

## MUA

## Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (HOSE: TCB)

### Hệ sinh thái tạo sự đa dạng nguồn thu

#### Báo cáo lần đầu (29/08/2018)

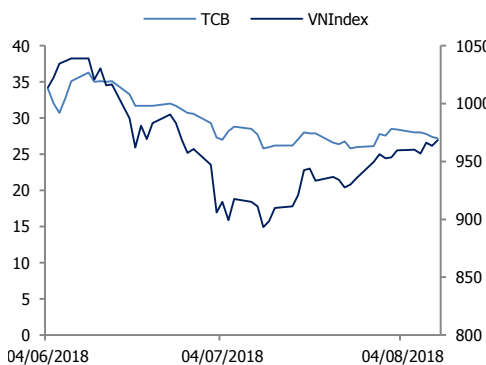
Giá mục tiêu 2019	<b>VND33.100</b>
Upside	<b>21,8%</b>
Giá hiện tại (29/08/2018)	<b>VND27.200</b>
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	95.110
Giá trong 52 tuần (VNĐ)	25.800 – 36.300
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	22,5%

Nguồn: Bloomberg

#### Dự phóng và định giá

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>11.833</b>	<b>16.344</b>	<b>17.404</b>	<b>18.404</b>
<b>Thu nhập trước thuế và dự phòng</b>	<b>7.658</b>	<b>11.646</b>	<b>12.357</b>	<b>13.067</b>
Tăng trưởng n/n		52%	6%	6%
<b>Chi phí dự phòng tín dụng</b>	<b>3.661</b>	<b>3.609</b>	<b>2.117</b>	<b>2.315</b>
Tăng trưởng n/n		-1%	-41%	9%
<b>LNTT</b>	<b>3.997</b>	<b>8.036</b>	<b>10.240</b>	<b>10.752</b>
Tăng trưởng n/n		101%	27%	5%
<b>LNST</b>	<b>3.149</b>	<b>6.446</b>	<b>8.192</b>	<b>8.602</b>
Tăng trưởng n/n		105%	27%	5%
EPS (cơ bản) (VNĐ)	901	1.843	2.343	2.460
BVPS (VNĐ)	5.602	11.793	14.718	17.176
<b>ROAA</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,5%</b>
<b>ROEA</b>	<b>17,5%</b>	<b>27,7%</b>	<b>20,9%</b>	<b>15,4%</b>
<b>P/E (Giá mục tiêu)</b>		<b>n/a</b>	<b>14,15</b>	<b>13,47</b>
<b>P/B (Giá mục tiêu)</b>		<b>n/a</b>	<b>2,25</b>	<b>1,93</b>
<b>P/E</b>			<b>11,6</b>	<b>11,0</b>
<b>P/B</b>			<b>1,84</b>	<b>1,58</b>

#### Biểu đồ giá



#### Cấu trúc sở hữu (trên 5%)

Masan Group JSC	12.5%
EuroWindow Holding JSC	2.8%
Ho Hung Anh and relatives	15.9%
EuroFinance JSC	2.4%
Phu Si Investment and Consultant JSC	2.1%
Khác	64.2%

Nguyen Thi Que Anh

Banking Analyst

anh.nguyenthique@mbs.com.vn

#### Cơ Hội

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu TCB và giá mục tiêu 2019 là 33.100 đồng (upside 21,8%). Trong năm 2018 và các năm tiếp theo, chúng tôi dự báo đóng góp từ thu nhập ngoài lãi NII lên đến 33% tổng thu nhập hoạt động nhờ hệ sinh thái của các công ty lớn như Vingroup, Masan và Vietnam Airline. Ngân hàng đã duy trì hiệu quả hoạt động cao nhất ngành và chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ tiếp tục ở mức thấp hơn 29%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế (LNTT) sẽ tăng 27% n/n đạt 10.239 tỷ đồng và ROE sẽ đạt 20,9% vào năm 2018.

#### Luận điểm đầu tư

- Hệ sinh thái đa dạng mang lại nhiều lợi thế.** Tiềm năng bất động sản, đặc biệt là các dự án mới của Vingroup, cùng với các khoản tài trợ và cho vay thương mại cho các công ty trong hệ sinh thái TCB như Vietnam Airlines, và Masan sẽ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng ở mức cao trở lại 18% n/n trong năm 2018 và 2019. Dù TCB đặt mục tiêu tăng trưởng tiền gửi trong năm 2018 là 40% n/n, chúng tôi dự báo tăng trưởng huy động sẽ chỉ đạt 18,5% n/n, đạt 189.319 tỷ đồng trong năm 2018 dựa trên tăng trưởng tiền gửi 6 tháng đầu năm tăng 9% so với cùng kỳ năm trước.
- Đóng góp thu nhập ngoài lãi tăng lên 33% trên tổng thu nhập hoạt động nhờ:** (i) Thu nhập từ hoạt động thanh toán trong nội tại hệ sinh thái này để đóng góp 1.685 tỷ đồng (+ 15% n/n) vào năm 2018. (ii) Phí tư vấn và môi giới trái phiếu sẽ tiếp tục tăng trưởng đáng kể 20% n/n trong năm 2018 và duy trì ở mức tăng trưởng cao 15% trong năm 2019 nhờ sự phát triển của thị trường trái phiếu và vị trí thống lĩnh của TCBS trên thị trường này; (iii) Thu nhập hoa hồng Bancassurance sẽ tiếp tục tăng 50% n/n (tương đương 769 tỷ đồng) vào năm 2018.
- Chất lượng tài sản tốt, chi phí dự phòng ổn định trở lại.** Tỷ lệ nợ xấu được dự báo sẽ ở mức 1,6% vào năm 2018, ở mức thấp trong toàn hệ thống ngân hàng. LLR hiện tại an toàn trong năm 2017 và sẽ được duy trì ở mức trên 70% vào năm 2018 và năm 2019. Với dự phòng trái phiếu VAMC giảm, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng sẽ giảm đáng kể trong năm 2018 xuống 58% và sau đó TCB sẽ không có thu nhập nào khác từ thu hồi nợ xấu từ khoản này.
- Hiệu quả hoạt động tốt nhất.** Thông qua phân tích dữ liệu khách hàng và hành vi tài chính dựa trên hệ sinh thái trung tâm khách hàng hiện tại, TCB có thể nâng cao thu nhập trên mỗi nhân viên (IPS) lên mức cao nhất so với các ngân hàng khác và tăng trưởng IPS đã trên 20% kể từ năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ được giữ ở mức thấp 29% vào năm 2018 vào năm 2019.
- Kết quả hoạt động 1H2018.** LNTT trong 6 tháng đầu năm 2018 đạt 5,196 tỷ đồng (+90,1% n/n), đóng góp 52% kế hoạch lợi nhuận. Trong đó, thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh 14,7% n/n (+ 4,4% n/n trong 6T2017). Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh trong giai đoạn này lên 29,7% n/n chủ yếu từ: Thu nhập phí và dịch vụ tăng 30% n/n, thu nhập từ chứng khoán kinh doanh và đầu tư tăng 56,3% và thu nhập từ thoái vốn từ Techcom Finance của 894 tỷ đồng. Chi phí trích lập dự phòng giảm 56% n/n xuống 1.043 tỷ đồng nhờ trái phiếu VAMC kết thúc trích lập trong nửa cuối năm 2017. Tuy nhiên, dư nợ cho vay khách hàng và tiền gửi tăng trưởng khiêm tốn n/n, ở mức 3,6% từ YE 2017 và 9,0% từ CUỐI NĂM 2017.

#### Valuation

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 2019 là 33.100 VNĐ bằng phương pháp định giá P/B và RI. Theo phương pháp định giá P/B, kết quả là 36.967 VNĐ với BVPS là 17.176 VNĐ và P/B là 2,15x và với phương pháp định giá RI kết quả là 29.329 VNĐ với Re 12,6% và tăng trưởng dài hạn là 3%.

#### Rủi ro chính

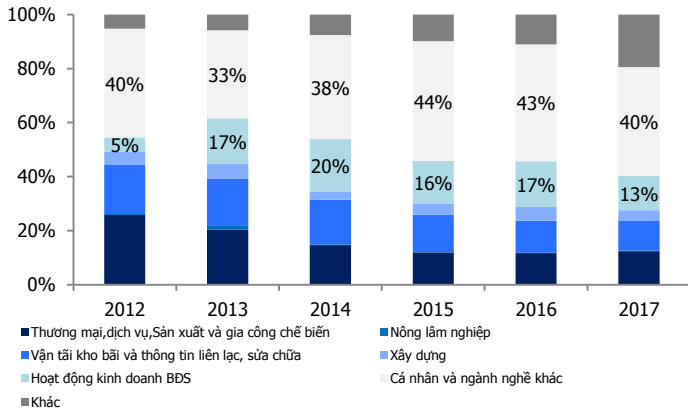
Rủi ro chính đến từ khó khăn trong việc huy động vốn phục vụ cho vay đầu ra do mặt bằng lãi suất huy động chưa thực sự hấp dẫn và tính chu kỳ của thị trường bất động sản.

## Luận điểm đầu tư

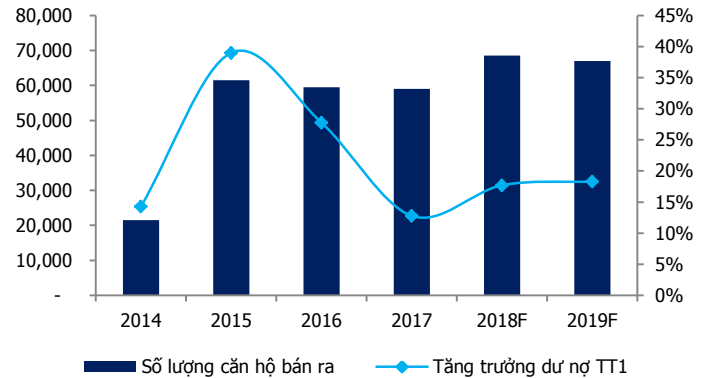
### Hệ Sinh Thái Đa Dạng Mang Lại Nhiều Lợi Thế.

Tiềm năng bất động sản vẫn ổn định; tăng trưởng tín dụng sẽ tăng trở lại với tốc độ 18%.

**Biểu 1: Dư nợ TCB theo nhóm ngành**



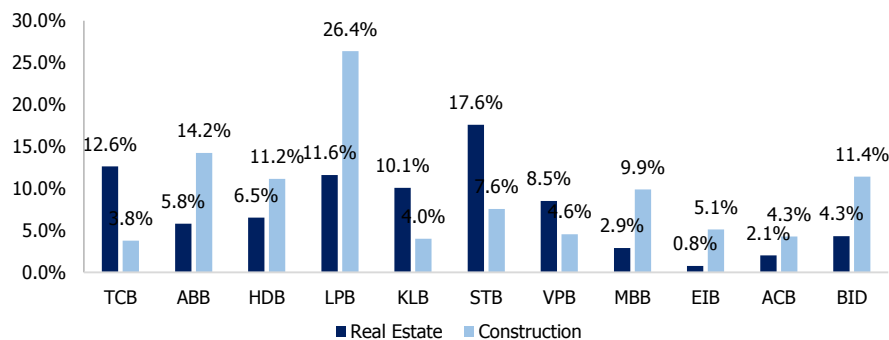
**Biểu 2: Căn hộ chào bán so với tăng trưởng tín dụng TCB**



Nguồn: BCTC TCB, CBRE reports, MBS Research

So sánh tốc độ tăng trưởng tín dụng của TCB và số lượng căn hộ chung cư bán ra trong giai đoạn 2014-2015, chúng tôi nhận thấy có sự tương quan chặt chẽ giữa hai biến này, theo đó với nhu cầu mạnh về căn hộ trong năm 2015, cho vay khách hàng TCB cũng tăng 39% n/n và tiếp đến năm 2016 tăng 28% n/n. Trong năm 2017, tốc độ tăng trưởng tín dụng của TCB dưới mức trung bình, ở mức 13% n/n do sự hấp thụ thấp hơn trong căn hộ chung cư hạng trung mới ra mắt. Mỗi quan hệ này có thể được giải thích bởi hệ sinh thái mà TCB tạo ra từ các nhà phát triển bất động sản hàng đầu như Vingroup, Thảo Điền, Masteri, Sungroup; trong đó TCB cung cấp một gói sản phẩm theo nhu cầu khách hàng không chỉ bao gồm các khoản vay mà đi kèm với các khoản tiền gửi để tối ưu hóa lợi tức đầu tư cho khách hàng. TCBS cũng là đối tác tư vấn cho việc phát hành trái phiếu của Vingroup và trái phiếu doanh nghiệp của TCB và chúng tôi cho rằng TCB cũng đã đầu tư vào một giới hạn nhất định của trái phiếu doanh nghiệp VIC. TCB cũng có thể tận dụng cơ sở dữ liệu khách hàng của Vietnam Airlines và mang lại 37.000 khách hàng sử dụng thẻ tín dụng của TCB trong năm 2017, chủ yếu là khách hàng trung cấp và cao cấp. Ngân hàng cũng tận dụng cơ sở khách hàng này để cung cấp các khoản vay khác. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng các khoản vay bất động sản và xây dựng có thể chiếm một phần đáng kể trên 17% cho khoản vay doanh nghiệp. Đến cuối năm 2017, khoản vay dài hạn 1.200 tỷ đồng của VIC là từ TCB. Chúng tôi cho rằng cho vay nhà ở có thể chấp cũng chiếm một phần lớn trong khoản vay cá nhân 56% còn lại của TCB. So với các ngân hàng khác, TCB đứng thứ 3 trong tổng dư nợ cho vay bất động sản và xây dựng (sau LPB và STB). Tuy nhiên, sự đóng góp của cho vay để xây dựng TCB không gây lo ngại về khủng hoảng bất động sản, chỉ chiếm một phần nhỏ 3% trong năm 2017.

**Biểu 3: Cho vay xây dựng và bất động sản (%)**



Nguồn: BCTC Banks, MBS Research

Theo CBRE, trong năm 2018, thị trường bất động sản sẽ tập trung nhiều hơn vào phân khúc trung cấp và số lượng căn hộ bán ra sẽ tăng 20% n/n từ năm 2017. Trong đó, Vingroup đã có kế hoạch chào bán các dự án Vincity tại Quận 9 vào năm 2018, dự án Vinhomes tại Hà Nội và Vincity ở Thanh Hóa vào năm 2019. **Vì vậy, chúng tôi cho rằng tăng trưởng cho vay khách hàng 17.5% n/n của TCB trong 2018 là khả thi và sẽ duy trì ở mức 18% n/n trong những năm tiếp theo. Hơn nữa, việc tăng tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp trong tổng danh mục của TCB sẽ ổn định ở mức 14,7% n/n trong năm 2018.**

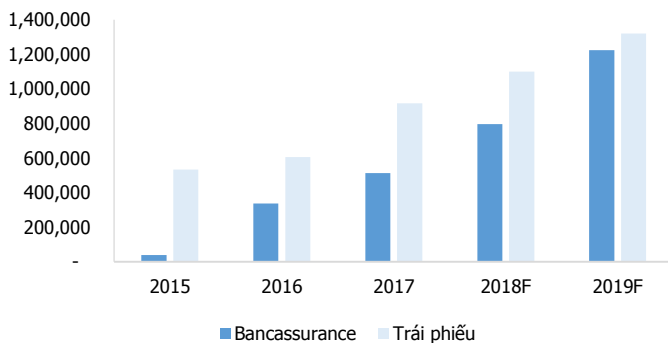
#### Đóng góp lớn từ thị trường môi giới trái phiếu

Giao dịch trên thị trường trái phiếu Việt Nam khá ổn định trong 10 năm gần đây, đạt 47 tỷ USD (20% GDP) trong 2017. So sánh với các quốc gia khác trong khu vực như Singapore, Thái Lan, Myanmar và Trung Quốc với mức dư nợ trái phiếu trên GDP chiếm 60%-80%. Theo biểu 6, tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp chiếm 2% trên tổng huy động trái phiếu.

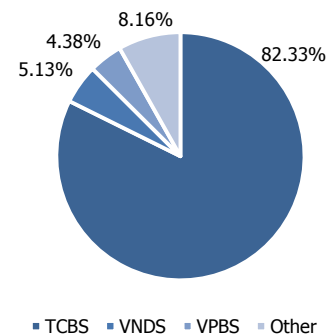
Techcom Securities (TCBS) - một trong những công ty con của TCB, duy trì vị thế số 1 về lĩnh vực môi giới và tư vấn trái phiếu (cả trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp), tăng 82,3% n/n trong năm 2017 và doanh thu tăng đáng kể 31,3% n/n, đóng góp 8% thu nhập hoạt động vào năm 2017. TCBS cũng là tư vấn phát hành trái phiếu Vingroup với tổng giá trị giao dịch khoảng 21.000 tỷ đồng vào năm 2017.

Vào ngày 14/8/2017, Quyết định số 1191 / QĐ-TTg thông qua lộ trình phát triển thị trường trái phiếu từ năm 2017 đến năm 2020. Tổng số trái phiếu lưu hành sẽ tăng lên khoảng 45% GDP vào năm 2020 với 38% từ trái phiếu Chính phủ và 7% từ trái phiếu doanh nghiệp. **Với sự phát triển của thị trường trái phiếu và vị trí thống lĩnh của TCBS trên thị trường này, chúng tôi tin rằng phí tư vấn và môi giới trái phiếu sẽ tiếp tục tăng đáng kể 20% n/n trong năm 2018 và duy trì ở mức tăng trưởng cao 15% n/n vào năm 2019.**

Biểu 4: Lợi nhuận từ phát hành trái phiếu và Bancassurance (triệu VNĐ)

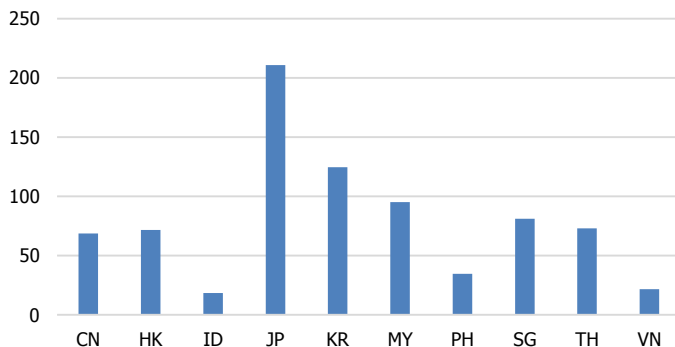


Biểu 5: Thị phần theo doanh số dịch vụ môi giới trái phiếu 2017

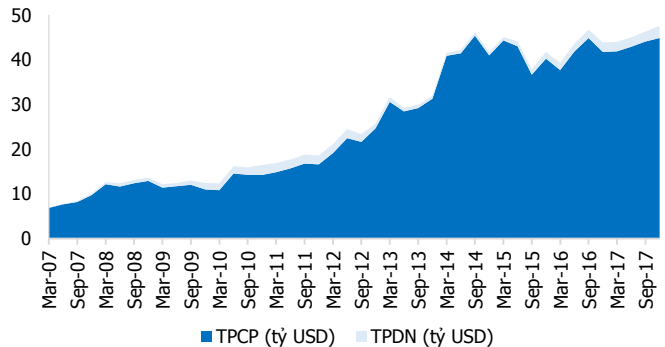


Nguồn: Techcom Securities Report, MBS Research

Biểu 6: Dư nợ trái phiếu (% of GDP) tại 31/12/2017



Biểu 7: Dư nợ trái phiếu tại Vietnam



Nguồn: asianbondsonline.adb.org

## Dịch vụ thanh toán

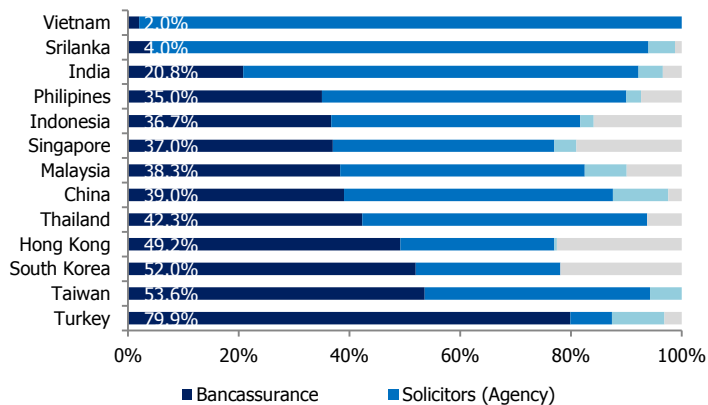
Về thu nhập dịch vụ thanh toán, chúng tôi tin rằng hệ thống sinh thái của Vingroup, Vietnam Airlines và Masan cung cấp chỗ cho TCB cung cấp các dịch vụ khác nhau về chuyển tiền với giá trị giao dịch nhà ở lớn, giao dịch qua thẻ tín dụng và các dịch vụ thanh toán khác từ các khách hàng của Vietnam Airlines, tài trợ thương mại. Ngân hàng thu được 13,9% thị phần về khối lượng giao dịch thẻ tín dụng cũng như khoảng 2,8 triệu giao dịch trực tuyến mỗi tháng. **Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu dịch vụ thanh toán sẽ vẫn tiếp tục khai thác từ hệ sinh thái này đóng góp 1.685 tỷ đồng (+15% n/n) vào năm 2018 từ 1.465 tỷ đồng trong năm 2017.**

## Dự địa của thị trường Bancassurance

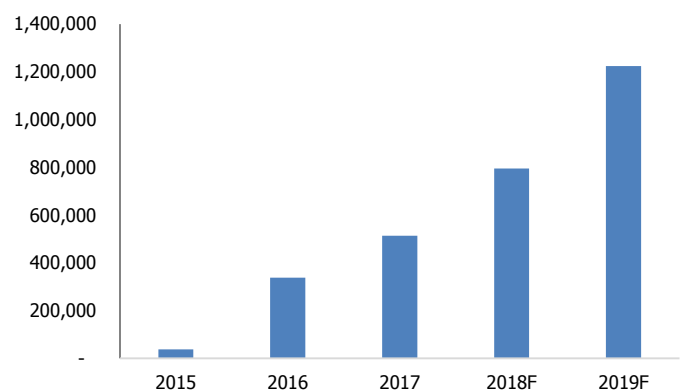
Tại các thị trường châu Á như Thái Lan, Indonesia, Singapore và Hồng Kông, đóng góp phí bảo hiểm từ kênh bancassurance trên tổng doanh thu bảo hiểm dao động từ 30% đến 50%. Tuy nhiên, tại Việt Nam, doanh thu từ bancassurance chỉ ở mức 1% năm 2013 và tăng mạnh lên 10% vào năm 2017. Chúng tôi tin rằng với các tín hiệu kinh tế tích cực và tăng GDP bình quân đầu người, bancassurance có tiềm năng để tiếp tục khai thác.

Trong năm 2017, thu nhập hoa hồng của TCB từ dịch vụ bancassurance tăng mạnh 52% n/n (tương đương 512 tỷ đồng) nhờ hợp đồng hợp tác độc quyền 15 năm với Manulife Việt Nam. Sự hợp tác lâu dài độc quyền như vậy sẽ mang lại lợi ích cho ngân hàng, công ty bảo hiểm và quan trọng nhất là khách hàng. Với mạng lưới chi nhánh lớn và nhân viên giàu kinh nghiệm trong tư vấn, chúng tôi dự kiến thu nhập hoa hồng sẽ tiếp tục tăng lên 50% n/n (tương đương 769 tỷ đồng) vào năm 2018 do thị trường tiềm năng và quy mô khách hàng hiện tại của TCB lên đến 5 triệu khách hàng cá nhân, 114 hàng nghìn khách hàng doanh nghiệp cũng như khách hàng mới.

Biểu 8: Tỷ trọng phí kênh Bancassurance 2016



Biểu 9: Hoa hồng bảo hiểm (tỷ VNĐ)



Nguồn: FALIA Bancassurance Survey 2016, Axco Insurance Market Report, TCB Reports, MBS Research

## Thay đổi cơ cấu cho vay, huy động và đóng góp trong tổng thu nhập

### Cơ cấu tiền vay / tiền gửi

ĐHCD 2018 đặt mục tiêu khiêm tốn về:

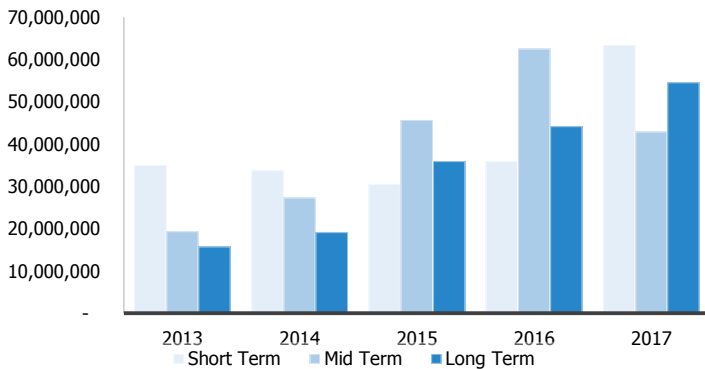
- Tăng trưởng tín dụng 15%
- Tăng trưởng huy động là 40%

Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ có thể đạt được tăng trưởng tín dụng TT1 ở mức 17,5% n/n vào năm 2018 và 18% vào năm 2019 nhờ: (i) Tăng trưởng ổn định của thị trường bất động sản trong 2 năm tới (ii) TCB tập trung vào các khoản vay ngắn hạn cho các doanh nghiệp và doanh nghiệp nhỏ dưới hình thức tài trợ thương mại, làm giảm lãi suất và rủi ro thanh khoản đến từ khoản vay dài hạn. (iii) Hệ sinh thái hiện tại và phân khúc khách hàng khác biệt hơn xu hướng cho vay bán lẻ phổ biến áp dụng bởi các ngân hàng tại Việt Nam.

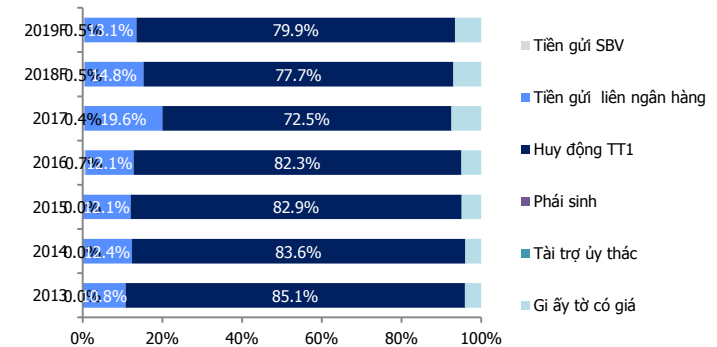
Trong 6 tháng đầu 2018, tăng trưởng tín dụng M1 là 3,6% so với cuối năm 2017. Trong 2 năm trước chúng tôi nhận thấy tăng trưởng tín dụng tốt hơn của TCB trong 6 tháng cuối 2018, trong đó năm

2017, tín dụng nửa cuối năm đóng góp 20,3% tăng trưởng tín dụng từ cuối năm 2016. Do đó, chúng tôi kỳ vọng diễn biến tương tự trong năm 2018.

**Biểu 10: Dư nợ khách hàng theo kỳ hạn (Tỷ VNĐ)**



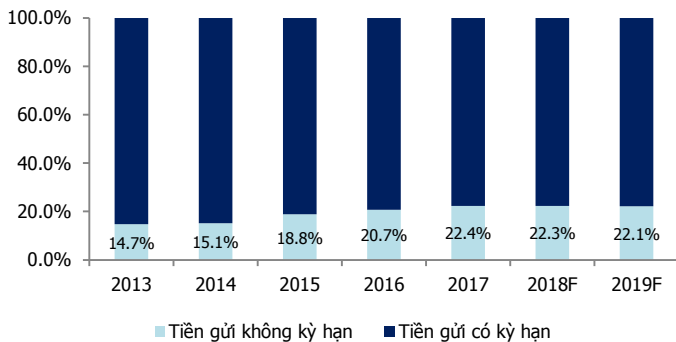
**Biểu 11: Cấu trúc huy động**



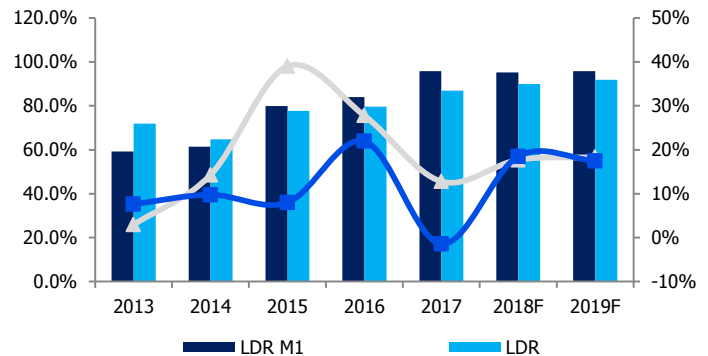
Nguồn: TCB Reports, MBS Research

Mặc dù ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tiền gửi khá cao trong năm 2018 là 40% n/n, chúng tôi dự báo tăng trưởng huy động M1 của TCB sẽ ở mức 18,5% n/n để đạt 189.319 tỷ đồng vào năm 2018 và duy trì ở mức đó trong những năm tiếp theo dựa vào mức tăng 9% so với cuối năm 2017. CASA đã được cải thiện liên tục trong 5 năm qua và được dự báo ở mức 18% vào năm 2018 và 2019 theo định hướng của ngân hàng.

**Biểu 12: CASA**



**Biểu 13: LDR**



Nguồn: TCB Reports, MBS Research

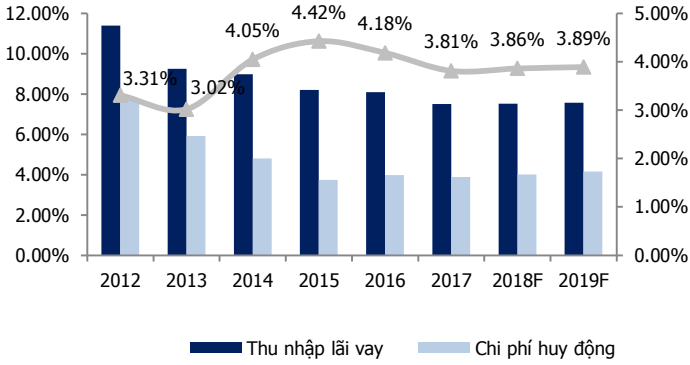
Sau khi huy động TT1 giảm 1% n/n trong năm 2017 và tăng đáng kể trong huy động TT2 82% n/n từ thị trường liên ngân hàng, chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ cân bằng nguồn vốn TT1 và TT2 để khai thác thêm các khoản thu nhập ngoài lãi khác từ tài khoản TT1. Hơn nữa, khoản vay liên ngân hàng là vốn ngắn hạn và chịu rủi ro lãi suất từ các ngân hàng khác. Do đó, chúng tôi thận trọng dự báo tiền gửi từ các tổ chức tín dụng sẽ giảm 17% n/n trong năm 2018. Huy động từ giấy tờ có giá dự kiến sẽ tăng trưởng trung bình ở mức 5% n/n đạt 18,257 tỷ vào năm 2018.

Theo tính toán riêng của chúng tôi, tỷ lệ LDR luôn ở mức cao trên 80% và tỷ lệ dự báo sẽ là 90% và 91,8% vào năm 2018 và 2019. Đồng thời, LDR TT1 cũng cao hơn nhiều so với quy định, trên 90% trong những năm tiếp theo. Do đó, áp lực tăng nguồn vốn là một mối quan tâm chính đối với TCB và đưa ra một gánh nặng đối với NIM.

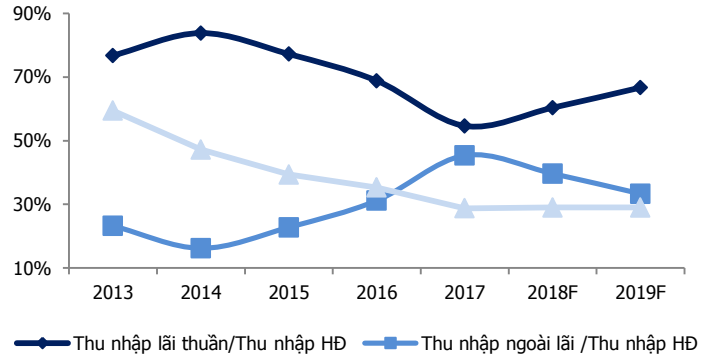
Chúng tôi không thấy có nhiều khả năng để cải thiện NIM trong năm 2018 và 2019 từ TCB: (i) Chi phí vốn sẽ tăng nhẹ lên 4,01% trong năm 2018 từ 3,88% năm 2017 và tiếp tục tăng năm 2019 lên 16 điểm nhờ lượng tiền mặt giữ lại trong hệ sinh thái dẫn đến áp lực thấp trong việc huy động từ TT1, lợi thế lãi suất thấp trên thị trường liên ngân hàng, không còn khoản lãi phải trả 450 tỷ đồng trong năm 2018 sau khi chuyển đổi trái phiếu vào cuối năm 2017. Tuy nhiên, lãi suất tiền gửi từ TT1 đứng trước áp lực tăng

để cạnh tranh hơn nhằm tăng huy động, giảm LDR hiện tại. (ii) Lãi suất cho vay ổn định ở mức 7,52% trong năm 2018 do ngân hàng cân đối lại thời hạn cho vay và giảm bớt các khoản đóng góp rủi ro như bất động sản, nhưng sẽ tăng thêm cho vay sản xuất trong 3 năm 2015-2017. **Dự báo NIM năm 2018 và 2019 sẽ ở mức 3,86% và 3,89% từ mức 3,81% trong năm 2017.**

**Biểu 14: Biên lãi suất**



**Biểu 15: Cấu trúc doanh thu**



Nguồn: TCB Reports, MBS Research

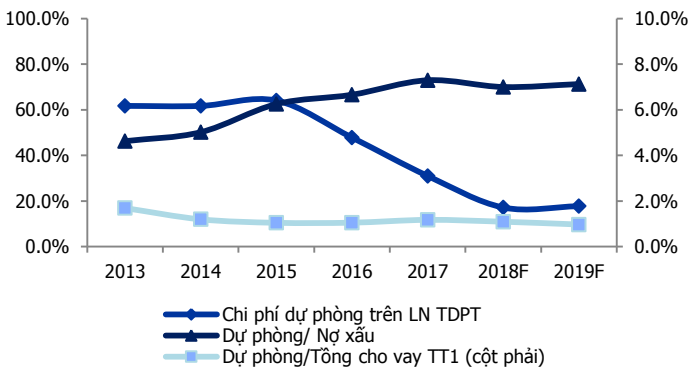
**Cơ cấu thu nhập**

Chúng tôi nhận thấy TCB đã thực hiện thành công chiến lược ngân hàng giao dịch trong đó doanh thu ngoài lãi đang đóng góp tỷ trọng ngày càng tăng trên tổng thu nhập hoạt động. Thu nhập ngoài lãi được dự báo sẽ đóng góp 33% vào thu nhập hoạt động năm 2018 sau một bước nhảy vọt trong năm 2017 lên 101% n/n nhờ: (i) thu nhập thanh toán sẽ vẫn tận dụng hệ thống sinh thái để đóng góp 1.685 tỷ đồng (+ 15% n/n) trong năm 2018. (ii) phí tư vấn và môi giới trái phiếu sẽ tiếp tục tăng đáng kể 20% n/n vào năm 2018 và duy trì ở mức tăng trưởng cao 15% vào năm 2019; (iii) Thu nhập hoa hồng Bancassurance sẽ tiếp tục tăng 50% n/n (tương đương 769 tỷ đồng) vào năm 2018.

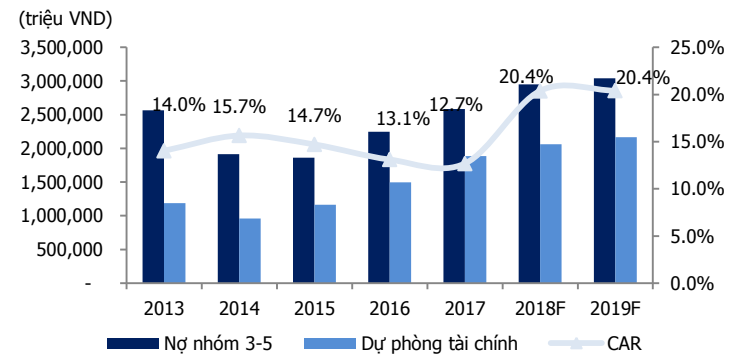
**Chất lượng tài sản vẫn tích cực, chi phí dự phòng về mức ổn định**

Các tỷ lệ về chất lượng tài sản của ngân hàng ở mức an toàn:

**Biểu 16: Chi phí dự phòng**



**Biểu 17: Tình trạng dự phòng và tỷ lệ CAR của TCB**



Nguồn: TCB BCTC, MBS Research

- (i) Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của TCB sẽ ở mức 1,6% vào năm 2018 và giảm nhẹ xuống 1,4% vào năm 2019. Tỷ lệ này đang khá thấp trong toàn hệ thống ngân hàng.
- (ii) Chúng tôi giả định rằng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của ngân hàng là an toàn trong năm 2017 ở mức 73% và sẽ được duy trì ở mức trên 70%. Do đó, chúng tôi duy trì dự phòng ở mức 70% vào năm 2018 và 71% vào năm 2019.
- (iii) Trái phiếu VAMC được xử lý toàn bộ. Nhờ có sự cải thiện đáng kể về hiệu quả hoạt động kinh doanh trong hai năm qua, TCB có khả năng chủ động trích lập dự phòng và xử lý toàn bộ trái

phiếu VAMC. Chúng tôi cũng lưu ý rằng chi phí dự phòng này chiếm phần lớn lợi nhuận trước chi phí dự phòng và trích lập dự phòng trong năm 2016 và 2017 (lần lượt là 11% và 15%). Hơn nữa, như trong 3 báo cáo hàng quý mới nhất, TCB đã không ghi nhận bất kỳ khoản thu nợ nào từ trái phiếu VAMC đã xóa. Do đó, với nợ xấu ổn định và giảm dự phòng trái phiếu VAMC, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng sẽ giảm đáng kể trong năm 2018 xuống còn 58% và sau đó TCB sẽ không có thu nhập khác.

### TCB là một trong số các ngân hàng cỡ trung có chỉ số hiệu quả hoạt động cao nhất.

Trong chi phí hoạt động, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng cao nhất 55% với mức tăng trưởng ổn định 16% trong giai đoạn 2015 - 2017. Chúng tôi tin rằng, với chiến lược nhân sự hiện tại, chi phí nhân công sẽ tăng 17% từ 16,4% năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng bằng cách phân tích dữ liệu khách hàng và hành vi tài chính dựa trên hệ sinh thái trung tâm khách hàng hiện tại, TCB có thể phân loại hệ sinh thái tập trung vào khách hàng thành các nhóm nhỏ có nhu cầu tương tự để cung cấp dịch vụ phù hợp và tập trung lực lượng bán hàng để kiểm soát chi phí cá nhân. Kết quả là, thu nhập trên mỗi nhân viên (IPS) của TCB là cao nhất so với các ngân hàng khác và tăng trưởng IPS đã đạt trên 20% kể từ năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ được giữ ở mức thấp 29% vào năm 2018 và năm 2019, cao hơn CIR năm 2017 ở mức 28,8% do một số khoản thu nhập một lần làm cho thu nhập hoạt động tăng 38% và chi phí hoạt động tăng 12,5% trong năm 2017.

Trong năm 2018, với kỳ vọng thu nhập lãi, thu nhập ngoài lãi cũng như chi phí hoạt động, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế (LNTT) sẽ tăng trưởng 27% và ROE sẽ đạt 20,9% sau khi điều chỉnh vốn do bán cổ phiếu quỹ và tỷ lệ thưởng cổ phiếu 1: 2.

### Mô Hình Lợi Nhuận & Định Giá

Chúng tôi định giá TCB đạt giá mục tiêu 2019 là 33,100 VNĐ, dự phóng kết hợp 2 phương pháp định giá so sánh P/B và RI của các NHTM CP NN ở Việt Nam và những ngân hàng thương mại cổ phần khác có tổng tài sản và ROEA năm 2017 tương đương. Giá mục tiêu được tính theo phương pháp định giá theo P/B là 36.957 VNĐ (BVPS dự phóng là 17.176 VNĐ và P/B là 2,15x) và với phương pháp định giá RI kết quả là 29.329 VNĐ với Re 12.6% và tăng trưởng dài hạn là 3%.

Biểu 18: Tóm Tắt Kết Quả Định Giá

Method	Result	Weight	Contribution
RI	29.329	50%	14.665
P/B	36.957	50%	18.478
<b>Target price (VNĐ)</b>			<b>33.143</b>
<b>Market price (VNĐ)</b>			<b>27.200</b>
<b>Average P/B</b>			<b>2,0</b>

Price as at 10/08/2018

Biểu 19: Chỉ Số So Sánh Các Ngân Hàng Việt Nam

Ticker	Mkt Cap (bn VNĐ)	P/E	ROE	P/B
VPB VN	64,94T	10,1	24,4%	2.3
ACB VN	40,45T	11,2	22,6%	2.4
HDB VN	36,40T	18,9	20,4%	2.6
MBB VN	50,23T	11,0	17,8%	1.7
VIB VN	14,59T	13,7	16,6%	1.8
TPB VN	17,01T	14,9	-	2.2
<b>Average</b>				<b>2,15</b>

Price as at 10/08/2018

Nguồn: MBS Research

### Định giá theo giá trị sổ sách

Theo phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng P/B bình quân các ngân hàng Việt Nam có tổng tài sản tương tự và ROEA xấp xỉ trên 10%. P/B mục tiêu 12 tháng năm 2018 là 2,15x.

### Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp này do phần lớn giá trị của ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá vì vậy giá trị của ngân hàng được định giá sẽ phản ánh gần chính xác nhất giá trị sổ sách thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng. Lợi nhuận thặng dư cho cổ đông khá khả quan và tăng lên nhưng khả năng sinh lời trong những năm sau hơi khiêm tốn (tỷ suất sinh lời yêu cầu là **Re là 12,6%** và tốc độ tăng trưởng đều **g là 3%**).

**Biểu 20: Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

	2019F	2020F	2021F	2022F
<i>Đơn vị: tỷ VND</i>				
LNST sau trích quỹ khen thưởng phúc lợi	8.601	10.469	12.523	15.030
LN thặng dư (Residual value)	2.097	2.879	3.611	4.536
Giá trị kết thúc (Terminal value)				48.474
Chi phí chủ sở hữu				12,6%
Tốc độ tăng trưởng				3,0%
<b>Giá trị chủ sở hữu tại 2018</b>				<b>102.553</b>
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>				<b>29.329</b>

#### Ghi chú:

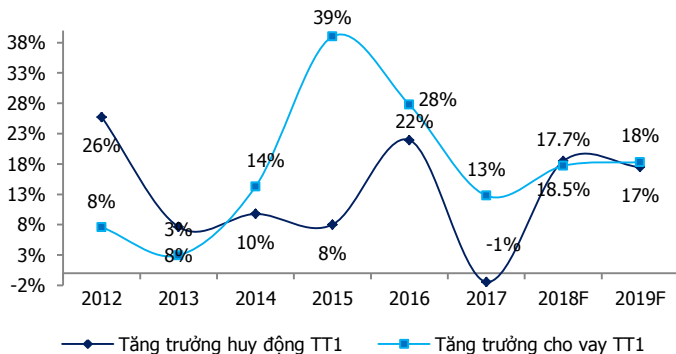
Equity risk premium	9,62%
Beta	1,0
Rf	3,50%
Cost of equity	12,6%
Growth Rate	3,0%

Nguồn: MBS Research

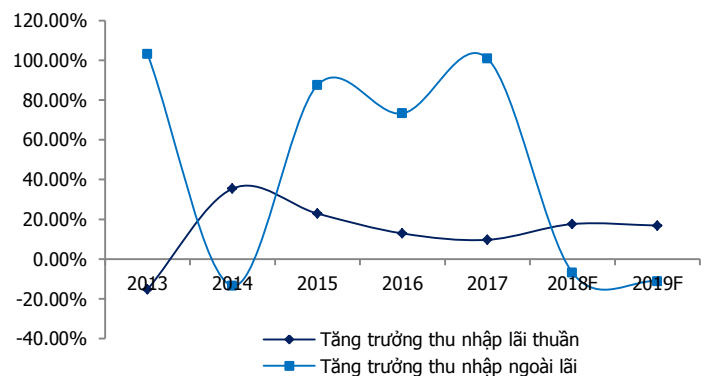
### Rủi ro chính

Rủi ro mà TCB có thể gặp phải: (i) Lãi suất huy động của TCB thấp hơn một số ngân hàng thương mại có thể dẫn đến khó khăn trong huy động vốn cho hoạt động cho vay. Trên thị trường, TCB là một trong bốn ngân hàng có lãi suất thấp nhất. Tăng trưởng tiền gửi của ngân hàng cũng chịu sự biến động cao trong giai đoạn trước; (ii) Giảm tốc tại thị trường bất động sản có thể xảy ra khi chính phủ kiểm soát chặt chẽ hơn. Ngân hàng cũng ghi nhận tốc độ tăng trưởng tín dụng không ổn định, biến động theo tăng trưởng bất động sản. (iii) Nhiều khoản thu nhập một lần được ghi nhận ở mức không phải NII trong năm 2017 và 2018, cần điều chỉnh trong thu nhập ngoài lãi trong các năm sau.

**Biểu 21: Tăng trưởng tín dụng/ huy động**



**Biểu 22: Tăng trưởng thu nhập lãi thuần/ thu ngoài lãi**



Nguồn: BCTC TCB, MBS Research



## Kết quả kinh doanh cập nhật

(tỷ VNĐ)		1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018	n/n 1H2017	n/n 1H2017
<b>Doanh thu/ Chi phí</b>	Tổng doanh thu	6.000	5.944	7.187	9.179	8.659	19.8%	20.5%
	Thu nhập từ lãi	4.220	3.927	4.404	4.524	5.051	4.4%	14.7%
	Thu nhập ngoài lãi	1.780	2.017	2.783	4.655	3.609	56.3%	29.7%
	Chi phí hoạt động	1.909	2.376	2.074	2.646	2.419	8.7%	16.6%
	Lợi nhuận trước dự phòng	4.091	3.568	5.113	6.533	6.240	25.0%	22.0%
	Dự phòng tín dụng	2.503	1.158	2.379	1.230	1.044	-5.0%	-56.1%
	LNTT	1.587	2.409	2.734	5.302	5.196	72.2%	90.1%
		1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018		
<b>Tăng trưởng tín dụng/ huy động</b>	Tốc độ tăng trưởng cho vay khách hàng(*)	14,4%	13,3%	-7,5%	20,3%	3,6%		
	Tốc độ tăng trưởng huy động khách hàng (*)	5,5%	16,5%	-0,8%	-0,7%	9,0%		
<b>Chất lượng tài sản</b>	NPL	1,9%	1,6%	2,1%	1,6%	2,0%		
	Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	2,6%	1,5%	2,2%	1,5%	1,4%		
	LLR	59,9%	66,6%	63,5%	72,9%	74,2%		

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

(\*) Tốc độ tăng trưởng so với số liệu cuối năm của năm trước

**Lợi nhuận trước thuế trong 6 tháng đầu 2018 đóng góp 52% lợi nhuận mục tiêu.** Lũy kế 6 đầu 2018 LNTT đạt 5.196 tỷ đồng (+ 90,1% n/n). Tốc độ tăng trưởng này cao hơn tốc độ tăng trưởng của năm ngoái. Trong đó, thu nhập lãi thuần tăng trưởng 14,7% n/n (+ 4,4% n/n trong 6T đầu 2017) do cải thiện tăng trưởng cho vay 3,6% so với cuối năm 2017 (-7,5% trong 6T2017 so với cuối 2016).

**Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh trong giai đoạn này 29,7% n/n chủ yếu từ:** (i) Thu nhập phí và dịch vụ tiếp tục tăng tốt 30% n/n nhờ động lực tích cực của Bancassurance trong năm 2018. Thu nhập hoa hồng tăng 12 % n/n. Thu nhập thanh toán cũng tăng lên ở mức 17% n/n. Chúng tôi ghi nhận mức tăng trưởng rất cao về phí môi giới chứng khoán có thể từ TCBS từ 65% n/n lên 122 tỷ đồng trong 6 tháng đầu 2018. (ii) Thêm vào đó, TCB ghi nhận mức tăng trưởng 56.3% n/n trong thu nhập từ chứng khoán kinh doanh và đầu tư để thu được 741 tỷ đồng (iii) Thu nhập khác giảm 22% n/n do lỗ phải sinh trong khi tỷ lệ thu hồi nợ tốt hơn trong giai đoạn này. (iii) Khoản thoái vốn từ Techcom Finance được ghi nhận trong 6 tháng đầu 2018 đã 894 tỷ đồng.

**Tỷ lệ LDR TT1 cải thiện lên 89,5% trong 6 tháng đầu 2018 sau khi đạt mức cao 96% tại cuối 2017.** Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi đóng góp khiêm tốn vào kế hoạch 2018. Khoản vay khách hàng trong 6 tháng đầu 2018 tăng 3,6% so với YE 2017 (24% kế hoạch 2018). Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng này là tương đối khiêm tốn do ngân hàng đặt mục tiêu 2018 khá thấp 15% n/n. Tăng trưởng tiền gửi khách hàng ở mức 9,0% từ cuối năm 2017 (22% mục tiêu 2018) và không có sự gia tăng tài trợ nhiều từ giấy tờ có giá. CASA giữ ở mức cao 22% trong 6 tháng đầu 2018. Do đó, chúng tôi giữ quan ngại về vấn đề huy động của TCB.

**Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,0% trong 6 tháng đầu 2018 từ 1,6% trong cuối năm 2017; chi phí trích lập dự phòng giảm đáng kể.** Tỷ lệ này tăng nhẹ lên 2,0% trong Q2 / 2018 nhưng xu hướng này vẫn phổ biến trong những năm trước đó khi NPL nửa đầu năm luôn cao hơn nửa cuối năm. Tuy nhiên, nợ nhóm 2 đang trong xu hướng giảm. LLR duy trì ở mức 74% trong Q2/2018, cải thiện nhẹ so với mức 73% trong Q4/2017. Chi phí dự phòng giảm mạnh 56% từ nửa đầu năm 2017 xuống 1.043 tỷ đồng nhờ không còn dư nợ trái phiếu VAMC.

## Báo cáo tài chính và định giá

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	2017	2018F	2019F
Thu nhập từ lãi	8.930	10.503	12.274
Thu nhập từ phí và dịch vụ	3.812	3.028	3.683
Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối	279	306	337
Thu nhập từ mua bán chứng khoán đầu tư	1.252	1.496	1.066
Thu nhập khác	1.715	935	1.043
Thu nhập từ việc đầu tư khác	356	1.135	1
<b>TỔNG DOANH THU HOẠT ĐỘNG</b>	<b>16.344</b>	<b>17.404</b>	<b>18.404</b>
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	(4.698)	(5.047)	(5.337)
<b>Thu nhập trước dự phòng</b>	<b>11.646</b>	<b>12.357</b>	<b>13.067</b>
Chi phí dự phòng	(3.609)	(2.117)	(2.315)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.036</b>	<b>10.240</b>	<b>10.752</b>
Tổng lợi nhuận trước thuế	(1.591)	(2.048)	(2.150)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.446</b>	<b>8.192</b>	<b>8.602</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6.446</b>	<b>8.192</b>	<b>8.602</b>

Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
Tiền mặt	2.344	3.642	4.225
Tiền gửi tại NHNN	4.279	6.556	7.546
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	30.156	32.356	35.333
Chứng khoán kinh doanh	6.758	7.772	8.584
Tài sản phái sinh và những khoản đầu tư khác	36	36	36
<b>Cho vay khách hàng</b>	<b>158.964</b>	<b>187.256</b>	<b>221.798</b>
Cho vay khách hàng	160.849	189.319	223.965
Dự phòng	(1.885)	(2.064)	(2.167)
<b>Chứng khoán đầu tư</b>	<b>51.542</b>	<b>58.919</b>	<b>65.451</b>
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>Tài sản cố định</b>	<b>2.749</b>	<b>2.811</b>	<b>2.862</b>
Tài sản cố định hữu hình	570	575	581
Tài sản cố định vô hình	942	960	980
Đầu tư khác	1.238	1.275	1.301
Tài sản cố khác	12.552	17.468	18.170
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>269.392</b>	<b>316.827</b>	<b>364.015</b>
Tiền gửi của NHNN	1.000	1.253	1.378
Tiền gửi và cho vay của các ngân hàng khác	46.324	38.536	38.925
Tiền gửi khách hàng	170.971	202.560	237.942
Phaisinh và những khoản phải trả khác	17.640	18.258	19.550
Nợ phải trả khác	6.527	4.756	6.163
<b>VỐN</b>	<b>26.931</b>	<b>51.465</b>	<b>60.057</b>
- Vốn điều lệ	11.655	34.966	34.966
- Thặng dư vốn cổ phần	2.165	485	485
- Cổ phiếu quỹ	(4.043)	-	-
- Vốn khác	6.157	3.885	5.169
Quý dự trữ	-	-	-
Chênh lệch đánh giá tỷ giá	-	-	-
Chênh lệch đánh giá tài sản	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	10.997	12.129	19.437
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN</b>	<b>269.392</b>	<b>316.827</b>	<b>364.015</b>

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

Những chỉ số chính	2017	2018F	2019F
<b>Hệ số an toàn vốn</b>			
CAR	12,68%	20,39%	20,40%
Tổng vốn/ Tổng tài sản	10%	16%	16%
Tổng tài sản/ Tổng nguồn vốn	10,00	6,16	6,06
<b>Chất lượng tài sản</b>			
Nợ nhóm 3-5	1,6%	1,6%	1,4%
Nợ nhóm 2	1,5%	1,5%	0,5%
Chi phí dự phòng / Nợ nhóm 3-5	72,9%	70,0%	71,3%
Lãi suất huy động tín dụng	1,2%	1,1%	1,0%
<b>Thanh khoản</b>			
LDR	86,9%	90,0%	91,8%
Tăng trưởng huy động khách hàng	-1,4%	18,5%	17,5%
Tài sản có tính thanh khoản/ Tổng tài sản	13,7%	13,4%	12,9%
Tài sản có tính thanh khoản/ Huy động khách hàng	21,5%	21,0%	19,8%
<b>Hiệu quả sử dụng vốn</b>			
ROA	2,6%	2,8%	2,5%
ROE	27,7%	20,9%	15,4%
NIM	3,8%	3,9%	3,9%
Doanh thu từ lãi/ Tổng doanh thu	54,6%	60,3%	66,7%
Chi phí hoạt động/ Doanh thu hoạt động	28,7%	29,0%	29,0%
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng tài sản	14,5%	17,6%	14,9%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	12,8%	17,7%	18,3%
Tăng trưởng huy động khách hàng	-1,4%	18,5%	17,5%
Tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng và thuế	52,1%	6,1%	5,8%
Tăng trưởng EBT	101,1%	27,4%	5,0%
<b>Định giá</b>			
EPS (cơ bản) (VNĐ)	1.843	2.343	2.460
BVPS (VNĐ)	11.793	14.718	17.176
P/E		14,15	13,47
P/B		2,25	1,93
(*) Giá mục tiêu			

**LIÊN HỆ:** Trung tâm nghiên cứu

### TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU MBS

Phạm Thiên Quang – ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)) – Văn phòng chính

Nguyễn Thị Huyền Dương – ([Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn](mailto:Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

#### Bất động sản, bảo hiểm

Dương Đức Hiếu ([Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn](mailto:Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn))

#### Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh ([Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn](mailto:Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn))

Đỗ Ngọc Sơn ([Son.DoNgoc@mbs.com.vn](mailto:Son.DoNgoc@mbs.com.vn))

#### Chứng khoán

Phạm Việt Duy ([Duy.PhamViet@mbs.com.vn](mailto:Duy.PhamViet@mbs.com.vn))

#### Hàng không

Nguyễn Nam Khoa ([Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn](mailto:Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn))

**Mức đánh giá cổ phiếu:** Khuyến nghị dựa trên sự chênh lệch giữa giá mục tiêu 12 tháng và giá hiện tại:

Mức đánh giá	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KHÔNG KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

### CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG QUẢN ĐỘI (MBS)

Được thành lập vào tháng 5 năm 2000, MBS là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên hoạt động ở Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán dẫn đầu tại Việt Nam, cung cấp nhiều dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu, tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và bảo lãnh phát hành. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của MBS vẫn không ngừng mở rộng và hoạt động hiệu quả tại những thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng và những khu vực trọng yếu khác. Khách hàng của MBS chủ yếu là những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, những định chế tài chính và doanh nghiệp. Là một trong những thành viên của tập đoàn MB, bao gồm MB Land, AMC, MB Capital, công ty chứng khoán VIET R.E.M, MB Finance. MBS có thể tận dụng nguồn nhân lực, tài chính và công nghệ đáng kể để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà ít công ty chứng khoán ở Việt Nam có thể cung cấp.

#### MBS tự hào khi được công nhận:

- Công ty dẫn đầu môi giới – đứng đầu trong thị phần môi giới kể từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu nổi tiếng với đội ngũ chuyên viên phân tích giàu kinh nghiệm cung cấp những sản phẩm nghiên cứu và bình luận về thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế.
- Công ty cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư đáng tin cậy cho những khách hàng doanh nghiệp.

#### TRỤ SỞ CHÍNH CỦA MBS

Tòa nhà MB, 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
 Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600  
 Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**LƯU Ý:** Bản quyền. MBS 2014, TẤT CẢ ĐỀU ĐƯỢC BẢO QUYỀN. Những nghiên cứu được các tác giả thu nhập từ những nguồn đáng tin. Đối với quan điểm của MBS, các quan điểm được trình bày trong báo cáo là của mỗi tác giả và không nhất thiết liên quan. Không có bất kỳ thông tin cũng như ý kiến nào được viết cho mục đích quảng cáo hoặc khuyến nghị mua / bán bất kỳ chứng khoán nào. Không thể sao chép, lưu trữ bất kỳ phần nào của ấn phẩm này, được lưu trữ trong hệ thống truy xuất, hoặc truyền đi, dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, ghi âm điện tử, cơ khí, photocopy hoặc nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của MBS.