

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

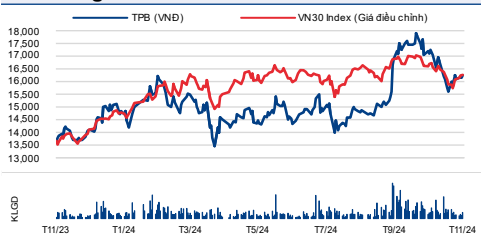
Giá mục tiêu: VNĐ19,000 (từ VNĐ17,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	16,200
Mã Bloomberg	TPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,459-17,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,180
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	42,800
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,687
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,642
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	793
Slg CP NN được mua (tr.đv)	16.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.4%
Tỷ lệ freefloat	54.3%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Doi (6.97%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.26)	8.91	18.6
So với chỉ số	(2.77)	11.0	(0.41)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,234	2,329	(4.1)
2025F	2,667	2,783	(4.2)
2026F	3,267	3,392	(3.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2008, TPB được thừa hưởng thế mạnh một cơ cấu cổ đông đặc biệt, bao gồm nhiều tập đoàn, công ty hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Lợi nhuận hồi phục rõ ràng hơn; tăng 12% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho TPB nhưng tăng 12% giá mục tiêu lên 19.000đ (tiềm năng tăng giá 17%) do tác động tích cực từ việc hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH & chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 trong khi giảm 4%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí dự phòng được bù đắp một phần với tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 24,5% trong 3 năm tới và hệ số ROE bình quân đạt 18% trong năm 2025-2026.
- TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn 3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,17 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 & triển vọng

TPB đã công bố KQKD Q3/2024 với LNTT đạt 1.731 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ) nhờ thu nhập lãi thuần tăng 7% so với cùng kỳ và chi phí dự phòng giảm 35% so với cùng kỳ. LNTT 9 tháng đầu năm 2024 của TPB đạt 5.464 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ), bằng 74% dự báo cả năm và sát với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 chuyển biến tích cực sau khi lợi nhuận giảm 28% so với cùng kỳ trong năm 2023 trong khi chi phí hoạt động được cắt giảm hiệu quả do Ngân hàng tái cơ cấu HĐKD để bù đắp sự sụt giảm của tỷ lệ NIM và sự gia tăng của chi phí dự phòng. Thời gian tới, chúng tôi tin rằng triển vọng lợi nhuận của TPB vẫn nguyên vẹn nhờ nhu cầu tín dụng hồi phục tốt.

Tác động: Giảm nhẹ 4%/năm dự báo năm 2025-2026

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 và giảm nhẹ 4%/năm dự báo năm 2025-2026 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí dự phòng được bù đắp một phần nhờ tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 3 năm 24,5% từ mức nền thấp năm 2023 và hệ số ROE bình quân đạt 18% trong năm 2025-2026.

Dự báo của chúng tôi nhìn chung sát với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu TPB đã giảm 5% trong 1 tháng qua, tương đương mức giảm bình quân của các cổ phiếu NHTM tư nhân. Từ đó, TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn 3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần.

Kể từ đầu năm 2024 (tháng 5-9/2024), mức chiết khấu định giá của TPB giữ nguyên ở mức 10%. Tuy nhiên, chênh lệch này đã thu hẹp lại nhờ lợi nhuận chuyển biến tích cực trong năm 2024 sau khi sụt giảm vào năm 2023 và tín dụng tăng trưởng mạnh (đặc biệt là Q3/2024). Thời gian tới, khả năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn sẽ phụ thuộc vào các yếu tố cơ bản như tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản. Dựa trên tình hình thị trường hiện tại, Ngân hàng sẽ gặp khó khăn để hoàn thành tốt những mục tiêu này trong ngắn hạn. Từ đó, chúng tôi dự báo KQKD của TPB sẽ có xu hướng tương tự với toàn ngành.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,17 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,387	12,425	13,666	15,639 ▼	18,284 ▼
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	9,672	9,535	11,319	13,162	15,426
LN thuần (tỷ đồng)	6,262	4,463	5,902	7,047 ▼	8,632
EPS (đồng)	2,370	1,689	2,234	2,667 ▼	3,267
DPS (đồng)	-	-	500 ▲	800 ▲	800 ▲
BVPS (đồng)	14,643	14,872	14,212	16,213	18,814
P/E (lần)	6.83	9.59	7.25	6.07	4.96
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	3.09	4.94	4.94
P/B (lần)	1.11	1.09	1.14	1.00	0.86
Tăng trưởng EPS (%)	20.9	(28.7)	32.2	19.4	22.5
ROAE (%)	21.5	13.7	16.8	17.5	18.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng lợi nhuận vững chắc được giữ vững sau khi xử lý một khoản nợ lớn

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của TPB vững chắc và sát với dự báo của chúng tôi; chi phí hoạt động được cắt giảm hiệu quả do Ngân hàng tái cơ cấu hoạt động để bù đắp cho sự sụt giảm của tỷ lệ NIM và sự gia tăng của chi phí dự phòng. Từ đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 và giảm nhẹ 4%/năm dự báo năm 2025-2026 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí dự phòng được bù đắp một phần nhờ tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 3 năm 24,5% từ mức nền thấp năm 2023 và hệ số ROE bình quân đạt 18% trong năm 2025-2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 17%.

KQKD Q3/2024 vững chắc và sát với dự báo

TPB đã công bố KQKD Q3/2024 với LNTT đạt 1.731 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ nhưng giảm 9% so với quý trước) nhờ thu nhập lãi thuần tăng 7% so với cùng kỳ và chi phí dự phòng giảm 35% so với cùng kỳ. LNTT 9 tháng đầu năm 2024 của TPB đạt 5.464 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ), bằng 74% dự báo cả năm và sát với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q3/2024, TPB

LNTT 9 tháng đầu năm 2024 của TPB sát với dự báo của HSC, được hỗ trợ bởi doanh thu vững chắc & chi phí HĐ được kiểm soát

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Thu nhập lãi thuần	2,963	3,173	7%	8,429	9,837	17%	69%
Thu nhập ngoài lãi	1,251	822	-34%	3,362	3,079	-8%	74%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	666	795	19%	2,165	2,455	13%	88%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	123	(47)	-138%	437	37	-92%	5%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	552	(61)	-111%	824	371	-55%	74%
Thu nhập khác	(89)	135	-252%	(64)	217	-441%	217%
Cổ tức	-	-	-	-	0	-	-
Tổng thu nhập HĐ	4,214	3,995	-5%	11,790	12,916	10%	70%
Chi phí HĐ	(1,346)	(1,425)	6%	(4,855)	(4,484)	-8%	59%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	2,869	2,569	-10%	6,935	8,432	22%	77%
Chi phí dự phòng	(1,293)	(838)	-35%	(1,976)	(2,968)	50%	84%
LNTT	1,576	1,731	10%	4,959	5,464	10%	74%
Lợi nhuận thuần	1,263	1,384	10%	3,969	4,369	10%	74%

Nguồn: TPB, HSC

Một số thông tin về KQKD Q3/2024 như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng** Q3/2024 đạt 13,5% kể từ đầu năm (tăng 9,7% so với quý trước) đạt 247 nghìn tỷ đồng, nhờ tổng dư nợ cho vay tăng 14,4% kể từ đầu năm (tăng 10,4% so với quý trước) lên 235 nghìn tỷ đồng trong khi TPDN gần như đi ngang ở mức 12 nghìn tỷ đồng. Đối với cơ cấu cho vay theo khách hàng, tín dụng phân khúc khách hàng doanh nghiệp tăng 24% kể từ đầu năm đạt 119 nghìn tỷ đồng trong khi tín dụng phân khúc khách hàng cá nhân chỉ tăng 7% kể từ đầu năm đạt 115 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với tăng trưởng tín dụng 9 tháng đầu năm 2024 của TPB trong bối cảnh Ngân hàng đã xử lý một lượng đáng kể dư nợ cho vay đối với ngành BĐS (chiếm một vài phần trăm tổng dư nợ cho vay của Ngân hàng).

- **Tỷ lệ NIM** Q3/2024 giảm 16 điểm cơ bản so với quý trước (tăng 24 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 3,95%, do lợi suất gộp giảm 20 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 149 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 7,67% nhưng chi phí huy động chỉ giảm 3% so với quý trước (giảm 168 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 3,81%. Tỷ lệ NIM sụt giảm chủ yếu do dư nợ tín dụng Q3 tăng mạnh, tăng trưởng tín dụng bổ sung không đem lại nhiều thu nhập lãi.

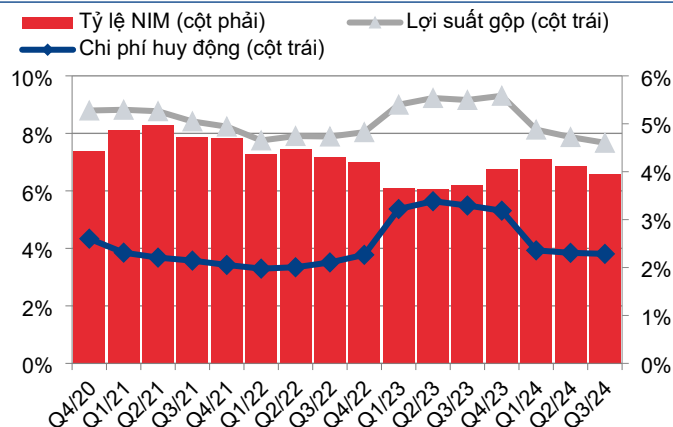
- **Thu nhập ngoài lãi** Q3/2024 giảm 34% so với cùng kỳ đạt 822 tỷ đồng do lỗ thuần HĐ kinh doanh ngoại hối 47 tỷ đồng và lỗ mua bán trái phiếu 61 tỷ đồng do lợi suất TPCP tăng lên trong 9 tháng đầu năm 2024 (lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tăng lên khoảng 2,7-2,8% từ mức nền thấp 2,3% vào đầu năm nay). Về mặt tích cực, lãi thuần HĐ dịch vụ hồi phục 19% so với cùng kỳ đạt 795 tỷ đồng nhờ phí dịch vụ thanh toán tăng mạnh 33% so với cùng kỳ trong khi hoa hồng bancassurance đi ngang so với cùng kỳ.
- **Tỷ lệ nợ xấu** của TPB tăng lên 2,29% từ 2,06% tại thời điểm cuối Q2/2024 nhưng vẫn thấp hơn mức 2,97% tại thời điểm cuối Q3/2023. Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống 2,22% từ 2,61% tại thời điểm cuối Q2/2024. Hệ số LLR giảm xuống 59% từ 66% trong Q2/2024.

Chi phí dự phòng giảm 35% so với cùng kỳ xuống 848 tỷ đồng trong Q3/2024, tương đương chi phí tín dụng là 1,62% (giảm từ 1,94% trong Q2/2024) – chúng tôi đánh giá đây vẫn là mức cơ sở vững chắc. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, chi phí dự phòng tăng 50% so với cùng kỳ lên 2.968 tỷ đồng, bằng 84% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi. TPB đã chủ động trích lập dự phòng để hạn chế nợ xấu mới hình thành trong quý.

Chúng tôi tóm tắt KQKD Q3/2024 của TPB ở bên dưới.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM theo quý, TPB

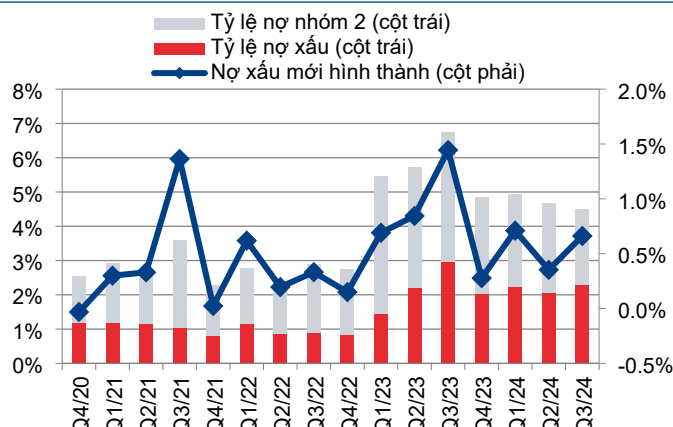
Tỷ lệ NIM giảm nhẹ xuống 3,95% trong Q3/2024



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 3: Chỉ số chất lượng tài sản, TPB

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 2,29% trong Q3/2024



Nguồn: TPB, HSC

Triển vọng và dự báo giai đoạn 2024-2026

TPB đã tái cơ cấu danh mục cho vay & HĐKD tốt trong hai năm qua, trong đó tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát tốt và chi phí hoạt động được cắt giảm. Tăng trưởng cho vay của Ngân hàng cũng vững chắc (tăng 13,5% trong 9 tháng đầu năm 2024) ngay cả sau khi TPB đã xử lý các khoản cho vay đối với những doanh nghiệp BĐS có vấn đề, từ đó giúp tăng trưởng lợi nhuận/tài sản bền vững hơn trong thời gian tới.

Do triển vọng lợi nhuận của TPB vẫn nguyên vẹn, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 và giảm nhẹ 4%/năm dự báo năm 2025-2026. Một số giả định chính như sau:

- **Dự báo tăng trưởng tín dụng:** 16%/năm cho năm 2024-2025 và 15% cho năm 2026.
 - **Dự báo tỷ lệ NIM:** Hạ dự báo xuống lần lượt 3,94%, 3,99% và 4,12% trong giai đoạn 2024-2026 từ lần lượt 4,14%, 4,26% và 4,36%.
- Tỷ lệ NIM cải thiện chậm theo xu hướng của ngành (dự báo chỉ tăng 10 điểm cơ bản/năm) do chi phí huy động của các NHTM có xu hướng tăng lên trong khi lãi suất cho vay phải giảm xuống để hỗ trợ nền kinh tế hồi phục.
- **Dự báo chi phí hoạt động:** Giảm 14%/năm dự báo giai đoạn 2024-2026.
 - **Dự báo tỷ lệ nợ xấu:** 2% cho năm 2024, 1,8% cho năm 2025 và 1,6% cho năm 2026.

- **Dự báo chi phí tín dụng:** Nâng dự báo lên lần lượt 1,78%, 1,69% và 1,54% trong giai đoạn 2024-2026 từ lần lượt 1,58%, 16,9% và 1,38%. Do đó, chúng tôi nâng dự báo chi phí dự phòng bình quân 11%/năm trong giai đoạn này. Chúng tôi cho rằng việc TPB chủ động trích lập dự phòng sẽ giúp nâng cao chất lượng tài sản.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi vẫn tích cực với lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2026 tăng trưởng bình quân 24,5% và hệ số ROE đạt 18,3% (so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 18%).

Theo dự báo mới, LNTT Q4 đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng 11% so với quý trước và tăng 22% so với mức nền thấp Q4/2023) dựa trên giả định thu nhập lãi thuần cải thiện, chi phí dự phòng đi ngang và tình hình tín dụng/điều kiện kinh tế khởi sắc. Tiềm năng tăng đối với dự báo của chúng tôi bao gồm lãi thuần HĐ dịch vụ cao hơn dự báo và chi phí hoạt động tiếp tục được cắt giảm thêm.

Chúng tôi tóm tắt giả định và dự báo lợi nhuận ở bên dưới.

Bảng 4: Các giả định quan trọng, TPB

HSC điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ NIM và nâng giả định chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng cho vay (%)	16.0	16.0	16.0	15.0	16.0	16.0	15.0
Tăng trưởng tiền gửi (%)	12.0	18.0	19.0	18.0	18.0	19.0	18.0
Tỷ lệ NIM (%)	3.84	4.14	4.26	4.36	3.96	3.99	4.12
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.60	2.00	1.80	1.50	2.00	1.80	1.60
Chi phí tín dụng (%)	1.35	1.58	1.53	1.38	1.78	1.69	1.54
Nợ xấu mới hình thành (%)	2.37	1.56	1.33	1.13	1.74	1.48	1.28

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, TPB

HSC điều chỉnh giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho năm 2025-2026 sau khi giảm dự báo doanh thu, nâng giả định chi phí dự phòng & hạ giả định chi phí HĐ

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	12,425	14,291	16,677	19,366	13,666	15,639	18,284
Tăng trưởng	9.1%	15.0%	16.7%	16.1%	10.0%	14.4%	16.9%
Điều chỉnh					-4.4%	-6.2%	-5.6%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,279	2,776	3,383	4,058	3,106	3,678	4,412
Tăng trưởng	-15.3%	21.8%	21.9%	20.0%	36.3%	18.4%	20.0%
Điều chỉnh					11.9%	8.7%	8.7%
Thu nhập ngoài lãi	3,809	4,155	5,162	5,837	4,106	4,928	5,662
Tăng trưởng	-10.0%	9.1%	24.2%	13.1%	7.8%	20.0%	14.9%
Điều chỉnh					-1.2%	-4.5%	-3.0%
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	16,234	18,446	21,839	25,203	17,772	20,567	23,946
Tăng trưởng	3.9%	13.6%	18.4%	15.4%	9.5%	15.7%	16.4%
Điều chỉnh					-3.6%	-5.8%	-5.0%
Chi phí HĐ	(6,699)	(7,552)	(8,617)	(9,853)	(6,454)	(7,405)	(8,520)
Tăng trưởng	12.7%	12.7%	14.1%	14.3%	-3.7%	14.7%	15.1%
Điều chỉnh					-14.5%	-14.1%	-13.5%
Chi phí dự phòng	(3,946)	(3,513)	(3,938)	(4,101)	(3,942)	(4,353)	(4,636)
Tăng trưởng	114.0%	-11.0%	12.1%	4.1%	-0.1%	10.4%	6.5%
Điều chỉnh					12.2%	10.5%	13.0%
LNTT	5,589	7,380	9,283	11,249	7,377	8,809	10,790
Tăng trưởng	-28.6%	32.1%	25.8%	21.2%	32.0%	19.4%	22.5%
Điều chỉnh					0.0%	-5.1%	-4.1%
Lợi nhuận thuần	4,463	5,904	7,426	8,999	5,902	7,047	8,632
Tăng trưởng	-28.7%	32.3%	25.8%	21.2%	32.2%	19.4%	22.5%
Điều chỉnh					0.0%	-5.1%	-4.1%

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 12% giá mục tiêu lên 19.000đ (tiềm năng tăng giá 17%) do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí dự phòng được bù đắp một phần với tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho TPB. TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần, mức chênh lệch này đã giảm từ cao hơn 10% vào giữa năm 2024 do lợi nhuận của TPB hồi phục tốt trong năm 2024. Giá cổ phiếu TPB nhiều khả năng sẽ chỉ theo sát diễn biến thị trường thay vì được định giá lại ở mặt bằng cao hơn do thiếu động lực tăng giá trong thời gian tới. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,17 lần, cao hơn 3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,14 lần.

Nâng giá mục tiêu sau khi chuyển thời điểm định giá

HSC tăng 12% giá mục tiêu lên 19.000đ (tiềm năng tăng giá 17%) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho TPB. Những điều chỉnh chính như sau:

- HSC giảm 4%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Chúng tôi giảm 1 điểm phần trăm giá định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 8,5% (từ 9,5%) dựa trên giá định cho toàn ngành ngân hàng của HSC.
- HSC chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.

Chúng tôi tóm tắt phương pháp thu nhập thặng dư trong Bảng 6.

Bảng 6: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TPB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	5,908	7,199	8,701	9,892	10,425	10,461
- Chi phí vốn CSH	4,699	5,389	6,169	7,214	8,784	10,320
Lợi nhuận thặng dư	1,209	1,810	2,531	2,678	1,641	141
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư					1,240	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.15	1.32	1.52	1.77	1.77
Giá trị hiện tại	1,051	1,376	1,683	1,551	824	599
Giá trị hợp lý vào cuối năm	19,043					

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, TPB

Giá mục tiêu 19.000đ của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 8,5%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		6.5%	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	28,643	24,385	21,175	18,663	16,638
	3.5%	26,709	22,944	20,058	17,769	15,904
	4.0%	25,009	21,654	19,043	16,948	15,224
	4.5%	23,501	20,492	18,117	16,190	14,591
	5.0%	22,154	19,438	17,268	15,490	14,001

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu TPB đã giảm 5% trong 1 tháng qua, tương đương mức giảm bình quân của các cổ phiếu NHTM tư nhân. Từ đó, TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, thấp hơn 3% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,03 lần.

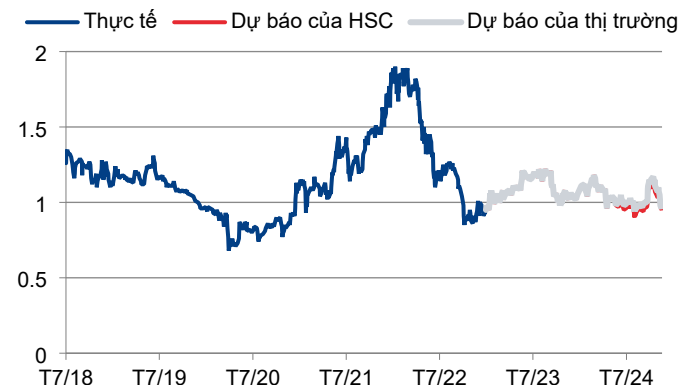
Kể từ đầu năm 2024 (tháng 5-9/2024), mức chiết khấu định giá của TPB giữ nguyên ở mức 10%. Tuy nhiên, chênh lệch này đã thu hẹp lại nhờ lợi nhuận chuyển biến tích cực trong năm 2024 sau khi sụt giảm vào năm 2023 và tín dụng tăng trưởng mạnh (đặc biệt là Q3/2024). Thời gian tới, khả năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn sẽ phụ thuộc vào các yếu tố cơ bản như tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản. Dựa trên tình hình thị trường hiện tại, Ngân hàng sẽ gặp khó khăn để hoàn thành tốt

những mục tiêu này trong ngắn hạn. Từ đó, chúng tôi dự báo KQKD của TPB sẽ có xu hướng tương tự với toàn ngành.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 1,17 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,19 lần.

Biểu đồ 8: P/B trượt dự phóng 1 năm, TPB

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần, giảm so với mức đỉnh là 1,8 lần...



Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 9: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TPB

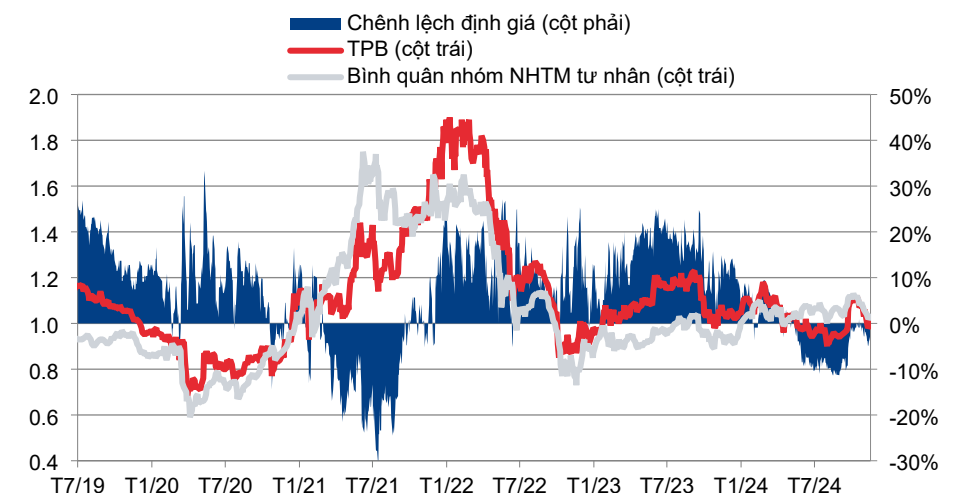
...và sát với giá trị bình quân từ năm 2017



Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 10: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, TPB & các NHTM khác

Định giá của TPB đã ngang bằng với bình quân của các NHTM tư nhân khác kể từ T9/24



Nguồn: TPB, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	21,811	28,559	26,586	32,506	37,794
Chi phí lãi	(10,424)	(16,135)	(12,920)	(16,867)	(19,510)
Thu nhập lãi thuần	11,387	12,425	13,666	15,639	18,284
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,692	2,279	3,106	3,678	4,412
Lãi thuần HĐ KDNH	410	779	250	250	250
Lãi/lỗ từ mua bán CK	426	856	500	700	700
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0	0	0	0
Thu nhập khác	702	(105)	250	300	300
Tổng thu nhập HĐ	15,617	16,234	17,772	20,567	23,946
Chi phí HĐ	(5,945)	(6,699)	(6,454)	(7,405)	(8,520)
LN trước dự phòng	9,672	9,535	11,319	13,162	15,426
Chi phí dự phòng	(1,844)	(3,946)	(3,942)	(4,353)	(4,636)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	7,828	5,589	7,377	8,809	10,790
Chi phí thuế TNDN	(1,566)	(1,126)	(1,475)	(1,762)	(2,158)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,262	4,463	5,902	7,047	8,632
EPS (đồng)	2,370	1,689	2,234	2,667	3,267
DPS (đồng)	-	-	500	800	800
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,642	2,642	2,642	2,642	2,642
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,202	2,202	2,642	2,642	2,642
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,202	2,202	2,642	2,642	2,642

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,427	2,339	2,714	3,105	3,399
Tiền gửi tại NHNN	11,989	9,212	10,076	12,575	16,564
Tiền gửi tại các TCTD khác	53,365	52,352	54,969	57,718	60,604
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	203	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	159,341	202,678	234,052	271,664	312,747
Tổng dư nợ cho vay	161,175	205,355	238,198	276,295	317,726
Dự phòng rủi ro	(1,834)	(2,677)	(4,146)	(4,632)	(4,979)
Chứng khoán đầu tư	74,377	65,336	73,765	82,945	93,353
CK đầu tư sẵn sàng để bán	74,521	65,392	73,868	83,048	93,455
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
Dự phòng rủi ro	(189)	(100)	(147)	(147)	(147)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1,205	1,059	1,112	1,167	1,226
Tài sản khác	25,727	23,662	23,662	25,081	28,091
Tổng tài sản	328,634	356,637	400,350	454,255	515,984
Nợ phải trả	296,395	323,894	362,801	411,420	466,278
Tiền gửi của NHNN	433	338	406	487	585
Tiền gửi của các TCTD khác	73,496	83,966	81,915	81,096	80,285
Tổng tiền gửi KH	194,960	208,262	245,749	292,441	345,080
Trái phiếu và CCTG	20,430	24,216	26,638	29,302	32,232
Nợ khác	6,911	6,972	8,017	8,017	8,017
Vốn chủ sở hữu	32,239	32,743	37,549	42,835	49,706
Vốn điều lệ	15,818	22,016	22,016	22,016	22,016
Thặng dư vốn cổ phần	2,561	0	2,561	2,561	2,561
Lợi nhuận giữ lại	11,747	7,674	9,303	13,532	19,108
Quỹ & vốn khác của CSH	2,113	3,052	3,668	4,725	6,020
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	328,634	356,637	400,350	454,255	515,984
BVPS (đồng)	14,643	14,872	14,212	16,213	18,814

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	12.2	8.52	12.3	13.5	13.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	13.3	27.4	16.0	16.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	39.7	6.82	18.0	19.0	18.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	23.1	7.93	17.2	18.1	17.3
Tăng trưởng VCSH (%)	24.1	1.56	14.7	14.1	16.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	14.5	9.12	9.99	14.4	16.9
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	30.1	12.7	(3.66)	14.7	15.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	8.11	(1.42)	18.7	16.3	17.2
Tăng trưởng LNTT (%)	29.6	(28.6)	32.0	19.4	22.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	29.6	(28.7)	32.2	19.4	22.5
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.03	4.74	4.70	4.81	4.94
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.91)	(1.96)	(1.71)	(1.73)	(1.76)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	87.3	89.3	91.1	91.7	91.6
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.06	2.12	2.30	2.63	3.04
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	51.8	36.9	48.8	58.2	71.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.83	9.59	7.25	6.07	4.96
P/B (lần)	1.11	1.09	1.14	1.00	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	3.09	4.94	4.94

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	40.1	27.5	33.2	34.3	36.0
ROAA (%)	2.02	1.30	1.56	1.65	1.78
ROAE (%)	21.5	13.7	16.8	17.5	18.7
Chi phí huy động BQ (%)	3.78	5.32	3.85	4.45	4.53
Lợi suất góp BQ (%)	8.04	9.34	7.71	8.29	8.51
Lợi suất thuần (%)	4.27	4.01	3.86	3.84	3.98
Tỷ lệ NIM (%)	4.20	4.06	3.96	3.99	4.12
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	17.2	14.0	17.5	17.9	18.4
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	72.9	76.5	76.9	76.0	76.4
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	27.1	23.5	23.1	24.0	23.6
Tỷ lệ CIR (%)	38.1	41.3	36.3	36.0	35.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	22.4	30.0	24.5
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	16.6	12.7	12.0	11.2	10.8
VCSH/Tổng TS (%)	9.81	9.18	9.38	9.43	9.63
Đòn bẩy vốn (lần)	10.2	10.9	10.7	10.6	10.4
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.84	2.05	2.00	1.80	1.60
Hệ số LLR (%)	135	63.7	87.1	93.2	98.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	82.7	98.6	96.9	94.5	92.1
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	25.4	26.5	23.1	20.1	17.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	49.0	57.6	59.5	60.8	61.6
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	121	121	121	121	121
Số lượng nhân viên	7,580	7,656	7,732	7,810	7,888

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn