

TPBANK - TPB

Khả quan

Đi qua những ngày mưa

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND31.000

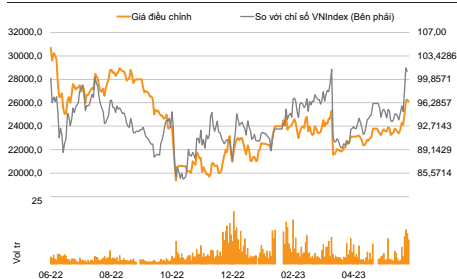
Consensus*: Mua:3 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: 5,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND31.000
Giá thị trường	VND26.100
Cao nhất 52 tuần (VND)	30.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	97.482
Thị giá vốn (tỷ VND)	41.600
Free float	60%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	6,5
P/B hiện tại (x)	1,2

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Doji Gold & Gems Group	5,9%
FPT Group	5,3%
PYN Elited Fund	5,1%
Khác	83,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

- LN ròng trong Q1/23 của TPB tăng 8,8% svck đạt 1.413 tỷ đồng (hoàn thành 21% dự phóng 2023 của chúng tôi).
- Tăng trưởng LN ròng của TPB dự kiến sẽ chậm lại còn 9%/18% svck trong giai đoạn 2023-24 (tốc độ tăng trưởng kép 2020-22 là 33,6%).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 31.000đ/cp.

NIM thu hẹp làm chậm lại đà tăng trưởng LN ròng Q1/23

TPB ghi nhận tài sản sinh lời tăng 13% svck (+5,3% kể từ đầu năm), trong đó cho vay tăng trưởng 15% svck (+7,3% kể từ đầu năm). Tăng trưởng cho vay của TPB cao hơn trung bình ngành nhờ tỷ trọng cho vay doanh nghiệp cao (+11,6% so với đầu năm, bao gồm doanh nghiệp vừa và nhỏ, chiếm 43,4% tổng cho vay) do tình trạng thiếu thanh khoản trước đó đã thúc đẩy nhu cầu vay vốn. Tuy nhiên, NIM giảm 33 điểm cơ bản svck do (1) mảng trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) gặp khó khăn (hình 6) và (2) tỷ lệ CASA giảm. Do đó, thu nhập hoạt động của TPB đã giảm 3,3% svck. Chi phí dự phòng giảm mạnh 58% svck, giúp LN ròng tăng 8,8% svck (1.413 tỷ đồng – hoàn thành 21% dự phóng cả năm 2023 của chúng tôi).

Chất lượng tài sản có sự suy yếu do những khó khăn vĩ mô

Môi trường lãi suất cao đã làm giảm chi tiêu của người tiêu dùng và khả năng trả nợ, từ đó làm giảm nhu cầu vay vốn. Mặt khác, các NH vẫn sẽ thận trọng hơn khi cho nhóm này vay để giảm thiểu nợ xấu trong hoàn cảnh hiện tại. Do có dư nợ cho vay bán lẻ cao (chiếm 56,7% dư nợ), chất lượng tài sản của TPB đã suy giảm: tỷ lệ nợ xấu tăng vọt lên 1,5% (so với 0,8% cuối năm 2022) và tỷ lệ LLR giảm xuống 84% cuối Q1/23 (so với 135% cuối năm 2022). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện từ nửa cuối 2023, do (1) tác động của các chính sách hỗ trợ (xem báo cáo của chúng tôi tại [đây](#)) và (2) NHNN đã ba lần hạ lãi suất điều hành, đánh dấu sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

Căng thẳng trên thị trường TPDN phần nào được giải tỏa

Lưu ý rằng TPB là một trong các ngân hàng có dư nợ TPDN lớn, hiện chiếm ~11% cơ cấu tín dụng. Do những sóng gió trên thị trường TPDN, dư nợ TPDN của TPB đã giảm 5,1% kể từ đầu năm (-26% svck). Tuy vậy những khó khăn trên có thể được giải quyết phần nhờ Thông tư 03/2023. Đây là một trong những cách để thúc đẩy cho vay trong bối cảnh tín dụng hệ thống tăng trưởng yếu (+3% so với đầu năm vào cuối tháng 5) và thanh khoản tương đối dồi dào. Điều này cũng giúp thúc đẩy nhu cầu TPDN và tác động tích cực đến các ngân hàng có dư nợ TPDN cao như TPB (tuy nhiên vẫn còn phụ thuộc vào khẩu vị rủi ro của mỗi ngân hàng).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 31.000đ/cp

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN ròng của TPB sẽ chậm lại còn 9%/18% svck trong giai đoạn 2023-24 (tốc độ tăng trưởng kép 2020-22 là 33,6%). Nhìn vào mặt tích cực, những rủi ro đã phần nào được phản ánh vào giá khi hiện tại TPB đang giao dịch tại P/B năm 2023 là 0,96 lần (trung bình ngành là 1,2 lần) – chỉ cao hơn một chút so với mức -2 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm, cho thấy một mức định giá hấp dẫn. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp P/B 2023 mục tiêu là 1,2 lần và định giá thu nhập thặng dư (COE: 14,1%, LTG: 3%), tỷ trọng bằng nhau. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất giảm chậm hơn dự kiến, (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến và (3) tác động của các chính sách hỗ trợ chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	9.946	11.387	12.098	13.670
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,3%	4,0%	3,8%	3,8%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	13.517	15.617	16.833	19.060
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.908)	(1.844)	(2.218)	(2.132)
LN ròng (tỷ)	4.830	6.262	6.844	8.053
Tăng trưởng LN ròng	37,6%	29,6%	9,3%	17,7%
EPS điều chỉnh	3.560	3.959	4.327	5.091
BVPS	16.429	20.382	24.706	29.797
ROAE	22,6%	21,5%	19,2%	18,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đi qua những ngày mưa

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 31.000đ/cp

Chúng tôi cho rằng những rủi ro đã phần nào được phản ánh vào giá khi hiện tại TPB đang giao dịch tại P/B năm 2023 là 0,96 lần (trung bình ngành là 1,2 lần) – chỉ cao hơn một chút so với mức -2 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm, cho thấy một mức định giá hấp dẫn. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp P/B 2023 mục tiêu 1,2 lần và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 14,1%, LTG: 3%), tỷ trọng bằng nhau. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất giảm chậm hơn dự kiến, (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến và (3) tác động của các chính sách hỗ trợ chậm hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%

(tỷ đồng)

Giá trị sổ sách đầu kỳ	32.239
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	9.593
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	9.031
Giá trị vốn chủ sở hữu	50.862
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.582
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	32.155

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	32.155	16.078
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2023)	50%	29.894	14.947
Giá mục tiêu (đ/cp)			31.025
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			31.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (giá đóng cửa ngày 02/06/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)	P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE %		ROA %		
							Tỷ USD	Hiện tại		12T	2023	Hiện tại	2023	Hiện tại
Vietcombank	VCB VN	94.900	108.700	Khả quan	19,1	3,1	2,6	14,5	13,2	11,4%	23,6%	19,3%	1,9%	1,6%
VPBank	VPB VN	19.850	24.800	Khả quan	5,7	1,3	1,2	11,0	7,6	13,3%	12,9%	16,3%	1,9%	2,5%
Techcombank	TCB VN	32.200	42.000	Khả quan	4,8	1,0	0,8	5,9	4,8	12,3%	17,8%	17,9%	2,9%	3,0%
Vietinbank	CTG VN	28.650	35.900	Khả quan	5,9	1,2	1,1	8,1	9,6	13,3%	16,1%	16,8%	1,0%	1,1%
NH TMCP Quân Đội	MBB VN	19.700	29.300	Khả quan	3,8	1,1	0,9	5,0	4,5	16,5%	24,8%	23,1%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	21.800	30.000	Khả quan	3,6	1,4	1,2	5,8	5,8	15,4%	26,3%	24,1%	2,6%	2,4%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	23.050	27.000	Khả quan	2,1	1,5	1,2	5,5	4,6	15,5%	29,7%	29,3%	2,5%	2,6%
HDBank	HDB VN	19.050	25.000	Khả quan	2,0	1,2	1,1	6,0	7,6	17,9%	22,6%	23,2%	1,9%	2,2%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	26.300	31.000	Khả quan	1,8	1,2	1,0	6,5	5,2	16,0%	20,9%	19,2%	2,0%	2,0%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	15.000	17.400	Khả quan	1,1	1,0	0,9	5,5	5,8	6,8%	19,9%	17,5%	1,4%	1,3%
Trung bình						1,4	1,2	7,4	6,9	13,8%	21,5%	20,7%	2,1%	2,1%
Trung vị						1,2	1,1	6,0	5,8	13,8%	21,5%	19,3%	2,0%	2,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q1/23: thấp hơn kỳ vọng

Hình 4: So sánh KQKD (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

(Đơn vị: tỷ đồng)	Q1/23	Q1/22	% svck	Dự phóng 2023	2022	% svck	% dự phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần (NII)	2.737	2.831	-3,3%	12.098	11.387	6,3%	22,6%	Phù hợp với dự phóng
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	922	785	17,5%	4.735	4.231	11,9%	19,5%	Thấp hơn dự phóng do lãi từ chứng khoán đầu tư giảm mạnh
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	3.659	3.616	1,2%	16.833	15.617	7,8%	21,7%	
Chi phí HĐ	(1.579)	(1.238)	27,6%	(6.060)	(5.945)	1,9%	26,1%	
LN trước dự phòng (PPOP)	2.080	2.378	-12,5%	10.773	9.672	11,4%	19,3%	
Chi phí dự phòng	(315)	(755)	-58,3%	(2.218)	(1.844)	20,3%	14,2%	Thấp hơn dự phóng
LNTT	1.765	1.623	8,7%	8.555	7.828	9,3%	20,6%	
LN ròng	1.413	1.299	8,8%	6.844	6.262	9,3%	20,6%	Thấp hơn dự phóng

Nguồn: TPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Các chỉ số tài chính của TPB theo quý

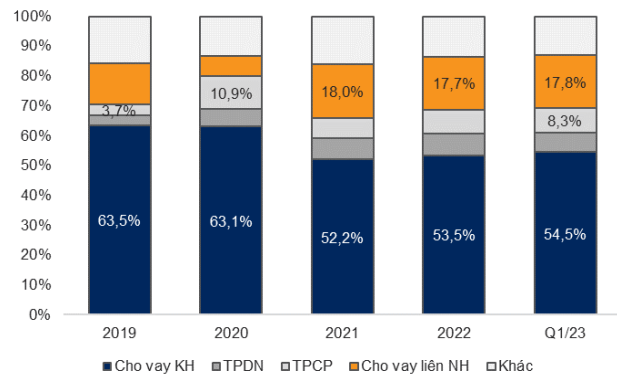
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
NII/TOI	53,6%	71,1%	72,0%	77,1%	73,9%	80,9%	73,6%	77,8%	78,3%	66,4%	72,8%	75,9%	74,8%
Non-II/TOI	46,4%	28,9%	28,0%	22,9%	26,1%	19,1%	26,4%	22,2%	21,7%	33,6%	27,2%	24,1%	25,2%
NIM	4,4%	4,4%	4,2%	4,5%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,2%	4,1%	4,0%	3,8%
CIR	35,7%	45,1%	40,1%	36,6%	40,0%	35,2%	36,0%	25,6%	39,0%	34,2%	38,5%	34,5%	44,9%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%	1,4%	1,1%	0,8%
Dự phòng/PPOP	24,3%	30,1%	29,6%	30,6%	21,6%	27,9%	49,2%	25,4%	31,8%	23,0%	13,3%	5,7%	15,1%
NPL	1,3%	1,9%	1,5%	1,8%	1,2%	1,2%	1,1%	0,8%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	1,4%
LLR	97,8%	76,0%	112,7%	92,2%	134,2%	134,0%	144,8%	152,6%	125,7%	161,5%	142,2%	135,0%	83,9%
ROA	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%
ROE	26,1%	25,6%	26,6%	26,3%	23,5%	24,1%	24,7%	22,6%	22,0%	22,1%	21,9%	21,5%	20,9%

Nguồn: TPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Phân tích những chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán của TPB

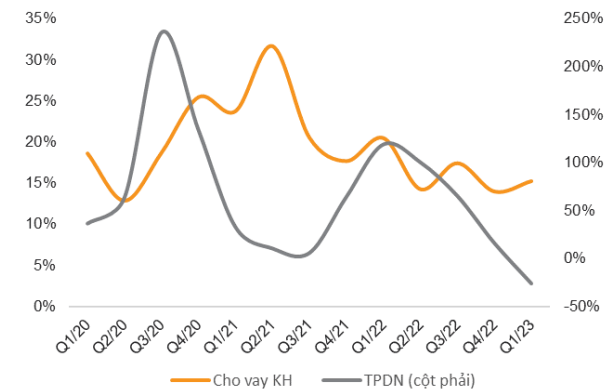
Cơ cấu tài sản sinh lời (IEA)

- Tài sản sinh lời của TPB tăng 5,3% so với đầu năm tính đến cuối Q1/23. Cho vay khách hàng tăng 7,3% so với đầu năm nhờ phân khúc cho vay khách hàng doanh nghiệp (mô tả cụ thể ở phần tiếp theo).
- TPB đã đa dạng hóa nguồn thu, không tập trung nhiều vào cho vay khách hàng mà hướng đến thị trường liên ngân hàng và công cụ nợ (trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp).



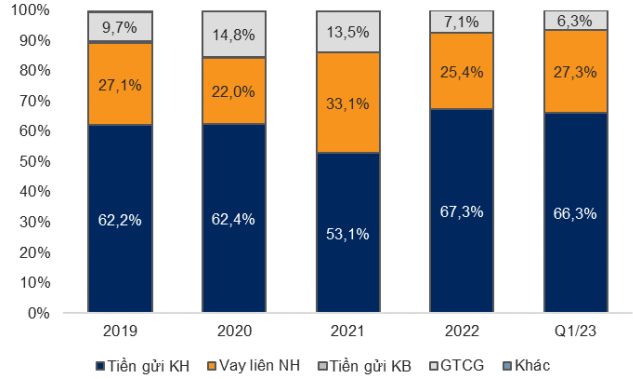
Cơ cấu và tăng trưởng cho vay

- Môi trường lãi suất cao đã làm giảm chi tiêu và khả năng trả nợ của người tiêu dùng, do đó làm giảm nhu cầu vay vốn. Mặt khác, các ngân hàng sẽ thận trọng hơn khi cho vay nhóm khách hàng này để giảm thiểu nợ xấu. Cho vay cá nhân của TPB chỉ tăng 4% (chiếm 56,7% tổng dư nợ cho vay so với mức 58,3% cuối năm 2022).
- Việc các doanh nghiệp thiếu thanh khoản đã thúc đẩy nhu cầu vay vốn, khiến mảng cho vay khách hàng doanh nghiệp của TPB tăng 11,6% so với đầu năm (chiếm 43,4% tổng dư nợ cho vay so với mức 41,7% vào cuối năm 2022).
- Nhìn chung, tổng dư nợ cho vay tăng 7,3% so với đầu năm (+15% svck- biểu đồ bên phải).
- Dư nợ TPDN giảm 5% so với đầu năm (-26% svck) do thị trường TPDN vẫn còn nhiều khó khăn (biểu đồ bên phải).



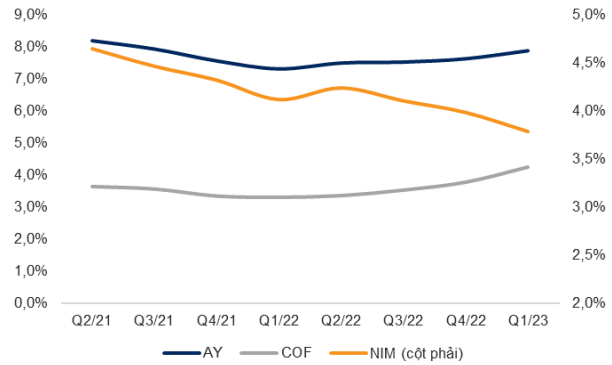
Cơ cấu huy động, thanh khoản và CASA

- Tăng trưởng huy động của TPB đạt 3,1% so với đầu năm (so với mức tăng 4,8% svck của tổng nguồn vốn). Thay vì chỉ dựa vào kênh tiền gửi của khách hàng, TPB đã đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn, như tăng huy động trên thị trường liên ngân hàng (+12,6% so với đầu năm). TPB thường được biết đến là 1 NH hoạt động mạnh trên thị trường liên ngân hàng (một trong những bên cho vay ròng trên thị trường này, bên cạnh các NH quốc doanh).
- Hệ số LDR duy trì ở mức ổn định 59,4% vào cuối Q1/23 (so với mức 59% vào cuối năm 2022; ngưỡng tối đa cho phép là 85%). TPB duy trì được tỷ lệ LDR rất thấp trong khoảng 70-75% trong suốt các năm qua.
- Tỷ lệ CASA giảm xuống 14% (từ mức 18% vào cuối năm 2022), do các cá nhân tiếp tục rút tiền nhân rồi để đáp ứng nhu cầu tài chính của họ và/hoặc chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất cao.



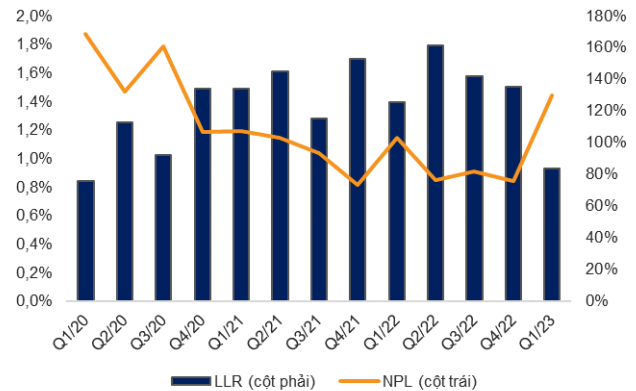
Diễn biến NIM

- NIM của TPB giảm mạnh 33 điểm cơ bản svck trong Q1/23 do cho vay nhóm khách hàng doanh nghiệp chiếm 43% tổng dư nợ cho vay. Như đã đề cập trong báo cáo [này](#), chúng tôi nhận thấy cho vay doanh nghiệp và tiền gửi cá nhân tăng là xu hướng chính trong ngành hiện nay, do đó nhìn chung NIM sẽ bị thu hẹp. Ngoài ra, thị trường TPDN gặp khó khăn và CASA giảm cũng ảnh hưởng tiêu cực đến NIM của TPB.
- Tuy nhiên, NIM có thể phục hồi kể từ nửa cuối năm 2023 do (1) kinh tế phục hồi sẽ hỗ trợ cho vay khách hàng cá nhân (chiếm 56,7% tổng cho vay vào cuối Q1/23), theo đó giúp cải thiện lợi suất tài sản và (2) thanh khoản dồi dào làm giảm áp lực huy động vốn (LDR thấp như đã lưu ý).



Chất lượng tài sản

- Nợ xấu của TPB tăng mạnh 84% so với đầu năm, trong đó nợ nhóm 3 tăng gấp 3 lần so với mức cuối năm 2022. Nợ nhóm 2 cũng tăng vọt 125% so với đầu năm, chiếm 4% tổng dư nợ (~2% vào cuối năm 2022).
- Tỷ lệ nợ xấu là 1,5% (0,8% vào cuối năm 2022). Tỷ lệ LLR giảm xuống chỉ còn 84% (135% vào cuối năm 2022). Chất lượng tài sản của ngân hàng đã suy giảm do những trở ngại ví mô mà chúng tôi đã đề cập trước đó.
- Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mọi thứ sẽ tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2023 do (1) NHNN có sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ với ba lần cắt giảm lãi suất điều hành; và (2) hiệu quả rõ ràng hơn của các chính sách hỗ trợ.



Nguồn: TPB, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD thận trọng cho TPB giai đoạn 2023-24

Do những khó khăn chung của ngành đã đề cập ở trên, tăng trưởng lợi nhuận của TPB sẽ chậm lại và ở mức 9/18% svck trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép giai đoạn 2020-22 là 33,6%), trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng sẽ giảm xuống 14/11% trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép giai đoạn 2020-22 là 18%).
- NIM sẽ giảm 17 điểm cơ bản xuống 3,8% trong giai đoạn 2023-24.
- TPB sẽ phải trích lập dự phòng để đề phòng nợ xấu có thể tăng đột biến, dẫn đến chi phí trích lập dự phòng tăng 20% svck.

Hình 7: Dự phóng các chỉ số chính trong báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020-22)	Tăng trưởng kép (2023-25)
Thu nhập lãi	7.619	9.946	11.387	12.098	13.670	16.380	22,2%	16,4%
% svck	2.750	3.571	4.231	4.735	5.390	5.735	24,0%	10,1%
Thu nhập từ phí	937	1.542	2.692	3.096	3.405	3.746	69,5%	10,0%
% svck	711	1.410	426	469	516	567	-22,6%	10,0%
Tổng thu nhập hoạt động	10.369	13.517	15.617	16.833	19.060	22.115	22,7%	14,6%
% svck	22,4%	30,4%	15,5%	7,8%	13,2%	16,0%		
Chi phí hoạt động	4.197	4.571	5.945	6.060	6.861	7.961	19,0%	14,6%
% svck	27,1%	8,9%	30,1%	1,9%	13,2%	16,0%		
LN trước dự phòng	6.172	8.947	9.672	10.773	12.198	14.154	25,2%	14,6%
% svck	19,5%	45,0%	8,1%	11,4%	13,2%	16,0%		
Chi phí dự phòng	1.783	2.908	1.844	2.218	2.132	2.053	1,7%	-3,8%
% svck	28,9%	32,5%	19,1%	20,6%	17,5%	14,5%		
LNTT	4.389	6.038	7.828	8.555	10.066	12.101	33,6%	18,9%
% svck	13,5%	37,6%	29,6%	9,3%	17,7%	20,2%		
LN ròng	3.510	4.830	6.262	6.844	8.053	9.681	33,6%	18,9%
% svck	13,5%	37,6%	29,6%	9,3%	17,7%	20,2%		

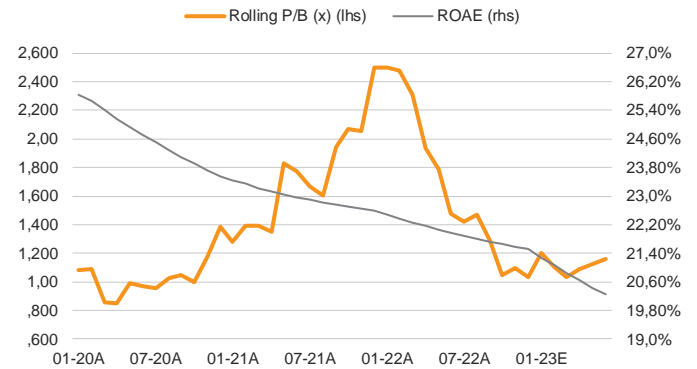
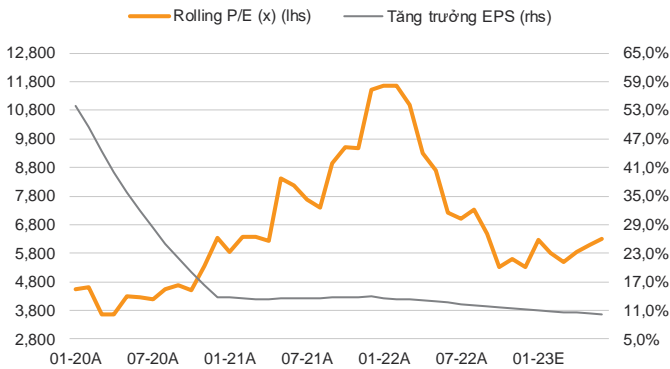
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Dự phóng các chỉ số chính trong bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020-22)	Tăng trưởng kép (2023-25)
Tài sản sinh lãi	190.117	270.801	301.115	334.218	380.230	443.102	25,9%	15,1%
% svck	26,2%	42,4%	11,2%	11,0%	13,8%	16,5%		
Cho vay KH	119.991	141.228	160.993	180.312	207.359	248.831	15,8%	17,5%
% svck	25,5%	17,7%	14,0%	12,0%	15,0%	20,0%		
Cho vay liên NH	21.807	66.793	65.353	71.889	82.672	95.073	73,1%	15,0%
% svck	-24,2%	206,3%	-2,2%	10,0%	15,0%	15,0%		
Chứng khoán đầu tư	48.095	62.405	74.377	81.814	89.996	98.995	24,4%	10,0%
% svck	84,4%	29,8%	19,2%	10,0%	10,0%	10,0%		
Tổng huy động	185.609	262.949	289.484	312.717	346.862	396.549	24,9%	12,6%
% svck	24,9%	41,7%	10,1%	8,0%	10,9%	14,3%		
Huy động từ khách hàng	115.904	139.562	194.960	210.557	231.612	266.354	29,7%	12,5%
% svck	25,4%	20,4%	39,7%	8,0%	10,0%	15,0%		
Giấy tờ có giá	27.439	35.405	20.430	21.451	22.524	23.650	-13,7%	5,0%
% svck	90,2%	29,0%	-42,3%	5,0%	5,0%	5,0%		
Vay từ liên NH	40.880	87.016	73.496	80.111	92.127	105.947	34,1%	15,0%
% svck	1,7%	112,9%	-15,5%	9,0%	15,0%	15,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	11.387	12.098	13.670
Thu nhập lãi suất ròng	4.231	4.735	5.390
Tổng lợi nhuận hoạt động	15.617	16.833	19.060
Tổng chi phí hoạt động	(5.945)	(6.060)	(6.861)
LN trước dự phòng	9.672	10.773	12.198
Tổng trích lập dự phòng	(1.844)	(2.218)	(2.132)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	7.828	8.555	10.066
Thuế	(1.566)	(1.711)	(2.013)
Lợi nhuận sau thuế	6.262	6.844	8.053
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	6.262	6.844	8.053

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	160.993	180.312	207.359
Cho vay các ngân hàng khác	53.365	58.701	67.507
Tổng cho vay	214.358	239.014	274.866
Chứng khoán - Tổng cộng	74.565	82.223	90.446
Các tài sản sinh lãi khác	12.192	13.391	15.369
Tổng các tài sản sinh lãi	301.115	334.628	380.680
Tổng dự phòng	(2.021)	(4.289)	(6.269)
Tổng cho vay khách hàng	159.160	176.432	201.540
Tổng tài sản sinh lãi ròng	299.094	330.338	374.411
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.427	2.597	2.779
Tổng đầu tư	0	0	0
Các tài sản khác	27.113	29.011	31.042
Tổng tài sản không sinh lãi	29.540	31.608	33.821
Tổng tài sản	328.634	361.946	408.232
Nợ khách hàng	194.960	210.557	231.612
Dư nợ tín dụng	20.430	21.451	22.524
Tài sản nợ chịu lãi	215.390	232.008	254.136
Tiền gửi	433	433	433
Tổng tiền gửi	215.823	232.442	254.570
Các khoản nợ lãi suất khác	73.661	80.276	92.292
Tổng các khoản nợ lãi suất	289.484	312.717	346.862
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	6.911	10.150	14.238
Tổng nợ không lãi suất	6.911	10.150	14.238
Tổng nợ	296.395	322.867	361.100
Vốn điều lệ và	15.818	15.818	15.818
Thặng dư vốn cổ phần	2.561	2.561	2.561
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	11.747	18.587	26.640
Các quỹ thuộc VCSH	2.113	2.113	2.113
Vốn chủ sở hữu	32.239	39.079	47.132
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	32.239	39.079	47.132
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	328.634	361.946	408.232

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	39,7%	8,0%	10,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	14,0%	12,0%	15,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	14,5%	6,3%	13,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	8,1%	11,4%	13,2%
Tăng trưởng LN ròng	29,6%	9,3%	17,7%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	11,3%	10,4%	13,3%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.959	4.327	5.091
BVPS (VND)	20.382	24.706	29.797
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	11,2%	9,3%	17,7%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	3,8%	3,8%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(38,1%)	(36,0%)	(36,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	1,0%	1,0%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,9%	1,1%	1,0%
LN/ TB cho vay	1,2%	1,3%	1,1%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14,0%	14,8%	15,6%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	74,7%	77,7%	81,6%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	8,5%	8,2%
Chi phí cho các quỹ	3,8%	5,0%	4,8%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,7%	3,5%	3,5%
ROAE	21,5%	19,2%	18,7%

Nguồn: VND RESEARCH

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 Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: thao.tranthu2@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>