

Bán ra (giữ nguyên)

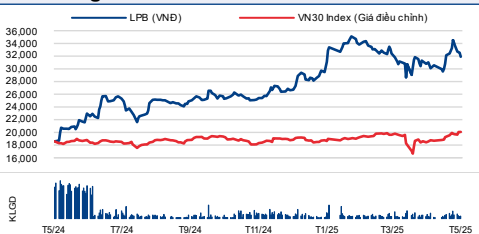
Giá mục tiêu: VNĐ21,700 (từ VNĐ17,637)

Tiềm năng tăng/giảm: -32.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	31,950
Mã Bloomberg	LPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,703-35,118
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,410
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	95,444
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,678
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,987
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	149
Slg CP NN được mua (tr.đv)	125
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	5.00%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.82%
Tỷ lệ freefloat	89.9%
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	3.00	(5.77)	71.9
So với chỉ số	(4.77)	(9.49)	59.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,362	3,402	(1.2)
2026F	3,489	3,456	0.9
2027F	3,915	3,839	2.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng Lộc Phát 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

Kế hoạch 2025 tham vọng trong khi NIM suy yếu, duy trì khuyến nghị Bán ra

- HSC duy trì khuyến nghị Bán ra nhưng tăng 23% giá mục tiêu lên 21.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và cập nhật giả định định giá mới.
- Chúng tôi tăng bình quân 25,6% dự báo LNTT năm 2025-2026 dựa trên giả định chi phí hoạt động & chi phí dự phòng tiếp tục giảm để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn. Chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng lần lượt 8,7%, 3,6% và 12,2% trong giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, LPB vẫn đang có định giá đắt với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,96 lần, cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần và so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. HSC nhận thấy nền tảng cơ bản không hỗ trợ định giá hiện tại.

Sự kiện: Điều chỉnh triển vọng

KQKD năm 2024 và Q1/2025 của LPB vượt dự báo của chúng tôi do chi phí hoạt động và chi phí dự phòng thấp hơn dự báo, mặc dù triển vọng tổng thu nhập hoạt động suy yếu do tỷ lệ NIM giảm mạnh trong Q1/2025. Chúng tôi điều chỉnh dự báo dựa trên giả định LPB sẽ tiếp tục tập trung kiểm soát chi phí để đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn.

Tác động: Tăng bình quân 25,6% dự báo LNTT năm 2025-2026

HSC tăng bình quân 25,6% dự báo LNTT năm 2025-2026 dựa trên quan điểm LPB sẽ tiếp tục giảm chi phí hoạt động và chi phí dự phòng để đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn, mặc dù triển vọng tổng thu nhập hoạt động suy yếu - đặc biệt là sau khi tỷ lệ NIM giảm mạnh 116 điểm cơ bản trong Q1/2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Theo đó, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 8,7%, 3,6% và 12,2% trong giai đoạn 2025-2027. Do triển vọng tổng thu nhập hoạt động kém tích cực, tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 của Ngân hàng sẽ không chỉ dựa vào chiến lược cắt giảm chi phí mà còn phải dựa vào khả năng thu hồi nợ xấu. Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm về việc cắt giảm chi phí hiện tại chủ yếu hỗ trợ KQKD ngắn hạn thay vì xây dựng giá trị dài hạn và điều này có thể sẽ chạm giới hạn trong năm nay, từ đó làm gia tăng rủi ro lợi nhuận trong tương lai.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra đối với LPB nhưng tăng 23% giá mục tiêu lên 21.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và cập nhật giả định định giá. Chúng tôi giảm 1,2 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH, do tác động của việc nâng giả định phần bù rủi ro chung (do tác động tiêu cực từ rủi ro về kinh tế vĩ mô) thấp hơn tác động tích cực từ việc hạ giả định phần bù rủi ro đặc thù & hệ số beta.

Giá cổ phiếu giảm khoảng 6% trong 3 tháng qua nhưng định giá vẫn ở mức cao, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,96 lần - cao hơn đáng kể so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần và cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. Chúng tôi tiếp tục cho rằng LPB đang có định giá quá cao và nền tảng cơ bản không đủ để hỗ trợ mức định giá này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,203	15,394	15,746	20,096	24,912
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	15,625	19,932	20,974 ▲	24,443	29,166
LN thuần (tỷ đồng)	5,572	9,721	10,571 ▲	10,970 ▲	12,312
EPS (đồng)	1,865	3,254	3,539 ▲	3,672 ▲	4,121
DPS (đồng)	0	0	2,500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	11,421	14,508	15,412 ▼	17,900 ▼	20,816
P/E (lần)	17.1	9.82	9.03	8.70	7.75
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	7.82	3.13	3.13
P/B (lần)	2.80	2.20	2.07	1.78	1.53
Tăng trưởng EPS (%)	21.8	74.5	8.74	3.78	12.2
ROAE (%)	19.2	25.1	23.7	22.0	21.3

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

Định giá cao mặc dù tỷ lệ NIM đối mặt nhiều thách thức

Tối ưu hóa chi phí là động lực chính đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận của LPB trong năm 2024 và Q1/2025, và chúng tôi kỳ vọng chiến lược này vẫn sẽ là trọng tâm trong năm 2025 cùng các nỗ lực thu hồi nợ xấu ngoại bảng để củng cố thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Từ đó, chúng tôi tăng lần lượt lần lượt 38% và 16% dự báo LNTT năm 2025-2026, tương đương tăng trưởng lần lượt 8,7%, 3,7% và 12,2% trong 3 năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm việc cắt giảm chi phí chỉ hỗ trợ KQKD ngắn hạn thay vì xây dựng giá trị dài hạn và chiến lược này có thể sớm chạm giới hạn. Chúng tôi tăng 23% giá mục tiêu lên 21.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Bán ra do định giá cao với rủi ro cơ bản gia tăng.

Điều chỉnh triển vọng và giả định

Q1/2025: Chi phí hoạt động giảm và thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng giúp bù đắp tỷ lệ NIM thu hẹp

Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhưng tỷ lệ NIM yếu: Tín dụng Q1/2025 tăng trưởng mạnh 6,2% so với đầu năm, cao hơn đáng kể so với bình quân ngành ở mức 3,9%. Tuy nhiên, tổng thu nhập hoạt động chịu ảnh hưởng tiêu cực do tỷ lệ NIM giảm mạnh 116 điểm cơ bản so với quý trước chủ yếu do lợi suất tài sản giảm 115 điểm cơ bản so với quý trước - mức giảm lớn nhất trong ngành. Sự sụt giảm bất ngờ này làm gia tăng lo ngại về tính bền vững trong KQKD. Lợi suất gộp của LPB giảm xuống 6,9%, thấp hơn một chút so với bình quân ngành ở mức 7,4%, từ đó có thể hạn chế khả năng tiếp tục thu hẹp trong thời gian tới.

Để hạn chế sức ép lên tỷ lệ NIM, LPB đã nâng hệ số LDR điều chỉnh từ 98% tại thời điểm cuối Q4/2024 lên 101,4% tại thời điểm cuối Q1/2025.

Thu nhập HĐ dịch vụ cốt lõi vẫn yếu: Mặc dù tăng 7,8% so với cùng kỳ thu nhập HĐ dịch vụ cốt lõi vẫn khiêm tốn trong Q1/2025, đạt khoảng 140 tỷ đồng. Một cấu phần lớn được phân loại vào thu nhập phí khác, là phí liên quan đến hoạt động cấp tín dụng, đi ngang so với cùng kỳ đạt khoảng 750 tỷ đồng.

Kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động: LPB đã cắt giảm đáng kể khoảng 1.600 nhân viên (chiếm 14,5% lực lượng lao động) trong Q1/2025, từ đó giúp chi phí hoạt động giảm 4,5%. Do đó, tỷ lệ chi phí hoạt động/tổng dư nợ tín dụng đã giảm xuống mức thấp kỷ lục là 1,5% từ 1,9% trong năm 2024, sát với tỷ lệ của các NHTM có vốn Nhà nước và thấp hơn đáng kể so với hầu hết các NHTM tư nhân khác (thường trên 2%). Tuy nhiên, xu hướng cắt giảm chi phí này cũng được ghi nhận ở một số ngân hàng khác để bù đắp sự sụt giảm của tỷ lệ NIM.

Nợ xấu tăng lên nhưng chi phí dự phòng giảm xuống: Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,73% tại thời điểm cuối Q1/2025 từ 1,57% tại thời điểm cuối năm 2024, trong khi chi phí dự phòng vẫn tương đối thấp - xu hướng thường thấy trong Q1 tại LPB. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống 74,3% từ 83,3% tại thời điểm cuối năm 2024, tuy nhiên cả tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR vẫn tốt hơn so với bình quân các NHTM tư nhân (tỷ lệ nợ xấu 2,64%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR 63%).

Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng mạnh từ mức nền thấp: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng mạnh lên 448 tỷ đồng trong Q1/2025 từ mức nền thấp, vượt dự báo của chúng tôi và đóng góp đáng kể vào lợi nhuận chung.

Bảng 1: KQKD Q1/2025, LPBS

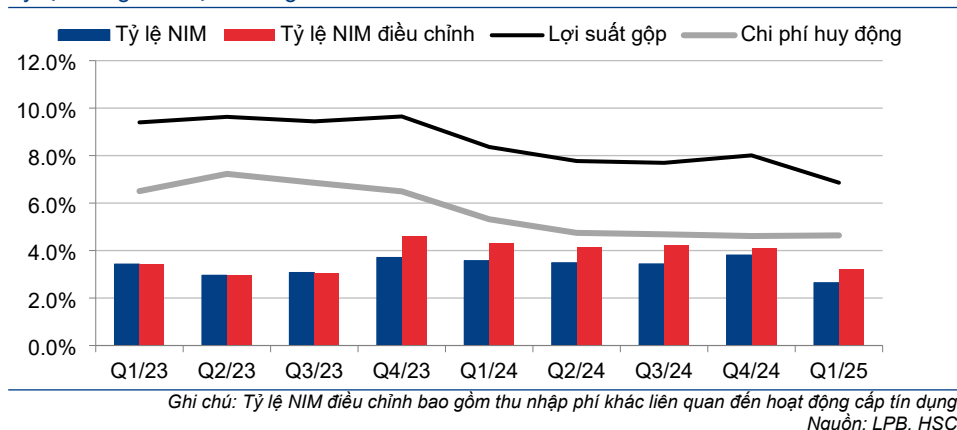
LNTT Q1/2025 tăng mạnh nhờ chi phí hoạt động và chi phí dự phòng thấp hơn dự kiến mặc dù tổng thu nhập hoạt động yếu

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	% so với cùng kỳ	Dự báo 2025 cũ của HSC	% dự báo
Thu nhập lãi thuần	3,464	3,282	-5.3%	16,251	20.2%
Thu nhập ngoài lãi	1,013	1,406	38.9%	5,268	26.7%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	819	828	1.2%	4,221	19.6%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	148	113	-24.0%	431	26.1%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	0	5		122	3.7%
Thu nhập khác	28	448	1514.4%	412	108.8%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	18	13	-30.4%	83	15.2%
Tổng thu nhập HĐ	4,477	4,688	4.7%	21,519	21.8%
Chi phí HĐ	-1,376	-1,314	-4.5%	-7,322	18.0%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,101	3,374	8.8%	14,197	23.8%
Chi phí dự phòng	-215	-198	-7.6%	-4,593	4.3%
LNTT	2,886	3,175	10.0%	9,604	33.1%
Lợi nhuận thuần	2,299	2,534	10.2%	7,683	33.0%

Nguồn: LPB, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM, LPB

Tỷ lệ NIM giảm mạnh trong Q1/2025



Điểm đúng và sai lệch trong dự báo của chúng tôi

Lợi nhuận năm 2024 của LPB vượt gần 15% dự báo năm 2024 của chúng tôi chủ yếu do chi phí dự phòng và chi phí hoạt động thấp hơn dự báo, mặc dù tổng thu nhập hoạt động sát với dự báo (Mời xem: [Lợi nhuận Q4 đi ngang, lợi nhuận cả năm vượt đáng kể dự báo](#)). Xu hướng này tiếp tục diễn ra trong Q1/2025 với việc tiếp tục cắt giảm chi phí hoạt động và chi phí dự phòng trong khi thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng trưởng mạnh mẽ giúp LNTT tăng 10%.

Chúng tôi đã đúng về doanh thu nhưng lại đánh giá thấp khả năng kiểm soát chi phí hoạt động của LPB – tiếp tục ở mức thấp nhất trong ngành. Điều này cũng tiếp tục được hỗ trợ nhờ xu hướng cắt giảm nhân sự đang diễn ra trên toàn ngành, từ đó giúp nâng cao khả năng đàm phán của LPB và giúp Ngân hàng tiếp tục duy trì chi phí hoạt động ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực chi phí trong dài hạn sẽ gia tăng đáng kể do chi phí đầu tư công nghệ gia tăng cùng cạnh tranh tiền lương leo thang vì LPB bắt đầu đưa ra các gói lương thưởng cạnh tranh để thu hút nhân tài từ các ngân hàng khác. Mặc dù áp lực chi phí được dự báo tăng trong tương lai nhưng tốc độ dương như thấp hơn so với dự báo ban đầu của chúng tôi.

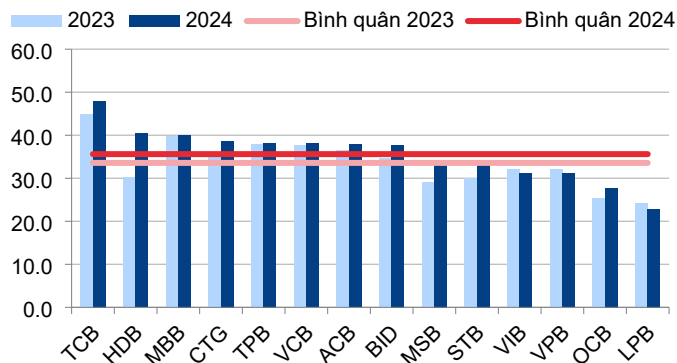
Đối với chi phí dự phòng, dự báo của chúng tôi có thể chỉ chênh lệch về thời điểm ghi nhận. Thay vì trích lập dự phòng để xóa nợ xấu như kế hoạch trước đó, LPB đã lựa chọn chấp nhận tỷ lệ nợ xấu nội bảng cao hơn để giảm chi phí dự phòng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, cách tiếp cận này sẽ khiến chi phí dự phòng của LPB có thể sẽ tăng lên trong thời gian tới.

Chúng tôi cho rằng các biện pháp tối ưu hóa chi phí sẽ có lợi trong ngắn hạn thay vì xây dựng giá trị dài hạn nhưng chúng tôi tin rằng chiến lược này vẫn sẽ là trọng tâm

chính của Ngân hàng trong cả năm 2025 - ngay cả khi Ngân hàng chấp nhận tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên.

Biểu đồ 3: Lương bình quân tháng (triệu đồng), các NHTM trong phạm vi khuyến nghị của HSC

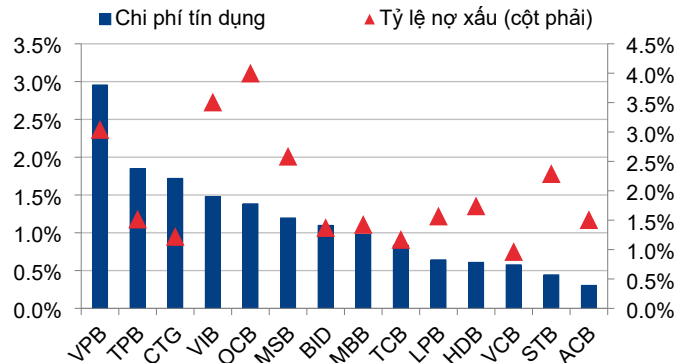
Mức lương hàng tháng của LPB có chênh lệch đáng kể so với các NHTM khác



Nguồn: Dữ liệu của Ngân hàng mẹ, HSC

Bảng 4: Chi phí tín dụng của danh mục cho vay, các NHTM trong phạm vi khuyến nghị của HSC

Chi phí tín dụng của LPB thấp hơn so với các NHTM khác trong năm 2024



Nguồn: Dữ liệu của Ngân hàng mẹ, HSC

Kế hoạch năm 2025 tham vọng

Trong năm 2025, BLĐ đặt kế hoạch tăng trưởng mạnh mẽ bao gồm:

- Tăng trưởng tín dụng: 15,8%
- LNTT tăng trưởng 22,2% đạt 14,9 nghìn tỷ đồng
- Chưa đặt kế hoạch tỷ lệ nợ xấu
- Cổ tức tiền mặt 2.500đ/cp (tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 78%)

Dự báo LNTT năm 2025 trước đó của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của Ngân hàng do chúng tôi kỳ vọng chi phí hoạt động và chi phí dự phòng sẽ tăng từ mức nền thấp hiện tại, tiến gần đến mức chi phí tại các NHTM khác.

Tuy nhiên, dựa trên kế hoạch của BLĐ, LPB có vẻ tập trung tìm kiếm các động lực tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn, bao gồm: (1) nâng tỷ lệ LDR để hỗ trợ tỷ lệ NIM vì kế hoạch tăng trưởng tín dụng cao hơn đáng kể so với kế hoạch tăng trưởng tổng tài sản; (2) chấp nhận tỷ lệ tăng tỷ lệ nợ xấu nội bảng để giảm chi phí dự phòng khi mà Ngân hàng không đặt kế hoạch nợ xấu cụ thể; và (3) kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động.

Trước những thách thức về triển vọng doanh thu, HSC kỳ vọng LPB sẽ tiếp tục áp dụng các biện pháp kiểm soát chi phí mạnh mẽ trong ngắn hạn nhưng chúng tôi cho rằng đây không phải chiến lược bền vững sau năm 2025 và dự báo chi phí sẽ tăng lên trong những năm tiếp theo. Chính sách chi trả cổ tức cao được đề xuất có thể làm giảm khoảng 161 điểm cơ bản hệ số CAR của LPB so với mức 13,3% tại cuối năm 2024.

Điều chỉnh giả định và dự báo

Để phản ánh KQKD mới nhất cùng những góc nhìn mới về chiến lược của ngân hàng, HSC điều chỉnh dự báo như sau:

- **Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng:** Phản ánh lập trường chính sách tiền tệ mở rộng của NHNN và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ của LPB trong Q1/2025.
- **Hạ dự báo tỷ lệ NIM năm 2025** do tỷ lệ NIM thu hẹp đáng kể trong Q1/2025 cùng với kỳ vọng NIM chỉ phục hồi khiêm tốn ở các quý sau.
- **Hạ dự báo tăng trưởng thu nhập phí:** Dự báo tăng trưởng thu nhập phí cốt lõi đạt 10%, trong đó phí các dịch vụ liên quan đến tín dụng đi ngang do điều chỉnh về hạch toán kế toán trong Q4/2024.

- **Nâng dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu:** KQKD Q1/2025 mạnh mẽ cho thấy Ngân hàng sẽ tiếp tục tập trung thu hồi nợ xấu để hỗ trợ doanh thu.
- **Nâng dự báo tỷ lệ nợ xấu nhưng hạ dự báo chi phí tín dụng và hệ số CIR:** Phù hợp với nhận định về việc kiểm soát chi phí và chấp nhận tỷ lệ nợ xấu gia tăng như phân tích ở trên.
- **Hạ giả định trích quỹ tiền thưởng & phúc lợi (từ lợi nhuận thuần):** HSC điều chỉnh tỷ lệ trích quỹ tiền thưởng & phúc lợi từ 9% xuống 5% lợi nhuận thuần sau khi tỷ lệ này giảm mạnh từ 9% trong năm 2023 xuống 1% trong năm 2024. Điều này có thể là do Ngân hàng ưu tiên giữ lại lợi nhuận để phân phối cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2024. Chúng tôi giả định tỷ lệ này sẽ tăng lên 5% trong năm 2025.
- **Chính sách cổ tức tiền mặt:** Chưa có kế hoạch chính thức. Chúng tôi cho rằng Ngân hàng sẽ tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt 1.000đ/cp, tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 25%-30%.

Nhìn chung, HSC đánh giá kế hoạch năm 2025 của LPB là đầy tham vọng và thách thức. Theo dự báo mới, chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng khoảng 8,7% chủ yếu nhờ kiểm soát chi phí tốt và thu nhập từ thu hồi nợ xấu tăng lên thay vì HĐKD cốt lõi cải thiện.

Bảng 5: Những giả định quan trọng, LPB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định tăng trưởng tín dụng, hạ giả định chi phí tín dụng & giảm giả định hệ số CIR

	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	17.0%	16.0%	16.0%	20.4%	18.0%	16.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	16.8%	22.1%	16.0%	18.7%	14.4%	19.6%	18.4%
Tỷ lệ NIM	3.6%	3.5%	3.7%	3.5%	3.0%	3.4%	3.7%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	2.5%	15.5%	11.9%	-9.9%	2.0%	-7.1%	-9.8%
Tỷ lệ nợ xấu	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%	2.0%	2.0%	1.9%
Chi phí tín dụng	0.9%	1.3%	1.3%	0.7%	0.6%	1.1%	1.3%
Nợ xấu mới hình thành	1.3%	1.4%	1.5%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%
Hệ số LLR	80.1%	83.0%	81.5%	83.3%	69.4%	69.4%	71.3%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.0%	2.1%	2.3%	1.9%	1.6%	1.5%	1.6%
Hệ số CIR	31.1%	34.0%	34.9%	29.2%	26.8%	26.3%	27.3%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận, LPB

Điều chỉnh quan trọng là tăng dự báo tổng thu nhập hoạt động sau khi nâng giả định tăng trưởng tín dụng và giảm giả định chi phí HĐ & hạ giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	14,606	16,251	20,535	15,394	15,746	20,096	24,912
Tăng trưởng	30.4%	11.3%	26.4%	37.4%	2.3%	27.6%	24.0%
Điều chỉnh				5.4%	-3.1%	-2.1%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,736	5,268	6,036	4,539	5,228	4,346	4,255
Tăng trưởng	7.1%	11.2%	14.6%	2.6%	15.2%	-16.9%	-2.1%
Điều chỉnh				-4.2%	-0.8%	-28.0%	
Tổng thu nhập HĐ	19,341	21,519	26,572	19,932	20,974	24,443	29,166
Tăng trưởng	23.8%	11.3%	23.5%	27.6%	5.2%	16.5%	19.3%
Điều chỉnh				3.1%	-2.5%	-8.0%	
Chi phí HĐ	-6,007	-7,322	-9,286	-5,810	-5,627	-6,418	-7,965
Tăng trưởng	4.3%	21.9%	26.8%	0.9%	-3.2%	14.1%	24.1%
Điều chỉnh				-3.3%	-23.2%	-30.9%	
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	13,335	14,197	17,285	14,122	15,347	18,025	21,201
Tăng trưởng	35.2%	6.5%	21.8%	43.1%	8.7%	17.4%	17.6%
Điều chỉnh				5.9%	8.1%	4.3%	
Chi phí dự phòng	-2,724	-4,593	-5,449	-1,954	-2,126	-4,312	-5,812
Tăng trưởng	-3.6%	68.6%	18.6%	-30.9%	8.8%	102.8%	34.8%
Điều chỉnh				-28.3%	-53.7%	-20.9%	
LNTT	10,611	9,604	11,836	12,168	13,221	13,713	15,390
Tăng trưởng	50.7%	-9.5%	23.2%	72.9%	8.7%	3.7%	12.2%
Điều chỉnh				14.7%	37.7%	15.9%	
Lợi nhuận thuần	8,485	7,683	9,469	9,721	10,571	10,970	12,312
Tăng trưởng	52.3%	-9.4%	23.2%	74.5%	8.7%	3.8%	12.2%
Điều chỉnh				14.6%	37.6%	15.9%	

Nguồn: HSC

Bảng 7: Dự báo thu nhập ngoài lãi, LPB

Điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ nhưng tăng giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu (thu nhập khác)

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Thực tế	Dự báo mới		
	2024F	2025F	2026F		2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,655	4,221	4,724	3,211	3,274	3,043	2,745
Tăng trưởng	2.5%	15.5%	11.9%	-9.9%	2.0%	-7.1%	-9.8%
Điều chỉnh				-12.2%	-22.4%	-35.6%	
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	369	431	485	273	320	423	490
Tăng trưởng	-15.1%	16.7%	12.4%	-37.2%	17.0%	32.2%	16.0%
Điều chỉnh				-26.0%	-25.9%	-12.8%	
Lãi thuần mua bán trái phiếu	32	122	140	42	43	73	86
Tăng trưởng	29.4%	277.5%	14.7%	66.5%	3.2%	70.0%	18.0%
Điều chỉnh				28.7%	-64.8%	-47.9%	
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	75	83	87	75	70	70	70
Tăng trưởng	52.0%	10.0%	5.0%	52.0%	-7.3%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh				0.0%	-15.7%	-19.7%	
Thu nhập khác	604	412	601	938	1,522	739	864
Tăng trưởng	73.9%	-31.8%	46.0%	170.1%	62.3%	-51.5%	17.0%
Điều chỉnh				55.3%	269.5%	22.8%	
Tổng thu nhập ngoài lãi	4,736	5,268	6,036	4,539	5,228	4,346	4,255
Tăng trưởng	7.1%	11.2%	14.6%	2.6%	15.2%	-16.9%	-2.1%
Điều chỉnh				-4.2%	-0.8%	-28.0%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra cho LPB nhưng tăng 23% giá mục tiêu lên 21.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và cập nhật giả định định giá mới. Chúng tôi điều chỉnh giả định phần bù rủi ro vốn CSH chung của HSC trước tình hình kinh tế vĩ mô bất ổn hiện nay nhưng được bù đắp với việc hạ giả định phần bù rủi ro đặc thù & giả định beta. LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức cao là 1,96 lần – cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 1,1 lần và cao hơn 1,35 độ lệch chuẩn so với bình quân 2 năm ở mức 1,3 lần và cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. Chúng tôi cho rằng định giá vẫn rất đắt và nền tảng cơ bản không đủ để hỗ trợ mức định giá này.

Duy trì khuyến nghị Bán ra do định giá cao

HSC duy trì khuyến nghị Bán ra cho LPB nhưng tăng 23% giá mục tiêu lên 21.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá. Chúng tôi cập nhật giả định chi phí vốn CSH mới dựa trên lập trường thận trọng hơn đối với tình hình kinh tế vĩ mô hiện nay. Cụ thể, chúng tôi tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH chung lên 8,75%, áp dụng cho tất cả các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của HSC. Trong khi đó, chúng tôi giảm 75 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro đặc thù cho LPB sau khi tỷ trọng của Ngân hàng đối với ngành BĐS & xây dựng giảm xuống. Dựa trên giả định beta được cập nhật theo Bloomberg, chúng tôi giảm 1,2 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH chung xuống 14,5%.

Chúng tôi tiếp tục cho rằng cổ phiếu LPB đang giao dịch cao hơn đáng kể so với giá trị. Nền tảng cơ bản không hỗ trợ mức định giá hiện tại do tăng trưởng LNTT có khả năng đã đạt đỉnh cùng các rủi ro liên quan đến tổng thu nhập hoạt động, rủi ro chi phí hoạt động gia tăng và chi phí dự phòng trở lại mức bình thường.

Bảng 8: Giả định chi phí vốn CSH, LPB

HSC giảm 1,2 điểm % giả định chi phí vốn CSH

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, tăng 1,25 điểm %
Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	9.5%	Tăng 75 điểm cơ bản phần bù rủi ro vốn CSH phụ trội, giảm 75 điểm cơ bản so với giả định trước đó của chúng tôi nhằm phản ánh tỷ trọng cho vay liên quan đến ngành BĐS và Xây dựng giảm dần theo thời gian
Beta	1.10	Giảm từ mức 1,3 lần do mức tương quan với chỉ số VN Index gần đây giảm (giả định mới dựa trên hệ số beta hàng tuần trong 2 năm theo Bloomberg)
Chi phí vốn CSH	14.5%	Giảm 1,2 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 9: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, LPB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	10,042	10,422	11,696	13,089	14,967	16,129	17,647	18,903	19,788
Chi phí vốn CSH	-6,262	-6,653	-7,727	-8,985	-10,445	-12,176	-14,507	-17,057	-19,788
Lợi nhuận thặng dư	3,780	3,769	3,969	4,104	4,522	3,953	3,140	1,846	0
Giá trị dài hạn									0
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		87.4%	76.3%	66.7%	58.3%	50.9%	44.5%	38.9%	34.0%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		3,293	3,030	2,737	2,635	2,013	1,397	718	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026	15,824								
Giá trị sổ sách cuối 2025 (điều chỉnh)	46,039								
Giá trị vốn CSH cuối 2025	61,863								
Giá trị vốn CSH giữa 2026	64,839								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,987								
Giá mục tiêu giữa 2026	21,700								

Nguồn: HSC

Bảng 10: Phân tích độ nhạy, LPB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phản bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	8.5%	23,600	23,100	22,600	22,200	21,700
	9.0%	23,100	22,600	22,100	21,700	21,200
	9.5%	22,500	22,100	21,700	21,200	20,800
	10.0%	22,000	21,600	21,200	20,700	20,300
	10.5%	21,600	21,100	20,700	20,300	19,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm gần 6% trong 3 tháng qua, LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,96 lần – cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,1 lần và cao hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. Điều này càng cho thấy định giá của LPB đang rất đắt.

Biểu đồ 11: P/B trượt dự phóng 1 năm, LPB

LPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,96 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, LPB

...cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,1 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	32,354	34,137	37,587	45,222	54,483
Chi phí lãi	(21,151)	(18,743)	(21,840)	(25,126)	(29,572)
Thu nhập lãi thuần	11,203	15,394	15,746	20,096	24,912
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,566	3,211	3,274	3,043	2,745
Lãi thuần HĐ KDNH	435	273	320	423	490
Lãi/lỗ từ mua bán CK	25.0	41.6	42.9	72.9	86.0
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	49.3	75.0	69.5	69.5	69.5
Thu nhập khác	347	938	1,522	739	864
Tổng thu nhập HĐ	15,625	19,932	20,974	24,443	29,166
Chi phí HĐ	(5,760)	(5,810)	(5,627)	(6,418)	(7,965)
LN trước dự phòng	9,865	14,122	15,347	18,025	21,201
Chi phí dự phòng	(2,826)	(1,954)	(2,126)	(4,312)	(5,812)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	7,039	12,168	13,221	13,713	15,390
Chi phí thuế TNDN	(1,467)	(2,447)	(2,651)	(2,743)	(3,078)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	5,572	9,721	10,571	10,970	12,312
EPS (đồng)	1,865	3,254	3,539	3,672	4,121
DPS (đồng)	0	0	2,500	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,987	2,987	2,987	2,987	2,987

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,383	1,162	3,099	3,705	4,388
Tiền gửi tại NHNN	14,578	14,370	15,497	18,527	21,939
Tiền gửi tại các TCTD khác	35,528	96,455	68,076	80,787	76,144
Chứng khoán kinh doanh	580	660	677	794	939
Các công cụ tài chính phái sinh	0	9.14	79.9	79.9	79.9
Số dư cho vay thuần	271,994	327,276	385,865	447,603	519,391
Tổng dư nợ cho vay	275,453	331,606	391,295	453,902	526,527
Dự phòng rủi ro	(3,458)	(4,330)	(5,430)	(6,299)	(7,136)
Chứng khoán đầu tư	46,844	58,080	67,009	78,607	92,962
CK đầu tư sẵn sàng để bán	46,844	58,080	67,009	78,607	92,962
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng rủi ro	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	349	549	516	516	516
Tài sản cố định	1,950	2,732	3,271	3,771	4,271
Tài sản khác	8,656	7,037	7,767	9,372	11,149
Tổng tài sản	382,863	508,330	551,857	643,762	731,779
Nợ phải trả	348,746	464,992	505,818	590,289	669,597
Tiền gửi của NHNN	89.6	1,271	6,487	30.5	30.5
Tiền gửi của các TCTD khác	50,112	115,349	101,737	113,476	105,305
Tổng tiền gửi KH	237,392	283,172	329,308	393,691	466,195
Trái phiếu và CCTG	47,910	55,459	58,113	69,475	82,270
Nợ khác	13,166	9,741	10,174	13,617	15,796
Vốn chủ sở hữu	34,117	43,338	46,039	53,473	62,182
Vốn điều lệ	25,576	25,576	29,873	29,873	29,873
Thặng dư vốn cổ phần	0.06	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4,845	12,122	8,412	13,732	20,247
Quỹ & vốn khác của CSH	3,696	5,640	7,754	9,868	12,062
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	382,863	508,330	551,857	643,762	731,779
BVPS (đồng)	11,421	14,508	15,412	17,900	20,816

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	16.8	32.8	8.56	16.7	13.7
Tăng trưởng cho vay KH (%)	16.8	20.4	18.0	16.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	9.96	19.3	16.3	19.6	18.4
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.7	18.7	14.4	19.6	18.4
Tăng trưởng VCSH (%)	41.8	27.0	6.23	16.1	16.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	(5.86)	37.4	2.29	27.6	24.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	8.54	0.88	(3.16)	14.1	24.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	11.3	43.1	8.68	17.4	17.6
Tăng trưởng LNTT (%)	23.7	72.9	8.65	3.72	12.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	23.5	74.5	8.74	3.78	12.2

Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.40	4.47	3.96	4.09	4.24
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.62)	(1.30)	(1.06)	(1.07)	(1.16)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.5	98.0	98.3	98.2	98.1
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.47	1.78	2.18	2.31	2.50
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	5.16	9.02	9.81	10.7	12.6

Chỉ số định giá					
P/E (lần)	17.1	9.82	9.03	8.70	7.75
P/B (lần)	2.80	2.20	2.07	1.78	1.53
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	7.82	3.13	3.13

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	35.7	48.8	50.4	44.9	42.2
ROAA (%)	1.57	2.18	1.99	1.84	1.79
ROAE (%)	19.2	25.1	23.7	22.0	21.3
Chi phí huy động BQ (%)	6.72	4.74	4.59	4.69	4.81
Lợi suất góp BQ (%)	9.34	7.82	7.21	7.70	8.07
Lợi suất thuần (%)	2.62	3.08	2.62	3.02	3.27
Tỷ lệ NIM (%)	3.24	3.53	3.02	3.42	3.69
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	22.8	16.1	15.6	12.4	9.41
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	71.7	77.2	75.1	82.2	85.4
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	5.48	6.66	9.32	5.33	5.18
Tỷ lệ CIR (%)	36.9	29.2	26.8	26.3	27.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	70.7	27.2	24.3

Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.2	13.3	12.1	10.8	10.9
VCSH/Tổng TS (%)	8.91	8.53	8.34	8.31	8.50
Đòn bẩy vốn (lần)	11.2	11.7	12.0	12.0	11.8

Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.34	1.57	2.00	2.00	1.90
Hệ số LLR (%)	93.8	83.3	69.4	69.4	71.3

Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	116	117	119	115	113
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.9	25.4	20.8	19.7	16.1
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	71.9	65.2	70.9	70.5	72.0

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,079	1,078	1,078	1,028	978
Số lượng nhân viên	10,627	11,189	9,623	10,585	11,644

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