

# Ngân hàng Thương mại cổ phần Tiên Phong (TPB: HOSE)



**TRUNG LẬP – Giá mục tiêu 1 năm: 24.300 đồng/cp**

**Giá cổ phiếu (ngày 08/06/2023): 25.600 đồng/cp**

**Trương Minh Phương Duy**

[duytmp@ssi.com.vn](mailto:duytmp@ssi.com.vn)

+84 – 28 3636 3688 ext. 3046

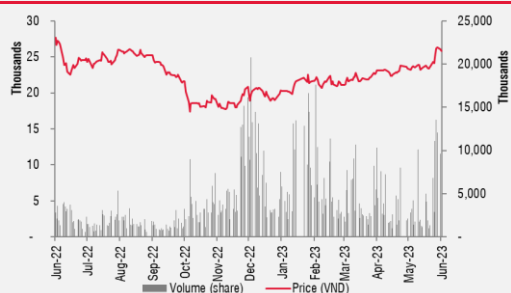
**Ngày 08/06/2023**

**NGÀNH NGÂN HÀNG**

## Các chỉ số chính

|  |           |
|--|-----------|
| Giá trị vốn hoá (triệu USD)                | 1768      |
| Giá trị vốn hoá (tỷ VND)                   | 41.521    |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu)               | 1.582     |
| Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND) | 31/18,3   |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp)               | 4.368.885 |
| KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)        | 4.45      |
| KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)          | 104.49    |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)                | 30        |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)                  | 2.25      |

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

Ngân hàng TMCP Tiên Phong được thành lập vào ngày 5/5/2008 dưới hình thức ngân hàng tư nhân, tập trung vào các phân khúc bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). Năm 2017, tỷ lệ cho vay KH cá nhân và SME trong tổng dư nợ cho vay khá cân đối, lần lượt là 40% và 50,6%. Tương tự, KH cá nhân và SME chiếm khoảng 51,3% và 28% tổng số tiền gửi khách hàng. TPBank đặt mục tiêu phát triển các nền tảng Ngân hàng số để mở rộng và cung cấp cho khách hàng các sản phẩm và dịch vụ tài chính hiệu quả nhất thông qua cơ sở hạ tầng công nghệ tiên tiến. Năm 2012, Doji trở thành cổ đông lớn nhất và bắt đầu các hoạt động tái cấu trúc. Kể từ năm 2012, lợi nhuận của TPBank chuyển từ lỗ sang lãi và lỗ lũy kế trong giai đoạn 2011 - 2014 chuyển thành thu nhập giữ lại tích cực trong năm 2015.

## Ưu tiên kiểm soát chất lượng tài sản

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2024 và điều chỉnh tăng giá mục tiêu 1 năm lên 24.300 đồng/cp (từ 22.800 đồng/cp). Với tỷ trọng cho vay cao đối với chủ đầu tư bất động sản (12%), cho vay mua nhà (18%) và đầu tư trái phiếu doanh nghiệp (10,7%), chúng tôi lo ngại về chất lượng tài sản sụt giảm của TPB sẽ kéo dài hơn dự kiến – gây cản trở cho việc phục hồi NIM. Vì vậy, chúng tôi cho rằng TPB sẽ cân nhắc việc trích lập thêm dự phòng trong thời gian tới. Với những khó khăn như vậy, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sẽ không cao như những năm trước và ROE thu hẹp là những diễn biến có thể xảy ra cho năm 2023 và 2024. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu **TPB**.

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng TPB sẽ đạt lợi nhuận trước thuế là 8,2 nghìn tỷ đồng (+4,8% svck). Chúng tôi cho rằng NIM giảm (-30 điểm cơ bản svck) và gánh nặng trích lập dự phòng (+22% svck) sẽ cản trở đà tăng trưởng lợi nhuận của TPB trong năm 2023. Với mức nền so sánh thấp trong năm 2023, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2024 sẽ đạt 9 nghìn tỷ đồng (+9,8% svck), nhờ tăng trưởng NII và NFI lần lượt là 11,9% và 24,4% svck.

**Quan điểm ngắn hạn:** Với mức LNTT cao trong Q2/2022 và Q3/2022, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi svck sẽ giảm tốc do NIM giảm và gánh nặng trích lập dự phòng.

## Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến và gánh nặng trích lập dự phòng lớn hơn.
- Lãi suất cho vay giảm nhiều hơn dự kiến gây áp lực lên NIM.
- Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi thấp hơn kỳ vọng.

## Bảng: Chỉ tiêu tài chính

|                         | Đơn vị  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng thu nhập hoạt động | Tỷ đồng | 10.369 | 13.517 | 15.617 | 16.514 | 18.702 |
| Lợi nhuận trước thuế    | Tỷ đồng | 4.389  | 6.038  | 7.828  | 8.202  | 9.008  |
| Tăng trưởng LNTT        | %       | 13,5%  | 37,6%  | 29,6%  | 4,8%   | 9,8%   |
| Tăng trưởng tín dụng    | %       | 30,4%  | 21,5%  | 13,7%  | 10,6%  | 11,4%  |
| Tăng trưởng huy động    | %       | 34,1%  | 22,1%  | 23,1%  | 12,1%  | 12,3%  |
| ROE                     | %       | 23,5%  | 22,6%  | 21,5%  | 19,6%  | 18,7%  |
| ROA                     | %       | 1,89%  | 1,94%  | 2,01%  | 1,88%  | 1,83%  |
| NIM                     | %       | 4,53%  | 4,36%  | 4,03%  | 3,73%  | 3,73%  |
| CIR                     | %       | 40,5%  | 33,8%  | 38,1%  | 36,7%  | 37,0%  |
| NPL                     | %       | 1,17%  | 0,81%  | 0,84%  | 1,50%  | 1,50%  |
| LLCR                    | %       | 134,8% | 153,2% | 135,1% | 88,4%  | 100,0% |
| BVPS                    | Đồng    | 16.231 | 16.430 | 20.382 | 22.035 | 26.590 |
| EPS                     | Đồng    | 3.503  | 3.696  | 3.958  | 4.147  | 4.555  |
| P/B                     |         | 1,7    | 2,5    | 1,1    | 1,1    | 0,9    |
| P/E                     |         | 7,7    | 11,1   | 5,7    | 5,8    | 5,3    |

Nguồn: TPB, SSI Research

**KQKD Q1/2023**

Trong Q1/2023, mặc dù tăng trưởng tín dụng khá tốt (5,8% svck), tăng trưởng thu nhập phí thuần (NFI) cao (36,1% svck) và chi phí dự phòng giảm (-58,3% svck) nhưng tăng trưởng LNTT của TPB chỉ đạt 8,7% svck – đạt gần 1,77 nghìn tỷ đồng. Mức tăng trưởng hạn chế này là do NIM thu hẹp (-20 điểm cơ bản so với quý trước), lãi suất huy động trung bình tăng mạnh (+125 điểm cơ bản so với quý trước). Đáng chú ý, chất lượng tài sản suy yếu nhanh với nợ quá hạn tăng vọt lên 112% so với đầu năm. Riêng nợ Nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt là 124,6% và 84% so với đầu năm. Theo đó, tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,44% trong Q1/2023 (so với mức 0,84% trong Q4/2022).

**Bảng: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán**

|  | 31/03/2023 | 31/12/2022 | % YTD | 31/03/2022 | %YoY  |
|--|------------|------------|-------|------------|-------|
| Tổng tài sản   | 343.522    | 328.634    | 4,5%  | 302.623    | 13,5% |
| Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) | 193.341    | 182.799    | 5,8%  | 177.821    | 8,7%  |
| Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)         | 220.084    | 215.390    | 2,2%  | 189.759    | 16,0% |
| NPL  | 1,44%      | 0,84%      |       | 1,14%      |       |
| LLCR   | 83,9%      | 135,1%     |       | 116,1%     |       |
| LDR (TT26)   | 59,4%      | 58,8%      |       | 60,0%      |       |
| LDR thuần  | 87,8%      | 84,9%      |       | 93,7%      |       |
| Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn             | 15,9%      | 20,5%      |       | 31,4%      |       |

Nguồn: TPB, SSI Research

**Bảng: Các chỉ tiêu chính trong Báo cáo kết quả kinh doanh**

|                               | 1Q23  | 1Q22  | % YoY |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
| Thu nhập lãi thuần            | 2.737 | 2.831 | -3,3% |
| Thu nhập thuần ngoài lãi      | 922   | 785   | 17,5% |
| Tổng thu nhập hoạt động (TOI) | 3.659 | 3.616 | 1,2%  |
| Chi phí hoạt động             | 1.579 | 1.238 | 27,6% |
| CIR                           | 43,2% | 34,2% |       |
| Chi phí tín dụng              | 0,8%  | 2,1%  |       |
| LNTT                          | 1.765 | 1.623 | 8,7%  |
| NIM                           | 3,63% | 4,17% |       |
| ROE                           | 17,2% | 19,5% |       |
| ROA                           | 1,68% | 1,75% |       |

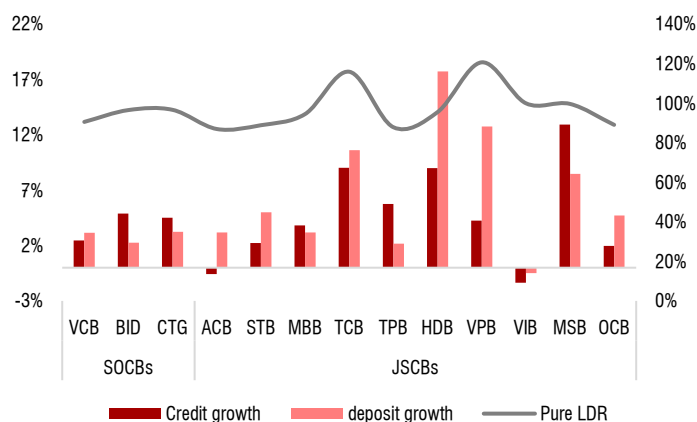
Nguồn: TPB, SSI Research

**Tăng trưởng tín dụng khá cao so với mặt bằng chung.** Mặc dù nhu cầu tín dụng chậm lại, TPB vẫn đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn kỳ vọng là 5,8% trong Q1/2023 đạt 193,3 nghìn tỷ đồng. Theo đó, tỷ lệ LDR thuần tăng lên 87,8% trong Q1/2023 (so với mức 85% trong Q4/2022), với tổng mức huy động là 220 nghìn tỷ đồng (+2,2% so với đầu năm). Trong Q1/2023, cho vay doanh nghiệp là động lực tăng trưởng tín dụng (+11,3% so với đầu năm lên 75 nghìn tỷ đồng). Tín dụng được phân bổ vào các ngành như nông nghiệp & thủy sản (+25% so với đầu năm); vận tải kho bãi (+21% so với đầu năm); sản xuất và chế tạo (+16% so với đầu năm); và đầu tư BĐS (+14,5% so với đầu năm). Tuy nhiên, nếu xét về giá trị tuyệt đối, các khoản cho vay đối với ngành xây dựng và bất động sản đã tăng 3 nghìn tỷ đồng trong Q1/2023 (tương đương 40% mức tăng cho vay doanh nghiệp).

Mặt khác, cho vay bán lẻ tăng trưởng chậm lại (+4,4% so với đầu năm đạt 98 nghìn tỷ đồng), do lãi suất cho vay mua nhà vẫn neo ở mức cao làm cho nhu cầu vay vốn giảm. Bên cạnh đó, số dư trái phiếu doanh nghiệp giảm nhẹ 5,3% so với đầu năm xuống còn 20,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 10,6 % tổng tín dụng trong Q1/2023. Trái phiếu của các ngành bất động sản, xây dựng và năng lượng tái tạo chiếm lần lượt 46%, 19% và 13,4% tổng số dư trái phiếu doanh nghiệp tại thời điểm cuối Q1/2023. Trong khi thị trường bất động sản chứng lại là do các vấn đề liên quan đến pháp lý, thanh khoản kém đi kèm với việc lãi suất cho vay mua nhà tăng, thì vấn đề của ngành năng lượng

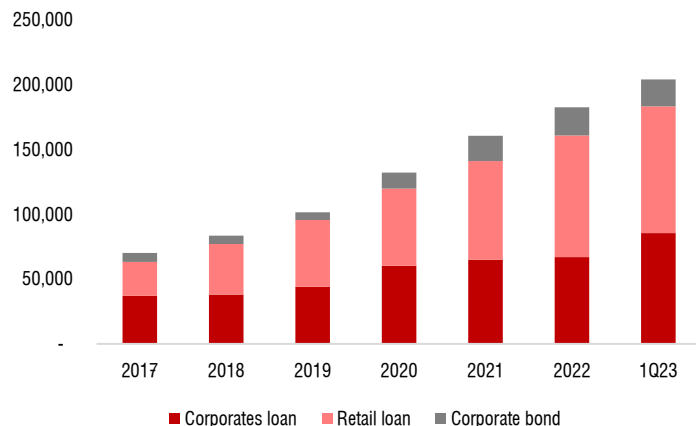
tái tạo chủ yếu là do giá bán gây ra. Do đó, chúng tôi cho rằng dòng tiền hoạt động của các ngành này sẽ gặp một số thách thức nhất định trong thời gian tới.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng và huy động của các Ngân hàng so với đầu năm**



Nguồn: Ngân hàng, SSI research

**Biểu đồ 2: Cơ cấu tín dụng của TPB**



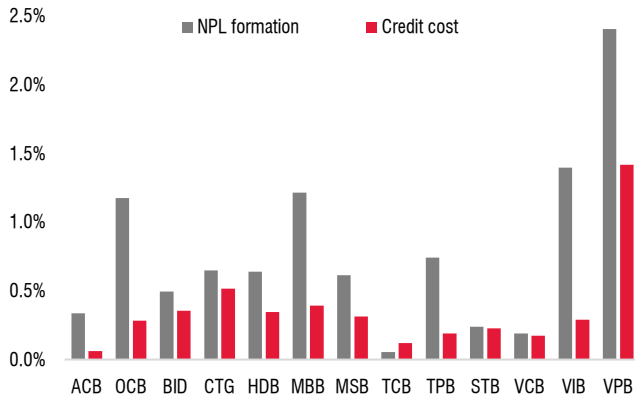
Nguồn: TPB, SSI research

**Chất lượng tài sản suy giảm nhanh hơn dự kiến.** Tổng nợ quá hạn tăng lên 9,4 nghìn tỷ đồng (+112% so với đầu năm), trong đó nợ Nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt lên hơn 6,9 nghìn tỷ đồng (+124,6% so với đầu năm) và 2,5 nghìn tỷ đồng (+84% so với đầu năm). Phân khúc bán lẻ là yếu tố chính khiến nợ quá hạn tăng mạnh với các khoản cho vay mua nhà và mua ô tô. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng việc chủ đầu tư bất động sản từ chối thanh toán lãi vay cho người mua nhà, cũng như việc TPB đang cho vay mua nhà với lãi suất cao (15% - 16%) đã làm ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng trả nợ của người mua nhà. Bên cạnh đó, nợ quá hạn cũng phát sinh từ trái phiếu doanh nghiệp với 500 tỷ đồng trong Q1/2023 do ảnh hưởng từ CIC. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng TPB chưa trích lập dự phòng rủi ro tương ứng với mức tăng của nợ quá hạn trong Q1/2023. Cụ thể, chi phí tín dụng chỉ ở mức 0,75% (so với 2,07% trong Q1/2022). Với việc nợ Nhóm 2 tăng mạnh trong Q1/2023, chúng tôi lo ngại về việc tỷ lệ hình thành nợ xấu sẽ vẫn ở mức cao trong Q2/2023, cũng như gánh nặng trích lập dự phòng cũng sẽ tăng tương ứng.

Chúng tôi không loại trừ khả năng ngân hàng sẽ thực hiện cơ cấu nợ theo TT 02 trong thời gian tới, việc này sẽ hỗ trợ TPB một phần trong việc giảm tỷ lệ hình thành nợ Nhóm 2, trì hoãn sự tỷ lệ nợ xấu và giảm gánh nặng trích lập dự phòng cho năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ngân hàng hiện sẽ cần trọng hơn trong việc phân loại nhóm khách hàng đủ điều kiện để tái cơ cấu trong thời gian tới nếu không thì việc trích lập dự phòng là lựa chọn tối ưu nhất đối với ngân hàng.

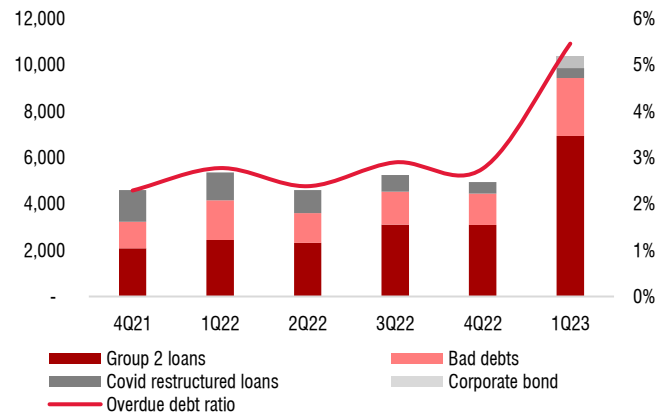
Thực hiện chỉ đạo của Chính phủ, tình trạng pháp lý của một số dự án bất động sản đã có một số tiến triển nhất định, như The Grand Manhattan (Tập đoàn Nova). Với tư cách là ngân hàng tài trợ vốn cho dự án này, chúng tôi cho rằng nợ quá hạn liên quan đến dự án The Grand Manhattan có thể sẽ giảm dần nếu dự án được tái khởi công và bàn giao đúng thời hạn cho người mua nhà.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng theo quý



Nguồn: Ngân hàng, SSI research

Biểu đồ 4: Nợ quá hạn



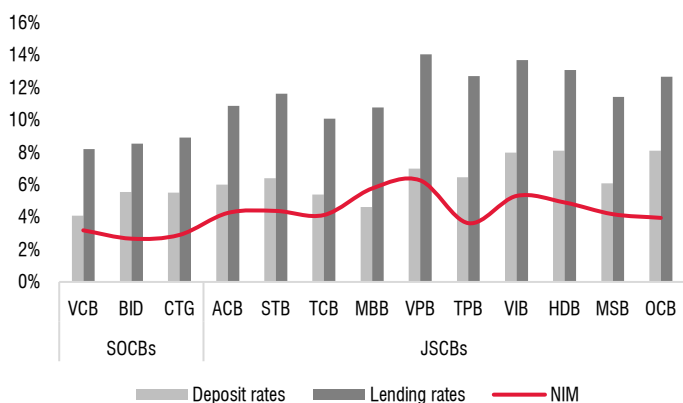
Nguồn: TPB, SSI research

**NIM tiếp tục suy yếu.** Trong Q1/2023, NIM đã giảm 20 điểm cơ bản xuống 3,63%, thậm chí còn thấp hơn mức trước covid. Có một số yếu tố ảnh hưởng không tốt đến NIM như sau:

- **Lãi suất huy động cao trong Q4/2022 đã tác động tiêu cực đến chi phí vốn.** Theo đó, lãi suất huy động trung bình của TPB đã tăng 125 điểm cơ bản so với quý trước trong Q1/2023. Chúng tôi cho rằng tác động này đã được phản ánh hầu hết trong Q1/2023 và tác động này sẽ giảm dần trong Q2/2023. Cụ thể, chúng tôi ước tính rằng hơn 50% tiền gửi của khách hàng trong Q1/2023 sẽ được áp dụng mức lãi suất thấp hơn trong Q2/2023. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng áp lực từ lãi suất huy động cao sẽ tiếp tục diễn ra trong Q2/2023 (nhưng không mạnh như Q1/2023) và sẽ giảm dần từ nửa cuối năm 2023.
- **Giảm lãi suất cho vay gây áp lực lên NIM.** Lãi suất cho vay đối với các khoản vay kinh doanh dao động quanh mức 12,5%, tùy thuộc vào mức độ tín nhiệm của khách hàng (so với khoảng 14,5% trong Q4/2022). Ngân hàng đang đưa ra các gói lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà từ 9% đến 12% trong năm đầu tiên, tuy nhiên lãi suất sau ưu đãi vẫn đang ở mức cao mặc dù đã giảm 150 điểm cơ bản so với đầu năm. Sau các đợt hạ lãi suất điều hành gần đây, chúng tôi cho rằng cả lãi suất cho vay và huy động sẽ điều chỉnh theo và làm cho lãi suất cho vay trở nên hấp dẫn hơn đối với người đi vay trong thời gian tới. Do đó, NIM có thể sẽ bị ảnh hưởng thêm một quý nữa trước khi trở về mức bình thường trong nửa cuối năm 2023.
- **Chất lượng tài sản giảm sút và CASA sụt giảm tăng thêm gánh nặng cho NIM.** Chúng tôi cho rằng một lượng lớn thu nhập lãi đã được thoái khi nợ quá hạn tăng vọt trong Q1/2023. Hơn nữa, tỷ lệ CASA đã giảm xuống 14,2% trong Q1/2023 (từ 18% trong Q4/2022) do lãi suất tăng, cũng là một lý do khác khiến NIM thu hẹp trong Q1/2023.

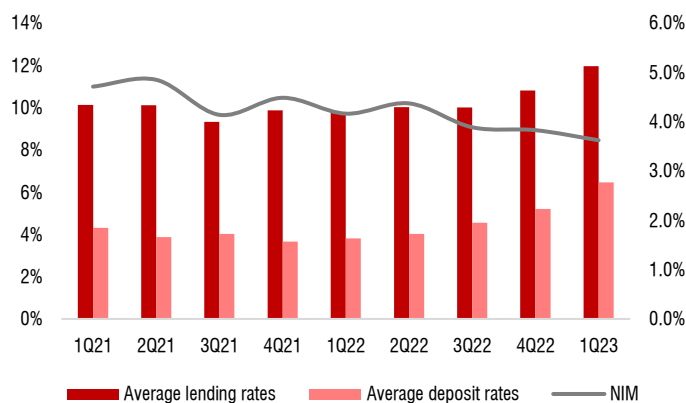
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng NIM sẽ chạm đáy trong nửa đầu năm 2023 trước khi quay về mức bình thường trong nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, do lãi suất cho vay có xu hướng giảm và thị trường bất động sản về cơ bản vẫn chưa có nhiều cải thiện, chúng tôi cho rằng mức phục hồi của NIM sẽ không mạnh trong nửa cuối năm 2023.

Biểu đồ 5: Lãi suất cho vay và huy động giữa các Ngân hàng



Nguồn: Ngân hàng, SSI research

Biểu đồ 6: Tỷ lệ NIM



Nguồn: TPB, SSI research

**Tăng trưởng thu nhập phí tiếp tục được duy trì.** Thu nhập từ hoạt động thanh toán tăng gần 40% svck, đủ để bù đắp cho sự sụt giảm thu nhập từ hoạt động bancassurance (-49% svck) trong Q1/2023. Mức tăng trưởng vượt bậc này được hỗ trợ nhờ ngân hàng tận dụng tệp khách hàng lớn trong suốt Q4/2022 với gần 8,5 triệu khách hàng (+23% so với quý trước và cao hơn mức 4,5 triệu khách hàng của VIB). Ngoài ra, thu nhập khác cũng tăng 70,3% svck đạt 298 tỷ đồng, giúp NFI tăng lên 696 tỷ đồng (+36% svck) trong Q1/2023. Tuy nhiên, với việc đẩy mạnh giám sát của các cơ quan quản lý đối với các hoạt động bancassurance, chúng tôi cho rằng thu nhập từ bancassurance sẽ có phần hạn chế trong thời gian tới.

**Chi phí hoạt động tăng làm lợi nhuận tăng trưởng chậm.** Chi phí hoạt động tăng 27,6% svck lên 1,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ tiền lương thưởng cho năm 2022 được ghi nhận trong Q1/2023. Vì tổng thu nhập hoạt động chỉ tăng 1,2% svck nên tỷ lệ CIR tăng lên 43,2% (so với 34,2% trong Q1/2022).

### Ước tính lợi nhuận và luận điểm đầu tư

Trong năm 2023, TPB dự kiến sẽ đạt lợi nhuận trước thuế là 8,2 nghìn tỷ đồng (+4,8% svck). Chúng tôi cho rằng NIM giảm (-30 điểm cơ bản svck) và gánh nặng trích lập dự phòng (+22% svck) sẽ là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận cốt lõi năm 2023 giảm tốc. Sang năm 2024, với mức nền LNTT thấp, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của TPB sẽ đạt 9 nghìn tỷ đồng (+9,8% svck), nhờ tăng trưởng NII và NFI khá tốt lần lượt là 11,9% và 24,4% svck trong đó phí dịch vụ thanh toán và thu nhập từ bancassurance được kỳ vọng sẽ phục hồi.

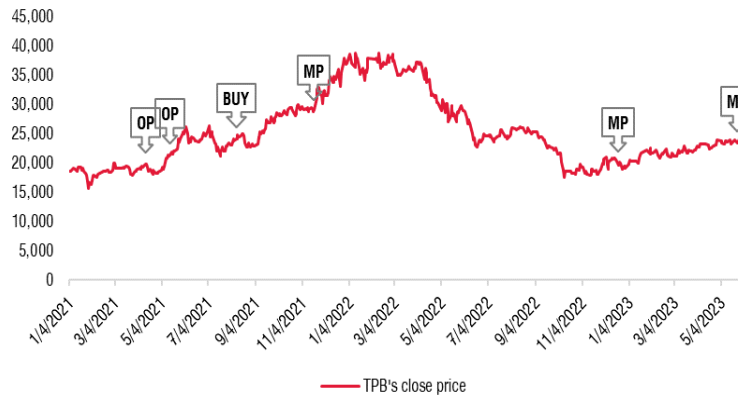
Các giả định chi tiết như sau:

|                               | 2023F | 2024F | Diễn giải  |
|-------------------------------|-------|-------|--|
| Tổng mức tăng trưởng tín dụng | 10,6% | 11,4% | Với tốc độ tăng trưởng tín dụng hiện tại trong Q1/2023, chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ có thể đạt mức tăng trưởng cho vay 14% so với đầu năm. Tuy nhiên, với sự giảm sút về khả năng thanh toán của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu, chúng tôi cho rằng TPB sẽ thận trọng hơn trong việc mở rộng danh mục trái phiếu doanh nghiệp của mình trong thời gian tới. Do đó, tổng mức tăng trưởng tín dụng cho năm 2023 và 2024 dự kiến lần lượt là 10,6% và 11,4%.  |
| Tăng trưởng tổng huy động     | 12,1% | 12,3% |  |
| LDR thuần                     | 83,7% | 83%   |  |
| Tỷ lệ nợ xấu                  | 1,5%  | 1,5%  | Chúng tôi cho rằng TPB có thể tri hoãn tỷ lệ hình thành nợ xấu trong thời gian còn lại của năm 2023 bằng cách áp dụng TT 02.   |
| Chi phí dự phòng bao nợ xấu   | 88%   | 100%  | Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ dao động ở mức 1,5% trong năm 2023 và 2024, với mức xử lý rủi ro lần lượt là 1,65 nghìn tỷ đồng và 2,1 nghìn tỷ đồng.   |
| Chi phí tín dụng              | 1,31% | 1,42% |  |
| Tăng trưởng thu nhập lãi ròng | 2,1%  | 11,9% |  |
| NIM                           | 3,73% | 3,73% | NIM dự kiến sẽ giảm 30 điểm cơ bản xuống 3,73% trong năm 2023 và duy trì ở mức này cho năm 2024. Chúng tôi cho rằng tốc độ phục hồi NIM của TPB sẽ chậm do tỷ trọng tín dụng cao đối với cả thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp. Với sự giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý, chúng tôi cho rằng thu nhập từ bancassurance sẽ giảm 10% svck trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tập trung vào nhóm khách hàng trẻ, đã quen với các giao dịch không dùng tiền mặt hơn là chiến lược tốt của TPB. Số lượng khách hàng giao dịch qua các kênh kỹ thuật số đã vượt mức 3,5 triệu khách (cao hơn gấp đôi so với Q1/2022). Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nhập từ dịch vụ thanh toán và thế sẽ đạt 37% svck trong năm 2023. |
| Tăng trưởng thu nhập phí ròng | 20,3% | 24,4% |  |
| CIR                           | 36,7% | 37,0% |  |
| tăng trưởng LNTT              | 4,8%  | 9,8%  |  |

Nguồn: SSI Research

Dựa trên các yếu tố trên và những diễn biến gần đây, chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2024 và nâng giá mục tiêu 1 năm lên **24.300 đồng/cp** (từ 22.800 đồng), tương đương với P/B mục tiêu là 1,0x. Trong năm 2023 và 2024, chúng tôi cho rằng TPB vẫn sẽ tiếp tục ghi nhận NIM thu hẹp và chất lượng tài sản suy giảm cũng như chi phí tín dụng cao, điều này sẽ gây áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận và ROE bị thu hẹp. Mặc dù áp lực hình thành nợ xấu có thể giảm bớt trong các quý tới nhờ tái cơ cấu nợ theo TT 02 và Nghị định 08 nhưng nghĩa vụ nợ vẫn còn và chuyển sang năm 2024 và 2025. Do tỷ trọng cho vay cao đối với chủ đầu tư bất động sản (12%), cho vay mua nhà (18%) và trái phiếu doanh nghiệp (10,7%), chúng tôi vẫn lo ngại chất lượng tài sản tiếp tục sụt giảm có thể kéo dài hơn dự kiến và gây cản trở việc phục hồi NIM. Vì vậy, chúng tôi cho rằng TPB sẽ cân nhắc việc trích lập thêm dự phòng. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu **TPB**.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan



## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Triệu đồng  | 2020               | 2021               | 2022               | 2023F              | 2024F              |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>   |                    |                    |                    |                    |                    |
| + Tiền mặt, vàng bạc, đá quý  | 2.214.265          | 2.553.309          | 2.426.932          | 2.659.585          | 3.108.004          |
| + Tiền gửi tại NHNN   | 9.108.762          | 18.039.848         | 11.988.501         | 12.151.462         | 13.609.637         |
| + Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác                           | 12.698.296         | 48.752.914         | 53.364.944         | 57.473.996         | 68.039.068         |
| + Chứng khoán kinh doanh  | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác           | 77.344             | -                  | 203.247            | 203.247            | 193.085            |
| + Các khoản vay và phải thu khách hàng                                    | 118.084.610        | 139.462.565        | 159.160.375        | 181.099.648        | 205.185.155        |
| + Cho vay khách hàng  | 1.043.036          | 960.393            | 180.610            | 198.671            | 218.538            |
| + Chứng khoán đầu tư  | 48.095.142         | 62.404.684         | 74.376.644         | 81.676.797         | 90.787.416         |
| + Đầu tư dài hạn  | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Tài sản cố định   | 708.842            | 788.613            | 1.205.386          | 1.567.002          | 1.880.402          |
| + Bất động sản đầu tư   | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Tài sản khác  | 14.284.297         | 19.864.752         | 25.727.368         | 32.064.949         | 36.598.186         |
| <b>Tổng tài sản</b>   | <b>206.314.594</b> | <b>292.827.078</b> | <b>328.634.007</b> | <b>369.095.356</b> | <b>419.619.491</b> |
| + Các khoản nợ NHNN   | 697.937            | 564.074            | 433.439            | 455.111            | 477.866            |
| + Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác                               | 40.879.958         | 87.015.960         | 73.496.158         | 84.520.582         | 97.198.669         |
| + Tiền gửi của khách hàng   | 115.903.526        | 139.562.262        | 194.959.921        | 216.990.392        | 243.029.239        |
| + Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác          | -                  | 77.705             | -                  | -                  | -                  |
| + Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro       | 688.576            | 401.664            | 164.923            | 67.717             | 47.402             |
| + Phát hành giấy tờ có giá  | 27.438.818         | 35.405.147         | 20.429.954         | 24.515.945         | 28.193.337         |
| + Các khoản nợ khác   | 3.961.381          | 3.813.196          | 6.910.631          | 7.691.453          | 8.614.428          |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>   | <b>189.570.196</b> | <b>266.840.008</b> | <b>296.395.026</b> | <b>334.241.200</b> | <b>377.560.941</b> |
| + Vốn   | 9.859.189          | 18.378.520         | 18.378.520         | 18.378.521         | 18.378.521         |
| + Dự phòng  | 862.350            | 1.388.879          | 2.113.255          | 3.311.964          | 4.392.623          |
| + Chênh lệch tỷ giá   | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Chênh lệch định giá lại tài sản   | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| + Lợi nhuận chưa phân phối  | 6.022.859          | 6.219.670          | 11.747.206         | 13.163.672         | 19.287.407         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>  | <b>16.744.398</b>  | <b>25.987.070</b>  | <b>32.238.981</b>  | <b>34.854.156</b>  | <b>42.058.550</b>  |
| Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số  | -                  | -                  | -                  | -                  | -                  |
| <b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b> | <b>206.314.594</b> | <b>292.827.078</b> | <b>328.634.007</b> | <b>369.095.356</b> | <b>419.619.491</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>  |                    |                    |                    |                    |                    |
| Huy động  | 34,1%              | 22,1%              | 23,1%              | 12,1%              | 12,3%              |
| Tín dụng  | 30,4%              | 21,5%              | 13,7%              | 10,6%              | 11,4%              |
| Tổng tài sản  | 25,5%              | 41,9%              | 12,2%              | 12,3%              | 13,7%              |
| Vốn chủ sở hữu  | 28,1%              | 55,2%              | 24,1%              | 8,1%               | 20,7%              |
| Thu nhập lãi thuần  | 35,2%              | 30,5%              | 14,5%              | 2,1%               | 11,9%              |
| Thu nhập từ hoạt động kinh doanh  | 22,4%              | 30,4%              | 15,5%              | 5,7%               | 13,2%              |
| Chi phí hoạt động   | 27,1%              | 8,9%               | 30,1%              | 1,9%               | 14,2%              |
| Lợi nhuận trước thuế  | 13,5%              | 37,6%              | 29,6%              | 4,8%               | 9,8%               |
| Lợi nhuận sau thuế  | 13,5%              | 37,6%              | 29,6%              | 4,8%               | 9,8%               |
| <b>Định giá</b>   |                    |                    |                    |                    |                    |
| P/E   | 7,7                | 11,1               | 5,7                | 5,78               | 5,26               |
| P/B   | 1,65               | 2,5                | 1,1                | 1,09               | 0,9                |
| BVPS (VND)  | 16.231             | 16.430             | 20.382             | 22.035             | 26.590             |

| Triệu đồng   | 2020              | 2021              | 2022              | 2023F             | 2024F             |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>                                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự                          | 14.828.235        | 17.426.817        | 21.811.015        | 26.634.872        | 27.878.824        |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự                                  | -7.209.178        | -7.480.768        | -10.424.418       | -15.014.161       | -14.870.459       |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>  | <b>7.619.057</b>  | <b>9.946.049</b>  | <b>11.386.597</b> | <b>11.620.712</b> | <b>13.008.365</b> |
| Thu nhập từ hoạt động dịch vụ  | 1.539.850         | 2.259.689         | 3.596.301         | 4.325.581         | 5.397.605         |
| Chi phí hoạt động dịch vụ  | -602.817          | -717.223          | -904.321          | -1.088.234        | -1.369.861        |
| <b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>                                | <b>937.033</b>    | <b>1.542.466</b>  | <b>2.691.980</b>  | <b>3.237.347</b>  | <b>4.027.744</b>  |
| <b>Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối</b>                             | <b>408.138</b>    | <b>373.374</b>    | <b>410.216</b>    | <b>512.770</b>    | <b>564.047</b>    |
| <b>Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh</b>                | <b>710.680</b>    | <b>1.409.742</b>  | <b>426.255</b>    | <b>341.004</b>    | <b>358.054</b>    |
| <b>Thu nhập/chi phí từ hoạt động khác</b>                            | <b>694.281</b>    | <b>245.777</b>    | <b>702.141</b>    | <b>801.890</b>    | <b>743.305</b>    |
| <b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>                         | <b>10.369.189</b> | <b>13.517.408</b> | <b>15.617.189</b> | <b>16.513.722</b> | <b>18.701.515</b> |
| TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG   | -4.197.293        | -4.570.696        | -5.945.257        | -6.060.536        | -6.919.561        |
| <b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b> | <b>6.171.896</b>  | <b>8.946.712</b>  | <b>9.671.932</b>  | <b>10.453.186</b> | <b>11.781.955</b> |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng                                     | -1.783.373        | -2.908.490        | -1.843.644        | -2.251.530        | -2.774.398        |
| <b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>  | <b>4.388.523</b>  | <b>6.038.222</b>  | <b>7.828.288</b>  | <b>8.201.656</b>  | <b>9.007.557</b>  |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp   | -878.334          | -1.209.043        | -1.567.544        | -1.641.835        | -1.803.163        |
| <b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>  | <b>3.510.189</b>  | <b>4.829.179</b>  | <b>6.260.744</b>  | <b>6.559.821</b>  | <b>7.204.394</b>  |
| Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số                                  | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>  | <b>3.510.189</b>  | <b>4.829.179</b>  | <b>6.260.744</b>  | <b>6.559.821</b>  | <b>7.204.394</b>  |
| <b>EPS (đồng)</b>  | <b>2.482</b>      | <b>3.234</b>      | <b>3.958</b>      | <b>4.147</b>      | <b>4.555</b>      |
| Cổ tức tiền mặt (đồng)   | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| <b>Nhu cầu vốn</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Hệ số an toàn vốn- CAR   | 12,95%            | 13,4%             | 12,6%             | 11,5%             | 11,5%             |
| Vốn CSH/Tổng tài sản   | 8,1%              | 8,9%              | 9,8%              | 9,4%              | 10,0%             |
| Vốn CSH/Cho vay khách hàng   | 14,0%             | 18,4%             | 20,0%             | 19,0%             | 20,2%             |
| <b>Chất lượng tài sản</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tỷ lệ nợ xấu   | 1,17%             | 0,81%             | 0,84%             | 1,50%             | 1,50%             |
| Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu  | 134,8%            | 153,2%            | 135,1%            | 88,4%             | 100,0%            |
| <b>Hệ số về quản lý</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR   | 40,5%             | 33,8%             | 38,1%             | 36,7%             | 37,0%             |
| Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD                   | 1.441             | 1.690             | 1.837             | 1.905             | 2.115             |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên                                 | 610               | 755               | 921               | 946               | 1.019             |
| Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên                              | 119.186           | 150.193           | 156.172           | 165.137           | 187.015           |
| Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD                             | 50.443            | 67.091            | 78.283            | 82.017            | 90.076            |
| <b>Lợi nhuận</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM                                     | 4,53%             | 4,36%             | 4,03%             | 3,73%             | 3,73%             |
| Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD                                 | 26,5%             | 26,4%             | 27,1%             | 29,6%             | 30,4%             |
| ROA - trung bình   | 1,89%             | 1,94%             | 2,01%             | 1,88%             | 1,83%             |
| ROE - trung bình   | 23,5%             | 22,6%             | 21,5%             | 19,6%             | 18,7%             |
| <b>Thanh khoản</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR                           | 92,3%             | 91,9%             | 84,9%             | 83,7%             | 83,0%             |

Nguồn: TPB, SSI Research



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Ví mô

#### Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc  
hungpl@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô  
trinhtt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích cổ phiếu KHCN

**Ngô Thị Kim Thanh**  
Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhntk@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Phân tích Ngành Ngân hàng

**Trương Minh Phương Duy**  
Chuyên viên phân tích  
duytmp@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3046

### Dữ liệu

**Nguyễn Thị Kim Tân**  
Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

### Chiến lược thị trường

**Nguyễn Lý Thu Nga**  
Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
nganlt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
baongq1@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư  
chauttb@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043