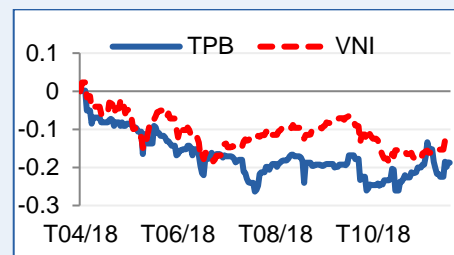




## Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB) [KHẢ QUAN +10,3%]

Cập nhật

<b>Ngành:</b>	<b>Ngân hàng</b>		<u>2017</u>	<u>2018F</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>07/12/2018</b>	LN trước dự phòng	70,5%	72,1%	18,0%	14,5%
Giá hiện tại:	21.950VND	LNST	70,5%	84,2%	20,3%	30,6%
Giá mục tiêu:	24.200VND	NIM	2,93%	3,63%	3,72%	3,76%
Giá mục tiêu trước đây	30.100VND	Nợ xấu	1,09%	1,20%	1,30%	1,20%
		CIR	53,8%	49,0%	49,0%	49,0%
TL tăng:	10,3%	Cổ tức/CP	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	2,8x	1,8x	1,5x	1,2x
Tổng mức sinh lời:	10,3%					



GT vốn hóa:	0,8 tỷ USD		<u>TPB</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	1,0tr USD	P/E (trượt)	12,1x	11,9x	16,8x
GTGD/ngày (30n):	0,4tr USD	P/B (hiện tại)	1,8x	1,9x	2,6x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	15,6%	16,3%	14,9%
SL cổ phiếu lưu hành	0,851 tỷ	ROA	0,8%	1,2%	2,4%
Pha loãng:	0,851 tỷ				

**Tổng quan về công ty**  
Được thành lập năm 2008, TPB là ngân hàng nhỏ nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi về tổng tài sản và mạng lưới tính đến ngày 31/12/2017. TPB cũng tập trung phát triển mảng ngân hàng số. Ngân hàng đã niêm yết 555 triệu cổ phiếu trên sàn HOSE ngày 19/04/2018.

**Đinh Phương Anh**  
Chuyên viên

**Ngô Hoàng Long**  
Phó Giám đốc

## Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh không thể giúp TPB vượt qua yếu thế của một ngân hàng nhỏ

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 19,6% giá mục tiêu dành cho Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPB) và hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN với tổng mức sinh lời dự báo đạt 10,3% chủ yếu do chi phí vốn chủ sở hữu tăng 100 điểm cơ bản, P/B mục tiêu giảm 11,8% và dự báo lợi nhuận 2019 được điều chỉnh giảm 14,5%.
- Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận 2018. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm 14,5% dự báo lợi nhuận 2019 chủ yếu do điều chỉnh giảm 10,3% dự báo thu nhập lãi thuần và điều chỉnh tăng 72,2% chi phí dự phòng, lợi nhuận cốt giảm phần nào được bù đắp nhờ thu nhập ngoài lãi được điều chỉnh tăng 31,2%. Lo ngại về cạnh tranh gay gắt trong mảng ngân hàng bán lẻ, chi phí huy động dự kiến tăng và vấn đề giải quyết trái phiếu VAMC tồn đọng trong năm 2019 thúc đẩy chúng tôi điều chỉnh dự báo như trên.
- Chúng tôi dự báo EPS 2018 và 2019 sẽ tăng lần lượt 74,4% và 10,5%. ROAA và ROAE năm 2018 được dự báo sẽ đạt lần lượt 1,4% và 20,5% và năm 2019 đạt lần lượt 1,5% và 18,2%.

**Vị trí dẫn đầu trong mảng cho vay mua ô-tô thúc đẩy hoạt động bancassurance phi nhân thọ trong khi bancassurance nhân thọ sẽ tăng tốc trong năm 2019.** Hoạt động bancassurance của TPB vẫn còn đang trong giai đoạn sơ khai nhưng đã đạt được thành tích ấn tượng. Theo báo cáo của công ty, chỉ trong 9 tháng đầu năm hoa hồng từ hoạt động này đạt đến 230 tỷ đồng, cao hơn 43% so với con số trong báo cáo cùng thời điểm của VIB mặc dù VIB có một khởi đầu thuận lợi hơn nhờ một hợp đồng bancassurance độc quyền với Prudential. Chỉ 20% phí bancassurance tại TPB đến từ bảo hiểm nhân thọ, và chúng tôi cho rằng ngân hàng còn rất nhiều dư địa tăng trưởng ở mảng này trong tương lai. Hiện tại, phí hoa hồng từ bancassurance chiếm 51% thu nhập phí thuần. Chúng tôi dự báo dòng sản phẩm này sẽ thúc đẩy thu nhập phí thuần đạt tốc độ tăng trưởng kép 57,6% trong 2 năm tới.

**Yếu thế trong chi phí huy động vốn và cạnh tranh gay gắt ở mảng bán lẻ sẽ kìm hãm NIM.** Các sản phẩm cho vay của TPB tập trung chủ yếu vào cho vay mua nhà và cho vay mua ô-tô. Đây là các hoạt động cho vay mang tính cạnh tranh cao. Chúng tôi cho rằng các đối thủ như VCB và MBB có lợi thế về chi phí huy động thấp với tỷ lệ CASA cao. Trong khi đó đối thủ như ACB và TCB lại tận hưởng lợi thế từ cơ sở khách hàng cao cấp. Do vậy, chúng tôi đánh giá rằng TPB có ít lợi thế hơn các ngân hàng trên và sẽ chịu nhiều áp lực hơn trong việc thu hút khách hàng. Với các thách thức đã đề cập, chúng tôi dự báo NIM sẽ đi ngang sau 2020.

**Chúng tôi ghi nhận hai vấn đề tại TPB và cũng phổ biến đối với các cổ phiếu vốn hóa nhỏ như hoạt động quan hệ nhà đầu tư còn hạn chế và giá cổ phiếu biến động mạnh.** Chúng tôi

cảm thấy khó khăn trong việc trao đổi thông tin với TPB vì ngân hàng không tổ chức các cuộc gặp mặt nhà đầu tư định kỳ và chưa có đội ngũ chuyên phụ trách về quan hệ nhà đầu tư. Một lo ngại khác là tính thanh khoản thấp được thể hiện rõ rệt tại 2 trường hợp trong 6 tháng cuối năm 2018, khi giá cổ phiếu giảm sàn hôm trước và ngay hôm sau lại phục hồi mạnh. Do vậy, chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu 2019 là 1,6 lần đối với TPB, thấp hơn so với ACB và MBB, đến khi thanh khoản và quan hệ với nhà đầu tư được cải thiện.

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2017A	2018F	2019F	2020F
Thu nhập lãi	7.325	9.407	10.919	12.649
Chi phí lãi vay	(4.152)	(5.091)	(5.952)	(6.845)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>3.172</b>	<b>4.316</b>	<b>4.967</b>	<b>5.804</b>
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	165	584	967	1.450
Thu nhập ngoài lãi khác	272	730	708	348
Tổng thu nhập ngoài lãi	437	1.314	1.674	1.798
<b>Tổng thu nhập từ HĐKD</b>	<b>3.610</b>	<b>5.630</b>	<b>6.641</b>	<b>7.602</b>
Chi phí ngoài lãi	(1.942)	(2.759)	(3.254)	(3.725)
Chi phí quản lý khác	-	-	-	-
Tổng chi phí hoạt động	(1.942)	(2.759)	(3.254)	(3.725)
<b>LN từ HĐKD trước dự phòng</b>	<b>1.668</b>	<b>2.872</b>	<b>3.387</b>	<b>3.877</b>
Chi phí dự phòng	(462)	(653)	(718)	(390)
Thu nhập/chi phí khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.206</b>	<b>2.219</b>	<b>2.669</b>	<b>3.487</b>
Thuế	(242)	(444)	(534)	(697)
<b>LN ròng</b>	<b>964</b>	<b>1.775</b>	<b>2.135</b>	<b>2.790</b>
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	-	-	-	-
<b>LN ròng chia cổ đông</b>	<b>964</b>	<b>1.775</b>	<b>2.135</b>	<b>2.790</b>
EPS (VND)	1.649	2.877	3.178	4.152
DPS (VND)	-	-	-	-

TỶ LỆ (%)	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng tín dụng	36,0	20,0	16,0	15,0
Tăng trưởng huy động	27,6	5,0	17,0	17,0
Tăng trưởng thu nhập từ HĐKD	56,3	56,0	18,0	14,5
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng	70,5	72,1	18,0	14,5
Tăng trưởng LNST	70,5	84,2	20,3	30,6

<b>Chất lượng tài sản</b>				
Nhóm 2 / cho vay KH	1,74	1,74	1,74	1,74
TL nợ xấu (NPL)	1,09	1,20	1,30	1,20
TL dự phòng dự trữ LLR	97,9	95,8	93,4	95,0
Chi phí dự phòng / cho vay KH	0,7	0,9	0,8	0,4

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	2017A	2018F	2019F	2020F
Tiền và tiền đương tiền	1.177	1.117	1.286	1.481
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	2.364	2.823	3.178	3.696
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	22.590	18.072	20.783	23.900
Đầu tư ngắn hạn	25.383	27.087	32.317	37.026
Cho vay và cho thuê tài chính khách hàng	62.748	75.232	87.212	100.369
Chứng khoán đầu tư - HTM	1.242	1.474	1.345	1.134
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Tài sản và trang thiết bị	251	301	346	381
Tài sản khác	9.524	6.729	4.883	4.746
<b>Tổng tài sản</b>	<b>125.279</b>	<b>132.836</b>	<b>151.350</b>	<b>172.733</b>
Nợ NHNN	1.082	1.121	1.290	1.486
Huy động và vay liên ngân hàng	38.261	37.736	40.512	43.266
Vốn cho vay và ủy thác khác	2.628	1.314	1.314	1.314
Tiền gửi khách hàng	70.299	73.814	86.362	101.043
Công cụ tài chính khác	84	0	0	0
Giấy tờ có giá	3.481	6.281	6.781	7.281
Nợ khác	1.606	1.927	2.313	2.775
Vốn CSH của cổ đông	6.677	10.642	12.777	15.567
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>124.119</b>	<b>132.836</b>	<b>151.350</b>	<b>172.733</b>

TỶ LỆ (%)	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	2,93	3,63	3,72	3,76
Lợi suất tài sản sinh lãi	6,75	7,90	8,17	8,19
Chi phí huy động	3,87	4,31	4,64	4,71
CIR	53,8	49,0	49,0	49,0

<b>Cơ cấu ROE</b>				
NIM trước dự phòng	2,73	3,34	3,50	3,58
Dự phòng	(0,40)	(0,51)	(0,51)	(0,24)
NIM sau dự phòng	2,33	2,84	2,99	3,34
TN ngoài lãi	0,38	1,02	1,18	1,11
Chi phí hoạt động	(1,67)	(2,14)	(2,29)	(2,30)
Thuế	(0,21)	(0,34)	(0,38)	(0,43)

Thanh khoản					ROAA	0,83	1,38	1,50	1,72
CAR theo BASEL I	9,0	12,1	12,2	12,4	TL đòn bẩy vốn CSH (x)	18,81	14,90	12,13	11,43
TL cho vay trên huy động theo quy định	62,7	70,9	71,7	71,9	ROAE	15,59	20,50	18,23	19,68

Nguồn: TPB, VCSC



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Phương Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích  
+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

##### Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

##### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 28 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105  
[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.