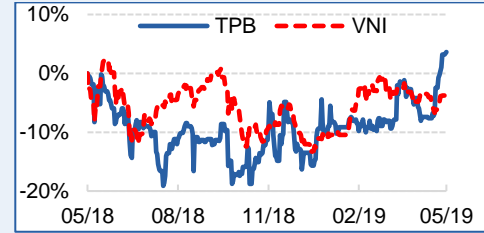


Ngành:	Ngân hàng		2018A	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	31/05/2019	LN trước dự phòng	66,7%	28,6%	9,9%	23,1%
Giá hiện tại:	23.900VND	LNST	87,3%	31,4%	22,4%	23,0%
Giá mục tiêu*:	26.200VND	NIM	3,68%	3,91%	3,94%	4,00%
Giá mục tiêu trước đây	25.100VND	Nợ xấu	1,12%	1,22%	1,21%	1,20%
TL tăng:	9,6%	CIR	50,6%	50,0%	50,0%	47,5%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Cổ tức/CP	0	0	0	0
Tổng mức sinh lời:	9,6%	P/B*	1,9x	1,6x	1,2x	1,0x



GT vốn hóa:	878tr USD		TPB	Peers	VNI
Room KN:	0	P/E (trượt)	10,4x	9,4x	16,6x
GTGD/ngày (30n):	788.000USD	P/B (hiện tại)	1,8x	1,5x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	20,8%	18,9%	14,8%
SL cổ phiếu lưu hành*:	827tr USD	ROA	1,4%	1,6%	2,4%
Pha loãng*:	827tr USD	(*) Pro forma, điều chỉnh cho mua cổ phiếu quỹ 2,8%			

Tổng quan về công ty

Được thành lập năm 2008, TPB là ngân hàng nhỏ nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi về tổng tài sản và mạng lưới tính đến ngày 31/12/2018. TPB tập trung phát triển mảng ngân hàng số. Ngân hàng đã niêm yết trên sàn HOSE ngày 19/04/2018.

Đinh Phương Anh
Chuyên viên

Ngô Hoàng Long
Phó Giám đốc

Quy mô và thanh khoản thấp ảnh hưởng đến câu chuyện tăng trưởng riêng biệt

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu của Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB) thêm 4,4% chủ yếu do điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận 6,6%/3,6%/3,1%/4,5%/4,0% của chúng tôi trong giai đoạn 2019-2023. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cổ phiếu còn PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG do giá cổ phiếu đã tăng 14,5% trong 3 tháng qua.
- Dự báo lợi nhuận của chúng tôi năm 2019 gia tăng chủ yếu do điều chỉnh tăng 13,5% lợi nhuận từ chứng khoán đầu tư và liên quan đến mức CIR (chi phí/thu nhập) thấp hơn 100 điểm cơ bản trong giai đoạn 2020-2023
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng EPS 29,7% và 24,1% cho các năm 2019 và 2020. ROAA và ROAE dự báo đạt 1,7% và 20,6% cho năm 2019, 1,8% và 20,3% cho năm 2020.
- Tất cả các số liệu ước tính đều giả định hoàn thành việc mua lại 2.8% cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ bắt đầu từ ngày 10/06/2019 và giả định tất cả cổ phiếu quỹ được bán vào cuối năm 2020.

Một người chơi mạnh trong mảng ngân hàng bán lẻ với NIM tăng ổn định. Trong quý 1/2019, NIM tại TPB tăng mạnh nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi (79 điểm cơ bản) nhờ lợi suất cho vay tăng 148 điểm cơ bản. Chúng tôi không có thông tin về cơ cấu tăng trưởng tín dụng của quý gần nhất, nhưng ước tính mức đóng góp đáng kể từ khối bán lẻ sẽ tương tự như trong năm 2018. Chúng tôi dự báo cho vay bán lẻ 2018-2021 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 21%, với tỷ lệ trên tổng dư nợ cho vay tăng từ 50,5% lên 58%, qua đó tăng lợi suất cho vay chung. Tuy nhiên, cơ cấu huy động của TPB rất khác so với các ngân hàng khác trong danh mục ngân hàng chúng tôi theo dõi. Ngân hàng hoạt động theo một mô mạng lưới khiêm tốn nhưng sức thu hút tiền gửi từ khách hàng lại rất tốt. Tuy nhiên, TPB lại phụ thuộc nhiều (khoảng 27%) vào cấp vốn liên ngân hàng. Huy động dài hạn tối thiểu theo quy định của Thông tư 19/2017 giảm xuống còn 40% trong năm 2019 nghĩa là TPB chịu áp lực tăng tỷ lệ huy động dài hạn trong các quý tới. Vì vậy, chúng tôi dự báo NIM 2019/2020 sẽ tăng, sau đó từ năm 2021 trở đi sẽ đi ngang.

Bancassurance và phí thẻ tín dụng tiếp tục tăng trong năm 2019. TPB vượt trội về khai thác cơ sở khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay (chiếm hơn 90% cho vay gộp) trong việc bán chéo các sản phẩm phí có tỷ lệ sinh lời cao. Chúng tôi xin lưu ý rằng thu nhập phí ròng trong quý 1/2019 tăng 190% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó bancassurance và phí giao dịch chiếm tỷ lệ lớn. Cho vay bán lẻ tập trung vào cho vay mua BĐS còn cho vay doanh nghiệp nhỏ và vừa lại tập trung vào cho vay mua ô-tô; cả 2 đều tạo cơ sở vững chắc để bancassurance phi nhân thọ tăng trưởng đến năm 2021. Ngoài ra, thẻ tín dụng cũng diễn biến khả quan hơn nhờ bán chéo cho khách hàng vay vốn tại TPB. Số thẻ phát hành trung bình tăng 61% trong các năm 2017 và 2018 mà chúng tôi dự kiến tăng nhanh chóng hơn so với cho vay bán lẻ. Vì vậy, chúng tôi dự báo thẻ tín dụng và bancassurance là trụ cột thúc đẩy thu nhập phí ròng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 52,8% trong 3 năm tới.

Mua lại 24 triệu cổ phiếu là giải pháp ngắn hạn đối với tình trạng thanh khoản thấp kìm hãm TPB. Thanh khoản thấp thể hiện 3 lần sau đợt IPO khi giá cổ phiếu giảm sàn và phiên hôm sau phục hồi mạnh. Hai đợt thông báo thoái vốn của Mobifone trong thời gian này rất có thể là nguyên nhân khiến giá cổ phiếu thay đổi đột ngột như vậy. Tuy nhiên, tình trạng này không gây lo ngại cho nhà đầu tư tiềm năng. Chúng tôi cho rằng TPB sẽ nắm giữ cổ phiếu quỹ đến khi luật về room khối ngoại được điều chỉnh. Từ nay đến thời điểm đó, ban lãnh đạo sẽ phân bổ nhiều thời gian hơn để xây dựng cơ sở cổ đông cá nhân rộng hơn.

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2018A	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi	9.374	10.798	12.066	13.516
Chi phí lãi vay	(4.996)	(5.731)	(6.429)	(7.129)
Thu nhập lãi thuần	4.378	5.066	5.636	6.386
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	757	1.247	1.822	2.512
Thu nhập ngoài lãi khác	492	839	404	317
Tổng thu nhập ngoài lãi	1.249	2.086	2.225	2.828
Tổng thu nhập từ HĐKD	5.627	7.152	7.862	9.215
Chi phí ngoài lãi	(2.847)	(3.576)	(3.931)	(4.377)
Chi phí quản lý khác	-	-	-	-
Tổng chi phí hoạt động	(2.847)	(3.576)	(3.931)	(4.377)
LN từ HĐKD trước dự phòng	2.780	3.576	3.931	4.838
Chi phí dự phòng	(522)	(611)	(301)	(372)
Thu nhập/chi phí khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2.258	2.965	3.630	4.465
Thuế	(453)	(593)	(726)	(893)
LN ròng	1.805	2.372	2.904	3.572
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	-	-	-	-
LN ròng chia cổ đông	1.805	2.372	2.904	3.572
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	851	827	857	857
EPS (VND)*	2.183	2.831	3.513	4.170
DPS (VND)	-	-	-	-

TỶ LỆ (%)	2018A	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng tín dụng	21,7	16,0	15,5	15,0
Tăng trưởng huy động	8,3	10,0	12,0	14,0
Tăng trưởng thu nhập từ HĐKD	55,9	27,1	9,9	17,2
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	66,7	28,6	9,9	23,1
Tăng trưởng LNST	87,3	31,4	22,4	23,0

Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / cho vay KH	2,1	2,1	2,1	2,1
TL nợ xấu (NPL)	1,1	1,2	1,2	1,2
TL dự phòng dự trữ LLR	103,3	92,8	93,7	96,0
Chi phí dự phòng / cho vay KH	0,7	0,7	0,3	0,3

Thanh khoản				
CAR theo BASELI	10,4	13,1	14,3	14,9
TL cho vay trên huy động theo quy định	65,6	68,9	73,7	77,4

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	2018A	2019F	2020F	2021F
Tiền và tiền đương tiền	1.332	1.452	1.607	1.806
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	4.693	5.383	6.044	6.730
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	16.341	18.792	21.611	23.772
Đầu tư ngắn hạn	25.364	23.306	22.231	21.212
Cho vay và cho thuê tài chính khách hàng	76.295	88.525	102.236	117.554
Chứng khoán đầu tư - HTM	801	285	48	48
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-
Tài sản và trang thiết bị	300	345	380	418
Tài sản khác	11.054	13.087	12.201	13.192
Tổng tài sản	136.179	151.175	166.358	184.731
	-	-	-	-
Nợ NHNN	4.752	5.181	5.734	6.444
Huy động và vay liên ngân hàng	33.491	33.682	33.957	34.315
Vốn cho vay và ủy thác khác	247	247	247	247
Tiền gửi khách hàng	76.138	83.752	93.802	106.934
Công cụ tài chính khác	109	-	-	-
Giấy tờ có giá	8.715	13.375	13.375	13.375
Nợ khác	2.085	2.502	3.002	3.602
Vốn CSH của cổ đông	10.642	12.437	16.241	19.813
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn CSH	136.179	151.175	166.358	184.731

TỶ LỆ (%)	2018A	2019F	2020F	2021F
Khả năng sinh lời				
NIM	3,68	3,91	3,94	4,00
Lợi suất tài sản sinh lãi	7,87	8,32	8,43	8,48
Chi phí huy động	4,18	4,42	4,54	4,62
CIR	50,6	50,0	50,0	47,5

Cơ cấu ROE				
NIM trước dự phòng	3,36	3,53	3,55	3,64
Dự phòng	(0,40)	(0,43)	(0,19)	(0,21)
NIM sau dự phòng	2,96	3,10	3,36	3,43
TN ngoài lãi	0,96	1,45	1,40	1,61
Chi phí hoạt động	(2,19)	(2,49)	(2,48)	(2,49)
Thuế	(0,35)	(0,41)	(0,46)	(0,51)
ROAA	1,39	1,65	1,83	2,03
TL đòn bẩy vốn CSH (x)	15,0	12,5	11,1	9,7
ROAE	20,8	20,6	20,3	19,8

Nguồn: TPB, VCSC; (*) Điều chỉnh theo đợt mua lại tỷ lệ 2,8%

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Phương Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên Tổng mức sinh lời dự phóng (TSR), được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại + lợi suất cổ tức và không liên quan đến diễn biến giá thị trường.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng bằng hoặc cao hơn dương 20%
KHẢ QUAN	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng dương 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng âm 10-20%
BÁN	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng bằng hoặc thấp hơn âm 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN, BỎ THEO ĐÓI	Khuyến nghị có thể bị tạm hoãn, hoặc bỏ theo dõi, hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu hoặc do tái cơ cấu nguồn lực của bộ phận nghiên cứu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: thường được dựa trên đánh giá của chuyên viên phân tích dựa trên giá trị hợp lý của giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng. Tuy nhiên, giá mục tiêu có thể khác biệt với giá trị hợp lý của giá cổ phiếu nếu các chuyên viên phân tích tin rằng thị trường sẽ không định giá cổ phiếu phù hợp với giá trị hợp lý trong khoảng thời gian cụ thể

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcscc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.