

## Việt Nam

**MUA**

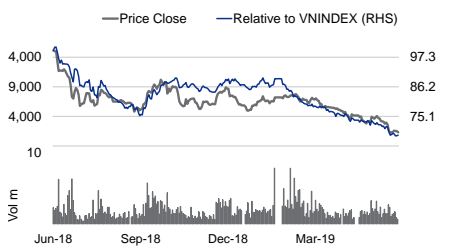
Consensus ratings\*: Mua 7 Giữ 0 Bán 0

Giá hiện tại:	VND21.300
Giá mục tiêu:	VND27.400
Giá mục tiêu trước đây:	N/A
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	28,6%
CGS-CIMB / Consensus:	-21,0%
Reuters:	TCB.HM
Bloomberg:	TCB.VN
Thị giá vốn:	US\$3.193tr VND74.477.416tr
GTGD bình quân:	US\$1,65tr VND38.499tr
SLCP đang lưu hành:	3.497tr
Free float:	34,8%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➤ Không thay đổi



Source: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-8	-20,5	-39,2
Tương đối (%)	-8,2	-15,8	-32,7

Cổ đông chính	% nắm giữ
Masan Group	15,0
CT HĐQT và người liên quan	15,9
Khác	69,1

**Chuyên viên phân tích**

**Lê Minh Thùy**

T (84) 96 784 4629

E thuy.leminh@vndirect.com.vn

# Techcombank

## Giá giảm mạnh là thời điểm để mua vào

- Mô hình ngân hàng dựa trên hệ sinh thái của TCB là lợi thế cạnh tranh so với các ngân hàng khác tại Việt Nam.
- Chúng tôi kỳ vọng cho vay cá nhân tăng trưởng mạnh và tỉ lệ CASA tăng sẽ cải thiện NIM trong giai đoạn 2019-21.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng đạt CAGR 16,7% giai đoạn 2019-21.

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Mua; tỷ lệ tăng giá 28,6%

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho Techcombank (TCB) với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 27.400 đồng, dựa trên phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 13,3%, LTG: 4%) và P/BV 1,5 lần năm 2019. Chúng tôi ưa thích TCB vì: 1) mô hình kinh doanh độc đáo dựa trên hệ sinh thái; 2) Doanh thu ngoài lãi cao và đa dạng nhất tại Việt Nam và 3) công nghệ tiên tiến lấy khách hàng làm trung tâm. TCB giao dịch ở mức 1,2x P/B dự phóng 2019, so với trung bình các ngân hàng trong khu vực là 1,6x mặc dù lợi nhuận tốt và đòn bẩy thấp; do đó, chúng tôi nghĩ rằng định giá đang hấp dẫn.

### Mô hình kinh doanh độc đáo dựa trên hệ sinh thái

TCB có mối quan hệ lâu dài với các tập đoàn lớn, điều đó giúp ngân hàng mở rộng phạm vi tiếp cận tới chuỗi cung ứng và tập khách hàng của các tập đoàn này. Mô hình hệ sinh thái giúp TCB đa dạng hóa danh mục cho vay tới các công ty trong hệ sinh thái với mức độ rủi ro khác nhau hơn là tập trung tín dụng vào một số khách hàng lớn. TCB cũng quản lý dòng tiền của hệ sinh thái, giúp ngân hàng giám sát khả năng tài chính của người vay. Cách tiếp cận hệ sinh thái tạo ra cơ hội bán chéo sản phẩm, giúp TCB có được khoản thu nhập ngoài lãi cao.

### TCB có mảng thu nhập ngoài lãi mạnh và đa dạng nhất tại Việt Nam

Thu nhập ngoài lãi của TCB đến từ dịch vụ thanh toán, bancassurance, tư vấn và môi giới trái phiếu doanh nghiệp. Năm 2018, thu nhập ngoài lãi của TCB chiếm tới 39,4% tổng thu nhập và đây là tỷ lệ cao nhất trong số các ngân hàng Việt Nam. TCB có thị phần đứng đầu trong mảng bancassurance và môi giới trái phiếu doanh nghiệp về tỷ lệ phí bảo hiểm tương đương hàng năm và khối lượng trái phiếu môi giới, lần lượt ở mức 20% (vào tháng 9/2018) và 82% (vào cuối năm 2018).

### Công nghệ tiên tiến cho phép lấy khách hàng làm trung tâm

TCB là ngân hàng tư nhân đầu tiên đầu tư lớn vào hệ thống ngân hàng cốt lõi vào năm 2001, với tổng vốn đầu tư bằng 20% vốn điều lệ tại thời điểm đó. Sự mạnh dạn đầu tư và cải tiến liên tục đã giúp TCB xây dựng một hệ thống lấy khách hàng làm trung tâm, cung cấp cái nhìn toàn diện về các giao dịch và các công cụ phân tích để hiểu rõ khách hàng hơn. Việc lấy khách hàng làm trung tâm và mô hình hệ sinh thái là những công cụ đặc lực để mở rộng tập khách hàng và độ đa dạng của sản phẩm.

### Yếu tố tăng giá và rủi ro giảm giá

Yếu tố tăng giá bao gồm tỷ lệ CASA cao hơn dự báo của chúng tôi là 35% trong năm 2020 và tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến, trong điều kiện lạm phát ổn định. Rủi ro giảm giá đến từ việc nợ xấu tăng khi lãi suất tăng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	8.930	11.127	13.065	15.717	19.032
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7.413	7.223	7.717	8.327	9.380
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	16.344	18.350	20.781	24.044	28.413
Tổng chi phí dự phóng (tỷ đồng)	(3.609)	(1.846)	(2.563)	(3.040)	(3.845)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.446	8.463	9.348	10.756	12.736
EPS cốt lõi (VND)	2.050	2.412	2.664	3.065	3.629
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	82,9%	17,6%	10,5%	15,1%	18,4%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	10,19	8,67	7,85	6,82	5,76
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	7.702	14.790	17.463	20.539	24.182
P/B (lần)	2,71	1,41	1,20	1,02	0,86
ROE (%)	27,7%	21,4%	16,5%	16,1%	16,2%

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

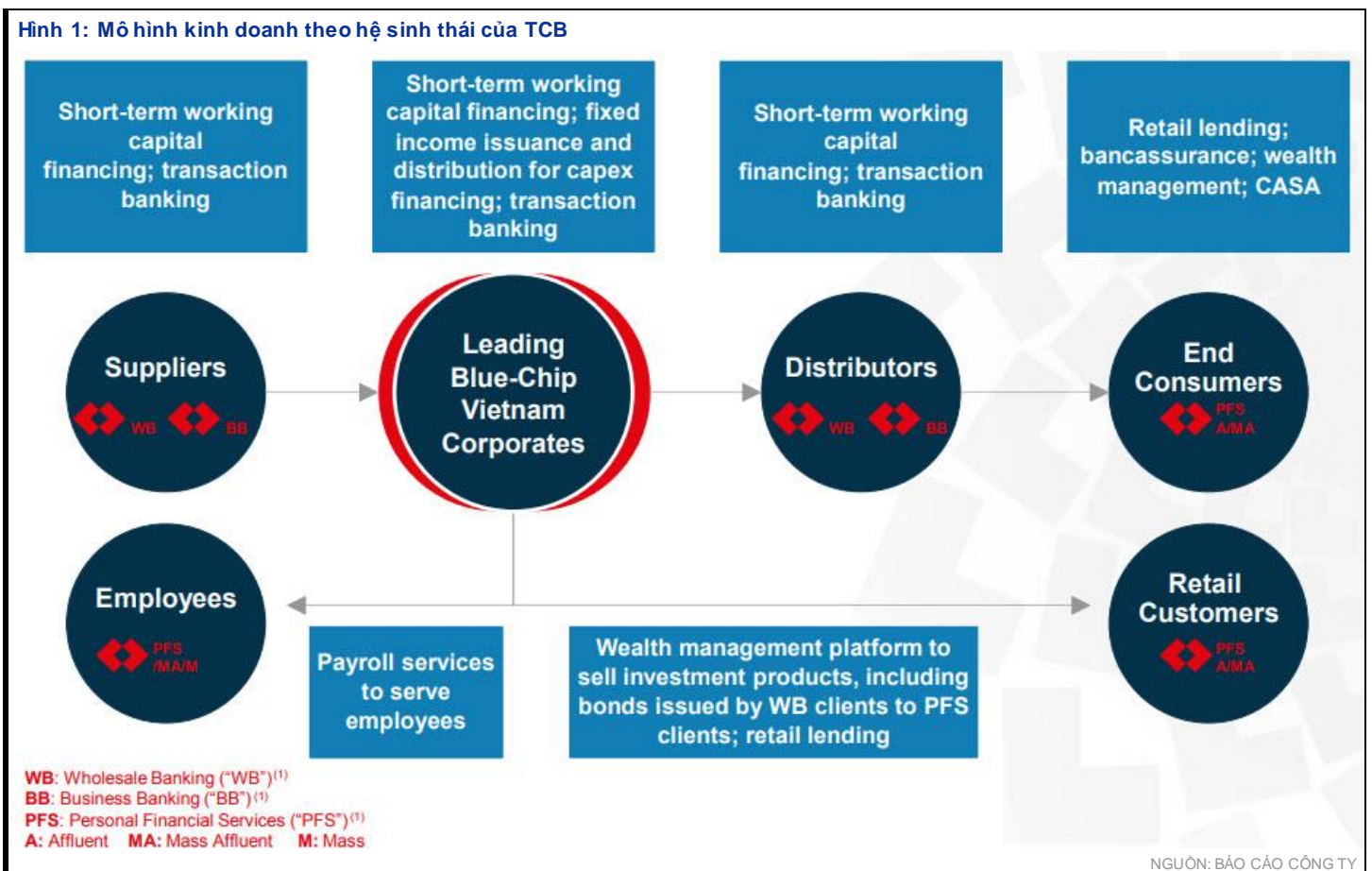
## Mô hình kinh doanh độc đáo giúp tăng trưởng bền vững

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Mô hình kinh doanh dựa trên hệ sinh thái giúp giảm thiểu rủi ro và tăng cường bán chéo sản phẩm

Một trong những lợi thế cạnh tranh của TCB là mối quan hệ lâu đời với các tập đoàn lớn tại Việt Nam, như Vingroup (VIC VN, Chưa khuyến nghị; VIC) và Masan Group (MSN VN, Chưa khuyến nghị; MSN). Quy mô lớn của các tập đoàn này cho phép TCB áp dụng cách tiếp cận hệ sinh thái, bằng cách tiếp cận các tập đoàn lớn sau đó mở rộng tiếp cận tới toàn bộ chuỗi cung ứng của các tập đoàn lớn đó. TCB cung cấp tín dụng và các dịch vụ giao dịch ngân hàng cho các tập đoàn lớn, cũng như các nhà cung cấp và phân phối của các tập đoàn này. Ngoài ra, ngân hàng cũng cung cấp các khoản cho vay cá nhân, tiền gửi, bảo hiểm và các sản phẩm thanh toán cho khách hàng và nhân viên của các tập đoàn này.

Hình 1: Mô hình kinh doanh theo hệ sinh thái của TCB



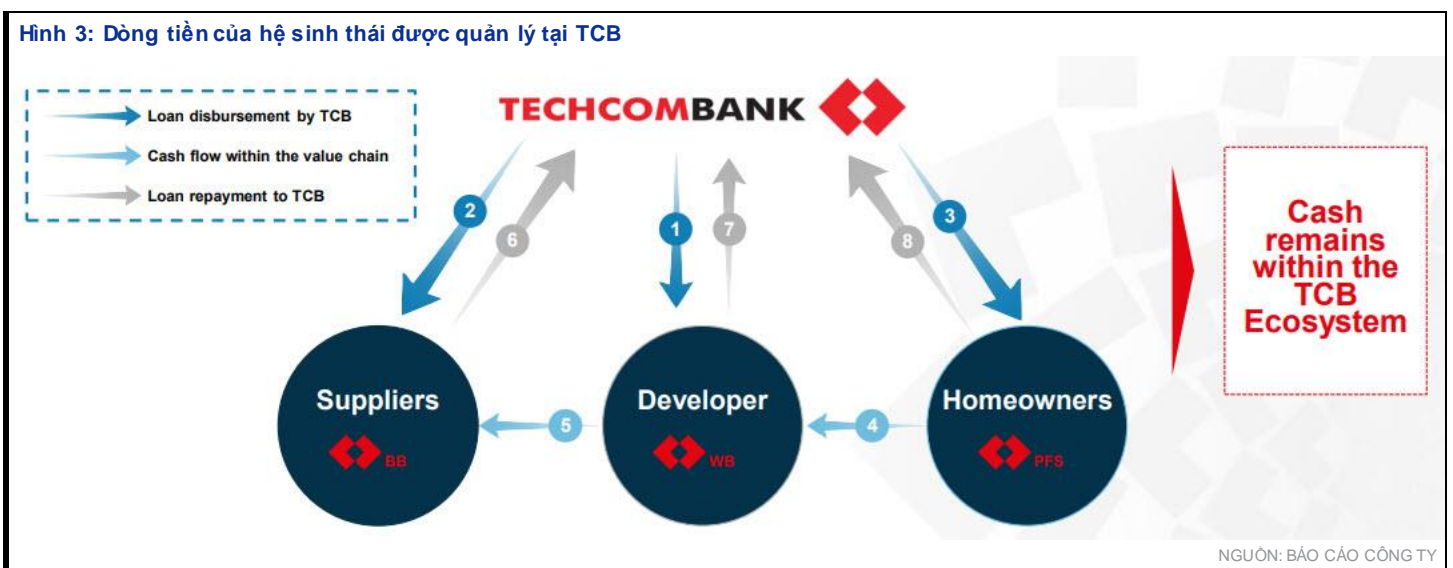
Cách tiếp cận hệ sinh thái không chỉ giúp TCB mở rộng tập khách hàng mà còn giảm thiểu rủi ro tín dụng. Thay vì tập trung cho vay vào một vài tập đoàn lớn, TCB đa dạng hóa tín dụng đối với các công ty trong chuỗi cung ứng và các khách hàng của các tập đoàn này. Danh mục cho vay của ngân hàng được trải đều tới nhiều khách hàng vay khác nhau với các hệ số rủi ro khác nhau, từ thấp đến cao. Do đó, danh mục cho vay đa dạng giúp ngân hàng giảm quy mô tài sản có rủi ro. Ngoài ra, chuyển từ ngân hàng bán buôn sang ngân hàng bán lẻ giúp TCB cải thiện tỷ lệ thu nhập lãi biên (NIM). NIM tăng và tài sản có rủi ro giảm nhờ đa dạng hóa danh mục cho vay khiến tỷ lệ lợi nhuận/tài sản có rủi ro cải thiện - một thước đo lợi nhuận có tính đến rủi ro của tài sản. Nhưng quan trọng hơn, cách tiếp cận hệ sinh thái cho phép TCB quản lý dòng tiền của các công ty vay nợ trong hệ sinh thái vì các công ty này phải mở tài khoản thanh toán tại TCB. Do đó, ngân hàng

Có thể theo dõi hiệu quả tài chính của doanh nghiệp vay nợ và đảm bảo rằng các công ty này có đủ dòng tiền để trả nợ.

**Hình 2: Tài trợ theo hệ sinh thái tạo ra tỷ suất lợi nhuận trên tài sản có rủi ro cao hơn cho vay bán buôn thông thường**

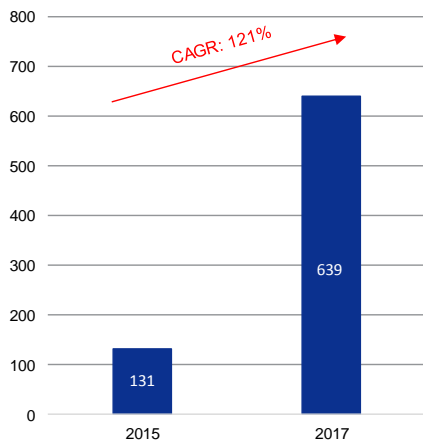
	Mô hình hệ sinh thái				Mô hình cho vay bán buôn			
	Nhà cung cấp	Cty BĐS	Người mua nhà	Tổng chuỗi giá trị	Nhà cung cấp	Cty BĐS	Người mua nhà	Tổng chuỗi giá trị
Khoản cho vay	150	50	300	500	0	500	0	500
Hệ số rủi ro	90%	200%	50%	77%	90%	200%	50%	200%
Tài sản có rủi ro (RWAs)	135	100	150	385	0	1,000	0	1,000
NIM	3,5%	2,2%	2,0%	2,5%	3,5%	2,2%	2,0%	2,2%
Thu nhập lãi thuần	5	1	6	12	0	11	0	11
Lợi nhuận/RWAs	3,9%	1,1%	4,0%	<b>3,2%</b>	N/A	1,1%	N/A	<b>1,1%</b>

NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY



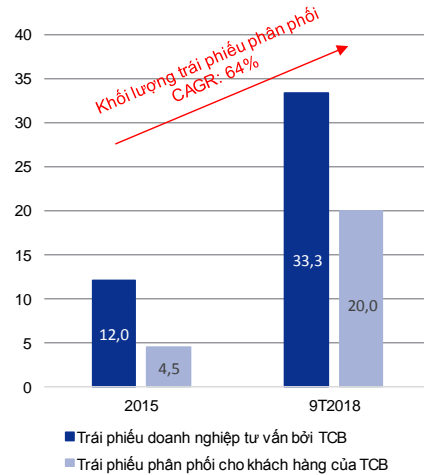
Bên cạnh việc tài trợ cho chuỗi cung ứng, cách tiếp cận hệ sinh thái cung cấp cho TCB cơ hội bán chéo các sản phẩm phi tín dụng. TCB có thể tiếp cận với tập khách hàng lớn của tập đoàn lớn để quảng bá các sản phẩm bán lẻ như thẻ tín dụng, bảo hiểm và môi giới trái phiếu doanh nghiệp. Để minh họa lợi ích của cách tiếp cận hệ sinh thái trong việc bán chéo các sản phẩm của ngân hàng, chúng tôi xem xét hệ sinh thái bao gồm TCB, VIC và người mua nhà của VIC. VIC là nhà phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam và tất cả các dự án của VIC đã hoàn thành cho đến nay đều thuộc phân khúc cao cấp. TCB hiện là ngân hàng cho vay chính đối với người mua nhà trong các dự án của VIC. Do đó, ngân hàng có thể tiếp cận các khách hàng có thu nhập cao, được ngân hàng xếp vào phân khúc cao cấp và trung cấp. TCB tiết lộ rằng trong năm 2017, 87% tổng số khoản cho vay mua nhà có thể chấp của ngân hàng đến từ hệ sinh thái và 96% các khoản cho vay mua nhà có thể chấp đến từ hệ sinh thái được đóng góp bởi các khách hàng cao cấp và trung cấp. Khách hàng cao cấp và trung cấp là những phân khúc khách hàng lý tưởng để bán thẻ tín dụng, bảo hiểm và trái phiếu doanh nghiệp vì họ có xu hướng chi tiêu và đầu tư cao hơn. Hơn nữa, những khách hàng này thường duy trì số dư tài khoản cao tại các ngân hàng, do đó họ giúp các ngân hàng mở rộng nguồn tiền gửi. Việc bán chéo các sản phẩm thẻ và dịch vụ thanh toán cho khách hàng vay mua nhà đã giúp CAGR tiền gửi bán lẻ của TCB tăng 15% trong giai đoạn 2015–18, vượt tốc độ tăng trưởng CAGR tiền gửi nói chung là 12% trong cùng thời kỳ. CAGR tiền gửi CASA của TCB cũng tăng 25% trong giai đoạn 2015–18, do đó nâng tỷ lệ CASA từ 20,6% vào cuối năm 2015 lên 28,7% vào cuối năm 2018.

**Hình 4: Thu nhập phí từ khách hàng vay mua nhà của VIC (tỷ VND)**



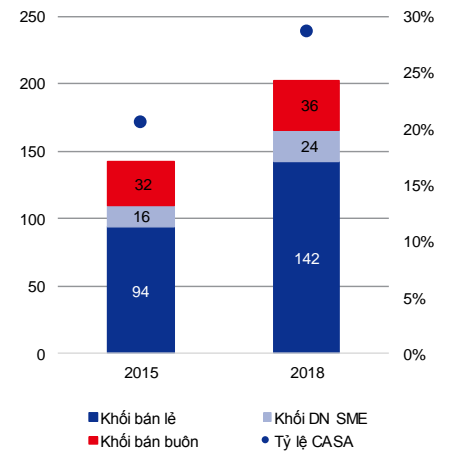
NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 5: Môi giới trái phiếu tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2015-9T2018 (nghìn tỷ VND)**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 6: Tiền gửi theo phân khúc khách hàng (nghìn tỷ VND)**

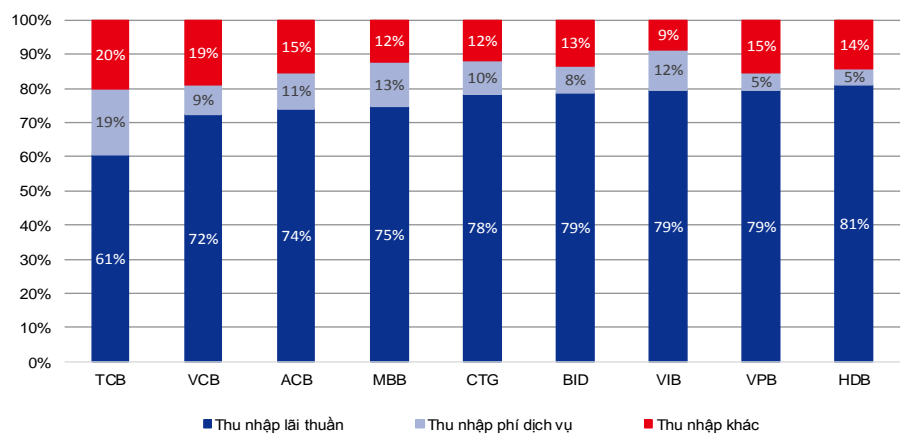


NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

## Mảng thu nhập ngoài lãi mạnh và đa dạng nhất tại Việt Nam >

Mô hình ngân hàng hệ sinh thái độc đáo của TCB cho phép ngân hàng tiếp cận tập khách hàng lớn của các tập đoàn lớn. Điều này cho phép TCB giới thiệu các sản phẩm phi tín dụng như dịch vụ thanh toán, bảo hiểm và trái phiếu doanh nghiệp đến các khách hàng cá nhân. Thu nhập ngoài lãi của TCB đã ghi nhận tăng trưởng kép 50,2% trong năm 2015-18 và đóng góp của thu nhập ngoài lãi vào tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng từ 22,8% trong năm 2015 lên 39,4% trong năm 2018. Mặc dù TCB ghi nhận thu nhập bất thường là 894 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi Techcom Finance (chưa niêm yết) trong năm 2018, nếu loại trừ thu nhập bất thường và thu nhập đến từ việc thu hồi nợ xấu, thu nhập ngoài lãi vẫn chiếm tới 30,6% tổng thu nhập hoạt động. Trong năm 2018, TCB có tỷ trọng thu nhập ngoài lãi/TOI cao nhất trong toàn hệ thống ở mức 30,6%. Thu nhập ngoài lãi cao đến từ các dịch vụ thanh toán, bancassurance và dịch vụ tư vấn và môi giới trái phiếu doanh nghiệp, và hiện nay TCB đang có cơ cấu thu nhập ngoài lãi đa dạng nhất trong số các ngân hàng Việt Nam.

**Hình 7: TCB là ngân hàng dẫn đầu về tỷ trọng thu nhập ngoài lãi (2018)**



CƠ CẤU THU NHẬP ĐÃ LOẠI TRỪ THU NHẬP BẤT THƯỜNG VÀ THU HỒI NỢ XẤU  
NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

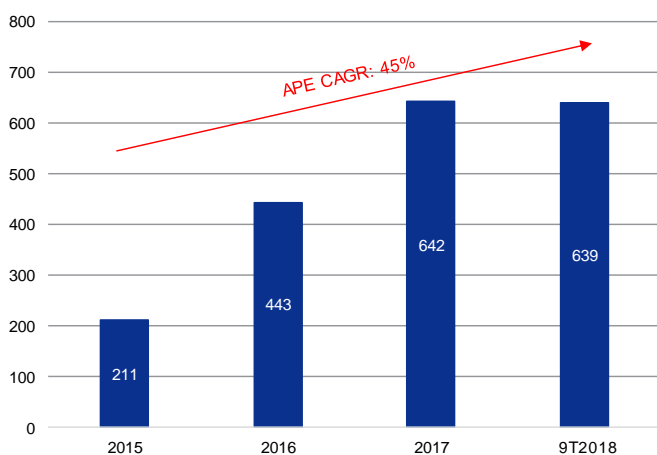


### Bancassurance tăng trưởng ấn tượng, nhờ vào tập khách hàng có thu nhập cao

Nhờ mối quan hệ với VIC và các tập đoàn lớn khác, TCB đã xây dựng được một cơ sở khách hàng có thu nhập cao, đặc biệt là trong phân khúc cao cấp. TCB cho biết ngân hàng có 35% thị phần trong phân khúc cao cấp và 7% thị phần trong phân khúc trung cấp về số lượng khách hàng trong năm 2018. Tập khách hàng có thu nhập cao là một lợi thế cho TCB trong việc bán các sản phẩm bảo hiểm vì những khách hàng này có khả năng tài chính và nhu cầu mua các sản phẩm tài chính tiên tiến hơn. Trong giai đoạn 2015-9T2018, phí bảo hiểm tương đương hàng năm (APE) được phân phối bởi TCB đã tăng trưởng kép 45%. Bancassurance đã trở thành một nguồn thu nhập quan trọng đối với TCB, với sự đóng góp của hoa hồng bảo hiểm trong tổng thu nhập phí tăng từ 3,0% trong năm 2015 lên 20,4% trong năm 2018 (thu nhập bất thường được loại trừ khỏi thu nhập phí). Theo Bộ Tài chính, TCB dẫn đầu về thị phần bancassurance (thị phần 20%) tính đến tháng 9 năm 2018.

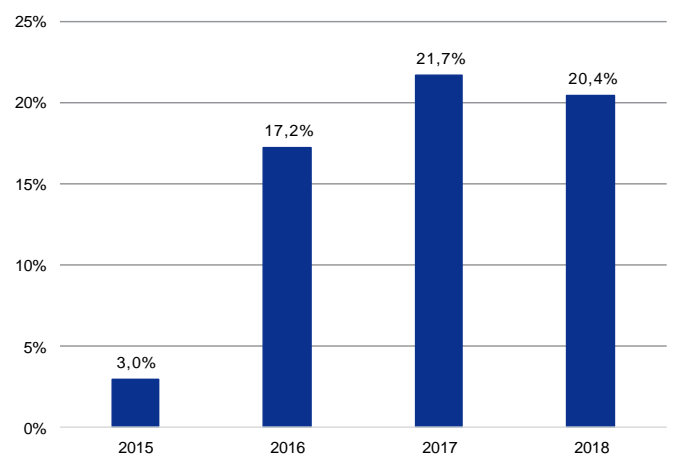
Chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng TCB đã đạt được sự tăng trưởng mạnh mẽ về bancassurance ngay cả trước khi thỏa thuận độc quyền với Manulife Financial Corp (MFC CN, Chưa khuyến nghị; Manulife) được ký kết. Hợp đồng độc quyền 15 năm với Manulife được ký vào tháng 9 năm 2017 dự kiến sẽ đẩy mạnh hơn nữa thu nhập từ bancassurance tại TCB vì Manulife sẽ mang đến TCB nhiều sản phẩm đa dạng hơn và chuyên môn về bảo hiểm và bán hàng. Đổi lại, Manulife sẽ có thể tiếp cận cơ sở khách hàng của TCB với 1,5 triệu khách hàng vào cuối năm 2017, trong khi mức độ thâm nhập của sản phẩm bảo hiểm tại TCB vẫn còn thấp ở mức 3,3% vào cuối năm 2017. TCB dự kiến tăng trưởng hoa hồng bảo hiểm cao trong năm 2018-19 vì hợp đồng độc quyền phân phối bảo hiểm được triển khai trong Q4/2017 và tăng trưởng sẽ ổn định từ năm 2020 trở đi. Ngoài ra, tăng trưởng của bancassurance sẽ được hỗ trợ bởi tỷ lệ thâm nhập thấp của ngành bảo hiểm Việt Nam. Bên cạnh thu nhập từ hoa hồng, TCB đã nhận được 1.446 tỷ đồng phí đại lý từ Manulife trong năm 2017, do thỏa thuận độc quyền yêu cầu TCB chỉ có thể phân phối các sản phẩm của Manulife trên hệ thống của ngân hàng. Sau năm năm đầu tiên của thỏa thuận, TCB dự kiến APE sẽ đạt được trên 10 nghìn tỷ, tăng từ mức 639 tỷ đồng vào cuối 9T/2018, và theo quan điểm của chúng tôi đây là một mục tiêu đầy tham vọng.

Hình 8: Phí bảo hiểm hàng năm tương đương (APE) tăng trưởng mạnh từ 2015-9T2018 (tỷ VND)



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

Hình 9: Thu nhập phí từ bancassurance/Tổng thu nhập phí tăng mạnh trong 4 năm qua



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

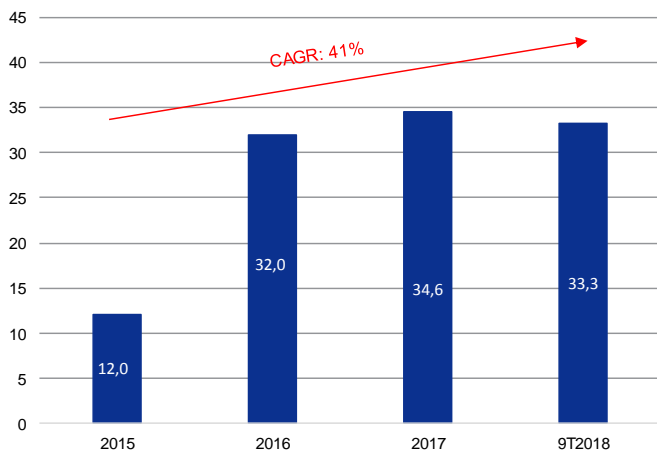
### Ngân hàng dẫn đầu trong hoạt động tư vấn và môi giới trái phiếu doanh nghiệp

Hệ sinh thái cho phép TCB bắt đầu một hướng kinh doanh mới về tư vấn trái phiếu doanh nghiệp và đây là ngân hàng Việt Nam đầu tiên và duy nhất cho đến nay thành công trong lĩnh vực kinh doanh này. Vì các tập đoàn lớn có nhu cầu cao về nguồn vốn dài hạn, TCB cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành trái phiếu

doanh nghiệp cho các tập đoàn và thực hiện phân phối các trái phiếu này tới khách hàng của TCB. Đối với các khách hàng doanh nghiệp, TCB đang chuyển sang cho vay ngắn hạn để hỗ trợ vốn lưu động, trong khi nhu cầu về vốn dài hạn sẽ được tài trợ bằng trái phiếu doanh nghiệp. Việc định hướng chuyển sang cho vay ngắn hạn làm giảm áp lực lên thanh khoản của ngân hàng vì phần lớn tiền gửi của khách hàng là tiền gửi ngắn hạn. Trong khi các ngân hàng khác đang cạnh tranh huy động vốn dài hạn vì NHNN đã giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung/ dài hạn, TCB chịu ít áp lực hơn khi ngân hàng đang chuyển dần sang cho vay ngắn hạn, và nếu khách hàng doanh nghiệp có nhu cầu vốn dài hạn, TCB sẽ giúp họ phát hành trái phiếu dài hạn và phân phối các trái phiếu này tới tập khách hàng của TCB.

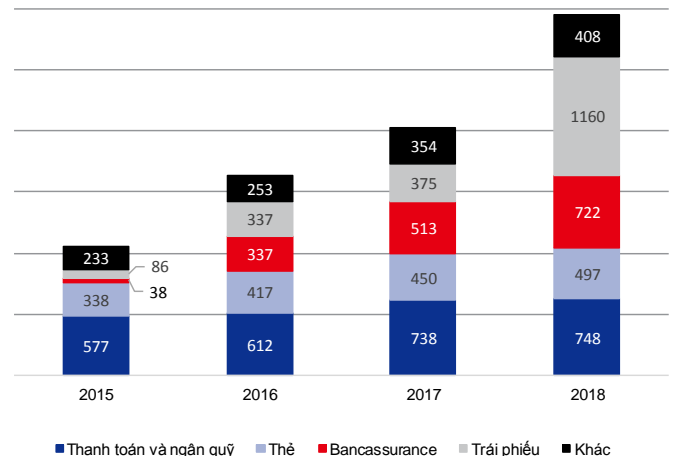
Tư vấn trái phiếu doanh nghiệp không chỉ làm giảm rủi ro thanh khoản cho TCB mà còn tạo ra nguồn thu nhập mới cho ngân hàng. TCB nhận được tới 1,5% phí tư vấn khi tư vấn cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu sơ cấp. Ngoài ra, TCB cũng thu được chênh lệch lãi suất từ 1% đến 1,5% khi phân phối các trái phiếu này cho khách hàng cá nhân, được ghi nhận vào dạng thu nhập từ mua bán chứng khoán. Trong giai đoạn 2015-9T2018, khối lượng trái phiếu được tư vấn tăng trưởng kép 41%, do đó tỷ trọng thu nhập từ trái phiếu trên tổng thu nhập phí tăng từ mức 6,8% trong năm 2014 lên 32,8% trong năm 2018 (thu nhập bất thường được loại trừ khỏi thu nhập phí). Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng 30% về khối lượng trái phiếu tư vấn phát hành trong tương lai. TCB thành công trong việc tư vấn trái phiếu doanh nghiệp nhờ vào tập khách hàng có thu nhập cao, có nhu cầu với các sản phẩm đầu tư nhưng khả năng tiếp cận thị trường trái phiếu doanh nghiệp hạn chế. TCB là ngân hàng dẫn đầu trong cả tư vấn trái phiếu doanh nghiệp và môi giới trái phiếu doanh nghiệp với 42% thị phần trong mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2017 và 82% thị phần trong mảng môi giới trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2018.

**Hình 10: Khối lượng trái phiếu tư vấn phát hành tăng mạnh trong 2015-9T2018 (nghìn tỷ VND)**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 11: Thu nhập từ tư vấn và phân phối trái phiếu đã trở thành một nguồn thu quan trọng**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

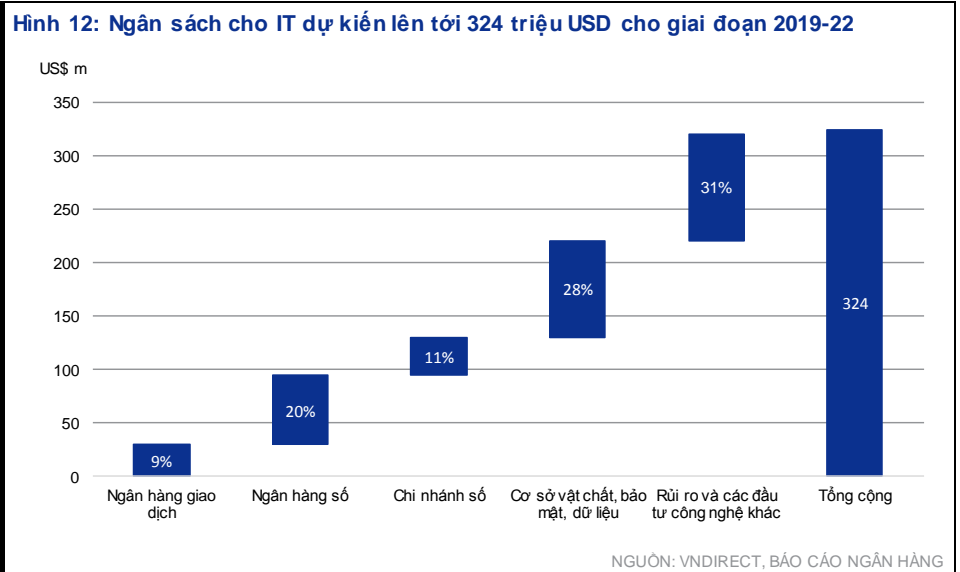
## Công nghệ tiên tiến cho phép lấy khách hàng làm trọng tâm ►

Đúng như tên gọi, những người sáng lập TCB muốn xây dựng một ngân hàng với hệ thống công nghệ hàng đầu, sử dụng công nghệ tiên tiến cho các hoạt động của ngân hàng. Năm 2001, TCB đã đầu tư gần 20 tỷ đồng (20% vốn điều lệ ngân hàng tại thời điểm đó) vào một hệ thống ngân hàng lõi mới từ nhà cung cấp phần mềm nổi tiếng - Temenos (TEMN SW, Chưa khuyến nghị). Đây là một khoản đầu tư lớn vì TCB là ngân hàng tư nhân duy nhất đầu tư vào hệ thống ngân hàng lõi tại thời điểm đó. Các ngân hàng thương mại nhà nước cũng có hệ thống ngân hàng lõi mới nhưng được tài trợ bởi Ngân hàng Thế giới. Ngoài ra, các hệ thống

lỗi của các ngân hàng thương mại nhà nước mạnh về xử lý dữ liệu trong khi hệ thống của TCB cung cấp sự linh hoạt và tùy biến cao hơn.

Hệ thống ngân hàng lõi của TCB cho phép ngân hàng phát triển sản phẩm mới trong một khoảng thời gian ngắn, vì chỉ cần thay đổi và kết hợp các thông số khác nhau trong hệ thống để tạo ra sản phẩm mới. Với các sản phẩm đa dạng phù hợp với nhu cầu của khách hàng, TCB đã có thể thu hút được nhiều khách hàng mới và nhờ đó tích cực mở rộng nguồn tiền gửi của ngân hàng. Sau khi hệ thống ngân hàng lõi của TCB đi vào hoạt động năm 2003, TCB đã ghi nhận 71,3% CAGR về tiền gửi của khách hàng và 93,1% CAGR về thu nhập phí trong giai đoạn 2004-08. TCB cũng là ngân hàng tiên phong trong việc giới thiệu các sản phẩm ngân hàng mới, như Internet banking, thanh toán qua SMS và thẻ ATM có kết nối trực tiếp với tài khoản thanh toán. Bên cạnh việc rút ngắn quy trình phát triển sản phẩm, hệ thống ngân hàng lõi mang đến cho TCB cái nhìn toàn diện về khách hàng, cho phép nhân viên ngân hàng xem tất cả các sản phẩm và giao dịch mà khách hàng sử dụng. Do đó, nhân viên ngân hàng dễ dàng phục vụ khách hàng hơn và bán chéo sản phẩm mà khách hàng chưa sử dụng. Điều này giúp nâng cao trải nghiệm của khách hàng và nâng cao độ gắn bó của khách hàng.

Trong bốn năm tới, TCB có kế hoạch đầu tư mạnh vào các dự án CNTT để đổi mới nền tảng ngân hàng giao dịch và ngân hàng số. TCB dự kiến tổng vốn đầu tư trong giai đoạn 2019-22 sẽ lên tới 324 triệu đô la Mỹ, tương đương với 41% TOI năm 2017. TCB đặt mục tiêu cải thiện nền tảng ngân hàng số với các tính năng như quản lý dòng tiền và các công cụ phân tích để cung cấp các dịch vụ tư vấn và giải pháp tài chính tốt hơn cho khách hàng và hệ sinh thái, nhằm mục đích nâng cao trải nghiệm của khách hàng.

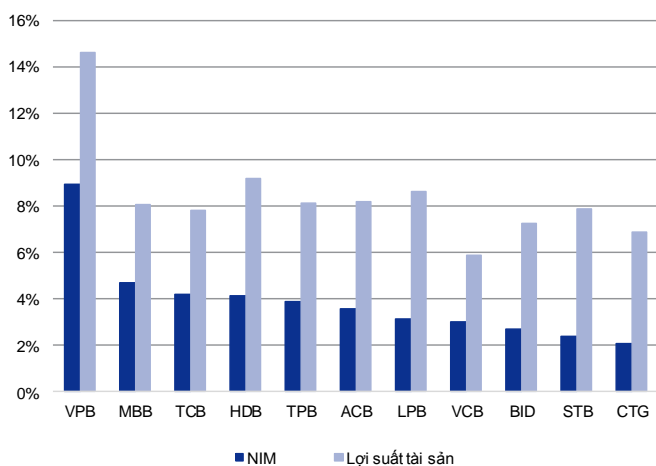


## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### NIM tăng do mở rộng cho vay cá nhân và tỷ lệ CASA cải thiện

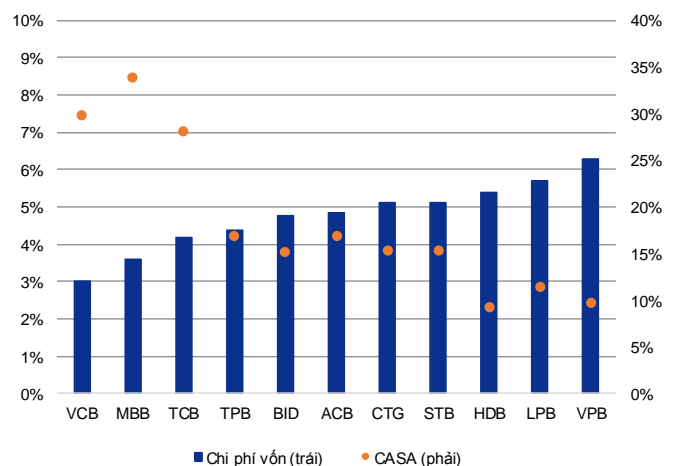
Trong Q1/19, NIM của TCB đạt mức 4,2%, cao hơn NIM trung bình 3,4% của các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam và đứng thứ ba trong số các ngân hàng niêm yết. NIM của TCB thấp hơn Ngân hàng Việt Nam Thịnh vượng (VPB VN, Mua, Giá mục tiêu: 21.200 đồng; VPB) và Ngân hàng Quân đội (MBB VN, Mua, Giá mục tiêu: 34.000 đồng; MBB) vì VPB có mảng kinh doanh tài chính tiêu dùng lợi suất cao và MBB có lợi thế về chi phí vốn thấp. Ngoài hai ngân hàng trên, TCB có NIM cao hơn các ngân hàng còn lại, nhờ tỷ lệ CASA cao. Vào cuối Q1/2019, TCB có tỷ lệ CASA cao thứ ba trong ngành là 28,2% và nằm trong số ba ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất. Chúng tôi tin rằng chi phí vốn thấp đã giúp cho TCB đạt mức NIM trên mức trung bình vì TCB có lợi suất tài sản thấp hơn so với các ngân hàng bán lẻ khác.

Hình 13: TCB có NIM cao hơn trung bình ngành (Q1/2019)



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

Hình 14: TCB có chi phí vốn thấp nhờ CASA cao (Q1/2019)



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

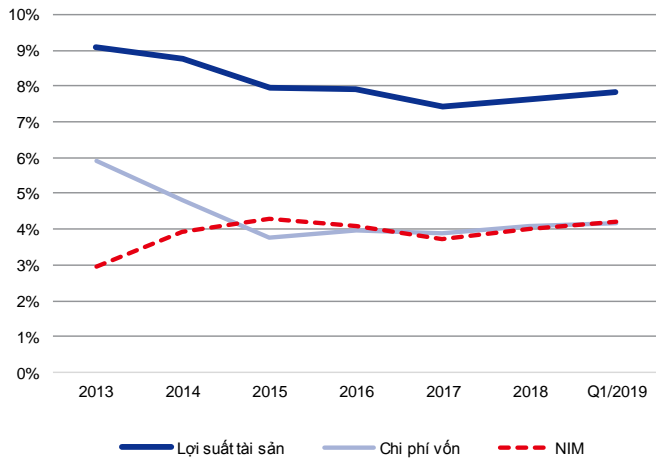
NIM của TCB đã tăng đáng kể trong năm 2014-15 nhưng đã giảm trong năm 2016 trước khi tăng trở lại trong năm 2018. Chúng tôi quan sát thấy mối tương quan giữa tốc độ tăng trưởng cho vay cá nhân của TCB và sự thay đổi của NIM. Cho vay cá nhân tăng trưởng mạnh tới 35% trong năm 2014 và 60% trong năm 2015 nhưng tốc độ tăng trưởng giảm xuống còn 24% trong năm 2016 và 5% trong năm 2017. Do đó, tỷ lệ cho vay cá nhân trên tổng dư nợ đã đạt đỉnh vào năm 2015, và đây cũng là thời điểm xu hướng của NIM bị đảo ngược. Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng mạnh của các khoản cho vay cá nhân trong 2014-15 được thúc đẩy bởi các khoản cho vay mua nhà mà chủ yếu đến từ các dự án bất động sản của VIC. Trong năm 2014-15, tăng trưởng cho vay mua nhà của TCB được hỗ trợ bởi sự ra mắt của Vinhomes Royal City, Vinhomes Times City, Vinhomes Riverside và Vinhomes Central Park. Việc tăng trưởng cho vay cá nhân giảm tốc trong năm 2016 và đặc biệt là trong năm 2017 là do thiếu các dự án lớn. Chúng tôi kỳ vọng cho vay cá nhân của TCB sẽ lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2019-21, nhờ vào các dự án bất động sản mới của VIC. VIC hiện có 27 dự án đang được triển khai, trong đó hai dự án lớn là Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City tại Hà Nội đã bắt đầu mở bán vào nửa cuối năm 2018.

Chúng tôi dự báo NIM của TCB sẽ cải thiện trong các năm tới, dựa trên các lý do sau: 1) tăng trưởng cho vay cá nhân mạnh mẽ nhờ các dự án bất động sản mới của VIC, và 2) tỷ lệ CASA cải thiện. Một trong những chiến lược chính của TCB là tăng tỷ lệ CASA từ 28,7% trong năm 2018 lên 45,0% vào năm 2020. Để tăng tỷ lệ CASA, TCB sẽ tiếp tục tận dụng cơ sở khách hàng từ hệ sinh thái của mình và nâng cấp nền tảng ngân hàng giao dịch để phục vụ khách hàng doanh nghiệp tốt hơn. Ngoài ra, gần đây, ngân hàng này đã phát động một chiến dịch “phí không đồng” cho các khách hàng cá nhân, theo đó tất cả các giao dịch được thực hiện thông qua nền tảng ngân hàng số sẽ được miễn phí. Chiến dịch miễn thu phí nhắm vào đối tượng các khách hàng mới trong phân khúc đại chúng bằng cách



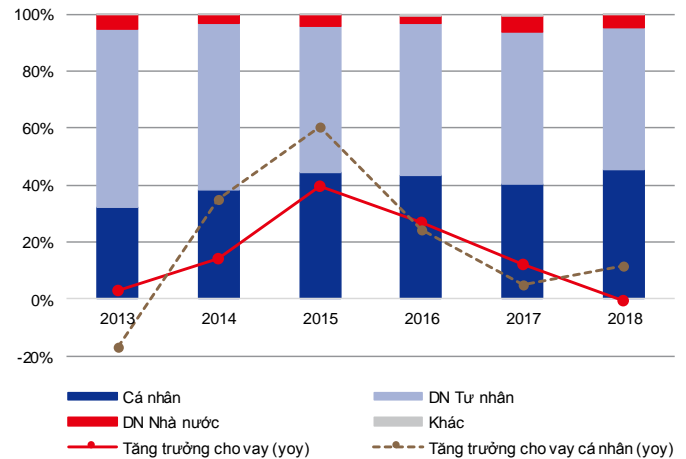
cung cấp các dịch vụ giá rẻ. Sau thành công của chiến dịch “phí không đồng” cho khách hàng cá nhân, TCB đã mở rộng chiến dịch này cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Khi tập khách hàng mở rộng, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của TCB sẽ được cải thiện tương ứng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mục tiêu tỷ lệ CASA của ngân hàng đạt 45,0% vào năm 2020 là khá tham vọng và chúng tôi thận trọng dự báo tỷ lệ CASA sẽ đạt mức 35,0% vào năm 2020.

**Hình 15: Tăng trưởng cho vay cá nhân đã ảnh hưởng tới NIM**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 16: Tăng trưởng cho vay cá nhân giảm tốc trong năm 2016-17 nhưng đã tăng trở lại trong năm 2018**

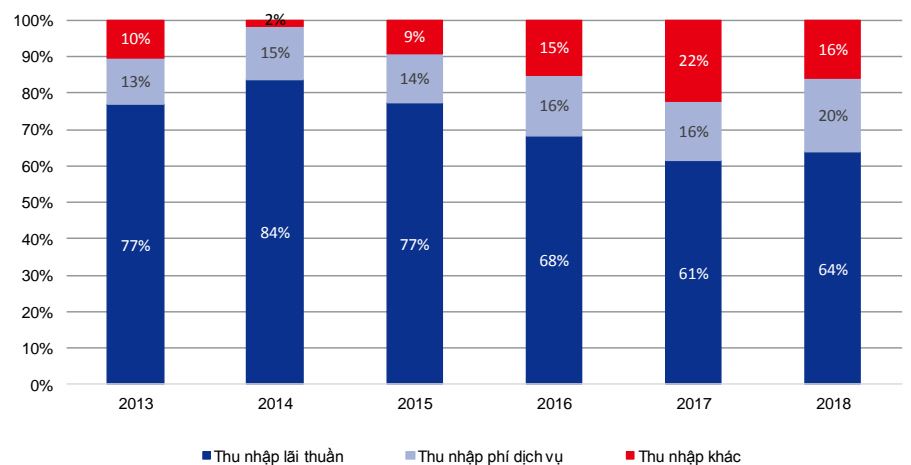


NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

### Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trên TOI đã tăng dần

Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi/TOI đã tăng từ 22,8% trong năm 2015 lên 36,3% trong năm 2018. Chúng tôi lưu ý rằng cơ cấu thu nhập của TCB trong Hình 17 không bao gồm thu nhập khoản bất thường 1.446 tỷ đồng phí trả trước từ Manulife, và 355 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi Vietnam Airlines (HVN VN, Chưa khuyến nghị; HVN) trong năm 2017 và 894 tỷ đồng từ việc bán Techcom Finance (chưa niêm yết) trong năm 2018. Tăng trưởng của thu nhập ngoài lãi đến từ 10,8% CAGR của phí thanh toán và dịch vụ tiền mặt, 167,6% CAGR của hoa hồng bảo hiểm, 137,8% CAGR của phí tư vấn phát hành trái phiếu, 82,8% CAGR của thu nhập từ chứng khoán và 39,6% CAGR của thu hồi nợ xấu trong 2015-18.

**Hình 17: Thu nhập ngoài lãi đã tăng dần tỷ trọng trong ba năm qua**

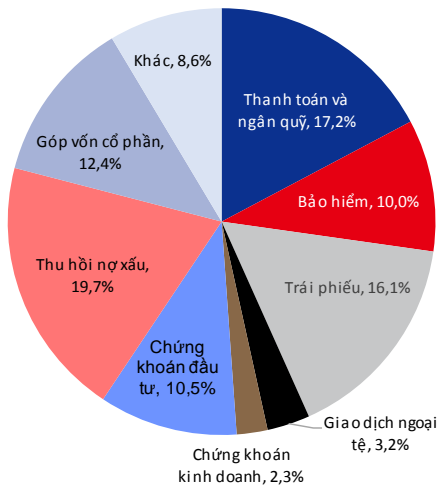


NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

Loại trừ thu nhập bất thường, ba mảng đóng góp lớn nhất cho thu nhập ngoài lãi của TCB là các khoản phí từ dịch vụ thanh toán và quản lý tiền mặt, thu hồi nợ xấu và dịch vụ tư vấn phát hành trái phiếu. Mặc dù bancassurance đạt được mức tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2015-18, nhưng đóng góp của mảng này

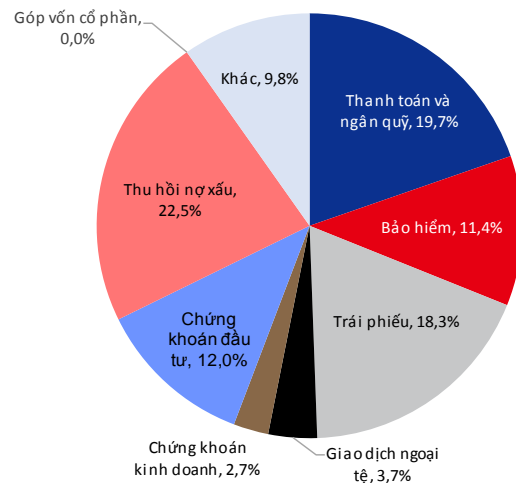
vào TOI vẫn còn nhỏ do bancassurance tăng trưởng nhanh chóng từ mức thấp. Tuy nhiên, thu nhập từ bancassurance đã tăng từ 0,4% TOI trong năm 2015 lên 4,1% trong năm 2018 và thu nhập từ tư vấn phát hành trái phiếu tăng từ 0,9% TOI trong năm 2015 lên 6,6% trong năm 2018. Tốc độ tăng trưởng mạnh của bancassurance và hoạt động tư vấn trái phiếu đã đưa TCB trở thành ngân hàng hàng đầu về thu nhập ngoài lãi, khi mảng thu nhập ngoài lãi của TCB là mạnh nhất và đa dạng nhất trong số các ngân hàng Việt Nam. Mảng thu nhập ngoài lãi lớn mang lại lợi ích cho TCB với nguồn thu nhập bền vững mà không có rủi ro tín dụng đi kèm.

**Hình 18: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của TCB, bao gồm thu nhập bất thường (2018)**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 19: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của TCB, loại trừ thu nhập bất thường (2018)**



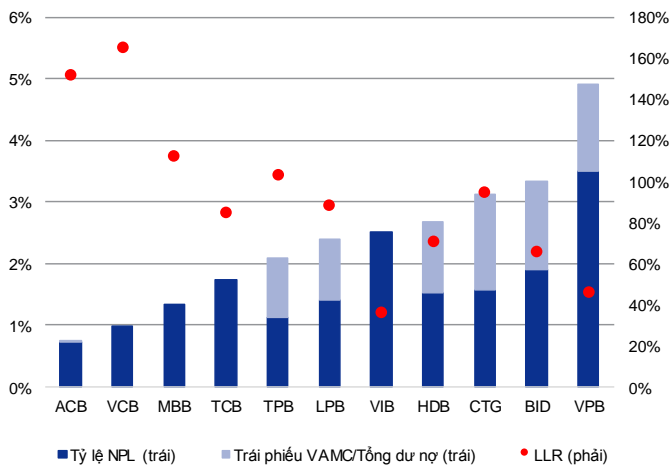
NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

### Tích cực xử lý nợ xấu giúp nợ có vấn đề giảm mạnh

Trong cuộc khủng hoảng ngân hàng gần đây nhất vào năm 2011-12, TCB đã bị ảnh hưởng bởi nhiều nợ xấu do ngân hàng cho vay bất động sản nhiều, trong khi thị trường bất động sản Việt Nam đã bị đóng băng trong năm 2011-13. Tính đến cuối năm 2013, các khoản nợ xấu và trái phiếu VAMC của TCB đã tăng vọt lên 6,2% tổng dư nợ. Tuy nhiên, trong bốn năm qua, TCB đã giảm đáng kể các tài sản có vấn đề bằng cách tích cực xóa nợ xấu. Ngoài ra, tăng trưởng cho vay cao cũng làm giảm tỷ lệ nợ xấu.

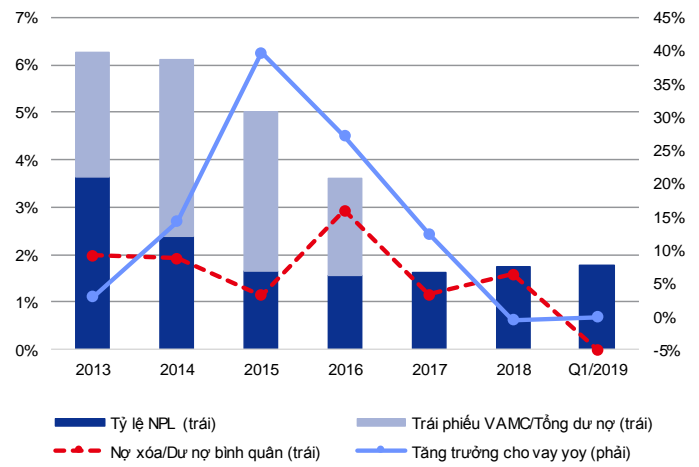
Từ năm 2014, thị trường bất động sản Việt Nam bắt đầu phục hồi, điều này giúp cải thiện việc thu hồi nợ và thúc đẩy các công ty phát triển bất động sản bắt đầu các dự án mới. Nhờ mối quan hệ chặt chẽ với VIC, TCB đã đạt được mức tăng trưởng cho vay cao trong giai đoạn 2014-16, với CAGR là 33,3%. Tăng trưởng cho vay cải thiện, cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập ngoài lãi, dẫn đến lợi nhuận ròng tăng trưởng kép tới 67,2% trong năm 2014-18. Lợi nhuận ròng cao tạo điều kiện cho việc trích lập dự phòng và xóa nợ với tỷ lệ nợ xóa trung bình của TCB là 1,7% và chi phí tín dụng trung bình là 2,6% trong năm 2014-18, cao hơn mức trung bình của các ngân hàng niêm yết lần lượt là 0,8% và 1,2%. Do trích lập dự phòng tích cực, TCB trở thành một trong ba ngân hàng đầu tiên trích lập dự phòng đầy đủ cho trái phiếu VAMC trong năm 2017, trước ba năm so với thời hạn quy định. Tính đến cuối năm 2018, TCB có tỷ lệ tài sản có vấn đề thấp thứ tư trong số các ngân hàng niêm yết.

**Hình 20: TCB nằm trong nhóm ngân hàng có tỷ lệ tài sản có vấn đề thấp nhất (2018)**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 21: Tài sản có vấn đề giảm mạnh nhờ tích cực xóa nợ và tăng trưởng cho vay cao**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

### Dư nợ cho vay BĐS cao nhưng đang chuyển hướng sang cho vay mua nhà với khách hàng cá nhân

Mặc dù TCB đã giảm đáng kể các khoản nợ xấu trong bốn năm qua, chúng tôi cho rằng mức độ nợ xấu thấp hiện nay có được là do tăng trưởng cho vay cao và tích cực xóa nợ. Tuy nhiên, TCB có danh mục cho vay với rủi ro tương đối cao xuất phát từ: 1) cho vay bất động sản nhiều và 2) rủi ro tập trung do TCB chủ yếu phục vụ hệ sinh thái của một vài tập đoàn lớn.

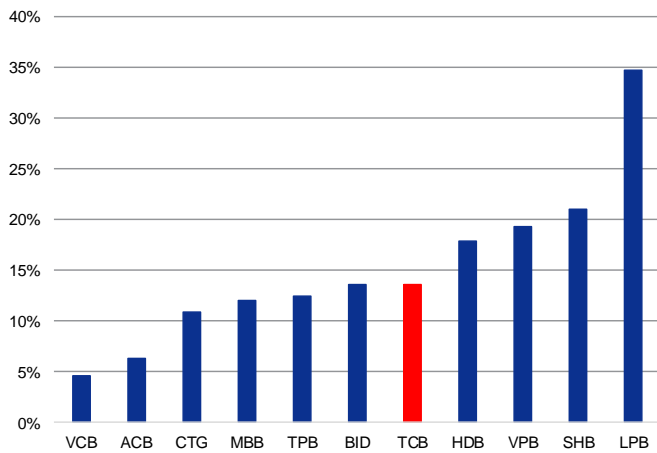
TCB có khoản cho vay bất động sản và xây dựng cao thứ năm trong số các ngân hàng Việt Nam ở mức 13,5% của tổng dư nợ tính đến cuối năm 2018. Chúng tôi lưu ý rằng 13,5% dư nợ là các khoản cho vay tới các công ty xây dựng và công ty phát triển bất động sản và con số này không bao gồm các khoản cho khách hàng cá nhân vay mua nhà. Tính đến cuối năm 2018, dư nợ của TCB cho vay các công ty xây dựng và các nhà phát triển bất động sản là 13,5% và ngoài ra, TCB còn có 48,6 nghìn tỷ cho khách hàng cá nhân vay mua nhà vào cuối tháng 9/2018 (29,1% tổng dư nợ); do đó, chúng tôi ước tính tổng dư nợ cho BĐS ở TCB có thể lên tới hơn 42,6% tổng dư nợ. Hiện nay khó để xác định dư nợ bất động sản của các ngân hàng Việt Nam vì các ngân hàng không công bố dư nợ cho khách hàng cá nhân vay mua nhà, nhưng qua trao đổi với một số ngân hàng, chúng tôi ước tính cho cá nhân vay mua nhà chiếm khoảng 40% đến 50% tổng dư nợ cho vay cá nhân của các ngân hàng, trong khi tại TCB, các khoản này chiếm tới 69% tổng dư nợ cho vay cá nhân. Cùng với dư nợ cho vay xây dựng và kinh doanh bất động sản cao, chúng tôi tin rằng TCB có dư nợ cho vay bất động sản tương đối cao.

Một rủi ro khác mà ngân hàng phải đối mặt là rủi ro tập trung khi TCB tập trung vào phục vụ hệ sinh thái của một vài tập đoàn lớn. TCB cung cấp các giải pháp tín dụng và tài chính cho tập đoàn lớn, khách hàng và các công ty đối tác trong chuỗi cung ứng của các tập đoàn đó. Để minh họa điểm này, chúng tôi sử dụng dữ liệu từ hệ sinh thái của một nhà phát triển bất động sản: vào cuối năm 2017, 64% của tổng số khách hàng vay mua nhà đang hoạt động của TCB, và 87% tổng các khoản cho vay mua nhà là từ hệ sinh thái. Mặc dù hệ sinh thái đem lại sức mạnh hợp lực kinh tế và nhiều cơ hội bán chéo hơn, nhưng nếu một công ty trong hệ sinh thái phá sản, nó sẽ tạo ra hiệu ứng domino đối với những công ty khác trong hệ sinh thái, và mức độ ảnh hưởng sẽ phụ thuộc vào quy mô và tầm quan trọng của công ty đó trong chuỗi cung ứng.

TCB đang chuyển từ cho vay các công ty bất động sản sang cho vay cá nhân để mua nhà nhằm giảm rủi ro tín dụng. Đối với khách hàng doanh nghiệp, TCB đang xúc tiến tài trợ cho vốn lưu động ngắn hạn, trong khi nhu cầu về vốn dài hạn sẽ được tài trợ bằng trái phiếu doanh nghiệp, mà TCB tư vấn phát hành và phân phối cho tập khách hàng của ngân hàng. Việc định hướng lại để tập trung vào

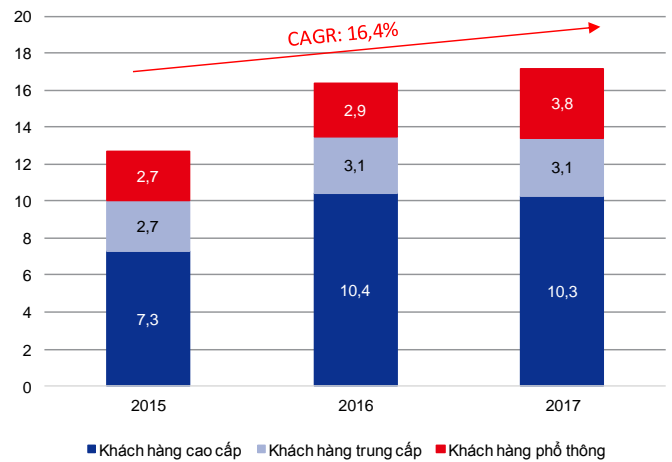
cho vay cá nhân làm giảm rủi ro tập trung vì dư nợ vay sẽ được đa dạng hóa giữa nhiều khách hàng cá nhân hơn là tập trung vào một vài công ty bất động sản. Ngoài ra, 60% khách hàng cá nhân vay mua nhà của TCB vào cuối năm 2017 thuộc phân khúc cao cấp, mà phân khúc khách hàng này có năng lực tài chính tốt hơn, do đó rủi ro vỡ nợ thấp hơn các phân khúc khác.

**Hình 22: TCB có tỷ trọng nợ cho vay xây dựng và kinh doanh bất động sản cao (2018)**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

**Hình 23: Khách hàng vay mua nhà của TCB (ngành)**

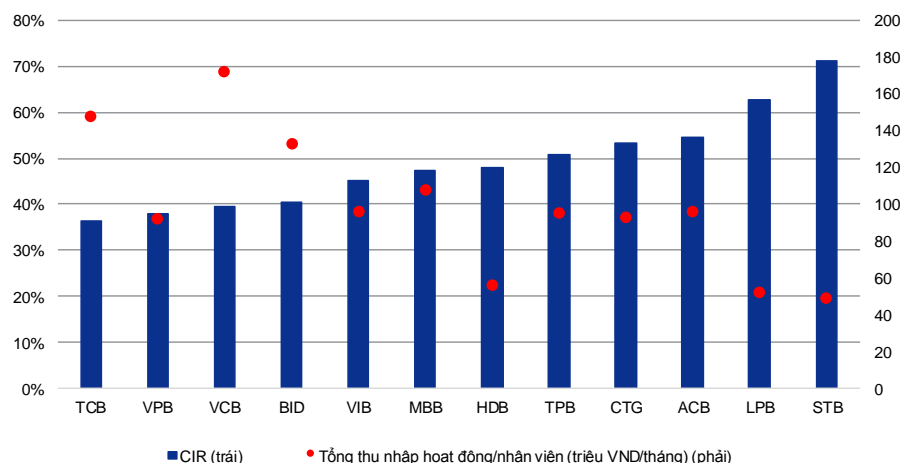


NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

### Hiệu quả cao với tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) thấp nhất ngành

Hiệu quả cao của TCB được thể hiện qua doanh thu tạo ra bởi mỗi nhân viên (được tính bằng tổng thu nhập HĐKD/nhân viên) và chi phí hoạt động thấp (được tính bằng tỷ lệ CIR). Trong năm 2018, TCB có tỷ lệ CIR thấp nhất ngành ngân hàng ở mức 36,4% (khoản thu nhập bất thường và thu hồi nợ xấu không được tính vào tổng thu nhập HĐKD) và tỷ lệ tổng thu nhập HĐKD/nhân viên cao thứ hai. Điều này là nhờ công nghệ tiên tiến và lợi thế của ngân hàng khi sử dụng mô hình kinh doanh hệ sinh thái. Việc TCB tập trung vào phát triển công nghệ từ năm 2001 cho phép ngân hàng xây dựng hệ thống có tính linh hoạt cao. Hệ thống hướng đến khách hàng giúp TCB thấu hiểu khách hàng hơn và đưa ra danh mục sản phẩm phù hợp với nhu cầu cụ thể của từng phân khúc khách hàng. Những lợi thế trên được củng cố bởi khả năng tiếp cận thuận lợi với tập khách hàng và các đối tác kinh doanh trong hệ sinh thái. Vì vậy, TCB có thể tạo ra nguồn thu nhập ngoài lãi mạnh mẽ. Các dịch vụ phi tín dụng mang đến nguồn thu nhập ổn định với chi phí hoạt động thấp nhờ tính tự động hóa cao.

**Hình 24: TCB có tỷ lệ CIR thấp nhất và tỷ lệ tổng thu nhập/nhân viên cao thứ hai trong các ngân hàng niêm yết (2018)**

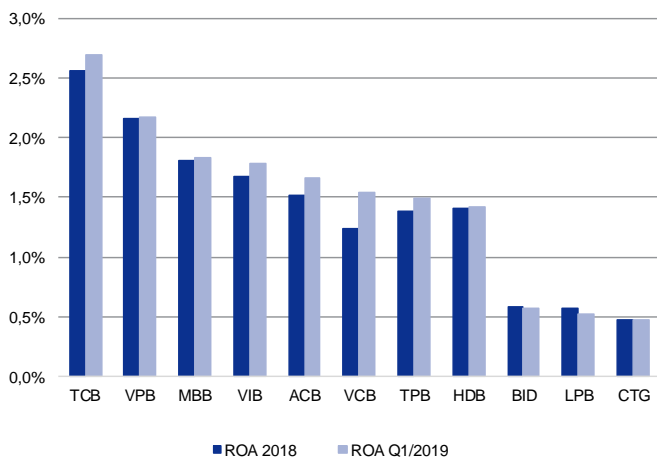


THU NHẬP BẤT THƯỜNG VÀ THU HỒI NỢ XẤU ĐƯỢC LOẠI TRỪ KHỎI TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG  
NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

### Khả năng sinh lời cao trong khi vẫn duy trì đòn bẩy thấp nhất trong số các ngân hàng Việt Nam

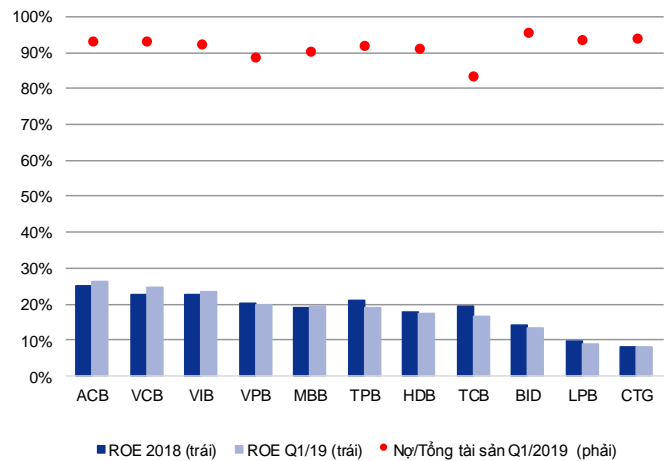
TCB có tỷ lệ ROA dẫn đầu ngành và tỷ lệ ROE cao thứ 8 (trong số 17 ngân hàng niêm yết) trong Q1/2019, đặc biệt TCB có tỷ lệ CAR cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Cuối năm 2019, TCB có tỷ lệ vốn CSH/tài sản cao nhất ở mức 16,5%, cách xa ngân hàng đứng thứ hai là VPB ở mức 11,2%. Theo chúng tôi, khả năng sinh lời cao của TCB có thể duy trì trong những năm tới nhờ tăng trưởng cho vay mua nhà tích cực, NIM cải thiện và tăng trưởng thu nhập ngoài lãi ổn định đến từ sự mở rộng liên tục của các dịch vụ bancassurance, tư vấn và môi giới trái phiếu, và thanh toán. Ngoài ra, nguồn thu nhập ngoài lãi dồi dào còn làm giảm ảnh hưởng từ tăng trưởng tín dụng và thay đổi lãi suất đến lợi nhuận của ngân hàng.

**Hình 25: ROA của các ngân hàng (Q1/2019) - TCB có ROA cao nhất ngành**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

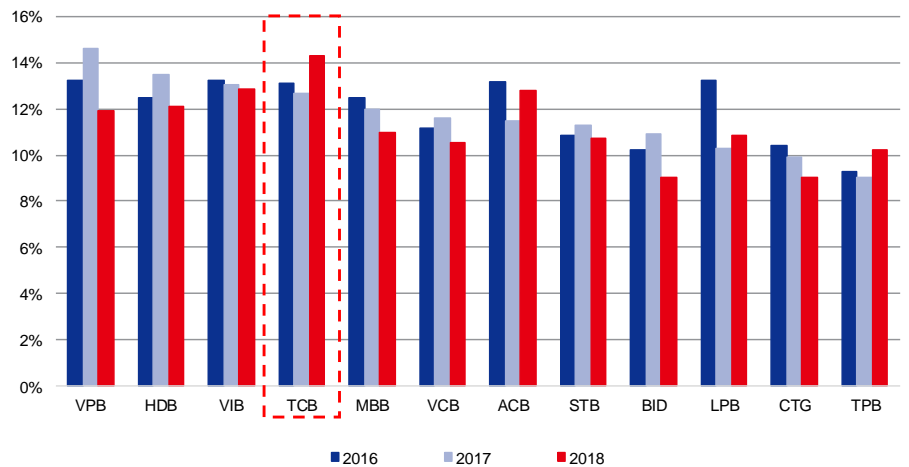
**Hình 26: ROE và tỷ lệ nợ/tổng tài sản (Q1/2019) - TCB có mức độ đòn bẩy thấp**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

### Bộ đệm vốn cao đủ để đáp ứng tiêu chuẩn Basel II

**Hình 27: Tỷ lệ CAR của TCB tăng mạnh sau đợt IPO đầu năm 2018**



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO NGÂN HÀNG

Hệ số CAR của TCB tăng từ 12,7% vào cuối năm 2017 lên 14,3% vào cuối năm 2018 sau khi IPO thành công vào đầu năm 2018, qua đó tăng vốn thêm 724 triệu USD. Với hệ số CAR như trên, TCB trở thành một trong những ngân hàng có bộ đệm vốn cao nhất ngành. Cuối năm 2018, tỷ lệ vốn cấp 1 của TCB đạt 12,2%.



Chúng tôi cho rằng vốn hiện tại của TCB đủ để đáp ứng yêu cầu của Basel II (CAR tối thiểu là 8,0%) vì hệ số CAR của ngân hàng sẽ giảm xuống 11,6% và tỷ lệ vốn cấp 1 còn 10,1% vào cuối năm 2019 dựa trên những giả định sau:

- Lợi nhuận ròng của TCB tăng trưởng kép 16,7% trong 2019-21.
- Không trả cổ tức tiền mặt trong 2019-21. Trước đây, TCB không trả cổ tức tiền mặt và ngân hàng chưa có kế hoạch trả cổ tức tiền mặt trong tương lai.
- Tài sản có rủi ro (RWA) đạt tăng trưởng kép 14,2% trong 2019-21.
- Tài sản có rủi ro được điều chỉnh tăng 35% khi áp dụng tiêu chuẩn Basel II.

## TRIỂN VỌNG

### Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng đạt tăng trưởng kép 16,7% trong giai đoạn 2019-21 ►

Các giả định chính trong dự báo lợi nhuận của chúng tôi bao gồm:

- **Thu nhập lãi thuần đạt tăng trưởng kép 20,7% trong 2019-21 nhờ tăng trưởng kép cho vay đạt 16,1% và NIM tăng 60 điểm cơ bản trong cùng kỳ.**

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay ở mức cao trong giai đoạn 2019-21 nhờ các khoản cho vay mua nhà từ các dự án mới ra mắt của VIC. Hiện tại, VIC có 27 dự án trong kế hoạch và bắt đầu phát triển Vinhomes (căn hộ cho người có thu nhập tầm trung với tổng số 200.000-300.000 căn sẽ được mở bán trong 5 năm tới). Chúng tôi ước tính TCB có thể thu về 86.000-129.000 tỷ đồng từ dư nợ cho vay mua nhà trong 5 tới từ các dự án Vinhomes. Chúng tôi ước tính cho vay cá nhân sẽ đạt tăng trưởng kép 22,0% trong 2019-21, chủ yếu được hỗ trợ bởi các khoản cho vay mua nhà từ khách hàng của VIC. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng cho vay doanh nghiệp sẽ chậm lại do: 1) TCB chuyển hướng sang cho vay ngắn hạn và giảm cho vay dài hạn đối với khách hàng doanh nghiệp, và 2) hạn mức tín dụng là 15%, hoặc cao nhất là 18% sẽ làm giảm tăng trưởng cho vay doanh nghiệp để có dư địa cho tăng trưởng cho vay mua nhà.

Chúng tôi dự báo NIM sẽ tăng 60 điểm cơ bản trong giai đoạn 2019-21 nhờ cải thiện tỷ lệ CASA và tăng trưởng cho vay cá nhân mạnh mẽ. Do VIC gia nhập phân khúc thị trường mới với các khách hàng có thu nhập tầm trung nên TCB có thể tiếp cận với tập khách hàng lớn. Việc mở rộng hệ sinh thái và chiến dịch miễn phí chuyển tiền giúp TCB mở rộng tập khách hàng và tăng tỷ lệ CASA. Chúng tôi ước tính tỷ lệ CASA của TCB tăng từ 28,7% trong năm 2018 lên 38,0% trong năm 2021.

**Hình 28: Các dự báo chính của bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR 2015-18	CAGR 2019-21
<b>Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng)</b>	<b>253.813</b>	<b>300.488</b>	<b>332.954</b>	<b>377.886</b>	<b>429.371</b>	<b>19,1%</b>	<b>13,6%</b>
% tăng trưởng	14,4%	18,4%	10,8%	13,5%	13,6%		
Cho vay khách hàng	160.849	159.939	199.990	232.441	269.511	12,6%	16,1%
% tăng trưởng	12,8%	-0,6%	25,0%	16,2%	15,9%		
Tiền gửi và cho vay liên ngân hàng	30.156	35.559	39.115	44.591	51.280	34,0%	14,5%
% tăng trưởng	39,6%	17,9%	10,0%	14,0%	15,0%		
Chứng khoán	58.492	94.434	81.604	86.651	92.104	25,3%	6,2%
% tăng trưởng	6,0%	61,4%	-13,6%	6,2%	6,3%		
<b>Các khoản nợ chịu lãi</b>	<b>235.935</b>	<b>257.353</b>	<b>286.301</b>	<b>321.308</b>	<b>361.999</b>	<b>14,5%</b>	<b>12,4%</b>
% tăng trưởng	11,9%	9,1%	11,2%	12,2%	12,7%		
Tiền gửi khách hàng	170.971	201.415	235.655	275.716	322.588	12,3%	17,0%
% tăng trưởng	-1,4%	17,8%	17,0%	17,0%	17,0%		
Giấy tờ có giá	17.640	13.178	15.155	15.912	16.708	17,4%	5,0%
% tăng trưởng	69,4%	-25,3%	15,0%	5,0%	5,0%		
Tiền gửi và khoản vay từ các ngân hàng khác	46.324	36.426	29.140	23.312	16.319	20,6%	-25,2%
% tăng trưởng	81,9%	-21,4%	-20,0%	-20,0%	-30,0%		
Tiền gửi của NHNN	1.000	6.025	6.025	6.025	6.025	N/M	0,0%
Các nguồn vốn khác	-	310	326	342	359	-9,8%	5,0%

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

- **Tăng trưởng kép thu nhập ngoài lãi đạt 10,3% trong 2019-21 nhờ thu nhập phí dịch vụ đạt CAGR 16,5%, kinh doanh ngoại tệ đạt CAGR 15,0% và thu nhập ngoài lãi khác đạt CAGR 4,5%, trong khi thu nhập từ chứng khoán kinh doanh và đầu tư giảm với CAGR -2,2%.**

**Hình 29: Các dự báo chính của bản báo cáo kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR 2015-18	CAGR 2019-21
Thu nhập lãi thuần	8.930	11.127	13.065	15.717	19.032	15,5%	20,7%
Thu nhập phí dịch vụ	3.812	3.536	3.890	4.473	5.278	40,6%	16,5%
Thu từ giao dịch ngoại tệ và vàng	279	234	269	309	356	N/M	15,0%
Thu từ chứng khoán kinh doanh và đầu tư	1.608	1.820	1.037	954	992	123,9%	-2,2%
Thu nhập khác	1.715	1.634	2.521	2.590	2.754	22,5%	4,5%
Tổng thu nhập hoạt động	16.344	18.350	20.781	24.044	28.413	25,2%	16,9%
% tăng trưởng	38,1%	12,3%	13,3%	15,7%	18,2%		
Chi phí hoạt động	4.698	5.843	6.442	7.454	8.524	12,3%	15,0%
% tăng trưởng	12,5%	24,4%	10,3%	15,7%	14,4%		
Lợi nhuận trước dự phòng	11.646	12.507	14.339	16.590	19.889	30,2%	17,8%
% tăng trưởng	52,1%	7,4%	14,6%	15,7%	19,9%		
Chi phí dự phòng	3.609	1.846	2.563	3.040	3.845	-20,2%	22,5%
% tăng trưởng	-1,4%	-48,8%	38,8%	18,6%	26,5%		
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.036</b>	<b>10.661</b>	<b>11.776</b>	<b>13.550</b>	<b>16.044</b>	<b>73,6%</b>	<b>16,7%</b>
% tăng trưởng	101,1%	32,7%	10,5%	15,1%	18,4%		
<b>Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>6.446</b>	<b>8.463</b>	<b>9.348</b>	<b>10.756</b>	<b>12.736</b>	<b>76,9%</b>	<b>16,7%</b>
% tăng trưởng	104,7%	31,3%	10,5%	15,1%	18,4%		

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

Tăng trưởng kép thu nhập phí dịch vụ đạt 16,5% trong 2019-21, thấp hơn mức 40,6% trong 2015-18 vì thu nhập từ bancassurance và tư vấn trái phiếu tăng mạnh trong 2015-18 từ mức thấp (TCB bắt đầu cung cấp dịch vụ bancassurance và tư vấn trái phiếu vào năm 2016). Chúng tôi dự báo tăng trưởng thu nhập từ bancassurance và tư vấn trái phiếu sẽ ở giảm tốc trong 2019-21 sau khi tăng đáng kể trong 2015-18.

Chúng tôi ước tính thu nhập của TCB từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán sẽ tăng trưởng kép -2,2% trong 2019-21, so với mức 123,9% trong 2015-18, do không ghi nhận khoản thu nhập bất thường 894 tỷ đồng từ thoái vốn tại Techcom Finance như trong năm 2018. Lợi suất trái phiếu giảm trong 6T2018 cũng dẫn đến thu nhập từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán ở mức cao trong năm 2018. Nếu không tính khoản thu nhập bất thường ở trên thì thu nhập từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán tăng trưởng kép 78,7% trong 2015-18. Chúng tôi dự báo thu nhập từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2019-21 vì trong Q4/2018, TCB tư vấn phát hành một lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp (xấp xỉ 23.000 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng lượng trái phiếu này sẽ được phân phối trong năm 2019 và dẫn đến thu nhập từ đầu tư chứng khoán tăng cao trong năm 2019. Ngoài ra, khối lượng phát hành trái phiếu trong 2019-21 dự báo sẽ giảm so với năm 2018. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2019-21.

- Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động tăng trưởng kép 15,0% trong 2019-21, cao hơn mức 12,3% trong 2015-18 vì TCB lên kế hoạch đầu tư mạnh vào công nghệ (tổng đồng tư 324 triệu USD trong 2019-22). Chúng tôi dự báo tỷ lệ CIR giảm dần từ 31,0% trong năm 2019 xuống 30,0% trong năm 2021 vì tăng trưởng thu nhập HĐKD vượt tăng trưởng chi phí hoạt động. Theo ước tính của chúng tôi, mức giảm tỷ lệ CIR trong 2019-21 sẽ chậm hơn trong 2015-18 (CIR giảm từ 39,4% trong năm 2015 xuống còn 31,8% trong năm 2018).
- Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng đạt tăng trưởng kép 22,5% trong 2019-21, so với mức -20,2% trong 2015-18. TCB hoàn thành trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC vào năm 2017 và ghi nhận hoàn nhập dự phòng trong năm 2018 nên chi phí dự phòng giảm 48,8% yoy trong năm 2018. Theo chúng tôi, chi phí tín dụng của TCB sẽ duy trì ở mức trung bình 1,5% trong 2019-21, cao hơn mức 1,2% trong năm 2018 để giữ tỷ lệ dự phòng/nợ xấu đạt 83,3% trong năm 2021.
- Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 16,7% trong giai đoạn 2019-21, thấp hơn nhiều so với mức 76,9% trong giai đoạn 2015-18 nhưng ổn định so với cùng kỳ. Dự báo tăng trưởng kép lợi nhuận ròng của chúng tôi thấp hơn cho giai đoạn 2019-21 do không ghi nhận khoản thu nhập bất thường lớn như năm 2018 và chu kỳ trích lập dự phòng đã kết thúc trong năm 2017, cũng như tăng trưởng thu nhập ổn định hơn từ bancassurance, tư vấn và môi giới trái phiếu doanh nghiệp. Theo chúng tôi, tăng trưởng lợi nhuận ròng ổn định trong giai đoạn 2019-21 sẽ được hỗ trợ bởi tăng trưởng cho vay cao, NIM cải thiện và tăng trưởng trung bình của thu nhập ngoài lãi.

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Mua; tỷ lệ tăng giá 28,6% >

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp hệ số P/B để định giá TCB với tỷ trọng lần lượt là 70% và 30%. Phương pháp thu nhập thặng dư dựa trên dự báo của chúng tôi về lợi nhuận và tăng trưởng của TCB, đã tính đến các yếu tố về nguồn vốn hiện tại và chiến lược kinh doanh của ngân hàng. Trong khi đó, phương pháp hệ số P/B định giá tương đối TCB so với các ngân hàng khác và xem xét yếu tố tâm lý thị trường đối với toàn ngành ngân hàng. Tuy nhiên, mỗi ngân hàng có nền tảng cơ bản và triển vọng lợi nhuận khác nhau nên chúng tôi chỉ đưa ra tỷ trọng 30% cho phương pháp định giá tương đối này.

**Hình 30: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cp)	Đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư	70%	27.958	19.571
Hệ số P/B (1,5x 2019 P/B)	30%	26.195	7.858
Giá mục tiêu (VND/cp)			27.429
<b>Giá mục tiêu (VND/cp, làm tròn)</b>			<b>27.400</b>

NGUỒN: VNDIRECT ƯỚC TÍNH

**Hình 31: Các giả định chính của mô hình định giá dựa trên thu nhập thặng dư**

Giả định	2019	2020	2021	2022	2023	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Chi phí vốn chủ sở hữu (VCSH)	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Tăng trưởng dài hạn						4,0%
<i>(tỷ VND)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	51.713					
Giá trị hiện tại (PV) của thu nhập thặng dư (5 năm)	11.522					
PV của thu nhập thặng dư (năm cuối mô hình)	34.522					
Giá trị VCSH	97.758					
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.496,6					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>27.958</b>					

NGUỒN: VNDIRECT ƯỚC TÍNH

Để so sánh với ngành, chúng tôi chọn các ngân hàng trong khu vực có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận, khả năng sinh lời và các chỉ số tài chính tương tự với TCB. Ở mức giá hiện tại, TCB đang giao dịch với P/B dự phóng 2019 ở mức 1,2x và P/B dự phóng 2020 ở mức 1,0x, lần lượt thấp hơn 25,2% và 29,0% so với trung bình các ngân hàng trong khu vực. Chúng tôi ước tính TCB sẽ đạt tăng trưởng kép lợi nhuận ròng 16,7% trong 2019-21 dựa trên tăng trưởng kép cho vay đạt 16,1% và NIM tăng 60 điểm cơ bản nhờ tăng trưởng cho vay mua nhà và tỷ lệ CASA cải thiện. Theo chúng tôi, TCB có mô hình kinh doanh khác biệt theo hệ sinh thái. Lợi thế của mô hình hệ sinh thái là cho phép TCB tạo ra nguồn thu nhập ngoài lãi dồi dào với rủi ro thấp hơn. Ngoài ra, TCB có khả năng sinh lời cao nhưng đòn bẩy tài chính thấp nhờ tăng vốn đáng kể sau đợt IPO gần đây. Chúng tôi cho rằng TCB đang bị định giá thấp và do đó, chúng tôi sử dụng hệ số P/B dự phóng 2019 ở mức 1,5x. Dựa trên sự kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp hệ số P/B với tỷ trọng lần lượt là 70% và 30%, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 27.400 đồng/cp, tương ứng tỷ lệ tăng giá 28,6%.

**Hình 32: So sánh các ngân hàng trong khu vực**

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu USD)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)
			(đơn vị tiền tệ bản địa)	(đơn vị tiền tệ bản địa)		2019	2020	2019	2020	%	2019	2020	2019
Agricultural Bank of China	1288 HK	MUA	3,3	5,3	182.696	0,5	0,5	4,4	4,1	6,3%	12,7%	12,4%	6,8%
Bank of China	3988 HK	MUA	3,3	5,6	150.765	0,5	0,4	4,3	4,0	7,3%	11,6%	11,5%	7,6%
China Merchants Bank	3968 HK	MUA	41,7	45,4	138.292	1,5	1,3	9,3	7,9	16,7%	17,0%	17,6%	3,2%
Bank of Communications	3328 HK	GIỮ	6,5	6,9	65.089	0,6	0,5	5,2	4,9	7,7%	11,2%	10,9%	6,0%
<b>Trung bình NH Trung Quốc</b>						<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>9,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>5,9%</b>
ICICI Bank	ICICIB IN	MUA	430,8	475,0	39.943	2,4	2,1	23,9	16,4	84,9%	10,4%	13,7%	1,2%
Axis Bank	AXSB IN	MUA	772,0	900,0	29.057	2,7	2,3	20,5	14,0	60,9%	13,8%	17,6%	0,3%
Indusind Bank	IIB IN	MUA	1.448,7	2.100,0	12.558	2,9	2,4	17,3	13,2	35,8%	17,9%	19,8%	0,5%
Yes Bank	YES IN	MUA	109,6	270,0	3.650	0,9	0,8	9,3	6,4	49,2%	9,9%	13,0%	2,0%
<b>Trung bình NH Ấn Độ</b>						<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>17,8</b>	<b>12,5</b>	<b>57,7%</b>	<b>13,0%</b>	<b>16,1%</b>	<b>1,0%</b>
Bank Central Asia	BBCA IJ	GIỮ	29.375,0	28.500,0	51.165	3,9	3,4	23,5	20,8	12,0%	17,6%	17,4%	0,9%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	MUA	4.310,0	4.500,0	37.557	2,4	2,1	13,5	11,9	13,9%	18,8%	18,8%	2,6%
Bank Mandiri	BMRI IJ	MUA	7.975,0	8.800,0	26.292	1,8	1,6	12,5	10,8	15,4%	14,9%	15,6%	2,8%
Bank Negara Indonesia	BBNI IJ	MUA	8.875,0	11.100,0	11.692	1,3	1,1	8,7	7,5	15,9%	15,6%	16,0%	3,4%
<b>Trung bình NH Indonesia</b>						<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>14,5</b>	<b>12,7</b>	<b>14,3%</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,9%</b>	<b>2,4%</b>
Malayan Banking Bhd	MAY MK	GIỮ	9,0	9,3	24.276	1,2	1,2	12,3	11,5	3,8%	10,4%	10,5%	5,8%
Public Bank Bhd	PBK MK	GIỮ	23,0	23,6	21.539	2,0	1,9	15,5	14,8	4,5%	13,5%	13,3%	2,9%
Hong Leong Bank	HLBK MK	BÁN	19,4	16,8	9.575	1,5	1,4	14,7	13,9	6,2%	11,0%	10,5%	2,7%
BIMB Holdings	BIMB MK	GIỮ	4,6	4,6	1.952	1,4	1,3	10,2	9,7	7,8%	14,6%	14,1%	3,6%
<b>Trung bình NH Malaysia</b>						<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>13,2</b>	<b>12,5</b>	<b>5,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>3,8%</b>
Kasikombank	KBANK TB	MUA	192,0	244,0	14.926	1,2	1,1	11,4	10,2	9,9%	10,6%	10,9%	2,0%
Siam Commercial Bank	SCB TB	MUA	135,0	146,0	14.890	1,2	1,1	11,5	10,5	8,2%	10,5%	10,8%	3,9%
Bangkok Bank	BBL TB	MUA	200,0	238,0	12.401	0,9	0,8	10,2	9,4	7,5%	9,0%	9,3%	3,1%
Kiatnakin Bank	KKP TB	BÁN	68,3	63,0	1.877	1,4	1,3	10,1	9,0	4,9%	13,8%	15,0%	7,0%
<b>Trung bình NH Thái Lan</b>						<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>10,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,5%</b>	<b>4,0%</b>
Vietcombank	VCB VN	GIỮ	73.000,0	73.800,0	11.618	3,2	2,7	16,3	13,9	13,2%	18,4%	17,4%	1,1%
Techcombank	TCB VN	MUA	20.900,0	27.400,0	3.136	1,2	1,0	7,8	6,8	14,6%	16,5%	16,1%	0,0%
NH Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	MUA	19.300,0	21.200,0	2.035	1,1	0,9	6,3	5,1	12,1%	19,7%	19,9%	0,0%
NH Quân đội	MBB VN	MUA	21.300,0	34.000,0	1.932	1,2	1,0	6,0	5,2	19,2%	20,0%	19,7%	2,8%
NH Á Châu	ACB VN	MUA	29.500,0	39.500,0	1.579	1,4	1,1	6,1	5,3	15,7%	24,3%	22,7%	3,4%
<b>Trung bình NH Việt Nam</b>						<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,3</b>	<b>15,0%</b>	<b>19,8%</b>	<b>19,2%</b>	<b>1,5%</b>
<b>Trung bình NH Việt Nam - trừ VCB</b>						<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>15,4%</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,6%</b>	<b>1,6%</b>
<b>Trung bình NH trong khu vực</b>						<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>12,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>3,4%</b>

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VNDIRECT, BLOOMBERG (GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 24/06/2019)

## YẾU TỐ TĂNG GIÁ VÀ RỦI RO GIẢM GIÁ

### Động lực tăng giá tiềm năng

Động lực tăng giá tiềm năng đến từ tỷ lệ CASA cao hơn ước tính của chúng tôi. TCB đạt mục tiêu cải thiện tỷ lệ CASA lên 45,0% vào năm 2020, nhưng chúng tôi cho rằng mục tiêu này khá tham vọng vì tỷ lệ CASA cuối năm 2018 ngân hàng chỉ ở mức 28,7%. Chúng tôi thận trọng dự báo tỷ lệ CASA đạt 35% vào năm 2020. Nếu TCB đạt tỷ lệ CASA cao hơn, chi phí vốn sẽ thấp hơn ước tính của chúng tôi và do đó lợi nhuận sẽ cao hơn dự báo.

Một động lực tăng giá khác có thể đến từ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn dự báo của chúng tôi. Gần đây, NHNN thắt chặt tăng trưởng tín dụng trong bối cảnh chính sách thắt chặt ở nhiều quốc gia, lo ngại về chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và lãi suất gia tăng trên toàn cầu. Trong năm 2018, tăng trưởng tín dụng hệ thống ngân hàng Việt Nam là 14,0%, thấp hơn nhiều so với mức 18,3% trong năm 2017. Năm 2019, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 14,0%. Vì vậy, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 14,0% trong giai đoạn 2019-21. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng ở Việt Nam có quan hệ chặt chẽ với tăng trưởng GDP và lạm phát. Vì phần lớn vốn tại Việt Nam đến từ tín dụng ngân hàng nên tăng trưởng tín dụng là động lực quan trọng cho tăng trưởng GDP. Trong



những năm tới, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng của TCB có thể vượt dự báo nếu tăng trưởng GDP chậm lại và lạm phát vẫn ổn định. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép về tín dụng của TCB ở mức 14% trong giai đoạn 2019-21. Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy rằng nếu tăng trưởng tín dụng tăng thêm 50 điểm cơ bản từ giả định cơ sở 14% sẽ làm ước tính EPS năm 2019 tăng thêm 12 đồng (xấp xỉ 0,5% dự báo EPS cơ sở của chúng tôi).

**Hình 33: Thay đổi của EPS dựa trên tăng trưởng cho vay**

Tăng trưởng tín dụng 2019	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
<b>EPS 2019</b>	<b>2.630</b>	<b>2.642</b>	<b>2.654</b>	<b>2.664</b>	<b>2.676</b>	<b>2.688</b>
Tăng trưởng tín dụng 2020	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
<b>EPS 2020</b>	<b>2.951</b>	<b>2.989</b>	<b>3.028</b>	<b>3.065</b>	<b>3.105</b>	<b>3.144</b>
Tăng trưởng tín dụng 2021	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
<b>EPS 2021</b>	<b>3.408</b>	<b>3.482</b>	<b>3.556</b>	<b>3.629</b>	<b>3.706</b>	<b>3.782</b>

SOURCES: VND RESEARCH, COMPANY REPORTS

### Rủi ro giảm giá – Rủi ro về chất lượng tài sản

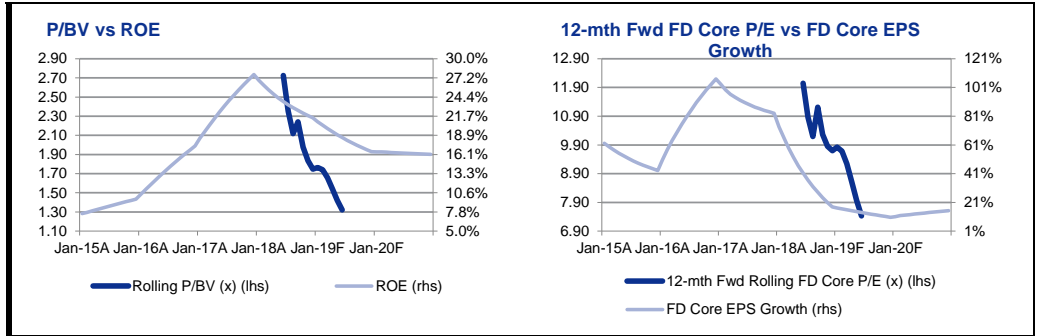
Chúng tôi lo ngại về rủi ro gia tăng nợ xấu trong bối cảnh lãi suất toàn cầu tăng lên. Gần đây, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ liên tục tăng lãi suất, dẫn đến một số nước cũng tăng lãi suất điều hành. Vì lãi suất tăng lên trên toàn cầu nên áp lực lên lãi suất của Việt Nam cũng gia tăng. Lãi suất tại Việt Nam bắt đầu tăng từ Q4/2018, đặc biệt đối với các kỳ hạn dài. Lãi suất cao hơn sẽ dẫn đến rủi ro lớn hơn về chất lượng tài sản cho TCB vì ngân hàng cho vay nhiều bất động sản - ngành nhạy cảm với biến động lãi suất. Việc tăng lãi suất sẽ làm tăng trưởng tín dụng chậm lại và khiến khả năng thanh toán của người vay sụt giảm. Vì vậy, ngân hàng sẽ chịu chi phí cao hơn để trích lập dự phòng và xóa nợ xấu và dẫn đến lợi nhuận ròng thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

## PHÂN TÍCH SWOT

**Hình 34: Phân tích SWOT cho TCB**

<p><b>Điểm mạnh</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Mô hình hệ sinh thái giảm rủi ro và tăng cường bán chéo.</li> <li>Công nghệ tiên tiến và đầu tư mạnh vào công nghệ.</li> <li>Nguồn thu nhập ngoài lãi dồi dào.</li> <li>Nguồn vốn cao.</li> <li>Thương hiệu lâu đời trong thị trường ngân hàng bán lẻ.</li> </ul>	<p><b>Cơ hội</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Cơ hội tăng trưởng cao về bancassurance nhờ thỏa thuận độc quyền với Manulife.</li> <li>Cơ hội mở rộng sang phân khúc khách hàng đại chúng vì VIC bắt đầu phát triển các dự án phân khúc giá tầm trung.</li> </ul>
<p><b>Điểm yếu</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Sự hiện diện còn hạn chế ở các khu vực ngoài TP Hồ Chí Minh và Hà Nội.</li> </ul>	<p><b>Rủi ro</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Độ tập trung rủi ro cao vì cho vay nhiều vào ngành bất động sản.</li> </ul>

NGUỒN: VNDIRECT

**THÔNG TIN TÀI CHÍNH**


<b>Kết quả kinh doanh</b>					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần	8.930	11.127	13.065	15.717	19.032
Thu nhập ngoài lãi thuần	7.413	7.223	7.717	8.327	9.380
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>16.344</b>	<b>18.350</b>	<b>20.781</b>	<b>24.044</b>	<b>28.413</b>
Tổng chi phí hoạt động	(4.698)	(5.843)	(6.442)	(7.454)	(8.524)
<b>Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng</b>	<b>11.646</b>	<b>12.507</b>	<b>14.339</b>	<b>16.590</b>	<b>19.889</b>
Tổng chi phí dự phòng	(3.609)	(1.846)	(2.563)	(3.040)	(3.845)
<b>Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng</b>	<b>8.036</b>	<b>10.661</b>	<b>11.776</b>	<b>13.550</b>	<b>16.044</b>
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận HĐKD trước thuế</b>	<b>8.036</b>	<b>10.661</b>	<b>11.776</b>	<b>13.550</b>	<b>16.044</b>
Chi phí/thu nhập ngoài HĐKD	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.036</b>	<b>10.661</b>	<b>11.776</b>	<b>13.550</b>	<b>16.044</b>
Các khoản đặc biệt					
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>8.036</b>	<b>10.661</b>	<b>11.776</b>	<b>13.550</b>	<b>16.044</b>
Chi phí thuế	(1.591)	(2.187)	(2.416)	(2.780)	(3.291)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.446</b>	<b>8.474</b>	<b>9.361</b>	<b>10.770</b>	<b>12.753</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	(11)	(12)	(14)	(17)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận ròng sau thuế</b>	<b>6.446</b>	<b>8.463</b>	<b>9.348</b>	<b>10.756</b>	<b>12.736</b>
Lợi nhuận thường xuyên	6.446	8.433	9.315	10.718	12.691

<b>Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán</b>					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	94,1%	79,4%	84,9%	84,3%	83,5%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	88,1%	86,1%	82,4%	84,6%	83,9%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	35,2%	40,4%	41,3%	37,6%	36,4%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	37,3%	43,0%	44,0%	40,0%	38,6%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	58,9%	49,0%	55,4%	57,0%	58,3%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	67,6%	62,6%	70,3%	72,7%	74,7%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	17,9%	33,8%	31,9%	32,2%	32,6%
Hệ số rủi ro của tài sản	93%	124%	120%	121%	122%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	2,38%	1,15%	1,42%	1,41%	1,53%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	1,43%	0,63%	0,76%	0,80%	0,90%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	1,78%	0,40%	0,65%	0,71%	0,80%

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b>					
<b>(tỷ đồng)</b>	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tổng cho vay khách hàng	191.005	195.499	239.105	277.032	320.791
Tài sản thanh khoản và đầu tư	58.492	94.434	81.604	86.651	92.104
Tài sản sinh lãi khác	4.316	10.555	12.244	14.203	16.476
<b>Tổng tài sản sinh lãi</b>	<b>253.813</b>	<b>300.488</b>	<b>332.954</b>	<b>377.886</b>	<b>429.371</b>
Tổng dự phòng	(2.076)	(2.734)	(3.098)	(3.466)	(3.873)
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>251.737</b>	<b>297.754</b>	<b>329.855</b>	<b>374.420</b>	<b>425.499</b>
Tài sản vô hình	942	931	1.014	1.106	1.205
Các tài sản không sinh lãi khác	14.370	19.698	21.471	23.404	25.510
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>15.311</b>	<b>20.629</b>	<b>22.486</b>	<b>24.509</b>	<b>26.715</b>
<b>Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch</b>	<b>2.344</b>	<b>2.606</b>	<b>2.841</b>	<b>3.097</b>	<b>3.375</b>
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>269.392</b>	<b>320.989</b>	<b>355.182</b>	<b>402.026</b>	<b>455.589</b>
Tiền gửi của khách hàng	188.611	214.592	250.810	291.629	339.296
Tiền gửi của ngân hàng	46.324	36.426	29.140	23.312	16.319
Các khoản nợ chịu lãi khác	1.000	6.335	6.351	6.367	6.384
<b>Tổng các khoản nợ chịu lãi</b>	<b>235.935</b>	<b>257.353</b>	<b>286.301</b>	<b>321.308</b>	<b>361.999</b>
Tổng các khoản nợ không có lãi	6.527	11.853	7.738	8.804	8.924
<b>Tổng nợ</b>	<b>242.462</b>	<b>269.206</b>	<b>294.039</b>	<b>330.112</b>	<b>370.923</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.931</b>	<b>51.713</b>	<b>61.062</b>	<b>71.818</b>	<b>84.554</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	69	82	96	113
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.931</b>	<b>51.783</b>	<b>61.143</b>	<b>71.914</b>	<b>84.666</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>					
	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tăng trưởng thu nhập	38,1%	12,3%	13,3%	15,7%	18,2%
Tăng trưởng lợi nhuận HĐKD	52,1%	7,4%	14,6%	15,7%	19,9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	101%	33%	10%	15%	18%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	54,6%	60,6%	62,9%	65,4%	67,0%
Chi phí vốn	3,88%	4,06%	3,82%	3,78%	3,70%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,40%	7,63%	7,41%	7,65%	7,85%
Chênh lệch lãi suất	3,52%	3,57%	3,58%	3,87%	4,15%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	5,19%	5,98%	5,98%	6,15%	6,36%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	4,08%	3,43%	3,17%	3,44%	3,65%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng	31,0%	14,8%	17,9%	18,3%	19,3%
Lợi suất trên tài sản trung bình	3,54%	3,77%	3,86%	4,15%	4,44%
Thuế suất	19,8%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	2,55%	2,87%	2,77%	2,84%	2,97%

<b>Các chỉ số chính</b>					
	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tăng trưởng cho vay (%)	12,8%	-0,6%	25,0%	16,2%	15,9%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	3,8%	4,0%	4,1%	4,4%	4,7%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	100,9%	-2,6%	6,8%	7,9%	12,7%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	28,7%	31,8%	31,0%	31,0%	30,0%
Tỉ lệ nợ xấu ròng (%)	1,1%	1,0%	1,2%	1,1%	1,0%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	72,8%	85,1%	72,9%	77,7%	83,3%
Dự phòng chung/Dư nợ ròng (%)	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	8,8%	12,2%	13,6%	14,1%	14,7%
CAR (%)	12,7%	14,3%	15,6%	15,9%	16,3%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	-1,4%	17,8%	17,0%	17,0%	17,0%
Cho vay/Hủy động (%)	92,9%	78,1%	83,6%	83,0%	82,3%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,6%	1,8%	1,8%	1,7%	1,5%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	94,9%	-7,2%	10,0%	15,0%	18,0%

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

## 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 – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Lê Minh Thùy – Chuyên viên Phân tích**

Email: [thuy.leminh@vndirect.com.vn](mailto:thuy.leminh@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>