

Khuyến nghị**MUA**

Giá mục tiêu	32,800
Giá niêm yết	26,750
Upside	22.6%

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	3,497
Vốn hóa (tỷ đ)	93,184
Giá cao nhất 52 tuần	36,300
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	1,336,285
Sở hữu nước ngoài	22.5%

Cổ đông lớn (%)

MaSan	15%
Gia đình ông Hồ Hùng Anh	17%
Gia đình ông Nguyễn Cảnh Sơn	3.3%
CTCP tư vấn và đầu tư Phú Sĩ	2.1%

Diễn biến giá

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Tổng quan về công ty. TCB có vốn điều lệ 11,655 tỷ đồng và dự kiến tăng lên 34,970 tỷ đồng trong năm 2017. Tính đến 30/06/2018, ngân hàng có một trụ sở chính 2 văn phòng đại diện, 312 điểm giao dịch và 3 công ty con trên toàn quốc.

Các báo cáo gần đây: [link](#)

Chọn mặt gửi vàng**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 12 tháng tới là 32,800 đồng/cp theo phương pháp P/B với P/B 2018 là 2.21x.

Quan điểm đầu tư

- Mô hình kinh doanh tập trung vào phân khúc khách hàng có thu nhập khá, cao và lấy trọng tâm phát triển khách hàng trong chuỗi giá trị tạo ra tăng trưởng bền vững cho TCB.
- Các mảng kinh doanh như ngân hàng đầu tư, bảo hiểm, ngân hàng giao dịch,... còn nhiều tiềm năng tăng trưởng
- Các chỉ tiêu sinh lời nằm trong топ đầu ngành ngân hàng Việt Nam và khu vực, với NIM đạt 3.79%; ROA đạt 3.16% và ROE đạt 24.32% tính đến hết quý 2/2018. LNST tăng trên 100%/năm từ năm 2015-2017 và tăng tiếp 90% trong 1H2018.
- Chất lượng tài sản tốt. Tỷ lệ nợ xấu đạt 2.04% tính đến cuối quý 2/2018. Ngân hàng đã hoàn tất xử lý nợ xấu bán cho VAMC trong năm 2017.

Rủi ro đầu tư

- Phụ thuộc vào nhóm khách hàng lớn.
- Rủi ro chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng.
- Rủi ro khách hàng rời bỏ ngân hàng
- Rủi ro lãi suất tăng.

	2014	2015	2016	2017	2018F
TTS (tỷ đ)	175,902	191,994	235,363	269,392	325,755
VCSH (tỷ đ)	14,986	16,458	19,586	26,931	51,922
TN hoạt động (tỷ đ)	7,007	9,344	11,919	16,344	17,954
LNST (tỷ đ)	1,082	1,529	3,149	6,446	8,115
EPS					2,321
BVPS					14,849
NIM	3.92%	4.21%	4.05%	3.72%	3.83%
ROE	7.49%	9.73%	17.47%	27.71%	20.58%
ROA	0.65%	0.83%	1.47%	2.55%	2.73%

Nguồn: BSC research

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 12 tháng tới là 32,800 đồng/cp, upside 22.6%
dựa trên các yếu tố sau:

Hoạt động kinh doanh	- Mô hình kinh doanh lấy khách hàng là trọng tâm, xây dựng được nhiều chuỗi giá trị với quy mô khác nhau, trong đó đặt trọng tâm vào 7 chuỗi giá trị với các doanh nghiệp lớn. Các chuỗi giá trị này không chỉ tạo ra nguồn thu nhập cao cho ngân hàng mà còn giúp TCB thiết lập được mối quan hệ khăng khít với nhóm khách hàng trong chuỗi giá trị, phát hiện sớm rủi ro. - Số lượng khách hàng có giao dịch thường xuyên lớn. Tính đến cuối năm 2017, TCB có hơn 1.5 triệu khách hàng cá nhân hoạt động (chiếm 30% tổng lượng khách cá nhân), 16,000 khách hàng SMEs và 298 khách hàng doanh nghiệp lớn hoạt động. TCB có 38% khách hàng có quan hệ trên 3 năm, 26% khách hàng có quan hệ trên 5 năm với ngân hàng và 91% khách hàng hoạt động sử dụng trên 2 sản phẩm của TCB. - TCB chiếm 39% thị phần tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp và trên 82% thị phần môi giới trái phiếu doanh nghiệp trên HOSE. Mảng ngân hàng đầu tư đóng góp 1,061 tỷ đồng, tương đương 6.6% TOI của ngân hàng và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt trong phân khúc trái phiếu doanh nghiệp. - TCB chiếm 26.2% thị phần bancassurance trong 6T2017. Năm 2017, ngân hàng đã ký hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền cho Manulife, một trong những công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu Canada, và đứng thứ ba thị phần tại Việt Nam (12.5%). Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ (APE) tăng 22.71% từ 2008-2017 và tăng tiếp 55% trong 1H2018. Techcombank đặt mục tiêu đạt hơn 10 nghìn tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm trong 5 năm tới. Hiện TCB mới khai thác 2% khách hàng và đặt kế hoạch nâng tỷ lệ này lên 15-20%. - Ngân hàng tiếp tục đầu tư mảng ngân hàng giao dịch với tổng đầu tư là 30 triệu USD trên tổng mức đầu tư kế hoạch 3 năm tới là 300 triệu USD. Mảng ngân hàng giao dịch đóng góp 1,188 tỷ đồng, 7.4% TOI trong năm 2017. Quan trọng, việc phát triển ngân hàng giao dịch là cơ sở để TCB thu hút và phục vụ khách hàng tốt hơn, tạo cơ sở cho tăng trưởng TOI trong dài hạn.
Khả năng sinh lời	Các chỉ tiêu sinh lời nằm trong топ đầu ngành ngân hàng Việt Nam và khu vực, với NIM đạt 3.79%; ROA đạt 3.16% và ROE đạt 24.32%. LNST tăng trên 100%/năm từ năm 2015-2017 và tăng tiếp 90% trong nửa đầu năm 2018.
Chất lượng tài sản	Tỷ lệ nợ xấu đạt 2.04% tính đến cuối quý 2/2018. Ngân hàng đã hoàn tất xử lý nợ xấu bán cho VAMC trong năm 2017. Tỷ lệ bao nợ xấu của ngân hàng đến cuối quý 2/2018 là 74%, tương đương mức trung bình các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam. Tổng giá trị các tài sản có khác bao gồm phải thu từ L/C trả chậm, phải thu từ hợp đồng mua bán nợ lên tới 4,029 tỷ đồng, quỹ dự phòng rủi ro tính đến 31/3/2018 là 561 tỷ đồng.
Rủi ro đầu tư	Rủi ro đầu tư. (1) Hoạt động kinh doanh phụ thuộc lớn vào nhóm khách hàng lớn. (2) Tăng chi phí dự phòng tài sản có khác. (3) Rủi ro khách hàng rời bỏ ngân hàng. (4) Rủi ro lãi suất tăng. (5) Rủi ro nợ xấu tăng.

Tổng quan doanh nghiệp

Mô hình kinh doanh lấy khách hàng làm trọng tâm, xây dựng được nhiều chuỗi giá trị với quy mô khác nhau, trong đó đặt trọng tâm vào 7 chuỗi giá trị với các doanh nghiệp lớn. TCB phục vụ khách hàng trong chuỗi giá trị, phát triển mảng bán buôn làm đòn bẩy thúc đẩy tăng trưởng các dịch vụ ngân hàng bán lẻ (chuỗi giá trị). Ba nhóm khách hàng chính của ngân hàng bao gồm: khách hàng cá nhân (PFS), khách hàng doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs) và khách hàng doanh nghiệp lớn. Bên cạnh đó, TCB cung cấp các dịch vụ như Ngân hàng giao dịch, Nguồn vốn & thị trường tài chính và Ngân hàng đầu tư (thực hiện qua CT TNHH chứng khoán Kỹ thương -TechcomSecurities và CT TNHH Quản lý Quỹ Kỹ thương-TechcomCapital).

Nghệp vụ	Mô tả nghiệp vụ
Khách hàng cá nhân	Đóng góp 32.4% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng (TOI) trong H1/2018. TCB tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập khá và cao, trên 200 triệu đồng/năm. TCB hiện phục vụ hơn 5 triệu khách hàng trong đó có 1.5 triệu khách hàng hoạt động ¹ (active customers).
Khách hàng SMEs	Đóng góp 9.8% TOI trong H1/2018. SMEs được xác định là những khách hàng có doanh thu từ 20 tỷ đến 600 tỷ đồng/năm. Tính đến cuối năm 2017, TCB phục vụ 114,674 khách hàng SMEs, trong đó, 16,000 khách hàng hoạt động ² , 825 khách hàng nằm trong các chuỗi giá trị.
Khách hàng doanh nghiệp lớn	Đóng góp 21% TOI trong H1/2018. Đây là nhóm các doanh nghiệp có doanh thu hàng năm trên 600 tỷ đồng và là mắt xích quan trọng, tạo lập và kết nối các doanh nghiệp, cá nhân trong chuỗi giá trị. TCB có 298 khách hàng doanh nghiệp lớn hoạt động ³ , và đã kết nối được 6 chuỗi giá trị.
Khối nguồn vốn và thị trường tài chính	Đóng góp 19.8% TOI trong H1/2018. Đây là khối nghiệp vụ trực thuộc ngân hàng, cung cấp các dịch vụ về nguồn vốn và thị trường tài chính cho bản thân ngân hàng (tự doanh) và cho khách hàng. Đối với hoạt động tự doanh, mục tiêu chính là đảm bảo thanh khoản cho ngân hàng, quản lý bảng cân đối kế toán cho ngân hàng.

¹ Khách hàng cá nhân được tính là khách hàng hoạt động nếu (1) gửi tiền có kỳ hạn hoặc đi vay TCB; (2) có ít nhất một giao dịch trong 3 tháng gần nhất hoặc (3) tài khoản tiền gửi không kỳ hạn phát sinh ít nhất một giao dịch trong 3 tháng gần nhất.

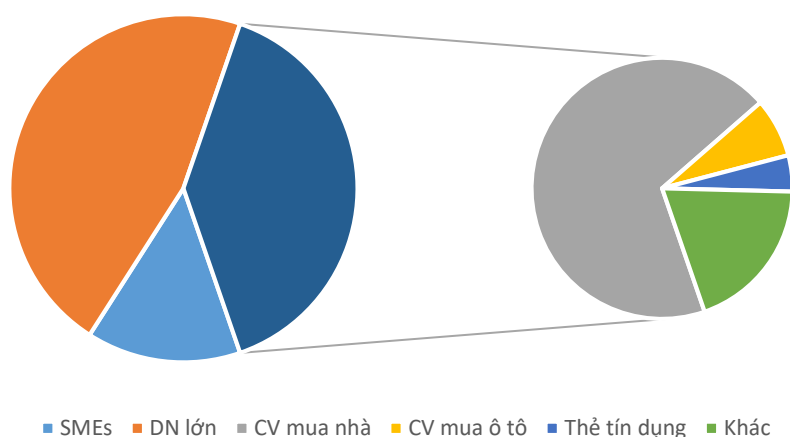
² Khách hàng SMEs được tính là khách hàng hoạt động nếu mang lại TOI cho ngân hàng trên 1 triệu đồng trong 3 tháng gần nhất

³ Khách hàng doanh nghiệp lớn được tính là khách hàng hoạt động nếu mang lại TOI cho ngân hàng trên 200 triệu đồng trong 12 tháng gần nhất

	Ngân hàng còn môi giới tiền tệ, các hoạt động liên quan đến sàn giao dịch hàng hóa (hợp đồng tương lai, phái sinh) và các sản phẩm với mục đích như tiền gửi, cho vay và đầu tư để thu phí dịch vụ.
Ngân hàng đầu tư	Đóng góp 3.5% TOI trong H1/2018. Hoạt động ngân hàng đầu tư gồm các nghiệp vụ như tư vấn, bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp, môi giới trái phiếu, quản lý tài sản, nghiệp vụ quỹ đầu tư, quản trị rủi ro tỷ giá, hàng hóa, ... được thực hiện qua Techcom Securities (TCBS) và Techcom Capital.
Ngân hàng giao dịch và khác	Đóng góp 13.3% TOI trong H1/2018. Cung cấp các dịch vụ thu hộ tiền, quản lý tiền mặt, dịch vụ thanh toán trong nước và quốc tế, thương mại quốc tế, tài trợ chuỗi cung ứng,...

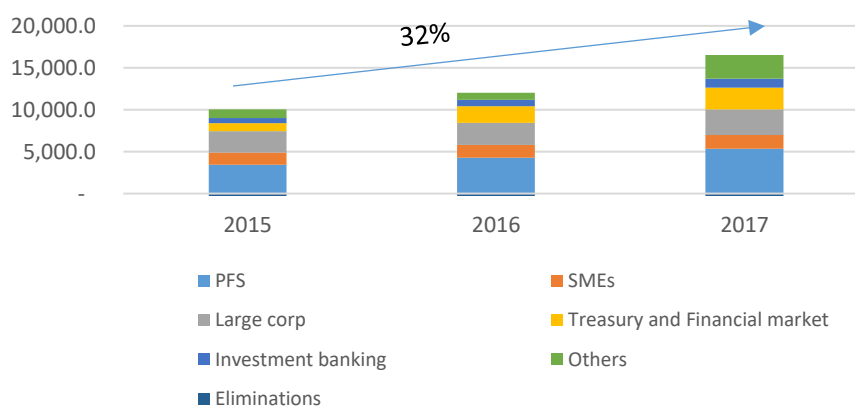
Nguồn: TCB, BSC research

Cơ cấu cho vay của TCB năm 2017



Nguồn: TCB

Thu nhập hoạt động của TCB theo lĩnh vực và phân khúc khách hàng (tỷ đồng)



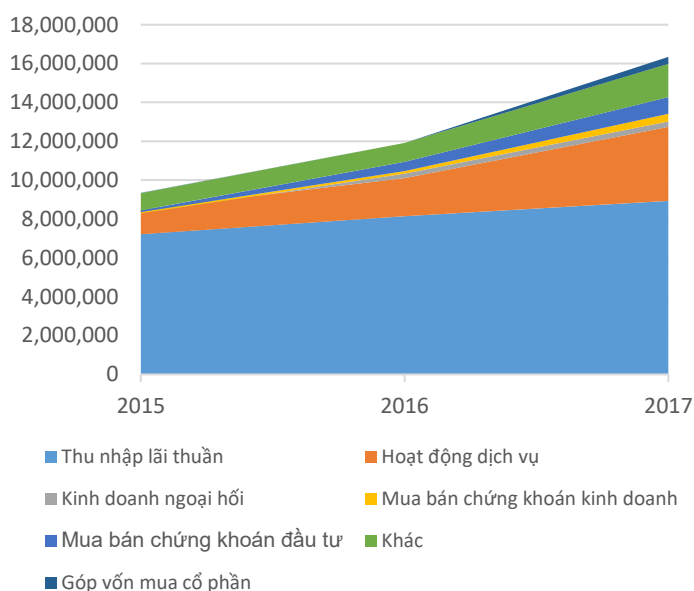
Nguồn: TCB, BSC research

Quy mô tiếp tục tăng, đạt 34.97 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 7/2018, tương đương với BIDV (34.187 tỷ đồng), và tiến sát VCB (35,978 tỷ đồng), CTG (37,234 tỷ đồng).

Tốc độ tăng trưởng cao. LNST tăng trưởng trung bình năm (CAGR) đạt 53% từ năm 2012-2017, đáng chú ý, LNST tăng trên 100% trong 2 năm liên tiếp là 2016 và 2017. Năm 2017, LNST của ngân hàng đạt 6,446 tỷ đồng, tương đương VPB (6,441 tỷ đồng), đứng ngay sau BIDV (6,787 tỷ đồng). Mục tiêu, năm 2018, LNST của ngân hàng đạt 10,000 tỷ đồng. 6 tháng đầu năm 2018, LNST tăng 90% yoy, đạt 4,150 tỷ đồng. Nếu loại trừ thu nhập bất thường từ thoái vốn, LNST tăng 57.34% yoy đạt 4,301 tỷ đồng.

Tăng trưởng kết quả kinh doanh chủ yếu đến từ mảng thu nhập ngoài lãi. Tín dụng tăng trung bình 19.7%/năm từ 2015-2017. Thu nhập lãi thuần tăng 11.3%/năm trong cùng khoảng thời gian nói trên. Tốc độ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của ngân hàng đạt trung bình 87%/năm. TCB là ngân hàng có tỷ lệ thu nhập ngoài lãi cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, chiếm 41.7% tổng thu nhập tại H1/2018, trung bình các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam là 21.32%. Ngân hàng đặt mục tiêu tiếp tục phát triển và đa dạng hoá các hoạt động dịch vụ ngân hàng, tạo ra nguồn thu nhập ổn định và không phụ thuộc vào lãi.

Thu nhập hoạt động của TCB từ 2015-2017 (tỷ đồng)



Nguồn: TCB, BSC research

Điểm nhấn đầu tư**Điểm nhấn 1: Mô hình kinh doanh hiệu quả tạo ra tăng trưởng bền vững cho ngân hàng**

Mô hình kinh doanh lấy khách hàng là trọng tâm, cung cấp gói giải pháp toàn diện cho khách hàng. TCB phân tách thành từng nhóm khách hàng mục tiêu, thiết kế các gói sản phẩm phù hợp, và chủ động gợi mở nhu cầu cho khách hàng. Điều này, được khách hàng đánh giá cao. Bằng chứng là số lượng khách hàng hoạt động của ngân hàng không ngừng tăng, số lượng sản phẩm sử dụng trên một khách hàng cao. Tính đến cuối năm 2017, TCB đã phục vụ hơn 5 triệu khách hàng cá nhân, hơn 114,000 khách hàng doanh nghiệp trong đó, gồm gần 1,000 khách hàng doanh nghiệp lớn. Quan trọng hơn, TCB có 1.5 triệu khách hàng hoạt động cá nhân (30%), 16,000 SMEs hoạt động (14%) và 298 khách hàng doanh nghiệp lớn hoạt động (30%). TCB có 38% khách hàng có quan hệ trên 3 năm, 26% khách hàng có quan hệ trên 5 năm với ngân hàng và 91% khách hàng hoạt động sử dụng trên 2 sản phẩm của TCB. Đây cũng là ngân hàng đứng đầu về doanh số giao dịch thẻ VISA. Tính đến cuối năm 2017, TCB cung cấp 2.3 triệu thẻ thanh toán và thẻ tín dụng với tỷ lệ sử dụng thực tế lên tới 70%, chi tiêu thẻ tín dụng của TCB chiếm 11.4% tổng giá trị giao dịch thẻ tín dụng cả nước.

TCB mở rộng khách hàng trong chuỗi giá trị tạo thành một hệ sinh thái khách hàng (chuỗi giá trị). Trong đó, trung tâm là các khách hàng doanh nghiệp có chuỗi giá trị lớn. Thông qua việc cung cấp các gói tài chính toàn diện cho nhóm khách hàng lớn, TCB tiếp cận và cung cấp các dịch vụ cho các doanh nghiệp, khách hàng trong chuỗi giá trị, bao gồm nhà cung cấp, nhà phân phối, trung gian và người tiêu dùng cuối cùng, nhân viên... Mối quan hệ này không chỉ giúp TCB phục vụ được lượng lớn khách hàng có nhu cầu thực, với mức độ gắn bó cao mà còn cho phép ngân hàng bán chéo, bán thêm sản phẩm và tận dụng được lợi thế dòng tiền trong hệ thống và phát hiện sớm các rủi ro. Hiện Techcombank đã và đang khai thác nhiều chuỗi giá trị với quy mô khác nhau nhưng hiện đặt trọng tâm chủ yếu vào 7 chuỗi, trong đó bao gồm các doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành BĐS, hàng không, điện lực, viễn thông...

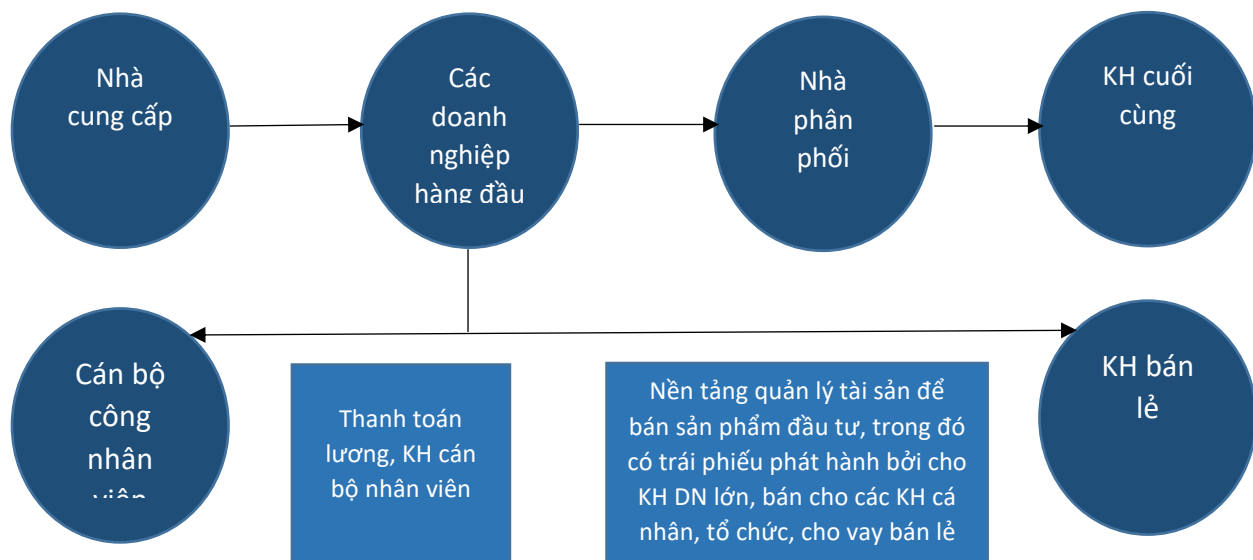
Mô hình cho vay khép kín chuỗi giá trị của khách hàng

Cấp vốn lưu động ngắn hạn; nghiệp vụ giao dịch

Cấp vốn lưu động ngắn hạn; phát hành thu nhập cố định và phân bổ nguồn tài trợ vốn; nghiệp vụ giao dịch

Cấp vốn lưu động ngắn hạn; nghiệp vụ giao dịch

Cho vay bán lẻ; bảo lãnh ngân hàng; quản lý tài sản; CASA



Nguồn: TCB

TCB tập trung vào phân khúc khách hàng có thu nhập khá và cao (Affluent and mass affluent). Đây là nhóm khách hàng có thu nhập trên 200 triệu đồng/năm và có nhu cầu sử dụng các dịch vụ ngân hàng cao hơn. Nhóm khách hàng này hiện chiếm khoảng 9.2% dân số trưởng thành Việt Nam (Credit Suisse). Theo ước tính của TCB, ngân hàng đang phục vụ gần 10% dân số thuộc phân khúc này, trong đó, có khoảng 189 nghìn khách hàng hoạt động. Nhóm khách hàng này đóng góp đến 71% tổng thu nhập hoạt động mảng khách hàng cá nhân của TCB.

Các phân khúc khách hàng cá nhân của TCB

Dịch chuyển cơ cấu dân số từ đại chúng sang Trung cấp và Cao cấp

		TN hộ gia đình (VNĐ)	Dân số/Thị phần của TCB	Nhu cầu khách hàng chính	Mô hình kinh doanh	Số KH hoạt động (2017)
Tiêu điểm chiến lược	KH Cao cấp	>=1 tỷ	Dân số: 261 nghìn KH TCB: 35%	Quản lý tài sản, bộ sản phẩm và dịch vụ đầy đủ	Tích hợp quản lý tài sản và nền tảng tài chính tiêu dùng	79k
					Dịch vụ khách hàng vượt trội	Phát triển chủ yếu thông qua liên kết hệ sinh thái và chi nhánh
	KH Trung cấp	200tr-1 tỷ	Dân số: 2.3tr KH TCB: 7%	Các dịch vụ giao dịch, đầu tư, bảo hiểm, cho vay	Tích hợp quản lý tài sản và nền tảng tài chính tiêu dùng	110k
					Dịch vụ khách hàng vượt trội	Phát triển chủ yếu thông qua liên kết hệ sinh thái và chi nhánh
Thông qua đầu tư IT	KH Đại chúng	<200tr	Tổng dân số đại chúng: 71tr KH TCB: 7%	Tiết kiệm, dịch vụ thanh toán, chuyển tiền, chuyển khoản, tiền lương	Sử dụng công nghệ để thúc đẩy hợp nhất CASA	1.3MM
					Nghiệp vụ giao dịch chi phí thấp và nền tảng công nghệ dễ sử dụng	Phát triển chủ yếu thông qua liên kết hệ sinh thái và phương tiện số
Nắm bắt cơ hội	KH Đại chúng nông thôn	<200tr	Tiềm năng Upside lớn	Tiết kiệm, dịch vụ thanh toán, chuyển tiền, chuyển khoản, tiền lương	Sử dụng công nghệ để thúc đẩy hợp nhất CASA	OK
					Nghiệp vụ giao dịch chi phí thấp và nền tảng công nghệ dễ sử dụng	Phát triển chủ yếu thông qua liên kết hệ sinh thái và phương tiện số

Nguồn: TCB

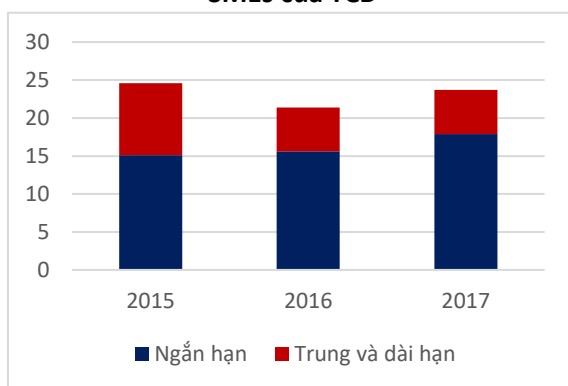
Phân khúc thu nhập khá và cao đóng góp phần lớn thu nhập và tăng trưởng cho TCB năm 2017

	KH thu nhập thấp	KH thu nhập khá và cao
% TOI của KH cá nhân	29%	71%
% tiền gửi của KH cá nhân	22%	78%
% KH có giao dịch trên 5 năm	22%	50%
% KH sử dụng ít nhất 3 sản phẩm	20%	57%

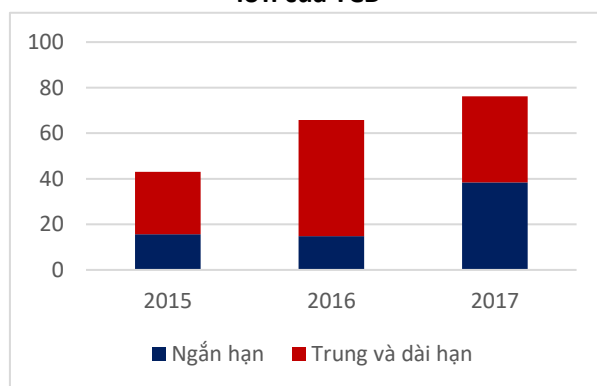
Nguồn: TCB

Giảm dư nợ trung và dài hạn với nhóm khách hàng doanh nghiệp. Tỷ trọng cho vay trung và dài hạn giảm từ 74.84% năm 2016 xuống còn 60.58% năm 2017, trong đó, tỷ lệ cho vay trung và dài hạn với nhóm doanh nghiệp giảm còn 44.51% năm 2017 từ mức 67.51% năm 2016. Nhu cầu vốn trung và dài hạn được thực hiện thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp, TCBS là đơn vị tư vấn phát hành. Điều này, giúp ngân hàng duy trì tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn thấp (43%) trong khi đó, vẫn tận dụng được dòng tiền từ khách hàng trong hệ thống ngân hàng và gia tăng quy mô tổng tài sản.

Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn nhóm khách hàng SMEs của TCB



Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn nhóm khách hàng DN lớn của TCB



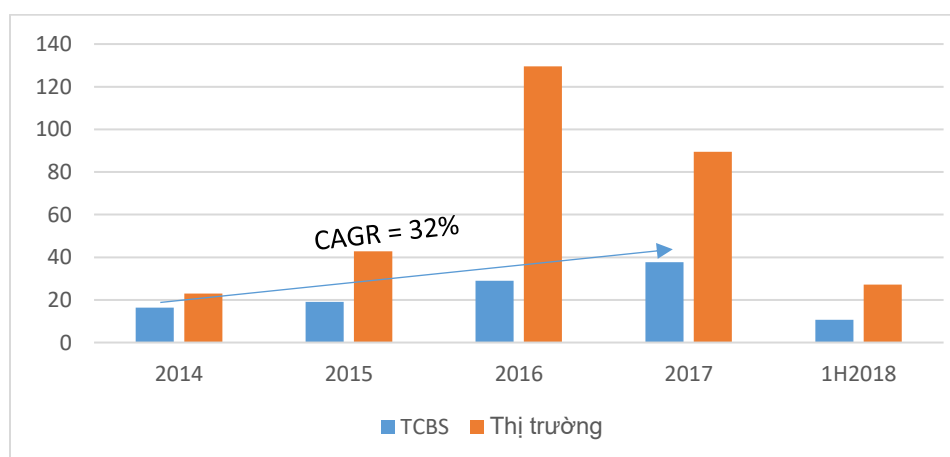
Nguồn: TCB

Điểm nhấn 2: Các mảng kinh doanh còn nhiều tiềm năng tăng trưởng**2.1. Ngân hàng đầu tư mang lại 1,061 tỷ đồng, 6.6% TOI còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.**

TCB là ngân hàng đi đầu trong nhiều mảng nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, đứng đầu thị phần môi giới và tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đơn vị đầu tiên phát hành chứng chỉ đầu tư thị trường bất động sản (REIT) tại Việt Nam, quỹ mở đầu tư trái phiếu, chứng chỉ tiền gửi lớn nhất Việt Nam (2 nghìn tỷ đồng).

TCB là đứng đầu thị phần tư vấn phát hành và môi giới trái phiếu doanh nghiệp.

- TCBS chiếm 39% thị phần tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp, khối lượng phát hành lên tới hơn 37 nghìn tỷ đồng. Ngân hàng lựa chọn đơn vị phát hành là các công ty có uy tín, đặc biệt chú ý nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn.
- TCBS phân phối trái phiếu cho các ngân hàng, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm (28% danh mục) và khách hàng cá nhân (ibonds với 72% danh mục). TCBS tạo lập thanh khoản cho trái phiếu ibonds bằng cách niêm yết giá mua bán trái phiếu hàng ngày. TCBS hiện chiếm 82% thị phần môi giới trái phiếu tại HOSE.
- Không chỉ mang lại nguồn thu nhập trực tiếp, hơn 1,000 tỷ đồng, mô hình kinh doanh này còn cho phép TCB giảm thiểu các khoản cho vay trung và dài hạn, kiểm soát tốt tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (43% trong năm 2017), thu hút khách hàng mua trái phiếu và tận dụng dòng tiền luân chuyển trong hệ thống TCB.

Khối lượng trái phiếu tư vấn phát hành của TCBS và của toàn thị trường (nghìn tỷ đồng)

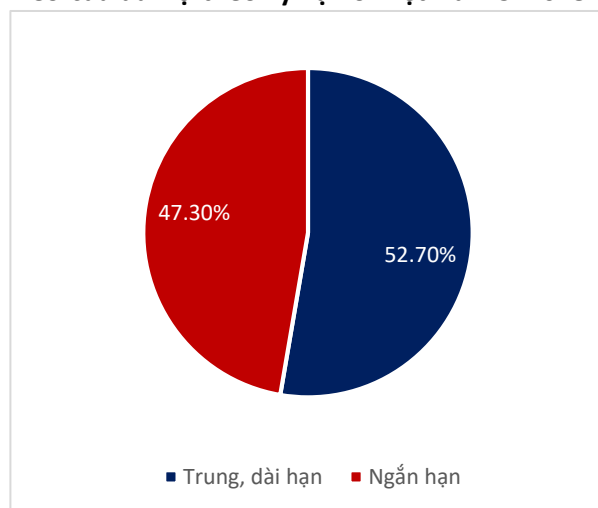
Nguồn: TCB

Thị trường còn nhiều dư địa.

- 5T2018, dư nợ tín dụng trung, dài hạn chiếm đến 52.7% tổng tín dụng của nền kinh tế. Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của nhiều ngân hàng ở mức cao. Tỷ lệ này theo quy định của SBV sẽ giảm dần từ 50% cuối năm 2017 còn 45% cuối năm 2018 và 40% từ cuối năm 2019. Điều này, gây áp lực khiến các ngân hàng phải cơ cấu lại nguồn vốn và cho vay. Một trong các giải pháp khả thi để đáp ứng nhu cầu đầu tư dài hạn của doanh nghiệp là phát hành trái phiếu doanh nghiệp trung và dài hạn và bán cho các cá nhân, tổ chức phi ngân hàng.
- Thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam còn rất sơ khai, quy mô nhỏ so với các nước trong khu vực và thế giới. Cuối năm 2017, tỷ lệ dư nợ trái phiếu

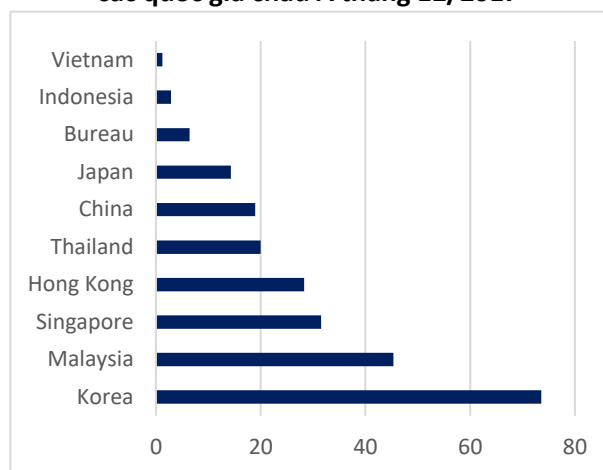
doanh nghiệp trên GDP thấp nhất trong khu vực châu Á, đạt 1.25%, mục tiêu của Chính phủ đưa tỷ lệ này đạt khoảng 7% GDP vào năm 2020 và 20% vào năm 2030.

Cơ cấu dư nợ theo kỳ hạn ở Việt Nam 5T2018



Nguồn: Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia

Tỷ trọng Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp /GDP ở các quốc gia châu Á tháng 12/2017



Nguồn: Asiabondonline

Hạn chế để phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam. (1) Xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam là BB (Fitch Rating, tháng 5/2018), do đó, xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp phát hành cao nhất đạt BB, tương đương mức trái phiếu rác. Điều này, hạn chế sự tham gia thị trường của các nhà đầu tư quốc tế. (2) Việt Nam chưa có tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín hoạt động và đánh giá các doanh nghiệp.

Rủi ro: (1) Ngân hàng phải mua lại trái phiếu doanh nghiệp và chịu rủi ro tín dụng; (2) khách hàng có cái nhìn tiêu cực về ngân hàng, thậm chí rời bỏ ngân hàng nếu đơn vị phát hành phá sản. Để hạn chế các rủi ro này, TCB lựa chọn tư vấn cho các đơn vị phát hành là các đối tác lớn, có uy tín và thương hiệu hàng đầu.

2.2. Bảo hiểm- kỳ vọng từ hợp đồng phân phối độc quyền với Manulife.

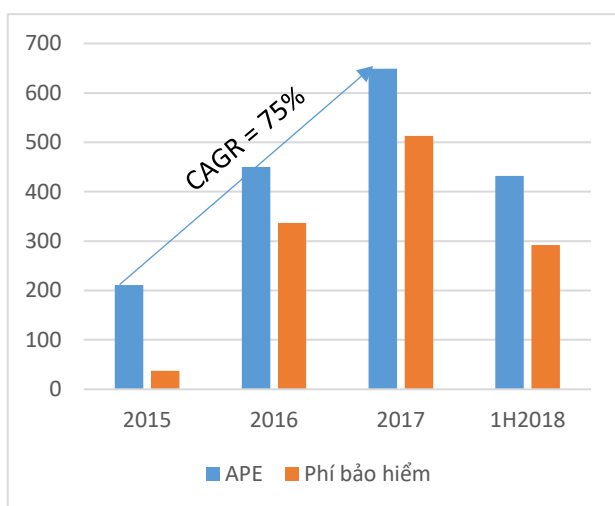
TCB thu phí hoa hồng từ việc làm đại lý bảo hiểm cho các công ty bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ (PetroVietnam Holdings và Bảo Việt Holdings). Trong đó, đáng chú ý, năm 2017, ngân hàng ký hợp đồng là đối tác chiến lược, phân phối độc quyền bảo hiểm cho Manulife trong 15 năm. Nhờ đó, riêng năm 2017, TCB ghi nhận 1,446.4 tỷ đồng tiền hoa hồng bảo hiểm (upfront fees). Trong vòng 15 năm, dựa theo doanh số bán bảo hiểm thực tế, Manulife sẽ trích hoa hồng và thưởng cho TCB.

Thu từ hoa hồng bảo hiểm tăng 13.6x từ năm 2015 đến năm 2017. Theo báo cáo độc lập của Frost & Sullivan, TCB chiếm 26.2% thị phần bancassurance trong 6T2017. Năm 2017, thu phí bảo hiểm nhân thọ quy đổi (APE) của TCB đạt 649 tỷ đồng, tăng hơn gấp 3x lần năm 2015 và tăng 44.22% trong năm 2017. Hoa hồng bán bảo hiểm đạt 513 tỷ đồng (+52.2% yoy). Trong 6 tháng đầu năm 2018, APE tăng 51%, thu nhập từ hoa hồng bảo hiểm tăng 12% lên 292 tỷ đồng.

Tiềm năng tăng trưởng.

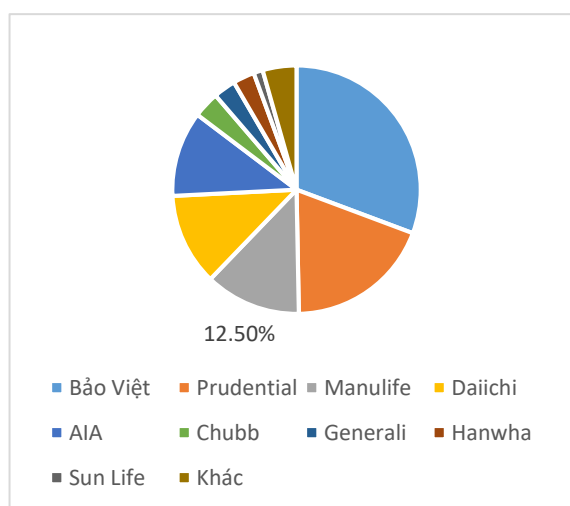
- Doanh thu phí bảo hiểm toàn quốc tiếp tục tăng trưởng nhanh, tăng trung bình (CAGR) 19.39% từ năm 2008-2017 và tăng tiếp 19% trong quý 1/2018. Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng trung bình 22.71%/năm từ 2008-2017 và tăng 28% trong quý 1/2018. Chúng tôi kỳ vọng, doanh thu phí bảo hiểm gốc tiếp tục tăng trưởng nhanh trong thời gian tới do tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam còn thấp, chỉ đạt 1.8% trong khi con số này trung bình ở các nước Asean là 3.4% và trên thế giới là 6.3% (Swiss Re, 2016).
- Kênh bancassurance tăng trưởng vượt trội, tăng đến 66.7% yoy trong 9T2017 và còn nhiều dư địa tăng trưởng. Bancassurance đóng góp 7% phí bảo hiểm gốc toàn ngành, trong khi tỷ lệ này ở nhiều nước như Thái Lan, Indonesia, Singapore và Hồng Kông, dao động 30 – 50%, Tây Ban Nha lên tới 72%, Italia là 70% và Pháp là 60%.
- Manulife là công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu Canada, hiện đứng thứ 3 về thị phần tại Việt Nam, chiếm 12.5% thị phần. Với danh tiếng của Manulife và mạng lưới chi nhánh sâu rộng của TCB, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán bảo hiểm sẽ tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới.
- Techcombank đặt mục tiêu đạt hơn 10 nghìn tỷ đồng doanh thu phí bảo hiểm trong 5 năm tới. Cụ thể, ngân hàng kỳ vọng doanh thu phí bảo hiểm thu được tăng gấp đôi trong năm 2018 và tăng 40-50% trong năm 2019-2020. Hiện TCB mới khai thác 3.3% khách hàng và đặt kế hoạch nâng tỷ lệ này lên 15-20%.

APE và hoa hồng bán bảo hiểm của TCB

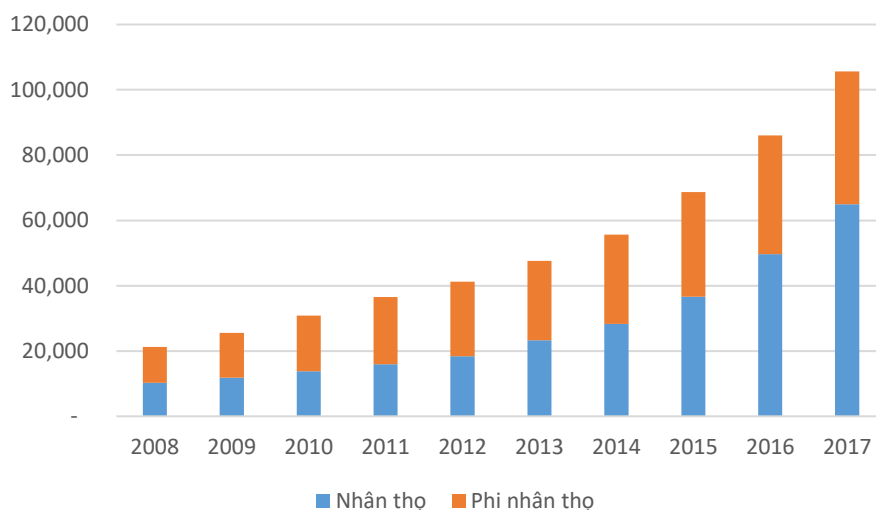


Nguồn: TCB

Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam



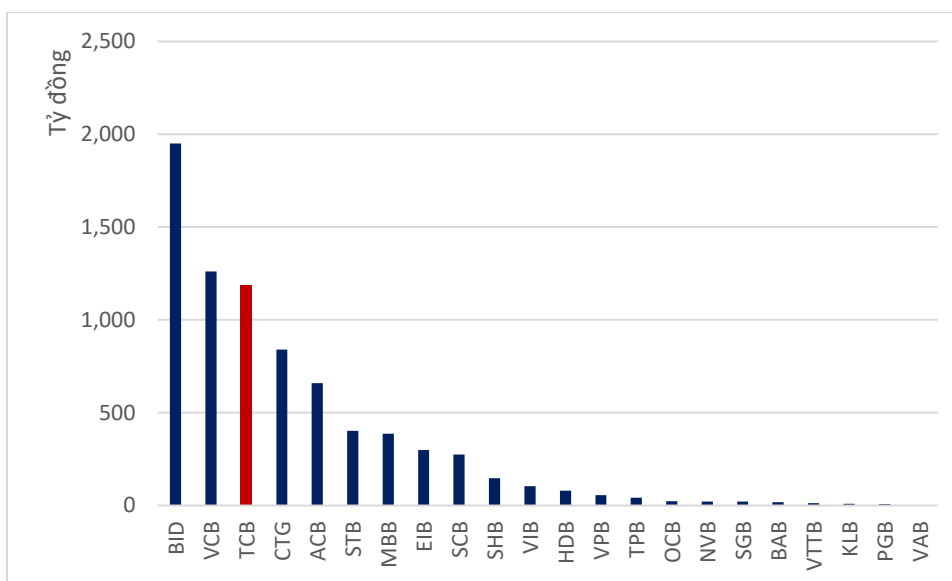
Nguồn: Cục quản lý giám sát bảo hiểm

Doanh thu phí bảo hiểm gốc ở thị trường Việt Nam từ 2008-2017

Nguồn: Cục quản lý giám sát bảo hiểm

2.3. Tiếp tục đầu tư hạ tầng thanh toán

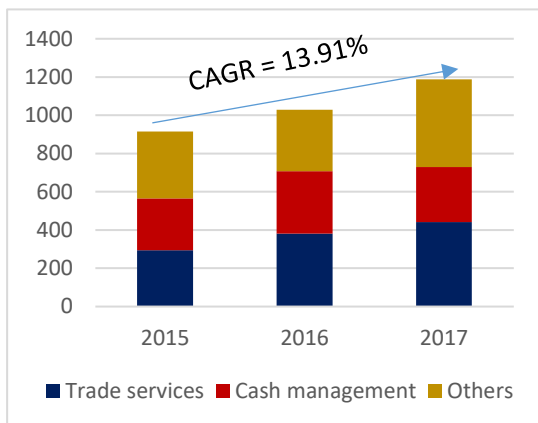
Dịch vụ thanh toán đều đặn đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong thu nhập ngoài lãi của ngân hàng. Năm 2017, thu nhập thuần từ hoạt động thanh toán đạt 1,188 tỷ đồng, tăng 15.4% yoy và tăng trung bình 10.63% từ năm 2010-2017. Thu nhập từ dịch vụ thanh toán của TCB đứng thứ 3 trong số các ngân hàng niêm yết, chỉ sau BID và VCB, cao hơn cả CTG, ACB, MBB,...

Thu nhập thuần từ dịch vụ thanh toán

Nguồn: BSC research

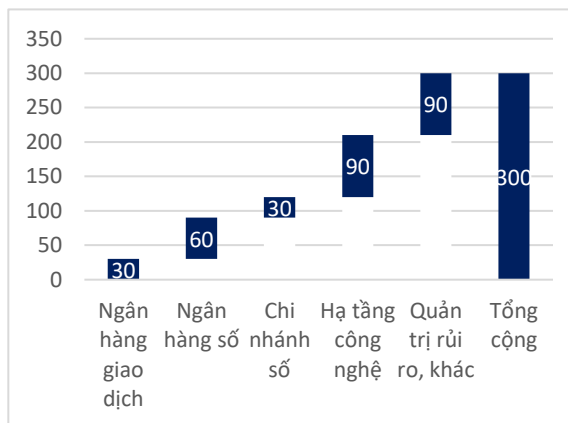
Nền tảng thanh toán không chỉ mang lại nguồn thu nhập cao cho ngân hàng, mà còn là cơ sở để TCB thu hút thêm khách hàng, người gửi tiền và mang lại CASA cao hơn cho ngân hàng. TCB cung cấp các dịch vụ thanh toán bao gồm: thu tiền và quản lý tiền, thanh toán trong nước và quốc tế, tài trợ thương mại và các giải pháp tài chính trong chuỗi cung ứng,... Ngân hàng tiếp tục đầu tư hệ thống thanh toán cũng như nền tảng công nghệ về số hóa và quản trị rủi ro, nhằm nâng cao trải nghiệm cho khách hàng

Thu nhập thuần từ hoạt động thanh toán của TCB từ 2015-2017



Nguồn: TCB

Kế hoạch đầu tư 300 triệu USD của TCB từ 2018-2020

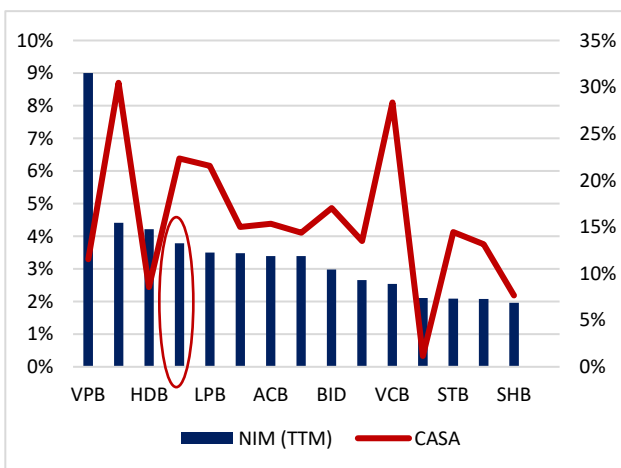


Nguồn: TCB

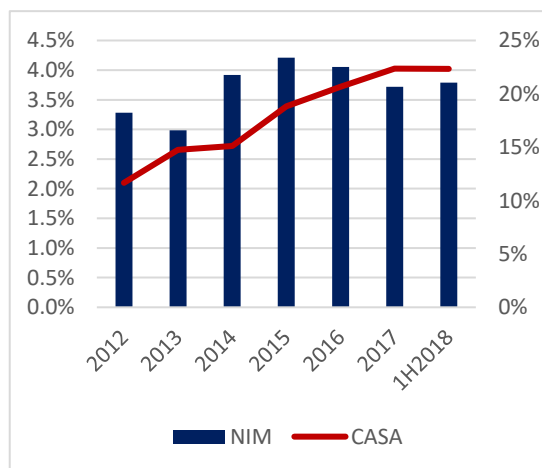
Điểm nhấn 3: Hiệu quả sinh lời cao, tốc độ tăng trưởng cao.

Hiệu quả sinh lời cao. Tính đến hết quý 2/2018, NIM của ngân hàng đạt 3.79%, chỉ đứng sau VPB (9%, bao gồm cả FEcredit), MBB (4.41%) và HDB (4.22%). NIM của ngân hàng luôn duy trì ở mức cao so với mặt bằng chung của ngành. Do tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao, đạt 22.35%, chỉ sau MBB (30.46%), VCB (28.34%) trong quý 2/2018. Đây là các khoản tiền gửi chịu lãi suất thấp, khoảng 0.5%/năm.

NIM và CASA của TCB và các ngân hàng Việt Nam



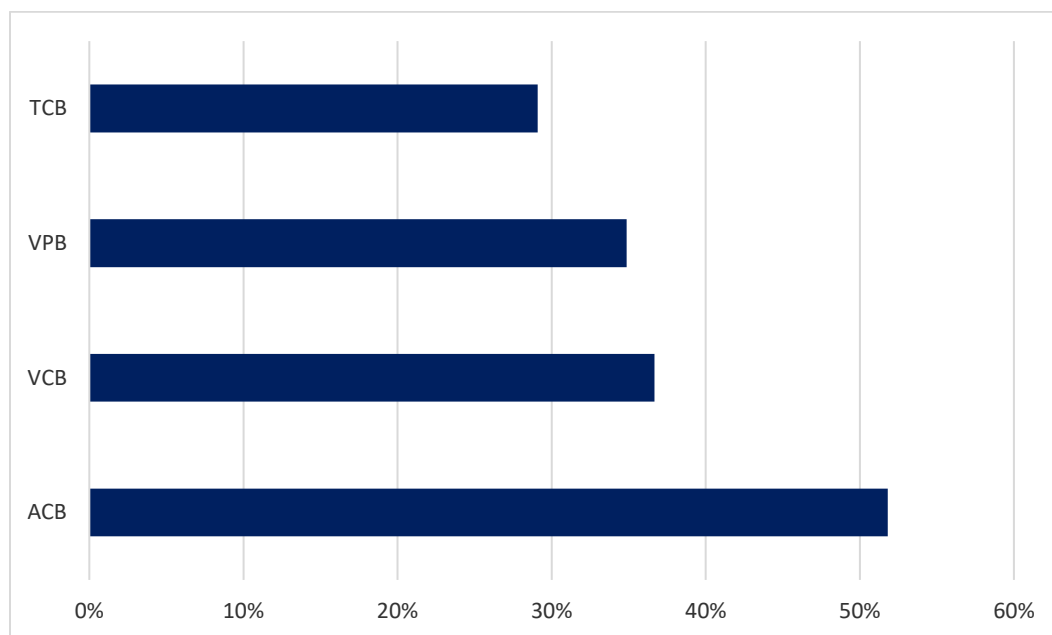
NIM của TCB từ năm 2012-quý 2/2018



Nguồn: TCB, BSC research

TCB có tỷ lệ CIR thấp nhất trong nước và trong khu vực. Tỷ lệ này được tính bằng chi phí hoạt động chia cho tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng. Tỷ lệ thấp thể hiện ngân hàng quản trị chi phí tốt. Nửa đầu năm 2018, CIR của TCB đạt 27.94%, thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết (trung bình đạt 41.15%). Nếu loại trừ thu nhập từ bán Techcombank Finance, CIR của ngân hàng là 31.15%. Để so sánh với các ngân hàng trong khu vực và trên thế giới, chúng tôi điều chỉnh lại thu nhập hoạt động và chi phí hoạt động, đồng nhất với cách tính của Bloomberg, khi đó, CIR của ngân hàng đạt 29.10% (quý 2/2018), nằm trong топ các ngân hàng có tỷ lệ chi phí thấp nhất khu vực.

So sánh tỷ lệ CIR của TCB và các ngân hàng trong khu vực

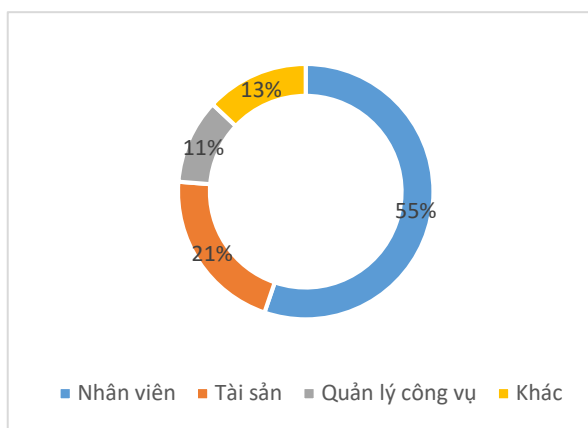


Nguồn: Bloomberg, BSC research

CIR điều chỉnh theo Bloomberg

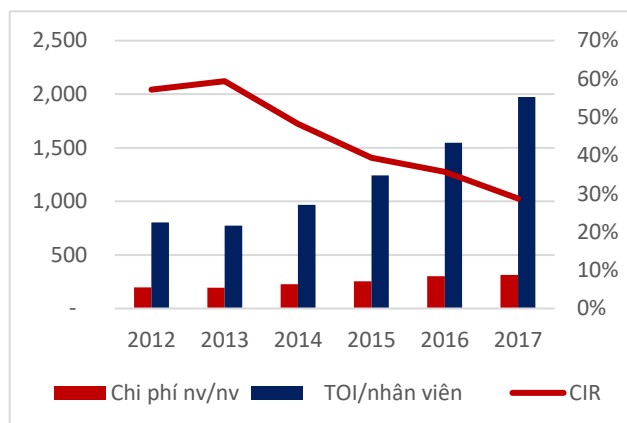
Năng suất nhân viên tăng 19.69% trong khi chi phí cho một nhân viên tăng 9.64% từ 2012-2017. Chi phí nhân viên chiếm đến 55% tổng chi phí hoạt động của ngân hàng. Nhờ tăng số lượng sản phẩm trên một khách hàng, bán chéo và bán tăng sản phẩm, thu nhập tạo ra từ một nhân viên tăng nhanh trong khi đó, chi phí không tăng nhiều. CIR giảm từ 57% năm 2012 xuống còn 29% trong năm 2017 và 27.94% trong 1H2018.

Cơ cấu chi phí hoạt động của TCB



Nguồn: TCB

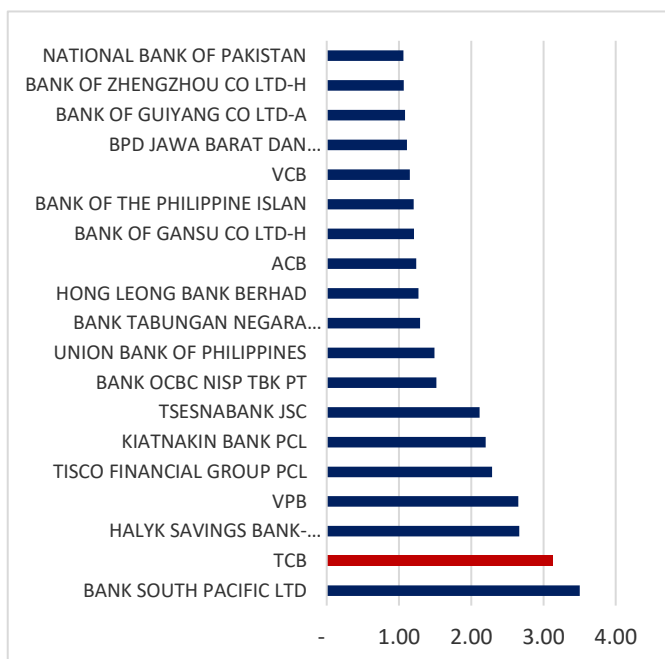
Năng suất và chi phí/ nhân viên của TCB từ 2012-2017



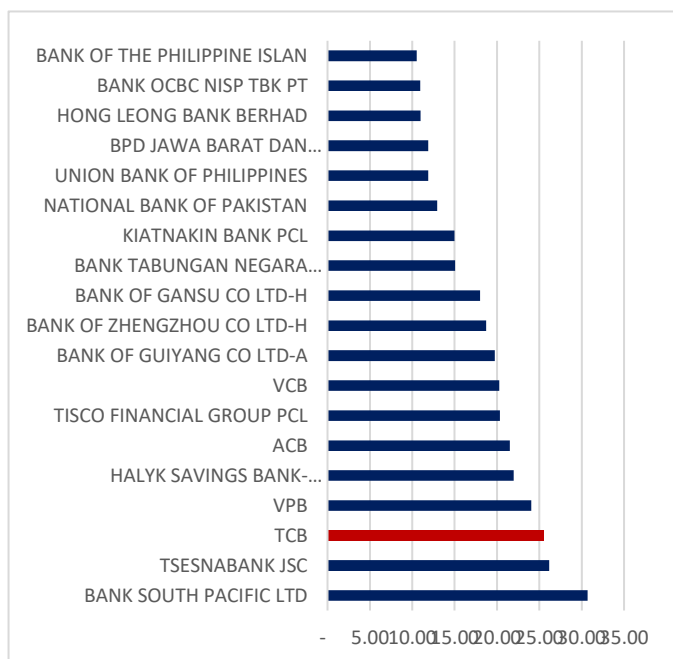
Nguồn TCB

Hiệu quả sinh lời cao. Hệ số ROA và ROE đạt lần lượt là 3.16% và 24.32%, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết tại thị trường Việt Nam.

ROA của TCB và các ngân hàng so sánh quý 2/2018



ROE của TCB và các ngân hàng so sánh quý 2/2018



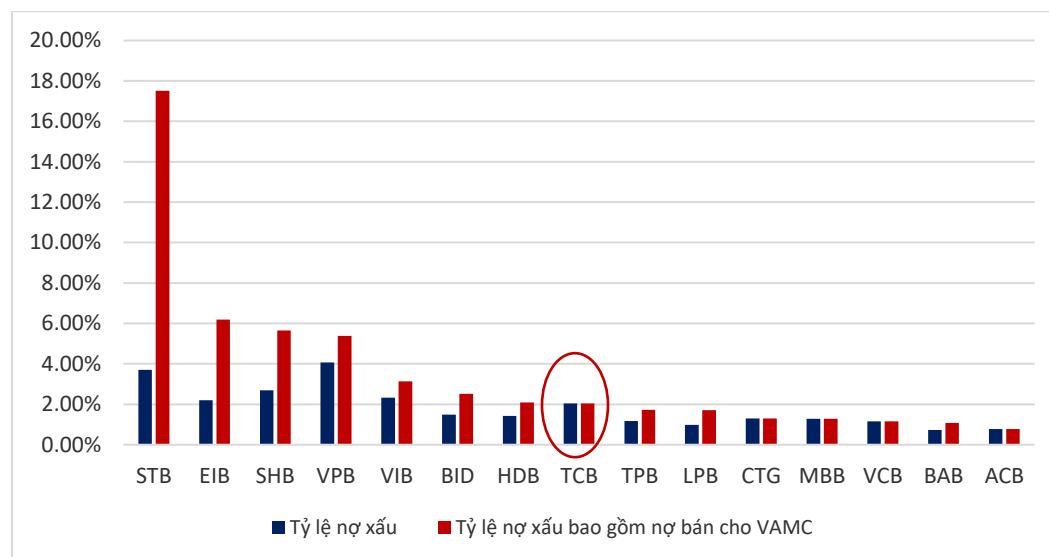
Nguồn: TCB, Bloomberg

Tốc độ tăng trưởng cao. LNST tăng trưởng trung bình năm (CAGR) đạt 53% từ năm 2012-2017, đáng chú ý, LNST tăng trên 100% trong 2 năm liên tiếp là 2016 và 2017. 1H2018, LNST đạt 4,150 tỷ đồng, tăng 90% yoy. Nếu loại trừ lợi nhuận bất thường từ thoái vốn, LNTT tăng 57.34%. Tăng trưởng kết quả kinh doanh chủ yếu đến từ mảng thu nhập ngoài lãi như đã phân tích ở trên. Ngân hàng đặt kế hoạch năm 2018, LNTT đạt 10,000 tỷ đồng. Trong dài hạn, TCB đặt mục tiêu tín dụng tăng trưởng trung bình 20%/năm, tổng tài sản tăng trung bình 20%/năm và thu nhập dịch vụ tăng trung bình 30%/năm.

Điểm nhấn 4: Chất lượng tài sản tốt

TCB là một trong 4 ngân hàng đầu tiên hoàn tất xử lý nợ xấu đã bán cho VAMC. Kết thúc năm 2017, toàn bộ dư nợ trái phiếu VAMC đã được tất toán. Chi phí dự phòng rủi ro trái phiếu VAMC lên tới 1,643 tỷ đồng, toàn bộ chi phí này sẽ không còn phát sinh trên bảng kết quả kinh doanh của TCB từ năm 2018.

Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ xấu bán cho VAMC của các ngân hàng Việt Nam tính tới quý 2/2018

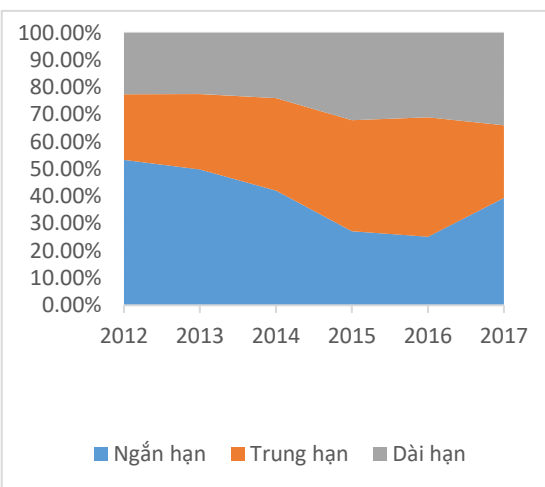


Nguồn: BSC research

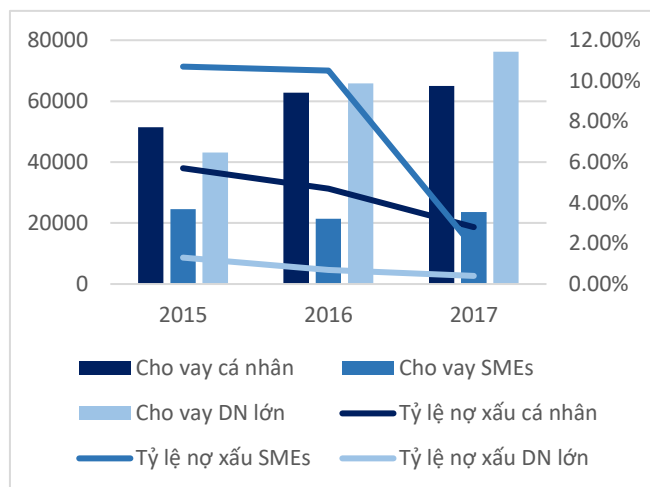
Nợ xấu được kiểm soát ở mức 2.04% tính đến hết quý 2/2018. Ngân hàng đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ nợ xấu duy trì dưới 2%. Tỷ lệ bao nợ xấu tính đến cuối quý 2/2018 đạt 74%, ở mức trung bình so với các ngân hàng niêm yết. Chúng tôi lưu ý, so với cuối năm 2017, nợ xấu tăng 31.43% ytd, lãi và phí phải thu tăng thêm 21% ytd lên 4,671 tỷ đồng, tương đương 2.8% tổng dư nợ khiến chúng tôi lo ngại về chất lượng nợ của TCB. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, ngân hàng đã tích cực xử lý nợ xấu, xuất ngoại bảng hơn 1,132 tỷ đồng nợ xấu trong khi cùng kỳ 2017 con số này là 581 tỷ đồng, thu hồi nợ ngoại bảng đạt 471 tỷ đồng, gấp 2x cùng kỳ 2017. So với các ngân hàng khác, chúng tôi đánh giá cao chất lượng và chính sách tín dụng của TCB. (1) Việc lựa chọn khách hàng nằm trong chuỗi giá trị cho phép TCB phát hiện sớm các rủi ro và tiếp cận được nhóm khách hàng có chất lượng tín dụng tốt. Ví dụ, liên kết với công ty bất động sản hàng đầu Việt Nam, TCB cho vay hơn 11,000 khách hàng, trong đó, 10,000 khách hàng thuộc nhóm có thu nhập khá và cao, giá trị giải ngân chiếm đến 87% tổng dư nợ cho vay mua nhà của TCB. (2) TCB tập trung vào nhóm khách hàng có thu nhập khá và cao, và các ngành nghề được nhân viên thẩm định có mức độ rủi ro thấp. Đó là các khách hàng cá nhân có thu nhập trên 200 triệu/năm, khách hàng SMEs có lịch sử giao dịch ít nhất 3 năm với ngân hàng. (3) Chính sách thẩm định tín dụng dựa trên dòng tiền và khả năng trả nợ của khách hàng, tập trung hỗ trợ vốn

lưu động cho khách hàng, và giảm dư nợ cho vay trung và dài hạn. Dư nợ ngắn hạn tăng từ mức 39.42% trong năm 2017 lên 43.05% trong 6T2018.

Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn của TCB từ 2012-2017



Dư nợ và tỷ lệ nợ xấu bao gồm trái phiếu VAMC theo nhóm khách hàng của TCB từ 2015-2017



Nguồn: TCB

Rủi ro đầu tư

Phụ thuộc vào nhóm khách hàng lớn. (1) Tốp 10 nhóm khách hàng có dư nợ tín dụng lớn nhất tại TCB vào cuối năm 2017 chiếm 17% tổng dư nợ của ngân hàng, trong đó, không có khách hàng nào chiếm trên 2.33% tổng dư nợ. (2) Với mô hình kinh doanh hiện tại, nhóm khách hàng lớn không chỉ tác động trực tiếp vào kết quả kinh doanh của TCB mà còn ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng của TCB thông qua nhóm khách hàng vệ tinh. Để hạn chế rủi ro này, các RMs của TCB phân tích và lựa chọn kỹ nhóm khách hàng mục tiêu có chuỗi giá trị lớn và triển vọng phát triển dài hạn.

Rủi ro chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tiếp tục tăng. (1) Nợ xấu tăng 31% trong 2 quý đầu năm 2018, lên mức 3,396 tỷ đồng, tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2.04%. (2) Ngân hàng tăng trích lập dự phòng rủi ro tín dụng thông qua việc tăng tỷ lệ bao nợ xấu lên mức tương đương các ngân hàng đứng đầu về chất lượng tài sản. Tỷ lệ bao nợ xấu tính đến hết quý 2/2018 đạt 74%. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi cho rằng, TCB cần tăng tỷ lệ bao nợ xấu. (3) Tăng trích lập cho nhóm các tài sản có khác. Lãi, phí phải thu tiếp tục tăng trong quý 2/2018, đạt 4,670 tỷ đồng, chiếm 2.8% tổng dư nợ. Ngân hàng có thể phải trích lập dự phòng thêm đối với một số tài sản có khác như các khoản phải thu từ L/C trả chậm, từ hợp đồng mua bán nợ. Tổng giá trị các tài sản này lên tới 4,029 tỷ đồng, quỹ dự phòng là

561 tỷ đồng. Ngoài ra, ngân hàng còn có các khoản đặt cọc mua trụ sở văn phòng, tạm ứng mua tài sản cố định, xây dựng lên tới 3,693 tỷ đồng.

Rủi ro khách hàng rời bỏ ngân hàng nếu nhóm khách hàng lớn có vấn đề, nhà phát hành trái phiếu doanh nghiệp bán cho cá nhân mất khả năng trả nợ,... Điều này được hạn chế thông qua việc thẩm định và lựa chọn kỹ nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn.

Rủi ro lãi suất tăng. Khoảng 11-12% TOI năm 2017 của ngân hàng đến từ lãi giao dịch các chứng khoán đầu tư, kinh doanh (1,800 tỷ đồng). Nếu lãi suất tăng sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của ngân hàng.

Dự báo kết quả kinh doanh và định giá

Kế hoạch kinh doanh.

Kế hoạch năm 2018. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tổng tài sản năm 2018 đạt 17% yoy, huy động vốn tăng tới 40% yoy, dư nợ tín dụng tăng 18% yoy, tối đa không vượt quá hạn mức được SBV giao, tỷ lệ nợ xấu tiếp tục duy trì mức thấp hơn 2%. Kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2018 đạt 10 nghìn tỷ đồng, tăng 24% yoy, bao gồm tăng trưởng hoạt động kinh doanh lõi và hạch toán lãi từ bán Techcombank Finance (895 tỷ đồng). Trong dài hạn, ngân hàng đặt trọng tâm vào tăng trưởng các hoạt động ngoài lãi, với kỳ vọng đạt trung bình 30%/năm.

Dự báo kết quả kinh doanh.

Chúng tôi dự báo LNST năm 2018 đạt 8,115 tỷ đồng (+26% yoy) và tăng lên đến 13,599 tỷ đồng vào năm 2023, tương đương với tốc độ tăng trưởng là 11%/năm.

Một số giả định:

- Cho vay tăng trưởng 15% trong năm 2018, sau đó, tốc độ cho vay giảm xuống còn 10% từ 2019-2023. Tỷ lệ nợ xấu tương đương quý 1/2018 đạt 1.87%.
- Tỷ lệ LDR năm 2018 là 78% sau đó, tăng lên mức 80%. Trong đó, tiền gửi tăng trưởng trung bình 12%/năm, giá trị giấy tờ có giá không đổi so với năm 2018.
- NIM đạt 3.83% trong năm 2018 nhờ tăng tỷ lệ LDR và lãi suất cho vay, huy động bình quân duy trì tương đương quý 1/2018.
- Khi đó, Thu nhập lãi thuần được dự báo đạt 10,955 tỷ đồng vào năm 2018 và tăng lên đến 20,356 tỷ đồng vào năm 2023.
- Thu nhập thuần từ dịch vụ đạt 2,947 tỷ đồng, giảm so với năm 2017. Nếu loại trừ upfront fee thu được một lần từ hợp đồng độc quyền với Manulife, thu nhập dịch vụ thuần tăng 25% yoy trong năm 2018. Trong đó, (1) thu từ dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán tăng 19.36% yoy, với giả định khối lượng trái phiếu tư vấn phát hành là 45,000 tỷ đồng. 1H2018, TCB tư vấn phát hành 10.6 nghìn tỷ đồng, chiếm 39% thị phần. Tốc độ tăng trưởng từ năm 2019-2023 là 5%/năm từ 2019-2023. (2) Hoa hồng hợp tác bảo hiểm dự báo tăng trung bình 20%/năm, thấp hơn tốc

độ tăng trưởng doanh thu phí toàn ngành bảo hiểm nhân thọ từ năm 2008-2017 (22.71%) và thậm trọng hơn nhiều so với mục tiêu của ngân hàng (tăng trung bình 73%/năm). Riêng 6 tháng đầu năm 2018, doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ của TCB tăng 55% yoy. (3) Dịch vụ đại lý và ủy thác tăng trung bình 20%/năm. (4) Các dịch vụ còn lại, bao gồm dịch vụ thanh toán tăng cùng tốc độ tăng của tiền gửi. Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định ngân hàng tiếp tục duy trì chương trình “big zero fee”.

- Nghiệp vụ nguồn vốn cho bản thân ngân hàng được dự báo mang về 1,234 tỷ đồng trong năm 2018. Nghiệp vụ mua bán trái phiếu và công cụ đầu tư khác với khách hàng được dự báo mang về 500 tỷ đồng, chủ yếu từ bán trái phiếu do TCBS tư vấn phát hành. Khi đó, mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư được dự báo đạt 1,734 tỷ đồng vào năm 2018 và đạt 2,500 tỷ đồng vào năm 2023. 6T2018, nghiệp vụ này mang lại 743 tỷ đồng.
- Kinh doanh ngoại hối và vàng được dự báo tăng cùng tốc độ tăng tiền gửi của khách hàng, đạt 329 tỷ đồng trong năm 2018 và đạt 550 tỷ đồng vào năm 2023.
- Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác được dự báo đạt 1,089 tỷ đồng trong năm 2018, trong đó, 975 tỷ đồng đến từ thu hồi nợ đã xử lý trong năm 2018.
- Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần được dự báo đạt 895 tỷ đồng trong năm 2018, chủ yếu đến từ thoái vốn Techcombank Finance. Các năm sau, thu nhập này không đáng kể, chủ yếu đến từ cổ tức của các công ty có góp vốn (334 triệu đồng).
- Chi phí hoạt động năm 2018 được dự báo đạt 5,446 tỷ đồng (+15.89% yoy), trong đó, chi phí cho nhân viên là 2,978 tỷ đồng (quỹ lương 2018). CIR khi đó tăng lên đến 30.34%. Từ 2019-2023, chi phí hoạt động được dự báo tăng trung bình 14%/năm chủ yếu do tăng lương nhân viên 5%/năm, và tăng chi phí khấu hao do đầu tư thêm 300 triệu USD nâng cấp hạ tầng từ 2018-2020. CIR từ năm 2018-2023 dao động trong khoảng 30.55% đến 31.89%.
- Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được dự báo đạt 2,364 tỷ đồng vào năm 2018 và tăng lên 3,887 tỷ đồng vào năm 2023 với giả định tỷ lệ bao nợ xấu tăng lên 100% từ năm 2018 và hoàn nhập dự phòng 756 tỷ đồng trong năm 2018 cho các khoản nợ đã bán nhưng chưa thu được tiền (đã thực hiện trong 1H2018).

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/B để định giá cổ phiếu. Quan sát mức định giá của các ngân hàng trong khu vực và trên thế giới trong hơn 20 năm gần đây, chúng tôi nhận thấy, mức P/B chấp nhận trung bình cho các ngân hàng giao động từ 1.57x- 1.77x và lên tới 2.22x-2.58x cho các ngân hàng đầu ngành.

- Giá trị ghi sổ trên cổ phiếu cuối năm 2018 được dự báo đạt 14,849 đồng/cp
- Hệ số P/B được chọn là trung vị của các ngân hàng so sánh 2.21x
- Giá hợp lý của cổ phiếu là 32,800 đồng/cp

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 12 tháng tới là 32,800 đồng/cp, upside 22.6%

Phụ lục 01: So sánh TCB và các ngân hàng niêm yết nửa đầu năm 2018

	TCB	CTG	VCB	BID	MBB	STB	VPB	ACB	HDB	LPB	TPB	VIB
Quy mô												
Vốn điều lệ (tỷ đ)	11,655	37,234	35,978	34,187	21,605	18,852	24,963	11,259	9,810	7,500	5,842	5,644
VCSH (tỷ đ)	47,429	68,042	58,603	53,097	31,331	23,649	32,989	18,319	16,576	9,787	9,657	9,663
Tổng tài sản (tỷ đ)	300,404	1,140,081	977,682	1,268,549	333,203	400,686	293,112	309,968	191,293	175,881	126,533	127,238
Vốn chủ sở hữu/TTS	15.79%	5.97%	5.99%	4.19%	9.40%	5.90%	11.25%	5.91%	8.67%	5.56%	7.63%	7.59%
Tăng trưởng (ytd)												
Tăng trưởng tài sản	11.51%	4.11%	-5.56%	5.51%	6.16%	8.74%	5.53%	9.02%	1.03%	7.62%	1.94%	3.31%
Tăng trưởng cho vay	3.64%	9.72%	11.52%	7.18%	11.21%	10.65%	8.87%	11.76%	15.16%	13.82%	16.31%	9.29%
Tăng trưởng tiền gửi	8.96%	13.22%	7.90%	12.16%	6.64%	11.25%	13.29%	10.94%	5.18%	14.06%	6.93%	10.17%
CASA	22.35%	13.50%	28.34%	17.01%	30.46%	14.47%	11.52%	15.36%	8.53%	21.57%	14.38%	15.01%
Cho vay/tiền gửi	89.49%	101.77%	79.27%	96.33%	87.24%	69.32%	131.44%	82.85%	94.92%	78.27%	98.14%	115.87%
Chất lượng tài sản												
Tỷ lệ nợ xấu	2.04%	1.29%	1.15%	1.49%	1.29%	3.70%	4.07%	0.78%	1.43%	0.98%	1.17%	2.33%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ hán cho VAMC	2.04%	1.29%	1.15%	2.51%	1.29%	17.51%	5.39%	0.78%	2.08%	1.72%	1.73%	3.14%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.51%	1.44%	1.62%	1.26%	1.37%	1.27%	1.79%	1.02%	1.14%	1.11%	1.15%	1.24%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	74%	111%	141%	85%	106%	34%	44%	131%	80%	113%	99%	53%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	2.80%	1.69%	1.08%	1.24%	1.41%	9.64%	2.00%	1.07%	2.59%	3.31%	1.56%	1.36%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)												
% Thu nhập lãi thuần	58.33%	83.29%	67.75%	79.41%	75.20%	68.90%	83.98%	74.69%	79.62%	107.55%	75.37%	83.56%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	6,240	10,218	11,252	15,044	5,488	1,510	9,822	3,596	2,558	814	1,396	1,385
% yoy	22.04%	5.81%	36.27%	50.08%	42.69%	128.10%	35.31%	61.33%	94.52%	-36.21%	97.45%	128.93%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(1,044)	(4,952)	(3,235)	(10,007)	(1,659)	(514)	(5,446)	(445)	(495)	(148)	(372)	(235)
% vs LN trước DP	16.73%	48.46%	28.75%	66.52%	30.23%	34.04%	55.45%	12.37%	19.35%	18.18%	26.65%	16.97%
LNST (tỷ đ)	4,150	4,237	6,431	3,942	3,040	768	3,501	2,462	1,495	546	819	921
% yoy	90.02%	8.53%	52.32%	45.14%	54.79%	65.52%	34.34%	151.22%	141.52%	-22.77%	112.18%	200.98%
NIM (TTM)	3.79%	2.66%	2.54%	2.98%	4.41%	2.09%	9.00%	3.39%	4.22%	3.50%	3.39%	3.48%
CIR (TTM)	27.94%	41.06%	41.35%	31.69%	39.28%	-29.94%	32.31%	44.74%	45.19%	62.28%	47.26%	48.70%
ROA (TTM)	3.13%	0.70%	1.15%	0.61%	1.44%	0.39%	2.65%	1.24%	1.41%	0.93%	1.07%	1.38%
ROE (TTM)	25.60%	11.94%	20.26%	14.52%	15.06%	6.33%	24.06%	21.51%	18.16%	15.92%	17.38%	19.06%
EPS (đồng/cp) (TTM)	2,563*	2,085	3,140	2,378	2,102	819	3,069	3,320	2,797	1,701	2,215	3,197
Giá trị ghi sổ (đ/cp)	13,564*	18,191	16,261	14,628	16,384	12,544	21,006	16,270	15,886	12,878	14,374	17,120

Nguồn: BSC research, TCB* lấy theo giá trị cổ phiếu lưu hành tại thời điểm hiện tại

Phụ lục 02: Tổng quan tài chính doanh nghiệp

	2014	2015	2016	2017	1H2018
Quy mô					
Vốn điều lệ (tỷ đ)	8,878	8,878	8,878	11,655	11,655
VCSH (tỷ đ)	14,986	16,458	19,586	26,931	47,429
Tổng tài sản (tỷ đ)	175,902	191,994	235,363	269,392	300,404
Vốn chủ sở hữu/TTS	8.52%	8.57%	8.32%	10.00%	15.79%
Tăng trưởng (ytd)					
Tăng trưởng tài sản	10.70%	9.15%	22.59%	14.46%	11.51%
Tăng trưởng cho vay	14.28%	39.69%	27.13%	12.78%	3.64%
Tăng trưởng tiền gửi	9.76%	8.01%	21.94%	-1.43%	8.96%
CASA	15.11%	18.83%	20.66%	22.36%	22.35%
Cho vay/tiền gửi	61%	70%	71.77%	76.62%	89.49%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2.38%	1.66%	1.58%	1.61%	2.04%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm nợ bán cho VAMC	5.35%	3.99%	2.64%	1.61%	2.04%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.20%	1.04%	1.05%	1.17%	1.51%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	50%	63%	67%	73%	74%
Lãi, phí phải thu/ cho vay	4.16%	2.72%	2.80%	2.41%	2.80%
Hiệu quả kinh doanh (ytd)					
% Thu nhập lãi thuần	83.79%	77.20%	68.31%	54.64%	58.33%
LN thuần trước DPRRTD (tỷ đ)	3,698	5,665	7,658	11,646	6,240
% yoy	61.34%	53.18%	35.17%	52.08%	22.04%
Chi phí DPRR TD (tỷ đ)	(2,281)	(3,628)	(3,661)	(3,609)	(1,044)
% vs LN trước DP	61.68%	64.04%	47.81%	30.99%	16.73%
LNST (tỷ đ)	1,082	1,529	3,149	6,446	4,150
% yoy	64.15%	41.35%	105.92%	104.70%	90.02%
NIM (TTM)	3.6%	3.8%	4.06%	3.9%	3.79%
CIR (TTM)	47.22%	35.29%	35.75%	28.75%	27.94%
ROA (TTM)	0.65%	0.83%	1.47%	2.55%	3.13%
ROE (TTM)	7.49%	9.73%	17.47%	27.71%	25.60%

Nguồn: BSC research

Phụ lục 02. Dự báo kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh					Bảng cân đối kế toán				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
I. Thu nhập lãi thuần	8,930	10,959	13,079	14,411	A. Tổng Tài sản	269,392	325,755	351,643	386,709
II. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	3,812	2,947	3,202	3,555	I. Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,344	3,004	3,025	3,076
III. Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	279	330	358	399	II. Tiền gửi tại ngân hàng nhà nước Việt	4,279	5,065	5,495	6,132
IV. Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng	397	198	198	198	III. Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay	30,156	30,156	30,156	30,156
V. Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng	856	1,536	1,606	1,764	IV. Chứng khoán kinh doanh	6,758	6,758	6,758	6,758
VI. Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	1,715	1,089	1,589	1,745	V. Các công cụ tài chính phái sinh và các	36	0	0	0
VII. Thu nhập từ góp vốn, mua cổ	356	895	0	0	VI. Cho vay khách hàng	158,964	181,514	199,666	219,632
Tổng thu nhập hoạt động	16,344	17,954	20,032	22,073	VII. Chứng khoán đầu tư	51,542	83,850	87,505	98,154
VIII. Chi phí hoạt động	(4,698)	(5,446)	(6,160)	(6,968)	VIII. Góp vốn, đầu tư dài hạn	10	10	10	10
IX. LN thuần từ hoạt động kinh	11,646	12,508	13,873	15,105	IX. Tài sản cố định	1,511	1,511	4,511	7,511
X. Chi phí dự phòng rủi ro tín	(3,609)	(2,364)	(2,965)	(3,004)	X. Bất động sản đầu tư	1,238	1,198	1,157	1,117
XI. Tổng lợi nhuận trước thuế	8,036	10,144	10,908	12,100	XI. Các tài sản khác	12,542	12,690	13,360	14,163
XIII. Lợi nhuận sau thuế	6,446	8,115	8,726	9,680	B. Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	269,392	325,755	351,643	386,709
Chỉ số					Tổng nợ phải trả	242,462	273,833	291,037	316,472
Tỷ lệ nợ xấu	1.61%	1.87%	1.87%	1.87%	I. Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt	1,000	1,000	1,000	1,000
LDR	76.62%	78.00%	80.00%	80.00%	II. Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	46,324	46,324	46,324	46,324
Tăng trưởng LN trước dự phòng	52.08%	7.41%	10.91%	8.88%	III. Tiền gửi của khách hàng	170,971	202,342	219,547	244,981
Tăng trưởng LNST	104.70%	25.90%	7.53%	10.93%	IV. Các công cụ tài chính phái sinh và các	0	0	0	0
NIM	3.72%	3.83%	4.01%	4.07%	V. Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ	0	0	0	0
CIR	28.75%	30.33%	30.75%	31.57%	VI. Phát hành giấy tờ có giá	17,640	17,640	17,640	17,640
ROA	2.55%	2.73%	2.58%	2.62%	VII. Các khoản nợ khác	6,527	6,527	6,527	6,527
ROE	27.71%	20.58%	15.51%	14.80%	VIII. Vốn chủ sở hữu	26,931	51,922	60,605	70,237
					IX. Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Nguồn: BSC research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>