

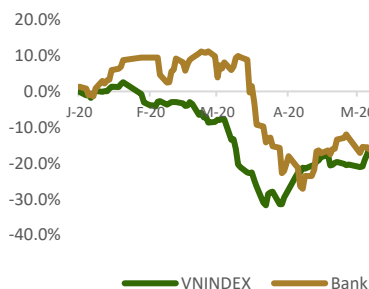
**Trung Lập**

Ngày cập nhật: 19/06/2020

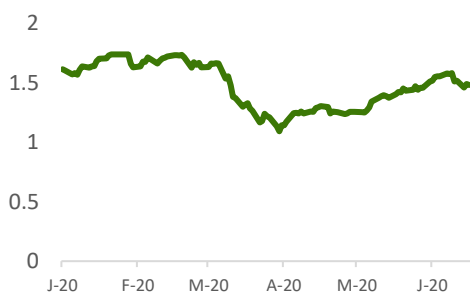
**PHS**

 (+84-28) 5413 5479 – [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Danh sách các cổ phiếu phân tích**

Mã	Sàn	Giá CP (17/06)	Vốn hóa (tỷ đồng)
VCB	HOSE	84,200	312,287
BID	HOSE	40,300	162,087
CTG	HOSE	23,000	85,638
MBB	HOSE	17,300	41,718
ACB	HNX	23,700	39,407
TCB	HOSE	20,300	71,053
VPB	HOSE	22,350	54,484
HDB	HOSE	26,850	25,935
VIB	UpCom	17,100	15,809
LPB	UpCom	8,900	8,695

**Biến động ngành so với Index**

**Lịch sử định giá ngành**

P/B trung bình ngành



Nguồn: PHFM

**Dịch bệnh Covid-19 sẽ có tác động rõ nét lên ngành trong thời gian sắp tới**

**Cập nhật KQKD ngành ngân hàng Q1/2020:** Theo số liệu BCTC các ngân hàng, thu nhập từ lãi thuần các ngân hàng niêm yết tăng trưởng 13% so với cùng kỳ năm 2019. Tuy vậy LNST của các ngân hàng chỉ tăng nhẹ 3% chủ yếu bị ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng vọt (+34% YoY).

Nợ xấu của toàn ngành nhìn chung chỉ tăng nhẹ từ mức 1.45% của năm 2019 lên mức 1.62% trong quý đầu năm 2020 do dịch bệnh covid-19 chưa thực sự có ảnh hưởng rõ nét lên chất lượng nợ của toàn ngành.

**Tác động của dịch Covid-19 lên ngành:** Tín dụng của toàn ngành ngân hàng đã bắt đầu tăng trưởng chậm trong giai đoạn đầu năm. Theo đó tăng trưởng tín dụng toàn ngành trong 5 tháng đầu năm chỉ đạt 1.96% so với mức 5%-6% của cùng kỳ các năm trước đó.

Ngoài việc tín dụng tăng chậm, nợ xấu cũng có thể sẽ bắt đầu xuất hiện trong giai đoạn tới khi nền kinh tế chịu tác động từ dịch bệnh. Nợ xấu của toàn ngành ngân hàng được ước tính tăng từ 1.89% lên 3.67%.

Dưới tác động của dịch bệnh, NHNN cùng các NHTM đã đồng loạt giảm lãi suất nhằm hỗ trợ nền kinh tế vượt qua dịch bệnh. NHNN đã hai lần hạ lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ giảm chi phí vốn cho các NHTM. Theo đó NHNN đã hạ tổng cộng từ 0.5%-1% các lãi suất điều hành như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu .... Đáng chú ý cơ quan điều hành cũng đã hạ quy định trần lãi suất huy động kỳ hạn ngắn 0.5% nhằm tạo điều kiện cho các NHTM hạ lãi suất cho vay trong thời gian sắp tới.

**Định giá và khuyến nghị:** Chúng tôi đưa ra dự phóng tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng thương mại trong năm 2020 này sẽ giảm hoặc đi ngang dưới tác động của dịch bệnh. Đồng thời đưa ra khuyến nghị trung lập cho toàn bộ ngành ngân hàng dưới tác động tương đối tiêu cực của dịch bệnh Covid-19.

Tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng đi ngang hoặc giảm nhẹ trong năm nay chủ yếu là do: **(1) trích lập dự phòng tăng, (2) tín dụng tăng chậm và (3) Chất lượng tài sản sinh lời suy giảm.**

Trong danh mục các ngân hàng theo dõi và phân tích, chúng tôi đưa ra khuyến nghị tích cực hơn cả đối với 3 cổ phiếu: VCB, ACB và TCB.

VCB với vị thế doanh nghiệp đầu ngành cùng hiệu suất hoạt động vượt trội so với toàn ngành cùng bảng cân đối mạnh mẽ có thể giúp ngân hàng chống chịu tốt tác động của dịch bệnh. Cùng với đó là các thông tin hỗ trợ như bán vốn cho đối tác nước ngoài và hợp đồng bảo hiểm độc quyền sẽ bù đắp cho sự sụt giảm từ thu nhập lãi.

ACB là ngân hàng đang được hưởng lợi từ khẩu vị rủi ro thấp với các khoản tín dụng và trái phiếu chính phủ tương đối an toàn trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 ảnh hưởng mạnh mẽ lên ngành. Cùng với đó một số thông tin hỗ trợ như ký kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền như VCB hay thoái vốn tại ACBS và chuyển sà sẽ là những động lực hỗ trợ cho ngân hàng này.

Chúng tôi cũng đặc biệt chú ý tới TCB khi định giá của ngân hàng đã có phần dễ chịu hơn so với giai đoạn trước. Trong khi đó TCB được đánh giá cao với mô hình kinh doanh của mình cùng với đó là tệp khách hàng có chất lượng cao sẽ giúp ngân hàng hoạt động ổn định trong giai đoạn này. Cộng thêm đó, bộ đệm vốn dày nhất hệ thống sẽ giúp TCB chống chịu tốt hơn so với các ngân hàng trong ngành.

**Rủi ro:** Tác động của dịch bệnh có ảnh hưởng nghiêm trọng hơn tới nền kinh tế do đó ảnh hưởng tới ngành ngân hàng, trong đó nợ xấu gia tăng là điều đáng lo ngại hơn cả. Ngoài ra ngành ngân hàng nói chung vẫn cần gấp rút tăng vốn do bộ đệm vốn còn mỏng trong bối cảnh nợ xấu đang có khả năng gia tăng mạnh.

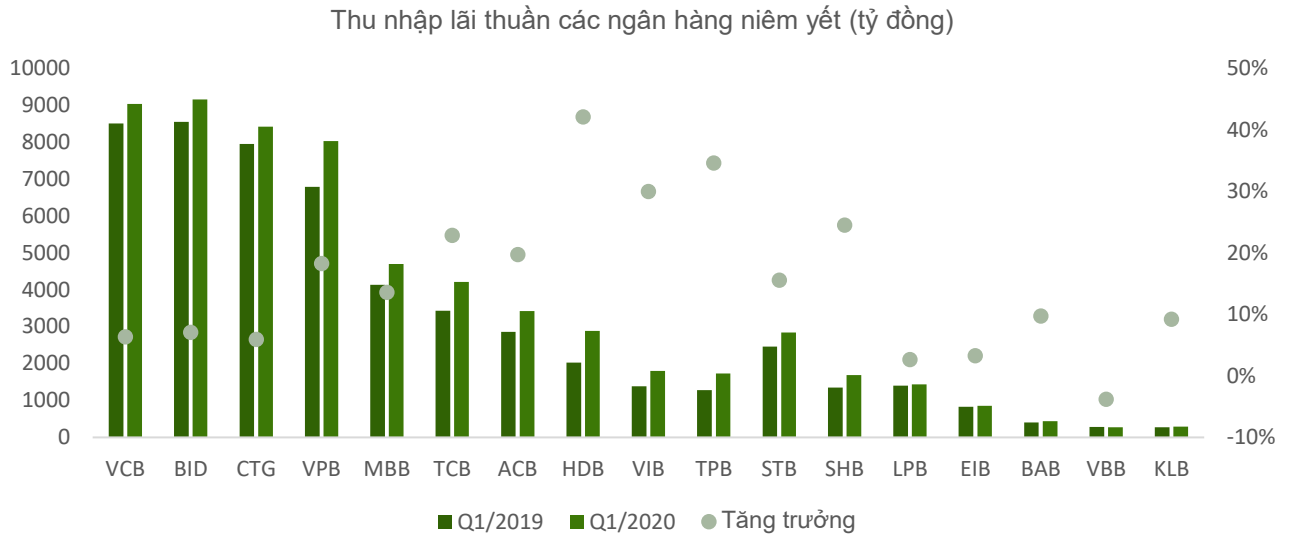
Mã CK	Kết quả Q1/2020				Dự báo 2020				Định giá				Khuyến nghị
	Thu nhập lãi thuần		LNST		Thu nhập lãi thuần		LNST		Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá tại ngày 17/06 (VND/CP)	P/E mục tiêu	P/B mục tiêu	
	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)					
VCB	9,034	+6%	4,182	-11%	35,153	-1.7%	17,724	-4%	81,600	84,200	17x	3.1x	Giữ
BID	9,145	+7%	1,444	-28%	33,705	-6.3%	7,444	-13%	40,276	40,300	21x	1.9x	Giữ
CTG	8,418	+6%	2,414	-4.5%	32,422	-2.3%	8,498	-10%	22,200	23,000	9.5x	0.9x	Giữ
MBB	4,695	+13%	1,782	-7.7%	19,589	+8.8%	7,907	-2%	23.200	17,300	6.9x	1.1x	Mua
ACB	3,419	20%	1,513	13%	13,649	+12%	5,690	-5%	27,000	23,700	7.8x	1.5x	Mua
TCB	4,212	+22%	3,121	+19%	16,422	+15%	9,618	-5%	21,000	20,300	7.8x	1.1x	Giữ
VPB	8,021	+14%	2,313	+62%	33,653	+9.7%	8,598	+4%	21,700	22,350	6.3x	1.0x	Giữ
HDB	2,883	40%	1,001	13%	9,863	+1%	4,126	-1%	29,600	26,850	7.1x	1.1x	Mua
VIB	1,799	+29%	860	+32%	-	-	-	-	-	17,100	-	-	-
LPB	1,437	+2%	603	+18%	-	-	-	-	-	8,900	-	-	-

(Nguồn: BCTC ngân hàng, PHFM dự phóng)

## Kết quả hoạt động các ngân hàng niêm yết

Trong Quý 1/2020, tổng thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết đạt mức 61,190 tỷ đồng (+13.5% YoY). Trong đó các ngân hàng có mức tăng trưởng thu nhập lãi thuần cao là nhóm các ngân hàng thương mại cổ phần không có yếu tố nhà nước như HDB (+42% YoY), TPB (+35% YoY), VIB (+30% YoY), TCB (+23% YoY)....

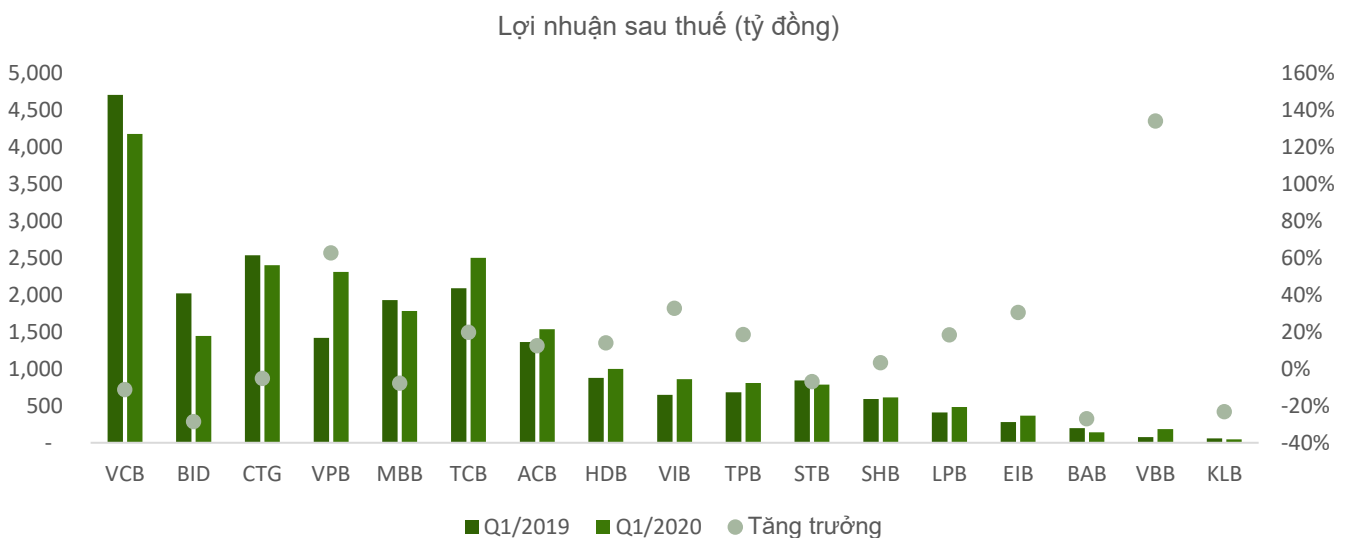
Trong khi đó các ngân hàng thương mại có yếu tố nhà nước chứng kiến mức tăng trưởng lãi thuần ở có phần khiêm tốn hơn như VCB (+6.3% YoY), BID (+7.1% YoY), CTG (+5.9% YoY).....



(Nguồn: BCTC các ngân hàng, PHFM tổng hợp)

Mặc dù thu nhập lãi thuần tăng trưởng tương đối ổn định trong quý đầu tiên của năm 2020, tuy vậy LNST của các ngân hàng chỉ tăng trưởng khoảng 3%. Tương tự như thu nhập lãi, các NHTM không có vốn nhà nước có mức tăng trưởng nhìn chung tốt hơn so với các NHTM quốc doanh.

Các NHTM ngoài nhà nước có mức tăng trưởng LNST đáng chú ý có thể kể đến như VPB (+63% YoY), VIB (+33% YoY), TCB (+20% YoY). Ở chiều ngược lại các ngân hàng quốc doanh như VCB, BID, CTG hay MBB đều có mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế âm.

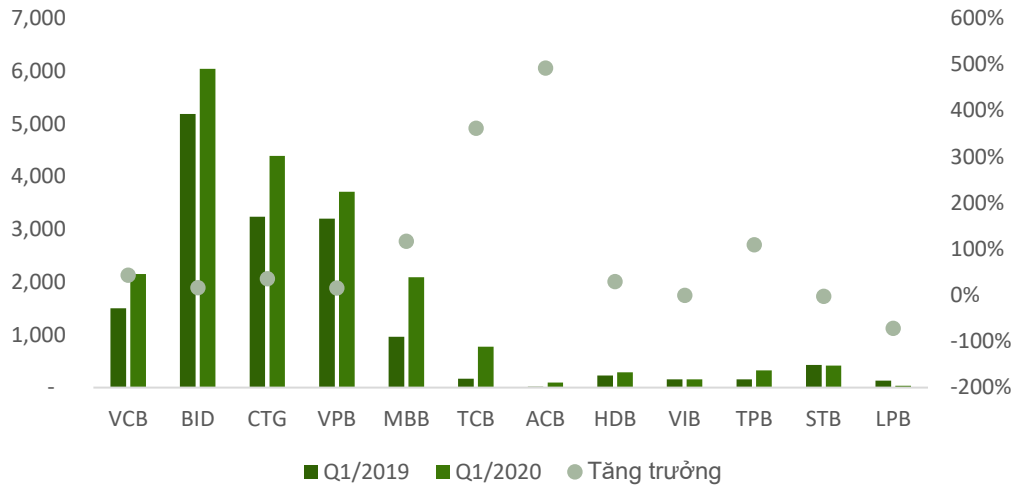


(Nguồn: BCTC các ngân hàng, PHFM tổng hợp)

Nguyên nhân giải thích cho vấn đề này là trong Quý 1/2020, các NHTM có yếu tố nhà nước đã chủ động gia tăng trích lập chi phí dự phòng nhằm tạo ra bộ đệm vốn trước tình hình tương đối phức tạp của dịch Covid-19 có thể khiến cho chất lượng tài sản suy giảm cùng với đó là nợ xấu gia tăng.

Theo số liệu từ BCTC các ngân hàng, chi phí cho dự phòng rủi ro toàn hệ thống đã tăng mạnh 34% so với cùng kỳ năm 2019. Trong đó, đáng chú ý MBB tăng mạnh +117% YoY, VCB +43% YoY, CTG +36% YoY, BID +16% YoY....

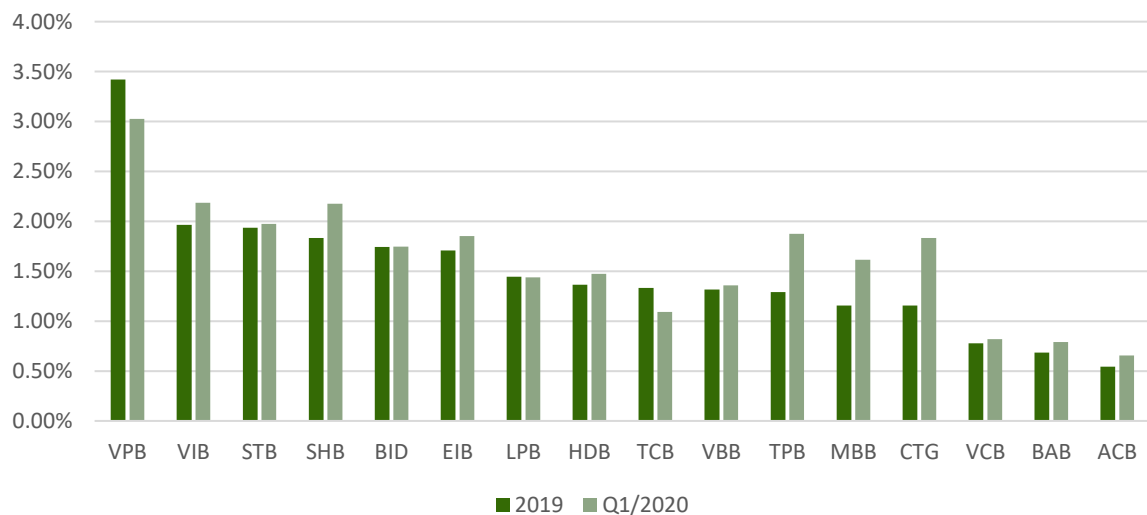
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng một số ngân hàng (tỷ đồng)



(Nguồn: BCTC các ngân hàng, PHFM tổng hợp)

Nợ xấu của các ngân hàng trong Q1/2020 nhìn chung chỉ tăng nhẹ so với hồi đầu năm. Theo đó, tổng nợ xấu theo báo cáo của các NHTM niêm yết đạt mức 1.62%, tăng từ mức 1.45% của cuối năm 2019. Nhìn chung thì nợ xấu tại hầu hết các NHTM đều được kiểm soát ở mức dưới 2% theo như mục tiêu điều hành của NHNN.

Nợ xấu các ngân hàng niêm yết



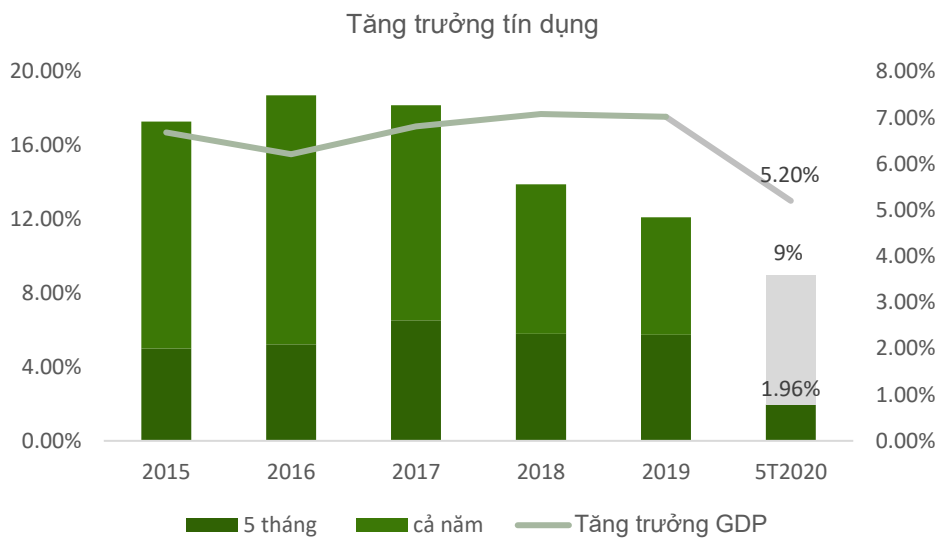
(Nguồn: BCTC ngân hàng)

Mặc dù KQKD Quý 1/2020 của các ngân hàng nhìn chung vẫn tương đối tích cực với lợi nhuận tăng trưởng ổn định cùng nợ xấu được kiểm soát tốt, tuy nhiên kết quả này có thể chưa phản ánh đầy đủ tác động của đại dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng của các ngân hàng sẽ bắt đầu chậm lại kể từ Q2/2020 khi dịch bệnh Covid-19 có sức ảnh hưởng rõ nét lên hệ thống ngân hàng. Theo đó, lợi nhuận của ngành ngân hàng sẽ chịu tác động từ ba yếu tố chính : **(1) Nợ xấu gia tăng, (2) chất lượng tài sản sinh lời suy giảm và (3) tăng trưởng tín dụng yếu do nhu cầu thấp.**

### Tăng trưởng tín dụng chậm lại

Theo số liệu công bố, tăng trưởng tín dụng trong 5 tháng đầu năm 2020 chỉ tăng trưởng 1.96% so với hồi cuối năm 2019 – đây là mức tăng rất thấp so với các năm trước và thách thức với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 11%-14% mà NHNN đã đặt ra hồi đầu năm. Mức tăng trưởng thấp này cho thấy nhu cầu cho tín dụng bước đầu đã chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh khiến cho tốc độ tăng trưởng tín dụng chỉ ở mức thấp trong giai đoạn nửa đầu năm 2020.

Mặc dù tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ tăng mạnh mẽ trong giai đoạn nửa cuối 2020 khi nền kinh tế bước vào giai đoạn hồi phục, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 11% - 14% sẽ khó thực hiện. Thay vào đó chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng toàn ngành sẽ chỉ ở mức 8% - 10% khi GDP theo kịch bản khả quan nhất trong năm 2020 này được dự báo tăng trưởng ở mức 5.2%.

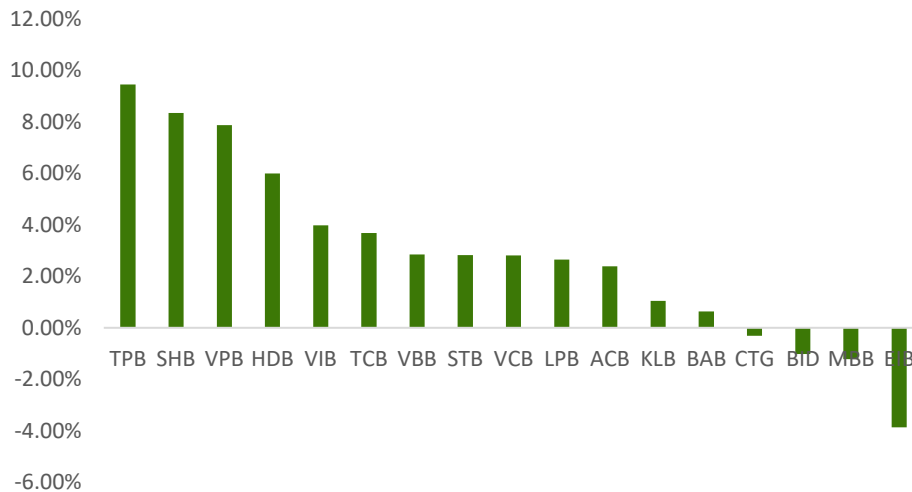


(Nguồn: SBV, PHFM tổng hợp)

Nếu xét riêng số liệu từ các ngân hàng niêm yết cho thấy, tổng tăng trưởng tín dụng các ngân hàng niêm yết cũng chỉ đạt 1.86% - thấp hơn mức tăng trưởng 4.16% của cùng kỳ năm 2019.

Các ngân hàng TMCP có yếu tố nhà nước như BID (-1.02% YTD), CTG (-0.31% YTD) hay MBB (-1.21% YTD) có mức tăng trưởng tín dụng thấp hoặc tăng trưởng ở mức âm, trong khi đó tín dụng ở nhóm các NHTM tư nhân vẫn tăng trưởng khá tốt như VPB, HDB, TPB...

Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng Q1/2020



(Nguồn: BCTC ngân hàng)

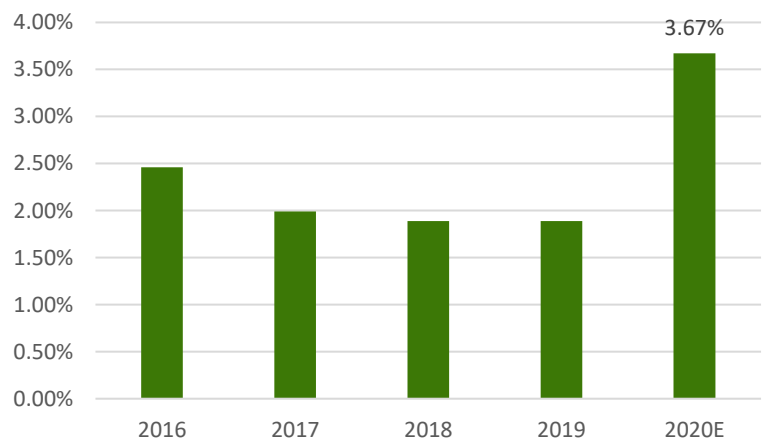
Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng trong năm nay của các ngân hàng sẽ khó ngang bằng so với năm 2019 và nhiều khả năng thực tế đạt được sẽ thấp hơn từ 2-3 điểm phần trăm so với kết quả của năm trước dựa vào kịch bản GDP trong năm 2020 chỉ có thể tăng trưởng ở mức 5.2% do tác động từ dịch bệnh.

### Nợ xấu gia tăng do dịch bệnh

Ngoài việc tăng trưởng tín dụng chậm lại trong nửa đầu năm, nợ xấu là vấn đề mà toàn bộ hệ thống ngân hàng có phần lo ngại hơn cả. Theo công bố của NHNN, đang có khoảng 2 triệu tỷ đồng dư nợ – tương đương 23% tổng dư nợ toàn hệ thống ngân hàng chịu tác động của dịch Covid-19 và có khả năng trở thành nợ xấu. Từ đó ngân hàng nhà nước cho rằng dưới tác động của dịch Covid-19, nợ xấu có thể tăng lên mức 3.67% vào cuối năm 2020 từ mức 1.89% của năm 2019.

Với giả định nợ xấu tăng vọt lên mức 3.67% như NHNN ước tính và tăng trưởng tín dụng theo kế hoạch là 14%, chúng tôi ước tính rằng trong 2 triệu tỷ đồng dư nợ chịu tác động của dịch Covid-19 sẽ có khoảng gần 10% dư nợ (tương đương với 200,000 tỷ đồng dư nợ) trở có khả năng trở thành nợ xấu trong thời gian sắp tới.

Nợ xấu toàn bộ hệ thống ngân hàng



(Nguồn: SBV, PHFM tổng hợp)

Như đã đề cập ở trên, chi phí cho dự phòng rủi ro có dấu hiệu gia tăng, đặc biệt ở các ngân hàng có yếu tố nhà nước là do các nhà băng này đang chủ động trích trước dự phòng nhằm tạo ra bộ đệm vốn tốt hơn khi nợ xấu gia tăng. Chúng tôi cho rằng xu hướng gia tăng trích lập dự phòng sẽ dần lan sang các ngân hàng ngoài yếu tố nhà nước, bắt đầu từ quý 2 này do tác động của dịch bệnh có thể khiến chất lượng nợ xấu đi. Tuy vậy cũng cần chú ý rằng do các yêu cầu về giãn nợ có thể sẽ khiến nợ xấu trên bảng cân đối của các ngân hàng chưa phản ánh hoàn toàn trong năm nay mà sẽ xuất hiện từ năm 2021.

## Khả năng sinh lời sẽ sụt giảm

Chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản sinh lời sẽ sụt giảm đáng kể trong thời gian tới do các ngân hàng chủ động hạ lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ các khách hàng chịu tác động của dịch bệnh. Theo đó các ngân hàng trong Q2/2020 đã bắt đầu hạ từ 0.5% đến 4.5% lãi suất cho vay của mình đồng thời tiến hành giãn nợ. Với các động thái này, chúng tôi cho rằng lợi suất sinh lời trên tài sản của các ngân hàng sẽ có xu hướng đi xuống bắt đầu từ Q2/2020 này.

**Thông tin các gói hạ lãi suất của một số ngân hàng niêm yết**

Ngân hàng	Quy mô gói cứu trợ	Phạm vi giảm lãi suất
<b>VCB</b>	300,000 tỷ đồng	0.5%-1.5%
<b>CTG</b>	120,000 tỷ đồng	0.5%-2%
<b>BID</b>	125,000 tỷ đồng	0.5%-2%
<b>MBB</b>	45,000 tỷ đồng	0.3% - 1.5%
<b>ACB</b>	35,000 tỷ đồng	1%
<b>VPB</b>	N/A	Giảm tối đa 2%
<b>TCB</b>	30,000 tỷ đồng	Giảm tối đa 2%
<b>HDB</b>	34,000 tỷ đồng	2%-4.5%

(Nguồn: PHFM tổng hợp)

Ở chiều chi phí vốn, lãi suất huy động có chiều hướng đi xuống khi các NHNN đã có hàng loạt động thái hỗ trợ như hạ hàng loạt các lãi suất điều hành từ 0.5%-1% và NHTM cũng đã bắt đầu giảm nhẹ lãi suất huy động kỳ hạn dài. Tuy nhiên mức độ giảm của chi phí vốn có phần thấp hơn và sẽ không bù đắp được cho việc sụt giảm của lãi suất cho vay. Từ đó NIM của các ngân hàng có thể sẽ chịu tác động tiêu cực hơn trong giai đoạn từ Q2/2020 trở đi.

## Doanh nghiệp đáng chú ý trong ngành

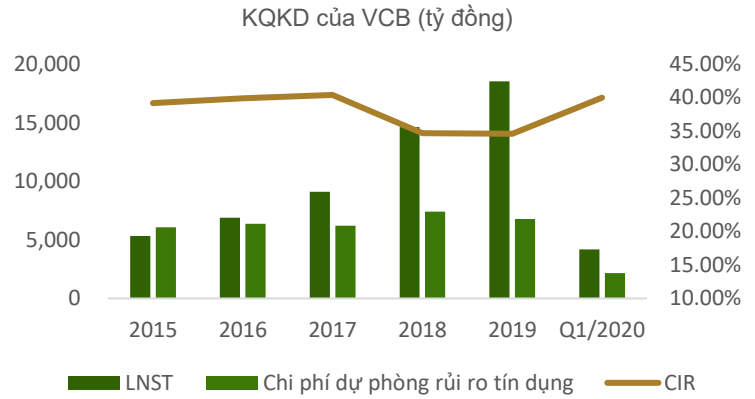
### Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Ngoại Thương Việt Nam – VCB – Giá mục tiêu : 81,600VND/CP

- Kết quả kinh doanh 1Q2020:**

Kết thúc Quý 1/2020, VCB báo cáo thu nhập từ lãi thuần đạt 9,034 tỷ đồng, tăng nhẹ 6.2% so với cùng kỳ. Tổng thu nhập hoạt động cũng gần như đi ngang +4.4% YoY và ghi nhận ở mức 12,285 tỷ đồng.

Tuy vậy lợi nhuận trước thuế của ngân hàng giảm 11% do chi phí hoạt động gia tăng (+12% YoY) và chi phí trích lập dự phòng rủi ro tăng mạnh (+42% YoY) cho thấy ngân hàng đang chủ động trích trước để đối phó với tác động mà dịch Covid-19 có thể đem lại trong thời gian tới.

Trong khi đó nợ xấu chỉ tăng nhẹ từ mức 0.79% lên 0.82% vào cuối quý, trong khi đó tín dụng mở rộng 2.8% so với hồi cuối năm 2019.



(Nguồn: VCB, PHFM tổng hợp)

- Điểm nhấn đầu tư:**

Chúng tôi nhận thấy VCB có nhiều dư địa để hồi phục sau đại dịch nhờ vào chất lượng tài sản vượt trội cùng hiệu quả hoạt động vượt xa các ngân hàng trong nước lẫn khu vực. Trong đó bảng cân đối của ngân hàng còn nhiều khoảng trống giúp ngân hàng dễ dàng vượt qua giai đoạn khó khăn này (Danh mục cho vay còn nhiều dư địa cho việc tối ưu hóa khả năng sinh lời, chất lượng tài sản vượt trội so với ngành với nợ xấu thấp).

Trong năm 2020, với khoản thu nhập trả trước từ hoạt động ký kết hợp đồng bancassurance với FWD, chúng tôi cho rằng nguồn thu này có thể phần nào bù đắp được cho sự sụt giảm từ mảng thu nhập lãi của ngân hàng khi VCB hạ lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng với hợp đồng này sẽ đem về cho VCB 400 triệu USD thu nhập trả trước và được phân bổ trong 3 năm, bắt đầu từ 2020.

- Định giá và khuyến nghị:**

Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần của VCB trong năm 2020 có thể đi ngang và đạt 35,153 tỷ đồng (+1.7 YoY) dưới tác động của việc NIM co hẹp do các chính sách giảm lãi suất của ngân hàng. Lợi nhuận sau thuế của ngân hàng có thể sụt giảm nhẹ 4.3% so với năm 2019 và đạt 17,724 tỷ đồng, chi phí trích lập dự phòng rủi ro đạt 8,146 tỷ đồng (+20% YoY) dưới tác động của dịch Covid 19.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng thu nhập thặng dư, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu VCB là 81,600 VND/CP, tương ứng với P/E và P/B dự phóng lần lượt là 17.03x và 3.06x.

Đơn vị: tỷ VNĐ	2016	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	18,533	21,938	28,409	34,577	35,153
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	6,895	9,111	14,622	18,526	17,724
EPS (VNĐ)	1,915	2,532	4,064	4,995	4,798
Tăng trưởng EPS (%)	11%	32%	61%	27%	-4%
Giá trị sổ sách (VNĐ)	13,374	14,608	17,283	21,808	26,711
P/E					17.03
P/B					3.06

Nguồn : PHFM)



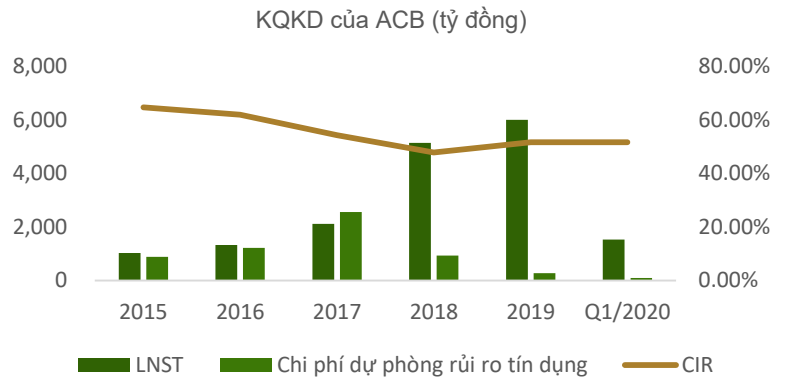
## Ngân Hàng Thương Mại Cổ Phần Á Châu – ACB – Giá mục tiêu: 27,000 VND/CP

- Kết quả kinh doanh 1Q2020:**

Kết thúc Q1/2020, ACB báo lãi thuần đạt 3,419 tỷ đồng (+20% YoY), thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 50% so với cùng kỳ và đạt 958 tỷ đồng.

Tuy nhiên chi phí hoạt động cũng tăng mạnh 31% so với cùng kỳ khiến cho lợi nhuận sau thuế của ngân hàng chỉ tăng trưởng 13% và đạt 1,531 tỷ đồng.

Trong quý 1 này thì tín dụng của ngân hàng đã mở rộng 2.3% so với hồi đầu năm. Nợ xấu của ACB ghi nhận ở mức 0.66%, tăng nhẹ so với mức 0.54% của cuối năm 2019.



(Nguồn: ACB, PHFM)

- Điểm nhấn đầu tư:**

Bảng cân đối lành mạnh là điểm chúng tôi ưa thích ở ACB. Với dư nợ cho vay cân đối cùng các khoản đầu tư trái phiếu tập trung vào trái phiếu chính phủ với khẩu vị rủi ro thấp trong các năm qua sẽ giúp ACB hạ thấp được các rủi ro khó lường do dịch bệnh đem tới.

Ngoài ra chúng tôi cũng nhận thấy hàng loạt các yếu tố hỗ trợ tích cực cho ACB có thể kể đến việc ngân hàng chuyển sàn HOSE (yếu tố này sẽ giúp ACB lọt rổ VN30- qua đó được các quỹ ETF nội mua vào), hoặc thu nhập bất thường từ việc thoái vốn tại ACBS và ký kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền bancassurance.

- Định giá và khuyến nghị:**

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của ACB có thể đạt mức 11%. Chúng tôi cũng cho rằng hệ số NIM của ACB chỉ tăng nhẹ từ mức 3.6% lên 3.63% trong năm nay do ảnh hưởng từ dịch bệnh, qua đó thu nhập lãi thuần của ngân hàng có thể đạt mức 13,649 tỷ đồng (+12.7% YoY). LNST của ngân hàng tuy vậy có thể đạt mức 5,690 tỷ đồng (-5% YoY) do chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng của ACB tăng lên từ mức 0.1% lên 0.22% trong năm nay – tương ứng tăng từ 274 tỷ đồng lên 653 tỷ đồng.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng thu nhập thặng dư, chúng tôi đưa ra khuyến nghị nắm giữ ACB với giá mục tiêu là 27,000 VND/CP (Upside: +5.6%), tương ứng với P/E và P/B forward dự phóng lần lượt ở mức 7.84x và 1.53x

Đơn vị: tỷ VNĐ	2016	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	6,892	8,458	10,363	12,112	13,649
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	1,325	2,118	5,137	5,997	5,690
EPS (VNĐ)	1,410	2,062	3,986	3,607	3,454
Tăng trưởng EPS (%)	39%	46%	142%	17%	-5%
Giá trị sổ sách (VNĐ)	14,961	15,605	16,311	16,692	20,297
P/E					7.84
P/B					1.53

(Nguồn : PHFM)

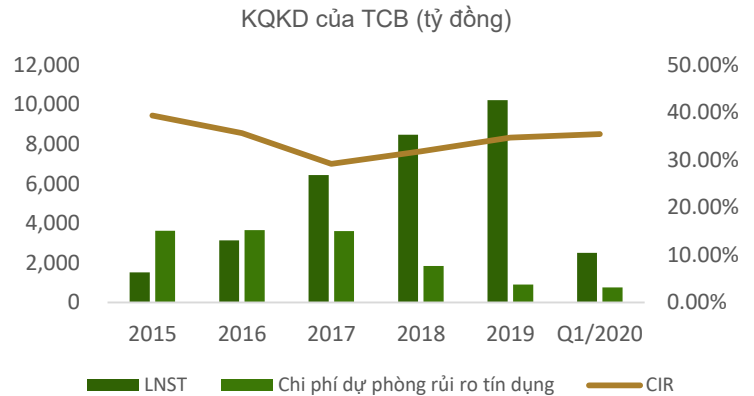
## Ngân Hàng Thương Mại Cổ Kỳ Thương Việt Nam – TCB – Giá mục tiêu : 21,000 VND/CP

### • Kết quả kinh doanh 1Q2020:

Kết thúc quý 1/2020, TCB công bố KQKD với thu nhập lãi thuần đạt 4,212 tỷ đồng, tăng 22,8% so với cùng kỳ năm trước. thu nhập từ hoạt động dịch vụ cũng tăng mạnh +73% YoY, qua đó giúp tổng thu nhập hoạt động đạt 6,030 tỷ đồng (+37% YoY).

Tuy vậy chi phí trích lập dự phòng rủi ro cũng tăng mạnh gấp 4 lần so với cùng kỳ, qua đó LNTT của ngân hàng chỉ tăng 19.2% so với cùng kỳ và đạt 3,121 tỷ đồng.

Tín dụng của TCB trong quý 1 đã mở rộng 3.68 điểm phần trăm, chủ yếu là từ đóng góp của hoạt động cho vay trái phiếu. Nợ xấu của ngân hàng giảm xuống còn 1.09% từ mức 1.33% của cuối năm 2019.



(Nguồn:TCB, PHFM)

### • Điểm nhấn đầu tư:

Mô hình kinh doanh với chiến lược khách hàng là trọng tâm giúp TCB là ngân hàng độc đáo nhất trong toàn ngành. Nhờ đó tỷ lệ CASA của TCB luôn duy trì trên mức 30% trong các năm gần đây, qua đó giúp cho TCB có chi phí vốn cạnh tranh cũng như hệ số NIM cao nhất trong toàn hệ thống.

Chất lượng tài sản ở nhóm bán lẻ cũng là điều đáng chú ý của TCB. Với hơn 70% tổng dư nợ tín dụng cá nhân tập trung chủ yếu vào phân khúc khách hàng có thu nhập cao (thu nhập từ 50,000 USD/năm) giúp ngân hàng tự tin cho rằng chất lượng tài sản ở nhóm bán lẻ đứng đầu toàn hệ thống.

Bộ đệm vốn dày gấp đôi so với trung bình ngành là điểm chúng tôi yêu thích ở TCB. Với E/A của cuối Q1/2020 tương đương 16.5% sẽ giúp TCB có sức chống chịu tương đối tốt trong điều kiện tình hình vĩ mô kém thuận lợi như hiện tại so với các ngân hàng khác

### • Định giá và khuyến nghị:

Đơn vị: tỷ VNĐ	2016	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	8,142	8,930	11,127	14,258	16,422
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	3,149	6,446	8,474	10,226	9,618
EPS (VNĐ)	3,538	5,531	2,423	2,922	2,760
Tăng trưởng EPS (%)	191%	56%	31%	21%	-6%
Giá trị sổ sách (VNĐ)	22,007	23,107	14,810	17,735	20,568
P/E					7.62
P/B					1.02

(Nguồn : PHFM)

Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần của TCB có thể đạt 16,422 tỷ đồng (+15.2% YoY) nhờ vào sự dẫn dắt của việc mở rộng tín dụng và cải thiện hệ số NIM. Chúng tôi cho rằng TCB có khả năng để cải thiện hệ số NIM nhờ vào việc tối ưu hóa chi phí huy động của mình với nền tảng CASA được xếp ở top đầu, trong khi đó tín dụng có thể tiếp tục mở rộng ở mức 13% so với năm 2019. Tuy vậy lợi nhuận sau thuế của TCB có thể sẽ giảm nhẹ 5% và đạt mức 9,618 tỷ đồng dưới áp lực gia tăng chi phí cho trích lập dự phòng. EPS dự phóng năm 2020 đạt 2,760 VND/CP

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng thu nhập thẳng dư, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của TCB là 21,000 VNĐ/CP, tương ứng với P/E và P/B forward ở mức lần lượt là 7.62x và 1.02x

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Phạm Văn Tuấn, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

## © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801