

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



**KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 25.800 đồng/cp**

**Giá hiện tại: 21.900 đồng/cp**

**Nguyễn Thị Thùy Linh**

[linhntt1@ssi.com.vn](mailto:linhntt1@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 679

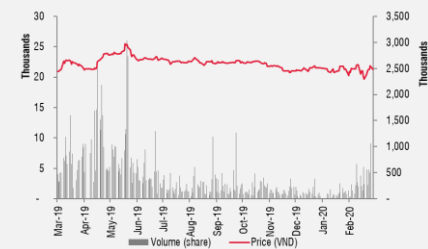
**Ngày 25/3/2020**

## NGÀNH NGÂN HÀNG

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	748
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	17.606
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	827
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	25,5/18,9
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	195.311
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,18
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	4,12
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	4,49
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

### 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.

## Tăng trưởng mạnh mẽ hơn từ tài sản sạch, hợp đồng bảo hiểm với Sunlife

### Bảng: Các chỉ số chính

Tỷ đồng, %	2016	% YoY	2017	% YoY	2018	% YoY	2019	% YoY	2020F	% YoY
<b>Bảng cân đối kế toán</b>										
Tổng vốn chủ sở hữu	5.681	18,4%	6.677	17,5%	10.622	59,1%	13.075	23,1%	16.859	28,9%
Tổng tài sản	105.782	38,8%	124.119	17,3%	136.179	9,7%	164.594	20,9%	189.694	15,2%
Nợ vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	57.503	68,0%	70.302	22,3%	83.528	18,8%	101.476	21,5%	116.947	15,2%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	55.082	39,4%	73.780	33,9%	84.853	15,0%	106.866	25,9%	121.554	13,7%
Tỷ lệ nợ xấu (Thông tư 02)	0,7%		1,08%		1,10%		1,28%		1,43%	
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLC)	123,6%		97,9%		103,3%		97,8%		91,2%	
Basel II CAR (Thông tư 41)	n/a		8,0%		9,2%		10,7%		10,0%	
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>										
Thu nhập lãi ròng	2.121	51,2%	3.172	49,6%	4.378	38,0%	5.633	28,7%	6.643	17,9%
Thu nhập ròng ngoài lãi	188	23,5%	437	132,6%	1.249	185,6%	2.955	136,6%	2.744	-7,1%
Tổng thu nhập hoạt động	2.309	48,5%	3.610	56,3%	5.627	55,9%	8.588	52,6%	9.387	9,3%
CIR	57,63%		53,79%		50,59%		39,85%		39,32%	
Lợi nhuận trước thuế	707	12,9%	1.206	70,0%	2.258	87,3%	3.868	71,3%	4.763	23,1%
NIM	2,5%		3,0%		3,75%		4,18%		4,14%	
Chi phí tín dụng	0,37%		0,48%		0,39%		0,98%		0,86%	
ROAA	0,62%		0,84%		1,39%		2,06%		2,15%	
ROE	10,8%		15,6%		20,9%		26,1%		25,5%	

Nguồn: TPB & SSI Research

**Điểm nhấn.** Kết quả kinh doanh của TPB đã tăng mạnh trong năm, trong đó lợi nhuận trước thuế Q4/2019 tăng 127,3% YoY đạt 1.464 tỷ đồng. Trong Q4/2019, TPB ghi nhận 900 tỷ đồng thu nhập từ phí trả trước từ thỏa thuận độc quyền bancassurance gần đây ngân hàng đã ký với Sunlife trong tháng 11/2019. Nếu không bao gồm khoản thu nhập bất thường này, thu nhập ròng ngoài lãi Q4/2019 tăng 21,8% YoY.

Lũy kế, lợi nhuận trước thuế năm 2019 tăng 71,3% YoY đạt 3,87 nghìn tỷ đồng (2,97 nghìn tỷ đồng, tăng 31,5% YoY loại trừ thu nhập bất thường), nhờ mức tăng trưởng mạnh mẽ từ thu nhập lãi ròng +28,7% YoY và thu nhập ròng ngoài lãi +136,6% YoY (+64,5% YoY khi loại trừ thu nhập bất thường). CIR có xu hướng giảm, ghi nhận mức 39,8% (hay 44,5% khi loại trừ thu nhập bất thường) trong năm 2019 từ 50,6% trong năm 2018 trong khi chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng gấp đôi. Ngân hàng cuối cùng đã hoàn tất xử lý trái phiếu VAMC, đưa vị thế của ngân hàng hướng tới sự tăng trưởng vững chắc.

**Tác động của Covid-19.** Đến cuối tháng 2/2020, tăng trưởng tín dụng của ngân hàng khả quan hơn so với ngành ở mức 7% YoY so với mức trần 11,75% YoY, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng 0% ở các ngân hàng bạn, nhờ cho vay doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng và cho vay bán lẻ mua nhà. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi giả định dịch Covid-19 bùng phát sẽ được kiểm soát vào cuối nửa đầu năm 2020. Nhu cầu cho vay mua nhà và ô tô sẽ dần hồi phục trong nửa cuối năm 2020. Trong năm 2020, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng và tiền gửi lần lượt đạt 15,2% YoY và 13,7% YoY, chậm hơn so với năm 2019.

**Quan điểm.** TPB là ngân hàng tiên phong phát triển nhanh chóng ngân hàng kỹ thuật số trên khắp Việt Nam, và xu hướng này ngày càng phổ biến hơn trong mùa dịch Covid-19. TPB đã hoàn tất xử lý trái phiếu VAMC tồn đọng và chuẩn bị tốt cho việc đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ bao gồm tài chính tiêu dùng và bancassurance, bên cạnh các khoản cho vay mua nhà và ô tô truyền thống. Lợi nhuận trước thuế năm 2020 ước tính đạt 4,76 nghìn tỷ đồng (+23,1% YoY), ROE ở mức 25,5%, cao nhất trong số các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu. TPB đang giao dịch ở mức P/B và P/E 2020E lần lượt là 1,07 lần và 4,73 lần, so với mức bình quân ngành lần lượt là 1,00 lần và 6,64 lần.

Giá mục tiêu 1 năm là 25.800 đồng/cp, tương đương triển vọng tăng giá là 21,1% so với mức giá tại ngày 23/3/2020. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu TPB.

**Điểm nhấn trong Q4/2019:** Kết quả kinh doanh của TPB đã tăng mạnh trong năm mới, trong đó lợi nhuận trước thuế Q4/2019 tăng 127,3% YoY đạt 1.464 tỷ đồng. Trong Q4/2019, TPB ghi nhận 900 tỷ đồng thu nhập từ phí trả trước từ thỏa thuận độc quyền bancassurance gần đây ngân hàng đã ký với Sunlife trong tháng 11/2019. Nếu không bao gồm khoản thu nhập bất thường này, thu nhập ròng ngoài lãi Q4/2019 tăng 21,8% YoY.

**Điểm nhấn kết quả năm 2019:** lợi nhuận trước thuế năm 2019 tăng 71,3% YoY đạt 3,87 nghìn tỷ đồng (2,97 nghìn tỷ đồng, tăng 31,5% YoY loại trừ thu nhập bất thường), nhờ mức tăng trưởng mạnh mẽ từ thu nhập lãi ròng +28,7% YoY và thu nhập ròng ngoài lãi +136,6% YoY (+64,5% YoY khi loại trừ thu nhập bất thường). CIR có xu hướng giảm, ghi nhận mức 39,8% (hay 44,5% khi loại trừ thu nhập bất thường) trong năm 2019 từ 50,6% trong năm 2018 trong khi chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng gấp đôi. Ngân hàng cuối cùng đã hoàn tất xử lý trái phiếu VAMC, đưa vị thế của ngân hàng hướng tới sự tăng trưởng vững chắc.

#### Bảng: Tóm tắt bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	2019	2018	% YoY	9T2019	4Q 19 % QoQ
Tổng vốn chủ sở hữu	13.075	10.622	23,1%	11.909	9,8%
Tổng tài sản	164.594	136.179	20,9%	153.930	6,9%
Nợ vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	101.476	83.528	21,5%	97.615	4,0%
Tiền gửi khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	106.866	84.853	25,9%	98.637	8,3%
Tỷ lệ nợ xấu (Thông tư 02)	1,28%	1,10%		1,51%	
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLC)	97,8%	103,3%		80,1%	
Tỷ lệ cho vay/huy động	69,0%	70,6%		94,2%	
Basel II CAR (Thông tư 41)	10,7%	9,2%		10,4%	

Nguồn: TPB & SSI Research

#### Bảng: Tóm tắt báo cáo kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	4Q 2019	4Q 2018	%YoY	2019	2018	%YoY
Thu nhập lãi ròng	1.503	1.263	19,0%	5.633	4.378	28,7%
Thu nhập ròng ngoài lãi	1.301	329	295,3%	2.955	1.249	136,6%
Tổng thu nhập hoạt động	2.804	1.592	76,1%	8.588	5.627	52,6%
Chi phí hoạt động	-1.000	-868	15,3%	-3.422	-2.847	20,2%
CIR	35,70%	54,50%		39,80%	50,60%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	-339	-80	323,0%	-1.298	-522	148,5%
Lợi nhuận trước thuế	1.464	644	127,3%	3.868	2.258	71,3%
NIM	4,40%	4,33%		4,18%	3,75%	
Chi phí tín dụng	1,42%	0,41%		0,98%	0,39%	
ROAA	2,94%	1,57%		2,06%	1,39%	
ROAE	37,5%	19,8%		26,1%	20,9%	

Nguồn: TPB & SSI Research

#### Cho vay tiêu dùng vẫn là động lực tăng trưởng chính cho thu nhập lãi ròng

- Tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt xa các công ty cùng ngành trong khu vực đạt mức 21,5% YTD, cao hơn mức bình quân ngành là 13,58% YTD và cao hơn năm 2018 là 18,8% YoY. Tăng trưởng tín dụng của TPB được Ngân hàng Nhà nước nâng lên 3 lần trong năm 2019, từ mức ban đầu là 13% lên 17% và sau đó lên mức 21,5%. Chúng tôi nhận thấy cho vay tiêu dùng tăng mạnh +155% YoY phù hợp với kế hoạch của ngân hàng để mở rộng phân khúc tài chính tiêu dùng nhiều hơn, nhằm vào khách hàng đại chúng.

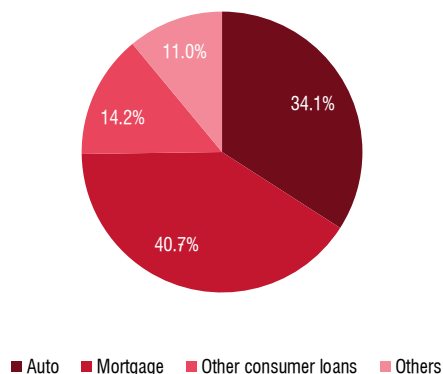
Biểu đồ: Giá trị các khoản cho vay của TPB theo loại khách hàng



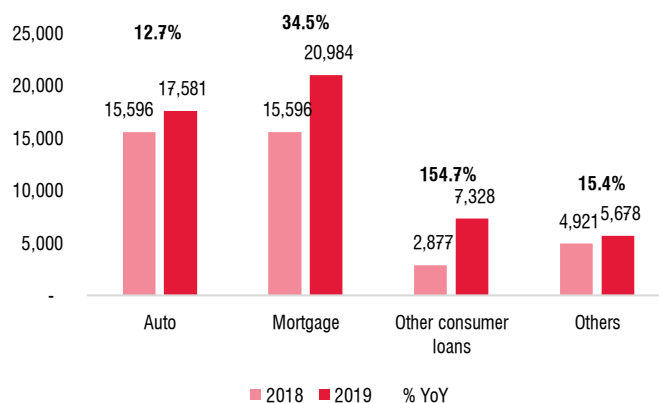
Nguồn: Công ty & SSI Research

- **NIM** liên tục tăng trong năm, tăng +43 bps YoY lên 4,18%, chỉ đứng sau các ngân hàng có kinh doanh tài chính tiêu dùng (VPB, MBB và HDB) và TCB. Các khoản cho vay bán lẻ có lãi suất cao bao gồm các khoản cho vay mua nhà (chiếm 22% tổng dư nợ, +34,5% YoY, NIM ở mức 4%), cho vay mua ô tô (chiếm 25% tổng dư nợ, +12,7% YoY, NIM ở mức 4%) và cho vay tiêu dùng không có tài sản bảo đảm (chiếm 7% tổng dư nợ, +155% YoY, NIM cao hơn 5%). Đến Q4/2019, TPB đứng thứ 2 về quy mô cho vay mua ô tô với 27,9 nghìn tỷ đồng (đứng sau VIB với 38 nghìn tỷ đồng).
- Chi phí huy động bình quân tăng 39 bps YoY chủ yếu do ngân hàng tăng lãi suất tiền gửi dài hạn để thu hút tiền gửi dài hạn. Điều này khiến tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) giảm (tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi bằng ngoại tệ), từ 29,5% trong năm 2018 xuống 25,6% trong năm 2019 trong khi theo loại tiền, tiền gửi có kỳ hạn bằng đồng VND tăng 28,1% YoY, cao hơn mức tăng của tiền gửi không kỳ hạn bằng đồng ngoại tệ ở mức 8,9% YoY.
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung và dài hạn giảm từ 33% trong năm 2018 xuống 24,3% trong năm 2019, thấp hơn nhiều so với mức trần hiện tại 40%, nhờ sự cải thiện của nguồn vốn trung và dài hạn. Sự thay đổi tỷ lệ như vậy có thể có thêm nhiều dư địa cho cho vay trung và dài hạn trong tương lai, và do đó cải thiện NIM.

Biểu đồ: Cho vay bán lẻ của TPB theo loại sản phẩm (%)



Biểu đồ: Tăng trưởng của các sản phẩm bán lẻ của TPB (VND bn, % YoY)



Nguồn: Công ty & SSI Research

### **Thu nhập ròng từ phí tăng mạnh +58,6% YoY, chủ yếu do dịch vụ thanh toán (+55,2% YoY) và bancassurance (+57,8% YoY).**

- **Thu nhập ròng ngoài lãi tăng 64,5% YoY** sau khi loại trừ khoản thu nhập bất thường từ hợp đồng độc quyền bancassurance trong năm 2019, chiếm 26,7% trong tổng thu nhập hoạt động. Đây là tỷ lệ cao thứ tư trong số các ngân hàng niêm yết sau STB (37,3%, bao gồm khoản thu nhập không định kỳ từ nợ xấu đã xóa), TCB (32,3%) và MBB (27%).
- Hiện tại TPB có khoảng 2,9 đến 3 triệu khách hàng và ngân hàng dự kiến có thêm khoảng 60.000 đến 70.000 khách hàng mới mỗi tháng. Với định hướng tập trung vào ngân hàng bán lẻ, ngân hàng nhanh chóng tăng số lượng kiosk LiveBank từ 100 kiosk trong năm 2018 lên 200 kiosk trong năm 2019, và ngân hàng có kế hoạch tăng lên 300 kiosk vào cuối năm 2020. Ngân hàng cũng tăng số lượng thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ quốc tế được phát hành mới trong năm 2019 lần lượt lên 75.000 thẻ và 160.000 thẻ.
- Hoạt động kinh doanh bancassurance cũng phát triển, tiếp tục tăng mạnh khi TPB tăng quy mô bán chéo sản phẩm bảo hiểm với các khoản vay mua nhà và ô tô, đồng thời cũng gia tăng bán sản phẩm cho tệp khách hàng phân khúc cao. Ngân hàng đã bán các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ cho Manulife và các sản phẩm phi nhân thọ cho PVI, PTI, v.v. Thu nhập phí từ bảo hiểm nhân thọ chiếm 35% trong tổng doanh thu từ phí. Vì tỷ lệ khách hàng của ngân hàng đã mua bảo hiểm nhân thọ chỉ ở mức dưới 1%, nên vẫn còn nhiều dư địa để mở rộng lĩnh vực này.
- TPB đã ký **hợp đồng bancassurance độc quyền với Sunlife** vào ngày 25/11/2019. Thời hạn hợp đồng là 15 năm, bắt đầu vào năm 2020. Chúng tôi ước tính phí trả trước khoảng 1,4-1,5 nghìn tỷ đồng trong đó 900 tỷ đồng được ghi nhận trong năm 2019. Doanh thu có thể chưa phát sinh vào đầu năm 2020 sau khi chuyển từ Manulife sang đối tác mới này, nhưng ngân hàng ước tính hoạt động kinh doanh này sẽ mở rộng hơn nữa với các chính sách hỗ trợ tốt hơn của Sunlife, cùng với số lượng nhân viên bán bảo hiểm chuyên nghiệp của ngân hàng tăng lên cũng như việc áp dụng kênh bán hàng kỹ thuật số dự kiến sẽ được tiến hành trong tương lai.
- **Lợi nhuận từ đầu tư chứng khoán đạt 928,2 tỷ đồng (+158,7% YoY)**, chủ yếu từ việc hiện thực hóa lợi nhuận từ danh mục trái phiếu chính phủ.

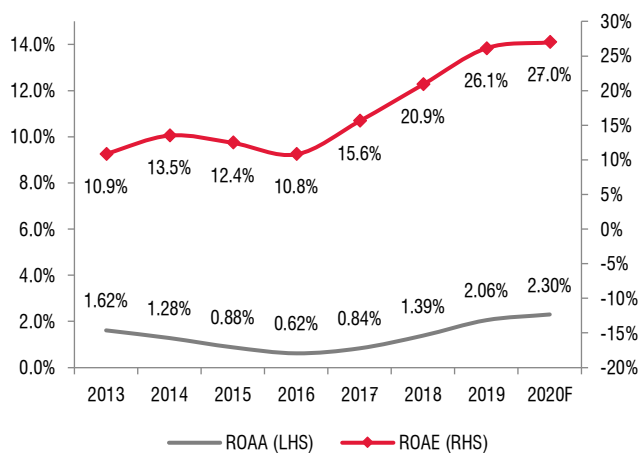
### **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và trái phiếu VAMC tăng**

- Cuối năm 2018, TPB có 393,5 tỷ đồng trái phiếu VAMC chưa được trích lập dự phòng, và số trái phiếu VAMC này đã được trích lập hoàn toàn trong năm 2019.
- Cũng trong năm 2019, TPB đã xóa 585 tỷ đồng nợ xấu, một con số khá lớn so với các năm trước (mức bình quân là 48,3 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2016-2018). Do đó, tỷ lệ kết hợp giữa nợ xấu và trái phiếu VAMC giảm từ 1,62% trong năm 2018 xuống 1,29% trong năm 2019. Tỷ lệ LLR kết hợp giữa cho vay và trái phiếu VAMC tăng lên 97,8% từ 71% trong năm 2018.
- Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro tín dụng hiện tại của các khoản cho vay của TPB không phải là vấn đề đáng lo ngại. Cho vay đối với ngành bất động sản và ngành xây dựng, vốn những ngành có rủi ro cao hơn, lần lượt chiếm 6,62% và 5,82% trong tổng giá trị cho vay tính đến 6T2019. Trong khi đó, cho vay bán lẻ chiếm 54% trong tổng dư nợ. Phân khúc khách hàng có tỷ lệ nợ xấu cao nhất là SME với tỷ lệ nợ xấu cao hơn 3%. Phân khúc doanh nghiệp lớn có tỷ lệ nợ xấu thấp ở mức 0,2%, trong khi tỷ lệ nợ xấu bán lẻ thấp, bao gồm cho vay mua nhà là 1%, cho vay mua ô tô trên 2% và các sản phẩm bán lẻ khác khoảng 1,8%.
- Khi vốn chủ sở hữu được bổ sung từ lợi nhuận tăng mạnh trong năm qua, tỷ lệ CAR theo tiêu chuẩn Basel II cải thiện lên 10,69% vào cuối năm 2019 từ 9,18% trong năm 2018. TPB có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 10

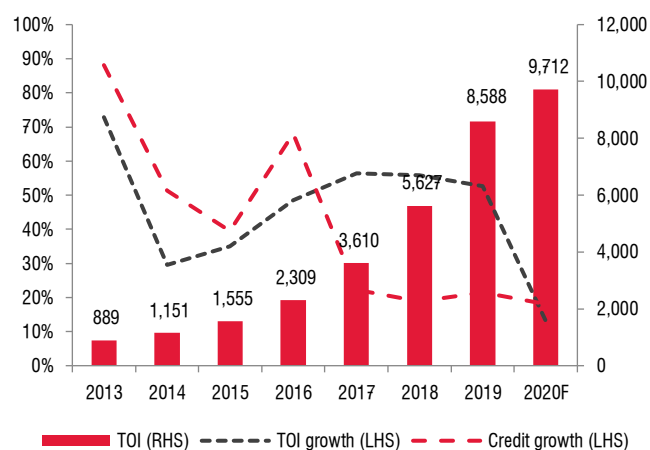
ngàn tỷ đồng (+16,7% YoY) thông qua phát hành riêng lẻ 100 triệu cổ phiếu, nhưng đến nay kế hoạch này vẫn chưa được thực hiện. Gần đây TPB cũng hủy kế hoạch phát hành 200 triệu USD trái phiếu quốc tế.

- Gần đây, TPB đã công bố nghị quyết của Hội đồng quản trị về việc mua lại 10 triệu cổ phiếu quỹ, tương đương 1,17% tổng số cổ phiếu đã phát hành. Kế hoạch này dự kiến sẽ được thực hiện từ 20/3/2020 đến 18/4/2020, từ nguồn vốn là thu nhập giữ lại.

TPB: Các chỉ số sinh lời (%)



TPB: Tổng thu nhập hoạt động, tăng trưởng tín dụng (tỷ đồng, % YoY)



Nguồn: Công ty & SSI Research

## Dự báo cho năm 2020

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định dịch Covid-19 sẽ được kiểm soát vào cuối 6T2020. Trong năm 2020, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng và tiền gửi lần lượt đạt 15,2% YoY và 13,7% YoY, chậm hơn so với năm 2019. Đến cuối tháng 2/2020, tăng trưởng tín dụng ở mức 7% YoY so với mức trần là 11,75% YoY, cao hơn nhiều so với tăng trưởng 0% của các ngân hàng khác, nhờ các khoản cho vay doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất hàng hóa tiêu dùng thiết yếu và cho vay mua nhà bán lẻ.

Thu nhập lãi ròng ước tính tăng 17,9% YoY đạt 6,64 nghìn tỷ đồng, trong khi NIM dự báo giảm 4 bps YoY xuống 4,14%. Điều này là do lãi suất cho vay bình quân giảm 20 bps phù hợp với xu hướng của thị trường, và bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tăng trưởng tín dụng giảm trong 6T2020 so với 6T2019, mặc dù có sự chuyển dịch ngày càng tăng sang cho vay mua nhà và cho vay tiêu dùng với lãi suất cao hơn.

Thu nhập ròng ngoài lãi ước tính giảm 7,1% YoY đạt 2,74 nghìn tỷ đồng, do thu nhập từ phí tăng trưởng mạnh mẽ từ dịch vụ thanh toán (+28% YoY) và bancassurance (+35% YoY). Mặt khác, thu nhập từ đầu tư chứng khoán giảm 30% YoY và phí trả trước thấp hơn từ hợp đồng với Sunlife được ký vào tháng 11/2019 (600 tỷ đồng, -33% YoY). Nếu không bao gồm khoản phí trả trước này, thu nhập ròng ngoài lãi trong năm 2020 tăng ở mức 24,4% YoY.

CIR ước tính tiếp tục được cải thiện, giảm từ 44,5% mức bình thường hóa trong năm 2019 xuống 42% trong năm 2020, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của tổng thu nhập hoạt động và đội ngũ nhân viên được quản lý tốt hơn nhờ số hóa. Khi trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC được hoàn tất, chi phí dự phòng ước tính giảm 28,1% còn 934 tỷ đồng, giảm chi phí tín dụng xuống 0,86% từ 0,96% trong năm 2019.

Tóm lại, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế tăng 23,1% YoY đạt 4,76 nghìn tỷ đồng. Tương đương với ROAA và ROAE lần lượt là 2,15% và 25,45%. EPS và BVPS năm 2020E ước tính lần lượt là 4.505 đồng và 19.821 đồng, với giá định ngân hàng sẽ mua lại 10 triệu cổ phiếu quỹ với mức giá bình quân là 24.000 đồng/cp.

### Định giá và quan điểm đầu tư

Với mức giá hiện tại là 21.300 đồng/cp. TPB đang giao dịch ở mức P/B và P/E lần lượt là 1,07 lần và 4,73 lần, so với mức bình quân ngành là 1,00 lần và 6,64 lần.

TPB là ngân hàng tiên phong phát triển nhanh chóng ngân hàng kỹ thuật số trên khắp Việt Nam, và xu hướng này ngày càng phổ biến hơn trong mùa dịch Covid-19. TPB đã hoàn tất xử lý trái phiếu VAMC tồn đọng và chuẩn bị tốt cho việc đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ bao gồm tài chính tiêu dùng (~ 7% trong tổng giá trị cho vay), và bancassurance, bên cạnh các khoản cho vay mua nhà và ô tô truyền thống. Mặc dù việc mở rộng sang hoạt động kinh doanh tài chính tiêu dùng có thể đối mặt với cạnh tranh khốc liệt do dịch Covid-19, nhưng lợi nhuận trong dài hạn vẫn có thể tăng lên. Dựa vào dự báo của chúng tôi cho năm 2020, TPB có khả năng sinh lời tốt nhất trong các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu, với ROE ở mức 25,5%.

Chúng tôi duy trì P/B mục tiêu cho cổ phiếu TPB là 1,3 lần. Sử dụng BVPS 2020E, giá mục tiêu 1 năm là 25.800 đồng/cp, tương đương triển vọng tăng giá là 21,1% so với giá tại ngày 23/3/2020. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu TPB. Lưu ý rằng thanh khoản của ngân hàng bị giới hạn, điều này có thể ảnh hưởng nhiều đến biến động giá.

Trong ngắn hạn, yếu tố hỗ trợ tăng giá có thể đến từ việc cổ phiếu **TPB sẽ được đưa vào các bộ chỉ số mới do HOSE điều hành**, bao gồm chỉ số Vietnam Diamond Index. Các chỉ số sẽ được sử dụng cho các quỹ ETF mới thành lập cho phép nhà đầu tư nước ngoài tham gia giao dịch.

### Yếu tố hỗ trợ tăng giá

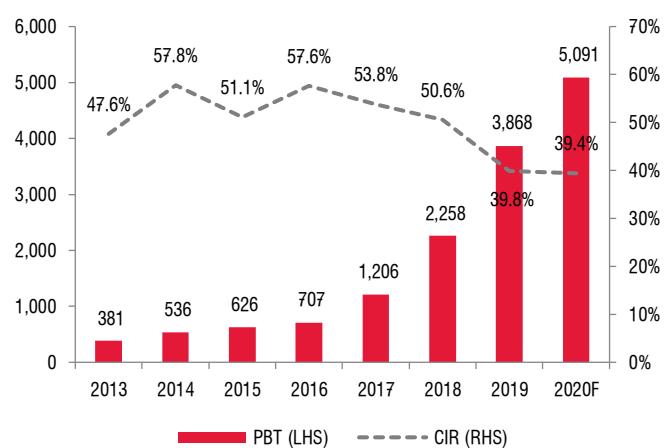
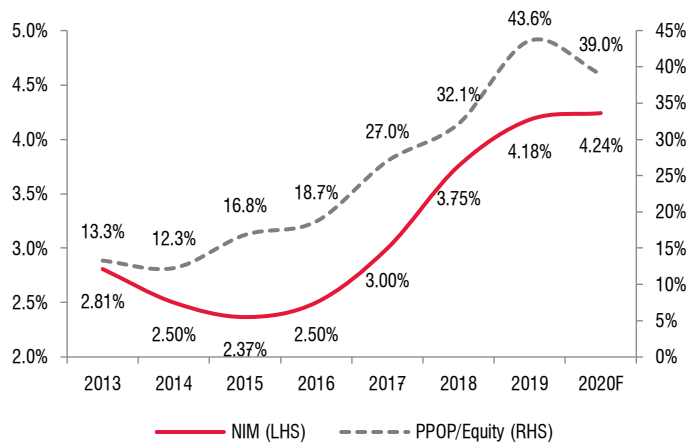
Cho vay và dịch vụ ngân hàng bán lẻ tăng trưởng mạnh hơn ước tính của chúng tôi.

### Rủi ro giảm giá

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh hơn ước tính của chúng tôi.

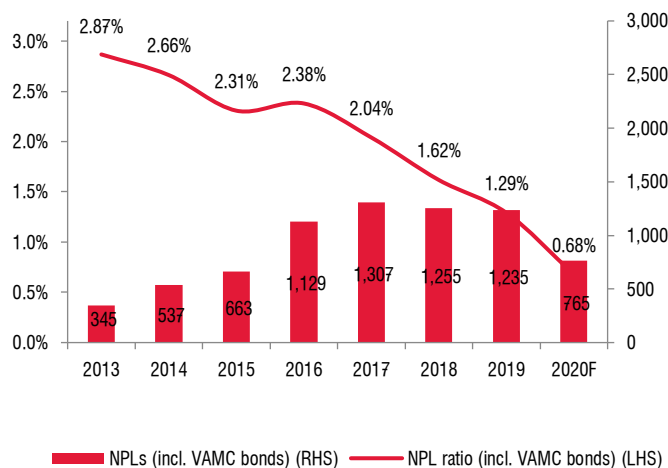
Cổ phiếu pha loãng từ việc phát hành 100 triệu cổ phiếu thông qua phát hành riêng lẻ, hiện chưa được đưa vào mô hình lợi nhuận của chúng tôi.

**TPB: Các chỉ số sinh lời**

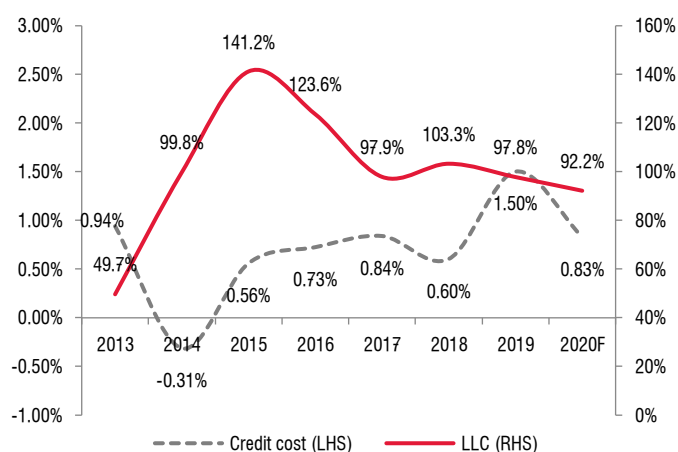


Nguồn: Công ty & SSI Research

**TPB: Nợ xấu (tỷ VND), tỷ lệ nợ xấu (%)**



**TPB: Chi phí tín dụng và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLC) (%)**



Nguồn: Công ty & SSI Research

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2016	2017	2018	2019	2020F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	815.148	1.176.978	1.332.025	1.654.531	2.246.005
+ Tiền gửi tại NHNN	1.362.317	2.364.130	4.692.735	7.760.937	6.378.325
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	23.784.661	22.589.779	16.340.793	21.023.865	24.972.834
+ Chứng khoán kinh doanh	-	-	-	-	-
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	29.149	-	-	12.987	-
+ Cho vay khách hàng	46.233.626	62.747.997	76.295.237	94.435.382	109.479.041
+ Chứng khoán đầu tư	29.882.518	25.465.002	24.899.523	26.075.064	33.301.316
+ Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
+ Tài sản cố định	144.374	250.772	300.052	570.994	799.392
+ Tài sản khác	-	-	-	-	-
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2.852.686	8.944.035	11.053.586	12.018.572	11.308.877
<b>Tổng tài sản</b>	<b>105.782.009</b>	<b>124.118.747</b>	<b>136.179.403</b>	<b>164.593.666</b>	<b>189.693.737</b>
+ Các khoản nợ NHNN	1.500.282	1.082.224	4.752.198	828.005	952.206
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	41.245.247	38.261.461	33.491.419	40.213.903	46.245.988
+ Tiền gửi của khách hàng	55.082.028	70.298.586	76.138.062	92.439.495	106.305.419
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	-	84.351	108.589	-	-
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	1.211.925	2.628.210	247.228	706.047	741.349
+ Phát hành giấy tờ có giá	-	3.481.154	8.715.178	14.426.020	15.248.303
+ Các khoản nợ khác	1.061.041	1.606.044	2.105.044	2.905.416	3.341.228
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>100.100.523</b>	<b>117.442.030</b>	<b>125.557.718</b>	<b>151.518.886</b>	<b>172.834.494</b>
+Vốn	5.040.125	5.552.176	8.510.485	7.882.729	7.882.729
+ Dự phòng	76.150	160.932	305.473	576.259	1.340.970
+ Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	-	-	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	565.211	963.609	1.805.727	4.615.792	7.635.543
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.681.486</b>	<b>6.676.717</b>	<b>10.621.685</b>	<b>13.074.780</b>	<b>16.859.243</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>105.782.009</b>	<b>124.118.747</b>	<b>136.179.403</b>	<b>164.593.666</b>	<b>189.693.737</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Huy động	39,4%	33,9%	15,0%	25,9%	13,7%
Tín dụng	68,0%	22,3%	18,8%	21,5%	15,2%
Tổng tài sản	38,8%	17,3%	9,7%	20,9%	15,2%
Vốn chủ sở hữu	18,4%	17,5%	59,1%	23,1%	28,9%
Thu nhập lãi thuần	51,2%	49,6%	38,0%	28,7%	17,9%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	48,5%	56,3%	55,9%	52,6%	9,3%
Chi phí hoạt động	67,4%	45,9%	46,6%	20,2%	7,8%
Lợi nhuận trước thuế	12,9%	70,6%	87,3%	71,3%	23,1%
Lợi nhuận sau thuế	0,5%	70,5%	87,3%	71,4%	23,1%
<b>Định giá</b>					
PE	-	15,6	7,3	5,8	4,5
PB	-	2,3	1,7	1,38	1,03
Giá trị sổ sách (đồng)	9.878	11.548	12.488	15.372	19.821

Nguồn: Công ty, SSI Research



Triệu đồng	2016	2017	2018	2019	2020F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
Thu nhập lãi ròng	2.120.825	3.172.424	4.377.777	5.633.322	6.642.903
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	86.118	165.063	676.185	1.072.368	1.395.313
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	57.972	10.248	81.310	43.862	61.407
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	46.260	222.633	351.959	910.692	637.484
Lãi thuần từ hoạt động khác	-2.310	39.358	139.569	928.218	650.000
<b>TỔNG THU NHẬP TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>2.308.865</b>	<b>3.609.726</b>	<b>5.626.800</b>	<b>8.588.462</b>	<b>9.387.107</b>
Chi phí hoạt động	-1.330.576	-1.941.603	-2.846.688	-3.422.324	-3.690.585
<b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b>	<b>978.289</b>	<b>1.668.123</b>	<b>2.780.112</b>	<b>5.166.138</b>	<b>5.696.522</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-271.735	-462.412	-522.332	-1.297.949	-933.873
<b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>706.554</b>	<b>1.205.711</b>	<b>2.257.780</b>	<b>3.868.189</b>	<b>4.762.649</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-141.343	-242.102	-452.542	-774.246	-953.279
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>565.211</b>	<b>963.609</b>	<b>1.805.238</b>	<b>3.093.943</b>	<b>3.809.370</b>
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-8.843	-24.829	-33.672	-	-
<b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>	<b>556.368</b>	<b>938.780</b>	<b>1.771.566</b>	<b>3.093.943</b>	<b>3.809.370</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>1.004</b>	<b>1.717</b>	<b>2.911</b>	<b>3.637</b>	<b>4.505</b>
Giá trị sổ sách (đồng)	-	-	-	-	-
<b>Nhu cầu vốn</b>					
Hệ số an toàn vốn- CAR	9,3%	9,0%	10,2%	10,7%	10,0%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	5,4%	5,4%	7,8%	7,9%	8,9%
Tổng tài sản/nợ vay của khách hàng	12,2%	10,5%	13,8%	13,7%	15,2%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	0,7%	1,1%	1,1%	1,3%	1,4%
Tỷ lệ dự phòng nợ xấu	123,6%	97,9%	103,3%	97,8%	91,2%
<b>Hệ số về quản lý</b>					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	57,60%	53,80%	50,60%	39,80%	39,30%
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	586	745	1.129	1.385	1.341
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	179	249	453	624	680
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	41.230	54.693	73.075	111.538	117.339
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi chi nhánh/PGD	12.617	18.268	29.322	50.236	59.533
<b>Lợi nhuận</b>					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	2,5%	3,0%	3,8%	4,2%	4,1%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	8,1%	12,1%	22,2%	34,4%	29,2%
ROA - trung bình	0,6%	0,8%	1,4%	2,1%	2,2%
ROE - trung bình	10,8%	15,6%	20,9%	26,1%	25,5%
<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	59,7%	62,7%	70,6%	69,0%	69,7%

Nguồn: Công ty, SSI Research

## 1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Phạm Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	<a href="mailto:hungpl@ssi.com.vn">hungpl@ssi.com.vn</a>
Nguyễn Thị Thùy Linh	Trưởng phòng phân tích, Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	<a href="mailto:linhntt1@ssi.com.vn">linhntt1@ssi.com.vn</a>