự báo thu nhập ngoài lãi, LPB

Những điều chỉnh quan trọng gồm nâng giả định lãi thuần HĐ dịch vụ nhưng hạ giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu ngoại bảng (trong thu nhập khác)

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,566	3,355	3,727	4,323	3,655	4,221	4,724
Tăng trưởng		-5.9%	11.1%	16.0%	2.5%	15.5%	11.9%
Điều chỉnh					8.9%	13.2%	9.3%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	435	523	414	480	369	431	485
Tăng trưởng		20.3%	-20.9%	16.0%	-15.1%	16.7%	12.4%
Điều chỉnh					-29.4%	4.1%	0.9%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	25	21	109	137	32	122	140
Tăng trưởng		-16.0%	419.2%	25.4%	29.4%	277.5%	14.7%
Điều chỉnh					54.0%	12.0%	2.5%
Thu nhập từ góp vốn / mua cổ phần	49	57	55	55	75	83	87
Tăng trưởng		16.4%	-4.5%	0.0%	52.0%	10.0%	5.0%
Điều chỉnh					30.5%	50.3%	57.8%
Thu nhập khác	347	697	709	832	604	412	601
Tăng trưởng		100.7%	1.8%	17.3%	73.9%	-31.8%	46.0%
Điều chỉnh					-13.4%	-41.9%	-27.7%
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,422	4,654	5,014	5,827	4,736	5,268	6,036
Tăng trưởng		5.2%	7.7%	16.2%	7.1%	11.2%	14.6%
Điều chỉnh					1.8%	5.1%	3.6%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra nhưng tăng 14,4% giá mục tiêu lên 20.600đ sau khi điều chỉnh giả định định giá, giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 35%. LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,67 lần, cao hơn đáng kể bình quân quá khứ và bình quân nhóm NHTM tư nhân. Cùng với những thách thức về tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025, chúng tôi duy trì khuyến nghị Bán ra đối với LPB.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra nhưng tăng 14,4% giá mục tiêu lên 20.600đ. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá 35%, điều này cho thấy cổ phiếu đang có định giá cao hơn đáng kể so với giá trị.

HSC giảm 1 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5%, phù hợp với giả định chung mới của HSC; chúng tôi vẫn cộng 1,5 điểm phần trăm phần bù rủi ro đặc thù để đưa ra phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9%. Ngược lại, chúng tôi tăng nhẹ hệ số beta tăng lên 1,3 (từ 1,2). Lưu ý rằng chúng tôi tiếp tục điều chỉnh tăng giả định beta theo Bloomberg cho LPB do chúng tôi kỳ vọng biến động của cổ phiếu LPB sẽ tăng lên do rủi ro về tăng trưởng lợi nhuận trong năm tới. Từ đó, chúng tôi giảm 0,3 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH xuống 15,7%.

HSC cũng chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ giữa năm 2025).

Các giả định và định giá của chúng tôi như sau.

Bảng 9: Giả định chi phí vốn CSH, LPB

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giả định chung của HSC, giảm 1 điểm % so với ước tính trước đó
ERP điều chỉnh	9.0%	HSC bổ sung phần bù rủi ro cụ thể là 1,5% để bù đắp cho rủi ro tiềm ẩn về chất lượng tài sản & rủi ro vốn có của một ngân hàng có quy mô trung bình
Beta	1.3	Tăng so với giả định trước (1,2 lần) do chúng tôi dự báo biến động của cổ phiếu LPB sẽ gia tăng do những rủi ro liên quan đến tăng trưởng lợi nhuận
Chi phí vốn CSH	15.7%	Giảm 0,3 điểm % so với ước tính trước đó

Nguồn: HSC

Bảng 10: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, LPB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	7,721	6,992	8,617	10,149	11,797	13,579	15,578	17,811	19,143	19,753
Chi phí vốn CSH	-5,356	-6,590	-7,688	-9,040	-10,634	-12,486	-14,618	-17,064	-18,733	-19,753
Lợi nhuận thặng dư	2,365	402	929	1,109	1,164	1,093	960	747	410	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025			86.4%	74.7%	64.6%	55.8%	48.2%	41.7%	36.0%	31.1%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025			803	828	751	610	463	311	148	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026		3,915								
Giá trị sổ sách cuối năm 2025		48,966								
Giá trị vốn CSH đến cuối 2025		52,880								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		2,558								
Giá mục tiêu đến cuối 2025		20,600								

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, LPB

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	8.0%	22,800	22,300	21,800	21,400	20,900
	8.5%	22,200	21,700	21,200	20,800	20,300
	9.0%	21,500	21,100	20,600	20,200	19,800
	9.5%	20,900	20,500	20,100	19,600	19,200
	10.0%	20,400	19,900	19,500	19,100	18,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu LPB đã biến động trong khoảng 30.000-34.000đ kể từ giữa năm 2024, mức định giá khá cao. Với những thách thức đối với tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới, rủi ro hiện đang lớn hơn cơ hội. Sau khi giá cổ phiếu tăng 106% trong 12 tháng qua nhưng gần như đi ngang trong 1-3 tháng qua, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,67 lần, cao hơn đáng kể so với bình quân kể từ năm 2020 ở mức 1 lần và bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1 lần, cho thấy định giá LPB đang cao hơn giá trị.

Biểu đồ 12: P/B trượt dự phóng 1 năm, LPB

LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,67 lần...



Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, LPB

...cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2020



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	25,226	32,354	33,149	37,763	45,263
Chi phí lãi	(13,326)	(21,151)	(18,544)	(21,512)	(24,727)
Thu nhập lãi thuần	11,900	11,203	14,606	16,251	20,535
Lãi thuần HĐ dịch vụ	1,662	3,566	3,655	4,221	4,724
Lãi thuần HĐ KDNH	10.5	435	369	431	485
Lãi/lỗ từ mua bán CK	343	25.0	32.3	122	140
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	53.9	49.3	75.0	82.5	86.6
Thu nhập khác	201	347	604	412	601
Tổng thu nhập HĐ	14,170	15,625	19,341	21,519	26,572
Chi phí HĐ	(5,307)	(5,760)	(6,007)	(7,322)	(9,286)
LN trước dự phòng	8,863	9,865	13,335	14,197	17,285
Chi phí dự phòng	(3,174)	(2,826)	(2,724)	(4,593)	(5,449)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,690	7,039	10,611	9,604	11,836
Chi phí thuế TNDN	(1,179)	(1,467)	(2,126)	(1,921)	(2,367)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	4,510	5,572	8,485	7,683	9,469
EPS (đồng)	1,586	1,983	3,019	2,734	3,369
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,521	2,558	2,558	2,558	2,558
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,558	2,558	2,558	2,558	2,558
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,558	2,558	2,558	2,558	2,558

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,984	2,383	2,256	2,755	4,565
Tiền gửi tại NHNN	10,324	14,578	8,315	10,153	15,703
Tiền gửi tại các TCTD khác	31,968	35,528	44,824	58,890	73,233
Chứng khoán kinh doanh	566	580	548	669	1,023
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	175	175	175
Số dư cho vay thuần	230,894	271,994	317,889	368,879	428,360
Tổng dư nợ cho vay	235,767	275,453	322,280	373,845	433,660
Dự phòng rủi ro	(4,873)	(3,458)	(4,390)	(4,965)	(5,300)
Chứng khoán đầu tư	42,007	46,844	54,240	66,230	72,015
CK đầu tư sẵn sàng để bán	42,007	46,844	54,240	66,230	72,015
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	0	0	0	0	(0.26)
Đầu tư dài hạn	316	349	549	549	549
Tài sản cố định	1,693	1,950	2,537	2,671	2,751
Tài sản khác	6,993	8,656	9,369	8,982	9,917
Tổng tài sản	327,746	382,863	440,702	519,953	608,291
Nợ phải trả	303,691	348,746	398,728	470,988	550,708
Tiền gửi của NHNN	3,077	89.6	68.2	81.1	120
Tiền gửi của các TCTD khác	39,660	50,112	66,712	66,170	76,758
Tổng tiền gửi KH	215,888	237,392	277,161	338,428	392,576
Trái phiếu và CCTG	35,048	47,910	45,119	55,093	63,908
Nợ khác	9,976	13,166	9,668	11,215	17,346
Vốn chủ sở hữu	24,055	34,117	41,974	48,966	57,582
Vốn điều lệ	17,291	25,576	25,576	29,873	29,873
Thặng dư vốn cổ phần	0.06	0.06	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	3,904	4,845	11,671	12,796	19,992
Quỹ & vốn khác của CSH	2,860	3,696	4,727	6,297	7,718
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	327,746	382,863	440,702	519,953	608,291
BVPS (đồng)	9,405	13,340	16,411	19,145	22,514

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.3	16.8	15.1	18.0	17.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	12.8	16.8	17.0	16.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	19.8	9.96	16.8	22.1	16.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.6	13.7	13.0	22.1	16.0
Tăng trưởng VCSH (%)	43.2	41.8	23.0	16.7	17.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	32.0	(5.86)	30.4	11.3	26.4
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	4.25	8.54	4.28	21.9	26.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	78.7	11.3	35.2	6.47	21.8
Tăng trưởng LNTT (%)	56.4	23.7	50.7	(9.49)	23.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	57.0	23.5	52.3	(9.45)	23.2
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.59	4.40	4.70	4.48	4.71
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.72)	(1.62)	(1.46)	(1.52)	(1.65)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.3	97.6	97.5	97.9	98.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.16	1.47	1.77	1.91	2.29
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	3.99	5.16	8.20	7.74	9.94
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	20.1	16.1	10.5	11.7	9.45
P/B (lần)	3.39	2.39	1.94	1.66	1.41
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	31.8	35.7	43.9	35.7	35.6
ROAA (%)	1.46	1.57	2.06	1.60	1.68
ROAE (%)	22.1	19.2	22.3	16.9	17.8
Chi phí huy động BQ (%)	4.77	6.72	5.12	5.07	4.98
Lợi suất góp BQ (%)	8.40	9.33	8.25	8.03	8.19
Lợi suất thuần (%)	3.63	2.60	3.13	2.97	3.21
Tỷ lệ NIM (%)	3.96	3.23	3.64	3.46	3.72
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	11.7	22.8	18.9	19.6	17.8
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	84.0	71.7	75.5	75.5	77.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	16.0	28.3	24.5	24.5	22.7
Tỷ lệ CIR (%)	37.5	36.9	31.1	34.0	34.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.4	12.2	12.2	12.0	12.0
VCSH/Tổng TS (%)	7.34	8.91	9.52	9.42	9.47
Đòn bẩy vốn (lần)	13.6	11.2	10.5	10.6	10.6
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.45	1.34	1.70	1.60	1.50
Hệ số LLR (%)	142	93.8	80.1	83.0	81.5
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	109	116	116	110	110
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.6	14.9	17.1	14.4	14.4
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	71.9	71.9	73.1	71.9	71.3
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,129	1,079	1,035	993	953
Số lượng nhân viên	12,203	10,627	10,945	11,273	11,611

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn