

NGÂN HÀNG TMCP TIỀN PHONG (TPB) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND44.100

Giá mục tiêu

VND52.000

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 22/10/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

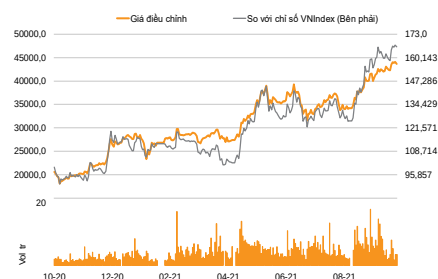
Consensus*: Mua:7 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 13,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	44.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.088
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	227.669
Thị giá vốn (tỷ VND)	51.671
Free float (%)	60
P/E trượt (x)	14,0
P/B hiện tại (x)	3,06

Cơ cấu sở hữu

FPT Group	6,8%
Doji Gold & Gems Group	5,9%
Khác	87,30%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Đi 'Tiền Phong' để dẫn đầu

- Chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng kép 24,2% giai đoạn 2021-23, đến từ tăng trưởng dư nợ vay đạt 24% và NIM tăng 32 điểm cơ bản; thu nhập phí thuần và tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) tăng lần lượt đạt 50%/39%/năm.
- Phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan, giá mục tiêu 52.000đ/cp.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả Quan, tiềm năng tăng giá 18%

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu đối với Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB) với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 52.000đ/cp dựa trên định giá thu nhập thẳng dư (Chi phí vốn: 14%, tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/BV 2022 ở mức 2x, với tỷ trọng bằng nhau. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên: i) Livebank đưa TPB dẫn đầu làn sóng ứng dụng Fintech; ii) Năng lực mở rộng cho vay mạnh nhờ tiếp cận đại chúng và quy trình cho vay đơn giản; và iii) Chất lượng tài sản vững chắc.

Livebank đưa TPB dẫn đầu làn sóng ứng dụng Fintech

Việt Nam đang thúc đẩy phát triển quy định về ứng dụng Fintech trong lĩnh vực ngân hàng sẽ giúp gia tăng khả năng mở rộng cơ sở khách hàng và huy động tiền gửi của TPB. Khác với hệ thống mạng lưới của các ngân hàng khác, ngân hàng tự động Livebank của TPB, ngoại trừ chức năng cho vay, vận hành như một quầy giao dịch, quan trọng nhất là hoạt động 24/7. Do đó, ngân hàng có thể phục vụ khách hàng bất cứ lúc nào, mang lại cho TPB lợi thế trong việc thu hút thêm khách hàng.

Năng lực cho vay tăng mạnh nhờ dễ dàng tiếp cận, quy trình đơn giản

Sự phát triển cơ sở hạ tầng, kế hoạch nâng cấp một số khu vực thành quận của TP.HCM và Hà Nội, cùng với chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ khuyến khích người dân mua bất động sản. Điều này cùng với việc TPB tiếp cận khách hàng đại chúng và có quy trình cho vay đơn giản sẽ giúp TPB duy trì tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và mở rộng NIM trong năm 2022-23.

Dự báo tăng trưởng LN ròng CAGR duy trì cao đạt 24,2% năm 2021-23

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay năm 2021 đạt 20% và tăng lên mức 24% giai đoạn 2022-23 do chính sách tiền tệ nới lỏng và kinh tế phục hồi. Biên lãi suất NIM được kỳ vọng tăng 32 điểm cơ bản giai đoạn 2021-23 nhờ lợi suất tài sản tăng khi mở rộng cho vay mua nhà và chi phí vốn cải thiện do tỷ lệ CASA tốt hơn. Từ đó, tăng trưởng kép thu nhập lãi thuần được kỳ vọng đạt 22,6%. Nhờ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đạt 36,5%/năm do thu nhập phí thuần tăng 50%/năm và tỷ lệ CIR ở mức 39%, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng kép 24,2% giai đoạn 2021-23.

Tiềm năng tăng giá/ Rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá bao gồm NIM cải thiện tốt hơn dự báo và/hoặc tín dụng tăng cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá đến từ nợ xấu tăng cao hơn dự báo do ảnh hưởng của đại dịch.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	7.619	9.499	11.892	14.276
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,5%	4,6%	4,9%	4,9%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	10.369	12.303	15.700	19.501
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1.783)	(1.980)	(2.419)	(3.000)
LN ròng (tỷ)	3.510	4.617	5.727	7.117
Tăng trưởng LN ròng	13,5%	31,5%	24,0%	24,3%
EPS điều chỉnh	3.126	4.009	4.887	6.074
BVPS	14.291	22.017	26.904	32.978
ROAE	23,5%	21,7%	20,0%	20,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thích TPB với mục tiêu đầu tư dài hạn, do:

- (1) Vị thế hàng đầu trong lĩnh vực ngân hàng số giúp gia tăng khả năng tiếp cận khách hàng trẻ và khả năng cho vay của TPB mặc dù ngân hàng có mạng lưới mỏng.
- (2) Chất lượng tài sản vững chắc với nguồn dự phòng dồi dào giúp đảm bảo lợi nhuận ngân hàng. Cuối Q2/21, TPB duy trì trong nhóm 5 ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp nhất và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) cao nhất.
- (3) Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng duy trì mức tăng trưởng kép lợi nhuận ròng cao ở mức 24% cho giai đoạn 2022-23.

Phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 52.000đ/cp, tiềm năng tăng giá 18%

Chúng tôi kết hợp phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư và Hệ số so sánh P/B với tỷ trọng tương đương để định giá TPB. Phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư dựa trên dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của TPB cùng các yếu tố về nguồn vốn cũng như chiến lược kinh doanh của ngân hàng. Phương pháp P/B cho phép chúng tôi đặt TPB trong bức tranh tổng thể và phản ánh các yếu tố thị trường của ngành Ngân hàng Việt Nam.

Khi so sánh các ngân hàng khác, chúng tôi lựa chọn những ngân hàng có triển vọng tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ, lợi nhuận cao và tình hình tài chính tương tự như TPB. Chúng tôi kỳ vọng TPB đạt tăng trưởng kép EPS ở mức 23,1% giai đoạn 2021-23, cao hơn mức tăng trung bình của các ngân hàng cùng ngành là 21,5%. TPB hiện đang giao dịch ở mức 2x P/B cho năm 2021, bằng với mức trung bình ngành, phản ánh tỷ lệ ROE tương đương. Vì vậy, chúng tôi duy trì áp dụng hệ số P/B mục tiêu ở mức 2x và luân chuyển sử dụng giá trị sổ sách 2022. Giá mục tiêu của chúng tôi là 52.000đ/cp dựa trên phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14%, tăng trưởng dài hạn: 3%) và Hệ số so sánh P/B (2x giá trị sổ sách 2022) với tỷ trọng tương đương.

Hình 1: Tính toán giá mục tiêu dựa trên các giả định của chúng tôi

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá (VND/cp)	Tỷ lệ đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư (RI)	50%	50.195	25.097
Hệ số P/BV dự phóng 2022 ở mức 2x	50%	53.808	26.904
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			52.002
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			52.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Định giá thu nhập thặng dư

Các giả định chính	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phân bù rủi ro thị trường	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu (VCSH)	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(Tỷ đồng)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	16.744					
Giá trị hiện tại của RI (5 năm)	10.052					
Giá trị hiện tại của RI (năm cuối)	32.015					
Giá trị VCSH	58.812					
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1.172					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	50.195					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: So sánh với các Ngân hàng cùng vị thế (Giá tại ngày 21/10/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
			(nội tệ)	(nội tệ)	(Triệu USD)	2021	2022	2021	2022	%	2021	2022	2021	2022
Agricultural Bank of China	1288 HK	N/A	2,7	3,7	193.535	0,4	0,3	3,5	3,3	7,7%	11,0%	10,9%	0,8%	0,8%
Bank of China	3988 HK	N/A	2,8	3,8	159.460	0,4	0,3	3,4	3,2	6,0%	10,3%	10,3%	0,8%	0,8%
China Merchants Bank	3968 HK	N/A	66,0	74,4	258.870	1,9	1,7	12,2	10,5	16,2%	16,5%	17,0%	1,3%	1,4%
Bank of Communications	3328 HK	N/A	4,7	5,5	59.869	0,4	0,3	3,6	3,4	5,9%	10,3%	10,2%	0,8%	0,8%
Trung bình NH Trung Quốc						0,7	0,7	5,7	5,1	9,0%	12,0%	12,1%	0,9%	0,9%
Bank Central Asia	BBCA IJ	N/A	7.400	6.643	64.572	4,5	4,4	33,3	28,8	14,3%	15,5%	16,5%	2,7%	2,9%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	N/A	4.390	4.633	47.008	2,4	2,2	19,5	14,7	25,3%	12,9%	15,5%	1,8%	2,3%
Bank Mandiri	BMRI IJ	N/A	7.250	7.954	23.949	1,7	1,6	13,8	10,9	22,4%	12,4%	14,6%	1,6%	1,9%
Bank Negara Indonesia	BBNI IJ	N/A	7.275	7.423	9.603	1,1	1,0	14,9	9,2	41,9%	8,0%	11,6%	1,0%	1,5%
Trung bình NH Indonesia						2,4	2,3	20,4	15,9	26,0%	12,2%	14,5%	1,8%	2,1%
Malayan Banking Bhd	MAY MK	N/A	8,3	9,2	23.330	1,1	1,1	12,2	10,8	9,9%	8,9%	9,7%	0,9%	1,0%
Public Bank Bhd	PBK MK	N/A	4,3	4,4	19.877	1,7	1,6	14,8	13,3	9,3%	11,5%	12,1%	1,2%	1,3%
Hong Leong Bank	HLBK MK	N/A	18,7	21,8	9.744	1,2	1,2	12,0	11,1	8,6%	10,6%	10,7%	1,3%	1,4%
BIMB Holdings	BIMB MK	N/A	3,2	3,6	1.592	1,0	0,9	8,6	7,7	9,0%	10,5%	10,3%	0,9%	1,0%
Trung bình NH Malaysia						1,2	1,2	11,9	10,7	9,2%	10,4%	10,7%	1,1%	1,1%
Kasikornbank	KBANK TB	N/A	142,5	159,5	10.124	0,7	0,7	10,0	9,0	12,7%	7,5%	8,0%	0,9%	1,0%
Siam Commercial Bank	SCB TB	N/A	125,5	130,8	12.778	1,0	0,9	12,7	11,4	14,0%	8,0%	8,4%	1,0%	1,1%
Bangkok Bank	BBL TB	N/A	120,5	143,9	6.897	0,5	0,5	9,0	7,9	13,8%	5,6%	6,1%	0,7%	0,7%
Kiatnakin Bank	KKP TB	N/A	58,0	65,9	1.473	1,0	0,9	8,8	7,8	11,7%	11,6%	12,1%	1,5%	1,6%
Trung bình NH Thái Lan						0,8	0,8	10,1	9,0	13,0%	8,2%	8,6%	1,0%	1,1%
Vietcombank	VCB VN	KHẢ QUAN	95.600	119.500	15.483	3,0	2,5	18,6	14,8	23,8%	20,7%	21,6%	1,6%	1,8%
Vietinbank	CTG VN	KHẢ QUAN	29.900	42.000	6.275	1,5	1,2	10,9	8,8	18,2%	18,4%	19,8%	1,2%	1,4%
Techcombank	TCB VN	KHẢ QUAN	53.500	57.100	8.202	2,1	1,7	11,9	10,0	19,5%	19,2%	18,9%	3,3%	3,4%
Ngân hàng TMCP VN Thịnh Vượng	VPB VN	KHẢ QUAN	38.200	55.000	7.416	2,0	3,2	9,9	20,6	25,4%	21,9%	19,0%	3,4%	3,6%
Ngân hàng TMCP Quân Đội	MBB VN	TRUNG LẬP	28.250	31.400	4.661	1,9	1,6	9,5	7,7	24,2%	21,6%	22,2%	2,1%	2,3%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	KHẢ QUAN	32.200	41.800	3.799	1,9	1,5	8,6	7,3	18,8%	25,3%	23,3%	2,2%	2,2%
Ngân hàng TMCP Quốc tế VN	VIB VN	KHẢ QUAN	36.850	48.100	2.499	2,3	1,8	8,9	7,2	20,5%	30,7%	28,1%	2,4%	2,3%
Ngân hàng TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	TRUNG LẬP	21.250	26.000	1.117	1,3	1,1	8,4	7,1	22,1%	17,4%	17,4%	1,0%	1,1%
Trung bình NH Việt Nam						2,0	1,8	10,8	10,4	21,5%	21,9%	21,3%	2,2%	2,3%
Trung bình ngân hàng						1,4	1,3	11,8	10,2	15,7%	12,9%	13,4%	1,4%	1,5%
Ngân hàng TMCP Tiên Phong	TPB VN	KHẢ QUAN	44.100	52.000	2.256	2,0	1,6	11,0	9,0	23,1%	21,7%	20,0%	2,1%	2,2%
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG														

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG

Tiềm năng tăng giá

Tăng trưởng tín dụng cao hơn kỳ vọng và/hoặc việc mở rộng hơn nữa trong mảng bán lẻ giúp cải thiện lợi suất tài sản, gia tăng NIM.

Rủi ro giảm giá

Nợ xấu cao hơn dự báo do ảnh hưởng của đại dịch trong năm 2021-22 có thể dẫn đến chi phí dự phòng cao hơn và làm suy yếu chất lượng tài sản, ảnh hưởng lợi nhuận của TPB.

Phân tích SWOT đối với TPB

Hình 4: Phân tích SWOT đối với TPB

Điểm mạnh	Cơ hội
- Chủ động trong việc thiết kế các sản phẩm đáp ứng nhu cầu của khách hàng, như Livebank, Mobile banking eBankX, và các gói kích thích cho vay. - Chất lượng tài sản được kiểm soát: TPB duy trì trong nhóm 5 ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất, dựa trên đánh giá tỷ lệ nợ xấu (NPL) và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) trong những năm gần đây.	- Thâm nhập sâu hơn trong mảng bán lẻ giúp NIM cải thiện. - Dòng thu nhập phí hoa hồng vững chắc đến từ mảng bảo hiểm nhân thọ hợp tác với Sun Life Việt Nam, và bảo hiểm nhà và bảo hiểm ô tô.
Điểm yếu	Thách thức
Hệ thống mạng lưới mỏng: 92 chi nhánh/phòng giao dịch và 336 NH tự động tại cuối 6T21, giới hạn khả năng tiếp cận khách hàng.	Cạnh tranh cao trong phân khúc cho vay bán lẻ, đặc biệt là mảng cho vay mua nhà và mua ô tô.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đi 'Tiên phong' để dẫn đầu

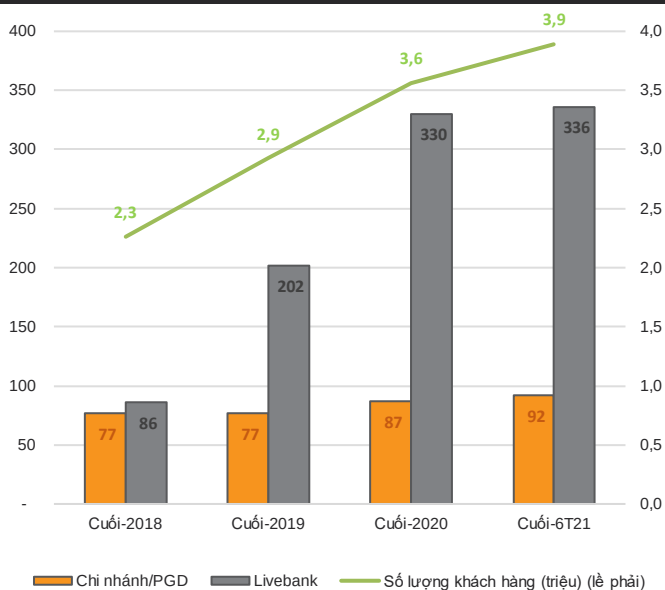
TPB – ngân hàng tiên phong trong ứng dụng ngân hàng số

Thành lập vào tháng 05/2008, Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPBank, TPB) được tiếp sức về chuyên môn công nghệ và sức mạnh tài chính của 3 cổ đông chiến lược gồm Tập đoàn Vàng bạc Đá quý DOJI (Chưa niêm yết), Tập đoàn FPT (FPT VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 117.000 đồng, FPT), và Tổng công ty Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (Vinare) (Chưa niêm yết). TPB niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ ngày 19/04/2018 và được thêm vào rổ chỉ số VN30 từ đầu năm nay.

Tổng tài sản của Ngân hàng đã tăng mạnh mẽ từ khi thành lập. Với mức tăng trưởng kép giai đoạn 2008-20 đạt mức 44,8% đã giúp TPB trở thành ngân hàng niêm yết lớn thứ 13 về mặt tổng tài sản. Hiện tại, TPB có 93 chi nhánh/phòng giao dịch và 350 ngân hàng tự động – Livebank.

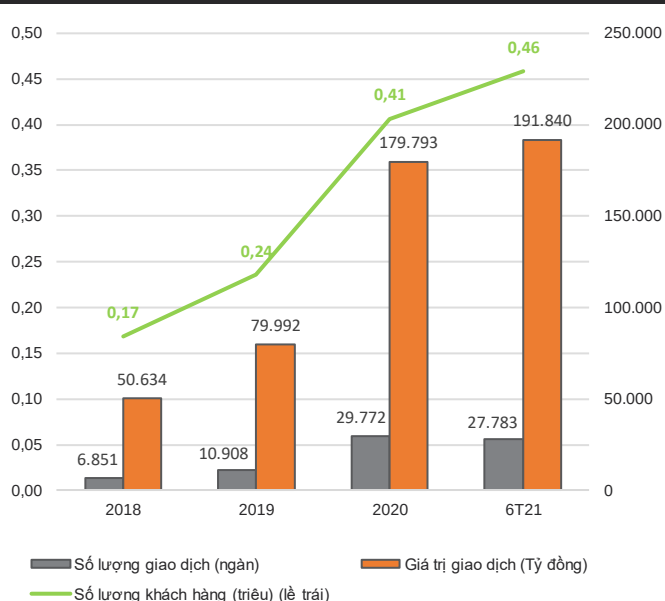
TPB là ngân hàng tiên phong trong ứng dụng ngân hàng số, đặc biệt là trong việc áp dụng ngân hàng tự động 24/7 - Livebank. TPBank là ngân hàng tiên phong tại Việt Nam áp dụng Máy giao dịch video (VTM) - Livebank từ năm 2017. Livebank có đầy đủ các tính năng của một chi nhánh/phòng giao dịch, ngoại trừ chức năng cho vay, và hoạt động liên tục 24/7. Điều này phân biệt TPB với các ngân hàng khác vì Livebank cho phép phục vụ khách hàng bất cứ lúc nào và thu hút khách hàng bởi các chức năng thuận tiện và dễ tiếp cận, mang lại lợi thế cho TPB trong việc thu hút khách hàng. Trong khi đó, TPB cũng phát triển mobile banking eBankX với tất cả các chức năng như Livebank và cung cấp nhiều gói kích thích để thúc đẩy khách hàng duy trì tiền nhàn rỗi trong tài khoản của họ và thực hiện các giao dịch trực tuyến thông qua eBankX. Sự kết hợp của Livebank và eBankX giúp TPB mở rộng cơ sở khách hàng và tăng khả năng huy động tiền gửi. Cụ thể, vào cuối 6T21, số lượng khách hàng đã tăng lên 3,9 triệu từ 3,5 triệu vào cuối năm 2020 hoặc 2,9 triệu vào cuối năm 2019. Ngoài ra, khối lượng và giá trị giao dịch trực tuyến tăng nhanh chóng trong 2 năm gần đây. Trong 6T21, số lượng và giá trị giao dịch trực tuyến gấp 4 lần trong cả năm 2018.

Hình 5: Số lượng khách hàng tăng gần gấp đôi so với cuối năm 2018



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch trong 6T21 gấp 4 lần cả năm 2018



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

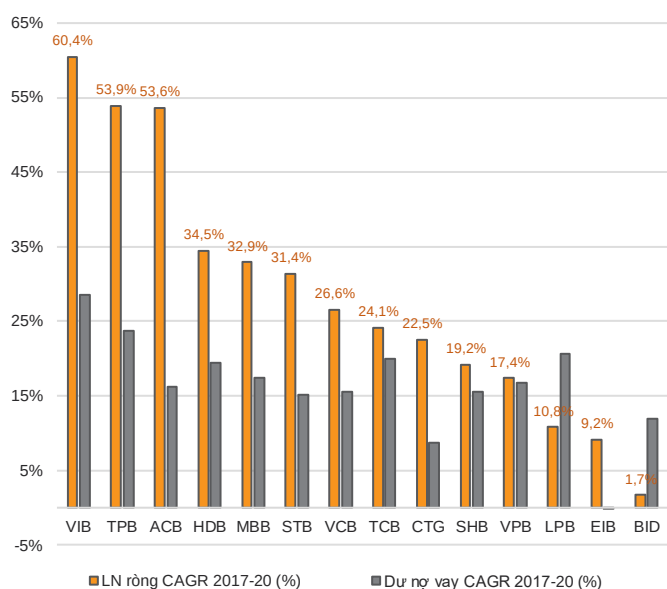
Khả năng cho vay tăng mạnh nhờ dễ dàng tiếp cận, quy trình đơn giản

Kể từ khi thành lập, TPB định hướng là một ngân hàng bán lẻ, với tỷ trọng cho vay cá nhân là 51,2%, tiếp theo là doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) là 32,9%

(tại cuối Q2/21). Cùng với sự phát triển mạnh mẽ của lĩnh vực cho vay bán lẻ tại Việt Nam, TPB ghi nhận tăng trưởng kép dư nợ vay đạt ở mức cao 23,7% trong giai đoạn 2017-20, đứng thứ hai toàn ngành, chỉ sau Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam (VIB, Khả quan, giá mục tiêu: 48.100 đồng).

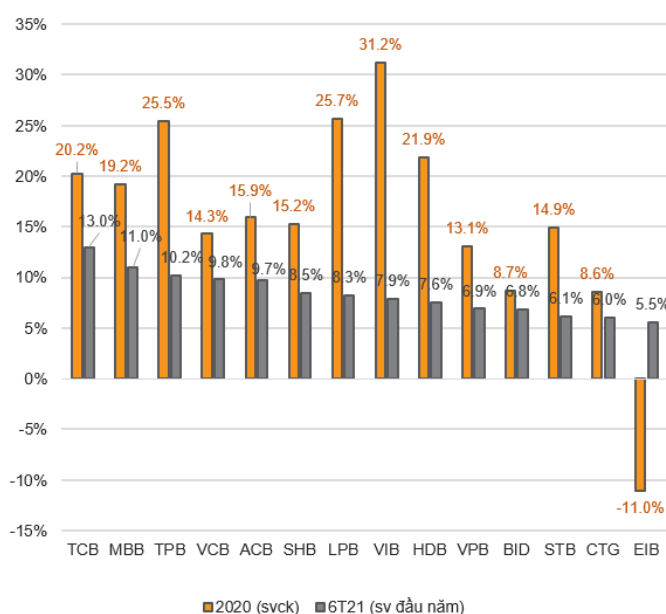
Trong thời kỳ đại dịch bùng phát, mặc dù nhu cầu đi vay sụt giảm, nhưng TPBank vẫn duy trì trong nhóm 3 ngân hàng có mức tăng trưởng dư nợ cho vay cao nhất, với 25,5% trong năm 2020 và 10,2% trong 6T21. Ngay cả trong Q3/21, khi Việt Nam phải áp dụng biện pháp giãn cách xã hội trên toàn quốc, thì dư nợ cho vay của TPB tiếp tục tăng, và đạt mức 15% trong 9T21, cao hơn gấp đôi so với mức tăng trưởng tín dụng của toàn ngành. Do tăng trưởng tín dụng của ngân hàng gần chạm hạn mức cả năm là 17,4% do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) cấp, TPB đang có kế hoạch xin NHNN tăng hạn mức tín dụng năm 2021 lên 22-25%.

Hình 7: TPB đạt tăng trưởng kép LN ròng cao thứ 2 toàn ngành giai đoạn 2017-20 nhờ mở rộng cho vay mạnh mẽ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: TPB nằm trong nhóm 3 ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cho vay cao nhất năm 2020 và 6T21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TPB tập trung vào đối tượng khách hàng phổ thông, thế hệ trẻ, và hộ kinh doanh với hai sản phẩm chủ lực là cho vay mua ô tô và cho vay mua nhà. Trong 6T21, cho vay mua nhà và cho vay mua ô tô chiếm 24,6% và 13% trong tổng dư nợ vay của ngân hàng.

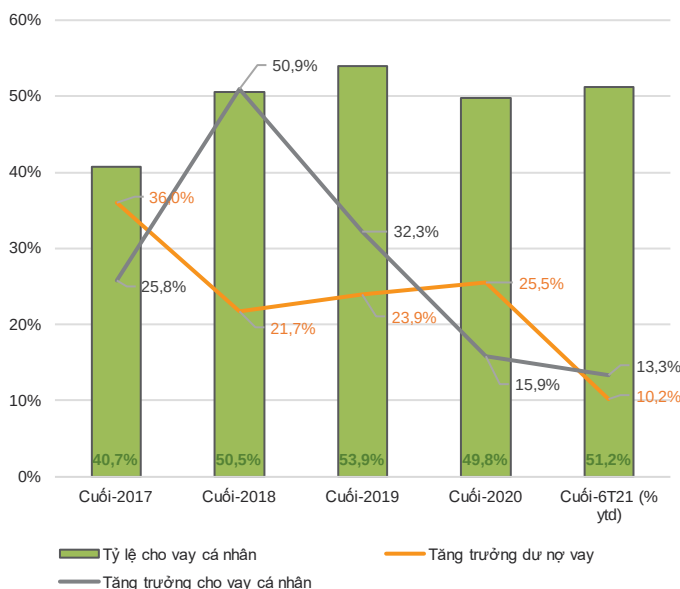
- Cho vay mua nhà: TPB tài trợ chủ yếu cho khách hàng ở phân khúc bất động sản trung cấp và bình dân với giá nhà dưới 3 tỷ đồng. Theo CBRE, đây là những phân khúc có nhu cầu cao nhất trên thị trường bất động sản do giá nhà phù hợp với thu nhập của người dân. Theo TPB, trong danh mục cho vay mua nhà của ngân hàng, nhà ở chiếm 50%, dự án nhà ở đã hoàn thành chiếm 15%, còn lại là các dự án đang xây dựng.
- Cho vay mua ô tô: TPB tập trung tài trợ cho các dòng xe phổ thông có giá dưới 1 tỷ đồng, phù hợp với túi tiền của phần lớn người dân. Ngoài ra, khách hàng mua xe có thể đăng ký vay vốn của TPB trực tiếp tại showroom của các đối tác là Mitsubishi, Toyota, Ford, Savico.

Để cạnh tranh với các đối thủ, ngân hàng cung cấp thủ tục vay đơn giản, thủ tục phê duyệt tín dụng và quy trình giải ngân nhanh chóng với lãi suất cho vay cạnh tranh. Ví dụ, quy trình phê duyệt tín dụng của TPB chỉ mất 8 giờ đối với khoản vay mua ô tô hoặc 24 giờ đối với khoản vay mua nhà, và cho đến nay chỉ có TPB và MBB cam kết thời gian cụ thể cho thủ tục phê duyệt tín dụng trên trang web của họ. Ngoài ra, TPB cũng đưa ra các gói lãi suất cho vay cạnh tranh cho các sản phẩm cụ thể. Ví dụ: lãi suất cho vay đối với khách

hàng mua nhà của bất động sản Phố Xanh và nhà ở dự án Intercontinental Hạ Long là 5,9%/năm và 0%/năm; trong khi lãi suất cho vay khách hàng mua ô tô của Mitsubishi Motors Việt Nam và Thaco là 6,3%/năm và 7,1%/năm; thấp hơn lãi suất cho vay mua nhà là 8,3%/năm và lãi suất cho vay mua ô tô là 7,4%/năm của VIB. Nhờ vậy, mảng cho vay cá nhân của TPB đạt tăng trưởng kép cao ở mức 32,3% trong giai đoạn 2017-20 và 13,3% trong 6T21.

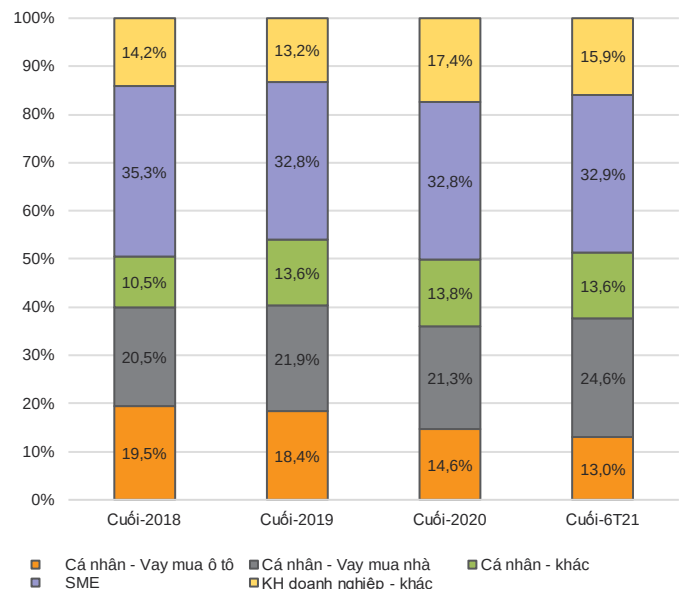
Đối với mảng khách hàng SME, TPB nhắm đến khách hàng tại các thành phố lớn, cung cấp các gói kích cầu theo ngành nghề, chẳng hạn như gói ưu đãi cho vay tín chấp lên tới 2 tỷ đồng cho các doanh nghiệp sản xuất nước mắm tại Phú Quốc hoặc thiết kế các sản phẩm riêng cho các doanh nghiệp ngành nhựa hoặc đại lý ô tô. Do đó, số lượng khách hàng SME đang hoạt động của TPB đã tăng lên gần 32.000 doanh nghiệp trong 6T21 từ 30.000 vào cuối năm 2020 và 28.000 vào cuối năm 2019. Vì vậy, tăng trưởng cho vay phân khúc SME duy trì tốc độ cao trong năm 2020 và 6T21. Cụ thể, dư nợ cho vay SME tăng 25,4% trong năm 2020 và 10,4% trong 6T21, duy trì tỷ trọng đóng góp khoảng 33% vào tổng dư nợ cho vay.

Hình 9: Cho vay cá nhân thúc đẩy tăng trưởng cho vay của TPB trong năm 2018 - 6T21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Cơ cấu cho vay của TPB. Cá nhân và SME chiếm hơn 84% dư nợ cho vay.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi dự báo TPB sẽ đạt mức tăng trưởng cho vay mạnh mẽ ở mức 24%/năm trong giai đoạn 2022-23, tương đương với mức tăng trưởng trước đại dịch. Cho vay cá nhân với 2 sản phẩm chính - cho vay mua nhà và ô tô được kỳ vọng sẽ tiếp tục chiếm ưu thế trong danh mục cho vay.

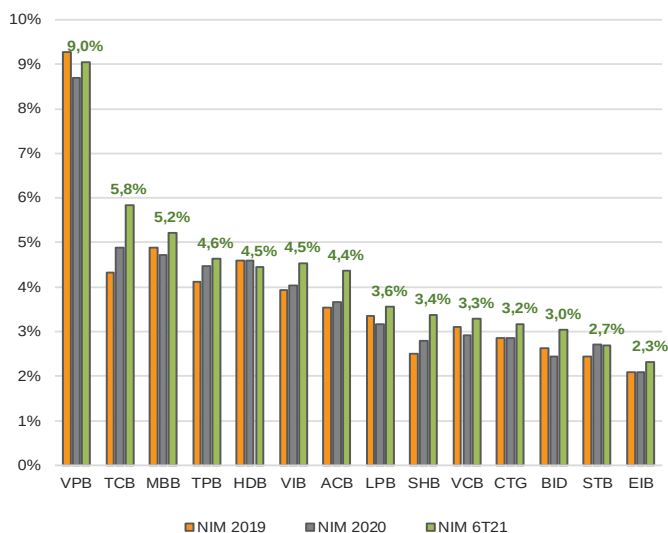
- Chúng tôi dự báo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ hiện tại đến năm 2022 để hỗ trợ kinh tế phục hồi. Lãi suất cho vay thấp sẽ khuyến khích người dân vay mua nhà, mua xe, đặc biệt là đối tượng khách hàng mục tiêu của TPB là những người trẻ, phổ thông có mong muốn sở hữu một ngôi nhà.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản nhà ở sẽ ấm lên vào năm 2022 nhờ lãi suất thấp và nhu cầu mua nhà bền vững.
- Cuối cùng, TPB vừa phát hành 9,33% cổ phần cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp với giá 33.000 đồng/cổ phiếu, giúp vốn chủ sở hữu tăng thêm 15%, và tỷ lệ an toàn vốn của công ty tăng lên 13,43% vào cuối Q3/21 từ mức 12,8% vào cuối năm 2020. Việc tăng vốn cho phép ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Biên lãi suất (NIM) vững chắc nhờ tỷ lệ cho vay bán lẻ cao

TPB duy trì vị trí trong top 5 ngân hàng có tỷ lệ NIM cao nhất trong hai năm gần đây. Trong 6 tháng đầu năm, tỷ lệ NIM cải thiện lên 4,6%, tăng 16 điểm cơ bản so với NIM năm 2020.

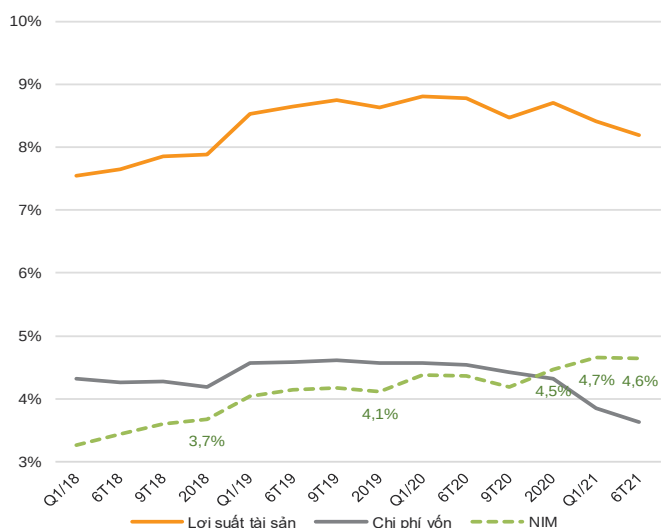
Về mặt lợi suất tài sản, là một ngân hàng định hướng bán lẻ, TPB có lợi suất tài sản cao hơn hầu hết các ngân hàng cùng ngành. Lợi suất tài sản 8,6%/8,7% trong năm 2019/20 của ngân hàng chỉ thấp hơn VPB (15,1%/14,1%) và HDB (9,3%/8,9%) do các ngân hàng này có mảng tài chính tiêu dùng lợi suất cao, và SHB (8,8%) do tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) của SHB cao hơn. Tỷ lệ cho vay cá nhân vượt trội, đặc biệt là cho vay mua nhà và ô tô có lợi suất cao, đã góp phần giúp lợi suất tài sản của TPB tốt hơn các ngân hàng cùng ngành trong 2 năm qua. Tỷ lệ cho vay cá nhân của TPB là 51,2%, nằm trong nhóm 5 ngân hàng có tỷ lệ cho vay cá nhân cao nhất trong 6T21. Trong 6 tháng đầu năm, lợi suất tài sản giảm 52 điểm cơ bản so với năm 2020 do ngân hàng tiếp tục hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch theo yêu cầu của NHNN.

Hình 11: TPB vươn lên nhóm 4 ngân hàng có NIM cao nhất trong 6T21



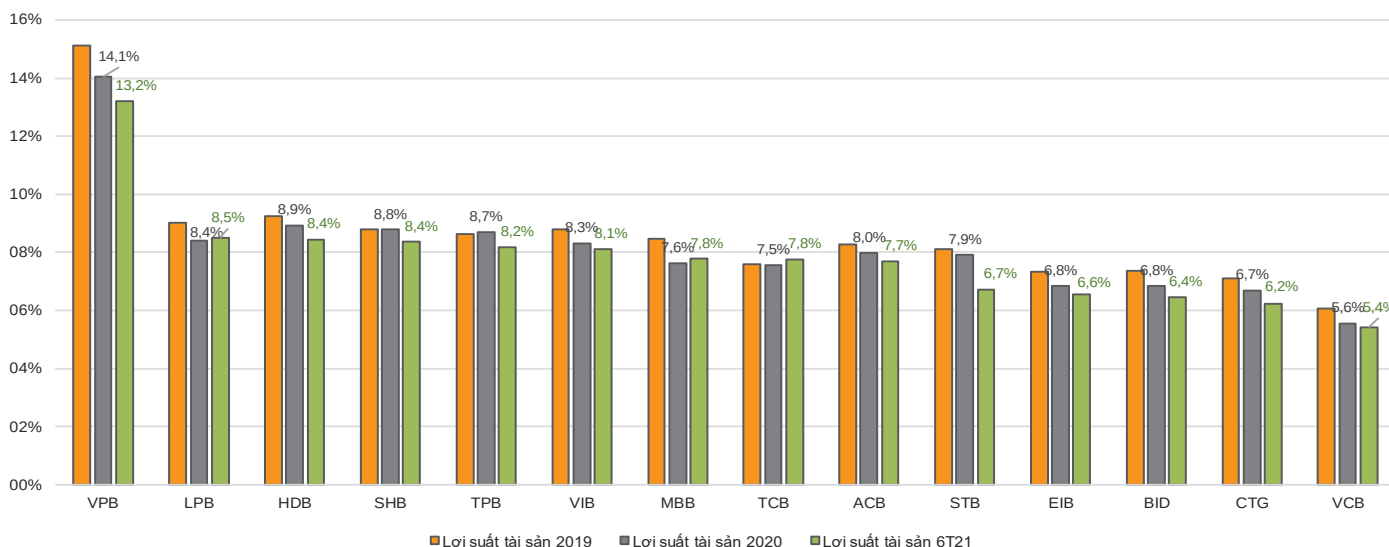
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: NIM cao vững chắc trong suốt 2018-20 và 6T21



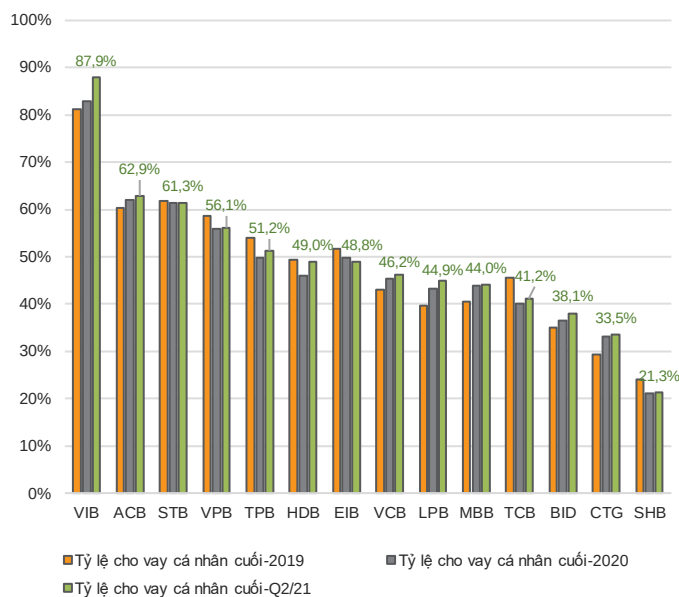
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: TPB duy trì nhóm 5 ngân hàng có lợi suất tài sản cao nhất trong 6T21



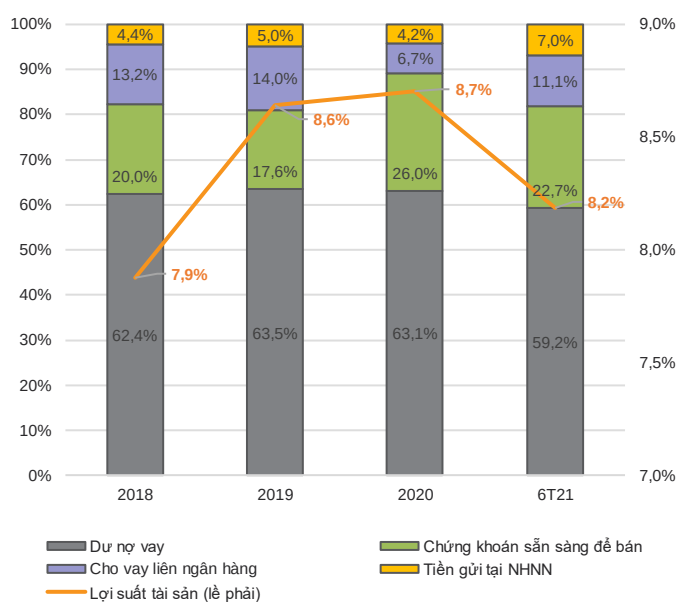
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: TPB duy trì trong nhóm 5 ngân hàng có tỷ lệ cho vay cá nhân cao nhất tại cuối Q2/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

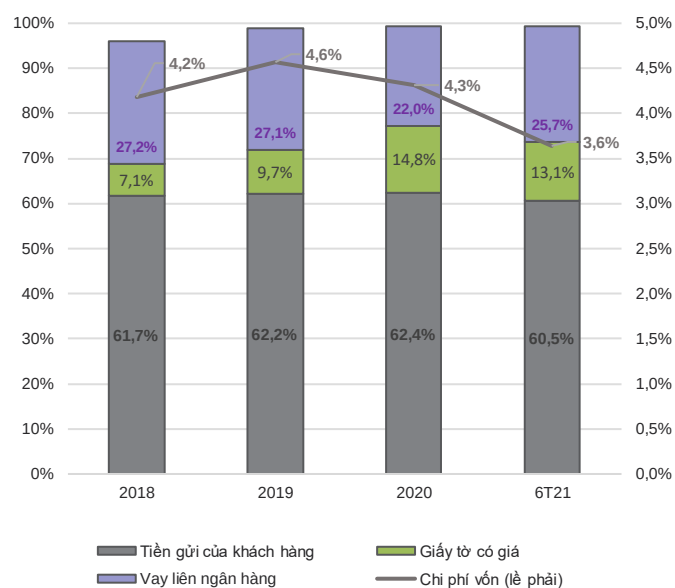
Hình 15: Cấu trúc tài sản sinh lời của TPB



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

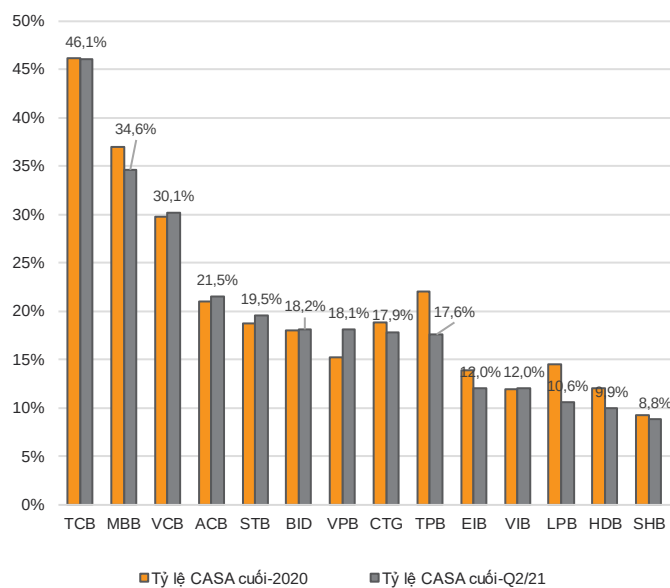
Về chi phí vốn: TPB nằm trong nhóm 5 ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất trong các năm 2019-6T21, nhờ việc tận dụng nguồn vốn liên ngân hàng và tỷ lệ CASA đáng khích lệ. TPB là bên vay ròng liên ngân hàng, và nguồn huy động từ liên ngân hàng chiếm 1/4 tổng nguồn vốn những năm gần đây của TPB (~ 25,7% vào cuối 6T21). Bên cạnh đó, TPB ghi nhận tỷ lệ CASA khá cao đạt 22,0% vào cuối năm 2020, chỉ đứng sau TCB, MBB, VCB. Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ CASA của TPB rất đáng khích lệ khi ngân hàng có mạng lưới mỏng. Chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ với Livebank hoạt động 24/7 và với các gói kích thích giao dịch trực tuyến thông qua ứng dụng mobile banking eBankX đã giúp tỷ lệ CASA của TPB đạt mức cao. Tuy nhiên, tỷ lệ CASA của TPB đã giảm xuống 17,6% vào cuối Q2/21, điều này có thể ảnh hưởng đến chi phí vốn của ngân hàng trong nửa cuối năm 2021.

Hình 16: Chi phí vốn thấp nhờ tận dụng nguồn vốn liên ngân hàng và tỷ lệ CASA đáng khích lệ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: TPB có tỷ lệ CASA trung bình



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi dự báo NIM của TPB sẽ tăng 32 điểm cơ bản lên 4,9% cho giai đoạn 2021-23. Việc mở rộng cho vay cá nhân được dự báo sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng NIM, đặc biệt là phân khúc cho vay mua nhà và cho vay mua ô tô. Do chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng hiện tại đến năm 2022 để hỗ trợ sự phục hồi kinh tế, và lãi suất cho vay thấp sẽ khuyến khích người dân vay để mua nhà hoặc xe hơi.

Đối với năm 2021, chúng tôi kỳ vọng NIM ở mức 4,6%, thấp hơn một chút so với mức 6T21, dựa trên lợi suất tài sản là 8,1% và chi phí vốn là 3,7%. Chúng tôi dự báo lợi suất tài sản là 8,1% vào năm 2021, thấp hơn mức 8,2% trong 6T21 do các ngân hàng buộc phải giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch sẽ làm giảm lợi suất tài sản trong 6 tháng cuối năm. Trong khi đó, chúng tôi ước tính chi phí vốn sẽ tăng lên 3,7%, cao hơn mức 3,6% trong 6T21 do nhu cầu huy động vốn thường tăng vào cuối năm.

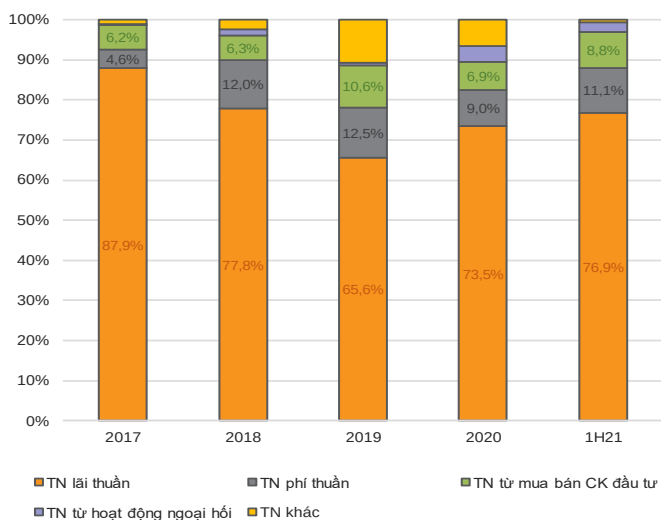
Đa dạng hóa nguồn thu nhập giúp thu nhập hoạt động tăng vững chắc

Theo quan điểm của chúng tôi, TPB có thu nhập hoạt động đa dạng nhất trong số các ngân hàng trong nước, với thu nhập ngoài lãi đóng góp khoảng 25% tổng thu nhập hoạt động. Trong khi thu nhập lãi thuần (NII) ghi nhận tăng trưởng kép đạt 33,9%, thì tăng trưởng kép thu nhập ngoài lãi (Non-II) đạt 84,6% trong giai đoạn 2017-20. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập ngoài lãi chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập từ phí và danh mục đầu tư hợp lý của ngân hàng.

Thu nhập phí thuần (NFI) đạt tăng trưởng kép mạnh mẽ ở mức 78,4% trong giai đoạn 2017-20, và 119,8% trong 6T21 - chiếm 11,1% tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh (TOI). Hơn 60% thu nhập phí thuần đến từ hoạt động bancassurance. Năm 2019, TPB đã ký hợp đồng bancassurance độc quyền với Sun Life Việt Nam và nhận toàn bộ phí trả trước 1.800 tỷ đồng trong giai đoạn 2019-20. Vào năm 2020, dòng phí hoa hồng từ bảo hiểm nhân thọ là 350 tỷ đồng đã đóng góp vào 60,8% thu nhập từ hoạt động bảo hiểm của TPB. Chúng tôi kỳ vọng bảo hiểm nhân thọ nói chung và bancassurance nói riêng sẽ phục hồi vào năm 2022-23F do nhu cầu gia tăng về an toàn tài chính sau đại dịch. Do đó, chúng tôi dự báo NFI của TPB sẽ tăng 50%/năm giai đoạn 2021-23F từ mức giảm 12,6% vào năm 2020, nhờ hoạt động banca.

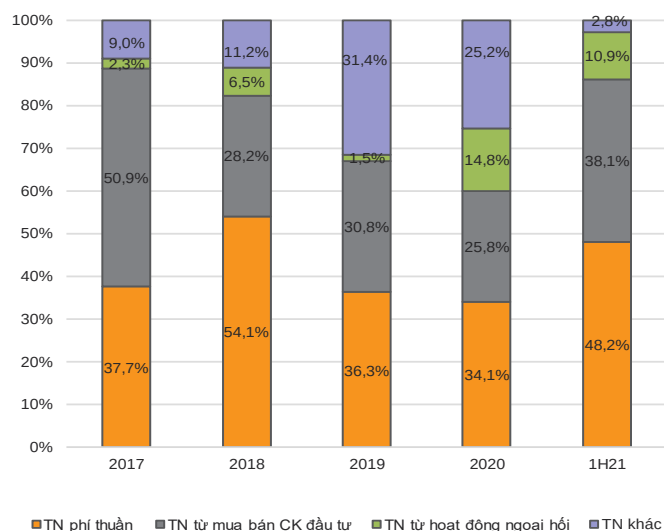
TPB có danh mục đầu tư hợp lý với trái phiếu chính phủ và trái phiếu của các tổ chức tín dụng chiếm tỷ trọng 77%, giúp thu nhập từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư tăng tốt và đóng góp khoảng 7 - 9% vào TOI.

Hình 18: TPB có nguồn thu nhập đa dạng (% tổng thu nhập hoạt động)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: Cấu trúc thu nhập ngoài lãi của TPB

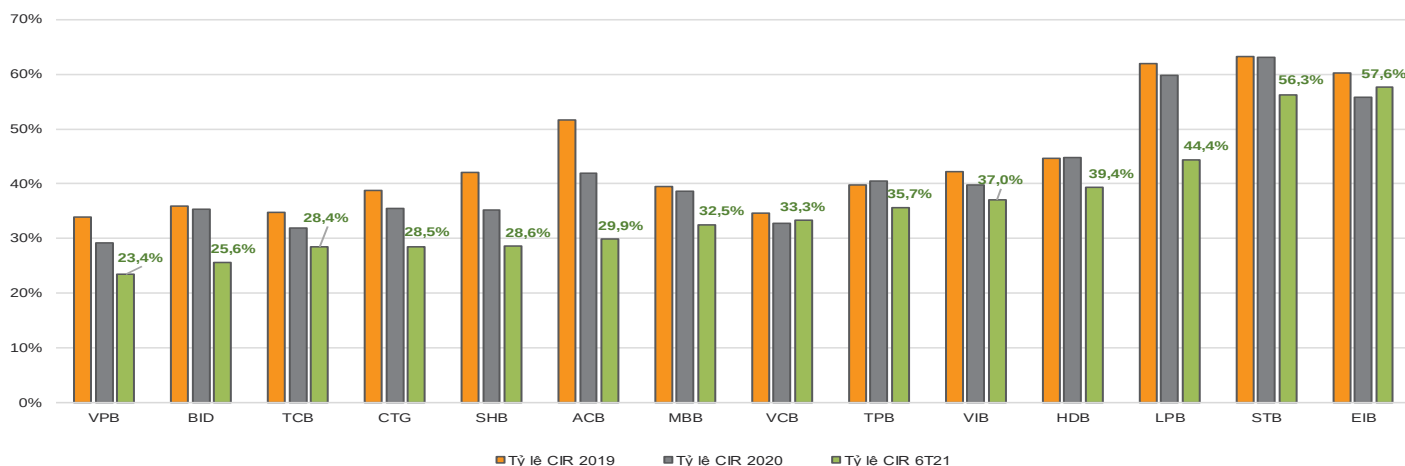


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tỷ lệ CIR cải thiện qua các năm, thấp hơn mức trung bình ngành

Là một ngân hàng quy mô vừa và nhỏ với mạng lưới mỏng, TPB đã chi nhiều hơn cho chi phí marketing để đẩy mạnh thương hiệu, tiếp cận và thu hút khách hàng. Hệ số chi phí/thu nhập (CIR) của ngân hàng được cải thiện trong những năm qua chủ yếu do TOI tăng trưởng mạnh hơn chi phí hoạt động, nhờ vậy tỷ lệ CIR của TPB cũng đã thấp hơn tỷ lệ CIR trung bình của 17 ngân hàng niêm yết trong 2 năm gần đây. Trong 6 tháng đầu năm, TPB đã khai trương thêm 5 chi nhánh/phòng giao dịch và 6 Livebank nâng mạng lưới lên 92 chi nhánh/phòng giao dịch và 336 Livebank, tuy nhiên, hệ số CIR của ngân hàng ở mức 35,7%, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ 42,6% trong 6T20, do hoạt động marketing bị hạn chế khi Việt Nam áp dụng giãn cách xã hội dưới tác động của đại dịch, khiến chi phí hoạt động 6T21 chỉ tăng 6,9% sv cùng kỳ.

Hình 20: Tỷ lệ CIR của TPB thấp hơn mức trung bình ngành trong hơn 2 năm trở lại đây

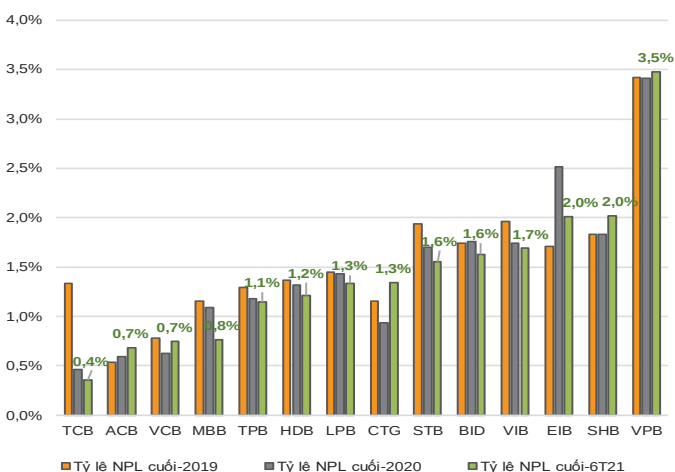


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chất lượng tài sản vững chắc với nguồn dự phòng dồi dào

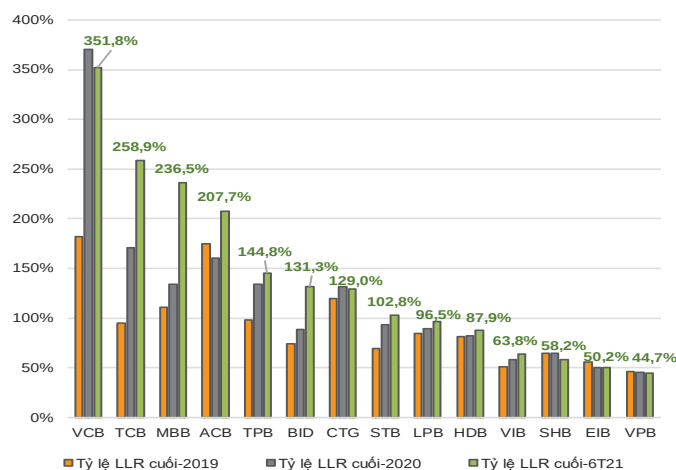
TPB luôn chú trọng quản lý chất lượng tài sản của mình trong tầm kiểm soát trong những năm qua, giúp duy trì tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) cao. Vào cuối 6T21, tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng đã giảm xuống 1,1% từ 1,2% vào cuối năm 2020, nằm trong nhóm ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất, chỉ sau TCB, VCB, ACB và MBB. Trong khi đó, nợ cơ cấu lại của TPB là 1.261 tỷ đồng (~ 0,95% tổng dư nợ vay), giảm từ 1.700 tỷ đồng vào cuối năm 2020. TPB tuân thủ theo thông tư 03, trích lập dự phòng cụ thể bổ sung trong khuôn khổ 3 năm. Đồng thời, tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) của TPB đã tăng lên 144,8% cuối 6T21 từ mức 134,2% vào cuối năm 2020, cao thứ 5 toàn ngành.

Hình 21: TPB duy trì trong nhóm 5 ngân hàng có tỷ lệ NPL thấp nhất ngành tại cuối 6T21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 22: TPB duy trì nguồn dự phòng dồi dào tại cuối 6T21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hệ số an toàn vốn (CAR) cải thiện cho phép thâm nhập sâu hơn vào mảng cho vay mua nhà

Vào cuối năm 2020, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của TPB là 12,8%, chỉ thấp hơn TCB. Hiện tại, vào cuối Q3/21, hệ số CAR của TPB đã tăng lên 13,43%, giúp gia tăng tính thanh khoản của ngân hàng và cho phép ngân hàng thâm nhập nhiều hơn vào phân khúc cho vay mua nhà có lợi suất cao.

Triển vọng: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong những năm tới đây

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép EPS đạt 23,1% giai đoạn 2021-23

Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép thu nhập lãi thuần (NII) là 22,6% trong giai đoạn 2021-23, dựa trên tăng trưởng kép dư nợ vay 24% và NIM mở rộng 32 điểm cơ bản.

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng dư nợ cho vay năm 2021 đạt mức 20% so với mức 25,5% trong năm 2020. Vào cuối Q3/21, tăng trưởng dư nợ cho vay của ngân hàng đạt 15% so với đầu năm. Chính phủ đã thực hiện nới lỏng việc áp dụng giãn cách xã hội kể từ tháng 10, tạo điều kiện cho hoạt động tín dụng toàn hệ thống phục hồi, do đó, mức dự báo tăng trưởng cho vay của TPB ở mức 20% vào năm 2021 là có thể đạt được. Đối với năm 2022-23, chúng tôi kỳ vọng tín dụng toàn hệ thống sẽ phục hồi ít nhất tương đương mức trước đại dịch là 13% nhờ sự phục hồi kinh tế và được hỗ trợ bởi lãi suất thấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng dư nợ cho vay của TPB sẽ đạt 24%/năm trong giai đoạn 2022-23, tương đương mức tăng trưởng trước đại dịch của ngân hàng này.
- Chúng tôi kỳ vọng NIM của TPB sẽ ở mức 4,6% vào năm 2021, thấp hơn một chút so với mức 6T21, sau đó mở rộng 32 điểm cơ bản cho giai đoạn 2021-23F. Việc mở rộng cho vay cá nhân được ước tính sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng NIM, đặc biệt là phân khúc cho vay mua nhà và cho vay mua ô tô. Do chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng hiện hành đến năm 2022 để hỗ trợ sự phục hồi kinh tế, và lãi suất cho vay thấp sẽ khuyến khích người dân vay để mua nhà hoặc xe hơi, giúp tăng lợi suất tài sản, cải thiện NIM.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép thu nhập ngoài lãi (Non-II) là 36,5% trong giai đoạn 2021-23F, chủ yếu được thúc đẩy bởi CAGR thu nhập phí thuần (NFI) 50,0%. Chúng tôi kỳ vọng bảo hiểm nhân thọ nói chung và bancassurance nói riêng sẽ phục hồi vào năm 2022-23 do nhu cầu gia tăng về an toàn tài chính sau đại dịch. Do đó, chúng tôi dự báo NFI của TPB sẽ tăng 50,0%/năm giai đoạn 2021-23 từ mức giảm 12,6% vào năm 2020, nhờ hoạt động banca.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) ở mức 37,0% vào năm 2021, sau đó tăng trở lại lên 39,0% vào năm 2022-23. Do đại dịch, các ngân hàng có xu hướng cắt giảm chi phí và hạn chế hoạt động tiếp thị, TPB không phải là ngoại lệ, do đó chúng tôi kỳ vọng hệ số CIR của ngân hàng sẽ giảm xuống 37,0% vào năm 2021 từ mức 40,5% vào năm 2020. Thực tế, trong 6T21, TPB đã khai trương thêm 5 chi nhánh/phòng giao dịch và 6 Livebank nâng mạng lưới lên 92 chi nhánh/phòng giao dịch và 336 Livebank, tuy nhiên, hệ số CIR của ngân hàng ở mức 35,7%, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ 42,6% trong 6T20 do hoạt động tiếp thị bị hạn chế. Hiện tại, số lượng mạng lưới và Livebank được nâng lên lần lượt là 93/350 điểm. Hơn thế nữa, TPB vừa được NHNN cho phép khai trương thêm 5 chi nhánh và 5 phòng giao dịch. Theo TPB, ngân hàng đặt mục tiêu mở rộng mạng lưới của mình lên 119 chi nhánh/phòng giao dịch và 400 Livebank trong năm 2021-22. Việc khai trương mạng lưới mới và tiếp tục hoạt động tiếp thị khi Việt Nam bình thường hóa trở lại vào năm 2022-23 sẽ làm tăng chi phí hoạt động của ngân hàng. Do đó, chúng tôi ước tính hệ số CIR sẽ tăng lên mức 39,0% vào năm 2022-23.

Chúng tôi ước tính rằng chi phí tín dụng là 1,5% trong giai đoạn 2021-23, thấp hơn mức 1,7% vào năm 2020, đủ để duy trì chất lượng tài sản vững chắc hiện

tại. Hơn nữa, khi nền kinh tế phục hồi, các doanh nghiệp sẽ hoạt động trở lại và thanh toán các nghĩa vụ của mình, giúp nâng cao chất lượng tài sản.

Vì vậy, tăng trưởng kép lợi nhuận ròng 2021-23 dự kiến là 24,2%, cùng với trọng số tài sản có rủi ro (RWA) dự kiến ở mức 110% trong 2021-23 từ mức 103% vào năm 2020, dựa trên tính toán theo Basel II với CAR dự kiến là 13,9% vào cuối năm 2021-23, cao hơn mức 12,8% vào cuối năm 2020.

Hình 23: Các chỉ số chính trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

(Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2018-20	CAGR 2021-23
Thu nhập lãi thuần	4.378	5.633	7.619	9.499	11.892	14.276	31,9%	22,6%
Thu nhập ngoài lãi	1.249	2.955	2.750	2.804	3.808	5.225	48,4%	36,5%
Thu nhập phí thuần	676	1.072	937	1.406	2.108	3.162	17,7%	50,0%
Thu nhập từ mua bán chứng khoán đầu tư	352	911	711	760	814	854	102,3%	7,0%
Tổng thu nhập hoạt động	5.627	8.588	10.369	12.303	15.700	19.501	35,8%	25,9%
% tăng trưởng	55,9%	52,6%	20,7%	18,7%	27,6%	24,2%		
Tổng chi phí hoạt động	2.847	3.422	4.197	4.552	6.123	7.605	21,4%	29,3%
% tăng trưởng	46,6%	20,2%	22,6%	8,5%	34,5%	24,2%		
Lợi nhuận trước dự phòng	2.780	5.166	6.172	7.751	9.577	11.896	49,0%	23,9%
% tăng trưởng	66,7%	85,8%	19,5%	25,6%	23,6%	24,2%		
Chi phí dự phòng	522	1.298	1.783	1.980	2.419	3.000	84,8%	23,1%
% trên lợi nhuận trước dự phòng	18,8%	25,1%	28,9%	25,5%	25,3%	25,2%		
Lợi nhuận trước thuế	2.258	3.868	4.389	5.771	7.158	8.896	39,4%	24,2%
% tăng trưởng	87,3%	71,3%	13,5%	31,5%	24,0%	24,3%		
Lợi nhuận sau thuế	1.805	3.094	3.510	4.617	5.727	7.117	39,4%	24,2%
% tăng trưởng	87,3%	71,4%	13,5%	31,5%	24,0%	24,3%		

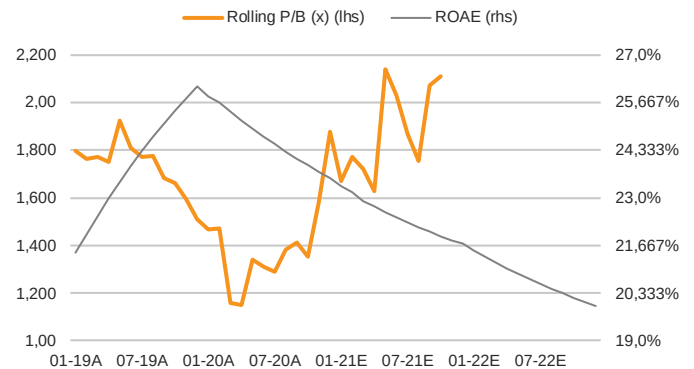
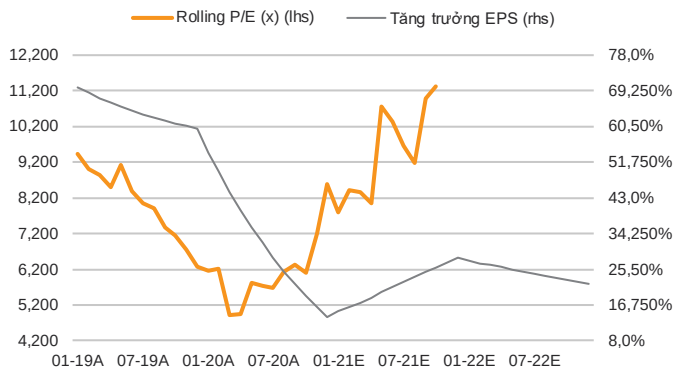
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 24: Các chỉ số chính trong bảng cân đối tài chính

(Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2018-20	CAGR 2021-23
Tài sản sinh lãi (Không bao gồm dự phòng) 'IEAs'	123.661	150.625	190.117	222.085	264.445	315.086	24,0%	19,1%
% tăng trưởng	8,2%	21,8%	26,2%	16,8%	19,1%	19,2%		
Dư nợ cho vay	77.185	95.644	119.991	143.989	178.547	221.398	24,7%	24,0%
% tăng trưởng	21,7%	23,9%	25,5%	20,0%	24,0%	24,0%		
Cho vay liên ngân hàng	21.034	28.785	21.807	23.988	26.387	28.234	7,4%	10,0%
% tăng trưởng	-15,7%	36,9%	-24,2%	10,0%	10,0%	7,0%		
Đầu tư chứng khoán	25.443	26.184	48.242	54.031	59.434	65.378	0,5%	11,0%
% tăng trưởng	-1,9%	2,9%	84,2%	12,0%	10,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi 'IBLs'	123.453	148.613	185.609	209.344	246.532	290.937	22,6%	17,9%
% tăng trưởng	6,6%	20,4%	24,9%	12,8%	17,8%	18,0%		
Tiền gửi khách hàng	76.138	92.439	115.904	134.448	161.338	193.605	23,4%	20,0%
% tăng trưởng	8,3%	21,4%	25,4%	16,0%	20,0%	20,0%		
Giấy tờ có giá	8.715	14.426	27.439	29.360	30.828	32.369	77,4%	5,0%
% tăng trưởng	150,4%	65,5%	90,2%	7,0%	5,0%	5,0%		
Vay liên ngân hàng	33.491	40.214	40.880	44.150	52.980	63.577	10,5%	20,0%
% tăng trưởng	-17,8%	20,1%	1,7%	8,0%	20,0%	20,0%		
Tiền vay NHNN	4.752	828	698	698	698	698	-61,7%	0,0%
% tăng trưởng	339,1%	-82,6%	-15,7%	0,0%	0,0%	0,0%		
Vốn tài trợ từ Chính phủ và các tổ chức khác	356	706	689	689	689	689	39,1%	0,0%
% tăng trưởng	64,1%	98,4%	-2,5%	0,0%	0,0%	0,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	9.499	11.892	14.276
Thu nhập lãi suất ròng	2.804	3.808	5.225
Tổng lợi nhuận hoạt động	12.303	15.700	19.501
Tổng chi phí hoạt động	(4.552)	(6.123)	(7.605)
LN trước dự phòng	7.751	9.577	11.896
Tổng trích lập dự phòng	(1.980)	(2.419)	(3.000)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	5.771	7.158	8.896
Thuế	(1.154)	(1.432)	(1.779)
Lợi nhuận sau thuế	4.617	5.727	7.117
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	4.617	5.727	7.117

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	143.989	178.547	221.398
Cho vay các ngân hàng khác	13.968	15.365	16.440
Tổng cho vay	157.957	193.912	237.838
Chứng khoán - Tổng cộng	54.031	59.434	65.378
Các tài sản sinh lãi khác	10.097	11.099	11.870
Tổng các tài sản sinh lãi	222.085	264.445	315.086
Tổng dự phòng	(2.441)	(2.548)	(3.078)
Tổng cho vay khách hàng	141.819	176.296	218.647
Tổng tài sản sinh lãi ròng	219.645	261.897	312.009
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.369	2.535	2.713
Tổng đầu tư	0	0	0
Các tài sản khác	17.159	18.360	19.645
Tổng tài sản không sinh lãi	19.528	20.895	22.358
Tổng tài sản	239.173	282.791	334.366
Nợ khách hàng	134.448	161.338	193.605
Dư nợ tín dụng	29.360	30.828	32.369
Tài sản nợ chịu lãi	163.808	192.165	225.974
Tiền gửi	698	698	698
Tổng tiền gửi	164.506	192.863	226.672
Các khoản nợ lãi suất khác	44.839	53.669	64.265
Tổng các khoản nợ lãi suất	209.344	246.532	290.937
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	4.032	4.736	4.789
Tổng nợ không lãi suất	4.032	4.736	4.789
Tổng nợ	213.376	251.269	295.726
Vốn điều lệ và	11.717	11.717	11.717
Thặng dư vốn cổ phần	2.577	2.577	2.577
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	10.640	16.366	23.483
Các quỹ thuộc VCSH	862	862	862
Vốn chủ sở hữu	25.796	31.523	38.640
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	25.796	31.523	38.640
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	239.173	282.791	334.366

	12-21E	12-22E	12-23E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	16,0%	20,0%	20,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	20,0%	24,0%	24,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	24,7%	25,2%	20,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,6%	23,6%	24,2%
Tăng trưởng LN ròng	31,5%	24,0%	24,3%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	16,8%	19,2%	19,1%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.009	4.887	6.074
BVPS (VND)	22.017	26.904	32.978
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	28,3%	21,9%	24,3%

Các chỉ số chính

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,6%	4,9%	4,9%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(37,0%)	(39,0%)	(39,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,1%	1,1%	1,2%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,1%	1,2%	1,2%
LN/ TB cho vay	1,5%	1,5%	1,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,9%	13,9%	13,9%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	87,9%	92,9%	98,0%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,1%	8,5%	8,8%
Chi phí cho các quỹ	3,7%	3,8%	4,2%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,3%	4,6%	4,6%
ROAE	21,7%	20,0%	20,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>