

TPBANK (TPB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND24.400

Giá mục tiêu

VND31.000

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 09/02/2023

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

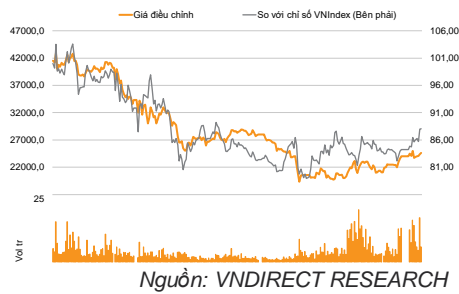
Consensus*: Mua:4 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 16%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	42.850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	150.715
Thị giá vốn (tỷ VND)	38.595
Free float (%)	60
P/E trượt (x)	6,21
P/B hiện tại (x)	1,21

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Rủi ro đã phần nào được phản ánh

- Lợi nhuận (LN) ròng Q4/22 tăng 15,5% svck, theo đó tăng trưởng LN cả năm ghi nhận tăng 29,6% svck (hoàn thành 103,7% dự phóng của VND).
- Tăng trưởng LN ròng của TPB dự kiến sẽ giảm tốc và đạt 16-18% svck trong giai đoạn 2023-24.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 31.000đ/cp.

KQKD 2022 phù hợp với dự báo của chúng tôi

LN ròng TPB trong Q4/22 tăng 15,5% svck nhờ tăng trưởng tín dụng ổn định và chi phí dự phòng giảm. Tín dụng tăng 14,3% so với đầu năm vào cuối 2022, trong đó cho vay bán lẻ tăng 23% (chiếm 58,3% dư nợ). Đáng chú ý, nhờ bộ đệm dự phòng dày sẵn có trước đó, TPB đã có ít áp lực hơn trong việc trích lập thêm dự phòng trong năm nay, khi chi phí dự phòng Q4/22 giảm 79,5% svck. LN ròng 2022 đạt 6.262 tỷ đồng (+29,6% svck), hoàn thành 103,7% dự phóng cả năm của VND.

Triển vọng ngành Ngân hàng 2023: con đường gập ghềnh phía trước

Việc NHNN tăng mạnh 200 điểm cơ bản lãi suất điều hành sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng khi chi phí vốn tăng, trong khi lãi suất cho vay khó có thể theo kịp. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản (BDS) và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tiếp tục khó khăn sẽ tác động xấu lên chất lượng tài sản cũng và những bất ổn vĩ mô sẽ ảnh hưởng lên triển vọng ngành ngân hàng trong năm tới khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp và chi phí tín dụng tăng.

Theo đó tăng trưởng lợi nhuận ròng của TPB sẽ chậm lại...

Trước những khó khăn của ngành, tăng trưởng LN ròng sẽ chậm lại trong năm 2023-24 và đạt 16-18% svck trong 2023-24, do (i) tăng trưởng tín dụng chậm lại và đạt 10-12% (tăng trưởng kép 2020-22: 17%), (ii) NIM thu hẹp và (iii) tỷ lệ chi phí tín dụng tăng. Về dài hạn, TPB vẫn là một trong những ngân hàng dẫn đầu xu hướng ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam nhờ vào lợi thế cạnh tranh rõ rệt khi tiên phong trong chuyển đổi số thông qua thủ tục cho vay đơn giản và tinh gọn. Hơn nữa, chất lượng tài sản tốt và hệ số an toàn vốn cao (CAR 2022: 13%) sẽ là bộ đệm vững chắc cho ngân hàng trong việc tăng trưởng vào những năm tới.

...tuy nhiên rủi ro đã phần nào được phản ánh

Việc thị trường điều chỉnh mạnh trong thời gian vừa qua đã đưa mức định giá của TPB về vùng rất hấp dẫn. Hiện tại, định giá của TPB chỉ đang ở mức 0,98 lần P/B 2023 (tương đương -2 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm), dù sức khỏe nội tại và tiềm năng tăng trưởng của ngân hàng vẫn duy trì tốt trong dài hạn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng những rủi ro nói trên đã phần nào được phản ánh. Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, và (iii) khó khăn trên thị trường BDS và TPDN tiếp tục kéo dài. Tiềm năng tăng giá: kế hoạch chia tổ tức bằng tiền mặt trong năm nay (2.500đ/cp).

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	9.946	11.387	12.076	13.531
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	17.214	19.365
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.908)	(1.844)	(2.113)	(1.877)
LN ròng (tỷ)	4.830	6.262	7.261	8.568
Tăng trưởng LN ròng	37,6%	29,6%	16,0%	18,0%
EPS điều chỉnh	3.560	3.959	4.590	5.417
BVPS	16.430	20.382	24.972	30.389
ROAE	22,6%	21,5%	20,2%	19,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

RỦI RO ĐÃ PHẦN NÀO ĐƯỢC PHẦN ÁNH

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 31.000đ/cp

Việc thị trường điều chỉnh mạnh trong thời gian vừa qua đã đưa mức định giá của TPB về vùng rất hấp dẫn. Hiện tại, định giá của TPB chỉ đang ở mức 0,98 lần P/B 2023 (tương đương -2 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm), dù sức khỏe nội tại và tiềm năng tăng trưởng của ngân hàng vẫn duy trì tốt trong dài hạn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng những rủi ro nói trên đã phần nào được phần ánh. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp phương pháp P/B 2023 1,2 lần và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 15%, LTG: 3%).

Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, và (iii) khó khăn trên thị trường BĐS và TPDN tiếp tục kéo dài. Tiềm năng tăng giá: kế hoạch chia tổ tức bằng tiền mặt trong năm nay (2.500đ/cp).

Hình 1: Các giả định chính về định giá thu nhập thặng dư, dựa trên ước tính của chúng tôi

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
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	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ đồng)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	32.239					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	9.579					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	8.919					
Giá trị vốn chủ sở hữu	50.738					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.582					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	32.077					

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%	32.077	16.038
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2023)	50%	29.967	14.983
Giá mục tiêu (đ/cp)			31.022
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			31.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 07/02/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)	P/E (x)		trường kép EPS 3 năm	ROE %	ROA %			
		Nội tệ	Nội tệ				Hiện tại	Trượt 12T			2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	92.000	84.600	Khả quan	18,5	3,2	2,7	14,6	15,2	14,3%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%
Vietinbank	CTG VN	29.200	34.400	Khả quan	5,9	1,3	1,2	8,3	10,0	15,5%	16,5%	16,8%	1,0%	1,1%
VPBank	VPB VN	17.950	26.300	Khả quan	5,1	1,2	1,0	6,6	6,0	28,8%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%
Techcombank	TCB VN	27.400	44.000	Khả quan	4,1	0,9	0,7	4,8	3,9	16,4%	21,8%	19,9%	3,6%	3,5%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	18.350	30.600	Khả quan	3,5	1,1	0,9	4,8	4,4	23,2%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	24.600	30.000	Khả quan	3,5	1,4	1,1	6,1	5,7	19,3%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	23.050	27.000	Khả quan	2,1	1,5	1,3	5,7	5,1	17,5%	28,4%	29,0%	2,4%	2,4%
HDBank	HDB VN	18.000	25.000	Khả quan	1,9	1,2	1,0	5,8	7,1	21,4%	24,3%	23,2%	2,1%	2,2%
Phong	TPB VN	24.400	31.000	Khả quan	1,6	1,2	1,0	6,2	5,3	19,0%	21,5%	20,2%	1,9%	2,0%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	13.550	15.800	Khả quan	1,0	1,0	0,8	4,6	5,6	21,4%	22,3%	17,5%	1,5%	1,3%
Trung bình					-	1,4	1,2	6,7	6,8	19,7%	23,0%	21,0%	2,3%	2,2%
Trung vị					-	1,2	1,0	6,1	5,7	19,3%	23,0%	20,2%	2,3%	2,2%

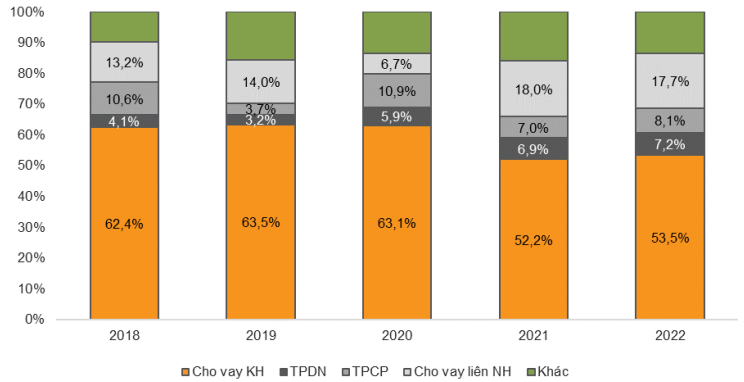
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

KQKD 2022 sát với kỳ vọng của chúng tôi

Hình 4: Một số các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán của TPB

Cơ cấu tài sản sinh lời của TPB

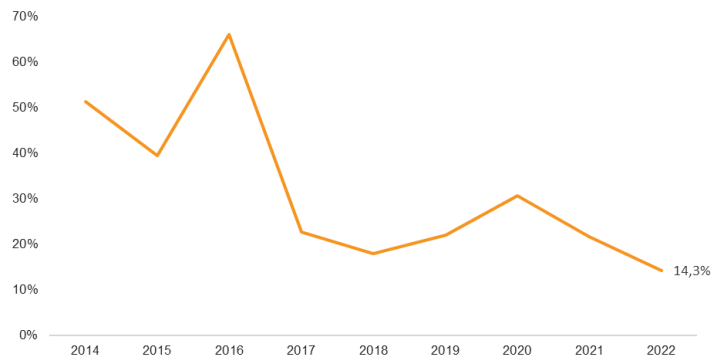
- Tài sản sinh lời của TPB tăng 11,1% svck trong 2022; trong đó cho vay khách hàng (KH) tăng 14% svck.
- Cho vay liên ngân hàng chiếm tỷ trọng khá lớn trong danh mục tài sản của TPB. TPB là một trong những ngân hàng hoạt động mạnh trên thị trường liên ngân hàng; và TPB gần như chuyển sang là một bên cho vay ròng trên thị trường này trong thời điểm Q4/22 vừa qua.



Tăng trưởng tín dụng của TPB

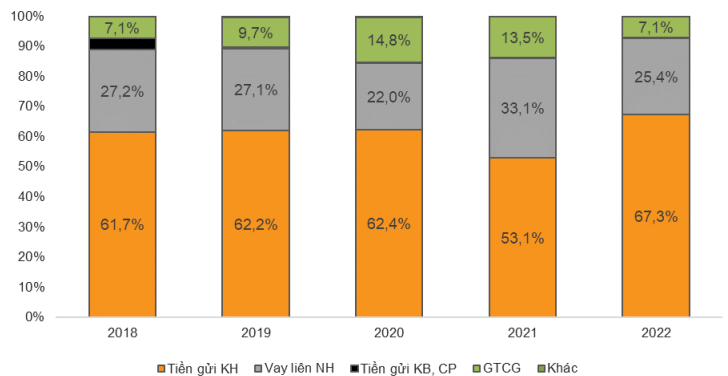
- Tăng trưởng cho vay được dẫn dắt bởi mảng cho vay bán lẻ (+23,1% svck; chiếm 58% tổng dư nợ). Cho vay mua nhà vẫn là mảng chính trong lĩnh vực này của TPB.
- Tăng trưởng tín dụng của TPB đạt 14,3% so với đầu năm tính đến cuối 2022. Tuy nhiên, đã tăng trưởng tín dụng đã chậm lại rõ rệt, kể từ nửa sau 2022, khi nửa đầu năm 2022 TPB đã ghi nhận mức tăng là 9,5% svck.

Biểu đồ bên phải tương trưng cho tăng trưởng tín dụng của TPB theo năm.



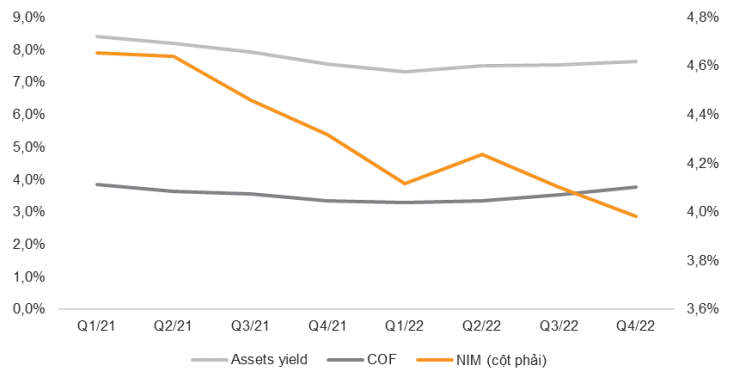
Cơ cấu huy động của TPB

- Do căng thẳng thanh khoản trong hệ thống, danh mục vay liên NH của TPB giảm khá mạnh 15,5% svck (6T22 vẫn ghi nhận tăng 2%).
- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt 39,7% svck (chiếm 67% tổng huy động), so với mức tăng 10,1% của tổng huy động, nhờ sự kiện “đồng loạt rút tiền” của SCB vào tháng 10/2022. Sự kiện này đã giúp NH cải thiện thanh khoản của mình khi tỷ lệ LDR ghi nhận thấp: 58,8% (mức trần quy định của ngành là 85%).
- Tiền gửi có kỳ hạn góp tỷ trọng lớn trong tổng tiền gửi KH (tăng 49% svck), do lãi suất huy động tăng cao ở tất cả các kỳ hạn đã giúp thu hút được nguồn tiền gửi dân cư. Trong khi đó, CASA giảm còn 18% (từ 23% cuối 2021) do khách hàng rút tiền nhàn rỗi để (1) chuyển sang gửi có kỳ hạn với lãi suất cao như đã đề cập, và (2) tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ trong bối cảnh tín dụng hạn chế. Chúng tôi cho rằng dòng tiền CASA này sẽ không sớm quay trở lại.



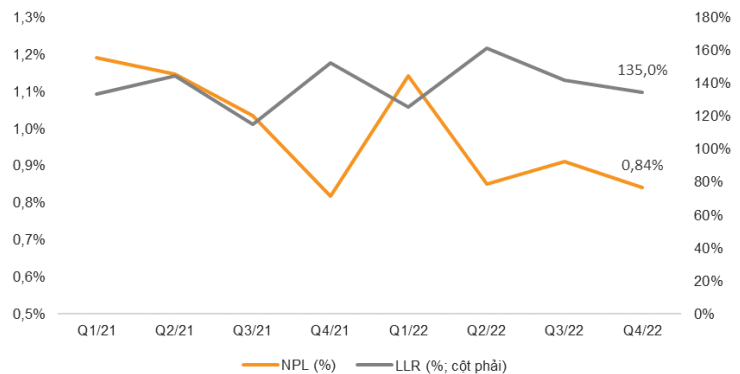
Diễn biến NIM của TPB

- Dù vấn đề thanh khoản đã được tháo gỡ phần nào (như đã trình bày phía trên), NIM của TPB lại ghi nhận diễn biến không mấy tích cực do chi vốn tăng mạnh kể từ đầu Q3/22, trong khi lợi suất tài sản không đổi (TPDN gặp khó đã xóa bỏ đà tăng của lãi suất cho vay mua nhà)
- Chúng tôi cho rằng môi trường lãi suất cao sẽ tác động tiêu cực lên NIM của ngân hàng trong năm nay.



Chất lượng tài sản của TPB

- Nợ xấu tăng 17,3% svck. Nợ nhóm 2 tăng 48,8% svck.
- Chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát với tỷ lệ xấu NPL là 0,84% và LLR đạt 135%.



Nguồn: TPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh KQKD Q4/22 và 2022 (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Q4/22	Q4/21	% svck	2022	Dự báo 2021	VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	2.780	2.810	-1,1%	11.387	9.946	11.341	100,4%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	884	801	10,3%	4.231	3.571	4.005	105,6%	
Tổng thu nhập HĐKD	3.663	3.611	1,4%	15.617	13.517	15.347	101,8%	
Chi phí hoạt động	(1.646)	(1.407)	17,0%	(5.945)	(4.571)	(5.448)	109,1%	CIR cao hơn dự kiến (38% so vs 35% dự phóng)
LN trước dự phòng	2.017	2.204	-8,5%	9.672	8.947	9.899	97,7%	
Chi phí dự phòng	(115)	(560)	-79,5%	(1.844)	(2.908)	(2.351)	78,4%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi
LN trước thuế	1.903	1.645	15,7%	7.828	6.038	7.547	103,7%	
LN sau thuế	1.519	1.315	15,5%	6.262	4.830	6.038	103,7%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi

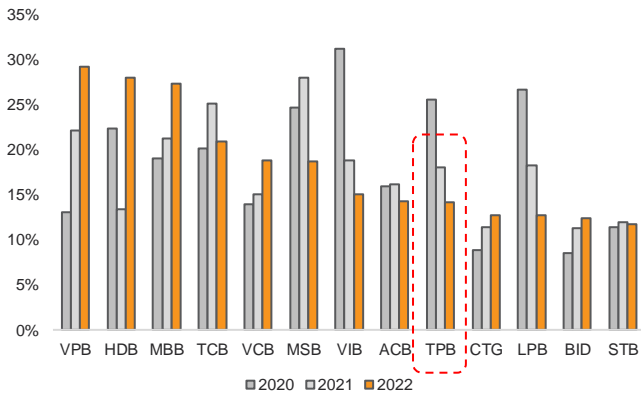
Nguồn: TPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Các chỉ số 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
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập I	53,6%	71,1%	72,0%	77,1%	73,9%	80,9%	73,6%	77,8%	78,3%	66,4%	72,8%	75,9%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập I	46,4%	28,9%	28,0%	22,9%	26,1%	19,1%	26,4%	22,2%	21,7%	33,6%	27,2%	24,1%
NIM (dự phóng cả năm)	4,4%	4,4%	4,2%	4,5%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	4,2%	4,1%	4,0%
Chi phí/thu nhập	35,7%	45,1%	40,1%	36,6%	40,0%	35,2%	36,0%	25,6%	39,0%	34,2%	38,5%	34,5%
Tỷ lệ nợ xấu (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%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (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%
ROAA (trượt 12 tháng)	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%
ROAE (trượt 12 tháng)	26,1%	25,6%	26,6%	26,3%	23,5%	24,1%	24,7%	22,6%	22,0%	22,1%	21,9%	21,5%

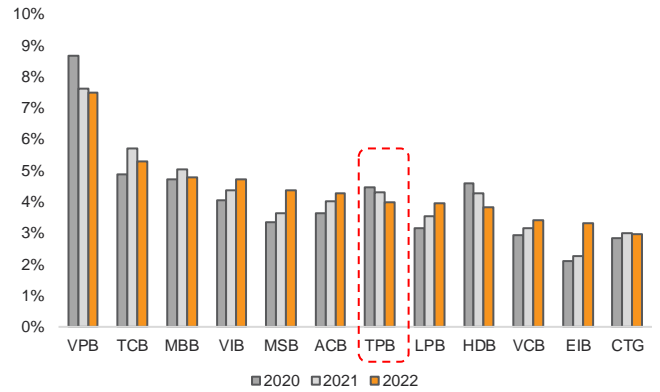
Nguồn: TPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng của TPB so với các NHTM



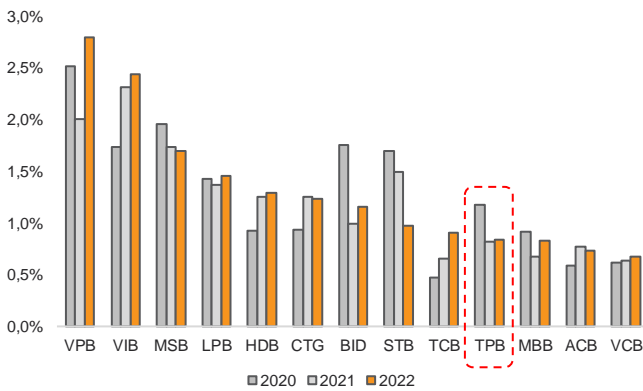
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: NIM của TPB so với các NHTM



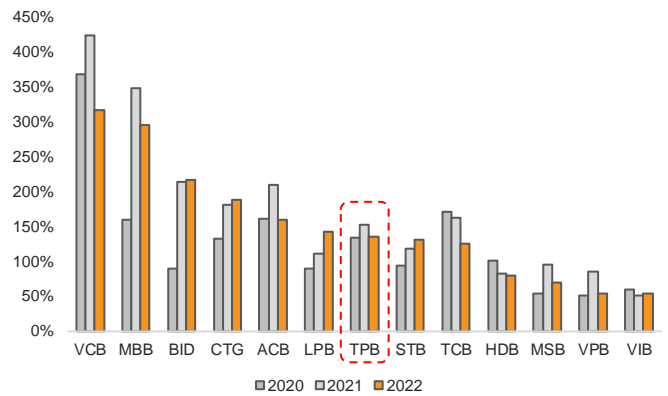
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tỷ lệ nợ xấu của TPB so với các NHTM



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: LLR của TPB so với các NHTM



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành ngân hàng: con đường gặp ghềnh phía trước...

Tăng trưởng tín dụng sẽ chậm lại và đạt 12% trong năm 2023, do...

- Thứ nhất là do thị trường BĐS kém khả quan, tăng trưởng xuất khẩu chậm lại, và lãi suất tăng. Đối với BĐS, các chủ đầu tư sẽ gặp khó khăn trong việc huy động thêm nguồn vốn khi thị trường TPDN vẫn còn trầm lắng và lãi suất tăng cao sẽ ảnh hưởng lên nhu cầu vay mua nhà. Xuất khẩu, một trong những trụ cột tăng trưởng chính của Việt Nam, sẽ tăng trưởng chậm lại 5% trong năm 2023 (từ mức 10,5% trong năm 2022). Hơn nữa, các doanh nghiệp sẽ tạm thời ngưng mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của họ trong bối cảnh lãi suất tăng cao và nhu cầu tiêu dùng suy yếu.
- Thứ hai, lạm phát dự kiến vẫn sẽ ở mức cao. Mặc dù lạm phát toàn cầu đã có dấu hiệu đạt đỉnh, chúng tôi nhận thấy lạm phát tại Việt Nam vẫn có thể duy trì mức cao do (1) mức tăng tiền lương 20,8%, có hiệu lực từ tháng 7/2023 và (2) sự tăng giá ở các dịch vụ như y tế, vận tải công cộng,...
- Thứ ba, căng thẳng thanh khoản tại các ngân hàng cũng là một nguyên nhân làm chậm lại đà tăng trưởng tín dụng.

Về NIM, việc tăng mạnh lãi suất điều hành đã tác động trực tiếp đến lãi suất huy động của tất cả các kỳ hạn và các ngân hàng đều đã phải tăng lãi suất huy động với tốc độ tương tự. Tuy nhiên, lãi suất cho vay khó có thể theo kịp với chi phí huy động vốn tăng cao do NHNN đã và đang yêu cầu các NHTM duy trì mặt bằng lãi suất cho vay phù hợp để hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước. Mặt

khác, lãi suất liên ngân hàng sẽ tiếp tục dao động ở quanh vùng 5-6% cho kỳ hạn qua đêm trong những tháng sắp tới, do hệ quả của thanh khoản căng thẳng và chính sách tiền tệ thắt chặt. Tóm lại, việc lãi suất tăng mạnh mẽ nói trên sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng khi chi phí vốn tăng cao.

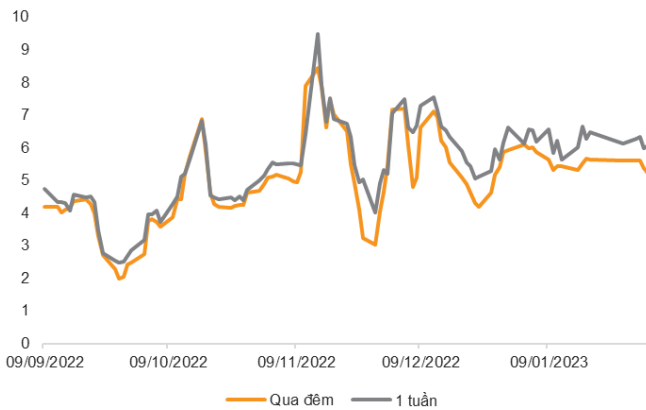
Chúng tôi tin rằng mọi thứ sẽ trở nên “nhẹ nhàng” hơn chỉ khi FED đưa ra những tín hiệu bớt “điều hòa” hơn và đồng USD hạ nhiệt. Hiện tại, FED dự kiến sẽ có thêm hai đợt tăng lãi suất nữa, sau khi đã tăng thêm 25 điểm cơ bản lên lãi suất điều hành vào đầu tháng 2 vừa qua. Do đó, căng thẳng này có thể kéo dài đến ít nhất là hết nửa đầu năm 2023.

Rủi ro chất lượng tài sản suy yếu

Chúng tôi thấy một vấn đề khác rất đáng lưu ý đó là rủi ro “đứt gãy thanh khoản” giữa các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này có thể ảnh hưởng lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Các doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí lãi vay cao hơn, điều này làm giảm khả năng sinh lời và gia tăng áp lực nợ vay. Mặt khác, thị trường vốn Việt Nam đang bị cản trở khi tín dụng từ ngân hàng hạn hẹp và việc phát hành TPDN bị siết chặt; do đó nhiều doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận đủ nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn và gánh nặng đáp ứng nghĩa vụ nợ của các doanh nghiệp có thể tác động xấu lên chất lượng tài sản của các ngân hàng từ năm 2023 trở đi, theo đó tỷ lệ chi phí tín dụng tại các ngân hàng cũng sẽ tăng lên.

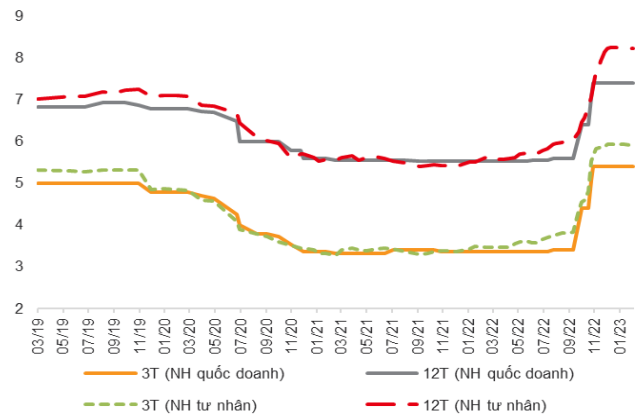
Kết luận, do chính sách tiền tệ bị thắt chặt và những bất ổn vĩ mô, ngành ngân hàng trong năm 2023-24 sẽ gặp nhiều trở ngại hơn liên quan đến tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp và những lo ngại về chất lượng tài sản.

Hình 11: Lãi suất liên NH duy trì ở vùng 5-6%...



Nguồn: NHNN

Hình 12: ... và lãi suất huy động cũng biến động tương tự (%)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Căng thẳng trên thị trường TPDN và BĐS vẫn chưa dịu bớt

Kể từ Q2/22, chính phủ đã giám sát chặt chẽ thị trường TPDN. Nghị định 65 – nhằm thắt chặt hơn các quy định về phát hành TPDN – cuối cùng đã được ban hành. Những chỉ thị này sẽ khuyến khích hơn việc phát hành ra công chúng, cải thiện chất lượng của các tổ chức phát hành và tính bền vững của thị trường non trẻ này trong dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, thị trường đã chứng kiến hàng loạt vụ điều tra, trong đó nhiều trường hợp phát hành sai mục đích/sai quy định đã được chứng minh và một số lãnh đạo cấp cao bị bắt giữ. Điều này đã làm mất lòng tin của nhà đầu tư đối với các tổ chức phát hành và dẫn đến sự “tẩy chay” trên thị trường TPDN. Hơn nữa, nó cũng tác động tiêu cực đến các ngân hàng có liên quan nhiều đến TPDN khi rủi ro tín dụng gia tăng.

Bên cạnh đó, mặc dù không có "quy định/văn bản chính thức" nào liên quan đến việc NHNN thắt chặt dòng tín dụng vào thị trường BĐS, nhưng việc cho vay BĐS đã chậm lại với mục đích kiềm hãm đà tăng nóng của thị trường này kể từ năm 2022. Thêm vào đó, theo Thông tư 08/2020, tỷ lệ tối đa lấy vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ mức 37% xuống 34% từ ngày 1/10/2022 trở đi. Do cho vay BĐS thường là các khoản vay trung và dài hạn, nên các ngân hàng sẽ phải chú ý nhiều hơn đến rủi ro thanh khoản và sẽ không để dư nợ cho vay BĐS tăng lên quá mạnh trong danh mục tín dụng.

Chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng trong năm 2023-24 cho TPB

Do những trở ngại nói trên, tăng trưởng LN ròng của TPB sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-24, trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 10-12% trong 2023-24 (tăng trưởng kép 2020-22: 17%).
- NIM sẽ giảm khoảng 15 điểm cơ bản trong 2023, từ mức 4% 2022.
- Tỷ lệ chi phí tín dụng tăng lên mức 1,25% từ mức 1,1% trong 2022.

Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TPB sẽ tăng 16-18% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép 2019-21 là 34%).

Hình 13: Tóm tắt các chỉ tiêu trong bảng báo cáo KQKD (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng kép (2020 - 22)	Tăng trưởng kép (2023 - 25)
Thu nhập lãi	7.619	9.946	11.387	12.076	13.531	15.089	22,2%	11,8%
Thu nhập ngoài lãi	2.750	3.571	4.231	5.138	5.834	6.222	24,0%	10,0%
Tổng thu nhập hoạt động	10.369	13.517	15.617	17.214	19.365	21.311	22,7%	11,3%
% svck	22,4%	30,4%	15,5%	10,2%	12,5%	10,1%		
Chi phí hoạt động	4.197	4.571	5.945	6.025	6.778	7.459	19,0%	11,3%
% svck	27,1%	8,9%	30,1%	1,3%	12,5%	10,1%		
LN trước dự phòng	6.172	8.947	9.672	11.189	12.587	13.852	25,2%	11,3%
% svck	19,5%	45,0%	8,1%	15,7%	12,5%	10,1%		
Chi phí dự phòng	1.783	2.908	1.844	2.113	1.877	1.493	1,7%	-16,0%
% svck	28,9%	32,5%	19,1%	18,9%	14,9%	10,8%		
LNTT	4.389	6.038	7.828	9.076	10.710	12.360	33,6%	16,7%
% svck	13,5%	37,6%	29,6%	15,9%	18,0%	15,4%		
LN ròng	3.510	4.830	6.262	7.261	8.568	9.888	33,6%	16,7%
% svck	13,5%	37,6%	29,6%	16,0%	18,0%	15,4%		

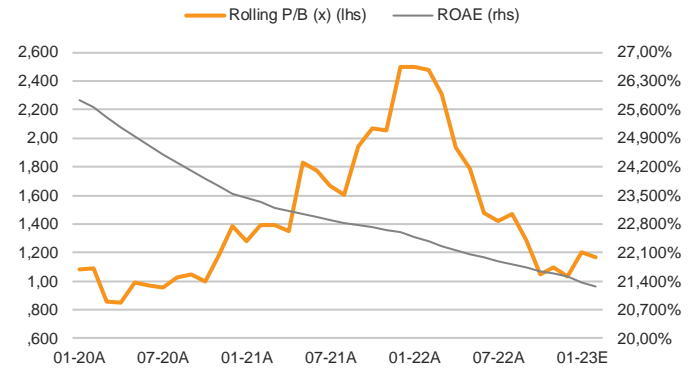
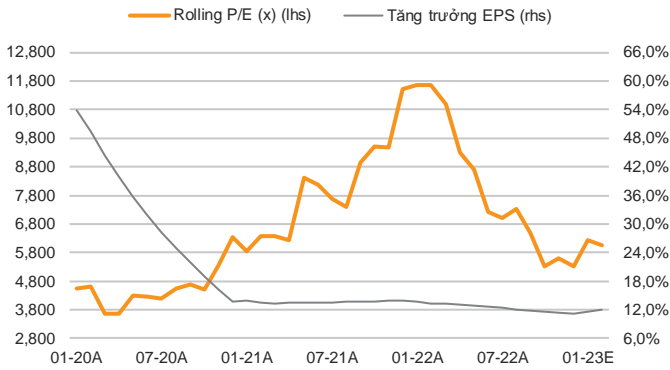
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Một số các chỉ tiêu trong bảng cân đối kế toán (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng kép (2020 - 22)	Tăng trưởng kép (2023 - 25)
Tài sản sinh lãi	190.117	270.801	301.115	334.266	374.972	426.688	25,9%	13,0%
% svck	26,2%	42,4%	11,2%	11,0%	12,2%	13,8%		
Cho vay KH	119.991	141.228	160.993	177.092	198.343	228.095	15,8%	13,5%
% svck	25,5%	17,7%	14,0%	10,0%	12,0%	15,0%		
Cho vay liên NH	21.807	66.793	65.353	75.156	86.430	99.394	73,1%	15,0%
% svck	-24,2%	206,3%	-2,2%	15,0%	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	342.651	380.337	24,9%	10,3%
% svck	24,9%	41,7%	10,1%	8,0%	9,6%	11,0%		
Huy động từ khách hàng	115.904	139.562	194.960	210.557	227.401	250.141	29,7%	9,0%
% svck	25,4%	20,4%	39,7%	8,0%	8,0%	10,0%		
Giấy tờ có giá	27.439	35.405	20.430	21.452	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 HKDK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	11.387	12.076	13.531
Thu nhập lãi suất ròng	4.231	5.138	5.834
Tổng lợi nhuận hoạt động	15.617	17.214	19.365
Tổng chi phí hoạt động	(5.945)	(6.025)	(6.778)
LN trước dự phòng	9.672	11.189	12.587
Tổng trích lập dự phòng	(1.844)	(2.113)	(1.877)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	7.828	9.076	10.710
Thuế	(1.566)	(1.815)	(2.142)
Lợi nhuận sau thuế	6.262	7.261	8.568
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	6.262	7.261	8.568

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	160.993	177.092	198.343
Cho vay các ngân hàng khác	53.365	61.370	70.575
Tổng cho vay	214.358	238.462	268.918
Chứng khoán - Tổng cộng	74.565	82.223	90.446
Các tài sản sinh lãi khác	12.192	13.990	16.058
Tổng các tài sản sinh lãi	301.115	334.675	375.422
Tổng dự phòng	(2.021)	(4.186)	(5.916)
Tổng cho vay khách hàng	159.160	173.316	192.877
Tổng tài sản sinh lãi ròng	299.094	330.490	369.506
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	362.098	403.327
Nợ khách hàng	194.960	210.557	227.401
Dư nợ tín dụng	20.430	21.452	22.524
Tài sản nợ chịu lãi	215.390	232.008	249.925
Tiền gửi	433	433	433
Tổng tiền gửi	215.823	232.442	250.359
Các khoản nợ lãi suất khác	73.661	80.276	92.292
Tổng các khoản nợ lãi suất	289.484	312.717	342.651
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	6.911	9.880	12.608
Tổng nợ không lãi suất	6.911	9.880	12.608
Tổng nợ	296.395	322.597	355.259
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	19.008	27.576
Các quỹ thuộc VCSH	2.113	2.113	2.113
Vốn chủ sở hữu	32.239	39.500	48.068
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	32.239	39.500	48.068
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	328.634	362.098	403.327

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	39,7%	8,0%	8,0%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	14,0%	10,0%	12,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	14,5%	6,1%	12,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	8,1%	15,7%	12,5%
Tăng trưởng LN ròng	29,6%	16,0%	18,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	11,3%	10,5%	11,8%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.959	4.590	5.417
BVPS (VND)	20.382	24.972	30.389
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	11,2%	16,0%	18,0%

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%)	(35,0%)	(35,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	1,2%	1,2%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,9%	1,2%	1,2%
LN/ TB cho vay	1,2%	1,3%	1,0%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14,0%	15,0%	16,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	74,7%	76,3%	79,4%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	8,5%	8,1%
Chi phí cho các quỹ	3,8%	5,0%	4,6%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,7%	3,5%	3,5%
ROAE	21,5%	20,2%	19,6%

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 Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

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>