

# TienphongBank (TPB)

## Lợi nhuận sẽ hồi phục trong năm 2024

21/06/2024

Chuyên viên phân tích Vũ Thu Uyên  
[uyenvt@kbsec.com.vn](mailto:uyenvt@kbsec.com.vn)

**KQKD 1Q2024: LNTT cải thiện nhẹ, đạt 1,829 tỷ đồng (+3.6% YoY) – hoàn thành 24.4% kế hoạch năm**

1Q2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 4,685 tỷ đồng (+5.4% QoQ và 28.0% YoY) nhờ sự cải thiện đến từ cả thu nhập lãi thuần (+25.2% YoY) và thu nhập ngoài lãi (+36.4% YoY). Tuy nhiên, áp lực trích lập dự phòng tăng cao (+274.9% YoY) đã khiến LNTT chỉ tăng nhẹ 3.6% YoY, đạt 1,829 tỷ đồng – hoàn thành 24.4% kế hoạch lợi nhuận của năm.

**Tín dụng tăng trưởng theo kỳ vọng thị trường BĐS và nhu cầu tiêu dùng hồi phục**

Dù kết quả quý 1 không được như kỳ vọng, KBSV giữ nguyên dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2024 của TPB là 15.75% - hoàn thành mức room được giao. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhu cầu tiêu dùng kỳ vọng gia tăng vào cuối năm sẽ cải thiện kết quả kinh doanh ở phân khúc bán lẻ. Đặc biệt là thị trường BĐS đang có dấu hiệu hồi phục tích cực sẽ là một yếu tố có lợi đối với mảng cho vay phát triển dự án BĐS và cho vay mua nhà của TPB.

**NIM dự kiến thu hẹp nhẹ nhưng vẫn ở mức cao giúp hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần**

Dự báo NIM của TPB sẽ thu hẹp nhẹ xuống còn ~4% trong 3 quý còn lại chủ yếu do áp lực hạ lãi suất do vay, trong khi chi phí vốn sẽ được duy trì ở mức thấp nhờ tận dụng tốt lợi thế từ CASA. Dù vậy, chúng tôi đánh giá mức NIM này vẫn tích cực và là một yếu tố hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần của TPB.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,700 VND/cp**

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu TPB là 22,700 VND/cp, cao hơn 24.4% so với giá tại ngày 20/06/2024. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu TPB.

## MUA Duy trì

|   |                   |
|---|-------------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>                       | <b>VND 22,700</b> |
| Tăng/giảm (%)                             | 24.4%             |
| Giá hiện tại (20/06/2024)                 | VND 18,250        |
| Giá mục tiêu đồng thuận                   | VND 22,200        |
| Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD) | 40.18/1.6         |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |                  |
|------------------------------------|------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 62.2%            |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 162.42           |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 28.3%            |
| Cổ đông lớn                        | CTCP FPT (6.77%) |

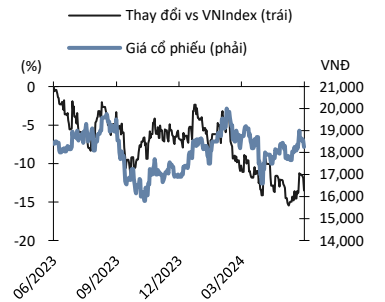
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M   | 3M   | 6M   | 12M   |
|-----------|------|------|------|-------|
| Tuyệt đối | -1.1 | -1.9 | 8.0  | -0.8  |
| Tương đối | -1.4 | -3.6 | -7.3 | -13.5 |

### Dự phóng KQKD & định giá

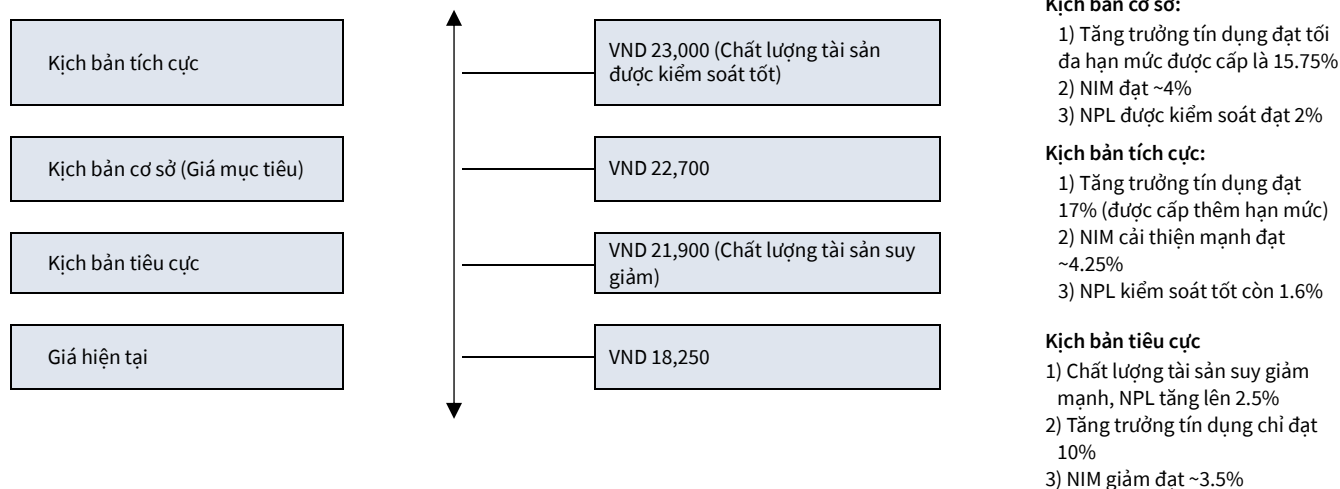
| FY-end                               | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)          | 11,387 | 12,425 | 14,400 | 16,957 |
| LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)    | 9,672  | 9,535  | 11,466 | 13,498 |
| Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND) | 6,261  | 4,463  | 5,926  | 7,805  |
| EPS (VND)                            | 3,958  | 2,027  | 2,692  | 3,545  |
| Tăng trưởng EPS (%)                  | 30%    | -49%   | 33%    | 32%    |
| P/E (x)                              | 4.6    | 9.0    | 6.8    | 5.1    |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS)            | 20,382 | 14,872 | 17,064 | 20,609 |
| P/B (x)                              | 0.90   | 1.23   | 1.07   | 0.89   |
| ROE (%)                              | 21.5   | 13.7   | 16.9   | 18.8   |
| Tỷ suất cổ tức (%)                   | 0.0    | 13.7   | 2.7    | 0.0    |

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Quan điểm định giá



## Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

| (tỷ VND, %)              | Dự phóng kỳ trước |        | Dự phóng điều chỉnh |        | Thay đổi |       |
|--------------------------|-------------------|--------|---------------------|--------|----------|-------|
|                          | 2024E             | 2025E  | 2024E               | 2025E  | 2024E    | 2025E |
| Thu nhập lãi thuần       | 14,740            | 17,594 | 14,400              | 16,957 | (2.3)    | (3.6) |
| LN thuần trước CF DPRRTD | 11,655            | 13,755 | 11,466              | 13,498 | (1.6)    | (1.9) |
| LNST công ty mẹ          | 6,383             | 8,310  | 5,926               | 7,805  | (7.2)    | (6.1) |

Nguồn: KBSV ước tính

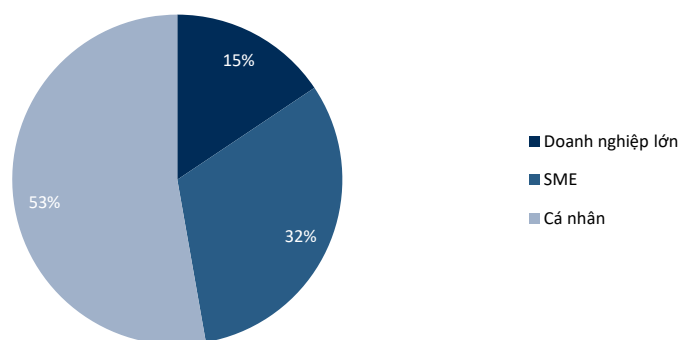
## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

| (tỷ VND, %)              | Dự phóng của KBSV |        | Dự phóng đồng thuận |        | Chênh lệch |        |
|--------------------------|-------------------|--------|---------------------|--------|------------|--------|
|                          | 2024E             | 2025E  | 2024E               | 2025E  | 2024E      | 2025E  |
| Thu nhập lãi thuần       | 14,400            | 16,957 | 17,913              | 20,719 | (19.6)     | (18.2) |
| LN thuần trước CF DPRRTD | 11,466            | 13,498 | 17,381              | 19,598 | (34.0)     | (31.1) |
| LNST công ty mẹ          | 5,926             | 7,805  | 5,763               | 7,126  | 2.8        | 9.5    |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Cơ cấu dư nợ tín dụng 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Tiên Phong (TPBank) là một NHTMCP Tư nhân với quy mô tổng tài sản đạt 356.6 nghìn tỷ đồng vào năm 2023. TPBank được kế thừa những thế mạnh về công nghệ hiện đại, kinh nghiệm thị trường cùng tiềm lực tài chính của các cổ đông chiến lược bao gồm: Tập đoàn DOJI, Tập đoàn FPT, IFC.

Danh mục khách hàng của TPBank tập trung vào các phân khúc khách hàng cá nhân với dư nợ chiếm trên 50%, trong đó chủ yếu là cho vay mua nhà, mua xe và cho vay tiêu dùng.

## Kết quả kinh doanh 1Q2024

**KQKD 1Q2024: LNTT cải thiện nhẹ, đạt 1,829 tỷ đồng (+3.6% YoY) – hoàn thành 24.4% kế hoạch năm**

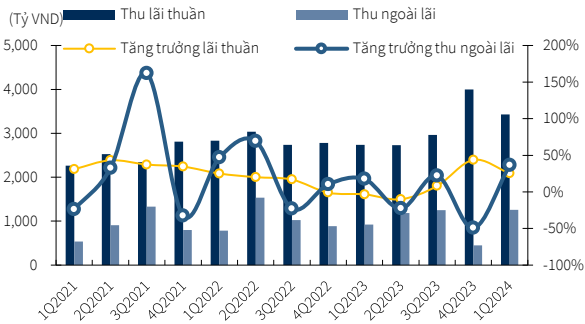
Trong 1Q2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 4,685 tỷ đồng (+5.4% QoQ và 28.0% YoY) nhờ sự cải thiện đến từ cả thu nhập lãi thuần (+25.2% YoY) và thu nhập ngoài lãi (+36.4% YoY). Tuy nhiên, áp lực trích lập dự phòng tăng cao (+274.9% YoY) đã khiến LNTT chỉ tăng nhẹ 3.6% YoY, đạt 1,829 tỷ đồng – hoàn thành 24.4% kế hoạch lợi nhuận của năm. Chất lượng tài sản xấu đi với tỷ lệ nợ xấu (NPL) đạt 2.23%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) giảm còn 60.3%.

**Bảng 1. Cập nhật KQKD Q1/2024**

| (tỷ VNĐ)                         | Q1/2023      | Q4/2023      | Q1/2024      | +/- %QoQ      | +/- %YoY     | Chú thích   |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---|
| Thu nhập lãi thuần               | 2,737        | 3,996        | 3,427        | -14.2%        | 25.2%        | Dù tăng trưởng tín dụng yếu, thu nhập lãi thuần vẫn ghi nhận sự hồi phục khi tăng trưởng 25.2% YoY nhờ sự cải thiện từ NIM.   |
| Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ   | 696          | 114          | 715          | 526.9%        | 2.8%         | Lãi từ dịch vụ bảo hiểm cải thiện (+6% YoY) cùng với sự tăng trưởng mạnh từ các dịch vụ khác (+38% YoY) đã bù đắp lại sự suy giảm của hoạt động thanh toán (-26% YoY). Theo đó, lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng nhẹ 2.8% YoY. |
| Thu khác từ hoạt động ngoài lãi  | 226          | 333          | 543          | 62.9%         | 139.6%       | Lãi từ mảng mua bán chứng khoán đầu tư tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ sự hồi phục của thị trường TPĐN. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối, hoạt động thu hồi nợ kém hiệu quả, lần lượt giảm 45% và 140% YoY.      |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>   | <b>3,659</b> | <b>4,443</b> | <b>4,685</b> | <b>5.4%</b>   | <b>28.0%</b> |   |
| Chi phí hoạt động                | (1,579)      | (1,843)      | (1,676)      | -9.1%         | 6.1%         |   |
| CIR                              | 43.2%        | 41.5%        | 35.8%        | -5.7ppts      | -7.4ppts     |   |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | (315)        | (1,970)      | (1,181)      | -40.1%        | 274.9%       | Chi phí trích lập tăng gấp ~3 lần so với cùng kỳ do chất lượng tài sản diễn biến xấu đi. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tiếp tục giảm xuống còn 60.2% từ mức 63.7% vào cuối năm 2023.  |
| Lợi nhuận trước thuế             | 1,765        | 630          | 1,829        | 190.4%        | 3.6%         |   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>        | <b>1,413</b> | <b>494</b>   | <b>1,463</b> | <b>196.2%</b> | <b>3.5%</b>  |   |
| Tăng trưởng tín dụng             | 5.8%         | 19.1%        | -3.3%        |               | -9.2ppts     | Tăng trưởng tín dụng suy yếu trong 1Q2024, đạt -3.3% YTD, thấp hơn so với toàn ngành (+0.26%). Trong đó, cả cho vay khách hàng và TPĐN đều giảm lần lượt 2.5% và 23.4%.   |
| Tăng trưởng tiền gửi khách hàng  | 3.1%         | 6.8%         | -8.4%        |               | -11.5ppts    | Huy động giảm mạnh hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp khiến nhu cầu tiền gửi hạn chế.  |
| NIM                              | 3.54%        | 3.92%        | 4.13%        | +21bps        | +59bps       | Biên lãi thuần (NIM) cải thiện, tăng 21bps QoQ nhờ chi phí vốn (COF) giảm mạnh hơn lãi suất đầu ra, có thể thấy mặt bằng lãi suất thấp giai đoạn trước đã phản ánh vào COF.   |
| NPL                              | 1.45%        | 2.05%        | 2.23%        | +19bps        | +79bps       | Chất lượng tài sản suy giảm, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành ở mức khá cao (~0.7%). Do đó, mặc dù ngân hàng đã sử dụng 1,150 tỷ đồng từ nguồn dự phòng để xử lý nợ xấu, tỷ lệ NPL vẫn tăng thêm 19bps QoQ lên mức 2.23%.              |

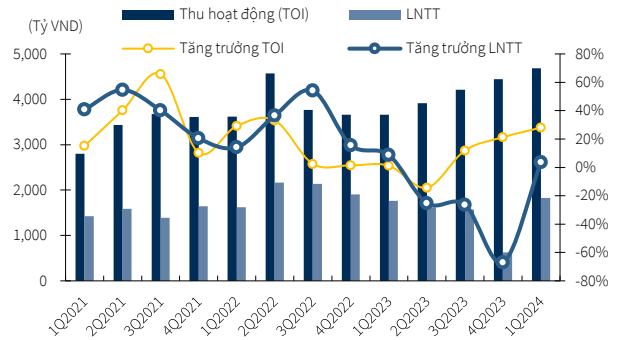
Nguồn: TPB, KBSV

**Biểu đồ 2. Tăng trưởng lãi thuần và thu nhập ngoài lãi**



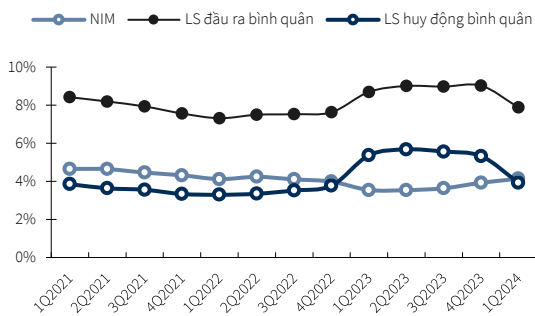
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNNT**



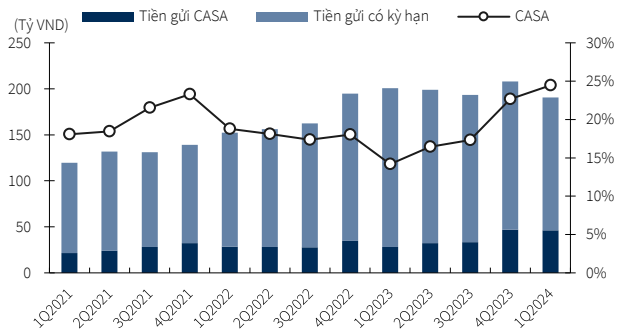
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 4. Biến động lãi suất - NIM**



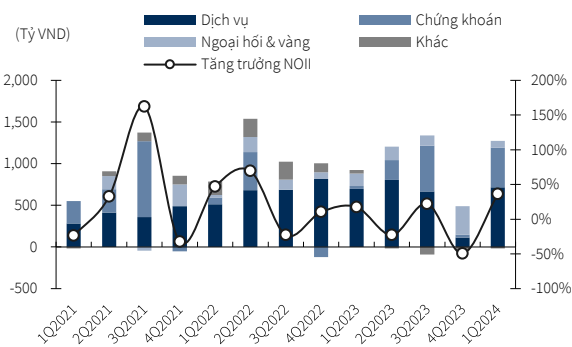
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 5. Tỷ lệ CASA của TPB**



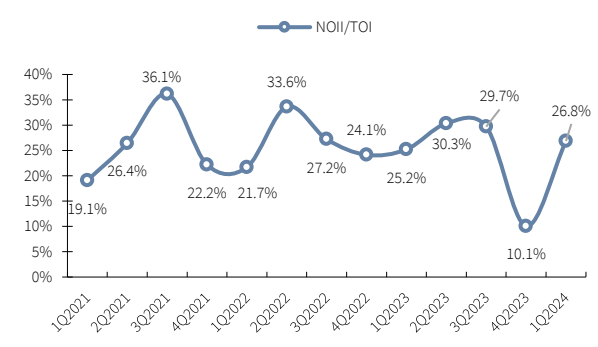
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 6. Cơ cấu thu ngoài lãi**



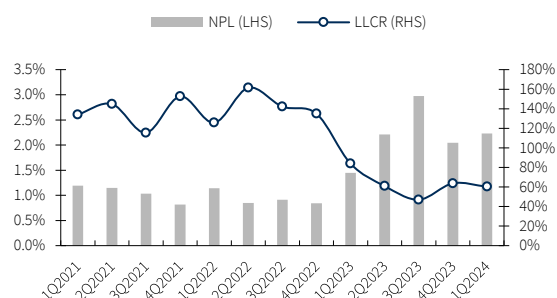
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 7. Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi/thu nhập hoạt động**



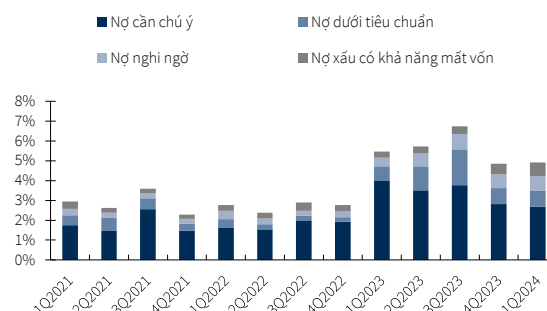
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 8. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 9. Cơ cấu các nhóm nợ**



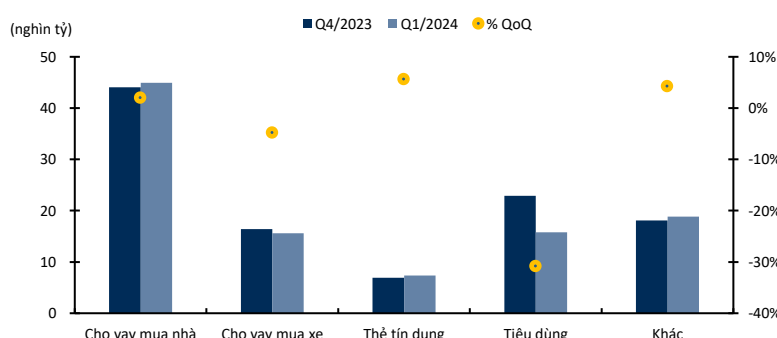
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Tín dụng tăng trưởng theo kỳ vọng thị trường BĐS và nhu cầu tiêu dùng hồi phục**

Trong 1Q2024, tăng trưởng tín dụng của TPB suy yếu khi ghi nhận kết quả giảm 3.3% YTD (mức tăng của toàn ngành là +0.26%), chủ yếu do nhóm KHCN giảm 5.4% YTD. Trong đó, phân khúc cho vay tiêu dùng giảm mạnh 31% so với quý trước, phù hợp với diễn biến chung của toàn ngành trong bối cảnh cầu tiêu dùng chưa hồi phục, bên cạnh yếu tố mùa vụ do ảnh hưởng của Tết Nguyên đán trong quý 1. Điểm tích cực là phân khúc cho vay mua nhà (mortgages) sau khi tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 4/2023 (+29% QoQ) vẫn tiếp tục tăng trong quý 1/2024 (+2% QoQ) cho thấy ngân hàng đang kinh doanh hiệu quả trong lĩnh vực này. Dư nợ nhóm KHDN tăng trưởng nhẹ 1.5% nhưng không đủ bù đắp sự suy giảm của nhóm KHCN và TPDN.

Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng tín dụng trong thời gian tới sẽ tiếp tục đến từ nhóm bán buôn nhờ triển vọng tích cực của hoạt động xuất nhập khẩu và đầu tư công giúp thúc đẩy nhu cầu vay vốn để phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh, xây dựng cơ sở hạ tầng. Trong khi đó, nhu cầu tiêu dùng kỳ vọng gia tăng vào cuối năm sẽ cải thiện kết quả kinh doanh ở phân khúc bán lẻ. Đặc biệt là thị trường BĐS đang có dấu hiệu hồi phục tích cực sẽ là một yếu tố có lợi đối với mảng cho vay lĩnh vực BĐS của TPB (cho vay phát triển dự án chiếm 7.7%, cho vay mua nhà chiếm 22.3% tổng dư nợ). Theo đó, dù kết quả quý 1 không được như kỳ vọng, KBSV giữ nguyên dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2024 của TPB là 15.75% - hoàn thành mức room được giao.

**Biểu đồ 10. Dự nợ cho vay nhóm khách hàng cá nhân**



Nguồn: TPB, KBSV

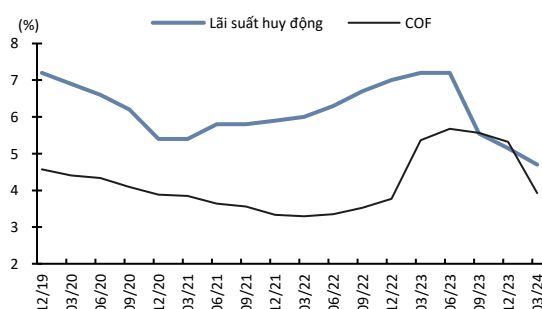
### NIM dự kiến thu hẹp nhẹ nhưng vẫn ở mức cao giúp hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần

Dù trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng kém khả quan, NIM của TPB vẫn ghi nhận sự cải thiện khi tăng 21bps QoQ trong Q1/2024 lên 4.13% nhờ chi phí vốn (COF) giảm mạnh hơn lãi suất bình quân đầu ra. COF giảm 139bps so với cuối năm 2023 do: (1) mặt bằng lãi suất huy động thấp được phản ánh rõ nét hơn; (2) nguồn vốn huy động được ngân hàng điều chỉnh tối ưu để tạo cơ sở giảm lãi suất cho vay (trong đó tiền gửi khách hàng giảm 8.4% YTD); và (3) tỷ lệ CASA tiếp tục tăng cao lên mức 24.7%.

Dự báo NIM của TPB sẽ thu hẹp nhẹ xuống còn ~4% trong 3 quý còn lại chủ yếu do áp lực hạ lãi suất do vay. Dù vậy, chúng tôi đánh giá mức NIM này vẫn tích cực và là một yếu tố hỗ trợ cho thu nhập lãi thuần của TPB. Cụ thể:

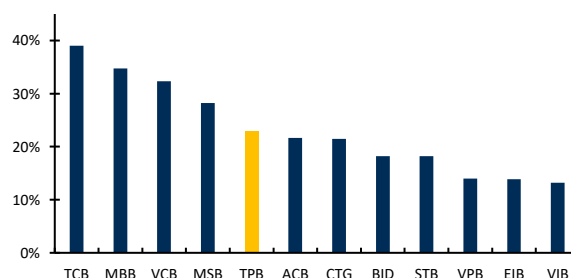
- Lãi suất bình quân đầu ra dự báo sẽ giảm nhẹ do: (1) TPBank vẫn đang tích cực thực hiện chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ và NHNN để giảm lãi suất cho vay hỗ trợ khách hàng; (2) chịu áp lực hạ lãi suất để cạnh tranh thu hút khách hàng do tăng trưởng tín dụng yếu trong quý 1.
- Bên cạnh đó, chi phí vốn sẽ được duy trì ở mức thấp nhờ tận dụng tốt lợi thế từ CASA. TPB có tỷ lệ CASA cao thứ 5 toàn ngành nhờ chiến lược tiên phong trong chuyển đổi số giúp thu hút tệp khách hàng trẻ. Bên cạnh đó, COF vẫn chưa giảm về mức đáy giai đoạn 2020-2021 khi mà mặt bằng lãi suất huy động ở mức thấp nhưng vẫn cao hơn hiện tại (biểu đồ 11). Dù vậy chúng tôi cho rằng COF sẽ khó giảm thêm do: (1) lãi suất huy động đang rục rịch tăng trở lại, dự báo sẽ tăng 100-150bps từ mức đáy; và (2) ngân hàng phải đẩy mạnh huy động vốn trong những quý tới để chuẩn bị cho việc giải ngân khi tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh mẽ.

Biểu đồ 11. TPB - Lãi suất huy động 12 tháng & chi phí vốn



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 12. Tỷ lệ CASA của các ngân hàng trong 1Q2024



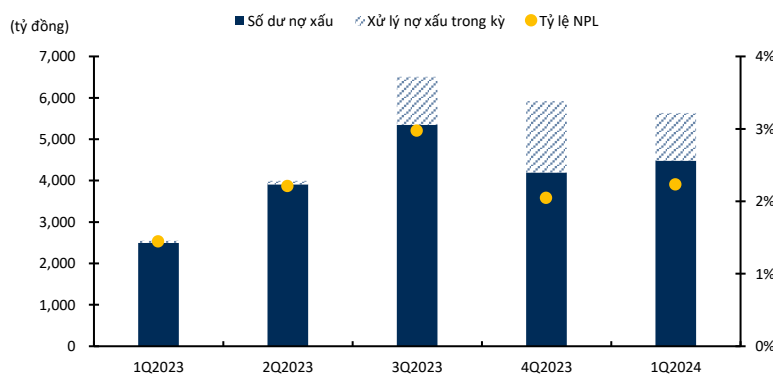
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Chất lượng tài sản suy giảm khiến áp lực trích lập dự phòng gia tăng

Trong 1Q2024, chất lượng tài sản của TPB suy giảm mạnh hơn dự kiến. Tỷ lệ hình thành nợ xấu lên đến 0.7% trong quý 1, do đó dù ngân hàng đã xử lý ~1,150 tỷ đồng nợ xấu, tỷ lệ NPL vẫn tăng lên 2.23% (+19bps QoQ), tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLCR tiếp tục giảm xuống còn 60.3%. Trong đó, các khoản nợ xấu phát sinh chủ yếu nằm ở nhóm bán lẻ, cụ thể là cho vay mua xe và tiêu dùng, trong khi nợ xấu nhóm cho vay mua nhà và bán buôn đi ngang. Dự báo tốc độ hình thành nợ xấu sẽ chậm lại trong 3 quý còn lại nhờ: (1) nền kinh tế ấm lên

theo đó là sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng và thị trường BĐS; (2) thông tư 02 tiếp tục được gia hạn đến hết năm 2024 cùng với các chính sách hạ lãi suất sẽ giúp hỗ trợ tình hình tài chính cho các doanh nghiệp. Dư nợ tái cơ cấu theo TT02 của TPB tại cuối quý 1 đạt ~1,050 tỷ đồng (-31% QoQ), tương đương 0.5% tổng dư nợ và đã được trích lập hết; tại thời điểm ngày 31/5/2024 con số này đã giảm xuống còn 705.4 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng ngân hàng cần sớm thu hồi/xử lý các khoản nợ tái cơ cấu này để không làm ảnh hưởng đến tỷ lệ NPL vào cuối năm 2024 khi kỳ hạn của TT02 kết thúc. Bên cạnh đó, mục tiêu nợ xấu của ngân hàng là dưới 2.5% tổng dư nợ, tuy nhiên BLĐ đã thể hiện quyết tâm sẽ kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới 2%. Do đó, chúng tôi cho rằng TPB sẽ phải tiếp tục gia tăng xử lý nợ xấu, dẫn đến áp lực lớn trong việc trích lập dự phòng, ảnh hưởng đến lợi nhuận trong năm 2024.

**Biểu đồ 13. Nợ xấu và xử lý nợ xấu trong kỳ**



Nguồn: TPBank, KBSV

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 13. Dự phóng KQKD 2024 -2025**

| (Tỷ VND)                       | 2023    | 2024F   | +/-%YoY  | 2025F   | +/-%YoY | Chú thích   |
|--------------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---|
| Thu nhập lãi thuần             | 12,425  | 14,400  | 15.9%    | 16,957  | 17.8%   | Dự phóng thu nhập lãi thuần giảm nhẹ 2% so với báo cáo trước do giảm dự phóng NIM.                            |
| Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ | 2,279   | 2,559   | 12.3%    | 3,016   | 17.9%   |   |
| Tổng thu nhập hoạt động        | 16,234  | 19,270  | 18.7%    | 22,685  | 17.7%   |   |
| Chi phí trích lập dự phòng     | (3,946) | (4,058) | 2.8%     | (3,742) | -7.8%   | Tăng dự phóng chi phí trích lập DPRR lên 10% do tốc độ nợ xấu mới hình thành nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi. |
| Lợi nhuận sau thuế             | 4,463   | 5,926   | 32.8%    | 7,805   | 31.7%   |   |
| NIM                            | 3.92%   | 4.05%   | +12bps   | 4.19%   | +14bps  | Điều chỉnh dự phóng NIM giảm nhẹ 5bps so với dự phóng cũ trước áp lực hạ lãi suất cho vay.                    |
| Lãi suất đầu ra bình quân      | 9.02%   | 8.07%   | -95bps   | 8.32%   | +25bps  |   |
| Lãi suất đầu vào bình quân     | 5.32%   | 4.17%   | -115bps  | 4.24%   | +7bps   |   |
| CIR                            | 41.3%   | 40.5%   | -0.8ppts | 40.50%  | +0ppts  |   |
| NPL                            | 2.05%   | 2.00%   | -5bps    | 1.65%   | -35bps  |   |
| Tổng tài sản                   | 356,637 | 416,502 | 16.8%    | 473,091 | 13.6%   |   |
| Vốn chủ sở hữu                 | 32,743  | 38,669  | 18.1%    | 46,474  | 20.2%   |   |

Nguồn: KBSV

### Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 22,700 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu TPB.

#### (1) Phương pháp định giá P/B

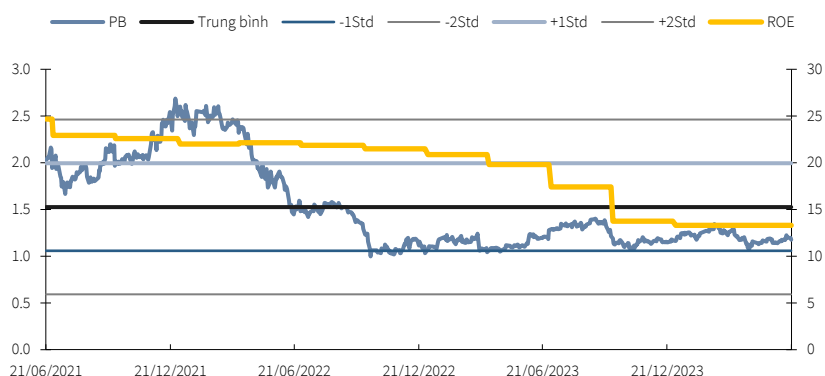
Chúng tôi duy trì mức P/B dự phóng 2024 ở mức 1.1x tương đương độ lệch chuẩn -1 của trung bình P/B 3 năm của TPB do phản ánh lo ngại về chất lượng tài sản và áp lực trích lập dự phòng của TPB trong thời gian tới.

#### (2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Bảng 15)

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn.

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu TPB cho năm 2024 là 22,700 đồng/cổ phiếu, cao hơn 24.4% so với giá ngày 20/06/2024. Một số rủi ro ảnh hưởng có thể ảnh hưởng đến định giá của chúng tôi bao gồm: (1) NIM giảm mạnh hơn kỳ vọng (2) Chất lượng tài sản suy yếu mạnh; và (3) Tăng trưởng tín dụng không đạt mục tiêu do ảnh hưởng chung của nền kinh tế.



**Biểu đồ 14. Chỉ số P/B của TPB giai đoạn 2021-2024**

Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Bảng 15. Cổ phiếu TPB – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

| Tỷ VND                            | 2024F         | 2025F | 2026F  |
|-----------------------------------|---------------|-------|--------|
| Lợi nhuận sau thuế                | 5,926         | 7,805 | 10,127 |
| Lợi nhuận thặng dư                | 1,215         | 2,398 | 3,597  |
| Chi phí vốn (r)                   | 14.39%        |       |        |
| Tăng trưởng (g)                   | 5.00%         |       |        |
| Giá trị cuối cùng                 | 15,255        |       |        |
| Giá trị hợp lý cuối 2024          | 58,605        |       |        |
| <b>Giá trị cổ phiếu TPB (VND)</b> | <b>26,619</b> |       |        |

Nguồn: KBSV

**Bảng 16. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu (VND)**

| Phương pháp định giá | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|----------------------|--------------|----------|----------------------------|
| P/B                  | 18,770       | 50%      | 9,385                      |
| Lợi nhuận thặng dư   | 26,619       | 50%      | 13,310                     |
| <b>Giá mục tiêu</b>  |              |          | <b>22,700</b>              |

Nguồn: KBSV

## PHỤ LỤC

| Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh        |               |               |               |               |               | Bảng cân đối kế toán                             |                |                |                |                |                |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (Tỷ đồng)                                   | 2021          | 2022          | 2023          | 2024F         | 2025F         | (Tỷ đồng)  | 2021           | 2022           | 2023           | 2024F          | 2025F          |
| Thu nhập lãi thuần                          | 9,946         | 11,387        | 12,425        | 14,400        | 16,957        | Cho vay khách hàng                               | 139,463        | 159,160        | 202,586        | 230,988        | 263,554        |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 17,427        | 21,811        | 28,559        | 28,717        | 33,646        | Chứng khoán kinh doanh                           | -              | -              | -              | -              | -              |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự         | (7,481)       | (10,424)      | (16,135)      | (14,316)      | (16,689)      | Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc) | 2,553          | 2,427          | 2,339          | 2,709          | 3,088          |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ         | 1,542         | 2,692         | 2,279         | 2,559         | 3,016         | Tài sản có sinh lời                              | 270,801        | 300,912        | 332,262        | 379,088        | 429,751        |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác            | 246           | 702           | (105)         | 505           | 816           | Tài sản cố định và tài sản khác                  | 20,653         | 26,933         | 24,721         | 37,828         | 43,587         |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>              | <b>13,517</b> | <b>15,617</b> | <b>16,234</b> | <b>19,270</b> | <b>22,685</b> | <b>Tổng tài sản</b>                              | <b>292,827</b> | <b>328,634</b> | <b>356,637</b> | <b>416,502</b> | <b>473,091</b> |
| Chi phí hoạt động                           | (4,571)       | (5,945)       | (6,699)       | (7,804)       | (9,187)       | Tiền gửi của khách hàng                          | 139,562        | 194,960        | 208,262        | 241,236        | 275,009        |
| LN thuần trước CF DPRRTD                    | 8,947         | 9,672         | 9,535         | 11,466        | 13,498        | Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá          | 35,885         | 20,595         | 24,357         | 31,430         | 31,846         |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng            | (2,908)       | (1,844)       | (3,946)       | (4,058)       | (3,742)       | Các khoản nợ chịu lãi                            | 263,027        | 289,484        | 316,922        | 369,574        | 417,330        |
| Thu nhập khác                               | 496           | 1,325         | 872           | 1,263         | 1,813         | Các khoản nợ khác                                | 3,813          | 6,911          | 6,972          | 8,258          | 9,288          |
| Chi phí khác                                | (250)         | (623)         | (978)         | (758)         | (997)         | <b>Tổng nợ phải trả</b>                          | <b>266,840</b> | <b>296,395</b> | <b>323,894</b> | <b>377,833</b> | <b>426,617</b> |
| Tổng lợi nhuận trước thuế                   | 6,038         | 7,828         | 5,589         | 7,408         | 9,756         | Vốn điều lệ                                      | 15,818         | 15,818         | 22,016         | 22,016         | 22,016         |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp          | (1,209)       | (1,568)       | (1,126)       | (1,482)       | (1,951)       | Hạng dự vốn cổ phần                              | 2,561          | 2,561          | -              | -              | -              |
| LNST  | 4,829         | 6,261         | 4,463         | 5,926         | 7,805         | Lợi nhuận chưa phân phối                         | 6,220          | 11,747         | 7,674          | 12,500         | 20,304         |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                | -             | -             | -             | -             | -             | Lợi ích của cổ đông thiểu số                     | -              | -              | -              | -              | -              |
| LNST ngân hàng mẹ                           | 4,829         | 6,261         | 4,463         | 5,926         | 7,805         | Vốn chủ sở hữu                                   | 25,987         | 32,239         | 32,743         | 37,568         | 45,373         |

| Chỉ số tài chính (%)              | 2021   | 2022  | 2023   | 2024F | 2025F |
|-----------------------------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>Khả năng sinh lời</b>          |        |       |        |       |       |
| ROE                               | 22.6%  | 21.5% | 13.7%  | 16.9% | 18.8% |
| ROA                               | 1.9%   | 2.0%  | 1.3%   | 1.5%  | 1.8%  |
| ROE trước dự phòng                | 33.5%  | 26.6% | 23.5%  | 26.1% | 26.0% |
| ROA trước dự phòng                | 2.9%   | 2.5%  | 2.2%   | 2.4%  | 2.4%  |
| Biên lãi ròng (NIM)               | 4.3%   | 4.0%  | 3.9%   | 4.0%  | 4.2%  |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>         |        |       |        |       |       |
| LDR thuần                         | 101.2% | 82.6% | 98.6%  | 97.0% | 97.0% |
| CIR                               | 33.8%  | 38.1% | 41.3%  | 40.5% | 40.5% |
| <b>Tốc độ tăng trưởng</b>         |        |       |        |       |       |
| Tăng trưởng tổng tài sản          | 41.9%  | 12.2% | 8.5%   | 16.8% | 13.6% |
| Tăng trưởng cho vay khách hàng    | 18.1%  | 14.1% | 27.3%  | 14.0% | 14.1% |
| Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD | 45.0%  | 8.1%  | -1.4%  | 20.3% | 17.7% |
| Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ     | 37.6%  | 29.6% | -28.7% | 32.8% | 31.7% |
| Tăng trưởng EPS                   | -6.8%  | 29.6% | -48.8% | 32.8% | 31.7% |
| Tăng trưởng BVPS                  | 5.2%   | 24.1% | -27.0% | 14.7% | 20.8% |

| Chỉ số về giá (đồng, X, %)                  | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số về giá</b>                        |        |        |        |        |        |
| EPS cơ bản                                  | 3,053  | 3,958  | 2,027  | 2,692  | 3,545  |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS)                   | 16,429 | 20,382 | 14,872 | 17,064 | 20,609 |
| Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS) | 16,255 | 20,191 | 14,722 | 16,893 | 20,413 |
| <b>Chỉ số định giá</b>                      |        |        |        |        |        |
| PER   | 6.0    | 4.6    | 9.0    | 6.8    | 5.1    |
| PBR   | 1.1    | 0.9    | 1.2    | 1.1    | 0.9    |
| Tỉ suất cổ tức                              | 0.0%   | 0.0%   | 13.7%  | 2.7%   | 0.0%   |
| ROE   | 22.6%  | 21.5%  | 13.7%  | 16.9%  | 18.8%  |
| <b>An toàn vốn</b>                          |        |        |        |        |        |
| Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)                     | 13.4%  | 12.7%  | 12.4%  | >9%    | >9%    |
| <b>Chất lượng tài sản</b>                   |        |        |        |        |        |
| NPL (nợ xấu nhóm 3-5)                       | 0.8%   | 0.8%   | 2.0%   | 2.0%   | 1.7%   |
| Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)         | 152.6% | 135.0% | 63.7%  | 64.3%  | 72.8%  |
| SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)                | 2.3%   | 2.8%   | 4.9%   | 4.5%   | 3.7%   |
| Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)  | 54.6%  | 41.2%  | 26.9%  | 28.6%  | 32.9%  |

Nguồn: KBSV ước tính

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

### **Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

### **Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

### **Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

### **Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

**Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Hỗ trợ**

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.