

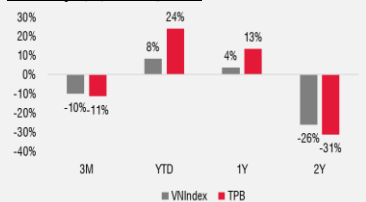
## Ngân hàng Thương mại cổ phần Tiên Phong (TPB: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 19/12/2023  
**Ngành:** NGÂN HÀNG  
**CVPT:** Trương Minh Phương Duy  
**Email:** [duytmp@ssi.com.vn](mailto:duytmp@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-28 3636 3688 ext. 3046

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** 18.000 Đồng  
**Giá CP ngày 19/12/2023:** 17.000 Đồng  
**% Tăng giá:** +5,9%

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 1.530  
**Giá trị vốn hoá (tỷ VND):** 37.208  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 2.202  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 6.898.920  
**Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ):** 20,1/13,3  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 118,6  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 29,88  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 1,94

### Biến động giá cổ phiếu



*Nguồn: SSI Research*

### 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.

## Cải thiện chất lượng tài sản là nhiệm vụ tiên quyết

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng dần phục hồi và NIM cải thiện trong năm 2024 sẽ giúp triển vọng tăng trưởng của TPB tươi sáng hơn, khi mà nền kinh tế bắt đầu ổn định trở lại và tiền gửi khách hàng có lãi suất cao đáo hạn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về rủi ro tín dụng phát sinh từ trái phiếu doanh nghiệp, doanh nghiệp bất động sản và xây dựng (chiếm 22,4% tổng tín dụng) sẽ tiếp tục gây áp lực lên chi phí tín dụng trong năm 2024 (1,65% so với 1,86% trong năm 2023). Vì thế, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu TPB, cùng với mức giá mục tiêu 1 năm là **18.000 đồng/cổ phiếu**.

Trong Q3/2023, lợi nhuận trước thuế của TPB đạt gần 1,6 nghìn tỷ đồng (giảm 26,3% svck), lũy kế 9T2023, LNTT đạt 5 nghìn tỷ đồng (giảm 16,3% svck), hoàn thành 57% kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ. NIM cải thiện và lợi nhuận từ giao dịch trái phiếu không đủ bù đắp được mức sụt giảm từ thu nhập phí dịch vụ (NFI) và chi phí dự phòng tín dụng trong Q3/2023, tăng gấp ba lần so với cùng kỳ lên tới 1,3 nghìn tỷ đồng. Nhìn chung, tăng trưởng tín dụng đạt 7,2% so với đầu năm, cải thiện nhẹ so với mức 6,8% trong Q2/2023, trong khi tiền gửi tiếp tục giảm 4,4% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,97% trong Q3/2023 (so với 2,2% trong Q2/2023), làm cho tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống mức 47%.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,8% ước tính lợi nhuận trước thuế năm 2023 xuống còn 6,6 nghìn tỷ đồng (giảm 15,5% svck) do chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí tín dụng lên 1,86%, so với ước tính trước đây là 1,47%. Với việc nợ xấu vẫn tiếp tục tăng, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu năm 2023 sẽ đạt 3% thay vì 2,4% như dự báo trước đây. Chúng tôi tin rằng cho vay khách hàng (+20% so với đầu năm) sẽ tăng đáng kể trong năm 2023 để bù đắp cho mức sụt giảm mạnh của trái phiếu doanh nghiệp (giảm 29% so với đầu năm) và và kim hãm tỷ lệ nợ xấu. Mặt khác, chúng tôi cho rằng NIM đã chạm đáy trong Q2/2023 và sẽ phục hồi lên mức 3,77% trong năm 2023 (so với 3,68% theo dự báo trước đó) do tiền gửi khách hàng với lãi suất cao đã phần nào phản ánh vào chi phí huy động của Q3/2023.

Cho năm 2024, chúng tôi duy trì ước tính lợi nhuận trước thuế là 7,6 nghìn tỷ đồng (tăng 15,2% svck), do tăng trưởng tín dụng dần phục hồi, đạt 14,3% so với đầu năm. Với xu hướng lãi suất giảm dần, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tiếp tục phục hồi 10 điểm cơ bản lên mức 3,87% trong năm 2024 (so với mức 3,6% theo ước tính trước đó). Chất lượng tài sản vẫn là mối quan tâm chính của chúng tôi, mặc dù TPB sẽ tích cực xử lý nợ xấu, ước tính 1,8 nghìn tỷ đồng, để giảm tỷ lệ nợ xấu xuống mức 2,4% trong năm 2024 (so với mức 2,2% theo dự báo trước đây của chúng tôi). Chi phí tín dụng sẽ dao động quanh mức cao là 1,65%, giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu phục hồi lên 82,1% trong năm 2024.

**Quan điểm ngắn hạn:** Mặc dù NIM dự kiến phục hồi trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng LNTT Q4/2023 sẽ đạt 1,65 nghìn tỷ đồng (giảm 13,1% svck) do gánh nặng dự phòng.

### Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến; Và
- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến.

### Yếu tố hỗ trợ đối với khuyến nghị:

- Tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến;
- NIM phục hồi; Và
- Tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp hơn dự kiến.

**Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính chính**

Tỷ đồng	Đơn vị	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	10.369	13.517	15.617	16.719	18.822
LNTT	Tỷ đồng	4.389	6.038	7.828	6.612	7.620
Tăng trưởng LNTT	%	13,5%	37,6%	29,6%	-15,5%	15,2%
Tăng trưởng tín dụng	%	30,4%	21,5%	13,7%	14,2%	14,3%
Tăng trưởng huy động	%	34,1%	22,1%	23,1%	4,0%	13,8%
ROE	%	23,5%	22,6%	21,5%	16,1%	16,6%
ROA	%	1,89%	1,94%	2,01%	1,50%	1,51%
NIM	%	4,53%	4,36%	4,03%	3,77%	3,87%
CIR	%	40,5%	33,8%	38,1%	40,8%	41,1%
NPL	%	1,17%	0,81%	0,84%	3,00%	2,40%
LLCR	%	134,8%	153,2%	135,1%	48,3%	82,2%
BVPS	VND	16.231	16.430	20.382	15.254	18.022
EPS	VND	3.503	3.696	3.958	2.402	2.768
P/B		1,7	2,5	1,1	1,1	0,9
P/E		7,7	11,1	5,7	7,1	6,1

Nguồn: TPB, SSI Research

**Bảng 2: Các chỉ tiêu chính của Bảng cân đối kế toán**

	Đơn vị	30/9/2023	31/12/2022	% YTD	30/6/2023	% QoQ
Tổng tài sản	Tỷ đồng	344.403	328.634	4,8%	343.407	0,3%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	Tỷ đồng	195.960	182.799	7,2%	195.176	0,4%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	Tỷ đồng	205.922	215.390	-4,4%	214.393	-4,0%
Tỷ lệ nợ xấu	%	3,0%	0,8%		2,2%	
LLCR	%	47,0%	135,1%		60,9%	
LDR thuần	%	95,2%	84,9%		91,0%	
LDR (TT 26)	%	60,9%	58,78%		62,39%	
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	%	23,1%	20,46%		18,86%	
CASA	%	17,3%	18,05%		16,4%	

Nguồn: TPB, SSI Research

**Bảng 3: Các chỉ tiêu chính của Báo cáo kết quả kinh doanh**

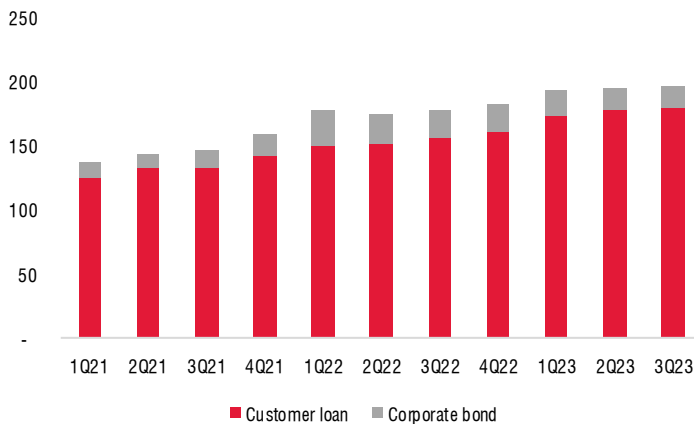
	Đơn vị	3Q23	3Q22	% YoY	9T23	9T22	% YoY
Thu nhập lãi thuần	Tỷ đồng	2.963	2.741	8,1%	8.429	8.607	-2,1%
Thu nhập thuần ngoài lãi	Tỷ đồng	1.251	1.024	22,2%	3.362	3.347	0,4%
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	4.214	3.765	11,9%	11.790	11.954	-1,4%
Chi phí hoạt động	Tỷ đồng	1.346	1.299	3,6%	4.855	4.299	12,9%
CIR	%	31,9%	34,5%		41,2%	36,0%	
Chi phí tín dụng	%	2,9%	0,9%		1,5%	1,5%	
LNTT	Tỷ đồng	1.576	2.138	-26,3%	4.959	5.926	-16,3%
NIM	%	3,87%	3,89%		3,74%	4,15%	
ROE	%	15,9%	23,0%		16,4%	22,4%	
ROA	%	1,5%	2,2%		1,6%	2,1%	

Nguồn: TPB, SSI Research

**Tăng trưởng tín dụng được duy trì, trong lúc nguồn vốn được tái phân bổ.** Tăng trưởng cho vay khách hàng đạt 11,8% so với đầu năm tại thời điểm cuối Q3/2023, chủ yếu đến từ ngành tài chính (+140% so với đầu năm, tương đương 2,6 nghìn tỷ đồng), ngành xây dựng (+39% so với đầu năm, tương đương 4 nghìn tỷ đồng), doanh nghiệp bất động sản (+34% so với đầu năm, tương đương 3,5 nghìn tỷ đồng) và doanh nghiệp sản xuất (+24% so với đầu năm, tương đương 2,8 nghìn tỷ đồng). Tuy nhiên, số dư trái phiếu doanh nghiệp giảm 27% so với đầu năm (hay giảm 11,4% so với quý trước) xuống mức 16 nghìn tỷ đồng, bao gồm doanh nghiệp bất động sản (chiếm 48%, tương đương 7,6 nghìn tỷ đồng), doanh nghiệp xây dựng (chiếm 10,7%, tương đương 1,7 nghìn tỷ đồng) và doanh nghiệp sản xuất điện (chiếm 16,3%, tương đương 2,6 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi ước tính khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong 9 tháng đầu năm 2023 và gần 3,9 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đã được các tổ chức phát hành mua lại. Như vậy, tổng tăng trưởng tín dụng chỉ tăng 7,2% so với đầu năm hay tăng 0,4% so với quý trước tại cuối Q3/2023. Trong tháng 11/2023, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt khoảng 11% so với đầu năm (hay tăng 3,6% so với cuối Q3/2023).

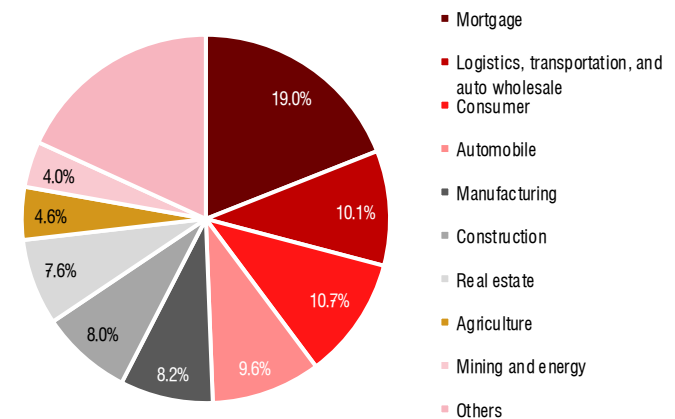
Mặt khác, khoản tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá giảm lần lượt 2,7% (xuống 193,7 nghìn tỷ đồng) và 20% (xuống 12,2 nghìn tỷ đồng) vào cuối Q3/2023 trong khi nguồn vốn liên ngân hàng tăng 10,5% so với quý trước đạt 97,4 nghìn tỷ đồng. Cụ thể, tiền gửi doanh nghiệp giảm trong hai quý liên tiếp xuống mức 95,8 nghìn tỷ đồng sau khi đạt đỉnh cuối Q2/2023 ở mức 106,6 nghìn tỷ đồng, trong khi tiền gửi khối bán lẻ tăng 7,5% so với đầu năm đạt 98 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng một số doanh nghiệp đã rút tiền để trang trải hoạt động kinh doanh thay vì sử dụng đòn bẩy do điều kiện thị trường không thuận lợi, điều này đã tác động kém tích cực đến tiền gửi của doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2023. TPB ưu tiên nguồn vốn huy động trên thị trường liên ngân hàng trong Q3/2023 để giảm chi phí vốn, nhưng làm cho tỷ lệ LDR thuần và nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung-dài hạn tăng mạnh lần lượt lên 95,2% (so với 91% trong Q2/2023) và 23,1% (so với 18,9% trong Q2/2023) tại thời điểm cuối Q3/2023.

Biểu đồ 1: Cơ cấu tín dụng (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: TPB, SSI Research

Biểu đồ 2: Cơ cấu cho vay

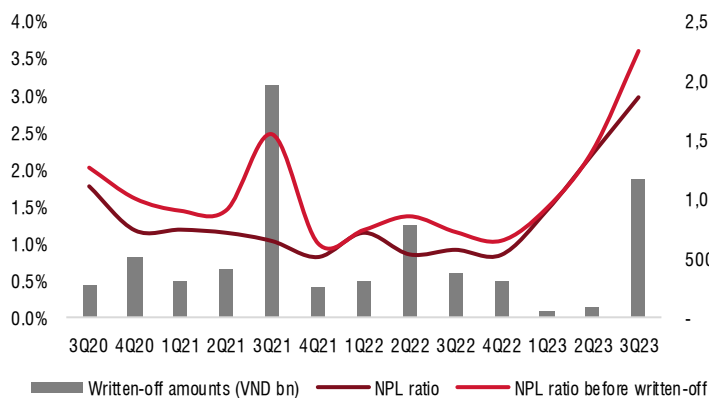


Nguồn: TPB, SSI Research

**Chất lượng tài sản suy giảm nhanh.** So với Q2/2023, nợ nhóm 2 và nợ xấu lần lượt là 6,9 nghìn tỷ đồng (tăng 9%) và 5,4 nghìn tỷ đồng (tăng 36,7%). Nợ xấu tăng vọt đã đẩy tỷ lệ nợ xấu lên gần 3% vào cuối Q3/2023. Chúng tôi ước tính khoảng 1,7 nghìn tỷ đồng nợ Nhóm 2 được phân loại là nợ xấu trong Q3/2023. Trong khi nợ xấu thuộc khách hàng bán lẻ (chủ yếu là từ khoản vay tiêu dùng, ô tô và mua nhà) gần như không đổi so với Q2/2023 ở mức 2,7 nghìn tỷ đồng, thì tỷ lệ nợ xấu khỏi khách hàng doanh nghiệp tăng mạnh 127% so với quý trước lên mức 2,6 nghìn tỷ đồng, trong đó ngành bất động sản và xây dựng chiếm 50%. Chất lượng tài sản suy giảm cũng được phản ánh qua danh mục trái phiếu doanh nghiệp với dư nợ quá hạn tăng 360% so với quý trước lên 2,3 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023, chủ yếu đến từ ngành năng lượng và bất động sản. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng nợ quá hạn có thể được cải thiện phần nào khi lãi suất cho vay giảm, ước tính khoảng 80% danh mục cho vay khách hàng sẽ được định lại mức lãi suất thấp hơn trong Q4/2023. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, các khoản cho vay mua nhà dự án và chủ đầu tư có dự án chậm tiến độ hoặc gặp vấn đề pháp lý, có thể sẽ khó phục hồi trong thời gian ngắn.

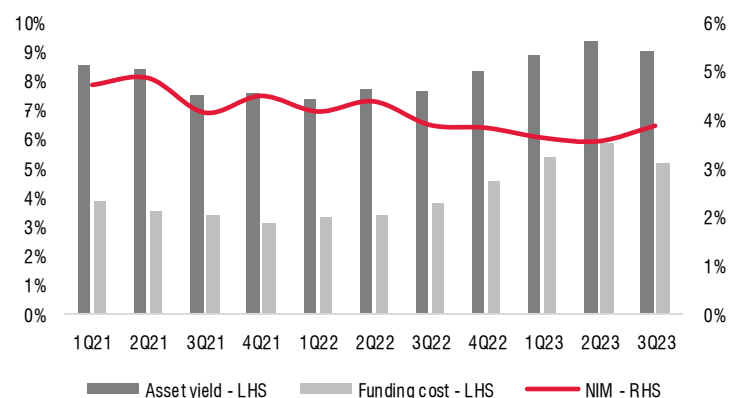
Trong Q3/2023, TPB đã tích cực xử lý 1,2 nghìn tỷ đồng nợ xấu, nâng chi phí dự phòng tín dụng lên 1,3 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm mạnh xuống 47% trong Q3/2023 (so với mức 60,9% trong Q2/2023). Với tỷ lệ hình thành nợ xấu ngày càng tăng (5,9% trong Q3/2023 vs. 3,5% trong Q2/2023) và kinh tế suy yếu, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng sẽ vẫn ở mức cao trong ít nhất một quý nữa.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: TPB, SSI Research

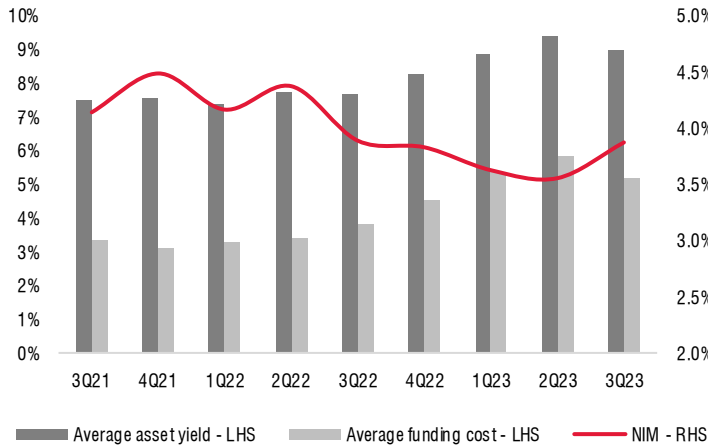
Biểu đồ 4: Hệ số NIM



Nguồn: TPB, SSI Research

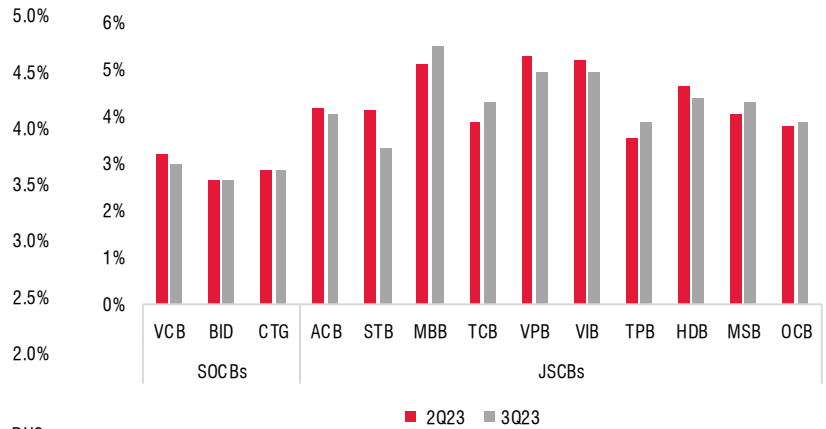
**NIM chạm đáy trong Q2/2023.** Chi phí vốn trung bình giảm 70 điểm cơ bản so với quý trước xuống mức 5,2%, trong khi tỷ suất sinh lời trên tài sản giảm với tốc độ chậm hơn -36 điểm cơ bản so với quý trước xuống mức 9%. Điều này giúp NIM cải thiện lên mức 3,87% trong Q3/2023 (tăng 32 điểm cơ bản so với quý trước). Sự phục hồi này chủ yếu đến từ việc tối ưu hóa tài sản với LDR thuần và nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung-dài hạn cải thiện trong Q3/2023. Trong Q4/2023, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ phục hồi khi lãi suất tiền gửi giảm mạnh và ngân hàng chuyển sang huy động vốn liên ngân hàng để tận dụng chi phí vốn thấp. Do đó, chúng tôi dự báo NIM cho năm 2023 sẽ ở mức 3,77% (giảm 26 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

Biểu đồ 5: Xu hướng NIM



Nguồn: TPB, SSI Research

Biểu đồ 6: NIM của các ngân hàng



Nguồn: TPB, SSI Research

**Thu nhập ngoài lãi ổn định.** Mặc dù doanh thu từ phí từ dịch vụ thẻ và dịch vụ thanh toán tăng trưởng mạnh 53% svck, phí tài trợ thương mại và bancassurance lại suy giảm lần lượt 7% và 60% svck. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh trái phiếu trở thành điểm sáng trong Q3/2023 khi lợi suất trái phiếu giảm, thu về hơn 550 tỷ đồng (so với mức 7 tỷ đồng trong Q3/2022). Theo đó, thu nhập ngoài lãi đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 22% svck). Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ giao dịch ngoại hối và trái phiếu trong Q4/2023 sẽ thấp hơn Q3/2023 do tỷ giá ngoại tệ giảm và lợi suất trái phiếu tăng trở lại.

### Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận trước thuế xuống 6,6 nghìn tỷ đồng (giảm 15,5% svck) trong năm 2023 do chi phí tín dụng cao (1,86%, +64 điểm cơ bản svck) và NIM giảm (3,77%, -26 điểm cơ bản svck). Chúng tôi tin rằng cho vay khách hàng sẽ tăng mạnh trong năm 2023, trong khi danh mục trái phiếu doanh nghiệp giảm đáng kể. Trong năm 2024, chúng tôi duy trì ước tính lợi nhuận trước thuế ở mức 7,6 nghìn tỷ đồng (tăng 15,2% svck) phần lớn nhờ NIM và tăng trưởng tín dụng dần phục hồi.

	2022	Ước tính cũ năm 2023	Ước tính mới năm 2023	Ước tính năm 2024	Diễn giải
Tăng trưởng tín dụng (%)	13,7%	8,8%	14,2%	14,3%	Với chất lượng tài sản suy giảm từ danh mục trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng TPB sẽ thận trọng hơn khi mở rộng danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới. Với việc một số tổ chức phát hành đã mua lại trái phiếu phát hành từ TPB, điều này sẽ gây áp lực lên tăng trưởng tín dụng của ngân hàng trong năm 2023. Vì thế, chúng tôi dự báo TPB sẽ đạt được mức tăng trưởng cho vay khách hàng là 20% so với đầu năm để bù đắp cho sự sụt giảm mạnh của trái phiếu doanh nghiệp, góp phần làm giảm tỷ lệ nợ xấu.
Cho vay khách hàng (%)	14%	12%	20%	17,0%	
Trái phiếu công ty (%)	16,4%	-15%	-29%	-20%	
Tăng trưởng tiền gửi (%)	2,3%	10,9%	4,0%	13,8%	
LDR thuần (%)	84,9%	83,2%	93,2%	93,6%	Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng các điều kiện kinh tế sẽ dần phục hồi từ vùng đáy, giúp tăng trưởng tín dụng cải thiện.
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0,84%	2,4%	3,0%	2,4%	Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu sẽ lần lượt đạt 3% và 2,4% trong năm 2023 và 2024, mặc dù ngân hàng đã tích cực xử lý nợ xấu trong cả hai năm. Như vậy, tỷ lệ bao nợ xấu có thể sẽ giảm mạnh xuống mức 48,3% trước khi tăng trở lại 82,2% trong năm 2024.
Tỷ lệ bao nợ xấu (%)	135,1%	58,6%	48,3%	82,2%	
Nợ xấu đã xóa (tỷ đồng)	1.782	1.803	2.318	1.808	
Chi phí tín dụng (%)	1,22%	1,47%	1,86%	1,65%	
NIM (%)	4,03%	3,68%	3,77%	3,87%	Vi hầu hết khoản tiền gửi của khách hàng lãi suất cao sẽ được phản ánh hết vào chi phí vốn nên chúng tôi ước tính NIM sẽ phục hồi trong Q4/2023, giúp NIM cả năm 2023 đạt 3,77%. Trong năm 2024, chúng

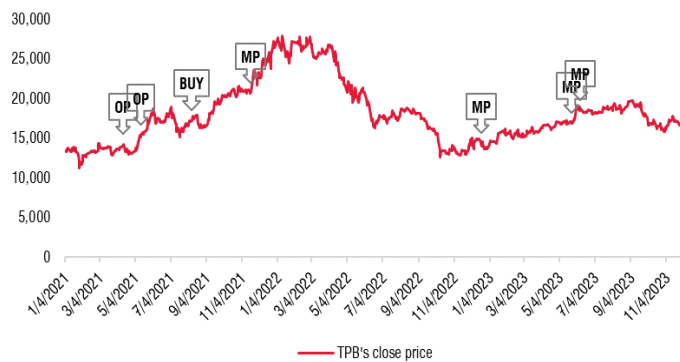
	2022	Ước tính cũ năm 2023	Ước tính mới năm 2023	Ước tính năm 2024	Diễn giải
					tôi kỳ vọng NIM sẽ tiếp tục phục hồi lên 3,87% khi tăng trưởng tín dụng dần cải thiện và lãi suất huy động được điều chỉnh lại ở mức thấp hơn.
Tăng trưởng NFI (%)	74,5%	20,7%	11,8%	12,1%	Chúng tôi kỳ vọng bancassurance và tài trợ thương mại vẫn sẽ yếu, trong khi dịch vụ thanh toán và thẻ sẽ là động lực tăng trưởng chính cho thu nhập từ phí dịch vụ (11,8% svck) trong năm 2023. Sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng cả bancassurance và tài trợ thương mại sẽ dần phục hồi giúp cho thu nhập từ phí dịch vụ đạt mức tăng trưởng tốt là 12,1% svck.
LNTT (tỷ đồng)	7.828	6.800	6.612	7.620	
Tăng trưởng LNTT (%)	29,6%	-13,1%	-15,5%	15,2%	
ROA (%)	2,01%	1,57%	1,5%	1,51%	
ROE (%)	21,5%	16,5%	16,1%	16,6%	
BVPS (đồng)	20.382	15.322	15.254	18.022	
EPS (đồng)	3.958	2.471	2.402	2.768	

Nguồn: SSI Research

## Định giá

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng dần phục hồi và NIM cải thiện trong năm 2024 sẽ giúp triển vọng tăng trưởng của TPB tươi sáng hơn, khi mà nền kinh tế bắt đầu ổn định trở lại và tiền gửi khách hàng có lãi suất cao đáo hạn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về rủi ro tín dụng phát sinh từ trái phiếu doanh nghiệp, doanh nghiệp bất động sản và xây dựng (chiếm 22,4% tổng tín dụng) sẽ tiếp tục gây áp lực lên chi phí tín dụng trong năm 2024 (1,65% so với 1,86% trong năm 2023). Vì thế, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu TPB, cùng với mức giá mục tiêu 1 năm là **18.000 đồng/cổ phiếu** dựa trên P/B mục tiêu là 1,0x.

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: 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	2.814.197	3.334.978
+ Tiền gửi tại NHNN	9.108.762	18.039.848	11.988.501	11.610.976	13.120.403
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	12.698.296	48.752.914	53.364.944	66.146.542	76.068.524
+ 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	190.391.937	221.576.790
+ 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	69.931.972	75.699.635
+ 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	32.809.271	38.139.771
<b>Tổng tài sản</b>	<b>206.314.594</b>	<b>292.827.078</b>	<b>328.634.007</b>	<b>375.673.814</b>	<b>430.232.126</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	110.244.237	126.780.873
+ Tiền gửi của khách hàng	115.903.526	139.562.262	194.959.921	208.607.115	235.726.040
+ 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	60.946
+ Phát hành giấy tờ có giá	27.438.818	35.405.147	20.429.954	15.322.466	19.153.082
+ Các khoản nợ khác	3.961.476	3.812.285	6.910.560	7.394.299	8.355.558
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>189.570.291</b>	<b>266.839.097</b>	<b>296.394.955</b>	<b>342.090.945</b>	<b>390.554.365</b>
+ Vốn	9.859.190	18.378.521	18.378.520	24.577.421	24.577.421
+ Dự phòng	862.350	1.388.879	2.113.255	3.121.271	4.035.504
+ Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	-	-	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	6.022.763	6.220.580	11.747.277	5.884.178	11.064.836
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.744.303</b>	<b>25.987.980</b>	<b>32.239.052</b>	<b>33.582.869</b>	<b>39.677.761</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>292.827.077</b>	<b>328.634.007</b>	<b>375.673.814</b>	<b>430.232.126</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Huy động	34,1%	22,1%	23,1%	4,0%	13,8%
Tín dụng	30,4%	21,5%	13,7%	14,2%	14,3%
Tổng tài sản	25,5%	41,9%	12,2%	14,3%	14,5%
Vốn chủ sở hữu	28,1%	55,2%	24,1%	4,2%	18,1%
Thu nhập lãi thuần	35,2%	30,5%	14,5%	3,7%	16,5%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	22,4%	30,4%	15,5%	7,1%	12,6%
Chi phí hoạt động	27,1%	8,9%	30,1%	14,7%	13,4%
Lợi nhuận trước thuế	13,5%	37,6%	29,6%	-15,5%	15,2%
Lợi nhuận sau thuế	13,5%	37,6%	29,6%	-15,5%	15,2%
<b>Định giá</b>					
P/E	7,7	11,1	5,7	7,08	6,14
P/B	1,65	2,50	1,10	1,11	0,94
BVPS (VND)	16.231	16.430	20.382	15.254	18.022

Nguồn: TPB, SSI ước tính

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	28.033.402	30.119.649
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-7.209.178	-7.480.768	-10.424.418	-16.223.673	-16.362.876
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>7.619.057</b>	<b>9.946.049</b>	<b>11.386.597</b>	<b>11.809.728</b>	<b>13.756.773</b>
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	1.539.850	2.259.689	3.596.301	3.965.017	4.616.633
Chi phí hoạt động dịch vụ	-602.817	-717.223	-904.321	-956.500	-1.243.006
<b>Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>937.033</b>	<b>1.542.466</b>	<b>2.691.980</b>	<b>3.008.518</b>	<b>3.373.627</b>
Lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối	408.138	373.374	410.216	553.792	415.344
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	710.680	1.409.742	426.255	1.193.514	954.811
Thu nhập/chi phí từ hoạt động khác	694.281	245.777	702.141	153.220	321.762
<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>16.718.771</b>	<b>18.822.317</b>
TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	-4.197.293	-4.570.696	-5.945.257	-6.821.259	-7.735.972
<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>9.897.513</b>	<b>11.086.345</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-1.783.373	-2.908.490	-1.843.644	-3.285.330	-3.465.984
<b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>4.388.523</b>	<b>6.038.222</b>	<b>7.828.288</b>	<b>6.612.183</b>	<b>7.620.361</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-878.334	-1.208.132	-1.567.544	-1.323.649	-1.525.469
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>3.510.189</b>	<b>4.830.090</b>	<b>6.260.744</b>	<b>5.288.534</b>	<b>6.094.892</b>
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LỢI NHUẬN RỘNG</b>	<b>3.510.189</b>	<b>4.830.090</b>	<b>6.260.744</b>	<b>5.288.534</b>	<b>6.094.892</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>3.503</b>	<b>3.696</b>	<b>3.958</b>	<b>2.402</b>	<b>2.768</b>
Cổ tức tiền mặt (đồng)					

<b>Nhu cầu vốn</b>					
Hệ số an toàn vốn- CAR	13,0%	13,6%	12,5%	11,5%	11,5%
Vốn CSH/Tổng tài sản	8,1%	8,9%	9,8%	8,9%	9,2%
Vốn CSH/Cho vay khách hàng	14,0%	18,4%	20,0%	17,4%	17,6%

<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	1,17%	0,81%	0,84%	3,00%	2,40%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	134,8%	153,2%	135,1%	48,3%	82,2%

<b>Hệ số về quản lý</b>					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	40,5%	33,8%	38,1%	40,8%	41,1%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1.441	1.690	1.837	1.928	2.128
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	610	755	921	763	862
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	119.186	150.193	156.172	167.188	188.223
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	50.443	67.091	78.283	66.122	76.204

<b>Lợi nhuận</b>					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	4,53%	4,36%	4,03%	3,77%	3,87%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	26,5%	26,4%	27,1%	29,4%	26,9%
ROA - trung bình	1,89%	1,94%	2,01%	1,50%	1,51%
ROE - trung bình	23,5%	22,6%	21,5%	16,1%	16,6%

<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	92,3%	91,9%	84,9%	93,2%	93,6%

Nguồn: TPB, SSI ước tính



## 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.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## 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

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Ngân hàng

#### Trương Minh Phương Duy

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

duytmp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3046

#### Dữ liệu

#### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043